

บทความวิจัย (ม.ค. – มิ.ย. 2563)

ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สุขศรี บุตรวงศ์, นักศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

E-mail: Suksri_khee@hotmail.com

ผศ.ดร.ฐิตาภรณ์ ลินจรรย์ศักดิ์, อาจารย์ประจำหลักสูตร คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative Research) มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี(แบบ56-1) และจากฐานข้อมูล SETSMARTในช่วงระหว่างปีพ.ศ.2557-2561 ที่มีผลประกอบการติดต่อกัน5ปี ใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05

ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ โดยมีอายุของธุรกิจ กำไรต่อหุ้น เป็นตัวแปรควบคุม ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลทางบวก สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ โดยมีอายุของธุรกิจ กำไรต่อหุ้น เป็นตัวแปรควบคุม ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05แสดงได้ว่าบริษัทที่มีการกระจุกตัวของหุ้นสูงมากเท่าใด ก็จะมียิ่งทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูง จะมีอำนาจในการจัดการและบริหารงานมาก จึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่สูงมากธุรกิจที่มีอายุของการดำเนินกิจการมานานจะมีอัตราเงินปันผลตอบแทนที่สูงอัตรากำไรต่อหุ้นส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง ปัจจัยด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, อัตราผลตอบแทน, ราคาหลักทรัพย์

Received: August 12 2019, Revised August 22, Accepted October 7 2019

The Impact of Capital Structure and Cash Flow on Stock Return of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand: Service Industry Group

Suksri Butwong, Master of Accountancy Program in Accountancy, Sripatum University

Suksri_khee@hotmail.com

Asst.Prof.Dr.Titaporn, Sincharoonsak, Faculty of Accountancy, Sripatum University

Abstract

This research is a quantitative research. The purposes are to study the impact of Capital Structure and Cash Flow on the rate of return of securities, consisting of dividend yields and the rate of return from the price change of listed companies on the Stock Exchange of Thailand: service industry groups. Collecting data from the annual registration statement (Form 56-1) and SETSMART database during 2014-2018, with 5 years of continuous operating. Statistical data were analyzed using Multiple Regression Analysis at the statistical significance level of .05.

The research found that Capital structure is the proportion of foreign investors' shares. With the age of the business, EPS is a controlled variable affect the dividend yields. Positively Proportion of major shareholders, Proportion of shares of institutional investors, Proportion of foreign investors' shares with the age of the business, EPS is a controlled variable affect to the rate of return from a price change at the statistically significant level of .05. That is to show that the company has a high concentrated of shares will make the dividend yields at a high level. As the major shareholders have a high level of ownership will have a lot of power to manage and manage. Therefore needs a very high share of the investment. Businesses that have a long operating life have a high dividend yield. The earnings per share affects to the price changed. Cash flow factors from operations, Cash flow from investment and cash flow from financing affects the return of securities in the same direction.

Keywords: Capital Structure, Rate Return, Securities Price

คำขอบคุณ: งานวิจัยนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

บทนำ

การเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ สิ่งสำคัญที่ผู้ลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์มีหลายองค์ประกอบ การวิเคราะห์งบการเงินจากอัตราส่วนทางการเงินเช่น การวิเคราะห์อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น (กนกศักดิ์ สุขวัฒนาลินธิ์, 2556)การศึกษาข้อมูลทางบัญชี และกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และการวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์จากผลการดำเนินงาน (ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์, 2550) การพิจารณาถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ (Capital Structure) เป็นอีกสิ่งที่สำคัญคือ โครงสร้างเงินทุนของกิจการแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ (1) เงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจากกลุ่มผู้ถือหุ้น ซึ่งในช่วงแรกเจ้าของกิจการมักใช้เงินส่วนตัวหรือเงินของครอบครัวมาลงทุนสัดส่วนการถือหุ้นมีผลต่ออำนาจการตัดสินใจในการบริหารจัดการที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ผลกำไรของกิจการ ผลตอบแทนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจะอยู่ในรูปของเงินปันผล และ (2) เงินลงทุนจากบุคคลภายนอกหรือเงินลงทุนในส่วนของการกู้ยืมจากบุคคลภายนอกหรือสถาบันการเงินที่เจ้าของเงินจะได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งอัตราส่วนของหนี้สิน เป็นเรื่องที่ต้องบริหารจัดการให้อยู่ในสัดส่วนที่เหมาะสม กับลักษณะการดำเนินธุรกิจของแต่ละอุตสาหกรรมเพราะแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมก็จะมีลักษณะโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น ธนาคารพาณิชย์ กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ จะมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงเพราะเป็นลักษณะของการประกอบกิจการที่ต้องนำเงินที่รับฝากไปปล่อยกู้ เพราะหากมีเหตุการณ์ภายนอกมากระทบทำให้กิจการไม่สามารถทำรายได้ได้ตามที่ได้วางแผนไว้แต่ต้องมีค่าใช้จ่ายที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ในส่วนนี้ก็จะกระทบต่อผลการดำเนินงาน และส่งผลต่อมูลค่าผลตอบแทนของกิจการได้(วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

การวิเคราะห์งบกระแสเงิน เพื่อการแสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มา และแหล่งที่ใช้ไปของเงินสด ทั้งในส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการหาเงิน ถือเป็นส่วนประกอบที่สำคัญในการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานหากกิจการไม่ได้เตรียมวางแผนเงินทุนและกระแสเงินสดควบคู่กันไปให้เพียงพอต่อการขยายตัว ก็มักจะเสียเปรียบคู่แข่งที่มีการวางแผนความพร้อมและชิงส่วนแบ่งตลาดได้ก่อน แหล่งเงินทุนของกิจการประเภทหลัก ๆ ได้แก่ โครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดของธุรกิจ ที่ประกอบไปด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น มักจะกำหนดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนและกระแสเงินสดแต่ละประเภทแตกต่างกันซึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายการบริหารงานและสภาพแวดล้อมของกิจการ (รวณ ใจสมุทร, 2561)

ดังนั้นจากเหตุผลข้างต้นตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาความสัมพันธ์ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ผู้วิจัยสนใจอยากทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยมี ปัจจัยที่นำศึกษา คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน โดยมีอายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรควบคุม

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

2. ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาเปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาเปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

กรอบแนวคิดการวิจัย



วิธีการดำเนินการวิจัย

การวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพ์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามจากฐานข้อมูลSET-SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และรายงานประจำปี 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรม ธุรกิจบริการ ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีปี พ.ศ. 2557-2561 โดยมีหลักเกณฑ์เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ให้ข้อมูลในการประมวลผลที่เหมาะสมซึ่งมีคุณสมบัติและเงื่อนไขดังนี้ ต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวันสิ้นสุดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคมและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี พ.ศ. 2557 ต้องมีสถานะดำรงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีการซื้อขายหลักทรัพ์เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้

อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูการดำเนินงานเพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูลเพราะบริษัทในกลุ่มดังกล่าวนี้จะไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาและกลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน และบริษัทจดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอไอ (MAI) เนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็กมีโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันและมีการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นอาจแตกต่างจากธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการการศึกษานี้มีจำนวน 51 บริษัท(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) สถิติที่ใช้ในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูล ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inference Statistic) โดยนำข้อมูลที่ได้ทั้งหมดมาวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้เทคนิคทางสถิติด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางคอมพิวเตอร์โดยการตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันโดยใช้ค่าสถิติ Multicollinearity วัดขนาดของความรุนแรงของค่า Multicollinearity โดยใช้ค่าสถิติ Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่ควรเกิน 5 เพราะถ้ามีค่ามากกว่า แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง นำข้อมูลที่ได้จากการตรวจสอบเพื่อการทดสอบสมมติฐานหาค่าอิทธิพลของตัวแปรด้วยวิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ผลการวิจัย

ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรม แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องนำไปสู่การกำหนดสมมติฐาน 4 ข้อ โดยแสดงผลการวิเคราะห์รายข้อสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

ตารางที่ 1 ตารางแสดงวิธีการดำเนินการวิจัย

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2.025	.475		4.262	.000		
BMS	-.007	.004	-.117	-1.886	.060	.984	1.016
INS	.042	.028	.108	1.504	.134	.724	1.381
FIS	.023	.012	.139	1.943	.050*	.734	1.363
EMS	.000	.007	-.005	-.077	.939	.945	1.058
BNA	-.006	.019	-.021	-.328	.743	.938	1.066
EPS	-.004	.009	-.027	-.431	.666	.951	1.052

Adjusted R Square = 0.043, F = 2.919, Sig. = .009, R Square = 0.066

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 โดยตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS)

สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้ร้อยละ 4.3 ขณะที่อีกร้อยละ 95.7 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-71.725	23.539		-3.047	.003		
BMS	.389	.195	.107	1.991	.048*	.984	1.016
INS	-6.454	1.389	-.291	-4.647	.000*	.724	1.381
FIS	4.698	.583	.501	8.063	.000*	.734	1.363
EMS	-.228	.364	-.034	-.627	.531	.945	1.058
BNA	3.709	.943	.216	3.933	.000*	.938	1.066
EPS	1.627	.464	.191	3.504	.001*	.951	1.052

Adjusted R Square = -0.281, F = 17.554, Sig. = .000, R square = .298

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ .05

ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 โดยตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้ร้อยละ 4.3 ขณะที่อีกร้อยละ 95.7 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-71.725	23.539		-3.047	.003		
BMS	.389	.195	.107	1.991	.048*	.984	1.016
INS	-6.454	1.389	-.291	-4.647	.000*	.724	1.381
FIS	4.698	.583	.501	8.063	.000*	.734	1.363
EMS	-.228	.364	-.034	-.627	.531	.945	1.058
BNA	3.709	.943	.216	3.933	.000*	.938	1.066
EPS	1.627	.464	.191	3.504	.001*	.951	1.052

Adjusted R Square = -.0281, F = 17.554, Sig. = .000, R square = .298

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ .05

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ในขณะที่โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 โดยตัวแปรโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้ร้อยละ 28.1 ขณะที่อีกร้อยละ 71.9 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ตารางที่ 3 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสดที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2.207	.420		5.260	.000		
CFO	.000	.000	-.131	-1.064	.288	.262	3.813
CFI	.000	.000	-.047	-.549	.583	.538	1.859
CFF	.000	.000	-.056	-.564	.574	.396	2.525
BNA	-.014	.019	-.047	-.736	.462	.976	1.025
EPS	-.007	.009	-.047	-.731	.465	.982	1.019

Adjusted R Square = -.010, F = .493, Sig. = .781, R Square = .010

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ .05

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรกระแสเงินสดไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้ ซึ่งอิทธิพลที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลเกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

ตารางที่ 4 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสดที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-32.913	22.864		-1.440	.151		
CFO	.001	.002	.034	.287	.774	.262	3.813
CFI	.000	.003	.011	.138	.890	.538	1.859
CFF	.000	.002	-.013	-.131	.896	.396	2.525
BNA	3.555	1.045	.207	3.402	.001*	.976	1.025
EPS	1.806	.516	.212	3.496	.001*	.982	1.019

Adjusted R Square = 0.082, F = 5.533, Sig. = .000, R Square = .

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ .05

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรกระแสเงินสดไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้ ซึ่งอิทธิพลที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

อภิปรายผลการวิจัย

เพื่อให้เกิดความครบถ้วนสมบูรณ์ของการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้ดำเนินการอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาซึ่งการวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ ๒ ประเด็นได้ ดังนี้ต่อไป

โครงสร้างเงินทุนผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า โครงสร้างเงินทุนในด้านสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นสถาบันมีส่วนช่วยในเรื่องการตรวจสอบติดตามผลการดำเนินงานของกิจการ ทำหน้าที่เสมือนในฐานะเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นและยับยั้งพฤติกรรมฉกฉวยโอกาสของผู้บริหาร แต่ผู้บริหารมองนักลงทุนประเภทนี้เป็นตัวแทนการใช้หนี้สิน และการกระตุ้นการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาตัวแทนข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่ว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการดำเนินงานของบริษัทและอัตราผลตอบแทนเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส (Ting, 2013) และพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงที่

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ โครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่ในระดับที่สูง โดยวัดจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ คือบริษัทมีการกระจุกตัวสูงมากเท่าใด ทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากนักลงทุนจะมองว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูงจึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่สูงเช่นเดียวกัน บริษัทที่มีการกระจุกตัวของหุ้นสูงมากเท่าใด จะมีอำนาจในการบริหารจัดการมากจะยิ่งทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนอยู่ในระดับสูง(รณชัย ชูประสูตร, 2556)แสดงให้เห็นว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินปันผลตอบแทนกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนสูงจะเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทนเช่นกัน (ปริญญชลี สมภพโกศาเดช, 2559) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อผลการจัดการกำไร และการจัดการกำไรไม่ส่งผลกระทบต่อราคาตามบัญชีของหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมส่งผลกระทบต่อผลการจัดการกำไร ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่อยู่ในภาวะหนี้สินสูงมีข้อผูกมัดที่ทำให้บริษัทต้องระมัดระวังในการนำเสนอข้อมูลทางการเงินมากขึ้น ข้อมูลทางการเงินสามารถอธิบายถึงผลตอบแทนจากการลงทุนและราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงได้ (ฐิตาภรณ์ ลินจรรณศักดิ์, 2559)

กระแสเงินสด ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ไปในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ อุษณีย์ วรพันธ์พิทักษ์ (2549) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดปลอดภาษี กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี กำไรก่อนรายการพิเศษ และกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยตัววัดผลการดำเนินงานดำเนินงานกำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานปราศจากภาษี ประจักษ์สุต (2555) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขณะที่อัตราส่วนกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (รัชชัย วรสุนทร, 2558)

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

ควรพิจารณาปัจจัยอื่นหรือตัวเลขาทางการเงินที่สามารถสะท้อนอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งต่อไปควรดำเนินการศึกษาเชิงคุณภาพโดยการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีประสบการณ์ด้านการเงินกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะทำการสรุปตัวแปรใหม่ๆ และทำการเก็บข้อมูลเพื่อทดสอบอีกครั้งเพื่อให้ค้นพบตัวแปรใหม่ๆ ที่จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

2. การศึกษาครั้งต่อไปควรดำเนินการศึกษาเชิงคุณภาพโดยการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีประสบการณ์ด้านการเงินกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะทำการสรุปตัวแปรใหม่ๆ และทำการเก็บข้อมูลเพื่อทดสอบอีกครั้งเพื่อให้ค้นพบตัวแปรใหม่ๆ ที่จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครอบคลุมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

เอกสารอ้างอิง

- แก้วมณี อุทัยรัมย์ และ กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธุ์. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100). รมย. มหาวิทยาลัยราชภัฏบุรีรัมย์. ปีที่ 12. ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2557), หน้า 115-128.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). ข้อมูลรายบริษัท/หลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อวันที่ 7 กุมภาพันธ์ 2562. จาก: <https://www.set.or.th/set/>.
- ฐิตาภรณ์ สันจรรณศักดิ์ (2550). การศึกษามูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิจัย.มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.ปีที่ 10. เล่มที่ 2 (มกราคม - เมษายน 2550) หน้า 70-78
- ธวัชชัย วรสุนทร. (2558). ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ : หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100. วารสารชุมชนวิจัย. มหาวิทยาลัยราชภัฏนครราชสีมา. ปีที่ 9. เล่มที่ 2. (เมษายน - ธันวาคม 2558), หน้า 89-100.
- ปาริชาติ ประจักษ์สุตร. (2555). การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่ออัตราผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100. การศึกษาอิสระ. สาขาวิชาการภาษีอากรบัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ปราวุชลี สมภพโกศาเศรษฐ์ (2559). โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันการค้นคว้าอิสระ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เพ็ญนิภา พรหมโคตร. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ. การศึกษาอิสระปริญญาบัณฑิตมหาบัณฑิต. คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี, มหาวิทยาลัยขอนแก่น.