

ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตาม บัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Direction of Cash Flow Effecting Price-to-Earnings and Price-to-Book Value of Listed Companies in Thailand.

ปิยาภิศศักดิ์ เจียรสุคนธ์¹

บัวจันทร์ อินธิโส²

ดวงฤทัย ณ นครพนม³

Piyaphisak Jearasukon¹

Buachan Intiso²

Duangruethai Na Nakhonphanom³

(Received: July 30, 2018; Revised: October 5, 2018; Accepted: December 27, 2018)

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และอิทธิพลของทิศทางกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มบริษัทที่ผ่านการคัดเลือก 50 อันดับแรก (SET 50) สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์พหุคูณ และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ ซึ่งทิศทางของกระแสเงินสดได้ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์และอิทธิพลต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ผลการวิจัย พบว่า 1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาเงินมีความสัมพันธ์และอิทธิพลในทิศทางบวกกับราคาตลาดต่อกำไร 2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์และอิทธิพลในทิศทางบวกกับราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

คำสำคัญ: ทิศทางกระแสเงินสด ราคาตลาดต่อกำไร ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

Abstract

The objective of this research were to examine the relationship and influence of cash flow direction on price-to-earnings and price-to-book value of Thai-listed firm in SET 50 multiple correlation analysis and multiple regression analysis were applied to analysis data. The result showed that the results revealed the following findings: 1) cash flow from operating activities and cash flow from financing activities had relationship and positive effects on price-to-earnings 2) cash flow from cash from operating activities and cash flow from financing

¹ นักวิจัยอิสระ, อาจารย์พิเศษ, E-mail: Rsu_18@hotmail.com

² อาจารย์ สาขาวิชาการบัญชี คณะวิทยาการจัดการและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยนครพนม, E-mail : Buachan.acc@gmail.com

³ อาจารย์ สาขาวิชาการบัญชี คณะวิทยาการจัดการและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยนครพนม, E-mail : duangruethai_na@hotmail.com

activities had relationship and positive effects on price-to-book value at 0.05 level of statistical significance.

Keywords: Direction of cash flow, Price-to-Book Value, Price -to-Earning

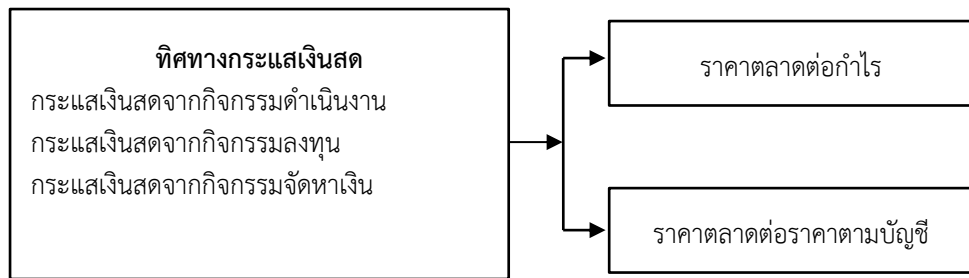
1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET) เป็นสถาบันในตลาดทุนที่มีวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งเพื่อเป็นศูนย์กลางของตลาดทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน รวมถึงเป็นศูนย์กลางในการระดมทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งจุดมุ่งหมายของกิจการต่างๆ ที่ต้องการสร้างความมั่นคงให้แก่กิจการและต้องการขยายกิจการให้เติบโตเป็นแรงจูงใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเป็นศูนย์กลางของการรวมกลุ่มของบริษัทต่าง ๆ ที่มีประเภทและผลประกอบการจากการดำเนินงานที่แตกต่างกันออกไป ด้วยเหตุนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีการจัดกลุ่มประเภทอุตสาหกรรมออกเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย 1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) สินค้าอุปโภคบริโภค 3) ธุรกิจการเงิน 4) สินค้าอุตสาหกรรม 5) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6) ทรัพยากร 7) บริหาร และ 8) เทคโนโลยี อีกทั้งยังจำแนกกลุ่มบริษัทที่มีผลประกอบการที่มีมูลค่าราคาตลาด (Market Value) สูง ในกลุ่ม 50 และ 100 อันดับแรก เพื่อเป็นการเพิ่มศักยภาพของตลาดการแข่งขันในตลาดทุน ให้นักลงทุนได้รับทราบถึงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุน เพื่อเป็นการกระตุ้นระบบเศรษฐกิจของการลงทุนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าราคาตลาด (Market Value) สูง แต่การลงทุนในตลาดทุนไม่ว่าจะเป็นการลงทุนขนาดกลางหรือขนาดใหญ่ย่อมมีความเสี่ยง (Risk) ที่จะเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เช่นเดียวกัน ซึ่งเหตุการณ์ความล้มเหลวจากการตัดสินใจที่ผิดพลาดอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินของนักลงทุน อาจส่งผลทำให้นักลงทุนหรือกิจการล้มละลายในที่สุด

ดังนั้น การลดความเสี่ยงจากการลงทุนที่ดีที่สุด คือ การพยากรณ์ความเสถียรภาพหรือสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ จากผลการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่า “กระแสเงินสด” (Cash Flow) เป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะช่วยพยากรณ์ถึงผลประกอบการของกิจการที่ว่าหากกิจการมีกระแสเงินทุนหมุนเวียนมากเท่าไรย่อมทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น เนื่องจาก กิจการที่มีกระแสเงินสดมากย่อมมีศักยภาพในการลงทุนและขยายกิจการให้ใหญ่โต ดังนั้น กระแสเงินสดจึงเปรียบเสมือน “เลือด” ที่หล่อเลี้ยงอวัยวะทุกส่วนของร่างกาย (สุรกิจ คำวงศ์ปิ่น 2559) หากพิจารณาถึงงบการเงินที่สะท้อนให้เห็นถึงข้อมูลกระแสเงินสดมากที่สุด คือ งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) ซึ่งงบกระแสเงินสด จะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงทิศทางของกระแสเงินสดที่ได้มาและใช้ไปในแต่ละกิจกรรม เช่น 1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flows of Operating Activities) จะสะท้อนให้เห็นความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้กู้ยืม เพื่อการดำเนินงานของกิจการเพื่อจ่ายเงินปันผลและเพื่อการลงทุนใหม่ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกทั้ง จากการกู้ยืมการออกหุ้น 2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flows of Investing Activities) สะท้อนถึงรายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการจัดหาสินทรัพย์ระยะยาวที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต ตลอดจนการจ่ายลงทุนในเงินลงทุนและผลตอบแทนที่ได้รับ และ 3) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flows of Financing Activities) สะท้อนถึงสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ทั้งจากเจ้าของและเจ้าหนี้ และยังสะท้อนถึง แหล่งได้มาของเงินทุน ซึ่งกระทบต่อโครงสร้างทางการเงินของกิจการ อีกทั้งกระแสเงินสดยังเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคา

ตามบัญชี (Keim, 1990; Harris & Marston, 1994; Fama & French, 1995) งานวิจัยของไพฑูริย์ กอบกาญจนพฤติ (2559) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการวิจัย พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และปราณญาตา สถาปนรัตนกุล (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า รายการกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กระแสเงินสดและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรอื่น ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Lakonishok et al. (1992) กล่าวว่า การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องจะช่วยลดค่าใช้จ่ายทางการเงินและเป็นการเพิ่มกระแสเงินสดนั้น หมายถึงว่า กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวก และ Gavin (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินและผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน Bradshaw et al. (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ของกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต พบว่า กิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตมีความสัมพันธ์กัน Zarowin & Livnat (1990) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของข้อมูลองค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ Black (1998) และ Al-Harbi & Abdullah, (2003) ศึกษาถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมกับมูลค่าองค์กร พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าองค์กร Allen, (2000) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนั้นแสดงถึงความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ จึงมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนและแหล่งเงินทุนก็มีความเชื่อมั่นในการปล่อยสินเชื่อให้แก่กิจการด้วย

จากข้อมูลข้างต้น จะเห็นได้ว่าทิศทางของกระแสเงินสดเกิดขึ้นจาก 3 แหล่งกิจกรรมที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น การลดความเสี่ยงในการลงทุน นักลงทุนควรตระหนักและให้ความสำคัญอย่างยิ่งในการพิจารณาถึงทิศทางของกระแสเงินสดจากแหล่งกิจกรรมต่าง ๆ เนื่องจาก กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจาก 3 กิจกรรมสะท้อนข้อมูลในการตัดสินใจที่แตกต่างกันออกไป จึงเป็นจุดเริ่มต้น ที่ผู้วิจัยสนใจศึกษาวิจัยเรื่อง **“ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”** โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ทิศทางกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี หรือไม่อย่างไร โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินปี 2558 ถึง 2560 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านการคัดเลือก 50 อันดับแรก (SET50) ที่มีมูลค่าราคาตามตลาดสูงสุด ผู้วิจัยจึงกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย ตามภาพประกอบที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์และอิทธิพลกับราคาตลาดต่อกำไร และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

สมมติฐานที่ 2 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนมีความสัมพันธ์และอิทธิพลกับราคาตลาดต่อกำไร และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

สมมติฐานที่ 3 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์และอิทธิพลกับราคาตลาดต่อกำไร และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

2.วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. วิเคราะห์อิทธิพลของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.วิธีดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือ แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มบริษัทที่ผ่านการคัดเลือก 50 อันดับแรก (SET 50) ซึ่งข้อมูลของตัวแปร ประกอบด้วย 1. ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วยตัวแปร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating activities) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Investing activities) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing activities) ซึ่งคำนวณจากงบกระแสเงินสด (Statement of cash flows) 2. ตัวแปรตาม คือ 1) ราคาตลาดต่อกำไร คำนวณได้จากข้อมูลอัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย, มูลค่าซื้อขาย/วัน ประกอบด้วย ราคาตลาด คือ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และคำนวณกำไรจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ 2) ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี คำนวณได้จากข้อมูลอัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย, มูลค่าซื้อขาย/วัน ประกอบด้วย ราคาตลาด คือ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และคำนวณราคาตามบัญชี จากงบแสดงฐานะทางการเงิน โดยการนำสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวม โดยผู้วิจัยใช้ข้อมูลงบการเงินในช่วงเวลา พ.ศ 2558 ถึง 2560 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ประกอบด้วย การวิเคราะห์สหสัมพันธ์พหุคูณและการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณในการทดสอบความสัมพันธ์และอิทธิพลของทิศทางของกระแสเงินสดกับราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเขียนเป็นสมการ ดังนี้

$$PE = \beta_0 + \beta_1 (CFO) + \beta_2 (CFI) + \beta_3 (CFF) + \epsilon \quad (1)$$

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 (CFO) + \beta_2 (CFI) + \beta_3 (CFF) + \epsilon \quad (2)$$

PE	แทน	ราคาตลาดต่อกำไร
PBV	แทน	ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี
CFO	แทน	กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน
CFI	แทน	กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมการลงทุน
CFF	แทน	กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน
ϵ	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน
β	แทน	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย

5. ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของทิศทางกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variables	PE	PBV	CFO	CFI	CFF	VIF
PE	1.000	0.264**	0.415**	0.098**	0.095**	
PBV		1.000	0.343**	0.034**	0.258**	
CFO			1.000	0.085**	0.199**	1.051
CFI				1.000	0.039**	1.011
CFF					1.000	1.045

* Correlation is significant at the .05 ** Correlation is significant at the .01

จากตาราง 1 พบว่า ทิศทางของกระแสเงินสด ประกอบด้วยตัวแปร กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) แต่ละด้านมีความสัมพันธ์กันซึ่งอาจเกิดเป็นปัญหา Multicollinearity ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบโดยใช้ค่า VIF ปรากฏว่า ค่า VIF ของตัวแปรอิสระ กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีค่าตั้งแต่ 1.011 ถึง 1.051 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Black, 2006)

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณโดยใช้ราคาตลาดต่อกำไร

Direction of Cash Flow	Price-to-Earnings		t	p-value
	B	Std. Error		
Constants	2.583	0.601	4.298	0.00
CFO	0.408	0.082	4.298	0.00**
CFI	0.156	0.098	1.586	0.11
CFF	0.187	0.090	2.070	0.04*

F = 9.052 p = 0.000 Adj R² = 0.201

* Correlation is significant at the .05 ** Correlation is significant at the .01

จากตาราง 2 พบว่า ทิศทางของกระแสเงินสด ด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์และส่งผลกระทบต่อราคาตลาดต่อกำไร (PE) เนื่องจาก กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) แสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้เงินกู้ยืม เพื่อการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายเงินปันผล เพื่อการลงทุนใหม่ๆ ดังนั้น การสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) รวมทั้ง ประสิทธิภาพในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่งที่กิจการจะตระหนักถึงความสำคัญของทิศทางกระแสเงินสดมากกว่าการพิจารณาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมด้านอื่น ๆ ซึ่งทิศทางของกระแสเงินสดทั้ง 2 ตัวแปรข้างต้นมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ต่อราคาตลาดต่อกำไร (Price-to- Earnings : P/E) เนื่องจาก นักลงทุนยินดีลงทุนและซื้อหุ้นในราคาตลาดสูงเมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้นสะท้อนว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นในความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ

จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 และ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์และอิทธิพลกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์และอิทธิพลกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) สามารถเขียนเป็นสมการพยากรณ์ ดังนี้

$$PE = \beta_1 (CFO) (0.408) + \beta_2 (CFF) (0.187) + 2.583$$

จากสมการพยากรณ์สามารถตีความหมายได้ว่า หากกิจการมีการเพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากการจัดหา (CFF) จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของราคาตลาดต่อกำไร (PE) เท่ากับ 2.583 และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adj R²) ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากการจัดหา (CFF) ต่อราคาตลาดต่อกำไร (PE) เท่ากับ 20.1 % แสดงว่าสมการถดถอยที่ได้มีความถูกต้องในการพยากรณ์อยู่ในระดับน้อย

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณโดยใช้ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

Direction of Cash Flow	Price-to-Book Value		t	p-value
	B	Std. Error		
Constants	1.688	0.659	2.561	0.01
CFO	0.284	0.090	3.165	0.00*
CFI	0.059	0.108	0.546	0.58
CFF	0.198	0.099	2.000	0.04*

F = 5.808 p = 0.000 Adj R² = .131

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

จากตาราง 3 พบว่า ทิศทางของกระแสเงินสด ด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์และส่งผลกระทบต่อราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) เนื่องจากกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) แสดงถึงความสามารถของการดำเนินงานในการก่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมที่เป็นกิจกรรมหลักของกิจการ ดังนั้น หากกิจการมีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานย่อมทำให้กิจการมีกระแสเงินสดเป็นทุนหมุนเวียนในกิจการมีสภาพคล่องสูงโดยไม่จำเป็นต้องพึ่งพาอาศัยจากกระแสเงินสดจากแหล่งอื่น ๆ และเพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้เงินกู้ยืม เพื่อการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายเงินปันผล เพื่อการลงทุนใหม่ ๆ แต่ในขณะเดียวกัน แม้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเป็นสิ่งที่สำคัญ แต่การดำเนินธุรกิจที่มีขนาดใหญ่จำเป็นต้องอาศัยการระดมเงินทุนเป็นจำนวนมาก หากกิจการนำกระแสเงินสดที่กิจการมีไปลงทุนอาจส่งผลทำให้กิจการมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอต่อการรักษาสภาพคล่องของกิจการ จึงจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องจากแหล่งเงินทุนภายนอก นั่นคือ กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ซึ่งทิศทางของกระแสเงินสดทั้ง 2 ตัวแปรข้างต้นมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ต่อราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี เนื่องจากนักลงทุนในตลาดทุนสามารถประเมินผลการดำเนินงานของกิจการได้จากราคาหุ้น (Stock Price) ณ ขณะนั้นสูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี (Book Value) หากราคาหุ้นมีค่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ก็แสดงว่านักลงทุนในตลาดทุน สามารถประเมินผลการดำเนินงานของกิจการถึงความสามารถในการกำไรและศักยภาพที่จะเติบโตสูงในอนาคต ดังนั้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) จึงเป็นส่วนหนึ่งที่มีอิทธิพลในทางบวกต่อการเพิ่มขึ้นของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 และ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์และอิทธิพลในทิศทางบวกกับราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) สามารถเขียนเป็นสมการพยากรณ์ ดังนี้

$$PBV = \beta_1 (CFO) (0.284) + \beta_2 (CFF) (0.198) + 1.688$$

จากสมการพยากรณ์สามารถตีความหมายได้ว่า หากกิจการมีการเพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากการจัดหา (CFF) จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) เท่ากับ 1.688 และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adj R²) ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากการจัดหา (CFF) ต่อราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) เท่ากับ 13.1% แสดงว่าสมการถดถอยที่ได้มีความถูกต้องในการพยากรณ์อยู่ในระดับน้อย

6.สรุปและอภิปรายผล

6.1 สรุปผล

จากการทดสอบความสัมพันธ์และอิทธิพลของทิศทางกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 50 ผู้วิจัยสามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 2 และ 3

วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 วิเคราะห์อิทธิพลของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

ผลการวิจัยพบว่า 1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 และ 3 นอกจากนี้ยังพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 และ 3

สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน (CFI) ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาตลาดต่อกำไร (PE) และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

6.2 อภิปรายผล

จากผลการวิจัย พบว่า 1) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) เนื่องจาก ในอดีตนักลงทุนในตลาดทุนมักให้ความสำคัญต่อกำไร และผลขาดทุนของกิจการ แต่เนื่องจากกำไรสุทธิที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุน เป็นรายการที่เกิดขึ้นจากรายได้หรือผลประกอบการของกิจการที่ยังไม่ถูกหักกับรายการเกณฑ์คงค้างของกิจการ ดังนั้น รายการเกณฑ์คงค้างที่เกิดขึ้นอาจเป็นข้อมูลที่ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงเสถียรภาพของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการได้อย่างชัดเจน จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่ถูกนำมาพิจารณาในการบริหารกำไร (Earnings management) ดังนั้น ในปัจจุบันนักลงทุนต่างหันมาให้ความสนใจในการพิจารณาตัดสินใจข้อมูลในงบกระแสเงินสด เพราะงบกระแสเงินสดนั้น เป็นการแสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มาและแหล่งที่ ใช้จ่ายของเงินสด ทั้งในส่วนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กล่าวคือ ข้อมูลในงบกระแสเงินสดจะแสดงให้เห็นว่ากิจการมีกระแสเงินสดที่ได้รับหรือใช้จ่ายในการดำเนินงาน การลงทุน และการจัดหาเงินมากน้อยเพียงใด นอกจากนี้ กระแสเงินสดภายในกิจการยังเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ เนื่องจาก หากกิจการมีกระแสเงินสดที่เพียงพอจะทำให้กิจการสามารถขยายกิจการเพิ่มขึ้นและมีกำลังในการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนนี้ จึงเป็นแรงจูงใจอย่างหนึ่งที่จะดึงดูดนักลงทุนในตลาดทุนให้เข้ามาร่วมลงทุนกับกิจการ ผลการศึกษางานวิจัยในอดีต อาทิ Alin & Husam (2005) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และ BRS (2006) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ Black (1998) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าองค์กร และ 2) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีอิทธิพลเชิงบวกกับความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) เนื่องจากการดำเนินธุรกิจที่เป็นธุรกิจขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องอาศัยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนับเป็นกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานของกิจการโดยตรงที่จะสะท้อนให้เห็นถึงศักยภาพในการบริหารการดำเนินงานของกิจการ และความเชื่อมั่นของนักลงทุน อีกทั้งการเจริญเติบโตของกิจการจะพึ่งพาอาศัยแต่กระแสเงินสดจากการดำเนินแต่เพียงอย่างเดียวคงไม่เพียงพอเนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่จำเป็นต้องมีการระดมเงินทุนทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งการระดมเงินทุนดังกล่าวจำเป็นต้องอาศัยจากแหล่งเงินที่เป็นแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น จากสถาบันการเงิน เป็นต้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและสภาพคล่องต่อการดำเนินงาน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ล้วนเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของสุรกิจ คำวงศ์ปิ่น (2559) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการ

ในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืม เพื่อการดำเนินงานตามปกติของกิจการ เพื่อจ่ายเงินปันผล และเพื่อการลงทุนใหม่ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอกทั้งจากการกู้ยืม การออกหุ้น หรือการออกหุ้นสามัญเพิ่มเติม ซึ่งกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะสามารถชี้ได้ว่าในวงบัญชีที่ผ่านมา หากการดำเนินงานผลกำไร ทำไมกิจการจึงขาดเงินสดหมุนเวียนอย่างต่อเนื่อง หรือในทางกลับกัน ทำไมการดำเนินงานของกิจการจึงประสบผลขาดทุนต่างๆ ที่มีเงินสดหมุนเวียนอย่างต่อเนื่องและสอดคล้องกับงานวิจัยของไพฑูรย์ กอบกาญจนพฤติ (2559) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการวิจัย พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ และงานวิจัยของปราณีดา สถาปนรัตน์กุล (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า รายงานกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และ Kim et al. (1998) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการวัดสภาพคล่องกับกระแสเงินสด ผลการวิจัยพบว่า มีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก

สำหรับกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาตลาดต่อกำไร (PE) และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) เนื่องจากระยะเวลาคืนทุนของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) จะใช้เวลานาน ยังกิจการใช้จำนวนเงินมหาศาลในการลงทุนมากเท่าไร ระยะเวลาอัตราการคืนทุนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนยิ่งนานเท่าไร ดังนั้น นักลงทุนมักจะหันไปให้ความสนใจในรูปของการลงทุนระยะสั้นมากกว่าการลงทุนระยะยาว ซึ่งการลงทุนระยะสั้นมีระยะเวลาไม่เกิน 3 ปี และมีความเสี่ยงต่ำ เช่น บัตรเงินฝากหรือบัญชีออมทรัพย์ที่มีดอกเบี้ยสูง สอดคล้องกับ livnat & Zarowin (1990) พบว่า กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์

7. ข้อเสนอแนะ

ผู้บริหารและนักลงทุน ควรให้ความสำคัญกับกระแสเงินสด โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหา นั้นแสดงให้เห็นได้ว่า หากกิจการมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ถือเป็นกิจกรรมหลักในการประกอบกิจการย่อมส่งผลทำให้กิจการมีกระแสเงินสดมากเพียงนั้น และยังก่อประโยชน์ในการลดความเสี่ยงของกิจการในยามที่กิจการประสบปัญหาด้านสภาพคล่องในการดำเนินงานในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งที่กิจการจะสามารถนำกระแสเงินสดที่กิจการมีความเพียงพอที่จะนำมาใช้ในการบริหารจัดการสภาพคล่องของกิจการในการชำระภาระผูกพัน ยิ่งหากกิจการมีกระแสเงินสดจำนวนมากๆ เพียงใด ยิ่งทำให้กิจการมีกระแสเงินสดคงเหลือเพียงพอในกิจการหรือจ่ายเงินปันผลให้กับหุ้นส่วนอีกด้วย และผลการวิจัยนี้ยังเป็นข้อมูลพื้นฐานสำหรับนักลงทุนที่นำไปใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการเลือกกิจการที่สามารถให้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป งานวิจัยฉบับนี้ ใช้วิธีการรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ การวิจัยในอนาคตอาจจะมีการใช้วิธีการทำแบบสอบถาม และการจัดสัมภาษณ์กับนักลงทุนเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึก และข้อมูลที่ผู้วิจัยนำมาใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ เป็นข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 50 บริษัทที่ได้รับคัดเลือกเป็นบริษัทที่มีมูลค่าราคาตลาดสูง ดังนั้น หากผู้สนใจการศึกษาในอนาคตควรขยายขอบเขตของการศึกษาทั้งในด้านกลุ่มศึกษาและข้อมูลงบการเงินควรมีการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินอย่างน้อยย้อนหลัง 5 ปีขึ้นไป เพื่อให้ผลการวิจัยมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

8.เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). *ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th/th/index.html>.
- ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล และประยูร โตสงวน. (2558). “ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ในการประชุมวิชาการและเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ ” สร่างสรรค์และพัฒนา เพื่อก้าวหน้าสู่ประชาคมอาเซียน” ครั้งที่ 2. นครราชสีมา: วิทยาลัยนครราชสีมา.
- ไพฑูริย์ กอบกาญจนพถุติ. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ*. (บัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยรังสิต, กรุงเทพฯ.
- สุรกิจ คำสงค์ปิ่น. (2559). *การวิเคราะห์รายงานทางการเงิน*. (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Ali M. Al-Attar, & al-Khadash, H. M. (2005). The Effect of Contextual Factors on the Information Content of Cash Flows in Explaining Stock Price - The Case of Amman Stock Exchange. *Dirasat*, 32.
- Arditti, F. D. (1967). Risk and the Required Return on Equity. *Journal of Finance*, 22, 19-36.
- Black, E. L. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 40.
- Black, K. (2006). *Business Statistics for Contemporary Decision Making*. USA: John Wiley and Son.
- Bradshaw, M., Richardson, S.A., Sloan, R.G. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of accounting and economics*, 42, 53-85.
- Gale, B. T. (1972). Market share and rate of return. *The Review of Economics and Statistics*, 54, 412- 423.
- Gavin, J.C. (2005). External financing and firm operating performance. Doctor of philosophy in business administration university of California.
- Gi-Shian Su and Hong Tam Vo. (2010). The Relationship between Corporate Strategy, Capital Structure and Firm Performance: An Empirical Study of the Listed Companies in Vietnam. *International Research Journal of Finance and Economics*, 50, 62-71.
- Hall, M., and Weiss, L. (1967). Firm size and profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 49, 319-331.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., and Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 335-359.
- Kanogporn Narktabtee. (2000). The Implications of Accounting Information in The Thai Capital Market. Doctoral Dissertation, Graduate School, University of Arkansas.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W., Hart, O., and Perry, G. L. (1992). The structure and performance of the money management industry. *Brookings Papers on Economic Activity*. *Microeconomics*, 339-391.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., and Jaffe, J. (1999). *Corporate finance*, Boston.

Su and Vo (2010). The Relationship Between Corporate Strategy, Capital Structure and Firm Performance: An Empirical Study of the Listed Companies in Vietnam. *International Research Journal of Finance and Economics*, (50).