



Patterns of Cash Flows Information and Its Relationship with Stock Prices of the Listed Companies in Thailand

Kanogporn Narktabtee*

Thakol Nunthirapakorn**

Received: September 16, 2025, Revised: October 24, 2025, Accepted: October 24, 2025

Abstract

This study explores patterns of cash flows information of the Thai Listed Companies during 2017-2022. The sample was divided into eight groups based on the signs on cash flows from each activity and assigned the levels of industry life cycle. This study finds that the pattern of the largest group is in shake-out stage. Mostly, the results show positive relationship between net cash flows from operations and stock prices in various patterns. The results also show positive relationship between net cash flows from investing activities and stock prices in the shake-out stage. In the group with negative net cash flows from financing activities, and positive net cash flows from operation, net cash flows from financing activities has negative relationship with stock prices, while the rest of the sample shows positive relationship. This study concludes that cash flows information should not be interpreted from the sign of each item separately. It should be used integratedly and holistically.

Keywords: Cash Flow Patterns; Net Cash Flows; Operating Activities; Investing Activities; Financing Activities; Stock Price

* Associate Professor, Nida Business School, National Institute of Development Administration (NIDA),
E-mail: kanogp.n@nida.ac.th

** Lecturer, NIDA Business School, National Institute of Development Administration (NIDA), E-mail: thakolnu@gmail.com



รูปแบบข้อมูลกระแสเงินสดและความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กนกพร นาคทัชที*

ถกล นันธิราภากร**

รับบทความ: 16 กันยายน 2568, แก้ไขบทความ: 24 ตุลาคม 2568, ตอรับบทความ: 24 ตุลาคม 2568

บทคัดย่อ

การศึกษานี้สำรวจรูปแบบของกระแสเงินสดและความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2560-2565 โดยแบ่งเป็น 8 รูปแบบตามทิศทางของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน และระบุช่วงวงจรชีวิตอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มที่ใหญ่ที่สุดมีรูปแบบกระแสเงินสดอยู่ในวงจรชีวิตอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมตัว กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ในหลายรูปแบบ ในรูปแบบกระแสเงินสดที่อยู่ในวงจรชีวิตอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมตัวพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์ รูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวกพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์ รูปแบบที่เหลือพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ การศึกษาแสดงให้เห็นว่าการใช้ข้อมูลกระแสเงินสดไม่ควรตีความจากเครื่องหมายของแต่ละรายการแยกจากกัน แต่ควรใช้ข้อมูลกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมอย่างบูรณาการและอย่างเป็นองค์รวม

คำสำคัญ: รูปแบบกระแสเงินสด; กระแสเงินสดสุทธิ; กิจกรรมดำเนินงาน; กิจกรรมลงทุน; กิจกรรมจัดหาเงิน; ราคาหลักทรัพย์

* รองศาสตราจารย์ ดร. คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, E-mail: kanogp.n@nida.ac.th

** อาจารย์พิเศษ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, E-mail: thakolnu@gmail.com



บทนำ (Introduction)

งบกระแสเงินสดเป็นรายงานที่แสดงยอดเงินสดรับจ่ายสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นข้อมูลที่เสริมข้อมูลผลกำไร (ขาดทุน) สุทธิ ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์คงค้างได้อย่างดี กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มหรือลดการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวหรือเงินลงทุนในหลักทรัพย์ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินแสดงถึงวิธีการระดมเงินทุนของกิจการ งบกระแสเงินสดจึงให้ข้อมูลทั้งสภาพคล่อง ผลการดำเนินงาน การลงทุน และแนวทางการจัดหาเงินอีกด้วย

ปัจจุบันมีการเผยแพร่ความรู้เรื่องการใช้อัตราส่วนกระแสเงินสดเพื่อช่วยในการตัดสินใจของนักลงทุนอย่างกว้างขวาง โดยการอธิบายความหมายของกระแสเงินสดสุทธิแต่ละกิจกรรมและให้คำแนะนำว่าดีหรือไม่ดี เช่น กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวกคือดี เป็นลบถือว่าไม่ดี กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนควรเป็นลบจึงจะดี เพราะหมายถึงการลงทุนเพิ่ม เป็นต้น การสรุปดังกล่าวมีความถูกต้อง แต่ก็อาจไม่ครบถ้วนในทุกสถานการณ์ เนื่องจากการตีความข้อมูลกระแสเงินสดควรดูบริบทของกิจการด้วย Garrison et al. (2015) อธิบายว่า กิจการที่เพิ่งเริ่มดำเนินงาน (Start-Up) มักจะยังไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ แต่มีการระดมเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญหรือจากการกู้ยืมเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจและลงทุนในสินทรัพย์ กิจการจึงมักมีรูปแบบกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวกและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นลบ แต่เมื่อกิจการเติบโตและเริ่มมีความมั่นคงทางการเงินมากขึ้น กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานจะเริ่มเป็นบวก กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนอาจเป็นลบหากยังมีการลงทุนเพิ่ม หรือเป็นบวกหากกิจการเริ่มได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินอาจเป็นบวกหากกิจการยังระดมทุนเพิ่ม หรือเป็นลบหากมีการจ่ายชำระหนี้หรือจ่ายปันผล ดังนั้นการใช้อัตราส่วนกระแสเงินสดจึงควรดูรูปแบบของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมประกอบกัน เพราะจะแสดงให้เห็นถึงฐานะการเงินและความเป็นไปทางธุรกิจของกิจการได้ดีกว่า นอกจากนี้ Dickinson (2011) ได้แบ่งกิจการตามวงจรชีวิตของอุตสาหกรรม โดยพิจารณาจากรูปแบบของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม และพบว่ารูปแบบที่พัฒนานี้สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรในอนาคตและอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้ Stice et al. (2021) ได้ให้ความเห็นไว้ว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานที่เป็นบวกถือเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับกิจการที่จะประสบความสำเร็จในระยะยาว และเน้นย้ำว่าการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากทั้ง 3 กิจกรรม สามารถบอกถึงผลการดำเนินงานของกิจการได้ดีกว่า จากการสำรวจงานวิจัยในประเทศไทยที่ผ่านมา พบการศึกษาที่ใช้ข้อมูลกระแสเงินสดแต่ละกิจกรรม โดยที่ไม่ได้คำนึงถึงทิศทางของกระแสเงินสด เช่น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดกับการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น นอกจากนี้ยังไม่พบการศึกษาที่ใช้ข้อมูลกระแสเงินสดโดยแยกรูปแบบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมทั้ง 3 กิจกรรมอย่างเป็นองค์รวม ซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน สภาพคล่อง และการพัฒนาของกิจการได้ดีขึ้น การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์ดังนี้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

1. เพื่อสำรวจรูปแบบของกระแสเงินจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของข้อมูลกระแสเงินสดจากทั้ง 3 กิจกรรม กับราคาหลักทรัพย์ในแต่ละรูปแบบ

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

Dugan, Gup, and Samson (1991) อ้างถึงใน Stice et al. (2021) มีการจัดกลุ่มกิจการตามทิศทางของกระแสเงินสดสุทธิจากทั้ง 3 กิจกรรม โดยแยกตามค่าบวกหรือลบ รูปแบบของกระแสเงินสดแบ่งออกได้เป็น 8 หรือ (2^3) รูปแบบ แต่ละรูปแบบสะท้อนถึงการดำเนินงานและระดับการพัฒนาหรือการเติบโตทางธุรกิจของกิจการ ดังแสดงในตารางที่ 1 ต่อไปนี้

ตารางที่ 1 รูปแบบของกระแสเงินสด

รูปแบบ	CFO	CFI	CFF	คำอธิบาย	ช่วงวงจรชีวิตอุตสาหกรรม Dickinson (2011)
1	+	+	+	กิจการมีกระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงิน	ระยะเริ่มอึมตัว (Shake-Out)
2	+	-	-	กิจการมีกระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน เพื่อจ่ายลงทุนหรือเพื่อซื้อสินทรัพย์ระยะยาวและจ่ายชำระหนี้สิน	ระยะมั่นคง (Mature)
3	+	+	-	กิจการมีกระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานและ กิจกรรมลงทุน เพื่อจ่ายชำระหนี้สินหรือจ่ายคืนเจ้าของ	ระยะเริ่มอึมตัว (Shake-Out)
4	+	-	+	กิจการมีกระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน และกิจการจัดหาเงิน (มีการกู้ยืมหรือระดมเงินจากเจ้าของ) เพื่อจ่ายลงทุนหรือซื้อสินทรัพย์ระยะยาว	ระยะเติบโต (Growth)
5	-	+	+	กิจการมีกระแสเงินสดจ่ายสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่มีเงินสดรับจากการจำหน่ายสินทรัพย์และเงินสดรับจากการกู้ยืมหรือระดมทุนเพิ่ม	ระยะถดถอย (Decline)
6	-	-	+	กิจการมีกระแสเงินสดจ่ายสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน มีกระแสเงินสดจ่ายสุทธิเพื่อลงทุนและยังสามารถระดมเงินเพิ่ม	ระยะเริ่มต้น (Introduction)



ตารางที่ 1 รูปแบบของกระแสเงินสด (ต่อ)

รูปแบบ	CFO	CFI	CFF	คำอธิบาย	ช่วงวงจรชีวิตอุตสาหกรรม Dickinson (2011)
7	-	+	-	กิจการมีกระแสเงินสดจ่ายสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่มีเงินสดรับจากกิจกรรมลงทุนและจ่ายชำระหนี้ได้	ระยะถดถอย (Decline)
8	-	-	-	กิจการมีกระแสเงินสดจ่ายสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงิน	ระยะเริ่มอึดตัว (Shake-Out)

หมายเหตุ: CFO = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

CFI = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน

CFF = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงิน

ที่มา: Stice et al. (2021, p. 673); ปรับเพิ่มเติมวงจรชีวิตของกิจการตาม Dickinson (2011)

รูปแบบที่ 2 เป็นลักษณะของกิจการที่มีความมั่นคงทางการเงิน กล่าวคือมีผลประกอบการที่เป็นเงินสด มีการลงทุนเพิ่มหรือซื้อสินทรัพย์เพิ่มและสามารถจ่ายชำระหนี้สินหรือจ่ายปันผลได้ รูปแบบที่ 4 มีความคล้ายกับรูปแบบที่ 2 แต่แตกต่างกันที่รูปแบบที่ 4 มีการระดมเงินทุนเพิ่ม คือกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินเป็นบวก รูปแบบที่ 1 และรูปแบบที่ 3 เป็นรูปแบบที่มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวกและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวก อาจเป็นเพราะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนหรือจากการจำหน่ายเงินลงทุนหรือสินทรัพย์ระยะยาว ความแตกต่างคือ รูปแบบที่ 1 มีการจัดหาเงินเพิ่ม ในขณะที่รูปแบบที่ 3 มีการจ่ายเงินสดชำระหนี้หรือปันผล โดยปกติการมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบเป็นสัญญาณที่ไม่ดีนัก แต่รูปแบบที่ 6 เป็นลักษณะของกิจการที่มีการเริ่มต้นธุรกิจใหม่และกำลังเติบโต (คล้าย ๆ Start-Up) แม้กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบ แต่มีกระแสเงินสดจ่ายเพื่อการลงทุนและมีกระแสเงินสดรับจากการระดมเงินทุนเพิ่มได้

Dickinson (2011) จัดรูปแบบกระแสเงินสดทั้ง 8 รูปแบบข้างต้นตามวงจรชีวิตอุตสาหกรรม (Industry Life Cycle) โดยอ้างอิง Gort and Klepper (1982) ที่ได้ให้นิยาม 5 ระยะในวงจรชีวิตอุตสาหกรรมไว้ดังนี้ 1) ระยะเริ่มต้น (Introduction) เป็นช่วงที่ริเริ่มมีนวัตกรรมใหม่ ๆ 2) ระยะเติบโต (Growth) เป็นระยะที่มีผู้ผลิตเพิ่มมากขึ้นอย่างมาก 3) ระยะมั่นคง (Mature) เป็นระยะที่จำนวนผู้ผลิตถึงจำนวนสูงสุด 4) ระยะเริ่มอึดตัว (Shake-Out) เป็นระยะที่จำนวนผู้ผลิตเริ่มลดลง และ 5) ระยะถดถอย (Decline) คือระยะที่ไม่มีกิจการเข้าใหม่ในธุรกิจเลย จากนั้น Dickinson (2011) ได้เสนอว่ากระแสเงินสดเป็นตัวบอกผลลัพธ์ทางการเงินของกิจการในระยะต่าง ๆ ในวงจรชีวิตอุตสาหกรรม โดยระบุรูปแบบกระแสเงินสด 8 รูปแบบไว้ใน 5 ระยะวงจรชีวิตอุตสาหกรรม กล่าวคือ ในระยะเริ่มต้น (Introduction) คือรูปแบบที่ 6 ระดับเติบโต (Growth) คือรูปแบบที่ 4 คือมีการลงทุนเพิ่มและการระดมทุนเพิ่ม ระยะเริ่มอึดตัว (Shake-Out) ได้แก่ รูปแบบที่ 1, 3 และ 8 สำหรับระยะมั่นคง (Mature) คือรูปแบบที่ 2 ซึ่งมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก มีการลงทุนเพิ่มและสามารถจ่ายชำระหนี้และเงินปันผลได้ ระยะสุดท้ายคือ ระยะถดถอย (Decline) ได้แก่ รูปแบบที่ 5 และรูปแบบที่ 7 ซึ่งมีลักษณะเหมือนกันคือกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวก ซึ่งอาจมาจากการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนหรืออาจเป็นการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวก็ได้ การจัดรูปแบบกระแสเงินสดตาม Dickinson (2011) ได้แสดงเพิ่มเติมไว้ในคอลัมน์สุดท้ายของตารางที่ 1



การศึกษาคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีและความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มักจะใช้ข้อมูลกระแสเงินสดเพื่อเป็นตัวเทียบกับกำไรสุทธิ (Rayburn, 1986; Wilson, 1986; Dechow, 1994) นอกจากนี้ยังมีการศึกษาคุณสมบัติของข้อมูล เช่น Bowen (1996) ศึกษาเรื่องความคงอยู่ (Persistence) ของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดและการแตกยอดของข้อมูลกระแสเงินสด Livnat and Zarowin (1990) รายงานว่า การแตกยอดแสดงกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินมีประโยชน์ และพบว่าข้อมูลกระแสเงินสดต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน

หลักฐานการใช้ข้อมูลกระแสเงินสดในตลาดหุ้นไทยมีมาตั้งแต่การเริ่มใช้งบกระแสเงินสดในประเทศไทยในปี ค.ศ. 1994 Narktabtee (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี ค.ศ. 1994-1997 (พ.ศ. 2537-2540) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานและกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์ แต่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงว่าถ้ามีการลงทุนสูงราคาหลักทรัพย์จะสูง

การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทยดำเนินมาอย่างต่อเนื่อง ตารางที่ 2 สรุปผลการศึกษาที่ระบุถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์ การศึกษาส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์มีทั้งเชิงลบ (Narktabtee, 2000; Unthanon & Mookhavesa, 2022) เชิงบวก (Sowanna & Bursakornnat, 2023) และไม่พบความสัมพันธ์ (Siripong et al., 2018; Daorueng et al., 2020; Phetphanngam & Yangklan, 2025) ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์พบทั้งเชิงบวก (Narktabtee, 2000; Siripong et al., 2018) เชิงลบ (Daorueng et al., 2020; Unthanon & Mookhavesa, 2022; Sowanna & Bursakornnat, 2023) และไม่พบความสัมพันธ์ (Judsang et al., 2024; Phetphanngam & Yangklan, 2025)

จากตารางที่ 2 มีข้อสังเกตคือ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับราคาหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์แตกต่างจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานที่พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากการศึกษาความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่สรุปในตารางแล้ว Kanta et al. (2025) ศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดและสภาพคล่องทางการเงินต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 ระหว่างปี พ.ศ. 2564-2566 จำนวน 58 บริษัท 174 ตัวอย่าง พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ



ตารางที่ 2 สรุปการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย

	กลุ่มตัวอย่าง	ช่วงเวลา	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
Narktabtee (2000)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ค.ศ. 1994-1997 (พ.ศ. 2537-2540)	บวก	ลบ	บวก
Watcharanukul and Kaewprapa (2016)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2554-2555	ไม่พบความสัมพันธ์	n/a	n/a
Siripong et al. (2018)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (MAI)	พ.ศ. 2556-2558	บวก	ไม่พบความสัมพันธ์	บวก
Thooltaisong and Boonmunewai (2019)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2558-2560	บวก	n/a	n/a
Daorueng et al. (2020)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2557-2561	บวก	ไม่พบความสัมพันธ์	ลบ
Kitnopsri and Jarutakanont (2022)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2557-2562	ไม่พบความสัมพันธ์	n/a	n/a
Unthanon and Mokkhavesa (2022)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2561-2563	ไม่พบความสัมพันธ์	ลบ	ลบ
Watcharanukul (2022)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2561	บวก	n/a	n/a
Kobkanjanapued and Tripattanasit (2023)	บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน	พ.ศ. 2560-2562	บวก	n/a	n/a
Chaiwongsakda et al. (2023)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	พ.ศ. 2562-2564	บวก	n/a	n/a
Inlom and Seangkhiw (2023)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและอุตสาหกรรมทรัพยากร	พ.ศ. 2562-2564	บวก	n/a	n/a
Sowanna and Bursakornnat (2023)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	พ.ศ. 2562-2564	บวก	บวก	ลบ

ตารางที่ 2 สรุปการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย (ต่อ)

	กลุ่มตัวอย่าง	ช่วงเวลา	กระแสเงินสดสุทธิ จากกิจกรรมดำเนินงาน	กระแสเงินสดสุทธิ จากกิจกรรมลงทุน	กระแสเงินสดสุทธิ จากกิจกรรมจัดหาเงิน
Judsang et al. (2024)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการด้านการแพทย์	พ.ศ. 2562-2566	ไม่พบความสัมพันธ์	n/a	ไม่พบความสัมพันธ์
Junkav and Boonmunewai (2024)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (MAI)	พ.ศ. 2561-2564	บวก (ก่อนโควิด-19) ไม่พบความสัมพันธ์ (ช่วงโควิด-19)	n/a	n/a
Altsareetaanchanok and Terdpaopong (2025)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	พ.ศ. 2560-2565	บวก	n/a	n/a
Phetphanngam and Yangklan (2025)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET 100	พ.ศ. 2563-2567	บวก	ไม่พบความสัมพันธ์	ไม่พบความสัมพันธ์

หมายเหตุ: n/a หมายถึง ไม่มีตัวแปรดังกล่าวในการศึกษา



ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

การศึกษานี้ใช้แนวทางของ Dugan, Gup, and Samson, (1991) อ้างถึงใน Stice et al. (2021) ในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 8 รูปแบบข้างต้น และศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากทั้ง 3 กิจกรรมกับราคาหลักทรัพย์ โดยใช้โมเดลการวัดคุณค่าของข้อมูลของ Ohlson (1995) คำว่าคุณค่าของข้อมูลในบริบทนี้หมายถึงประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีในมุมมองของนักลงทุนในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ Barth et al. (2001) สนับสนุนแนวคิดนี้โดยให้เหตุผลว่า ประเด็นหลักที่สำคัญของข้อมูลในงบการเงินคือ เพื่อการลงทุนในส่วนของเจ้าของ งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลกระแสเงินสดรายปี จึงใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ 60 วันหลังจากสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เพื่อให้สอดคล้องกับการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์รายงานงบการเงินรายปีภายใน 60 วัน ดังต่อไปนี้

$$\text{Model 1: } P_{it} = \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Model 2: } P_{it} = \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 CFI_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$\text{Model 3: } P_{it} = \xi_1 BVE_{it} + \xi_2 CFF_{it} + \eta_{it} \quad (3)$$

โดยที่ P_{it} = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ (หุ้นสามัญ) i 60 วันหลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงาน t
 BVE_{it} = มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t
 CFO_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t
 CFI_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t
 CFF_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t

กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ฐานข้อมูล Datastream โดยวิเคราะห์ข้อมูลรายปีในช่วงปี พ.ศ. 2560-2565 เป็นระยะเวลา 6 ปี การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) จากโมเดลข้างต้น

ผลการศึกษา (Results)

จำนวนตัวอย่างจำแนกตามรูปแบบกระแสเงินสด 8 รูปแบบ แสดงในตารางที่ 3 พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2560-2565 ร้อยละ 86.66 ของกลุ่มตัวอย่างมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก (รูปแบบที่ 1-4) โดยร้อยละ 46.33 เป็นรูปแบบที่ 3 รองลงมาคือรูปแบบที่ 1 ร้อยละ 28.60 และรูปแบบที่ 2 ร้อยละ 10.43 ผลการสำรวจนี้แตกต่างจาก Stice et al. (2021) ที่รายงานว่าในปี ค.ศ. 2019 (พ.ศ. 2563) ร้อยละ 77 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้หันอยู่ในรูปแบบที่ 2, 4 และ 6 โดยเป็นรูปแบบที่ 2 ร้อยละ 50 รูปแบบที่ 4 ร้อยละ 19 และรูปแบบที่ 6 ร้อยละ 8 ในขณะที่ประมาณร้อยละ 80 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาอยู่ในรูปแบบ 2, 4 และ 6 เช่นกัน สำหรับกิจการที่มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบ (รูปแบบที่ 5-6) คิดเป็นร้อยละ 13.34 รูปแบบที่ 6 ซึ่งมีลักษณะของกระแสเงินสดคล้ายกิจการที่เพิ่งเริ่มธุรกิจมีอยู่เพียงร้อยละ 1.47

ตารางที่ 3 จำนวนตัวอย่างจำแนกตามรูปแบบกระแสเงินสด

รูปแบบ	กระแสเงินสด	2560	2561	2562	2563	2564	2565	รวม	ร้อยละ
1	+CFO, +CFI, +CFF	140	150	154	138	107	145	834	28.60
2	+CFO, -CFI, -CFF	33	50	59	44	62	56	304	10.43
3	+CFO, +CFI, -CFF	220	199	213	233	253	233	1,351	46.33
4	+CFO, -CFI +CFF	3	11	4	6	2	12	38	1.30
5	-CFO, +CFI, +CFF	32	31	23	30	29	32	177	6.07
6	-CFO, -CFI, +CFF	8	2	5	11	9	8	43	1.47
7	-CFO, +CFI, -CFF	9	14	13	16	15	10	77	2.64
8	-CFO, -CFI, -CFF	12	16	10	12	22	20	92	3.16
รวม		457	473	481	490	499	516	2,916	100.00

หมายเหตุ: CFO = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

CFI = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนต่อหุ้น

CFF = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อหุ้น

ตารางที่ 4 แสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรต่าง ๆ ค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน ในแต่ละรูปแบบแสดงให้เห็นว่าการจัดกลุ่มเป็นไปตามรูปแบบกระแสเงินสดที่ระบุไว้ เช่น รูปแบบที่ 1 กระแสเงินสดสุทธิจากทุกกิจกรรมเป็นบวก รูปแบบที่ 2 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก จากกิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงินเป็นลบ เป็นต้น



ตารางที่ 4 ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรต่าง ๆ

รูปแบบ	รูปแบบกระแสเงินสด	n	CFO	CFI	CFF	BVE	P
1	+CFO, +CFI, +CFF	834	1.708 ^a (5.329) ^b	2.897 (11.793)	2.185 (9.062)	10.836 (40.321)	17.607 (54.827)
2	+CFO, -CFI, -CFF	304	1.296 (2.968)	-0.999 (3.947)	-1.213 (2.255)	11.057 (21.755)	15.089 (29.464)
3	+CFO, +CFI, -CFF	1,351	2.920 (6.634)	1.668 (5.419)	-1.335 (3.036)	16.371 (38.937)	28.125 (64.309)
4	+CFO, -CFI +CFF	38	0.635 (0.967)	-0.456 (1.788)	0.983 (2.041)	7.103 (10.846)	9.078 (14.948)
5	-CFO, +CFI, +CFF	177	-0.543 (1.847)	1.461 (7.811)	1.887 (9.046)	5.723 (19.958)	10.805 (45.798)
6	-CFO, -CFI, +CFF	43	-0.302 (0.509)	-0.225 (0.601)	0.431 (0.730)	1.570 (2.642)	2.046 (3.444)
7	-CFO, +CFI, -CFF	77	-0.674 (3.053)	0.485 (1.259)	-1.280 (5.767)	7.669 (20.937)	8.006 (28.962)
8	-CFO, -CFI, -CFF	92	-0.280 (0.542)	-0.562 (1.077)	-0.418 (0.737)	4.762 (13.817)	5.096 (13.547)
รวม		2,916					

หมายเหตุ: a คือ ค่าเฉลี่ย และ b คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

CFO = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

CFI = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนต่อหุ้น

CFF = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อหุ้น

P = ราคาตลาดของหลักทรัพย์

BVE = มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงาน

ตารางที่ 5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากทั้ง 3 กิจกรรมกับราคาหลักทรัพย์ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Standardized Coefficients) ของแต่ละตัวแปร ค่าสถิติ t-value และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) (Adjusted R²) จากค่าสถิติ t-value แสดงให้เห็นว่าส่วนใหญ่ข้อมูลกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ข้อมูลที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนในรูปแบบที่ 4 และ 8 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินในรูปแบบที่ 8

ตารางที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมต่าง ๆ กับราคาหลักทรัพย์จำแนกตามรูปแบบของกระแสเงินสด

รูปแบบ	รูปแบบกระแสเงินสด	$P_{it} = \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$		$P_{it} = \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 CFI_{it} + e_{it}$		$P_{it} = \xi_1 BVE_{it} + \xi_2 CFF_{it} + \eta_{it}$	
		BVE	CFO	BVE	CFI	BVE	CFF
1	+CFO, +CFI, +CFF	-0.168 ^a (-3.801) ^b	0.869 (19.726) 0.537 ^c	0.272 (6.069)	0.373 (8.312) 0.372	0.437 (12.658)	0.220 (6.362) 0.352
2	+CFO, -CFI, -CFF	0.519 (9.985)	0.378 (7.272) 0.730	0.660 (14.162)	-0.225 (-4.821) 0.706	0.618 (14.392)	-0.294 (-6.843) 0.726
3	+CFO, +CFI, -CFF	0.010 (0.389)*	0.830 (31.749) 0.703	0.557 (17.376)	0.173 (5.387) 0.492	0.312 (15.782)	-0.595 (-30.074) 0.690
4	+CFO, -CFI +CFF	-0.047 (-0.199)	0.732 (3.121) 0.450	0.690 (2.970)	0.138 (0.593)* 0.304	0.163 (1.546)*	0.752 (7.112) 0.713
5	-CFO, +CFI, +CFF	0.149 (2.924)	-0.762 (-14.962) 0.753	0.444 (12.133)	0.635 (17.367) 0.793	0.367 (12.208)	0.719 (23.948) 0.868
6	-CFO, -CFI, +CFF	0.672 (9.337)	-0.357 (-4.963) 0.862	0.618 (5.386)	-0.330 (-2.872) 0.815	0.748 (9.448)	0.247 (3.123) 0.821
7	-CFO, +CFI, -CFF	1.749 (13.038)	1.252 (9.335) 0.718	0.907 (7.150)	-0.369 (-2.911) 0.448	1.048 (5.069)	0.457 (2.212) 0.423
8	-CFO, -CFI, -CFF	0.833 (19.275)	-0.186 (-4.312) 0.863	0.904 (20.004)	-0.035 (-0.782)* 0.835	0.933 (20.025)	0.043 (0.922)* 0.836

หมายเหตุ: a คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน b คือ ค่าสถิติ t-value และ c คือ ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) (Adjusted R-squared)

*ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

CFO_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t

CFI_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t

CFF_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t

BVE_{it} = มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้นของกิจการ i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงานปีที่ t

P_{it} = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ (หุ้นสามัญ) i 60 วันหลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาการรายงาน t



เพื่อให้ง่ายในการพิจารณา จึงได้นำข้อมูลในตารางที่ 5 มาสรุปเป็นตารางที่ 6, 7 และ 8 โดยเน้นที่กระแสเงินสดสุทธิแต่ละกิจกรรม และเพิ่มข้อมูลชั้นวงจรชีวิตอุตสาหกรรมให้เห็นภาพชัดเจน ตารางที่ 6 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานโดยเน้นที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน เมื่อกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก (รูปแบบที่ 1-4) ความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เป็นบวก แต่เมื่อกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบ (รูปแบบที่ 5-8) ความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์กลับเป็นลบใน 3 รูปแบบ ได้แก่ รูปแบบที่ 5, 6 และ 8 กล่าวคือ เมื่อกระแสเงินสดจ่ายสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานยิ่งมากราคาหลักทรัพย์กลับมีค่ามาก อาจเป็นเพราะมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ มีข้อสังเกตว่าทั้งรูปแบบที่ 5 และ 6 มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวก คือสามารถระดมเงินทุนได้แม้กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบ รูปแบบที่ 7 เป็นรูปแบบเดียวที่เมื่อกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบแล้วยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบมากราคาหลักทรัพย์ยิ่งต่ำด้วย

ตารางที่ 6 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานโดยเน้นที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

รูปแบบ	รูปแบบกระแสเงินสด	ชั้นวงจรชีวิตอุตสาหกรรม	CFO (α_2)	CFI (β_2)	CFF (ξ_2)	ร้อยละ
1	+CFO, +CFI, +CFF	ระยะเริ่มอิมตัว	0.869	0.373	0.220	28.60
2	+CFO, -CFI, -CFF	ระยะมั่นคง	0.378	-0.225	-0.294	10.43
3	+CFO, +CFI, -CFF	ระยะเริ่มอิมตัว	0.830	0.173	-0.595	46.33
4	+CFO, -CFI, +CFF	ระยะเติบโต	0.732	0.138**	0.752	1.30
5	-CFO, +CFI, +CFF	ระยะถดถอย	-0.762	0.635	0.719	6.07
6	-CFO, -CFI, +CFF	ระยะเริ่มต้น	-0.357	-0.330	0.247	1.47
7	-CFO, +CFI, -CFF	ระยะถดถอย	1.252	-0.369	0.457	2.64
8	-CFO, -CFI, -CFF	ระยะเริ่มอิมตัว	-0.186	-0.035**	0.043**	3.16
รวม						100.00

หมายเหตุ: CFO = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

CFI = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการลงทุน

CFF = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการจัดหาเงิน

**ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 7 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานโดยเน้นที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน

รูปแบบ	รูปแบบกระแสเงินสด	ช่วงวงจรชีวิต อุตสาหกรรม	CFO (α_2)	CFI (β_2)	CFF (ξ_2)	ร้อยละ
1	+CFO, +CFI, +CFF	ระยะเริ่มอิมิตัว	0.869	0.373	0.220	28.60
3	+CFO, +CFI, -CFF	ระยะเริ่มอิมิตัว	0.830	0.173	-0.595	46.33
5	-CFO, +CFI, +CFF	ระยะถดถอย	-0.762	0.635	0.719	6.07
7	-CFO, +CFI, -CFF	ระยะถดถอย	1.252	-0.369	0.457	2.64
2	+CFO, -CFI, -CFF	ระยะมั่นคง	0.378	-0.225	-0.294	10.43
4	+CFO, -CFI, +CFF	ระยะเติบโต	0.732	0.138**	0.752	1.30
6	-CFO, -CFI, +CFF	ระยะเริ่มต้น	-0.357	-0.330	0.247	1.47
8	-CFO, -CFI, -CFF	ระยะเริ่มอิมิตัว	-0.186	-0.035**	0.043**	3.16
รวม						100.00

หมายเหตุ: CFO = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

CFI = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน

CFF = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน

**ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 7 แสดงความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์ พบว่ารูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวกและมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ รูปแบบที่ 1, 3 และ 5 ส่วนรูปแบบที่ 7 กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบ

รูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นลบ ได้แก่ รูปแบบที่ 2, 4, 6 และ 8 พบความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ใน 2 รูปแบบ คือ รูปแบบที่ 2 และ 6 ส่วนอีก 2 รูปแบบ คือ รูปแบบที่ 4 และ 8 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ



ตารางที่ 8 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานโดยเน้นที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน

รูปแบบ	รูปแบบกระแสเงินสด	ช่วงวงจรชีวิตอุตสาหกรรม	CFO (α_2)	CFI (β_2)	CFF (ξ_2)	ร้อยละ
1	+CFO, +CFI, +CFF	ระยะเริ่มอิมตัว	0.869	0.373	0.220	28.60
4	+CFO, -CFI, +CFF	ระยะเติบโต	0.732	0.138**	0.752	1.30
5	-CFO, +CFI, +CFF	ระยะถดถอย	-0.762	0.635	0.719	6.07
6	-CFO, -CFI, +CFF	ระยะเริ่มต้น	-0.357	-0.330	0.247	1.47
2	+CFO, -CFI, -CFF	ระยะมั่นคง	0.378	-0.225	-0.294	10.43
3	+CFO, +CFI, -CFF	ระยะเริ่มอิมตัว	0.830	0.173	-0.595	46.33
7	-CFO, +CFI, -CFF	ระยะถดถอย	1.252	-0.369	0.457	2.64
8	-CFO, -CFI, -CFF	ระยะเริ่มอิมตัว	-0.186	-0.035**	0.043**	3.16
รวม						100.00

หมายเหตุ: CFO = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

CFI = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน

CFF = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน

**ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์แสดงในตารางที่ 8 พบว่าทุกรูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการระดมเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนรูปแบบที่มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบ พบความสัมพันธ์ทั้งเชิงบวกและเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ รูปแบบที่ 2 ซึ่งอยู่ในวงจรชีวิตอุตสาหกรรมระยะมั่นคง และรูปแบบที่ 3 ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมตัว รวมกันคิดเป็นร้อยละ 56.67 มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวกแต่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบ 2 รูปแบบนี้พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่รูปแบบที่ 7 ซึ่งอยู่ในระยะถดถอย มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบ และจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบกลับมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนรูปแบบที่ 8 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การอภิปราย (Discussion)

ก่อนที่จะอภิปรายผลการศึกษาในรายละเอียด ขอย้ำว่าการแบ่งขั้นตอนวงจรชีวิตที่ใช้ที่นี่เป็นการแบ่งในระดับอุตสาหกรรมมิใช่ในระดับกิจการ เช่น ระยะเริ่มอิมตัวไม่ได้แปลความหมายว่ากิจการกำลังเริ่มอิมตัว แต่หมายถึงกิจการอยู่ในอุตสาหกรรมที่เริ่มอิมตัว เป็นต้น ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นประเด็นหลัก ๆ ดังนี้

ประเด็นแรก คือ รูปแบบกระแสเงินสดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่อยู่ในรูปแบบที่ 3 และ 1 ซึ่งเป็นรูปแบบกระแสเงินสดในขั้นวงจรชีวิตอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมิตัว เมื่อเทียบกับกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวันและสหรัฐอเมริกา ซึ่งส่วนใหญ่คือ รูปแบบที่ 2, 4 และ 6 ซึ่งอยู่ในขั้นวงจรชีวิตอุตสาหกรรมระยะมั่นคง ระยะเติบโต และระยะเริ่มต้น ความแตกต่างที่เห็นได้ชัดเจนคือ รูปแบบที่ 1 และ 3 มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวก สะท้อนถึงการรับผลตอบแทนจากการลงทุนหรือจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาว ตรงข้ามกับรูปแบบที่ 2 และ 4 ที่มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นลบแสดงถึงการลงทุนเพิ่ม

ประเด็นที่ 2 คือ ผลการศึกษาพบว่าส่วนใหญ่แล้วกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ คิดเป็นร้อยละ 89.3 ของกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ รูปแบบที่ 1, 2, 3, 4 และ 7 ซึ่งอยู่ในขั้นตอนวงจรชีวิตอุตสาหกรรมที่หลากหลาย ตั้งแต่ระยะเติบโต (รูปแบบที่ 4) ระยะเริ่มอิมิตัว (รูปแบบที่ 1 และ 3) ระยะมั่นคง (รูปแบบที่ 2) และระยะถดถอย (รูปแบบที่ 7) ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีตที่พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ มีส่วนน้อย คิดเป็นร้อยละ 10.7 พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งพบในรูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบ กล่าวคือ ยิ่งกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการดำเนินงานยิ่งติดลบมากราคาหลักทรัพย์ก็กลับสูง เป็นไปได้ว่ามีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการนั้นมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ประเด็นที่ 3 ผลการศึกษานี้ได้แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนที่เป็นบวกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ กระแสเงินสดรับจากกิจกรรมลงทุนอาจเกิดจากการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน เช่น ดอกเบี้ยรับเงินปันผลรับ หรือจากการจำหน่ายเงินลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ระยะยาว กรณีที่มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวกใน 3 รูปแบบ คือ รูปแบบที่ 1, 3 และ 5 คิดเป็นร้อยละ 81 ของกลุ่มตัวอย่าง พบว่ากระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แสดงนัยว่านักลงทุนมองการมีกระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวกเป็นสิ่งที่ดี ไม่จำเป็นต้องเป็นลบเท่านั้นจึงจะดี รูปแบบที่ 1 และ 3 อยู่ในอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมิตัวเหมือนกัน คิดเป็นร้อยละ 74.93 ส่วนรูปแบบที่ 5 คิดเป็นร้อยละ 6.07 อยู่ในอุตสาหกรรมระยะถดถอย ในขณะที่รูปแบบที่ 7 แม้มีกระแสเงินสดรับสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวกและอยู่ในระยะถดถอยเหมือนกัน แต่กลับพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ มีข้อสังเกตคือ รูปแบบที่ 5 และ 7 มีความแตกต่างกันที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน รูปแบบที่ 5 มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวก คือมีการระดมเงินทุนเพิ่ม แต่รูปแบบที่ 7 มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบ คือมีการชำระหนี้สินหรือจ่ายปันผลทั้งที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบ มีเพียงกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเท่านั้นที่เป็นบวก ตัวอย่างที่อาจเป็นไปได้ เช่น กิจการมีผลการดำเนินงานไม่ดีอาจจำเป็นต้องจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวหรือเงินลงทุนจึงมีเงินสดรับเพื่อจ่ายชำระหนี้ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม รูปแบบที่ 7 นี้คิดเป็นร้อยละ 2.64 ของกลุ่มตัวอย่างเท่านั้น กรณีที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเป็นลบ มี 2 รูปแบบที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจ่ายลงทุนมากกว่าราคาหลักทรัพย์ยังมีมูลค่ามาก ได้แก่ รูปแบบที่ 2 ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมระยะมั่นคง และรูปแบบที่ 6 อยู่ในอุตสาหกรรมระยะเริ่มต้น ทั้ง 2 รูปแบบนี้รวมกันคิดเป็นร้อยละ 11.9 ของกลุ่มตัวอย่าง การศึกษานี้พบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและเชิงลบระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์ในรูปแบบที่แตกต่างกัน จึงอาจช่วยอธิบายได้ว่าผลการศึกษาในอดีตจึงไม่มีความสม่ำเสมอ

ประเด็นที่ 4 รูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวกทั้งหมด คิดเป็นร้อยละ 37.44 พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์ สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญ



สำคัญกับความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการ แต่ที่น่าสนใจคือ มี 2 รูปแบบคิดเป็นร้อยละ 56.76 พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ รูปแบบที่ 3 คิดเป็นร้อยละ 46.33 ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมตัว และรูปแบบที่ 2 คิดเป็นร้อยละ 10.43 อยู่ในระยะมั่นคง ทั้ง 2 รูปแบบนี้มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบ ความสัมพันธ์เชิงลบแสดงให้เห็นว่ายิ่งมีการจ่ายชำระหนี้สินหรือจ่ายปันผลมาก ราคาหลักทรัพย์ยิ่งสูง แสดงให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับการจ่ายปันผลหรือการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน

สรุปผล (Conclusion)

รูปแบบกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2560-2565 ส่วนใหญ่เป็นรูปแบบของกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมตัว และกระแสเงินสดสุทธิแต่ละกิจกรรมมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์แตกต่างกัน กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ในหลายรูปแบบ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบความสัมพันธ์ทั้งเชิงบวกและเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ โดยรูปแบบที่อยู่ในวงจรชีวิตอุตสาหกรรมระยะเริ่มอิมตัวพบความสัมพันธ์เชิงบวก ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ในเกือบทุกรูปแบบ ยกเว้นรูปแบบที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์

การศึกษานี้เป็นประโยชน์โดยตรงต่อนักลงทุนและผู้ใช้ข้อมูลจากงบกระแสเงินสดเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนหรือปล่อยกู้ให้กิจการ โดยไม่ควรพิจารณาแค่กระแสเงินสดสุทธิแต่ละกิจกรรมแล้วสรุปว่าดีหรือไม่ดี แต่ควรใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากทุกกิจกรรมประกอบกัน อย่างเป็นองค์รวมควบคู่กับการพิจารณาระดับวงจรชีวิตอุตสาหกรรมของกิจการด้วย ในด้านการวิจัย ผลการศึกษานี้อาจช่วยให้คำอธิบายได้ว่าเหตุใดงานวิจัยบางเรื่องที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์จึงไม่พบความสัมพันธ์ หรือพบความสัมพันธ์ทั้งเชิงบวกหรือเชิงลบไม่มีความสม่ำเสมอ

ข้อเสนอแนะ

ในการวิจัยที่ใช้ข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนเพื่อวัดระดับการลงทุนควรใช้ความระมัดระวังเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาความตรงเชิงโครงสร้าง (Construct Validity) เพราะกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนที่เป็นลบอาจสะท้อนระดับการลงทุนได้ แต่ก็อาจหมายถึงการลงทุนทั้งในสินทรัพย์ระยะยาวหรือเงินลงทุน และถ้าเป็นบวกก็อาจหมายถึงการจำหน่ายเงินลงทุน หรืออาจหมายถึงการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งเป็นคนละประเด็นกับการเพิ่มหรือลดการลงทุน ในทำนองเดียวกัน การใช้ข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินที่เป็นบวกอาจใช้เป็นตัววัดการระดมเงินทุนได้ แต่ข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินที่เป็นลบกลับหมายถึงการจ่ายผลตอบแทนคืนให้นักลงทุน เช่น จ่ายค่าดอกเบี้ย จ่ายเงินปันผล เป็นต้น ซึ่งไม่ได้สะท้อนความสามารถในการระดมเงินทุนโดยตรง

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป คือการศึกษาข้อมูลบัญชีที่สำคัญและเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนของกิจการที่อยู่ในขั้นวงจรชีวิตอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ตลอดจนตัววัดผลการดำเนินงานที่ส่งสัญญาณถึงความสามารถในการทำกำไรและการดำรงอยู่ได้ของกิจการในแต่ละขั้นวงจรชีวิตอุตสาหกรรม



References

- Aitsareetaanchanok, N., & Terdpaopong, K. (2025). Relationship between cash flows ratios and stock prices of companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the coronavirus 2019 situation. *Business Administration and Economics Review*, 21(1), 17-31. <https://so15.tci-thaijo.org/index.php/bae/article/view/985>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Lansman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1)
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. A. (1986). Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. *The Accounting Review*, 61(4), 713-725.
- Chaiwongsakda, N., Kasorn, K., & Kuntawang, T. (2023). Correlated factors to stock value as market price and dividend payout ratio of real estate and construction industry companies registered in the Stock Exchange of Thailand. *Interdisciplinary Academic and Research Journal*, 3(2), 605-620. <https://doi.org/10.14456/iarj.2023.93>
- Daorueng, A., et al. (2020). The relationship between intangible assets, cash flow, and firm performance on stock price of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Graduate School Journal Chiang Rai Rajabhat University*, 13(1), 45-65. https://so01.tci-thaijo.org/index.php/crrugds_ejournal/article/view/229718
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90016-7)
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Garrison, R. H., Noreen, E. W., Brewer, P. C., Cheng, N. S., & Yuen, K. C. K. (2015). *Managerial Accounting* (Asia global ed., 2nd ed.). McGraw-Hill Education.
- Inlom, K., & Seangkhiew, P. (2023). Influence of asset management efficiency and profitability on stock prices and dividend yields of companies listed on the Stock Exchange of Thailand: Agro-industry, food industry, and resource industry group. *Journal of Management and Local Innovation*, 5(7), 48-61. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jmli/article/view/264256/178532>
- Judsang, K., Sealai, N., & Thanasetpakin, C. (2024). The relationship between accounting information and securities prices of listed companies in the Stock Exchange of Thailand: Medical index services industry. *KRIS Journal*, 4(2), 41-50. <https://so08.tci-thaijo.org/index.php/KRIS/article/view/4100>



- Junkav, S., & Boonmunewai, S. (2024). Compare the relation of accounting performance on the stock price of listed companies in the Market for Alternative Investment before and during the COVID-19 crisis situation. *RMUTI Journal Humanities and Social Sciences*, 11(1), 52-63. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RMUTI_SS/article/view/268715
- Kanta, P., Chuamaungphan, O., & Akarak, P. (2025). The influence of cash flow and financial liquidity on the firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand Set100. *Academic Journal of North Bangkok University*, 14(1), 57-66. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/NBU/article/view/276938>
- Kitnopsri, N., & Jarutakanont, S. (2022). The ability of accounting performance measures to explain security price. *Humanities and Social Science Research Promotion Network Journal*, 5(3), 47-67. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/hsrnj/article/view/259622>
- Kobkanjanapued, Y., & Tripattanasit, P. (2023). The value relevance of accounting information of listed companies in ASEAN countries. *Arts of Management Journal*, 7(4), 1618-1643. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jam/article/view/266328>
- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), 25-46. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90066-D](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90066-D)
- Narktabtee, K. (2000). *The implication of accounting information in the Thai capital market* (Doctoral dissertation). University of Arkansas.
- Narktabtee, K., Carnes, T. A., & Black, E. L. (2002). The effects of earnings and cash flow permanence on their incremental information content in Thailand. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 9(1), 1-16. <https://doi.org/10.1080/16081625.2002.10510597>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Phetphanngam, N., & Yangklan, P. (2025). The relationship between tax planning, dividend policy, and cash flow on investment decisions of listed companies in the SET100 index of the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Administration Management and Sustainable Development*, 3(3), 1302-1316. <https://so15.tci-thaijo.org/index.php/jamsd/article/view/1980>
- Rayburn, J. (1986). The association of operating cash flow and accrual with security returns. *Journal of Accounting Research*, 24(3), 112-133. <https://doi.org/10.2307/2490732>
- Siripong, W., Sariddeeperaphan, K., & Suttipun, M. (2018). An influence of cash flow on profitability and market price: A study of Market for Alternative Investment (MAI). *Princess of Naradhiwas University Journal of Humanities and Social Sciences*, 5(2), 111-120. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/pnuhuso/article/view/133578>



- Sowanna, S., & Bursakornnat, S. (2023). The effects of cash flows and capital structure on stock prices and dividend yields of companies listed on the Stock Exchange of Thailand service industry group. *Journal of Legal Entity Management and Local Innovation*, 9(7), 289-302. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/jsa-journal/article/view/265456>
- Stice, E. K., Stice, J. D., Albrecht, W. S., Swain, M. R., Duh, R.-R., & Hsu, A. W. (2021). *Financial Accounting: IFRS edition* (3rd ed.). Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Thooltaisong, T., & Boonmunewai, S. (2019). The relationship between book value, operating income, net income, cash flow from dividend, and cash flow from operations and stock price of firms listed in the Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 3(1), 73-90.
- Unthanon, T., & Mokkhavesa, B. (2022). The relationship between cash flow, market capitalization, and the ratio of change in securities prices of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science Udon Thani Rajabhat University*, 4(5), 81-93. <https://so08.tci-thaijo.org/index.php/MSJournal/article/view/2822>
- Watcharanukul, K. (2022). Relationship between fair values and stock price of listed firms in the Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 6(2), 36-47. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/kkbsjournal/article/view/249463>
- Watcharanukul, K., & Kaewprapa, K. (2016). The relationship between earnings component information and stock price of listed firms in the Stock Exchange of Thailand. *Parichart Journal*, 28(3), 230-249. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/parichartjournal/article/view/56035>
- Wilson, G. P. (1986). The relative information content of accruals and cash flows: Combined evidence at the earnings announcement and annual report release date. *Journal of Accounting Research*, 24(3), 165-203. <https://doi.org/10.2307/2490736>