

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน
กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOW
FINANCIAL RATIO AND ECONOMIC VALUE ADDED
AND THE CHANGE IN SECURITIES PRICES OF SET100 GROUP
REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

พิพัฒน์ สร้อยทอง
PHIPAT SOITHONG

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี
มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน
กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOW
FINANCIAL RATIO AND ECONOMIC VALUE ADDED
AND THE CHANGE IN SECURITIES PRICES OF SET100 GROUP
REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

พิพัฒน์ สร้อยทอง
PHIPAT SOITHONG

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี
มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

THE RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOW
FINANCIAL RATIO AND ECONOMIC VALUE ADDED
AND THE CHANGE IN SECURITIES PRICES OF SET100 GROUP
REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

PHIPAT SOITHONG

INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY
SRIPATUM UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2019
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSIT

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วน
ทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการ
เปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน
กลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
THE RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOW
FINANCIAL RATIO AND ECONOMIC VALUE ADDED
AND THE CHANGE IN SECURITIES PRICES OF SET100
GROUP REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE
OF THAILAND

นักศึกษา

พิพัฒน์ สร้อยทอง รหัส 62500896

หลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะ

บัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ

ดร.เบญจพร โมกขะเวส

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

.....ประธานกรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สาระพัต)

.....กรรมการ

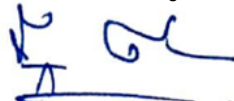
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

.....กรรมการ

(ดร.เบญจพร โมกขะเวส)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้นับการศึกษาค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง
ของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี





(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

วันที่ 25 เดือน สิงหาคม พ.ศ. 2513

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คำสำคัญ	กระแสเงินสดอิสระ / อัตราส่วนทางการเงิน / มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ / อัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
นักศึกษา	พิพัฒน์ สร้อยทอง รหัส 62500896
หลักสูตร	บัญชีมหาบัณฑิต
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่าง 72 บริษัท เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ เก็บข้อมูลจากรายงานทางการเงินประจำปี ระหว่างปี 2559 – 2561 สถิติที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีไม่สัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และยังพบว่าราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้นไม่สัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ สามารถสำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์ คณบดีคณะบัญชี ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ประธานกรรมการสอบ ดร.ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล กรรมการสอบและ ดร.เบญจพร โมกขะเวส อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตรวจสอบ แก้ไข ตลอดจนชี้แนะแนวทาง เพื่อให้การศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้มีความถูกต้อง ครบถ้วนของข้อมูล ขอขอบพระคุณเจ้าของผลงานวิจัยและเอกสารวิชาการทุกท่าน ที่ผู้ศึกษาได้นำมาศึกษาเพื่อประยุกต์ใช้เป็นแนวทางในการศึกษา ค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง

ขอขอบพระคุณ คุณผกากรอง ฉ่งไต้ และคุณญาณพร เจริญสุข ทั้ง 2 ท่าน ที่เสียสละเวลาในการให้คำปรึกษา รวมไปถึงขอขอบคุณเพื่อน ๆ หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิตทุกท่านที่คอยช่วยเหลือ ให้คำแนะนำ ช่วยกันคิดและแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ในการจัดทำรายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ จนสำเร็จเป็นที่เรียบร้อย

ท้ายนี้ ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา ที่คอยสนับสนุนและเป็นกำลังใจ ในการศึกษาค้นคว้าอิสระในครั้งนี้จนสำเร็จลุล่วง ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่ง

พิพัฒน์ สร้อยทอง

สิงหาคม 2563

สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
กิตติกรรมประกาศ.....	II
สารบัญ.....	III
สารบัญตาราง.....	VI
สารบัญภาพ.....	X

บทที่	หน้า
1 บทนำ.....	
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	6
สมมติฐานการวิจัย.....	6
กรอบแนวความคิดในการวิจัย.....	6
ขอบเขตของการวิจัย.....	7
ประโยชน์ที่ได้รับ.....	8
นิยามศัพท์.....	9
2 แนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	
แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการ คัดเลือกหลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET100.....	11
แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์.....	14
แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น.....	17
แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ.....	22
แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน.....	25
แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ.....	29
แนวคิดเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์.....	34
ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency Hypothesis).....	36
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	38

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3	
วิธีการดำเนินงานวิจัย.....	
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	71
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	72
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	77
4	
การวิเคราะห์ข้อมูล.....	
การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	79
การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis).....	84
การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis).....	87
สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	90
5	
สรุปผลการศึกษา การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	
สรุปผลการศึกษา.....	92
การอภิปรายผลการวิจัย.....	96
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	98
ข้อเสนอแนะ.....	99
บรรณานุกรม.....	100
ภาคผนวก	
ก รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100.....	104
ข ข้อมูลตัวแปรของปี 2559.....	109
ค ข้อมูลตัวแปรของปี 2560.....	114
ง ข้อมูลตัวแปรของปี 2561.....	119
ประวัติผู้ศึกษา.....	124

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า	
1	สรุปรงานในอดีตเคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price).....	24
2	สรุปรงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price).....	25
3	สรุปรงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price)	26
4	สรุปรงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price).....	28
5	สรุปรงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA).....	33
6	สรุปรงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price).....	35
7	สรุปการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	46
8	ตารางที่ 4.1 ข้อมูลผลการวิเคราะห์กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow : FCF)	80
9	ตารางที่ 4.2 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA).....	80
10	ตารางที่ 4.3 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE).....	81
11	ตารางที่ 4.4 ข้อมูลผลการวิเคราะห์กำไรต่อหุ้น (Earning per Share : EPS).....	82
12	ตารางที่ 4.5 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price Per Book Value Ratio : P/BV).....	82
13	ตารางที่ 4.6 ข้อมูลผลการวิเคราะห์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA).....	83
14	ตารางที่ 4.7 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์.....	84

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
15 ตารางที่ 4.8 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ.....	85
16 ตารางที่ 4.9 แสดงผลลัพธ์ค่าสถิติตารางสรุปตัวแบบ (model summary) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ.....	87
17 ตารางที่ 4.10 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (regression coefficient) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ.....	87
18 ตารางที่ 4.11 แสดงผลลัพธ์ค่าสถิติตารางสรุปตัวแบบ (model summary) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์.....	88
19 ตารางที่ 4.12 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (regression coefficient) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์.....	89
20 ตารางที่ 4.13 สรุปผลตามสมมติฐานของงานวิจัย.....	91

สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันทำการซื้อขายวันแรกของปี 2561..	2
2 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันทำการซื้อขายสุดท้ายของปี 2562..	3
3 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบแต่ละดัชนี.....	3
4 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	7
5 กระบวนการในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์.....	15
6 ภาวะเศรษฐกิจที่มีผลต่ออุตสาหกรรม.....	16
7 ภาพรวมของแนวคิดและหลักการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ.....	30

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

สภาวะเศรษฐกิจโลกในช่วงปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2562 นั้น นับได้ว่าเป็นช่วงเวลาที่ยิ่งนักลงทุน และนักวิเคราะห์เศรษฐกิจต่างกังวลว่าเศรษฐกิจโลกอาจกำลังเข้าสู่สภาวะถดถอย สาเหตุอันเนื่องมาจากสงครามการค้า หรือที่เรียกว่า Trade War สงครามดังกล่าว อาจไม่ใช่การสู้รบฆ่าฟันกัน แต่เป็นการใช้นโยบาย หรือกฎหมายต่าง ๆ เพื่อกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกากับจีน โดยจุดเริ่มต้นของสงครามนี้ เกิดจากสหรัฐฯ ได้ตรวจสอบนโยบายการค้าของจีน ซึ่งกล่าวอ้างว่าไม่มีความเป็นธรรมหลายประการของจีน รวมถึงกฎหมายห้ามต่างชาติครอบครองกิจการ โดยหากนักลงทุนต่างชาติต้องการเข้าไปลงทุนในจีนจะต้องมีคนจีนเป็นหุ้นส่วนร่วมด้วย ส่งผลให้เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีไปสู่ประเทศจีน ต่อมาเมื่อจีนได้ออกนโยบาย Made in China 2025 ที่มุ่งเน้นจะพัฒนาสินค้าที่มีคุณภาพสูง และรวมไปถึงสินค้าไฮเทคมากขึ้น ส่งผลให้สหรัฐฯ ที่ขาดดุลทางการค้ากับประเทศจีนอยู่แล้วนั้น เกิดความกังวลว่านโยบายดังกล่าว ซึ่งอาจส่งผลต่อเศรษฐกิจของสหรัฐฯ รวมถึงไปถึงเรื่องของการว่างงานในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ประธานาธิบดีของสหรัฐฯ นายโดนัลด์ ทรัมป์ จึงประกาศการเพิ่มอัตราภาษีนำเข้าจากจีนถึง 1,300 รายการ โดยสินค้าหลัก ๆ ได้แก่ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ คอมพิวเตอร์ สินค้าไอที ทั้ง Hardware และ Software ซึ่งสินค้าเหล่านี้ สหรัฐฯ ต้องนำเข้าจากจีนเฉลี่ยปีละ 1.5 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่งผลให้จีนต้องเสียภาษีเพิ่มขึ้นราว 5 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ ทางด้านประธานาธิบดีจีน นายสี จิ้นผิง จึงตอบโต้ด้วยการเพิ่มอัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ เป็นจำนวนทั้งสิ้น 106 รายการ คิดเป็นมูลค่าภาษี 5 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ เช่นกัน ซึ่งส่วนมากจะเป็นสินค้าทางการเกษตรอย่าง ข้าวโพด และถั่วเหลือง แม้ตลอดปี 2562 อาจมีการสงบศึกทางการค้าเป็นบางช่วง หรืออาจมีการเจรจากันหลายครั้ง แต่ในภาพรวมสถานการณ์กลับไม่ได้เบาบางลง ส่งผลต่อความผันผวนของตลาดการเงิน สะเทือนห่วงโซ่อุปทาน และสร้างแรงกระตุ้นต่อเศรษฐกิจโลกอย่างทั่วถึง ทำให้กิจกรรมการค้าการลงทุนชะลอตัว กระทบต่อการลงทุนในตลาดหุ้น ความกังวลต่อสภาวะสงครามการค้าส่งผลให้นาง คริสตาลินา จอร์จีวา กรรมการผู้จัดการกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ต้องออกมาเตือนว่า การเติบโตของเศรษฐกิจโลกใกล้ถึงจุดหยุดนิ่งจากความขัดแย้งของสหรัฐฯ และจีน สร้างความเสียหายต่อห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) และนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงที่ยาวนานหนึ่งชั่วอายุคน โดย IMF มองว่า สภาวะเศรษฐกิจโลกจากทิศทางขาขึ้นเมื่อปี 2560 ได้เปลี่ยนสู่ทิศทางขาลง หรือภาวะชะลอตัว นอกจากนี้ยังปรับลด

การคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจโลก (GDP) ในปี 2563 จาก 3.6 % เหลือ 3.4 % โดยปัจจัยสำคัญคือสงครามการค้าที่ยังสร้างความไม่แน่นอน และส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตและการลงทุนทั่วโลก

สำหรับประเทศไทยนอกจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนแล้วนั้น ยังคงมีประเด็นความเสี่ยงอื่น ๆ ที่อาจเกิดขึ้นในปี 2563 ส่งผลให้เหล่านักวิเคราะห์เศรษฐกิจ และนักลงทุนต่างเป็นกังวล ไม่ว่าจะเป็นการความรุนแรงของสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้น ขยายจนไปเป็นสงครามเทคโนโลยี สงครามค่าเงิน และสงครามการเงิน นอกจากนี้ยังมีปัจจัยภายนอกประเทศอื่น ๆ เช่น การที่อังกฤษออกจากการเป็นสมาชิกของสหภาพยุโรป (Brexit), มาตรการภาษียานยนต์ระหว่างสหรัฐฯ กับสหภาพยุโรป และผลกระทบจากการขึ้นภาษีการบริโภคของญี่ปุ่น รวมไปถึงความขัดแย้งต่อเกาหลีใต้ โดยหากพิจารณาดัชนีหุ้นไทย (SET) ในช่วงปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2562 นั้น มีการเปลี่ยนแปลงจากวันทำการซื้อขายวันแรก คือ ณ วันที่ 5 มกราคม 2561 ที่ 1,795.45 จุด (ภาพที่ประกอบ 1) จนถึงวันทำการซื้อขายวันสุดท้าย คือ ณ วันที่ 27 ธันวาคม 2562 ที่ 1,578.22 จุด (ภาพที่ประกอบ 2) ซึ่งลดลงมาถึง 217.23 จุด คิดเป็นร้อยละ 12.10 ถึงแม้ว่าในช่วงเวลาดังกล่าวนั้น มีจุดที่ดัชนี SET ทำจุดสูงสุดได้เป็นประวัติการณ์ (All Time High) จากการเปิดทำการซื้อขายครั้งแรกเมื่อปี 2518 คือ 1,837.49 จุด เมื่อ 29 มกราคม 2561 ก็ตาม สะท้อนให้เห็นถึงความผันผวนของตลาดทุนในประเทศไทย ประกอบกับปัจจัยภายนอกประเทศที่ยังคงมีความไม่แน่นอน ส่งผลต่อความกังวลของนักลงทุนที่จะต้องใช้ความระมัดระวังอย่างสูงในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

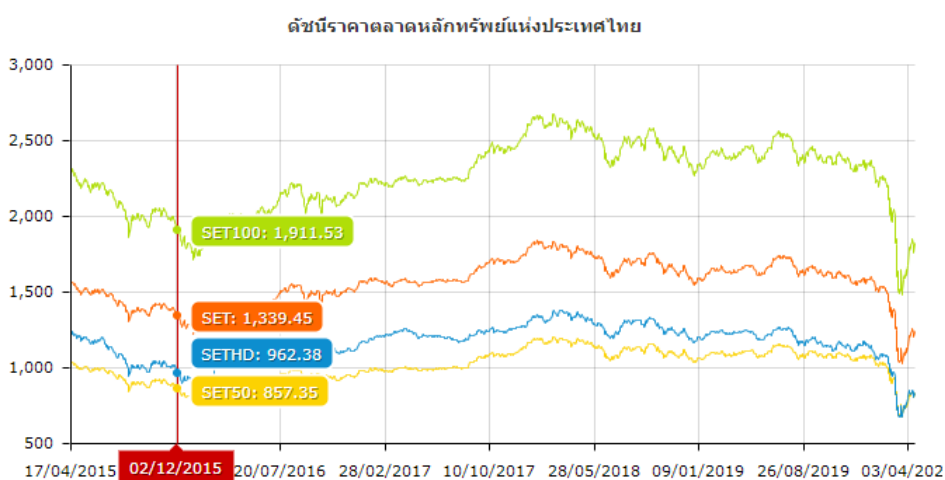


ภาพประกอบที่ 1 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันทำการซื้อขายวันแรกของปี 2561



ภาพประกอบที่ 2 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันทำการซื้อขายสุดท้ายของปี 2562

ปัจจุบันมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 555 บริษัท ซึ่งหากนักลงทุนต้องการจะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ถือว่าเป็นการยากที่จะเลือกบริษัทที่ต้องการลงทุนจากจำนวนบริษัทจดทะเบียนฯ ทั้งหมด ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้จัดทำดัชนีราคาต่าง ๆ เพื่อช่วยให้นักลงทุนสามารถคัดเลือกบริษัทที่ต้องการลงทุนได้ง่ายขึ้น เป็นไปตามวัตถุประสงค์การลงทุน รวมถึงเพื่อส่งเสริมการออกตราสารอนุพันธ์และเป็นเครื่องมือวัดสถานะตลาดสำหรับกองทุนรวม โดยดัชนีราคาที่เป็นที่นิยมได้แก่ SET50, SET100 และ SETHD เป็นต้น โดยหากพิจารณาจากกราฟ (ภาพประกอบที่ 3) จะเห็นได้ว่า ดัชนีราคาทั้ง 3 นั้น มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET)



ภาพประกอบที่ 3 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบแต่ละดัชนี

เมื่อพิจารณามูลค่าการซื้อขาย (Market Capitalization) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือนธันวาคมปี 2562 มีมูลค่าการซื้อขายนี้นี้ ดัชนี SET จำนวน 16,747,455.83 ล้านบาท, ดัชนี SET50 จำนวน 11,765,801.50 ล้านบาท, ดัชนี SET100 จำนวน 13,094,513.15

ล้านบาท และดัชนี SETHD จำนวน 4,474,522.01 ล้านบาท จะเห็นได้ว่า ดัชนี SET100 มีมูลค่าการซื้อขายสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 78.19 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งตลาด โดยดัชนี SET100 นั้นคือ หุ้น 100 อันดับแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้คัดเลือกโดยหุ้นจะต้องมีคุณสมบัติดังนี้

1. หุ้นที่มีพื้นฐานที่ดี
2. หุ้นที่มีมูลค่าการซื้อขาย หรือมูลค่ารวมในตลาดสูงเป็น 100 อันดับแรก
3. หุ้นที่มีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ หรือมีสภาพคล่องสูง
4. หุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงกว่าร้อยละ 20 และ
5. ไม่ใช่หุ้นที่กำลังจะถูกเพิกถอนหรือเป็นหุ้นที่อยู่ระหว่างการพักการซื้อขาย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการปรับปรุงรายชื่อหุ้นที่ตรงตามเงื่อนไขอย่างสม่ำเสมอทุก 6 เดือน เพื่อให้นักลงทุนมั่นใจได้ว่า การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มดัชนี SET100 นั้นจะมีคุณสมบัติครบถ้วนตามที่กำหนด จึงถือได้ว่าหลักทรัพย์กลุ่มดัชนี SET100 ถือเป็นตัวแทนประชากรของดัชนีหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นักลงทุนหรือผู้ที่สนใจจะลงทุนจึงจำเป็นต้องเตรียมความพร้อมในความรู้เรื่องการลงทุน การวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้น การประเมินราคาที่เหมาะสมของมูลค่าหุ้นที่สนใจจะลงทุน ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลบริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทางการเงินและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดี อาจไม่ใช่บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป แต่จะขึ้นอยู่กับราคาหุ้นที่นักลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วยว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุนมากน้อยเพียงใด การประเมินมูลค่าหุ้นจึงเป็นการหามูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ เพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน และการกำหนดราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่นักลงทุนได้วิเคราะห์และมีความเห็นว่ามีปัจจัยพื้นฐานดีและมีความเหมาะสมในการลงทุน โดยแนวทางการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีอยู่หลายวิธี แบ่งออกเป็น 3 วิธีการใหญ่ ได้แก่

1. การคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Discounted Cash Flow Valuation) เป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญ โดยการนำกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตมาคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่นำมาคิดลด ได้แก่ เงินปันผลของกิจการ (Dividend) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ (Cash Flow from Operation) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีนี้ถือได้ว่าเป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่ตรงไปตรงมา ชัดเจนและสอดคล้องกับนิยามของมูลค่าทางการเงิน ความแตกต่างของแต่ละวิธีจึงขึ้นอยู่กับประเภทของกระแสเงินสดที่นำมาใช้ในการคำนวณ และการให้นิยามของคำว่ากระแสเงินสดรับ
2. การคำนวณราคาโดยสัมพัทธ์ (Relative Valuation) วิธีการในกลุ่มนี้ จะเป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญโดยการเปรียบเทียบตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น เช่น กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสด มูลค่าตามราคาบัญชี หรือยอดขาย กับราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญ
3. การประเมินมูลค่าหุ้นโดยการพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

(Economic Value Added : EVA) ของกิจการ โดยที่ EVA เป็นการวัดมูลค่าที่แท้จริงที่ผู้บริหารในองค์กรสามารถเพิ่มให้แก่ธุรกิจ โดยอาศัยแนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual) ซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลกำไรจากการดำเนินงาน (Profit from Operation) และต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ทั้งที่เป็นส่วนของเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ และเป็นการขยายขอบเขตจากแนวคิดเดิมที่คำนึงถึงเฉพาะกำไรสุทธิทางบัญชีที่นำเฉพาะต้นทุนของเจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) มาพิจารณาแต่เพียงอย่างเดียว (วีระชาติ ชูตินันท์วโรดม, 2556)

จากที่กล่าวมานั้น อาจจะได้เห็นได้ว่าการลงทุนในหุ้นมีความเสี่ยงเป็นอย่างมาก แต่ในขณะเดียวกันการเลือกลงทุนในหุ้นก็สามารถสร้างผลตอบแทนได้มาก ดังที่มีผู้ที่ได้ให้เหตุผลของความสำเร็จของการลงทุนในหุ้นไว้ 5 ข้อ ดังนี้ 1. มหาเศรษฐีอันดับต้น ๆ ของโลกล้วนแล้วแต่เป็นเจ้าของหุ้นทั้งสิ้น โดยเฉพาะ Warren Buffett ผู้ร่ำรวยติดสามอันดับแรกของโลกมีอาชีพเป็นนักลงทุน หรือ Bill Gates ที่ร่ำรวยจากการถือหุ้นบริษัทไมโครซอฟท์ 2. หุ้นให้ผลตอบแทนย้อนหลังดีกว่าลงทุนอย่างอื่น โดยเฉลี่ยตลาดหุ้นทั่วโลกสามารถสร้างผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 7 ถึง 10 ต่อปี โดยตลาดหุ้นไทยมีผลตอบแทนย้อนหลัง 10 ปีอยู่ที่ร้อยละ 17.31 ในขณะที่เงินฝากและตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนเพียงร้อยละ 2-3 เท่านั้น ส่วนทองคำก็มีความผันผวน ให้ผลตอบแทนไม่สม่ำเสมอ 3. ถึงแม้ว่าจะเห็นตลาดหุ้นที่มีทั้งขึ้นแรงและลงแรง แต่ความเป็นจริงคือตลาดหุ้นเกือบทุกประเทศทั่วโลกล้วนแล้วมีแต่ขาขึ้นเท่านั้น แม้จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจขึ้นหลายครั้ง แต่ตลาดหุ้นก็จะลงชั่วคราวและขึ้นมาใหม่สูงกว่าระดับเดิม หมายความว่าถ้าหากถือหุ้นในระยะยาว ทุกรายก็ให้ผลตอบแทนที่ดี และแม้ตลาดหุ้นจะตก แต่ถ้าเลือกลงทุนในบริษัทที่มีพื้นฐานดี ทุกรายก็มีจ่ายปันผล 4. ตลาดหุ้นสามารถทำให้เราเป็นเจ้าของกิจการได้ โดยเพียงแค่เปิดพอร์ตและใส่เงินลงทุนเข้าไปเท่านั้น เพียงเท่านี้ก็สามารถเป็นเจ้าของกิจการได้ตามสัดส่วนเงินที่ได้ลงไป 5. สามารถส่งต่อเป็นมรดกให้กับทายาทเป็นผู้ถือและรับส่งความมั่งคั่งจากหุ้นต่อไปได้ (Radars Investor, 2558) ดังนั้น การประเมินมูลค่าหุ้นจึงเป็นเรื่องสำคัญที่นักลงทุนจะต้องเรียนรู้ และทำความเข้าใจ ผลที่สุดจึงเป็นที่มาของการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนทางการเงิน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลของการวิจัยจะช่วยให้นักลงทุนหรือผู้ที่กำลังศึกษาการลงทุนสามารถพิจารณามูลค่าหุ้นที่ควรจะเป็นได้อย่างแม่นยำ และสามารถระบุได้ว่า วิธีการคำนวณมูลค่าหุ้นแบบใดจะส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้มากที่สุด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

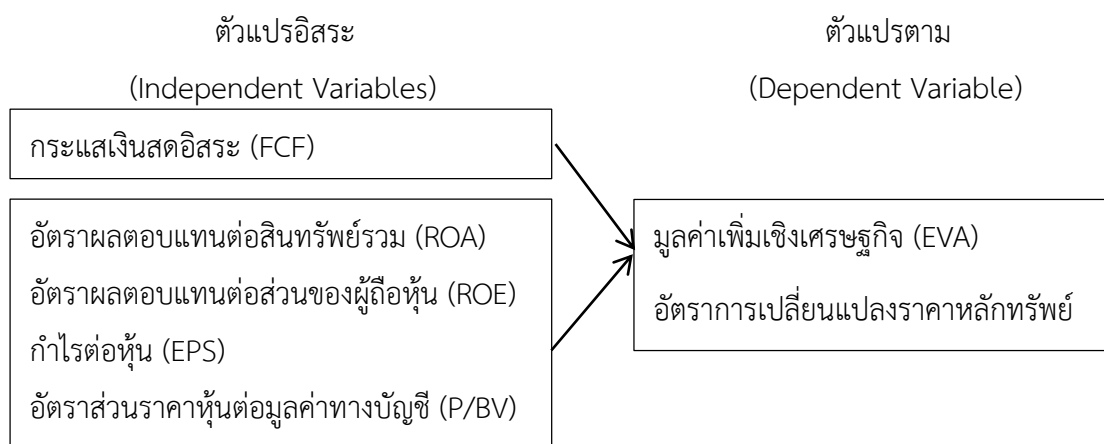
สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีต้นแบบหลักของกรอบแนวคิดงานวิจัยมาจากผลงานวิจัยของผู้วิจัย ดังต่อไปนี้คือ นื่องนุช เลากกลาง (2558), ภาคนุมิ จอมแก้ว (2550), อัญชนา ศิริรักษ์ (2552) และอาษาณ์ สุวรรณพฤกษ์ (2556) โดยผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรอิสระที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อีก 2 ปัจจัย ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนราคาต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยกรอบแนวคิดในการวิจัย แบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนที่ 2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพประกอบที่ 4 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual Framework)

ขอบเขตของการวิจัย

1. ขอบเขตด้านเนื้อหา

งานวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการศึกษา ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

2. ขอบเขตด้านประชากร

ศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2559 - 2561 ของบริษัทกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านการคัดเลือกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อ้างอิงจากข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2562) รวม 100 บริษัท ซึ่งแบ่งเป็น หลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 24 บริษัท, กลุ่มทรัพยากร 23 บริษัท, กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 20 บริษัท, กลุ่มธุรกิจการเงิน 14 บริษัท, กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 9 บริษัท, กลุ่มเทคโนโลยี 8 บริษัท และสินค้าอุตสาหกรรม 2 บริษัท

3. ขอบเขตด้านระยะเวลา

เป็นการรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินที่เกิดขึ้นระหว่างปี 2559 ถึง 2561

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1. ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

ผลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน กลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาเพื่อมุ่งหาความสัมพันธ์ของวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่นิยมใช้ในปัจจุบัน ซึ่งแบ่งเป็น 3 วิธีได้แก่ ประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากกระแสเงินสด, ประเมินมูลค่าหุ้นโดยสัมพันธ์ และประเมินมูลค่าหุ้นโดยพิจารณาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นการใช้แนวคิดทั้งทางด้านบัญชีการเงิน และเศรษฐศาสตร์ ดังนั้น ผลของงานวิจัยจะช่วยสนับสนุนวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

2. ประโยชน์จากการนำผลจากการศึกษาไปใช้

แบ่งแยกตามกลุ่มผู้นำผลการศึกษาไปใช้มีดังต่อไปนี้

2.1 ประโยชน์ต่อนักลงทุน นักวิเคราะห์เศรษฐกิจ และผู้ใช้งบการเงินทั่วไป จะช่วยให้สามารถคาดการณ์ หรือสามารถวางแผนการลงทุนล่วงหน้าของบริษัทกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

2.2 ประโยชน์ต่อภาครัฐกิจ จะช่วยให้ทราบถึงปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนเพื่อนำไปใช้กำหนดนโยบายองค์กรให้ตอบสนองต่อผู้ลงทุนมากที่สุด ซึ่งเป็นผลดีหากองค์กรต้องระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์

2.3 ประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, กรมสรรพากร ฯลฯ สามารถนำผลของการศึกษาไปใช้เป็นตัวชี้วัดเพื่อกำหนดนโยบายภาครัฐได้สอดคล้องกับสถานการณ์และสภาพการณ์ได้ดียิ่งขึ้น

3. ประโยชน์ด้านอื่น ๆ

นอกเหนือจากประโยชน์ที่กล่าวมาแล้วนั้น การนำผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถใช้เป็นฐานข้อมูลในการจัดทำงานวิจัยสำหรับผู้ที่มีความสนใจศึกษาวิจัย และใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ และใช้เป็นกรณีศึกษาเพื่อการพัฒนาด้านการศึกษาวิจัยสำหรับแนวทางดังกล่าวข้างต้นนี้ต่อไปในอนาคต

นิยามศัพท์

SET100 หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านการคัดเลือกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม 2562 ถึง 31 ธันวาคม 2562 จำนวน 100 บริษัทแรก

กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง เงินสดที่เหลือจากการใช้จ่ายที่จำเป็นทุกอย่างแล้ว คำนวณได้โดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) หักด้วยการเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน (Net Working Capital) หักเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Expenditure)

การคำนวณราคาโดยสัมพันธ์ หมายถึง การคำนวณราคาหุ้นสามัญโดยการเปรียบเทียบตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้นที่ได้จากข้อมูลในงบการเงิน โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, (Return on Equity : ROE), กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share : EPS) และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price per Book value : P/BV)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ หมายถึง การนำแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ มาคำนวณความมั่งคั่งของกิจการ ซึ่งคำนวณได้จากการนำกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (Net Operating after Tax : NOPAT) หักด้วยค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนทั้งหมด (Capital Charge)

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลที่เกิดจากการคำนวณอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาปิด (Close) เปรียบเทียบกับราคาปิดของวันสิ้นงวดปีก่อนหน้า (Prior) ที่เกิดขึ้นบนกระดานซื้อขาย

บทที่ 2

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราส่วนทางการเงิน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียน กลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาดำเนินการ เอกสาร บทความ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า มีวิธีการคำนวณหามูลค่าหุ้นสามัญจากข้อมูลในงบการเงิน มากมายหลายวิธี โดยวิธีหลัก ๆ ที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าหุ้นสามัญนั้นมี 3 กลุ่มหลัก ๆ ได้แก่ ประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากกระแสเงินสด, ประเมินมูลค่าหุ้นโดยสัมพัทธ์ และประเมินมูลค่าหุ้นโดยพิจารณาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจว่าวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นแบบใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าเชิงเศรษฐกิจมากที่สุด โดยตัวแปรอิสระ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งประกอบด้วยรายงานประจำปี งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี 2559 ถึงปี 2561 ระยะเวลา 3 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจาก SET-SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแนวคิดและทฤษฎีที่ผู้วิจัยได้ศึกษาจากตำรา เอกสาร บทความ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องนั้นจะนำเสนอเป็นลำดับดังนี้

1. แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการคัดเลือกหลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET100
2. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์
3. แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น
4. แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ
5. แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน
6. แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ
7. แนวคิดเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์
8. ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency Hypothesis)
9. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการคัดเลือกหลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET100

1. แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดแบ่งหลักทรัพย์ไว้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ หลักทรัพย์จดทะเบียนและหลักทรัพย์รับอนุญาต และสามารถแบ่งสถานะตามผู้ออกหลักทรัพย์ได้เป็น 2 ประเภทเช่นกัน ประกอบด้วย หลักทรัพย์ภาคเอกชน หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยภาคเอกชน สถาบันการเงิน บริษัทจำกัด ซึ่งหลักทรัพย์ ได้แก่ หุ้นบุริมสิทธิ หน่วยลงทุน ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้น และหุ้นกู้ เป็นต้น หลักทรัพย์ภาครัฐบาล หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เป็นต้น

หลักทรัพย์ภาคเอกชนมักได้รับความนิยมมากกว่าหลักทรัพย์ภาครัฐบาลเนื่องจากสภาพคล่องในการซื้อขายและผู้ซื้อจะเป็นสถาบันการเงินขนาดใหญ่ที่มีวัตถุประสงค์จะนำหลักทรัพย์ภาครัฐบาลมาดำเนินงานเป็นเงินสดสำรองคงคลังตามกฎระเบียบของกระทรวงการคลัง สำหรับหลักทรัพย์ภาคเอกชนที่ได้รับความนิยมกับนักลงทุนเป็นจำนวนมากนั้น ปัจจุบันสามารถแบ่งหลักทรัพย์ภาคเอกชนออกเป็น 5 ประเภท ดังนี้

หุ้นสามัญ เป็นตราสารประเภทหุ้นทุนที่ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการผลตอบแทนของหุ้นสามัญประกอบไปด้วยผลกำไรจากมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น และเงินปันผล

หุ้นบุริมสิทธิ เป็นหุ้นที่ผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับเงินปันผลในอัตราแน่นอนหรือมีสิทธิเหนือหุ้นสามัญในเงื่อนไขที่ระบุไว้ในการออกหุ้นบุริมสิทธิแต่จะไม่มีสิทธิออกเสียงในการดำเนินงาน

หุ้นกู้ เป็นตราสารที่บริษัทเอกชนออกมาเพื่อกู้เงินระยะยาวจากผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้นมีฐานะเป็นเจ้าของบริษัทและจะได้ผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย และหากหุ้นประเภทนี้บริษัทออกมาเป็นแบบหุ้นกู้แปลงสภาพได้ หุ้นกู้ประเภทนี้จะมีคุณสมบัติพิเศษ คือ การให้สิทธิผู้ถือหุ้นสามารถนำหุ้นกู้มาแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ตามเงื่อนไข ระยะเวลาและราคาที่ระบุไว้

หน่วยลงทุนเป็นตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของโครงการจัดการลงทุนโดยบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความเห็นชอบ ซึ่งในปัจจุบันนั้นมีเพียงบริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวมจำกัด เท่านั้นที่ได้รับอนุญาตจัดการโครงการลงทุนดังกล่าว

ใบแสดงสิทธิการจองหุ้น เป็นตราสารชนิดหนึ่งที่แสดงสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นใหม่ของบริษัทผู้ออกใบสิทธิการจองหุ้นภายในระยะเวลาที่กำหนดในอัตราส่วนและราคาที่กำหนดไว้ในใบสิทธิการจองหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

ในปัจจุบันจากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการพัฒนานำระบบการซื้อขายด้วยคอมพิวเตอร์มาใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ก็ถือเป็นแนวทางหนึ่งที่ทำให้ตลาดมีการพัฒนา

ประสิทธิภาพในการทำงานยิ่งมากขึ้น เพราะว่าข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ถูกเผยแพร่ต่อนักลงทุนได้อย่างรวดเร็วและแม่นยำ ทำให้นักลงทุนติดตามความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้ทันทั่วถึงที่ตลอดจนข้อมูลข่าวสารของแต่ละบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการเผยแพร่จากตลาด และข้อมูลข่าวสารจากสิ่งพิมพ์หรือสื่อมวลชนต่าง ๆ จึงเป็นหนทางที่ช่วยลดความได้เปรียบเสียเปรียบในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างมาก (อิพิซซ์ โรจนวุฒิจิตติคุณ, 2552)

2. แนวคิดเกี่ยวกับการคัดเลือกหลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET100

รอบระยะเวลาในการทบทวน (Index Review Period) การทบทวนรายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี SETHD จะดำเนินการทุกครึ่งปี ในช่วงเดือนมิถุนายน (สำหรับรายชื่อที่ใช้ในช่วงครึ่งหลังของปี) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 มิถุนายนปีก่อนหน้าถึง 31 พฤษภาคมของปีทำการคัดเลือก และช่วงเดือนธันวาคม (สำหรับรายชื่อที่ใช้ในช่วงครึ่งแรกของปีถัดไป) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 ธันวาคมปีก่อนหน้า ถึง 30 พฤศจิกายนของปีทำการคัดเลือก

การคัดเลือกหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และดัชนี SET100 ในแต่ละรอบทบทวน หลักทรัพย์ที่จะเป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และดัชนี SET100 ต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

2.1 เป็นหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ และเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนมาแล้วไม่น้อยกว่า 6 เดือน ยกเว้นกรณีหลักทรัพย์เข้าใหม่ที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี

2.2 ไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติดังต่อไปนี้ อาจถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ, อยู่ระหว่างดำเนินการเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน, ถูกสั่งพักการซื้อขาย (ขึ้นเครื่องหมาย SP) เป็นระยะเวลานาน และมีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นระยะเวลานาน (เช่น 3 เดือน เนื่องจากไม่สามารถนำส่งงบการเงินได้ เป็นต้น)

2.3 เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงสุด 20 ลำดับแรก โดยพิจารณาจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 3 เดือน ทั้งนี้ ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบที่มีข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดไม่ถึง 3 เดือน จะพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลังตั้งแต่วันที่หลักทรัพย์นั้นเข้าจดทะเบียนซื้อขาย

2.4 เป็นหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว

2.5 เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอตามสภาพปกติของตลาด โดยมูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญทั้งตลาดในเดือนเดียวกัน เป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 9 ใน 12 เดือน หรือไม่น้อย

กว่า 3 ใน 2 เดือนสำหรับหลักทรัพย์ที่เข้าซื้อขายน้อยกว่า 12 เดือน แต่มากกว่า 6 เดือน ทั้งนี้ กรณีหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี มูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นต้องผ่านเกณฑ์ดังกล่าวเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 3 เดือนของระยะเวลาที่หลักทรัพย์เข้าซื้อขาย

2.6 เป็นหลักทรัพย์ที่มีจำนวนหุ้นซื้อขายไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนของหลักทรัพย์นั้น ๆ

2.7 หากมีจำนวนหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้นน้อยกว่า 105 หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะดำเนินการตามขั้นตอนตามลำดับต่อไปนี้ 1. ลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์จากร้อยละ 50 ลงครึ่งละร้อยละ 5 ทั้งนี้ การลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 20 2. ลดจำนวนเดือนที่หลักทรัพย์ต้องผ่านเกณฑ์ด้านมูลค่าการซื้อขายจาก 9 เดือน ลงครึ่งละ 1 เดือน ทั้งนี้ ต้องไม่ต่ำกว่า 6 เดือน ยกเว้นหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบ 3. ลดอัตราส่วนของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายจากร้อยละ 5 ลงครึ่งละร้อยละ 0.5 ทั้งนี้ ต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 อนึ่ง เพื่อให้ได้หลักทรัพย์ครบตามจำนวนที่กำหนด ตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจพิจารณาปรับลดอัตราส่วนของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ หรืออัตราส่วนของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายลงอีก ทั้งนี้ เป็นไปตามที่คณะกรรมการด้านดัชนีเห็นว่าเหมาะสม

หลักทรัพย์ที่ผ่านคุณสมบัติข้างต้น จะได้รับการจัดลำดับตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ย โดยหลักทรัพย์ในลำดับที่ 1 - 50 จะเป็นหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และหลักทรัพย์ในลำดับที่ 1 - 100 จะเป็นหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100 หลักทรัพย์สำรอง (Reserve List) ประกอบด้วย หลักทรัพย์อันดับที่ 51 - 55 เป็นรายชื่อสำรองของหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 หลักทรัพย์อันดับที่ 101 - 105 เป็นรายชื่อสำรองของหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

สรุป ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้คัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีศักยภาพ 50 และ 100 ลำดับแรก ที่มีการซื้อขายอยู่ในตลาด เพื่อกำหนดเป็นดัชนี SET50 และ SET100 ซึ่งจะมีการทบทวนและคัดเลือกหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์อย่างสม่ำเสมอ โดยหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์จะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานที่ดี, มีมูลค่าการซื้อขาย หรือมูลค่ารวมในตลาดสูงเป็น 50 หรือ 100 อันดับแรก, มีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ หรือมีสภาพคล่องสูง, มีส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงกว่าร้อยละ 20 และไม่ใช่หุ้นที่กำลังจะถูกเพิกถอนหรือเป็นหุ้นที่อยู่ระหว่างการพักการซื้อขาย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการปรับปรุงรายชื่อหุ้นที่ตรงตามเงื่อนไขอย่างสม่ำเสมอทุก 6 เดือน ประกอบกับการพิจารณามูลค่าการซื้อขาย (Market Capitalization) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือนธันวาคมปี 2562 มีมูลค่าการซื้อขายสะสมรวมทั้งปีดังนี้ ดัชนี SET จำนวน

16,747,455.83 ล้านบาท, ดัชนี SET50 จำนวน 11,765,801.50 ล้านบาท, ดัชนี SET100 จำนวน 13,094,513.15 ล้านบาท และดัชนี SETHD จำนวน 4,474,522.01 ล้านบาท จะเห็นได้ว่า ดัชนี SET100 มีมูลค่าการซื้อขายสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 78.19 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งตลาด ดังนั้น ดัชนี SET100 ที่ผู้วิจัยเลือกใช้เป็นประชากรในการศึกษาครั้งนี้ จึงสามารถมั่นใจได้ว่าจะเป็นตัวแทนของดัชนีหุ้นไทยได้

แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์

สินทรัพย์ทางการเงิน (financial assets) แต่ละประเภทล้วนมีมูลค่าในตัวของมันเอง นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะต้องเข้าใจถึงวิธีการประเมินมูลค่า และแหล่งที่มาของมูลค่าของสินทรัพย์การเงินเหล่านั้น หุ้นสามัญ (stock) ถือเป็นสินทรัพย์ทางการเงินประเภทหนึ่งที่นักลงทุนรู้จักกันเป็นอย่างดี การทำความเข้าใจเกี่ยวกับมูลค่าของหุ้นสามัญถือได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อความสำเร็จในการลงทุน โดยนักลงทุนหรือนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะทำการประเมินหามูลค่าที่เหมาะสม (intrinsic value) ของหุ้นสามัญนั้น เพื่อนำไปใช้ในการกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนของนักลงทุนว่าจะซื้อหุ้น ขายหุ้น หรือถือครองหุ้นนั้นต่อไป (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.)

1. จุดมุ่งหมายของการลงทุนในหลักทรัพย์

จุดมุ่งหมายในการลงทุนของผู้ลงทุนแต่ละคนนั้นมีความแตกต่างกันไป บางท่าน ลงทุนเพื่อหวังรายได้ บางท่านหวังได้กำไรจากการขายหลักทรัพย์ และบางท่านอาจต้องการได้ทั้งสองอย่าง ดังนั้นผู้ลงทุนแต่ละท่านต้องมีวัตถุประสงค์ประสงค์ในการลงทุนของตนเองตามความต้องการและภาวะแวดล้อมของผู้ลงทุน (จิริตัน สังกข์แก้ว, 2544)

1.1 ความปลอดภัยของเงินลงทุน (Security of Principal) เป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ และมีกำหนดระยะเวลาคืนเงินต้นที่แน่นอน เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ หรือหุ้นบุริมสิทธิที่มีกำหนดระยะเวลาไถ่ถอนของบริษัทที่มั่นคง เป็นต้น โดยจุดมุ่งหมายของการลงทุนในวิธีนี้ มีความต้องการที่จะรักษาเงินต้นที่ลงทุนให้ปลอดภัยจากอัตราเงินเฟ้อ

1.2 เสถียรภาพของรายได้ (Stability of Income) เป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้สม่ำเสมอ เช่น ดอกเบี้ย หรือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ สำหรับนักลงทุนที่ต้องการกระแสเงินสดจากเงินลงทุนเริ่มแรก

1.3 ความงอกเงยของเงินลงทุน (Capital Growth) เป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนประเมินว่าจะมีการเติบโตที่ดีในอนาคต หรือมีเทคโนโลยีที่จะสามารถสร้างผลกำไรในอนาคต (Growth Stock) โดยประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับ เป็นในรูปแบบของการเติบโตของเงินลงทุน (Capital Gain)

1.4 ความคล่องตัวในการซื้อขาย (Marketability) เป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความต้องการของตลาดสูงสามารถถอนเงินลงทุนออกมาใช้จ่ายได้ภายใน 3 เดือน เช่นตราสารหนี้ระยะสั้น

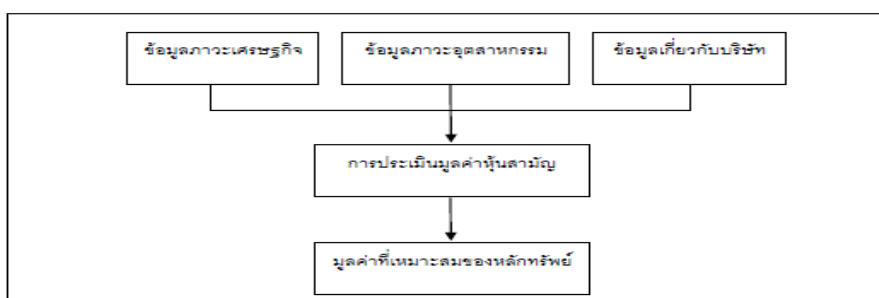
1.5 ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง (Liquidity) เป็นการลงทุนในตลาดเงิน เช่น กองทุนรวมที่ลงทุนในเงินฝากประจำ หรือตราสารหนี้ระยะสั้น หลักทรัพย์กลุ่มนี้ความสามารถในการหากำไร (Profitability) จะไม่สูงมาก แต่หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มีจุดเด่นที่ใกล้เคียงกับเงินสด ผู้ลงทุนสามารถถอนเงินลงทุนออกมาใช้จ่ายได้ภายใน 1 สัปดาห์

1.6 การกระจายเงินลงทุน (Diversification) เป็นการลงทุนโดยการบริหารความเสี่ยงให้เหมาะสมกับตัวนักลงทุน โดยเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หลากหลายประเภท วัตถุประสงค์เพื่อการกระจายความเสี่ยง โดยสามารถทำได้หลายวิธีเช่น (1) ลงทุนผสมระหว่างหลักทรัพย์ที่มีหลักประกันในเงินลงทุน หลักทรัพย์ที่มีรายได้แน่นอนจากการลงทุน และหลักทรัพย์ที่มีโอกาสเติบโต (2) ลงทุนในหลักทรัพย์หลายประเภท เช่น หุ้น ทองคำ ตราสารหนี้ ฯลฯ (3) ลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีความแตกต่างทางภูมิศาสตร์ (4) ลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีลักษณะการผลิตที่ต่างกัน เช่น ลงทุนในธุรกิจแบบ Vertical หรือ Horizontal โดยแบบ Vertical หมายถึง ธุรกิจที่ดำเนินธุรกิจตลอดห่วงโซ่อุปทาน Supply Chain และแบบ Horizontal หมายถึง ธุรกิจลักษณะเดียวกันแต่เน้นการเพิ่ม หรือขยายสาขา รวมถึงการควบรวมกิจการที่ดำเนินธุรกิจแบบเดียวกันด้วย

1.7 ความพอใจในด้านภาษี (Favorable Tax Status) เป็นการวางแผนภาษีกับแผนการลงทุน ให้มีความสอดคล้องเหมาะสมต่อความต้องการของตัวผู้ลงทุน เช่น ลงทุนในกองทุน RMF หรือ LTF เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากการลงทุนที่คุ้มค่าที่สุดสูงสุด ต่อจำนวนภาษีที่ผู้ลงทุนต้องชำระ หรืออาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไม่เสียภาษีก็เป็นทางเลือกหนึ่งเช่นกัน

2. ขั้นตอนในการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

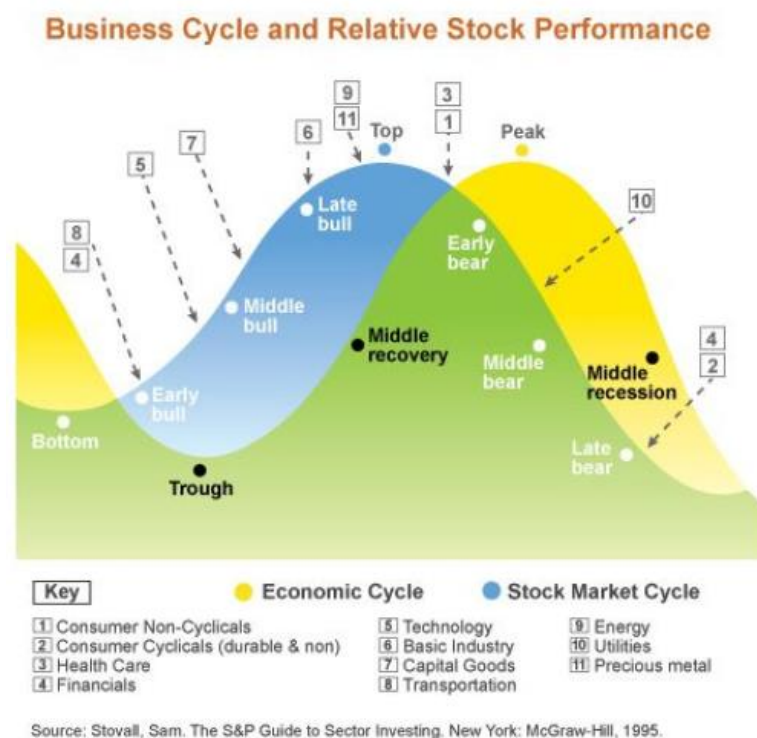
จากการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ซึ่งใช้ประเมินราคา เพื่อนำไปสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการประเมินมูลค่าของราคาหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถแยกประเภทการวิเคราะห์ได้ดังนี้ (เพชรี ชุมทรัพย์, 2540)



ภาพประกอบที่ 5 กระบวนการในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ (Economic Analysis) เป็นการศึกษาข้อมูล และวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต ที่จะส่งผลต่อมูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินว่าจะเลือกลงทุนในหุ้น หรือสินทรัพย์ทางการเงินอื่นจะได้ผลตอบแทนดีกว่ากัน โดยวิเคราะห์จากทั้งการเงินต่างประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย ภาวะเงินเฟ้อ และราคาหุ้น เพื่อให้เห็นภาพรวมของสภาวะเศรษฐกิจ เพื่อประเมินว่า อุตสาหกรรมใดได้ประโยชน์จากภาวะเศรษฐกิจ หรือหลักทรัพย์บริษัทใดที่ควรลงทุน หรือควรลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินอื่น

2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลภาวะอุตสาหกรรม (Industry Analysis) เป็นการศึกษาข้อมูลต่อเนื่องจากข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ต้องอาศัยความเข้าใจ และประสบการณ์ เพื่อการคาดการณ์ว่าภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันส่งผลดี หรือผลเสียต่ออุตสาหกรรมใด



ภาพประกอบที่ 6 แสดงภาวะเศรษฐกิจที่มีผลต่ออุตสาหกรรม

2.3 การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท (Company Analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะบริษัท เป็นได้ทั้งการวิเคราะห์เชิงปริมาณ และวิเคราะห์เชิงคุณภาพ ไม่ว่าจะเป็นนโยบายการจ่ายเงินปันผล ประสิทธิภาพการบริหารของผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการ ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัท หรือโอกาสทางธุรกิจ อัตราการเติบโตและขยายตัวในอดีต เหล่านี้ล้วนเป็นการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) นอกจากนี้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ได้แก่ ข้อมูลจากงบการเงินไม่ว่าจะเป็น งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน ทั้งในอดีต

และปัจจุบัน เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคตได้ เป็นต้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน, 2545)

สรุป แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน เป็นการกำหนดเป้าหมายของการลงทุน ว่าผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนแบบใด มีวัตถุประสงค์เพื่ออะไร และมีระยะเวลาในการลงทุนเท่าใด จากนั้นศึกษาและรวบรวมข้อมูลเพื่อวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และบริษัท ซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลเชิงปริมาณ และข้อมูลเชิงคุณภาพอย่างรอบด้านเพื่อการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่สามารถสะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ให้ได้มากที่สุด และนำมาซึ่งการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนว่าจะตัดสินใจซื้อ ขาย หรือถือครองหลักทรัพย์ ทั้งนี้ อาจต้องอาศัยความเข้าใจ และประสบการณ์ จึงจะสามารถคาดการณ์ได้แม่นยำมากขึ้น

แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น

1. หลักการพื้นฐานของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีรายละเอียดและวิธีการคำนวณที่แตกต่างจากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทุกประเภท (รวมถึงหุ้นสามัญ) จะมีหลักการพื้นฐานที่สำคัญเหมือนกัน กล่าวคือ การประเมินว่าหลักทรัพย์นั้นจะมีกระแสเงินสดในอนาคตที่คิดเป็นมูลค่าปัจจุบัน (Present Value: PV) โดยตัวแปรที่สำคัญในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทุกประเภท (รวมทั้งหุ้นสามัญ) คือ กระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) และผลตอบแทนที่ต้องการ (Required Return) มูลค่าที่คำนวณได้จะเรียกว่ามูลค่าหรือราคาหลักทรัพย์ กระบวนการของการตัดสินใจลงทุนจะเป็นการเปรียบเทียบราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Market Price) กับราคาหลักทรัพย์ที่คำนวณได้ ซึ่งจะเรียกว่า “มูลค่าที่แท้จริง” (Intrinsic Value) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรพิจารณาปัจจัยแวดล้อมภายนอก และปัจจัยของตัวหลักทรัพย์ควบคู่ไปด้วย

2. ความสำคัญของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การตัดสินใจลงทุนซื้อ ถือ หรือขายหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลบริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทางการเงิน และมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดี อาจไม่ใช่บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป แต่จะขึ้นอยู่กับราคาหุ้นที่นักลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วยว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุนมากน้อยเพียงใด การประเมินมูลค่าหุ้นจึงเป็นการหามูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ เพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจ และการกำหนดราคาซื้อขาย

หลักทรัพย์ของบริษัทที่นักลงทุนได้วิเคราะห์ และมีความเห็นว่ามีปัจจัยพื้นฐานดีและมีความเหมาะสมในการลงทุน

นอกจากนี้ ในส่วนของผู้ออกตราสารเพื่อระดมทุนนั้น การประเมินมูลค่าเพื่อกำหนดราคาหุ้นก็มีความสำคัญเช่นเดียวกัน เนื่องจากผู้ออกและเสนอขายหุ้นสามัญย่อมต้องการข้อมูลเกี่ยวกับราคาที่เหมาะสมของหุ้นสามัญเพื่อนำมาใช้ประกอบการคำนวณต้นทุนของเงินทุนที่จะเกิดขึ้นจากการระดมทุน เพื่อใช้ในการตัดสินใจเกี่ยวกับทางเลือกในการระดมทุนที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัทระหว่างการระดมทุนด้วยการออกและเสนอขายหุ้นสามัญ และการออกและเสนอขายตราสารประเภทอื่น ๆ ซึ่งเป็นข้อมูลที่สำคัญที่ใช้ประกอบการวิเคราะห์งบลงทุน เช่น การขยายกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ เป็นต้น

3. ความหมายของมูลค่า

“มูลค่า” (Value) อาจมีความหมายหลายอย่าง ทั้งในแง่ที่เป็นความหมายของ มูลค่าตามบัญชี Book Value, มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดปัจจุบัน Replacement Value, มูลค่าการชำระบัญชี Liquidation Value หรือ มูลค่าที่แท้จริง Intrinsic Value เป็นต้น

Book Value หรือมูลค่าตามบัญชี (หรือส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัทที่ปรากฏอยู่ในงบแสดงฐานะทางการเงิน (Statement of Financial Position) ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยคำนวณได้โดย มูลค่าตามบัญชี (ส่วนของผู้ถือหุ้น) = สินทรัพย์ – หนี้สิน

นักลงทุนอาจจะปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีให้เป็น “มูลค่าต่อหุ้น” เพื่อใช้เป็นเครื่องมือเปรียบเทียบกับราคาหุ้นที่ต้องการซื้อขายได้ โดยการหารมูลค่าตามบัญชีด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วของบริษัท

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share)} = \frac{\text{มูลค่าตามบัญชี}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว}}$$

การคำนวณหามูลค่าตามบัญชีสามารถกระทำได้ง่ายและมีความถูกต้องสูง เนื่องจากข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนเป็นข้อมูลที่เปิดเผยเป็นการทั่วไป มีการจัดทำเป็นรายไตรมาส และมีผู้สอบบัญชีตรวจสอบให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีซึ่งเป็นที่ยอมรับเป็นการทั่วไป อย่างไรก็ตาม มาตรฐานบัญชีกำหนดให้การบันทึกบัญชีทรัพย์สินดำเนินงานของบริษัท ต้องบันทึกที่ราคาทุนและมีการตัดค่าเสื่อมราคาระหว่างอายุการใช้งาน ทำให้มูลค่าทรัพย์สินต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นหากพิจารณาราคาตลาดในปัจจุบัน และไม่ได้สะท้อนมูลค่าบริษัทที่ควรจะเป็น

Replacement Value (มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดปัจจุบัน) ในกรณีที่ต้องซื้อสินทรัพย์ใหม่เพื่อทดแทนสินทรัพย์ที่ใช้อยู่ของบริษัท Replacement Value ช่วยลดข้อจำกัดของมูลค่าตามบัญชีที่ไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่เปลี่ยนไปของทรัพย์สินตามราคาตลาดในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม การคำนวณหา Replacement Value ให้ถูกต้องทำได้ยากและจำเป็นต้องใช้เวลา เนื่องจาก

Replacement Value จะสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาดปัจจุบัน โดยทั่วไป Replacement Value จึงมักจะมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี (Book Value) มาก โดยนักลงทุนอาจจะพิจารณาปรับปรุงตัวเลขมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นด้วย Replacement Value เพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่เป็นปัจจุบันมากขึ้น โดยการหักหนี้สินที่มีอยู่ทั้งหมดออกจากสินทรัพย์ของบริษัทที่ประเมินราคาด้วย Replacement Cost แทนที่จะใช้มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทตามบัญชีลบด้วยหนี้สิน

Liquidation Value (มูลค่าการชำระบัญชี) เป็นมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการที่สามารถขายได้ในกรณีที่มีการเลิกกิจการ และนำทรัพย์สินออกขายทอดตลาด การคำนวณหา Liquidation Value จำเป็นต้องมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับกิจการและทรัพย์สินของบริษัทอย่างละเอียด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวไม่เป็นที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ผู้ที่รู้ข้อมูลดังกล่าวและใช้ประโยชน์จาก Liquidation Value จึงมักจะเป็นผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทอย่างใกล้ชิด เช่น ผู้บริหาร ผู้อำนวยการฝ่ายบัญชี หรือเจ้าของบริษัท เป็นต้น ซึ่งส่วนใหญ่มักจะถูกใช้เป็นข้อมูลเพื่อตกลงซื้อขายในกรณีที่มีการครอบงำกิจการ

Intrinsic Value (มูลค่าที่แท้จริง) คือ มูลค่าที่ควรจะเป็นตามปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งโดยทั่วไปมักจะคำนวณขึ้นจากการคาดการณ์แนวโน้มฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ภายใต้สมมติฐานต่าง ๆ ที่กำหนดขึ้น เพื่อจะพิจารณามูลค่าที่เหมาะสมในการลงทุน การคำนวณมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของแต่ละคนอาจจะได้ผลลัพธ์ต่าง ๆ กันไป ขึ้นกับวิธีหรือแบบจำลองในการประเมินมูลค่า (Valuation Model) ที่ใช้ และสมมติฐานที่แต่ละคนกำหนดขึ้น ซึ่งตัวแปรที่สำคัญที่สุดในการกำหนด Intrinsic Value คือ กำไรและกระแสเงินสดของธุรกิจที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

4. ตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญ

ตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหุ้นสามัญ ได้แก่ มูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ และอัตราคิดลดเพื่อนำมาคิดลดกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน

4.1 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ

สินทรัพย์มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญ ในแง่ที่ว่าสินทรัพย์เป็นเครื่องมือในการสร้างรายได้ให้แก่กิจการ ซึ่งสินทรัพย์ของกิจการที่กล่าวถึงในที่นี้ ประกอบด้วยที่ดิน อาคาร เครื่องจักร สินค้าคงเหลือ สิทธิบัตร เครื่องหมายการค้า ฯลฯ กิจการที่มีเงินทุนพร้อมมีการบริหารงานที่ดี มีการค้นคว้าสิ่งใหม่ๆ และใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างเต็มที่และมีประสิทธิภาพย่อมมีโอกาสทำกำไรได้มาก ส่วนกิจการที่ไม่สามารถบริหารการใช้ทรัพยากรได้ดี ก็จะมีต้นทุนที่สูงกำไรที่ได้จากการดำเนินกิจการก็ย่อมน้อยลง ในอีกด้านหนึ่ง กำไรของกิจการก็จะเป็นส่วนสำคัญในการเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการได้เช่นกัน เนื่องจากกำไรของกิจการจะถูกบันทึกอยู่ในบัญชี

กำไรสะสม ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการ เมื่อกำไรเพิ่มขึ้นมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการก็จะเพิ่มขึ้นผ่านทางบัญชีกำไรสะสม แต่ถ้าหากกิจการประสบภาวะขาดทุนกำไรสะสมก็จะลดลง มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการก็จะลดลงเช่นกัน

มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการเป็นตัวแปรสำคัญในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านสินทรัพย์ ซึ่งแนวคิดนี้เชื่อว่ามูลค่าสินทรัพย์ของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อกันโดยตรง ดังที่ได้อธิบายมาแล้วข้างต้น มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการที่นำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านทรัพย์สินนั้น จะเป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ซึ่งเป็นมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดที่หักด้วยหนี้สิน

4.2 ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

รายได้ของกิจการที่ปลอดจากภาระค่าใช้จ่ายต่าง ๆ คือ กำไรของกิจการ ซึ่งความสำคัญของกำไรของกิจการก็คือ กำไรเป็นส่วนที่จะถูกจัดสรรให้เป็นแหล่งเงินทุนของกิจการ และเป็นผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล (Dividend) บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ย่อมมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูง และมีผลให้มูลค่าของหุ้นสามัญสูงตามไปด้วย

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นตัวแปรสำคัญในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านรายได้ เนื่องจากกำไรเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดเงินปันผลที่บริษัทจะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งแนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญแบบนี้เชื่อว่า มูลค่าของหุ้นสามัญจะแปรผันโดยตรงกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต และระยะเวลาที่จะได้รับกระแสเงินสด ซึ่งกระแสเงินที่กล่าวถึงในที่นี้ก็คือ เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับจากบริษัท ส่วนระยะเวลาที่จะได้รับกระแสเงินสด หมายถึง ระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินปันผลจากบริษัท เช่น ปีที่ 1, 2, 3,... นับจากวันถือหุ้น เป็นต้น

4.3 อัตราคิดลด

กรณีที่ระยะเวลาที่จะได้ผลตอบแทนจากการถือหุ้นสามัญนั้นมีระยะเวลานานกว่า 1 ปี ทำให้ต้องมีการคำนวณกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน ทั้งนี้ เพื่อให้ได้มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญในปัจจุบัน สำหรับตัดสินใจว่าผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตนั้นมีความคุ้มค่าต่อการลงทุนในวันนี้หรือไม่

อัตราคิดลดเป็นอัตราที่ใช้ในการคิดลดกระแสเงินสดที่จะเกิดขึ้นในอนาคตแล้วเทียบให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน ซึ่งเป็นอัตราที่สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากการลงทุนในสินทรัพย์ หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของตลาด (Required Rate of Return) ซึ่งจะแปรผันตามความเสี่ยงของธุรกิจและอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลง รวมทั้งผลตอบแทนจากทางเลือกในการ

ลงทุนอื่น ซึ่งจะเห็นได้ว่าหากความเสี่ยงจากการลงทุนยิ่งสูง อัตราคิดลดนี้ก็ยิ่งสูงด้วยเช่นกัน เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญ

อัตราคิดลดอาจพิจารณาจากปัจจัย 2 ประการ คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจาก ความเสี่ยง (Risk-Free Rate) และส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk Premium) โดยที่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง อาจใช้อัตราดอกเบี้ยจากตราสารที่คาดว่าจะได้รับผลตอบแทนที่แน่นอน เช่น อัตราดอกเบี้ยจากพันธบัตรรัฐบาล สำหรับส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนอาจพิจารณาจากการวิเคราะห์ความไม่แน่นอน หรือความผันผวนของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งหากมีความไม่แน่นอนสูงก็จะมีความเสี่ยงสูง ดังนั้นผู้ลงทุนจึงต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้น และในกรณีที่โอกาสที่จะได้รับกระแสเงินสดในอนาคตมีความแน่นอนสูง มีโอกาสตลาดเคลื่อนน้อย ซึ่งบ่งชี้ว่าความเสี่ยงจากการลงทุนต่ำ ผู้ลงทุนก็จะต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนไม่มากนัก เป็นต้น อัตราคิดลดจึงเป็นอีกหนึ่งตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าหุ้นสามัญ ตามแนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านรายได้ ซึ่งอัตราคิดลดจะมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับมูลค่าหุ้นสามัญ

5. แนวทางการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญถือได้ว่าเป็นสิ่งที่ทำได้ยากกว่าการประเมินมูลค่าตราสารทางการเงินหลาย ๆ ประเภท เช่น หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ เพราะกระแสเงินสดที่จะได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญซึ่งอยู่ในรูปเงินปันผลและผลกำไรจากการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของราคาจะมีค่าไม่คงที่ โดยวิธีการในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีอยู่หลายวิธี โดยในบทความนี้จะแบ่งวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญออกเป็น 3 วิธีการใหญ่ ได้แก่

5.1 การคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Discounted Cash Flow Valuation) เป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญ โดยการนำกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตมาคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่นำมาคิดลด ได้แก่ เงินปันผลของกิจการ (Dividend) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ (Cash Flow from Operation) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีนี้ถือได้ว่าเป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่ตรงไปตรงมาชัดเจนและสอดคล้องกับนิยามของมูลค่าทางการเงิน ความแตกต่างของแต่ละวิธีจึงขึ้นอยู่กับประเภทของกระแสเงินสดที่นำมาใช้ในการคำนวณและการให้คำนิยามของคำว่า กระแสเงินสดรับ

5.2 การคำนวณราคาโดยสัมพัทธ์ (Relative Valuation) วิธีการในกลุ่มนี้จะเป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญโดยการเปรียบเทียบตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น เช่น กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสด มูลค่าตามราคาบัญชี หรือยอดขาย กับราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญ

5.3 การประเมินมูลค่าหุ้นโดยการพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ของกิจการ โดยที่ EVA เป็นการวัดมูลค่าที่แท้จริงที่ผู้บริหารในองค์กรสามารถเพิ่ม

ให้แก่ธุรกิจ โดยอาศัยแนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual) ซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลกำไรจากการดำเนินงาน (Profit from Operation) และต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ทั้งที่เป็นส่วนของเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ และเป็นการขยายขอบเขตจากแนวคิดเดิมที่คำนึงถึงเฉพาะกำไรสุทธิทางบัญชีที่นำเฉพาะต้นทุนของเจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) มาพิจารณาเพียงอย่างเดียว

สรุป การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์มีความจำเป็นและสำคัญอย่างยิ่ง ที่นักลงทุนจะต้องพิจารณาในการตัดสินใจลงทุน โดยวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่สำคัญมีอยู่ด้วยกัน 3 วิธี ได้แก่ การคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต, การคำนวณราคาโดยสัมพัทธ์ และการประเมินมูลค่าหุ้นโดยการพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

แนวคิดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow : FCF)

กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากหักรายจ่ายจากการลงทุนของบริษัท บริษัทที่คืนเงินประวติยอันหลังของกระแสเงินสดควรจะคงที่ หรือ โตขึ้นการสะดุดของกระแสเงินสดอิสระ อาจบอกถึงความไม่ปกติของการบริหารงานภายในกิจการได้ (Stewart, 1991)

กรณีที่กระแสเงินสดอิสระเป็นลบ ไม่ได้หมายความว่าบริษัทฯ กำลังมีปัญหาในการดำเนินธุรกิจเสมอไป ขึ้นอยู่กับว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นลบหรือไม่ ถ้าในกรณีที่กระแสเงินสดอิสระเป็นลบ แสดงว่าบริษัทกำลังมีปัญหาในการดำเนินงาน หากแต่ถ้ากำไรจากการดำเนินงาน หลังหักภาษีเป็นบวก แสดงว่าบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานค่อนข้างสูงเพื่อสนับสนุนการเจริญเติบโต (ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550)

มุมมองต่อกระแสเงินสดอิสระมีหลากหลายแตกต่างกันไป และวิธีการคำนวณนั้น มีตั้งแต่การคำนวณอย่างง่าย และการคำนวณแบบซับซ้อน แต่เมื่อพิจารณาปัจจัยที่จะกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์มากที่สุด คือ จำนวนจากกระแสเงินสดจากการดำเนินการ (Cash Flow Form Operation, CFO) โดยเราสามารถคำนวณกระแสเงินสดอิสระได้โดย นำกระแสเงินสดจากการดำเนินการมาลบเงินลงทุนสำหรับการขยายธุรกิจ (Capital Expenditure, CAPEX) ออก ก็จะได้กระแสเงินสดอิสระ ดังนี้

$$FCF = CFO - CAPEX$$

CFO คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินการ สำหรับกระแสเงินสดจากการดำเนินการเป็นกระแสเงินสดที่เหลือจากการใช้จ่ายเพื่อให้กิจการดำเนินกิจการต่อไป โดยคำนวณมาจากกำไรสุทธิปรับด้วยส่วนที่ไม่ใช่เงินสดที่เพิ่มหรือลด (NCC) และลบกับเงินที่ใช้หมุนเวียนในกิจการ (CWC)

$$\text{CFO} = \text{Net Profit} + \text{NCC} - \text{CWC}$$

โดยที่ Net Profit หรือ กำไรสุทธิ คือ รายได้ที่หักต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ดอกเบี้ยจ่าย และภาษีแล้ว

NCC คือ รายการที่ไม่ใช่เงินสดจริง (Noncash Charge)

NCC คือ รายการที่บันทึกว่ามีรายได้หรือการใช้จ่าย แต่เป็นรายการทางบัญชีไม่ได้มีเงินสดที่รับมาหรือใช้ไปจริง ดังนั้นเราจะบวกกลับกรณีที่บันทึกในงบการเงินว่าเป็นค่าใช้จ่าย และลบออกถ้าบันทึกเป็นรายได้ เช่น บวกกลับค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and Amortization) ที่เป็นค่าใช้จ่ายทางบัญชีแต่ไม่ได้มีเงินสดจ่ายไปจริง หรือลบผลกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจากการแปลงค่าเงินต่างประเทศ เป็นต้น

WC (Working Capital) หรือเงินทุนหมุนเวียน

WC คือเงินที่เราใช้เพื่อให้ธุรกิจดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ต่อไปได้ ยกตัวอย่างธุรกิจร้านค้าปลีก ร้านค้าต้องจ่ายเงินเพื่อซื้อสินค้ามาเก็บไว้เพื่อรอขาย ก่อนที่จะขายสินค้าได้ เงินที่จ่ายเป็นค่าซื้อสินค้าจะเป็นเงินลงทุนจมไปกับสินค้าคงคลัง จนกว่าจะขายสินค้าได้แล้วจึงมีรายได้จากการขายสินค้าเข้ามาเป็นเงินสำหรับหมุนเวียนในร้านต่อไป ถ้ามีเงินในส่วนนี้น้อยไปก็ไม่สามารถซื้อสินค้ามาสต็อกไว้เพื่อขายได้อีก ทำให้ร้านอาจจะต้องใช้การกู้มาเพื่อหมุนเวียนแทน เราสามารถคำนวณ WC ได้จากผลต่างของทรัพย์สินหมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน

$$\text{WC} = \text{ทรัพย์สินหมุนเวียน} - \text{หนี้สินหมุนเวียน}$$

การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน CWC (Change in Working Capital)

CWC คือ การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนใน 1 รอบบัญชี หรือก็คือ เงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากปีก่อนเท่าไร คำนวณได้ดังนี้

$$\text{CWC} = \text{WC ปีนี้} - \text{WC ปีก่อน}$$

อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ต้องพึงระวัง คือต้องไม่นำเงินสดมาคำนวณรวมในการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน

เงินลงทุนเพื่อขยายธุรกิจ (Capital Expenditure, CAPEX) คือ เงินที่ธุรกิจใช้ในการซื้อหรือปรับปรุงทรัพย์สิน เช่น อสังหาริมทรัพย์ โรงงาน เครื่องมือ เครื่องจักร ซึ่งทรัพย์สินเหล่านี้ถูกซื้อ หรือปรับปรุงเพื่อรักษาหรือเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานกิจการ รายจ่ายนี้จะรวมทุกอย่าง ตั้งแต่ ซ่อมหลังคา จนถึงสร้างโรงงานใหม่

จากในอดีตเคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price) สรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษาเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price)

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปรตาม	
		EVA	Price
1	ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550	-	×
2	ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว, 2551	×	-
3	อาชาณ์ สุวรรณพฤกษ์, 2556	×	✓
4	JIANG FENG, 2007	✓	-
5	Young & Stephen, 2000	-	✓

หมายเหตุ : - คือ ไม่ได้มีการศึกษากระแสเงินสดอิสระต่อตัวแปรตาม

✓ คือ ผลการศึกษากระแสเงินสดอิสระต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

× คือ ผลการศึกษากระแสเงินสดอิสระต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

สรุป จากแนวคิดถ้ากิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นั้นหมายถึงว่ากิจการมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นผลประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่อง หรือสามารถนำกระแสเงินสดอิสระไม่ขยายกิจการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับหลักทรัพย์ได้นอกจากนี้ ยังแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของกิจการที่มีความสามารถในการรับมือ หากเกิดภาวะวิกฤตขึ้นได้ ดังนั้น กระแสเงินสดอิสระที่เพิ่มขึ้นควรมีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ ตามที่ Young & Stephen, (2000) ได้สรุปว่า กิจการที่สร้างกระแสเงินสดอิสระได้มากและมีการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระสูงจะทำให้มูลค่าบริษัทสูงตามไปด้วย ผู้ลงทุนควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินการและกระแสเงินสดอิสระเป็นบวก เพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดี ในขณะที่ ภาคภูมิ จอมแก้ว, (2550) ได้ผลการศึกษาดตรงกันข้าม เนื่องจาก กระแสเงินสดอิสระอาจไม่ได้สะท้อนต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เนื่องจาก หลักทรัพย์กลุ่มการแพทย์พิจารณาปัจจัยอื่นมากกว่ากระแสเงินสดอิสระ และในปีที่ศึกษาเกิดวิกฤตน้ำท่วมในปี 2554 นอกจากนี้ JIANG FENG, (2007) ได้ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน คือ กระแสเงินสดอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ในขณะที่ ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว, (2551) และอาชาณ์ สุวรรณพฤกษ์, (2556) ได้ผลตรงกันข้าม

แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis)

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) เป็นการวิเคราะห์ตัวเลขในงบการเงิน เพื่อหาอัตราส่วนระหว่างรายการที่นำมาเปรียบเทียบกัน เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการเปรียบเทียบระหว่างข้อมูลในอดีตกับปัจจุบัน เพื่อให้ทราบถึงสถานะการเงินของกิจการ จุดแข็งจุดอ่อนของบริษัท และแนวโน้มในอนาคตของบริษัท ทำให้ผู้บริหารสามารถกำหนดแผนการบริหารการเงินให้เกิดประสิทธิภาพได้ แต่ในมุมมองของนักลงทุนการคำนวณราคาโดยสัมพัทธ์ (Relative Valuation) จะเป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญโดยการเปรียบเทียบตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น เช่น กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสด มูลค่าตามราคาบัญชี หรือยอดขาย กับราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญ โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยทำการศึกษามีดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA) คำนวณได้โดย

$$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times 100$$

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เป็นเครื่องมือชี้วัดที่แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ เมื่อเทียบกับกำไรสุทธิที่กิจการทำได้ ถ้าอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์สูง แสดงว่ากิจการสามารถจัดสรรสินทรัพย์เพื่อใช้ในการสร้างผลประโยชน์ตอบแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ในอดีตได้เคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price) สรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 2 สรุปงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้การศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price)

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปรตาม	
		EVA	Price
1	จรรยาวรรณ จิตวรพันธ์, 2546	-	✓
2	น้องนุช เลากลาง, 2558	-	✓
3	ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550	-	x
4	อัญชญา ศิริรักษ์, 2552	✓	-
5	Peng Fang-Fang, 2008	-	x
6	Lehen and Makhija, 1997	✓	✓

หมายเหตุ : - คือ ไม่ได้มีการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมต่อตัวแปรตาม

✓ คือ ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

✗ คือ ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

สรุป จากแนวคิดที่ว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ เมื่อเทียบกับกำไรสุทธิที่กิจการทำได้ แต่ก็มีข้อจำกัดว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ไม่ได้เป็นเครื่องบ่งชี้ว่าหลักทรัพย์นั้น มีมูลค่าถูกหรือแพงแต่อย่างใด สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ศึกษาไว้ ซึ่งได้ผลแตกต่างกันไปทั้งมีความสัมพันธ์ และไม่มี ความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ แต่จะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตามผลการวิจัยของ อัญญา, (2552) และ Lehen and Makhija, (1997)

2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) คำนวณได้โดย

$$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเฉลี่ย}} \times 100$$

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) เป็นเครื่องมือชี้วัด เพื่อแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทว่าสามารถสร้างผลกำไรได้เป็นสัดส่วนเท่าใดจากส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด ถ้าอัตราส่วนนี้ต่ำ แสดงว่ากิจการสร้างผลกำไรได้น้อยเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น อาจสะท้อนให้เห็นว่า กิจการนั้นไม่ได้มีการลงทุนขยายกิจการเพิ่มเติม แต่ในขณะเดียวกันถ้าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงแสดงว่ากิจการสามารถสร้างผลกำไรได้มากเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น

ในอดีตได้เคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price) สรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price)

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปรตาม	
		EVA	Price
1	สันตพงศ์ คล่องวีระชัย, 2557	-	✓
2	จรรยาวรรณ จิตวรพันธ์, 2546	-	✓

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปรตาม	
		EVA	Price
3	น้องนุช เลากกลาง, 2558	-	×
4	ภาควิชา จอมแก้ว, 2550	-	✓
5	อัญชญา ศิริรักษ์, 2552	✓	-
6	Peng Fang-Fang, 2008	-	×
7	Lehen and Makhija, 2007	✓	✓

หมายเหตุ : - คือ ไม่ได้มีการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อตัวแปรตาม

✓ คือ ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

× คือ ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

สรุป จากแนวคิดที่ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงถึงประสิทธิภาพในการสร้างผลกำไรสุทธิเปรียบเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ก็ได้หมายความว่าผลการดำเนินงานของกิจการนั้นดีหรือไม่ดี นักลงทุนต้องใช้อัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ วิเคราะห์ร่วมด้วย เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีต ที่ได้ผลแตกต่างกันทั้งความสัมพันธ์และไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ แต่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

3. กำไรต่อหุ้น EPS (Earning per Share) คำนวณได้โดย

$$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ชำระแล้ว}} \times 100$$

กำไรต่อหุ้น เป็นเครื่องมือชี้วัดอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นหรือส่วนกำไรสุทธิแบ่งเฉลี่ยให้แก่หุ้นสามัญแต่ละหุ้นของกิจการ แสดงให้เห็นถึงกำไรของกิจการเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดสามารถคำนวณได้โดยการนำกำไรสุทธิรอบ 12 เดือน ไล่สุดเป็นตัวตั้งแล้วหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

ในอดีตได้เคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price) สรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 4 สรุปงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษาเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price)

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปรตาม	
		EVA	Price
1	ณัฐกานต์ กุ้งศ์บัณฑิต, 2549	-	✓
2	อัญชญา ศิริรักษ์, 2552	✓	-
3	Peng Fang-Fang, 2008	-	✓

หมายเหตุ : - คือ ไม่ได้มีการศึกษากำไรต่อหุ้นต่อตัวแปรตาม

- ✓ คือ ผลการศึกษากำไรต่อหุ้นต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน
- ✗ คือ ผลการศึกษากำไรต่อหุ้นต่อตัวแปรตามมีผลเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

สรุป จากผลการวิจัยในอดีตพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า หากกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นมูลค่าต่อหุ้นก็ควรจะเพิ่มขึ้นเช่นกัน แต่ทั้งนี้ กำไรต่อหุ้นก็มีข้อจำกัดในการใช้เช่นกัน โดยนักลงทุนไม่อาจประเมินจากข้อมูลเชิงปริมาณอย่างเดียวได้ จะต้องประเมินข้อมูลเชิงคุณภาพร่วมด้วย เช่น สภาพเศรษฐกิจ หรือโอกาสทางธุรกิจในอนาคต เป็นต้น

4. อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price Per Book Value Ratio : P/BV) คำนวณได้โดย

$$\frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}}$$

อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นเครื่องมือชี้วัดอัตราส่วนที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยเปรียบเทียบระหว่างราคาหลักทรัพย์ล่าสุดในปัจจุบัน กับมูลค่าหุ้นทางบัญชี ซึ่งหมายถึงราคาที่ทำการซื้อขายกันอยู่นั้น ถูกหรือแพงเมื่อเทียบกับราคาตามบัญชี

จากงานวิจัยในอดีตมีเพียง Lehen and Makhija, (1997) เท่านั้น ที่ทำการศึกษามูลค่าหลักทรัพย์ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งได้ผลการศึกษาเป็นบวก กล่าวคือ มูลค่าหลักทรัพย์ (Price) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

สรุป อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี อาจไม่ได้นิยมนำมาประเมินมูลค่าหุ้นมากนัก เนื่องจากมีข้อจำกัดหลายอย่าง เช่น มูลค่าตามบัญชีไม่ได้สะท้อนถึงประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคตได้อย่างชัดเจน หรือมูลค่าตามบัญชีสามารถถูกบิดเบือนการนำเสนอข้อมูลได้ แต่ทั้งนี้ อัตราส่วนราคาหุ้น

ต่อมูลค่าทางบัญชี ก็สามารถสะท้อนถึงความถูกต้อง หรือแพงของมูลค่าหุ้นที่ซื้อขายกันอยู่ได้ ณ ปัจจุบัน เมื่อเทียบกับมูลค่าตามบัญชี จึงเป็นอีกหนึ่งตัวแปรที่น่าสนใจในการศึกษา

อัตราส่วนทางการเงินนั้น มีมากมายหลายประเภท ซึ่งมีวัตถุประสงค์ในการใช้งานแตกต่างกันไป กลุ่มผู้ใช้งานก็แตกต่างกัน ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินเป็นข้อมูลเชิงปริมาณที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตมาพยากรณ์ หรือคาดการณ์สิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งนักลงทุนจะสนใจถึงอัตราส่วนทางการเงินที่จะส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงในมูลค่าหุ้นมากที่สุด โดยผู้ทำการวิจัยได้ให้เหตุผลสนับสนุน และข้อจำกัดในการเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินดังที่กล่าวมาแล้วทั้งหมด

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA)

1. ความเป็นมาของแนวคิดด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ที่เศรษฐกิจกำลังฟื้นฟู บริษัทหลายบริษัทได้มุ่งเน้นไปที่การคิดลดกระแสเงินสดเพื่อนำมาเป็นเครื่องมือหลักในการวิเคราะห์ทางธุรกิจว่าจะตัดสินใจทำโครงการนั้นหรือไม่ โดยที่แต่ละโครงการมีความต้องการเงินทุนและให้กระแสเงินสดรับที่ต่างกัน การวิเคราะห์การคิดลดกระแสเงินสดมีอยู่ด้วยกัน 2 รูปแบบที่นิยมใช้ก็คือ อัตราผลตอบแทนภายใน (IRR) และมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) แต่อย่างไรก็ตามเครื่องมือในการวิเคราะห์เหล่านี้ไม่ได้ถูกออกแบบมาเพื่อใช้ในการวัดผลการปฏิบัติงานของธุรกิจในภาพรวม (อัญชญา ศิริรักษ์, 2552)

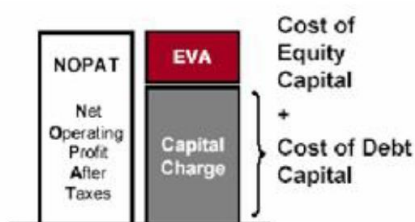
ต่อมาบริษัทหลายแห่งได้มีการนำกำไรสุทธิมาเป็นเกณฑ์ในการประเมินผลสำเร็จของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามการใช้กำไรสุทธิมาเป็นเกณฑ์ดังกล่าวยังคงมีข้อบกพร่องซึ่งก็คือ กำไรสุทธิไม่ได้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของธุรกิจในสินทรัพย์ที่ได้ลงทุนไป ดังนั้นจึงทำให้เครื่องมือในการวิเคราะห์ใหม่ ๆ (ตัวอย่างเช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ย) ได้ถูกนำมาใช้ในการประเมินผลองค์กรแทนการพิจารณาแต่เพียงกำไรสุทธิ

ของธุรกิจ แต่ถึงกระนั้นก็ตามเครื่องมือใหม่ ๆ เหล่านี้ก็กลับกลายเป็นการชักนำผู้บริหารไปในทางที่ผิด เนื่องจากเครื่องมือใหม่ ๆ ที่นำมาใช้นั้นทำให้ผู้บริหารสามารถตกแต่งตัวเลขอัตราส่วนทางการเงินเพื่อให้ดูว่าธุรกิจมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยผู้บริหารอาจทำการลดการลงทุนในสินทรัพย์ของกิจการลงซึ่งทำให้ไม่เกิดการสะท้อนถึงผลสำเร็จในการดำเนินธุรกิจอย่างแท้จริง (อัญชญา ริรักษ์, 2552)

เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาดังกล่าว จึงได้มีการนำแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ มาใช้ในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักเศรษฐศาสตร์ใช้ในการประเมินคุณค่าของบริษัท โดยแนวคิดนี้เกิดขึ้นประมาณปี 1890 อัลเฟรด มาร์แชลล์ นักเศรษฐศาสตร์ชาวอังกฤษผู้มีบทบาทสำคัญต่อแนวคิดเศรษฐศาสตร์แบบนีโอคลาสสิก ได้กล่าวถึงรูปแบบของ “กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income)” ว่าเป็นตัววัดทางการเงิน

โดยหมายความถึงผลกำไรในการดำเนินงาน (Operating Profit) หักลบด้วยค่าใช้จ่ายเงินทุน (Capital Charge) ซึ่งค่าใช้จ่ายเงินทุนเป็นต้นทุนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นรวมถึงค่าเสียโอกาสในต้นทุนของทุนที่ลงไป นั่นหมายถึงคุณค่าที่สร้างโดยบริษัทระหว่างช่วงเวลาหนึ่ง (Andrew & Tracey, 2001, อ้างใน ญัฐกานต์, 2549, หน้า 10)

ต่อมาในปี 1989 บริษัทที่ปรึกษาทางธุรกิจ Stern Stewart & Co. ซึ่งตั้งอยู่ที่นิวยอร์ก ได้พัฒนาแนวคิด “กำไรส่วนที่เหลือ” ของมาร์แชลล์ โดยเพิ่มการปรับปรุงรายการกำไรและเงินทุน เพื่อให้สะท้อนผลการปฏิบัติงานได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น เกิดเป็นแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจหรือสามารถเรียกได้อีกชื่อหนึ่งว่า “กำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit)” มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจถือเป็นเครื่องมือวัดผลการปฏิบัติงานทางการเงิน สะท้อนให้เห็นถึงกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริงของธุรกิจ และเป็นเทคนิคในการวิเคราะห์ทางการเงิน เพื่อที่จะพิจารณาว่าธุรกิจกำลังสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนในทุนที่ลงไป (Invested Capital) กลับไปให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ ดังนั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจึงถือเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่สำคัญทางเศรษฐกิจในการสร้างมูลค่าในการดำเนินธุรกิจ และช่วยให้การตัดสินใจเกี่ยวกับงบประมาณลงทุน การประเมินผลการปฏิบัติงาน และการวัดการสร้างมูลค่าที่เกิดจากการใช้กลยุทธ์และกลวิธีต่าง ๆ เป็นไปในทิศทางเดียวกัน จึงได้มีการนำแนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาใช้เพิ่มขึ้นอย่างแพร่หลาย ทั้งนี้การที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจได้รับความนิยมมากกว่ากำไรส่วนที่เหลืออาจ เนื่องจาก มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสามารถนำไปเชื่อมโยงเข้ากับแนวคิดของมูลค่าเพิ่มของราคาตลาด (Market Value Added: MVA) อีกทั้งยังสามารถนำไปใช้ในการประเมินมูลค่าตลาดของธุรกิจได้อีกด้วย



ภาพประกอบที่ 7 ภาพรวมของแนวคิดและหลักการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ตามแนวคิดของ Stern Stewart Co., มีวิธีการปรับปรุงกำไรทางบัญชีให้เป็นกำไรทางเศรษฐศาสตร์ถึง 164 รายการ แต่ทั้งนี้ สามารถเลือกปรับปรุงเฉพาะรายการที่มีนัยสำคัญที่อาจจะส่งผลกระทบต่อ การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ เพื่อให้สะท้อนถึงผลตอบแทนที่แท้จริงที่ส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจในการบริหารงาน โดยสามารถสรุปวัตถุประสงค์ของการปรับปรุงรายการกำไรทางบัญชี ให้เป็นกำไรทางเศรษฐศาสตร์ได้ 4 ข้อ ดังนี้ (1) เพื่อโอนกลับความโน้มเอียงที่มีอยู่ในการบันทึกบัญชี ตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ซึ่งตั้งอยู่บนหลักความระมัดระวัง ให้สะท้อนถึงผลตอบแทนที่แท้จริงมากที่สุด (2) ทำให้อัตรผลตอบแทนทางบัญชีจากการลงทุน เป็นตัวสะท้อน

อัตราผลตอบแทนภายใน หรืออัตราผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ ตลอดจนรับรู้รายจ่ายที่ต้องจ่ายเงินสดในงวดอนาคต เช่น ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี หนี้สงสัยจะสูญ (3) กำจัดรายการที่ปรากฏในงบการเงิน ซึ่งอาจเกิดการตกแต่งกำไรจากฝ่ายบริหาร โดยตัดการตั้งหนี้สงสัยจะสูญ และประมาณการหนี้สินต่าง ๆ ทิ้งไป (4) ตัดค่าใช้จ่ายที่มีใช้เงินสดทิ้งไป เช่น การตัดจำหน่ายค่าความนิยม ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น (Stern and Stewart, 2000, อ้างใน นื่องนุช, 2558 หน้า 13)

ดังนั้นแนวคิดทางด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจึงเป็นแนวคิดในการชี้วัดว่าบริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นการประเมินกำไรในเชิงเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริงของธุรกิจในช่วงปี ซึ่งจะแตกต่างเป็นอย่างมากกับกำไรทางบัญชี โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจะแสดงถึงกำไรที่เหลืออยู่ (residual income) หลังจากหักต้นทุนทุกอย่าง รวมทั้งต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นแล้ว ในขณะที่กำไรทางบัญชี ไม่รวมถึงต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550)

2. ประโยชน์จากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

2.1 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี และต้นทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ค่าของทุนของหนี้และค่าของทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งถือเป็นต้นทุนที่แท้จริงของบริษัท ทำให้ค่าที่ได้ถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจริง ๆ ซึ่งแตกต่างจากกำไรสุทธิ เนื่องจากการคำนวณกำไรสุทธิไม่มีการนำค่าของทุนของผู้ถือหุ้นมาคิดด้วย ดังนั้น กำไรสุทธิที่คำนวณได้จะไม่ใช่อัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจริง

2.2 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ สามารถบอกถึงกระแสเงินสดสุทธิที่บริษัทได้รับจากการดำเนินงาน เนื่องจากการคำนวณกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี จะไม่รวมรายการที่ไม่เกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอในธุรกิจหรือรายการทางบัญชีที่ไม่เกี่ยวข้องกับเงินสด ทั้งนี้การไม่รวมรายการดังกล่าวนี้ จะปรับปรุงให้กำไรสุทธิจากการดำเนินงานสะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทนที่ใกล้เคียงเงินสดที่เกิดจากการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจ

2.3 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ช่วยในการตัดสินใจด้านนโยบายการลงทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งนโยบายดังกล่าวล้วนมีผลกระทบโดยตรงต่อดุลเงินสด และการตัดสินใจด้านการเงินของบริษัท

2.4 การที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ทำให้มีผลต่อราคาหุ้นด้วย เนื่องจากอัตราเงินปันผลจ่ายถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน

3. ข้อจำกัดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

3.1 วิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ต้องทำการปรับปรุงรายการต่าง ๆ จากที่บันทึกบัญชีไว้ ซึ่งมีความซับซ้อน และหลากหลาย ดังนั้น จึงต้องอาศัยข้อมูลภายในบริษัท

หรือมีการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินมากเพียงพอ ส่งผลให้ผู้ประเมินภายนอก เช่น นักลงทุน หรือนักวิเคราะห์ อาจจะสามารถคำนวณได้ผลที่แตกต่างกันออกไปตามวิจารณ์ญาณของแต่ละบุคคล

3.2 ความคลาดเคลื่อนของช่วงเวลาในการลงทุน เนื่องจากถ้าคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่เริ่มลงทุน กำไรจากการดำเนินงานจะน้อย ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าน้อยตามไปด้วย ในขณะที่ถ้าเริ่มลงทุนมาระยะเวลาหนึ่งแล้ว ผลที่ได้จากการลงทุนจะทำให้กำไรจากการดำเนินงานสูงขึ้น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่ได้ก็จะมีค่าเพิ่มขึ้น

4. วิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) สามารถคำนวณได้จากผลต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) กับต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ไปทั้งหมด (Capital Charge) นำมาคูณกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ย (อรอุมา, 2552 อ้างใน อาษาณ์, 2556 หน้า 18) สามารถเขียนในรูปสมการดังนี้

$$EVA = NOPAT - Capital Charge$$

โดยขั้นตอนในการคำนวณ มีดังนี้

4.1 กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (Net Operating after Tax : NOPAT) คำนวณจาก กำไรสุทธิจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (Earning before interest and Tax) \times (1 - อัตราภาษี) โดยผู้วิจัยใช้สมมติฐานที่ใช้ในการคำนวณอัตราภาษี คือ ร้อยละ 20

4.2 ค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนทั้งหมด (Capital Charge) คำนวณจาก อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนขั้นต่ำ โดยนำ “อัตราต้นทุนเงินทุน คูณด้วย เงินทุน”

4.2.1 อัตราต้นทุนเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital : WACC) เกิดจากผลรวมของต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้ (ทั้งระยะสั้นและระยะยาว) กับต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นที่ได้มีการถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วน โดยเปรียบเทียบของโครงสร้างเงินทุนระหว่างหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้นที่คำนวณขึ้นตามราคาตลาด คำนวณได้ดังนี้

$$[Kd \times (1 - T) D \div (D + E)] + (Ke \times E \div (D + E))$$

โดยที่

D คือ เงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt)

E คือ เงินทุนของเจ้าของ (Equity)

Kd คือ ต้นทุนของหนี้สิน (The Cost of Debt)

Ke คือ ต้นทุนของเจ้าของ (The Cost of Equity)

T คือ ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax rate)

4.2.2 เงินทุน หรือเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) คำนวณได้โดยนำสินทรัพย์รวมทั้งสิ้น หักหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (ได้แก่ เจ้าหนี้การค้า, ตัวเงินจ่าย, ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย, รายได้รับล่วงหน้า และหนี้สินหมุนเวียนอื่น ๆ) ซึ่งเงินลงทุนที่ลงไป จะแสดงถึงผลรวมของแหล่งเงินทุนทั้งสิ้นที่ได้มาจากการจัดหาเงินไม่รวมหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย

จากสูตรการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ สามารถสรุปความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้ดังนี้

กำไรทางบัญชี คือ การนำรายได้จากการดำเนินงาน หัก ต้นทุนขาย หรือบริการ หัก ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หัก ดอกเบี้ยจ่าย และหัก ภาษีเงินได้ (อาชาตม์ สุวรรณพฤกษ์, 2556)

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ คือ การนำรายได้จากการดำเนินงาน หัก ต้นทุนขาย หรือบริการ หัก ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หัก ภาษีเงินได้ และหัก ต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่นำมาใช้ลงทุนในกิจการ (อาชาตม์ สุวรรณพฤกษ์, 2556)

หากผลการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นบวก หมายความว่า กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี มีค่าสูงกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุน แสดงว่าบริษัทได้สร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ในทางกลับกันหากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นลบ แสดงว่าบริษัทได้ทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้นลง (อัญชญา ศิริรักษ์, 2552)

โดยในอดีตได้เคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ที่มีต่อตัวแปรที่ได้คัดเลือกมานั้น สรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 5 สรุปงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปร					
		FCF	ROA	ROE	EPS	P/BV	Price
1	ณัฐกานต์ กุ้วงศ์บัณฑิต, 2549	-	-	-	-	-	✓
2	พลวุฒิ ตันติวัฒน์กุล, 2557	-	-	-	-	-	×
3	น้องนุช เลากกลาง, 2558	-	-	-	-	-	×
4	ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550	-	-	-	-	-	✓
5	อัญชญา ศิริรักษ์, 2552	-	✓	✓	✓	-	✓
6	อังคณา บุญคิด, 2554	-	-	-	-	-	✓
7	สุประวิณ ณ เชียงใหม่, 2547	-	-	-	-	-	×
8	สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์, 2548	-	-	-	-	-	✓
9	ปริยาภรณ์ อ่อนแก้ว, 2551	×	-	-	-	-	✓
10	อาชาตม์ สุวรรณพฤกษ์, 2556	×	-	-	-	-	-

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปร					
		FCF	ROA	ROE	EPS	P/BV	Price
11	Peng Fang-Fang, 2008	-	-	-	-	-	✓
12	Lehen and Makhija, 1997	-	✓	✓	-	✓	-
13	JIANG FENG, 2007	✓	-	-	-	-	✓

สรุป แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ จะสามารถใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ ว่าสามารถสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เพิ่มขึ้นหรือลดลง โดยจะสะท้อนออกมายังมูลค่าทางการตลาด หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น จากผลการวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ ผลการศึกษาในไทยกลับได้ผลการวิจัยที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน โดย จรรยาพรณ จิตรวรพันธ์, (2546) และ นื่องนุช เลากกลาง, (2558) ได้ให้เหตุผลของความไม่สัมพันธ์กันระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกันไว้ว่า การใช้แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาประเมินผลการดำเนินงานของกิจการอาจไม่สามารถใช้ได้กับทุกประเภทธุรกิจ ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ทั้งสองท่านทำการศึกษา เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีความหลากหลายของประชากร เมื่อแยกตามประเภทธุรกิจ กล่าวคือ เป็นการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ซึ่งประกอบไปด้วยธุรกิจหลายประเภท นอกจากนี้ นื่องนุช, (2558) ยังได้ให้เหตุผลสนับสนุนเพิ่มเติม ด้วยการใช้ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพในการอธิบายผลการวิจัยเพิ่มเติมด้วยว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Week – Form Efficiency) กล่าวคือ เป็นตลาดที่นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียม และข้อมูลด้านราคามีน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ

แนวคิดเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

เมื่อผู้ลงทุนตัดสินใจนำเงินที่มีอยู่มาลงทุน สิ่งสำคัญประการหนึ่งที่ผู้ลงทุนควรพิจารณา คือ ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนนั้นควรจะเป็นเท่าใด ซึ่งผลตอบแทน หมายถึง ความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุน เพื่อคาดหวังว่าสามารถบริโภคได้มากขึ้นในอนาคต ดังนั้นผลตอบแทนจากการลงทุนจึงมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุน การเปลี่ยนแปลงเกิดจากกระแสเงินสดรับที่เพิ่มมากขึ้น เช่น เงินปันผล หรืออาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, 2554, หน้า 177)

ความมุ่งหมายของการลงทุนที่สำคัญคือ การเติบโตของเงินลงทุน (Capital Gain) ทั้งการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหน่วยลงทุน และผลประโยชน์ตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend

Yield) ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผู้ลงทุนได้รับส่วนมากเป็นระยะภายใน 1 ปี เรียกว่า อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในตราสารทางการเงินเป็นระยะเวลา 1 ปี (Holding Period Return หรือ HPR) โดยสามารถเปรียบเทียบกับเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น (หรือลดลง) จากในช่วงต้นงวด (Beginning of Period) (รัตนาวดี อนุสรณ์วงศ์ชัย, ชีวิน ดีพัฒนา และพฤทธิ ลีวิไลกุลรัตน์, 2551, อ้างใน อาษาณ์, 2556 หน้า 31)

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลที่เกิดจากการคำนวณอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาปิด (Close) เปรียบเทียบกับราคาปิดของวันสิ้นงวดปีก่อนหน้า (Prior) ที่เกิดขึ้นบนกระดานซื้อขาย สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\frac{CLOSE_T - CLOSE_{T-1}}{CLOSE_{T-1}} \times 100$$

การลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ถือว่าเป็นการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงสูง ซึ่งโดยปกติแล้วหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงจากการลงทุนสูง ย่อมมีความคาดหวังที่สูงตาม เพื่อให้คุ้มค่ากับความเสี่ยง ดังนั้นนักลงทุนต้องประเมินว่า อัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้เมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงจากการลงทุนแล้วควรจะลงทุนดีหรือไม่ เพื่อให้ผลตอบแทนที่ได้คุ้มค่ากับความเสี่ยงที่นักลงทุนจะต้องเผชิญ ซึ่งในอดีตได้เคยมีผู้ทำการวิจัยเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ (Price) ที่มีต่อตัวแปรที่ได้คัดเลือกมานั้น สรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 6 สรุปงานวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price)

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปร					
		FCF	ROA	ROE	EPS	P/BV	EVA
1	สัณทพงษ์ คล่องวิระชัย, 2557	-	-	✓	-	-	-
2	ณัฐกานต์ กุ้วงศ์บัณฑิต, 2549	-	-	-	✓	-	✓
3	จรรยาวรรณ จิตวรพันธ์, 2546	-	✓	✓	-	-	-
4	พลวุฒิ ต้นติวัฒน์กุล, 2557	-	-	-	-	-	x
5	น้องนุช เลากกลาง, 2558	-	✓	x	-	-	x
6	ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550	x	x	✓	-	-	✓
7	อัญชณา ศิริรักษ์, 2552	-	-	-	-	-	✓
8	อังคณา บุญจิต, 2554	-	-	-	-	-	✓
9	สุประวิณ ณ เชียงใหม่, 2547	-	-	-	-	-	x
10	สุเวช ปิยะรัตนวัฒน์, 2548	-	-	-	-	-	✓

ลำดับ	ชื่อผู้วิจัย / ปีที่วิจัย	ตัวแปร					
		FCF	ROA	ROE	EPS	P/BV	EVA
11	ปริยาภรณ์ อ่อนแก้ว, 2551	-	-	-	-	-	✓
12	อาชาตม์ สุวรรณพฤกษ์, 2556	✓	-	-	-	-	-
13	Peng Fang-Fang, 2008	-	x	x	✓	-	✓
14	Lehen and Makhija, 1997	-	✓	✓	-	✓	-
15	Young and Stephen, 2000	✓	-	-	-	-	✓

สรุป จากแนวคิดการคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของความมุ่งหมายของการลงทุนที่สำคัญ คือ นักลงทุนจะคาดหวังให้มีการเติบโตของเงินลงทุน ส่วนผลตอบแทนอื่นอย่างเงินปันผลนั้น แต่ละบริษัทก็มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลแตกต่างกันไป ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ ไม่นำเงินปันผลมาเป็นปัจจัยในการคำนวณร่วมด้วย เนื่องจาก เงินปันผลที่กิจการจ่ายออกมานั้น จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรอื่น ๆ อย่างเช่น กระแสเงินสดอิสระ จึงใช้เพียงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) เป็นตัวแปรในการศึกษาความสัมพันธ์ในครั้งนี้

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency Hypothesis)

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่าราคา การค้นคว้า และการวิเคราะห์ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชน แม้กระทั่งข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (equilibrium price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ในระบบการแข่งขันเสรีราคาจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่าง ๆ ของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง ถ้าตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ในการจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างเหมาะสม ราคาหุ้นก็จะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (intrinsic value) ของแต่ละบริษัทซึ่งในโลกของความเป็นจริงแล้วตลาดประเภทนี้มีน้อยมากดังนั้น ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพจึงตั้งบนสมมุติฐานดังนี้ (1) นักลงทุนในหลักทรัพย์มีมากจนไม่มีบุคคลใดมีอำนาจกำหนดราคาหุ้น และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (2) นักลงทุนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นไม่ต่างกัน (homogeneous expectation) (3) นักลงทุนมีความเกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่าง ๆ ของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (perfect knowledge) (4) ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด (Fama, 1991)

จากการทบทวนทฤษฎีวรรณกรรมของ นื่องนุช เลากลาง (2558) ที่ทำการศึกษาผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ได้อธิบายถึงสถานะตลาด 3 ระดับ ดังนี้ (1) ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Week – Form Efficiency) (2) ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi – Strong Efficiency) และ (3) ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง (Strong – Form Efficiency) โดยตลาดในแต่ละระดับนั้น จะสะท้อนการรับรู้ข่าวสารออกมาในรูปของการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ผนวกกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ โดยราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น สามารถสะท้อนความมีประสิทธิภาพของตลาดได้ (นื่องนุช เลากลาง, 2558)

1. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Week – Form Efficiency) เป็นตลาดที่นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียม และข้อมูลด้านราคามีน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับนี้ ทำได้โดยพิจารณาจากความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กัน (Serial correlation) หรือการวัดการเปลี่ยนแปลงของราคาในลักษณะของช่วงวิ่ง (Run test) (Fama, 1991)

2. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi – Strong Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนทั่วไป เช่น หากมีการประกาศงบการเงินแล้วพบว่า กำไรต่อหุ้นต่ำลงมาก ราคาของหลักทรัพย์ก็จะลดลง ในทางกลับกันหากกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นสูง ราคาหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจะปรับตัวทันทีที่มีข่าวสารใหม่เกิดการวิเคราะห์การลงทุนและประเมินมูลค่าหุ้นอยู่ตลอดเวลา โดยการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับนี้ เป็นการทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะชนที่ออกใหม่ (Fama, 1991)

3. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง (Strong – Form Efficiency) เป็นตลาดที่มีความยืดหยุ่นมาก ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่ว่าจะเป็ข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนหรือไม่ แต่ยักรวมถึงข้อมูลภายในอีกด้วย (Inside information) หมายความว่า ไม่มีนักลงทุนรายใดมีอำนาจเหนือกิจการที่ออกหลักทรัพย์นั้น เพราะทุกคนในตลาดต่างรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเช่นกัน (Fama, 1991)

พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และธนโชติ บุญวรโชติ (2556), วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) และศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ (2555) ที่ศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกันว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ กล่าวคือ หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความอ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสาร ไม่ว่าจะเป็ข้อมูลข่าวสารเชิงปริมาณ หรือเชิงคุณภาพก็ตาม ทั้งนี้ ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ (2555) ได้ศึกษาปัจจัยภายนอกประเทศที่มีผลต่อความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย อย่างนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าความมีประสิทธิภาพของตลาดอยู่ในระดับกลาง

สรุป ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น สามารถใช้เป็นเหตุผลในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ แต่ทั้งนี้ นักลงทุนในตลาดนั้น ไม่ได้ประเมินจากข้อมูลเชิงปริมาณ หรือข้อมูลจากงบการเงินเพียงอย่างเดียวเท่านั้น ยังพิจารณาข้อมูลเชิงคุณภาพอื่น ๆ ร่วมด้วย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จรรยาวรรณ จิตวรพันธ์ (2546) ได้ทำการศึกษาเรื่อง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการนำส่งงบการเงินระหว่างปี 2542 - 2544 รวม 203 บริษัท จากทั้ง 6 กลุ่มอุตสาหกรรม (เคมีภัณฑ์และเวชภัณฑ์ 29 บริษัท, เกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตร 57 บริษัท, ก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 43 บริษัท, พาณิชยกรรม 38 บริษัท, พลังงาน 15 บริษัท และสื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ 21 บริษัท) ผลการศึกษาพบว่า EVA และ MVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชี แม้ว่าในบางปีที่ทดสอบหรือในบางอุตสาหกรรมจะพบว่าตัวแปรทั้งสองสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนที่ใช้ตัวเลขทางบัญชี แต่ผลดังกล่าวนี้ไม่คงที่ จึงสรุปได้ว่านักลงทุนในไทยไม่ได้ให้ความสนใจในข้อมูลของ EVA และ MVA มากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชีในแบบเดิม

สุประวิณ ณ เชียงใหม่ (2547) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ หลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 10 แห่ง ระหว่างปี 2544 – 2546 ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ R^2 มีความสัมพันธ์น้อยมาก เมื่อดูค่า Significant ของความสัมพันธ์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่าความสัมพันธ์ที่มีนั้นเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นทิศทางเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์แบบผกผันกัน ส่วนแนวโน้มของ EVA ก็กับราคาของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์แบบไม่สม่ำเสมอ การที่ EVA เปลี่ยนแปลงจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์บ้างแต่เป็นไปในทิศทางผกผันกัน และ EVA ต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ซึ่งมีความสัมพันธ์ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันชี้ให้เห็นว่า EVA อาจไม่สามารถใช้ในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจธนาคารพาณิชย์ได้

สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์ (2548) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2004 โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ ธุรกิจในกลุ่มพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จำนวน 9 แห่ง โดยใช้ข้อมูลงบการเงินรวมอย่างย่อ ในช่วงระหว่างปี 2543 – 2547 ผลการศึกษาพบว่า EVA กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานมีความสัมพันธ์กันแบบไม่สม่ำเสมอโดยแบ่งเป็น 4 กลุ่ม ดังนี้ (1) กลุ่มที่มีความสัมพันธ์กันมาก (ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์มากกว่า 0.08) จำนวน 1 บริษัท (2) กลุ่มที่มีความสัมพันธ์กันปานกลาง (ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.5-0.8) จำนวน 3 บริษัท (3) กลุ่มที่มีความสัมพันธ์กันน้อย (ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.2-0.5) จำนวน 4 บริษัท (4) กลุ่มที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.0-0.2) จำนวน 1 บริษัท โดยความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กับมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในลักษณะผกผัน มีเพียงบางบริษัทเท่านั้น ที่สามารถใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ล่วงหน้าได้ แสดงให้เห็นว่าราคาของหลักทรัพย์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับปัจจัยใด ปัจจัยหนึ่งแต่มาจากหลายปัจจัยประกอบกัน

ณัฐกานต์ กุ้วงศ์บัณฑิต (2549) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสารและพลังงาน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการนำส่งงบการเงินระหว่างปี 2545 - 2547 รวม 23 บริษัท (พลังงาน 11, สื่อสาร 12) ผลการศึกษาพบว่า (1) ราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EBITDA ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มมีความสัมพันธ์กัน (2) ราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มมีความสัมพันธ์กัน ซึ่งให้เห็นว่า นอกจากตัวชี้วัดทางด้านบัญชีอย่าง EBITDA ที่นิยมใช้กันนั้น EVA ก็เป็นอีกเครื่องมือหนึ่ง ที่ช่วยวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการ และใช้เป็นเครื่องมือในการวัดว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มกลับไปยังผู้ถือหุ้นได้มากเท่าใด จึงเหมาะสมอย่างยิ่งกับนักลงทุน ที่จะนำไปใช้ตัดสินใจลงทุน ควบคู่ไปกับการพิจารณาตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่ใช้กันในปัจจุบัน

ภาคภูมิ จอมแก้ว (2550) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและมูลค่าเพิ่มทางตลาด กรณีศึกษาหลักทรัพย์กลุ่มการแพทย์ โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มการแพทย์ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2544 ถึง 2549 เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานของกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นทุกปีอย่างต่อเนื่อง จำนวน 3 แห่ง โดยเริ่มศึกษาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2544 ถึงมิถุนายน 2549 เป็นระยะเวลา 5 ปี ผลการศึกษาพบว่าโรงพยาบาล A มีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจหลายปัจจัย ได้แก่ กำไรสุทธิ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น, อัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย, กำไรสุทธิต่อหุ้นและหลักประกันผู้ให้กู้ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ดังนั้นการสร้างผลตอบแทนจากกำไรจากการดำเนินงานสุทธิให้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง มีผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่โรงพยาบาล B และ C พบว่า ไม่มีปัจจัยใดที่มีอิทธิพลกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเลย แต่ทั้งนี้พบว่ากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนต่อส่วน

ผู้ถือหุ้นของทั้งสองโรงพยาบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ แต่ยังไม่เพียงพอที่จะมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตามสมมติฐานทางสถิติที่ได้ทำการศึกษารองพยาบาล A มีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น เนื่องจากไม่มีการกู้ยืมเงินระยะยาว ทำให้ต้นทุนที่เกิดขึ้นมาจากต้นทุนในส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียว ในขณะที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาดของโรงพยาบาล B ได้แก่ หลักประกันผู้ให้กู้และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาดของโรงพยาบาล C ได้แก่หลักประกันผู้ให้กู้ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อาจไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเพิ่มทางตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มโรงพยาบาลได้ ถึงแม้ว่า ผู้วิจัยจะเลือกทดสอบเฉพาะโรงพยาบาลที่มีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องก็ตาม

ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว (2551) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2545 - 2547 ทุกกลุ่ม ยกเว้น กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต รวม 678 ตัวอย่าง เนื่องจากมีลักษณะการดำเนินงานและการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานแตกต่างกันไป ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์สูงมากกว่ากระแสเงินสดอิสระ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และทดสอบการถดถอย พบว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ ซึ่งชี้ให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ

อัญชญา ศิริรักษ์ (2552) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การวัดผลการดำเนินงานโดยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา : บริษัทกลุ่ม SET 50 INDEX ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET50 INDEX ที่ส่งงบการเงินช่วงปี 2548 - 2550 ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ พบว่า EVA มีความสัมพันธ์กับ ROA , ROE , EPS และ MVA เป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าของ EVA ได้ประมาณ ร้อยละ 71, 22, 14 และ 9 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า EVA นั้นมีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานแบบดั้งเดิมอยู่มาก โดยเฉพาะ ROA ซึ่งแสดงความสัมพันธ์สูงสุด ซึ่งชี้ให้เห็นว่า EVA ก็เป็นอีกเครื่องมือหนึ่ง ที่สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน นอกเหนือจากเครื่องมือแบบเดิมที่มีความนิยมใช้ในปัจจุบัน

อังคณา บุญคิด (2554) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552 โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มจำนวน 25 กิจการที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ตลอดปี พ.ศ. 2545 – 2552 ผลการศึกษาพบว่า จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณทั้งหมดที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ให้ผลเหมือนกันทั้ง 3 กลุ่มข้อมูล ได้แก่ กลุ่มที่ 1 ปี 2545 – 2552 จำนวน 8 ปี กลุ่มที่ 2 ปี 2548 – 2552 จำนวน 5 ปี และกลุ่มที่ 3 เป็นข้อมูลรายปี ได้แก่ ปี 2548, ปี 2550 และปี 2552 ซึ่งค่า Coefficient ของ EVA มีค่าเท่ากับ 0.000 และค่า Prob. มากกว่า 0.05 สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งให้เห็นว่า ไม่ว่าสถานะเศรษฐกิจจะเป็นอย่างไร ธุรกิจกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มซึ่งมีความสำคัญต่อการดำรงชีวิตของมนุษย์ ในยามที่เศรษฐกิจตกต่ำหลักทรัพย์กลุ่มนี้จะได้รับผลกระทบน้อยที่สุด แต่ในขณะเดียวกันในภาวะวิกฤตนั้น ต้นทุนวัตถุดิบก็จะสูงขึ้นเช่นกัน ทำให้กำไรต่อยอดขายลดลง แต่ปัจจัยเสี่ยงภายนอกนั้น ไม่อาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนธุรกิจกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม

อาชาตม์ สุวรรณพฤษ (2556) ได้ทำการศึกษาเรื่อง อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านการคัดเลือก 100 อันดับแรก (SET100) ตามรายชื่อข้อมูล ณ วันที่ 30 เมษายน 2556 ในงานวิจัยทำการศึกษาเป็นรายปีในช่วงเวลา พ.ศ. 2551 – 2555 ผลการศึกษาพบว่า (1) ขนาดบริษัท (LSIZE) และโครงสร้างเงินทุน (DE) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ที่นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 นอกจากนี้ ขนาดบริษัทและโครงสร้างเงินทุนไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (2) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีอิทธิพลทางตรงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 (3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (HPR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และปัจจัยมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 แต่กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งให้เห็นว่า ขนาดบริษัท โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีหรืองานวิจัยที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษา โดยได้ให้เหตุผลว่า การลงทุนของนักลงทุน

นั้น เป็นการคาดการณ์จากในอดีต ประกอบกับข้อมูลเชิงคุณภาพอื่น ๆ ซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ อาจจะไม่ได้อ้างอิงถึงข้อมูลเชิงปริมาณทั้งหมด

สันทพงศ์ คล่องวีระชัย (2557) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 5 หมวดธุรกิจ ได้แก่ ธนาคาร, พลังงาน, เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร, พาณิชยกรรม, พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2553 จนถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2557 จำนวน 20 ช่วงเวลา 124 บริษัท รวมทั้งสิ้น 2,480 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า ที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในแต่ละหมวดธุรกิจมากที่สุด ยกเว้นในหมวดธุรกิจพาณิชยกรรมที่มีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลมากที่สุด นอกจากนี้ ยังมีอัตราส่วนหนี้สินทรัพย์รวมที่ส่งผลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจธนาคาร และหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค ซึ่งให้เห็นว่า การเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินแบบเดียวกัน อาจไม่เหมาะกับธุรกิจที่มีรูปแบบที่ต่างกัน โดยต้องพิจารณาลักษณะธุรกิจเพิ่มเติมเพื่อเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เหมาะสมมาใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

พลวุฒิ ตันติวัฒนกุล (2557) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555 โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำนวน 66 บริษัท ที่มีการส่งงบการเงินระหว่างปี 2551 – 2555 ผลการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.227 และค่า Prob. เท่ากับ 0.154 สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์กันในระดับค่อนข้างน้อย แต่เมื่อทำการทดสอบเป็นรายบริษัทมีบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอยู่ร้อยละ 53.70 และบริษัทที่มีความสัมพันธ์สวนทางกัน เป็นร้อยละ 38.89 แล้ววัดระดับความสัมพันธ์โดยแบ่งบริษัทที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันและสวนทางกัน ได้ว่าบริษัทที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันนั้นจะมีระดับความสัมพันธ์มากและค่อนข้างมาก รวมร้อยละ 62.07 ซึ่งมากกว่าระดับความสัมพันธ์มากของความสัมพันธ์ในทิศทางสวนทางกัน รวมร้อยละ 52.38 ซึ่งให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อาจนำมาใช้ได้กับเพียงบางบริษัทเท่านั้น ดังนั้นการประเมินมูลค่าหุ้นจึงควรใช้วิธีอื่น ๆ ร่วมด้วย

นอองนุช เลากกลาง (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 8 กลุ่ม อุตสาหกรรม 28 หมวดธุรกิจ รวมจำนวนทั้งสิ้น 798 บริษัท ที่ส่งงบการเงินระหว่างปี 2553 – 2555 ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มข้อมูลที่ใช้วัดประสิทธิภาพทางการเงินไม่ว่าจะเป็นข้อมูลการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินที่มาจากการเงินที่จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีอันได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล รวมทั้งข้อมูลการวัดผลการดำเนินงานที่พยายามแก้ไขข้อบกพร่องทางด้านบัญชี และปรับการวัดผลการดำเนินงานให้สอดคล้องกับแนวคิดทางด้านเศรษฐศาสตร์ คือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์นั้น ข้อมูลดังกล่าวข้างต้นทุกประเภทส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ส่วนการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินแต่ละอัตราส่วนมาเปรียบเทียบผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมากที่สุด ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า ในมุมมองผู้ประเมินที่จะประเมินความสามารถของฝ่ายบริหารย่อมต้องใช้ข้อมูลทางการเงินจากทั้งอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น เนื่องจากอัตราส่วนทางการเงินทั้งสองบ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามผู้ประเมิน (ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน) ให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่สูงมากกว่าจึงส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้มากกว่า

Lehen and Makhija (1997) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Economic Value Added (EVA) Myths and Realities : Evidences from Indian Banking Industry ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับอัตราส่วนทางการเงิน โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ หลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินในอินเดีย ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA), กำไรสุทธิ (PAT), กำไรต่อหุ้น (EPS), ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE), ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ในระยะสั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ กำไรสุทธิ และกำไรต่อหุ้น ส่วนมูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมากที่สุดในระยะยาว เมื่อเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ ที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งให้เห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นในระยะสั้นนั้น ปัจจัยที่จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์มากที่สุด เป็นตัวชี้วัดทางด้านบัญชี แต่หากเป็นการประเมินในระยะยาว มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจะเป็นตัวชี้วัดที่ดีกว่า

Young and Stephen (2000) ได้ทำการศึกษาเรื่อง EVA and value based management : A practical guide to implementation ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระ โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยถ้าหากมีกระแสเงินสดอิสระที่เหลือจากกิจการเพิ่มสูงขึ้นทำให้อัตรา

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นตามด้วย นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังให้ความเห็นเพิ่มว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นตัวชี้วัดที่แท้จริงในการวัดผลกำไร ที่เรียกว่า กำไรที่เหลืออยู่ เป็นการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากตัวชี้วัดชนิดอื่น เนื่องจากคำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัท ทั้งส่วนเจ้าหนี้และเจ้าของ

JIANG FENG (2007) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Use EVA to Measure and Manage Shareholder Value in a Chinese Listed Corporation ซึ่งเป็นการศึกษาการใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในการวัดและประเมินมูลค่าตลาดของราคาหลักทรัพย์ โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน ค.ศ. 2002 - 2006 จำนวน 100 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า EVA และ DCF เป็นตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้นตามทฤษฎี โดยจากการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีนเปรียบเทียบกับระหว่างมูลค่าตลาดภายนอกกับมูลค่าที่แท้จริงของผู้ถือหุ้นพบว่าสามารถอธิบายตลาดหลักทรัพย์จีนในระดับสูงมาก ซึ่งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความสัมพันธ์สูงมาก ขณะที่กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดน้อยกว่า ซึ่งให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดที่ถูกต้องและเชื่อถือได้ในการวัดมูลค่าเพิ่มของหลักทรัพย์

Peng Fang-Fang (2008) ได้ทำการศึกษาเรื่อง The Relationship between economic value added and stock price returns in Energy sector เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค โดยเก็บข้อมูลเป็นไตรมาสเริ่มจาก ไตรมาสที่ 3 ของ ค.ศ. 2003 ถึงไตรมาสที่ 3 ของ ค.ศ. 2008 จากการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีความสัมพันธ์ที่สูงกับผลตอบแทนราคาหลักทรัพย์มากกว่าตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดขึ้นอยู่กับกำไรต่อหุ้นที่มากกว่าตัวแปรอื่น ในขณะที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด แต่ไม่สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ นอกจากนี้ยังให้ข้อสรุปไว้ว่า ควรใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับตัววัดผลการดำเนินงานแบบดั้งเดิมในการวิเคราะห์บริษัทควบคู่กันไป

Chen Lin and Qiao Zhilin (2008) ได้ทำการศึกษาเรื่อง What influence the company's economic value added? : empirical evidence from china's securities market. เป็นการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน ค.ศ. 2002 จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่นำมาวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท ความสามารถในการเติบโต ความสามารถในการจัดการ และอัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรม มีอิทธิพลหรือส่งผลในทางบวก

กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่มีปัจจัยของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และการจัดการสินค้าคงคลังไม่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยหลายปัจจัยมีส่วนทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตาม ซึ่งชี้ให้เห็นว่า นอกเหนือจากข้อมูลในงบการเงินแล้ว ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ด้วยเช่นกัน ตัวอย่างเช่น ขนาดของบริษัท หรือโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่ขึ้น จะมีความสามารถในการผลิตจำนวนสูงกว่า ทำให้ต้นทุนต่อหน่วยลดลง ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น

สรุป จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตสำหรับผลงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยมุ่งเน้นไปที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดหรือการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้น ผลการศึกษาของผู้วิจัยในอดีตพบว่า ตัวแปรที่มีผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นนั้น ยังคงไม่ชัดเจนมีผลการศึกษาที่หลากหลาย เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกันแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบกับสภาพเศรษฐกิจขณะทำการศึกษาส่งผลให้ผลการศึกษามีความแตกต่างกัน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้เกิดความสนใจว่า ในสภาพเศรษฐกิจปัจจุบันตัวแปรใดจะสามารถให้ผลที่ชัดเจนว่า ปัจจัยใดในงบการเงินที่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยได้คัดเลือกตัวแปรจากการศึกษา งานวิจัยในอดีต ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ, อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ ตัวแปรทั้งหมดได้กำหนดขึ้นจากแนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นทั้ง 3 แนวทางที่มีการใช้กันอย่างแพร่หลาย เพื่อให้ทราบว่าเป็นเครื่องมือใด หรือตัวแปรใดนั้น ที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์มากที่สุด โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นหลักทรัพย์ 100 อันดับแรกที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้ทำการศึกษาในครั้งนี้ โดยได้แบ่งการศึกษาเป็น 2 ส่วนดังนี้

การศึกษาส่วนที่ 1 เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาส่วนที่ 2 เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และ อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีที่มีต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 7 สรุปการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
1	2546	จรรยาวรรณ จิตวรพันธ์	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทน ของหุ้นสามัญ : การศึกษาจาก ประเทศไทย	- ผลตอบแทนหุ้น ในอนาคต - ผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบัน	- EVA - MVA - ROA - ROE - ROS	บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยที่ มีการนำส่งงบ การเงินระหว่างปี 2542 ถึง 2544 รวม 203 บริษัท จากทั้ง 6 กลุ่มอุตสาหกรรม	(1) ทดสอบ ความสัมพันธ์ Pearson correlation coefficient (2) วิเคราะห์ สมการถอย	EVA และ MVA ไม่สามารถ อธิบายผลตอบแทนหุ้นได้ มากกว่าอัตราส่วนทาง บัญชี แม้ว่าในบางปีที่ ทดสอบหรือในบาง อุตสาหกรรมจะพบว่าตัว แปรทั้งสองสามารถ อธิบายผลตอบแทนหุ้นได้ มากกว่าอัตราส่วนที่ใช้ ตัวเลขทางบัญชี แต่ผล ดังกล่าวนั้นไม่คงที่

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
2	2547	สุประวิณ ฌ เชียงใหม่	ความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของ หลักทรัพย์กลุ่ม ธุรกิจธนาคาร พาณิชย์ จ ด ทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA	อัตรา การ เปลี่ยนแปลง ของ ราคา หลักทรัพย์	หลักทรัพย์กลุ่ม ธุรกิจธนาคาร จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย จำนวน 10 แห่ง ระหว่างปี 2544 ถึง 2546	- ใช้ Regression ใน การหาความสัมพันธ์ ระหว่าง EVA กับ อัตราเปลี่ยนแปลง ของ ราคา หลักทรัพย์ R ² ว่ามี ความสัมพันธ์มาก น้อย เพียงใด ส่วนในการทดสอบ สมมติฐานใช้ค่า นัยสำคัญที่ 0.05	- ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ R ² มี ความสัมพันธ์น้อยมาก - แนวโน้มของ EVA กับ ราคาของหลักทรัพย์มี ความสัมพันธ์แบบไม่ สม่าเสมอกัน การที่ EVA เปลี่ยนแปลงจะส่งผลต่อ ราคาหลักทรัพย์บ้างแต่ เป็นไปในทิศทางผกผัน กัน

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
3	2548	สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์	การวิเคราะห์ ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม ทางเศรษฐศาสตร์ กับราคาหุ้นของ กลุ่มพลังงานใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2004	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ของราคา หลักทรัพย์	ธุรกิจในกลุ่ม พลังงานที่จด ทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์จำนวน 9 แห่ง โดยใช้ ข้อมูลงบการเงิน รวมอย่างย่อ ในช่วงระหว่างปี 2543 ถึง 2547	หาความสัมพันธ์ ของตัวแปรโดยใช้ สัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ Correlation Coefficient และการวิเคราะห์ ความถดถอย Regression Analysis ส่วนในการทดสอบ สมมติฐานใช้ค่า นัยสำคัญที่ 0.05	พบว่า EVA กับราคา หลักทรัพย์ในกลุ่ม พลังงานมีความสัมพันธ์ ไม่สม่ำเสมอโดยแบ่งเป็น 4 กลุ่ม ดังนี้ มีความสัมพันธ์กันมาก 1 บริษัท ปานกลาง 3 บริษัท น้อย 4 บริษัท ไม่มีความสัมพันธ์ 1 บริษัท ความสัมพันธ์ ระหว่างEVA กับมูลค่า ตามราคาตลาดของ หลักทรัพย์ ผกผันกัน

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
4	2549	ณัฐกานต์ กัญวงศ์บัณฑิต	ความสัมพันธ์ ระหว่างราคา ตลาดหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์	- กำไร ก่อน ดอกเบี้ย ภาษี ค่า เสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดจ่าย EBITDA - มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA	ราคาตลาดของ หลักทรัพย์	บริษัท ใน กลุ่ม อุตสาหกรรม สื่อสาร และ พลังงาน ที่ จด ทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ แห่ง ประเทศไทยที่มีการ นำส่งงบการเงิน ระหว่างปี 2545 - 2547 รวม 23 บริษัท (พลังงาน 11, สื่อสาร 12)	ทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างราคาตลาด ของหลักทรัพย์กับ EBITDA และ EVA โดยใช้การวิเคราะห์ ความถดถอย Simple Regression analysis	(1) ราคาตลาดของ หลักทรัพย์กับ EBITDA ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสอง กลุ่มมีความสัมพันธ์กันที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2) ราคาตลาดของ หลักทรัพย์กับ EVA ของ กลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่ม มีความสัมพันธ์กันที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
5	2550	ภาคภูมิ จอมแก้ว	ปัจจัยที่มีอิทธิพล ต่อมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ และ มูลค่าเพิ่มทาง ตลาด กรณีศึกษา หลักทรัพย์กลุ่ม การแพทย์	- มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA) - กำไรสุทธิ (NI) - ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) - ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม (ROA) - ผลตอบแทนต่อ ยอดขาย (ROS)	มูลค่าเพิ่มทาง ก า ร ต ล า ต MVA	ศึกษาหลักทรัพย์ที่ กลุ่มการแพทย์ซึ่ง จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2544-2549 เฉพาะหลักทรัพย์ที่ มีผลการดำเนินงาน ของ กำไรสุทธิ เพิ่มขึ้นทุกปีอย่าง ต่อเนื่อง โดยเริ่ม ศึกษาตั้งแต่เดือน กรกฎาคม 2544-	(1) คี ก ษ า ค ว า ม สัม พันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐกิจกับตัว แปรทางการเงิน อันได้แก่ กำไรสุทธิ, กำไรสุทธิต่อหุ้น, อัตราผลตอบแทน ต่อส่วนผู้ถือหุ้น, อัตราผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทน	พบว่าบริษัท โรงพยาบาล นนทเวช จำกัด (มหาชน) มีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ หลายปัจจัย ได้แก่ กำไร สุทธิ, อัตราผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์รวม, อัตรา ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือ หุ้น, อัตราผลตอบแทนต่อ ยอดขาย, กำไรสุทธิต่อ หุ้นและหลักประกันผู้ให้ กู้ โดยมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
				<ul style="list-style-type: none"> - อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) - กระแสเงินสดอิสระ (FCF) - หลักประกันผู้ให้กู้ (LS) 		มิถุนายน 2549 เป็นระยะเวลา 5 ปี	กระแสเงินสดอิสระและหลักประกันผู้ให้กู้ ในลักษณะของการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยอย่างง่ายที่ระดับความเชื่อมั่น 95%	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตั้งนั้น การสร้างผลตอบแทนจากกำไรจากการดำเนินงานสุทธิให้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องมีผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่บริษัทโรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน) และบริษัทกรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) พบว่าไม่มีปัจจัยใดที่มีอิทธิพล

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
							(2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน และตัวแปรทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดในลักษณะของการทดสอบสมมติฐานทางสถิติโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่	กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเลย แต่ทั้งนี้พบว่ากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นของทั้งสองโรงพยาบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ แต่ยังไม่เพียงพอที่จะมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตามสมมติฐานทางสถิติที่ได้ทำการศึกษา

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
							ระดับความเชื่อมั่น 95% (3) ศี ก ษ า ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐกิจกับ มูลค่าเพิ่มทาง ตลาดในลักษณะ ของการทดสอบ สมมติฐานทางสถิติ โดยใช้เทคนิคการ วิเคราะห์ความ ถดถอยอย่างง่ายที่	บริษัท โรงพยาบาลนนท เวช จำกัด (มหาชน) มี ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ มูลค่าเพิ่มทางตลาด ได้แก่ อัตราผลตอบแทน ต่อ ส่วน ผู้ ถือ หุ้ น เนื่องจากไม่มีการกู้ยืม เงินระยะยาว ทำให้ ต้นทุนที่เกิดขึ้นมาจาก ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เพียงอย่างเดียว ในขณะที่ ที่ปัจจัยที่มีอิทธิพล

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
							ระดับความเชื่อมั่น 95%	ต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด ของบริษัท โรงพยาบาล เอกชล จำกัด (มหาชน) ได้แก่หลักประกันผู้ให้กู้ และมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ และปัจจัยที่มี อิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทาง ตลาดของบริษัท กรุงเทพ ดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ได้แก่ หลักประกันผู้ให้กู้

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
6	2551	ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว	การเปรียบเทียบ ความสามารถใน การอธิบายราคา หลักทรัพย์ของ กระแสเงินสด อิสระและ มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ กรณีศึกษา: บริษัท จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA กระแสเงินสด อิสระ FCF	ราคาตลาดของ หลักทรัพย์	บริษัทในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ระหว่างปี 2545 - 2547 ทุกกลุ่ม ยกเว้น กลุ่ม ธนาคาร กลุ่ม เงินทุน และ หลักทรัพย์ และ กลุ่มประกันภัยและ ประกันชีวิต	วิเคราะห์ความ ถดถอยแบบ ตัดขวาง (Cross- sectional Regression Analysis) ผลการ วิเคราะห์ค่าสถิติที่ ใช้คือ ค่าสถิติ Incremental F เพื่อหาค่า สัมประสิทธิ์การ ตัดสินใจส่วนเพิ่ม (Incremental R ²)	พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ กับราคาหลักทรัพย์สูง กว่ากระแสเงินสดอิสระ และมีความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางเดียวกัน และ ทดสอบการถดถอย พบว่าความสามารถใน การอธิบายราคาของ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมี ความสามารถในการ อธิบายหลักทรัพย์ได้ ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
7	2552	อัญชนา ศิริรักษ์	การวัดผลการ ดำเนินงานโดยวิธี มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ กรณีศึกษา : บริษัทกลุ่ม SET 50 INDEX ใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย	อัตรา ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม (ROA) อัตรา ผลตอบแทนต่อผู้ ถือหุ้น (ROE) กำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าเพิ่มทาง ตลาด (MVA)	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA	บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET50 INDEX ที่ ส่งงบการเงินช่วงปี 2548 – 2550	ศึกษาความสัมพันธ์ ของตัวแปรในรูป สมการถดถอย อย่างง่าย (Simple Regression Analysis) และใช้วิธีกำลังสอง น้อยที่สุด (Least Square Method)	ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และตัวชี้วัดผลการ ดำเนินงานต่าง ๆ พบว่า EVA มีความสัมพันธ์กับ ROA , ROE , EPS และ MVA ไปในทิศทาง เดียวกัน โดยสามารถ อธิบายการเปลี่ยนแปลง ค่าของ EVA ได้ประมาณ ร้อยละ 71 , 22 ,14 และ 9 ตามลำดับ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
8	2554	อังคณา บุญคิด	ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม ทางเศรษฐศาสตร์ กับผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ กลุ่มอาหารและ เครื่องดื่มในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552	จำนวนมูลค่าเพิ่ม ทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA)	อัตรา ผลตอบแทน ของราคาหุ้นใน กลุ่มอาหาร และเครื่องดื่ม	บริษัทในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยกลุ่ม อาหารและ เครื่องดื่มจำนวน 25 กิจการที่มีการ ซื้อขายหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดปี พ.ศ. 2548-2552	พิจารณาค่าสถิติ จากระดับนัยสำคัญ ของค่าสัมประสิทธิ์ ความถดถอย เปรียบเทียบกับ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05	ผลจากการวิเคราะห์การ ถดถอยพหุคูณทั้งหมดที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 สรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ไม่มี ความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์อย่างมี นัยสำคัญทางสถิติ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
9	2556	อาษาณ์ สุวรรณพุกษ์	อิทธิพลของ โครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสด อิสระ มูลค่าเพิ่ม เชิง เศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่ม ทางการตลาด ที่ ส่งผลต่ออัตรา ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ การศึกษาเชิง ประจักษ์ของ	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA อัตรา ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ HPR มูลค่าเพิ่มทาง การตลาด MVA โครงสร้างเงินทุน DE	กระแสเงินสด อิสระ FCF ขนาดของ บริษัท LSIZE	บริษัทที่จัด ทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยที่ผ่าน การคัดเลือก 100 อันดับแรก (SET100) ตาม รายชื่อข้อมูล ณ วันที่ 30 เมษายน 2556 ในงานวิจัย ทำการศึกษาเป็น รายปีในช่วงเวลา	(1) ท ด ส อ บ ความสัมพันธ์ของ โครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท และมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ (2) ท ด ส อ บ ความสัมพันธ์ของ กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ และ มูลค่าเพิ่มทางการ ตลาด	1) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ ปัจจัยมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ (EVA) โดย พบว่า ขนาดบริษัท (LSIZE) มี อิ ท ธิ พ ล ทาง ตรง ข้ า ม แ ล ซ โครงสร้างเงินทุน (DE) ไม่ ส ่ง อิ ท ธิ พ ล ต ่อ มู ล ค ่า เ พิ ม เ ช ิง เศรษฐศาสตร์และไม่มี นัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับความเชื่อมั่น 0.05 แต่โครงสร้างเงินทุนไม่มี

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
			บริษัทจดทะเบียน ในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยใน กลุ่ม SET100			พ.ศ. 2551 - 2555	(3) ศึกษาอิทธิพล ของโครงสร้าง เงินทุน ขนาดของ บริษัท กระแสเงิน สดอิสระ มูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่ม ทางการตลาด ที่ ส่งผลต่ออัตรา ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์	อิทธิพลต่อกันและไม่มี นัยสำคัญทางสถิติ 2) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ ปัจจัยมูลค่าเพิ่มทาง การตลาด (MVA) โดย พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ (EVA) ไม่มี อิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทาง การตลาด และไม่มี นัยสำคัญทางสถิติ ส่วน กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีอิทธิพลทางตรง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
								ที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 3) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ ปัจจัยอัตราผลตอบแทน หลักทรัพย์ (HPR) โดย พบว่า ปัจจัยมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลทางตรงข้ามกับ อัตราผลตอบแทน หลักทรัพย์อย่างมี นัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และปัจจัยมูลค่าเพิ่มทาง

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
								การตลาด (MVA) มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 แต่กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
10	2557	สันตพงษ์ คล่องวิระชัย	ความสัมพันธ์ ระหว่างอัตราส่วน ทางการเงินกับ อัตราการ เปลี่ยนแปลงราคา หลักทรัพย์ใน หมวดธุรกิจหลัก ของตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียน	การ เปลี่ยนแปลง ราคา หลักทรัพย์	หลักทรัพย์ที่จด ทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ 5 หมวดธุรกิจ ได้แก่ ธนาคาร, พลังงาน, เทคโนโลยี สารสนเทศ และ การสื่อสาร, พาณิชย์, พัฒนา อสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 จนถึง ปี พ.ศ. 2557 จำนวน 20	1. การวิเคราะห์ สถิติเชิงพรรณนา 2. วิเคราะห์ค่า สัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ 3. การวิเคราะห์ และขจัดปัญหาค่า ความคลาดเคลื่อน 4. การวิเคราะห์ สมการถดถอย พหุคูณ	ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่า หุ้นทางบัญชีเป็น อัตราส่วนทางการเงินที่ ส่งผลต่ออัตราการ เปลี่ยนแปลงราคา หลักทรัพย์ในแต่ละ หมวดธุรกิจมากที่สุด ยกเว้นในหมวดธุรกิจ พาณิชย์ที่มีอัตราส่วน เงินทุนหมุนเวียน เป็น อัตราส่วนทางการเงินที่ ส่งผลมากที่สุด

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
11	2557	พลวุฒิ ตันติวัฒนกุล	ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม ทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตรา ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ กลุ่ม พัฒนา อสังหาริมทรัพย์ใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA	อัตรา ผลตอบแทน ของหลักทรัพย์	บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยใน กลุ่มพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ จำนวน 66 บริษัท ที่มีการส่งบ การเงินระหว่างปี 2551 – 2555	(1) ท ด ส อ บ ความสัมพันธ์ด้วย ค่าสัมประสิทธิ์ (2) ท ด ส อ บ พิจารณาทิศทาง ของความสัมพันธ์ ของตัวแปรตาม	ค่า สัม ป ระ ส ี ท ธิ สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.227 และ ค่า Prob. เท่ากับ 0.154 สามารถ สรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทาง เศ ร ช ฐ ศ า ส ต ร มี คว า ม สัม พันธ์ กับ ผล ต อ บ แ ท น ข อ ง หลั ก ทร ี พ ย์ อ ย่าง ไม่ มี นัย สำ คัญ ทาง ส ท ธิ มี ควา ม สัม พันธ์ ใน ระดับ ค่อน ข้าง น้อย

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
12	2558	น้องนุช เลากกลาง	ผลกระทบของ มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์กับ อัตราส่วนทางการ เงินที่มีผลต่อ ผลตอบแทน หลักทรัพย์ : บริษัทจดทะเบียน ในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	มูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ EVA อัตรา ผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ ROA อัตรา ผลตอบแทนจาก ผู้ถือหุ้น ROE อัตรา ผลตอบแทนจาก เงินปันผล DIY	มูลค่าเพิ่มทาง การตลาด MVA	บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ได้แก่ บริษัทจด ทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย รวม จำนวนทั้งสิ้น 798 บริษัท ที่ส่งงบ การเงินระหว่างปี 2553 - 2555	(1) วิเคราะห์ ความสัมพันธ์ของ (2) ใช้การวิเคราะห์ สมการถดถอยเชิง พหุคูณ	พบว่าอัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์ อัตรา ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทน จากเงินปันผล รวมทั้ง ข้อมูลการวัดผลการ ดำเนินงานที่พยายาม แก้ไขข้อบกพร่อง ทางด้านบัญชี

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
13	1997	Lehen and Makhija	Economic Value Added (EVA) Myths and Realities : Evidences from Indian Banking Industry ศึกษา ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐกิจกับ อัตราส่วนทางการเงิน	มูลค่าเพิ่มทาง การตลาด (MVA), กำไรสุทธิ (PAT), กำไรต่อหุ้น (EPS), ผลตอบแทนต่อผู้ ถือหุ้น (ROE), ผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทน จากการลงทุน (ROIC)	มูลค่าเชิง เศรษฐกิจ (EVA)	หลักทรัพย์กลุ่ม อุตสาหกรรม การเงินในอินเดีย	ศึกษาความสัมพันธ์ ของตัวแปรในรูป สมการถดถอย อย่างง่าย (Simple Regression Analysis) และใช้ วิธีกำลังสองน้อย ที่สุด (Least Square Method)	พบว่า หากเปรียบเทียบ ปีต่อปี กำไรสุทธิ และ กำไรต่อหุ้น จะมี ความสัมพันธ์กับมูลค่า เชิงเศรษฐกิจมากที่สุด แต่ผลการทดสอบ 5 ปี พบว่า มูลค่าเพิ่มทาง การตลาดกลับมี ความสัมพันธ์มากกว่า อัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
14	2000	Young and Stephen	EVA and value based management : A practical guide to implementation ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐกิจ กับ มูลค่าเพิ่มทางการ ตลาด และกระแส เงินสดอิสระ	กระแสเงินสด อิสระ (FCF) มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA)	มูลค่าเพิ่มทาง การตลาด (MVA)	หลักทรัพย์ใน สหรัฐอเมริกา (ดัชนี S&P 500)	การวิเคราะห์ สมการถดถอย พหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหา ความสัมพันธ์เชิง ปริมาณและการ พยากรณ์ ค่า ระหว่างตัวแปร อิสระที่มีผลต่อตัว แปรตาม	พบว่า ทั้ง FCF และ EVA ต่างก็มีผลต่อ MVA ที่ ระดับนัยสำคัญ 0.5 โดย ถ้าหากมีกระแสเงินสด อิสระที่เหลือจากกิจการ เพิ่มสูงขึ้นทำให้อัตรา ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นตาม ด้วย

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
15	2007	JIANG FENG	Use EVA to Measure and Manage Shareholder Value in a Chinese Listed Corporation การใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในการวัดและประเมินมูลค่าตลาดของราคาหลักทรัพย์	กระแสเงินสดอิสระ (FCF) กระแสเงินสดคิดลด (DCF) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA)	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)	บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน ค.ศ. 2002 - 2006 จำนวน 100 บริษัท	การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงปริมาณและการพยากรณ์ค่าระหว่างตัวแปรอิสระที่มีผลต่อตัวแปรตาม	พบว่า ทั้งกระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจโดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความสัมพันธ์สูงมากขณะที่กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดน้อยกว่า

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
16	2008	Peng Fang- Fang	The Relationship between economic value added and stock price returns in Energy sector ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ และผลตอบแทนของ ราคาหลักทรัพย์	มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA), กำไรต่อหุ้น (EPS), ผลตอบแทนต่อผู้ ถือหุ้น (ROE), ผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ (ROA), ตัวชี้วัดทาง การเงินแบบดั้งเดิม (TRADITIONAL PERFORMANCE MEASURES)	มูลค่าเพิ่มทาง การตลาด (MVA)	หลักทรัพย์ในกลุ่ม อุตสาหกรรม พลังงานและ สาธารณูปโภค โดย เก็บข้อมูลเป็นไตร มาสเริ่มจาก ไตร มาสที่ 3 ของ ค.ศ. 2003 ถึงไตรมาสที่ 3 ของ ค.ศ. 2008	การวิเคราะห์ สมการถดถอย พหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหา ความสัมพันธ์เชิง ปริมาณและการ พยากรณ์ค่า ระหว่างตัวแปร อิสระที่มีผลต่อตัว แปรตาม	พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ สัมพันธ์ กับผลตอบแทนราคา หลักทรัพย์มากกว่า ตัวชี้วัดทางการเงินแบบ ดั้งเดิม ความสัมพันธ์ของ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ขึ้นอยู่กับกำไรต่อหุ้นที่ สำคัญมากกว่าตัวแปรอื่น ในขณะที่มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์สัมพันธ์กับ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
17	2008	Chen Lin and Qiao Zhilin	What influence the company's economic value added? : empirical evidence from china's securities market. ปัจจัยที่มีอิทธิพล ต่อมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์	ความสามารถใน การทำกำไร ความสามารถใน การจัดการ การจัดการสินค้า คงคลัง โครงสร้างเงินทุน ขนาดของกิจการ สินทรัพย์ไม่มี ตัวตน	มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA)	บริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ประเทศ จีน ค.ศ. 2002	การวิเคราะห์ สมการถดถอย พหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหา ความสัมพันธ์เชิง ปริมาณและการ พยากรณ์ค่า ระหว่างตัวแปร อิสระที่มีผลต่อตัว แปรตาม	ปัจจัยมีอิทธิพลหรือส่งผล ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำ กำไร ขนาดของบริษัท ความสามารถของการ เติบโต ความสามารถการ จัดการ และผลตอบแทน ต่อทุนของอุตสาหกรรม ส่วนปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพล กับมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ ได้แก่

ลำดับ	ปี	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	วิธีการ /เครื่องมือ ที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษา
				ความสามารถใน การเติบโต ค่าเฉลี่ย ผลตอบแทน อุตสาหกรรม				สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน และการจัดการสินค้าคง คลังไม่มีผลต่อมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

สำหรับบทที่ 3 ได้มีการรวบรวมรายละเอียดเกี่ยวกับระเบียบวิธีการวิจัย นับตั้งแต่การออกแบบงานวิจัย โดยเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The relationship between Free cash flow Financial ratio And Economic value added And The change in securities prices Of SET100 group registration in the Stock Exchange of Thailand) ระหว่างช่วงปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 จำนวน 100 บริษัท ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis : MRA) เพื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ของข้อมูลที่ได้จากงบการเงิน ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้นำเสนอระเบียบวิธี โดยแบ่งเป็น 3 ส่วนเรียงตามลำดับ ดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

3.3 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ ข้อมูลของบริษัทกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านการคัดเลือกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อ้างอิงจากข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2562) รวม 100 บริษัท

3.1.2 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

จากประชากรที่ใช้ในการศึกษาผู้วิจัยได้เลือกหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 ที่ผ่านการคัดเลือกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อ้างอิงจากข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2562) มาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง โดยพิจารณามูลค่าการซื้อขาย (Market Capitalization) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือนธันวาคมปี 2562 มีมูลค่าการซื้อขายดังนี้ ดัชนี SET จำนวน 16,747,455.83 ล้านบาท, ดัชนี SET50 จำนวน 11,765,801.50 ล้านบาท, ดัชนี SET100 จำนวน 13,094,513.15 ล้านบาท และดัชนี SETHD จำนวน 4,474,522.01 ล้านบาท จะเห็นได้ว่าดัชนี SET100 มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุดคิดเป็นร้อยละ 78.19 ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งตลาด โดยดัชนี SET100 นั้น คือ หุ้น 100 อันดับแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้คัดเลือกโดยหุ้นจะต้องมีคุณสมบัติดังนี้ 1. หุ้นที่มีพื้นฐานที่ดี 2. หุ้นที่มีมูลค่าการซื้อขาย หรือมูลค่ารวมในตลาดสูงเป็น 100 อันดับแรก 3. หุ้นที่มีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ หรือมีสภาพคล่องสูง 4. หุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงกว่าร้อยละ 20 และ 5. ไม่ใช่หุ้นที่กำลังจะถูกเพิกถอนหรือเป็นหุ้นที่อยู่ระหว่างการพักการซื้อขาย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการปรับปรุงรายชื่อหุ้นที่ตรงตามเงื่อนไขอย่างสม่ำเสมอทุก 6 เดือน เพื่อให้นักลงทุนมั่นใจได้ว่า การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มดัชนี SET100 นั้น จะมีคุณสมบัติครบถ้วนตามที่กำหนด จึงถือได้ว่าหลักทรัพย์กลุ่มดัชนี SET100 ถือเป็นตัวแทนประชากรของดัชนีหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างทั้ง 100 บริษัทนั้น แบ่งเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 24 บริษัท, กลุ่มทรัพยากร 23 บริษัท, กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 20 บริษัท, กลุ่มธุรกิจการเงิน 14 บริษัท, กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 9 บริษัท, กลุ่มเทคโนโลยี 8 บริษัท และสินค้าอุตสาหกรรม 2 บริษัท ซึ่งจาก 100 บริษัท มีบริษัทที่มีข้อมูลเพื่อใช้ในการวิจัยครบถ้วนจำนวน 72 บริษัท

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยรายงานประจำปี งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2559 ถึงปี 2561 ระยะเวลา 3 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SET-SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีขั้นตอนในการวิจัยดังนี้

3.2.1 การศึกษาข้อมูลเอกสาร (Document Research) โดยศึกษารวบรวมข้อมูลจากเอกสาร บทความ หรืองานวิจัยในอดีต ทั้งที่เป็นทฤษฎี แนวคิด และบทวิเคราะห์ทางการเงินต่าง ๆ โครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราส่วนทางการเงิน อัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การลงทุนในหลักทรัพย์ กระแสเงินสด และมูลค่าเชิงเศรษฐกิจ

3.2.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล ใช้โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยรายงานประจำปี งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน บริษัท ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2559 ถึงปี 2561 จำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท ระยะเวลา 3 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SET-SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วนำมาแทนค่าเพื่อหาค่าของแต่ละตัวแปรดังต่อไปนี้

3.2.2.1 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) แทนค่าตัวแปรด้วย FCF

กระแสเงินสดอิสระคำนวณได้จากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังจากหักรายจ่ายเพื่อการลงทุนออกไปแล้ว เป็นเงินสดที่กิจการสามารถนำไปใช้ในการจ่ายชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืม หรือนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของกิจการได้ทั้งหมด โดยในอดีตเคยมีผู้ใช้ตัวแปรนี้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่ ภาคภูมิ (2550), ปรียาภรณ์ (2551), อาษาตม์ (2556), Jiang Feng (2007) และ Young & Stephen (2000) ซึ่งกระแสเงินสดอิสระคำนวณได้ดังนี้

$$FCF = CFO - CAPEX$$

โดยที่

CFO คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow Form Operation : CFO) ที่แสดงอยู่ในงบกระแสเงินสด ซึ่งได้หักรายการทางบัญชีที่ไม่ใช่เงินสดจริง (Non Cash Charge) และหักรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นสม่ำเสมอในธุรกิจ (Non Recurring Items) ออกแล้ว

CAPEX คือ รายจ่ายเพื่อการลงทุน (Capital Expenditure : CAPEX) ซึ่งเป็นรายจ่ายฝ่ายทุนคำนวณจากการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ถาวร

3.3.2.2 อัตราส่วนทางการเงิน เป็นอัตราส่วนที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้น 4 รายการ ดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return On Assets) แทนค่าตัวแปรด้วย ROA

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เป็นการคำนวณความสามารถในการทำกำไรเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ที่มีว่่าก่อให้เกิดผลตอบแทนกลับคืนมาน้อยเพียงใด แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการนำสินทรัพย์ของกิจการไปหารายได้ โดยในอดีตเคยมีผู้ใช้ตัวแปรนี้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่ จรรยาพรรณ (2546), นื่องนุช (2558), ภาคภูมิ (2550), อัญชญา (2552), Peng Fang-Fang (2008) และ Lehen and Makhija (1997) ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมคำนวณได้ดังนี้

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times 100$$

2) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity) แทนค่าตัวแปรด้วย ROE

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นการคำนวณความสามารถในการทำกำไรเปรียบเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น (ทุน) แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการนำเงินทุนของกิจการไปหารายได้ โดยในอดีตเคยมีผู้ใช้ตัวแปรนี้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่ สันทพวงศ์ (2557), จรรย์วรรณ (2546), นื่องนุช (2558), ภาควงศ์ (2550), อัญชญา (2552), Peng Fang-Fang (2008) และ Lehen and Makhija (1997) ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณได้ดังนี้

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเฉลี่ย}} \times 100$$

3) กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share) แทนค่าตัวแปรด้วย EPS

กำไรต่อหุ้นเป็นการคำนวณกำไรสุทธิเปรียบเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (Outstanding Shares) แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานที่ทำมาหาได้ในปีนั้นถ้าแบ่งให้ผู้ถือหุ้นจะได้ผลกำไรหุ้นละเท่าใด โดยในอดีตเคยมีผู้ใช้ตัวแปรนี้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่ ณัฐกานต์ (2549), อัญชญา (2552) และ Peng Fang-Fang (2008) ซึ่งกำไรต่อหุ้นคำนวณได้ดังนี้

$$EPS = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นบริษัทที่ชำระแล้ว}}$$

4) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price per Book Value) แทนค่าตัวแปรด้วย P/BV

อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นการคำนวณราคาหุ้นเปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชี แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกันนั้น มีมูลค่าสูงกว่า (หากค่าเกินกว่า 1) มูลค่าตามบัญชี หรือต่ำกว่า (หากค่าต่ำกว่า 1) มูลค่าตามบัญชี โดยจากงานวิจัยในอดีตมีเพียง Lehen and Makhija, (1997) เท่านั้น ที่ทำการศึกษามูลค่าหลักทรัพย์ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอัตราส่วนราคาต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$P/BV = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}}$$

3.2.2.3 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added) แทนค่าตัวแปรด้วย EVA

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเกิดจากแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่กล่าวว่า “ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนได้ทั้งหมดที่เกิดขึ้น” (อัญชญา, 2552) หากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นบวกจะแสดงถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นในส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย ดังนั้นราคาของหลักทรัพย์ก็ควรจะเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม ถ้ามูลค่าเพิ่ม

เชิงเศรษฐกิจเป็นลบ แสดงถึงการลดมูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยนั้น ราคาของหลักทรัพย์ก็ควรจะลดลง โดยในอดีตเคยมีผู้ใช้ตัวแปรนี้ในการศึกษาวิจัย เช่น ฌ็องกานต์ (2549), อัญชญา (2552), Peng Fang-Fang (2008) และ Jiang Feng (2007) เป็นต้น ซึ่งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Charge}$$

โดยที่

NOPAT คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (Net Operating after Tax) คำนวณจาก กำไรสุทธิจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (Earning before interest and Tax) $\times (1 - \text{อัตราภาษี})$ สมมติฐานที่ใช้ในการคำนวณอัตราภาษี คือ ร้อยละ 20

Capital Charge คือ ค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนทั้งหมด โดยคำนวณจากอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนขั้นต่ำ โดยนำอัตราต้นทุนเงินทุน (WACC) คูณด้วย เงินทุน (Invested Capital)

$$\text{Capital Charge} = WACC \times \text{Invested Capital}$$

โดยที่

Invested Capital เงินทุน หรือเงินลงทุนที่ลงไปแสดงถึงผลรวมของแหล่งเงินทุนทั้งสิ้นที่ได้มาจากการจัดหาเงินไม่รวมหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ยคำนวณจาก สินทรัพย์ถาวรรวมทั้งสิ้น - หนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (ได้แก่ เจ้าหนี้การค้า, ตัวเงินจ่าย, ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย, รายได้รับล่วงหน้า และหนี้สินหมุนเวียนอื่น ๆ)

WACC อัตราต้นทุนเงินทุน หรือต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital) เกิดจากผลรวมของต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้ (ทั้งระยะสั้นและระยะยาว) กับต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นที่ได้มีการถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วน โดยเปรียบเทียบของโครงสร้างเงินทุนระหว่างหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้นที่คำนวณขึ้นตามราคาตลาด คำนวณได้ดังนี้

$$[Kd \times (1 - T) D \div (D + E)] + (Ke \times E \div (D + E))$$

โดยที่

D คือ เงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt)

E คือ เงินทุนของเจ้าของ (Equity)

Kd คือ ต้นทุนของหนี้สิน (The Cost of Debt)

Ke คือ ต้นทุนของเจ้าของ (The Cost of Equity)

T คือ ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax rate)

Kd คือ ต้นทุนของหนี้สิน (The Cost of Debt) คำนวณโดยนำอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ หรืออัตราผลตอบแทนที่ถือไว้จนครบกำหนด (Yield to Maturity) เนื่องจากข้อมูลในหมายเหตุ ประกอบรายงานทางการเงินบางกิจการไม่ได้ระบุรายละเอียดของอัตราดอกเบี้ยไว้ ผู้วิจัยจึงใช้อัตรา ดอกเบี้ยเงินกู้แบบมีระยะเวลาที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้ารายใหญ่ขั้นต่ำ (Minimum Loan Rate : MLR) เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศ ที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ในวันทำการสุดท้ายของแต่ละปีของข้อมูล โดยมีรายละเอียดดังนี้

ประเภทอัตราดอกเบี้ย	ปี 2559	ปี 2560	ปี 2561
MLR	6.9695	6.9984	6.9984

Ke คือ ต้นทุนของเจ้าของ (The Cost of Equity) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ผู้ ถือหุ้นต้องการ ซึ่งกำหนดผลตอบแทนจากการประเมินความเสี่ยงที่เกี่ยวกับการลงทุน สามารถ คำนวณได้ 2 วิธี คือ แบบจำลองการเติบโตของเงินปันผล (Dividend Growth Model) และ แบบจำลองการประเมินสินทรัพย์ทางการเงิน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) แต่เนื่องด้วย แบบจำลองการเติบโตของเงินปันผลที่จะได้รับในอนาคตไม่มีกำหนดระยะเวลาที่แน่นอนและมีอัตรา การเติบโตที่คงที่จึงอาจจะไม่สะท้อนความเป็นจริง ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้ Mode CAPM มาคำนวณ ดังนี้

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

โดยที่

Rf คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free Rate) ในการศึกษาคั้ง นี้ผู้วิจัยใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ทำการศึกษา 1 เมษายน 2563 อยู่ที่ ร้อยละ 1.425 (ผล ต อ บ แทน พัน ธ บั ต ร โ ท ย 10 ปี , <https://th.investing.com/rates-bonds/thailand-10-year-bond-yield>, สืบค้นเมื่อ 1 เมษายน 2563)

β คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ เป็นตัววัดค่าความผันผวนของหลักทรัพย์ ของบริษัทเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ซึ่งจะสะท้อนความเสี่ยงของกิจการ ถ้าหากค่าเบต้า มีค่ามากกว่า 1 หมายถึง ราคาหุ้นของบริษัทนั้น มีแนวโน้มผันผวนมากกว่าตลาดหุ้นโดยรวมหรือ อ่อนไหวมาก ค่าเบต้าของหุ้นแต่ละตัวสืบค้นจากฐานข้อมูลของ Set Smart

Rm คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด เป็นการคำนวณผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ซึ่งคำนวณจากราคาดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index : TRI) (ราคาดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index : TRI), <https://www.set.or.th/th/market/tri.html>, สืบค้นเมื่อ 1 เมษายน 2563) โดยมีรายละเอียดดังนี้

อัตราผลตอบแทนของตลาด	ปี 2559	ปี 2560	ปี 2561
SET100 TRI (YTD)	23.61	20.50	-7.14

3.2.2.4 อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แทนค่าตัวแปรด้วย PRICE

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นข้อมูลที่เกิดจากการคำนวณอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาปิด (Close) เปรียบเทียบกับราคาปิดของวันก่อนหน้า (Prior) ที่เกิดขึ้นบนกระดานซื้อขายที่เลือกภายในช่วงเวลาที่กำหนด ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\frac{\text{CLOSE}_T - \text{CLOSE}_{T-1}}{\text{CLOSE}_{T-1}} \times 100$$

3.3 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.3.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล สถิติที่ใช้ ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) ซึ่งประกอบไปด้วยตัวแปรต่าง ๆ ต่อไปนี้ กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

3.3.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ใช้พิจารณาโดยกำหนดค่าความสัมพันธ์ไว้ถ้าหากมีค่ามากกว่า 0.80 แสดงว่าจะเกิดปัญหาจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับสูงมาก (Multicollinearity) Field, A. (2000)

3.3.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณด้วยวิธีขั้นตอน (Stepwise Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และทดสอบสมมติฐานของตัวแปรต่าง ๆ ต่อไปนี้ กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และ อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี โดยนำข้อมูลที่ได้ทั้งหมดมาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเทคนิคทางสถิติด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางคอมพิวเตอร์ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

(Multiple Regression Analysis : MRA) เพื่อวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ซึ่งวัดค่าโดยใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยแสดงเป็นตัวแบบสมการ Regression ดังนี้

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 P/BV_{it}$$

$$PRICE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 P/BV_{it}$$

โดยที่

FCF _{it}	แทน	กระแสเงินสดอิสระของบริษัท i ในปี t
ROA _{it}	แทน	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t
ROE _{it}	แทน	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t
EPS _{it}	แทน	กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t
P/BV _{it}	แทน	อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท i ในปี t
EVA _{it}	แทน	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัท i ในปี t
PRICE _{it}	แทน	อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i

ในปีที่ t

บทที่ 4

การวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้เป็นการนำเสนอผลการศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และ อัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินการวิจัยโดยการวิเคราะห์ข้อมูลทุติยภูมิ คือ ข้อมูลทางการเงินจากรายงานทางการเงินประจำปีที่ได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาตจากฐานข้อมูลระบบ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 100 บริษัท ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 โดยในจำนวนนี้มี 72 บริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนในการใช้วิเคราะห์ข้อมูล คิดเป็น 216 ตัวอย่าง โดยแยกแสดงการวิเคราะห์ผลเป็น 3 ส่วน ดังนี้

- 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Description Statistics)
- 4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)
- 4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Description Statistics)

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลซึ่งได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในส่วนนี้จะใช้สถิติเชิงพรรณนา (Description Statistics) อธิบายลักษณะเฉพาะของกลุ่มตัวอย่างซึ่งประกอบด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) สรุปผลการวิเคราะห์ที่ได้ดังนี้

4.1.1 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลผลการวิเคราะห์กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow : FCF)

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	-38.30	290.88	2.10	10.96	39.63
2560	78	-26.78	327.42	2.66	13.95	43.52
2561	78	-74.49	230.53	3.06	10.31	33.40
2559 - 2561	216	-74.49	327.42	2.74	11.74	38.92

จากตารางที่ 4.1 พบว่ากระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ -38.30 ล้านบาท, -26.78 ล้านบาท และ -74.49 ล้านบาทตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 290.88 ล้านบาท, 327.42 ล้านบาท และ 230.53 ล้านบาทตามลำดับ ค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 10.96 ล้านบาท, 13.95 ล้านบาท และ 10.31 ล้านบาทตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีค่าต่ำสุดที่ -74.49 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 327.42 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.74 ล้านบาท จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดมีความห่างกันอยู่มาก ถึงแม้ว่า กระแสเงินสดอิสระจะหมายถึงกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากหักรายจ่ายการลงทุนของบริษัท แต่บริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระเป็นลบนั้น ไม่ได้หมายความว่าบริษัทนั้น กำลังประสบปัญหาในการดำเนินธุรกิจเสมอไป ขึ้นอยู่กับว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นลบหรือไม่ ถ้าในกรณีที่กระแสเงินสดอิสระเป็นลบ แสดงว่าบริษัทกำลังมีปัญหาในการดำเนินงาน หากแต่ถ้ากำไรจากการดำเนินงาน หลังหักภาษีเป็นบวก แสดงว่าบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานค่อนข้างสูงเพื่อสนับสนุนการเจริญเติบโต (ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550)

ตารางที่ 4.2 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA)

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA)				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	-0.96	33.42	8.82	9.93	7.04
2560	78	-2.66	25.22	9.36	9.30	5.56
2561	78	-3.35	23.25	7.94	8.70	5.49
2559 - 2561	216	-3.35	33.42	8.77	9.31	6.07

จากตารางที่ 4.2 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ -0.96 เท่า, -2.66 เท่าและ -3.35 เท่าตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 33.42 เท่า, 25.22 เท่าและ 23.25 เท่าตามลำดับค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 9.93 เท่า, 9.30 เท่าและ 8.70 เท่าตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุดที่ -3.35 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 33.42 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.77 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความใกล้เคียงกับการศึกษาเชิงพรรณนาแยกเป็นรายปี โดยที่ค่าเฉลี่ยมีค่าเป็นบวกแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรจากการบริหารจัดการสินทรัพย์ ทั้งนี้อาจพิจารณาว่าการจัดหาเงินทุนสอดคล้องกับการใช้เงินลงทุนหรือไม่ (น้องนุช เลากกลาง, 2558)

ตารางที่ 4.3 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	-7.39	67.44	14.71	17.21	12.66
2560	78	-6.72	64.76	15.24	16.90	11.55
2561	78	-17.08	55.05	13.04	15.35	11.25
2559 - 2561	216	-17.08	67.44	14.47	16.49	11.81

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ -7.39 เท่า, -6.72 เท่าและ -17.08 เท่าตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 67.44 เท่า, 64.76 เท่าและ 55.05 เท่าตามลำดับค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 17.21 เท่า, 16.90 เท่าและ 15.35 เท่าตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุดที่ -17.08 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 67.44 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.49 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความใกล้เคียงกับการศึกษาเชิงพรรณนาแยกเป็นรายปี โดยที่ค่าเฉลี่ยมีค่าเป็นบวกแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรจากเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงทุนในกิจการ แสดงถึงผลการดำเนินงานมีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ทั้งนี้ นักลงทุนต้องใช้อัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ วิเคราะห์ร่วมด้วย เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (น้องนุช เลากกลาง, 2558)

ตารางที่ 4.4 ข้อมูลผลการวิเคราะห์กำไรต่อหุ้น (Earning per Share : EPS)

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	กำไรต่อหุ้น (Earning per Share : EPS)				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	-0.59	46.74	1.27	3.75	7.33
2560	78	-1.05	46.74	1.32	3.99	8.30
2561	78	-1.85	40.03	1.34	3.43	6.92
2559 - 2561	216	-1.85	46.74	1.32	3.72	7.50

จากตารางที่ 4.4 พบว่ากำไรต่อหุ้น (Earning per Share : EPS) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ -0.59 เท่า, -1.05 เท่าและ -1.85 เท่าตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 46.74 เท่า, 46.74 เท่าและ 40.03 เท่าตามลำดับค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 3.75 เท่า, 3.99 เท่าและ 3.43 เท่าตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า กำไรต่อหุ้นมีค่าต่ำสุดที่ -1.85 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 46.74 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.72 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอยู่มาก ทั้งนี้ เป็นผลจากการที่บริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่อยู่เพียงไม่กี่บริษัท ทำให้ผลของค่าเฉลี่ยและค่าสูงสุดมีค่าแตกต่างกันจำนวนมาก ซึ่งเป็นข้อจำกัดในการใช้กำไรต่อหุ้นในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ จึงต้องใช้ข้อมูลอื่น ๆ ประกอบการพิจารณาด้วย (อาษาฒ์ สุวรรณพฤษ, 2556)

ตารางที่ 4.5 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price Per Book Value Ratio : P/BV)

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price Per Book Value Ratio)				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	0.82	19.46	2.45	4.18	3.78
2560	78	0.95	21.09	2.60	4.45	4.05
2561	78	0.58	10.97	1.98	3.14	2.63
2559 - 2561	216	0.58	21.09	2.40	3.92	3.57

จากตารางที่ 4.5 พบว่าอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price Per Book Value Ratio : P/BV) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 0.82 เท่า, 0.95 เท่าและ 0.58 เท่าตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 19.46 เท่า, 21.09 เท่าและ 10.97 เท่า

ตามลำดับค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 4.18 เท่า, 4.45 เท่า และ 3.14 เท่าตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี มีค่าต่ำสุดที่ 0.58 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.09 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.92 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอยู่มาก อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีอาจไม่นิยมนำมาเป็นเครื่องมือในการประเมินมูลค่าหุ้นมากนัก แต่ก็ยังเป็นเครื่องมือที่สามารถบ่งบอกถึงความถูก หรือแพงของมูลค่าหุ้นที่ซื้อขายกันอยู่ได้ ณ ปัจจุบัน เมื่อเทียบกับมูลค่าตามบัญชี (Lehen and Makhija, 1997)

ตารางที่ 4.6 ข้อมูลผลการวิเคราะห์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA)

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA)				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	-85.78	268.82	2.69	12.99	50.69
2560	78	-86.17	285.68	1.48	12.13	51.68
2561	78	-199.57	231.78	3.77	17.39	52.69
2559 - 2561	216	-199.57	285.68	2.64	14.17	51.50

จากตารางที่ 4.6 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ -85.78 ล้านบาท, -86.17 ล้านบาทและ -199.57 ล้านบาทตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 268.82 ล้านบาท, 285.68 ล้านบาทและ 231.78 ล้านบาทตามลำดับค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 12.99 ล้านบาท, 12.13 ล้านบาทและ 17.39 ล้านบาทตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดที่ -199.57 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 285.68 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.17 ล้านบาท จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอยู่มาก โดยหากผลการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นบวกหมายความว่า กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี มีค่าสูงกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุน แสดงว่าบริษัทได้สร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ในทางกลับกันหากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นลบ แสดงว่าบริษัทได้ทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้นลง (อัญชนา ศิริรักษ์, 2552) ทั้งนี้ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจก็มีข้อจำกัดในการนำมาใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เช่น วิธีการคำนวณ ต้องอาศัยข้อมูลเชิงลึก ส่งผลให้ผู้ประเมินภายนอก เช่น นักลงทุน หรือนักวิเคราะห์ อาจจะคำนวณได้ผลที่แตกต่างกันออกไปตามวิถรณ์ญาณของแต่ละบุคคล นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยในเรื่องของความคลาดเคลื่อนของช่วงเวลาในการลงทุน เนื่องจากถ้าคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่เริ่มลงทุน กำไรจากการดำเนินงานจะ

น้อย ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าน้อยตามไปด้วย ในขณะที่ถ้าเริ่มลงทุนมาระยะเวลาหนึ่งแล้ว ผลที่ได้จากการลงทุนจะทำให้กำไรจากการดำเนินงานสูงขึ้น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่ได้ก็จะมีค่าเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 4.7 ข้อมูลผลการวิเคราะห์อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

ปี	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์				
		Min	Max	Median	Mean	S.D.
2559	78	-53.09	227.49	15.60	31.03	48.22
2560	78	-36.37	255.77	13.27	24.27	50.53
2561	78	-63.21	75.85	-16.15	-16.40	23.21
2559 - 2561	216	-63.21	255.77	4.48	12.97	47.22

จากตารางที่ 4.7 พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน กลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีค่าต่ำสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ -53.09 เท่า, -36.37 เท่าและ -63.21 เท่าตามลำดับ ค่าสูงสุดระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 227.49 เท่า, 255.77 เท่าและ 75.85 เท่าตามลำดับค่าเฉลี่ยของข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีค่าเท่ากับ 31.03 เท่า, 24.27 เท่าและ -16.40 เท่าตามลำดับ และเมื่อนำมาคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดที่ -63.21 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 255.77 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.97 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอยู่มาก โดยผลการศึกษาในอดีตได้มีผู้อธิบายเหตุผลของความแตกต่างนี้ด้วยทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Week – Form Efficiency) กล่าวคือ เป็นตลาดที่นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียม และข้อมูลด้านราคามีน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ (น้องนุช เลากกลาง, 2558)

4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

จากวัตถุประสงค์การวิจัยที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอัตราส่วนทางการเงินที่นำมาศึกษานั้นประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีซึ่งนำไปสู่สมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตรา การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

โดยเริ่มจากการทดสอบค่าผิดปกติของข้อมูล การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของข้อมูลด้วย สถิติสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์ข้อมูลด้วย สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อหาค่าตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม

4.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของข้อมูลด้วยสถิติสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

1) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของข้อมูลด้วยสถิติสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

จากการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรจากกลุ่มตัวอย่าง 216 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 แสดงผลเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 4.8 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Correlations						
		FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV
FCF	Pearson Correlation	1	.558**	0.049	0.043	-0.082
	Sig. (2-tailed)		0.000	0.470	0.525	0.228
	N	216	216	216	216	216
EPS	Pearson Correlation	.558**	1	0.127	0.055	-.154*
	Sig. (2-tailed)	0.000		0.063	0.424	0.023
	N	216	216	216	216	216
ROE	Pearson Correlation	0.049	0.127	1	.738**	.604**
	Sig. (2-tailed)	0.470	0.063		0.000	0.000
	N	216	216	216	216	216
ROA	Pearson Correlation	0.043	0.055	.738**	1	.553**
	Sig. (2-tailed)	0.525	0.424	0.000		0.000
	N	216	216	216	216	216
P/BV	Pearson Correlation	-0.082	-.154*	.604**	.553**	1
	Sig. (2-tailed)	0.228	0.023	0.000	0.000	
	N	216	216	216	216	216

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรมีค่าสหสัมพันธ์ (r) อยู่ระหว่าง $-0.154 - 0.738$ โดยค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำกว่า 0.8 จึงสามารถนำไปวิเคราะห์ Collinearity & Multicollinearity ได้ โดยตารางข้างต้นสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระได้ดังนี้

กระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้นในทิศทางเดียวกัน โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้คือ $0.043, 0.049$ และ 0.558 ตามลำดับ และกระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีในทิศทางตรงกันข้าม โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้คือ -0.082

กำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดอิสระในทิศทางเดียวกัน โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้คือ $0.055, 0.127$ และ 0.558 ตามลำดับ และกำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีที่ระดับความสัมพันธ์ -0.154

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดอิสระ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกัน โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้คือ $0.049, 0.127, 0.604$ และ 0.738 ตามลำดับ

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดอิสระ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้คือ $0.043, 0.055, 0.553$ และ 0.738 ตามลำดับ

อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้คือ 0.553 และ 0.604 และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกระแสเงินสด และกำไรต่อหุ้นที่ระดับความสัมพันธ์ -0.082 และ -0.154 ตามลำดับ

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระข้างต้น พบว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ อยู่ในช่วง $-0.154 - 0.738$ ซึ่งไม่เกิน 0.8 (Field, 2000) แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่มีปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง (Multicollinearity) ที่จะส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณ ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสมการถดถอยได้

4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4.9 แสดงผลลัพธ์ค่าสถิติตารางสรุบทัวแบบ (model summary) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.729 ^a	0.532	0.520	35665498.863	2.074

a. Predictors: (Constant), P/BV, FCF, ROA, EPS, ROE

b. Dependent Variable: EVA

จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล (Auto Correlation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.074 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50 – 2.50 และเมื่อนำตัวแปรอิสระเข้าสู่สมการถดถอย พบว่า ตามตัวแบบที่ 2 ความแปรปรวนของกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ประมาณร้อยละ 53.20 ($R^2 = 0.532$) ที่เหลืออีกร้อยละ 46.80 เป็นผลจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา

ตารางที่ 4.10 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (regression coefficient) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

Coefficients								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	13063742.488	4693170.300		2.784	0.006		
	FCF	0.886	0.075	0.670	11.747	0.000	0.686	1.458
	EPS	538590.727	407521.512	0.078	1.322	0.188	0.633	1.581
	ROE	-83214.346	334649.347	-0.019	-0.249	0.804	0.379	2.640
	ROA	-777011.787	606798.151	-0.092	-1.281	0.202	0.437	2.290
	P/BV	-687665.042	911420.410	-0.048	-0.754	0.451	0.560	1.787

a. Dependent Variable: EVA

จากการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจพบว่า มีค่า VIF น้อยกว่า 10 กล่าวคือ อยู่ระหว่าง 1.458 – 2.640 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity และจากตารางที่ 4.9 ตัวแบบที่ 2 พบว่า

กระแสเงินสดอิสระมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 0.886 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) เท่ากับ 0.670 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 11.747 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.000 < 0.05) แสดงว่า กระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.10 สรุปได้ว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีค่านัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.05 สอดคล้องกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ให้ผลว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าถ้ากิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นั้นหมายถึงว่า กิจการมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นผลประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่อง หรือสามารถนำกระแสเงินสดอิสระไม่ขยายกิจการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับหลักทรัพย์ได้ นอกจากนี้ ยังแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของกิจการที่มีความสามารถในการรับมือ หากเกิดภาวะวิกฤตขึ้นได้ ดังนั้น กระแสเงินสดอิสระที่เพิ่มขึ้นควรมีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (JIANG FENG, 2007)

จากการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระกระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ โดยกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในทิศทางเดียวกันที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 4.11 แสดงผลลัพธ์ค่าสถิติตารางสรุปตัวแบบ (model summary) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.405 ^a	0.164	0.144	43.688	1.570

a. Predictors: (Constant), P/BV, FCF, ROA, EPS, ROE

b. Dependent Variable: PRICE

จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.10 พบว่า ตัวแปรอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล (Auto Correlation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.570 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50 – 2.50 และเมื่อนำตัวแปรอิสระเข้าสู่สมการถดถอย พบว่า ตามตัวแบบที่ 2 ความแปรปรวนของอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ประมาณร้อยละ 16.40 ($R^2 = 0.164$) ที่เหลืออีกร้อยละ 83.60 เป็นผลจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา

ตารางที่ 4.12 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (regression coefficient) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

Coefficients								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-7.022	5.749		-1.221	0.223		
	FCF	8.114	0.000	0.067	0.878	0.381	0.686	1.458
	EPS	0.278	0.499	0.044	0.557	0.578	0.633	1.581
	ROE	0.050	0.410	0.013	0.123	0.902	0.379	2.640
	ROA	-0.593	0.743	-0.076	-0.798	0.426	0.437	2.290
	P/BV	5.788	1.116	0.437	5.184	0.000	0.560	1.787

a. Dependent Variable: PRICE

จากการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของกระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น, อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์พบว่า มีค่า VIF น้อยกว่า 10 กล่าวคือ อยู่ระหว่าง 1.458 – 2.640 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity และจากตารางที่ 4.10 ตัวแบบที่ 2 พบว่า

อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 5.788 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) เท่ากับ 0.437 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 5.184 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.000 < 0.05) แสดงว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.12 สรุปได้ว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์มีค่านัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.05 ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน เป็นไปตามแนวคิดที่ว่าอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นเครื่องมือชี้วัดที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยเปรียบเทียบระหว่างราคาหลักทรัพย์ล่าสุดในปัจจุบัน กับมูลค่าหุ้นทางบัญชี ซึ่งหมายถึงราคาที่ทำการซื้อขายกันอยู่นั้น ถูกหรือแพงเมื่อเทียบกับราคาตามบัญชี โดยผลการทดสอบที่ได้นั้นสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lehen and Makhija, (1997)

จากการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณสรุปได้ว่า ตัวแปรอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ โดยอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

4.4 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล เป็นการประเมินว่าปัจจัยใดที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลที่ได้นั้นแสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในทิศทางเดียวกัน โดยที่กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่ค่านัยสำคัญทางสถิติระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษา จะนำไปใช้เป็นข้อมูลในการสรุปผลที่ได้จากการวิจัย การอภิปรายผลว่ามีความสอดคล้องกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่เคยศึกษามาแล้วในอดีตหรือไม่ รวมถึงข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้จะกล่าวในบทถัดไป

ตารางที่ 4.13 สรุปผลตามสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1 : กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
- กระแสเงินสดอิสระ	สนับสนุน
- อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)	ไม่สนับสนุน
- อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุน
- กำไรต่อหุ้น (EPS)	ไม่สนับสนุน
- อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)	ไม่สนับสนุน
สมมติฐานที่ 2 : กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
- กระแสเงินสดอิสระ	ไม่สนับสนุน
- อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)	ไม่สนับสนุน
- อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุน
- กำไรต่อหุ้น (EPS)	ไม่สนับสนุน
- อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)	สนับสนุน

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากความต้องการใช้ข้อมูลทางการเงิน เพื่อประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ไปใช้ในการตัดสินใจลงทุน หรือคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุน จึงนำมาซึ่งเหตุผลในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินนั้นประกอบไปด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี โดยได้ทำการศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนจำนวน 216 ตัวอย่าง โดยการวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิที่รวบรวมจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นจากบทความ บทวิเคราะห์ จากหนังสือ รายงานวิจัย เอกสารวิชาการ และสิ่งพิมพ์ต่าง ๆ ที่มีเนื้อหาเกี่ยวข้องกับการวิจัย โดยทำการวิเคราะห์ผลเป็น 3 ส่วน ได้แก่ วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา, การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ โดยสรุปผลการศึกษาดังนี้

- 5.1 สรุปผลการศึกษา
- 5.2 อภิปรายผลการศึกษา
- 5.3 ข้อจำกัดของการศึกษา
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

5.1.1 สรุปผลข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีค่าต่ำสุดที่ -74.49 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 327.42 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.74 ล้านบาท จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดมีความห่างกันอยู่มาก แสดงให้เห็นถึงบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทั้งกิจการที่สามารถสร้างกระแสเงินสดอิสระได้จำนวนมาก แต่ในบางบริษัทกลับมีกระแสเงินสดอิสระติดลบ แต่ทั้งนี้ กระแสเงินสดอิสระติดลบอาจไม่ได้หมายถึงว่ากิจการนั้นกำลังประสบปัญหา แต่อาจมีการลงทุนในสินทรัพย์เพิ่ม

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า มีค่าต่ำสุดที่ -3.35 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 33.42 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.77 เท่า โดยมีความใกล้เคียงกับข้อมูลรายปี โดยผลที่ได้แสดงให้เห็นถึงบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่สามารถทำกำไรจากการบริหารจัดการสินทรัพย์ให้มีกำไรได้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า มีค่าต่ำสุดที่ -17.08 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 67.44 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.49 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความใกล้เคียงกับข้อมูลรายปี โดยผลที่ได้แสดงให้เห็นถึงบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีการเติบโตที่ดี

กำไรต่อหุ้น (Earning per Share : EPS) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า มีค่าต่ำสุดที่ -1.85 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 46.74 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.72 เท่า จะเห็นได้ว่า ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอยู่มาก ทั้งนี้ เป็นผลจากการที่บริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่อยู่เพียงไม่กี่บริษัท ทำให้ผลของค่าเฉลี่ยและค่าสูงสุดมีค่าแตกต่างกันจำนวนมาก

อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price Per Book Value Ratio : P/BV) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า มีค่าต่ำสุดที่ 0.58 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.09 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.92 เท่า แสดงให้เห็นว่า ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีราคาสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี เนื่องจากค่าที่ได้เป็นบวกทุกตัวอย่าง

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA) ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า มีค่าต่ำสุดที่ -199.57 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 285.68 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.17 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่ากิจการส่วนใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นบวก หมายความว่า กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี มีค่าสูงกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุน แสดงว่าบริษัทได้สร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 ค่าเฉลี่ยสามปีรวมกันพบว่า มีค่าต่ำสุดที่ -63.21 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 255.77 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.97 เท่า แสดงให้เห็นว่า

ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลาดังกล่าวมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง

5.1.2 สรุปผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์ (r) อยู่ระหว่าง $-0.154 - 0.738$ โดยค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำกว่า 0.8 (Field, 2000) แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่มีปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง (Multicollinearity) ที่จะส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณ โดยของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีรายละเอียดดังนี้ กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดอิสระ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดอิสระ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกระแสเงินสด และกำไรต่อหุ้น

5.1.3 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

จากวัตถุประสงค์การวิจัยที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอัตราส่วนทางการเงินที่นำมาศึกษานั้นประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ซึ่งจากการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ผลดังนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณพบว่า กระแสเงินสดอิสระ มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยกระแสเงินสดอิสระสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ในทิศทางเดียวกันที่ระดับ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าถ้ากิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นั้นหมายถึงว่า กิจการมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นผลประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่อง หรือสามารถนำกระแสเงินสดอิสระไปขยายกิจการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับหลักทรัพย์ได้ ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยผลที่ได้มีดังนี้ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีค่า Sig. เท่ากับ 0.202 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่า Sig. เท่ากับ 0.804 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กำไรต่อหุ้นมีค่า Sig. เท่ากับ 0.188 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า กำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีค่า Sig. เท่ากับ 0.451 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า ข้อมูลที่นำมาคำนวณอัตราส่วนทางการเงินนั้น เป็นข้อมูลทางบัญชีที่จัดทำด้วยเกณฑ์คงค้าง ซึ่งมีความแตกต่างกันในเรื่องของเวลาที่จัดทำข้อมูลสำหรับปัจจัยที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ จึงอาจส่งผลให้อัตราส่วนทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณพบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในทิศทางเดียวกันที่ระดับที่ระดับ 0.05 เป็นไปตามแนวคิดที่ว่าอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นเครื่องมือชี้วัดที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยเปรียบเทียบระหว่างราคาหลักทรัพย์ล่าสุดในปัจจุบัน กับมูลค่าหุ้นทางบัญชี ซึ่งหมายถึงราคาที่ทำการซื้อขายกันอยู่นั้น ถูกหรือแพงเมื่อเทียบกับราคาตามบัญชี ในขณะที่กระแสเงินสดอิสระมีค่า Sig. เท่ากับ 0.381 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า กระแสเงินสดอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีค่า Sig. เท่ากับ 0.426 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่า Sig. เท่ากับ 0.902

ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และกำไรต่อหุ้นมีค่า Sig. เท่ากับ 0.578 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า กำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากการทดสอบสมมติฐานการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ JIANG FENG (2007) ได้อธิบายไว้ว่า กระแสเงินสดอิสระแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของกิจการที่มีความสามารถในการรับมือ หากเกิดภาวะวิกฤตขึ้นได้ดังนั้น กระแสเงินสดอิสระที่เพิ่มขึ้นควรมีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจทั้งสองตัวแปรจึงมีความสัมพันธ์กัน และตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมากที่สุดยังคงเป็นกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งผลที่ได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่าถ้ากิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นั้นหมายถึง กิจการมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นผลประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่อง หรือสามารถนำกระแสเงินสดอิสระไม่ขยายกิจการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับหลักทรัพย์ได้ ตามที่ Young & Stephen, (2000) ได้สรุปว่า กิจการที่สร้างกระแสเงินสดอิสระได้มาก และมีการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระสูงจะทำให้มูลค่าบริษัทสูงตามไปด้วย แต่อย่างไรก็ตาม ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว (2551) และอาชาตม์ สุวรรณพุกษ์ (2556) กลับได้ผลตรงกันข้าม กล่าวคือ กระแสเงินสดอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ โดยปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว (2551) ได้ให้ข้อสรุปเหตุผลว่ากลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษานั้น คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบไปด้วยธุรกิจที่หลากหลาย จึงอาจทำให้ผลของข้อมูลไม่เป็นไปตามแนวคิดของกระแสเงินสดอิสระ และอาชาตม์ สุวรรณพุกษ์ (2556) ได้ให้เหตุผลว่า ในช่วงระยะเวลาที่เก็บข้อมูลนั้น มีอุทกภัยในปี 2554 จึงทำให้ผลที่ได้ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์

นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราส่วนทางการเงินซึ่งประกอบไปด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่า

ทางบัญชี ไม่มีความสัมพันธ์กันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งตัวแปรเหล่านี้ล้วนคำนวณจากข้อมูลทางการเงินที่จัดทำด้วยเกณฑ์คงค้าง ซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต ดังนั้น หากนักลงทุนต้องการที่จะนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้เพื่อตัดสินใจลงทุน ควรต้องพิจารณาปัจจัยอื่นร่วมด้วย เช่น ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ข้อมูลภาวะอุตสาหกรรม และข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท ตามแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ดังที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 และต้องคำนึงถึงข้อจำกัดของการนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของวิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่ต้องใช้ข้อมูลเชิงลึก หรือเรื่องของความคลาดเคลื่อนของช่วงเวลาในการลงทุน ผู้ลงทุนจึงควรพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ร่วมด้วย ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานที่ได้นั้น สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของจรรยาบรรณ จิตวรพันธ์ (2546) และ นื่องนุช เลากกลาง (2558) โดยได้ให้เหตุผลของความไม่สัมพันธ์กันระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจไว้ว่า การใช้แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาประเมินผลการดำเนินงานของกิจการอาจไม่สามารถใช้ได้กับทุกประเภทธุรกิจ ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ทั้งสองท่านทำการศึกษา เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีความหลากหลายของประชากร เมื่อแยกตามประเภทธุรกิจ กล่าวคือ เป็นการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ซึ่งประกอบไปด้วยธุรกิจหลายประเภท นอกจากนี้ ผลการวิจัยครั้งนี้ยังช่วยสนับสนุนทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Week – Form Efficiency) กล่าวคือ เป็นตลาดที่นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียม และข้อมูลด้านราคามีน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lehen and Makhija, (1997) ที่ได้อธิบายไว้ว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นการเปรียบเทียบระหว่างราคาหลักทรัพย์ล่าสุดในปัจจุบัน กับมูลค่าหุ้นทางบัญชี เป็นเครื่องมือที่จะช่วยให้นักลงทุนพิจารณาราคาหลักทรัพย์นั้นถูกหรือแพงเมื่อเทียบกับราคาตามบัญชี เป็นไปตามแนวคิดวิธีการคำนวณอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่นำราคาหุ้น ณ วันสิ้นรอบบัญชีมาเป็นปัจจัยในการคำนวณ กล่าวคือ ทั้งสองตัวแปรนั้น ใช้ราคาปิดของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกัน ณ วันสิ้นรอบบัญชีนั้น ๆ มาใช้เป็นปัจจัยในการคำนวณ

นอกจากนี้ผลจากงานวิจัยยังพบว่า ตัวแปรอื่นอย่างเช่น กระแสเงินสดอิสระ, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้นกลับไม่สัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ สะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนในปัจจุบันไม่ได้ประเมิน

หลักทรัพย์ที่จะลงทุนจากข้อมูลเชิงปริมาณ หรือข้อมูลจากงบการเงินเพียงอย่างเดียวเท่านั้น ยังพิจารณาข้อมูลเชิงคุณภาพอื่น ๆ ร่วมด้วย เป็นไปตามแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ ที่ควรพิจารณาปัจจัยอื่นร่วมด้วย เช่น ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ข้อมูลภาวะอุตสาหกรรม และข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท นอกจากนี้ยังสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Weak – Form Efficiency) ซึ่งหมายถึง เป็นตลาดที่นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียม และข้อมูลด้านราคามีน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตที่เคยมีผู้ศึกษาประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และธนโชติ บุญวรโชติ (2556), วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และสุนิสา ชูชื่น (2556) และศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ (2555) ซึ่งได้ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกันว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีความอ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสาร ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลข่าวสารเชิงปริมาณ หรือเชิงคุณภาพก็ตาม

5.3 ข้อจำกัดของการศึกษา

5.3.1 ข้อจำกัดด้านการได้มาซึ่งตัวแปร เนื่องจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีวิธีการคำนวณที่ซับซ้อน ผู้วิจัยแต่ละท่านอาจมีวิธีการคำนวณที่แตกต่างกันออกไป ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ว่าได้เปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อการคำนวณมากน้อยเพียงใด

5.3.2 ข้อจำกัดเกี่ยวกับขอบเขตของกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ซึ่งมีความแตกต่างกันของประเภทธุรกิจ และขนาดของกิจการ ซึ่งต่างก็มีปัจจัยที่ส่งผลต่อตัวแปรแตกต่างกัน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จึงไม่อาจเป็นตัวแทนสำหรับทุกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ รวมถึงการนำไปใช้อ้างอิงกับประเทศอื่นได้ ดังนั้น ในการศึกษารั้งถัดไปอาจใช้กลุ่มตัวอย่างที่แคบลง เช่น กลุ่มตัวอย่างที่แบ่งตามลักษณะการประกอบธุรกิจ หรือขนาดของกิจการ ซึ่งจะได้ผลการศึกษาที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

5.3.3 ข้อจำกัดและขอบเขตของระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 อาจไม่สามารถนำไปใช้อ้างอิงในช่วงเวลาอื่นได้ เนื่องจากในแต่ละช่วงเวลาอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางบัญชี รวมถึงปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ที่มีส่วนสำคัญในการประกอบธุรกิจที่อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงได้

5.3.4 ข้อจำกัดด้านวิธีการวิจัย ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาวิจัยข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว ซึ่งการคำนวณมูลค่าหุ้นนั้น จะต้องพิจารณาปัจจัยเชิงคุณภาพอื่น ๆ เช่น สภาวะ

เศรษฐกิจ หรือสภาวะด้านอุตสาหกรรม ดังนั้น การศึกษาในครั้งถัดไปอาจนำตัวแปรเชิงคุณภาพอื่น ๆ มาศึกษาร่วมด้วย

5.4 ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 จำนวน 216 ตัวอย่างระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 โดยผลจากการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในทิศทางเดียวกัน และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งผลที่ได้สนับสนุนการใช้แนวคิดทั้งทางด้านบัญชีการเงิน และเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยข้อเสนอแนะสำหรับผู้ใช้อข้อมูลแต่ละกลุ่มไม่ว่าจะเป็น นักลงทุน นักวิเคราะห์เศรษฐกิจ หรือผู้ใช้งบการเงินทั่วไป ภาคธุรกิจ เจ้าของกิจการ และหน่วยงานภาครัฐ จะสามารถนำผลการศึกษาค้นคว้ามาใช้คาดการณ์ และวางแผนการลงทุน รวมถึงปัจจัยที่นักลงทุนควรใช้ในการตัดสินใจลงทุน เพื่อนำไปกำหนดนโยบายองค์กรให้ตอบสนองต่อผู้ลงทุน แต่ทั้งนี้ จะต้องพิจารณาข้อมูลอื่น ๆ ประกอบ เช่น ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ข้อมูลภาวะอุตสาหกรรม และข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, กรมสรรพากร ฯลฯ สามารถนำผลของการศึกษาไปใช้เป็นตัวชี้วัดเพื่อกำหนดนโยบายภาครัฐได้สอดคล้องกับสถานการณ์ และสภาพการณ์ได้ดียิ่งขึ้น

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นเครื่องมือที่สามารถวัดผลการดำเนินงานที่ดีที่จะช่วยให้ตัดสินใจลงทุนได้ดีมากยิ่งขึ้น ถือเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานเพื่อนำเสนอข้อมูลของบริษัทให้แก่บุคคลภายนอก เป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่จะนำมาใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ดังนั้นในส่วนของภาคธุรกิจ หรือเจ้าของกิจการนั้น จึงควรเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ เพื่อประโยชน์ต่อผู้ที่ต้องการตัดสินใจลงทุน

ส่วนข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งถัดไป ผู้ที่ทำการศึกษาวិจัยควรต้องคำนึงถึงวิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ เนื่องจากสามารถคำนวณได้หลากหลายวิธีตามแต่วัตถุประสงค์ที่จะนำไปใช้ โดยผู้ที่เคยทำการศึกษาวิจัยหลายท่านได้นำเสนอวิธีการที่แตกต่างกันออกไป แต่ละวิธีอาจมีข้อจำกัดในเรื่องของการเข้าถึงข้อมูล ผู้ที่ทำการศึกษาวิจัยจึงควรต้องวางแผนล่วงหน้าว่าจะใช้ข้อมูลใดบ้าง มาคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

บรรณานุกรม

- จรรยาบรรณ จิตวรพันธ์ (2546) มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย วิทยานิพนธ์วิทยาศาตร์ มหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ณัฐกานต์ กุ้ววงศ์บัณฑิต (2549) ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ วิทยานิพนธ์วิทยาศาตร์มหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- น้องนุช เลากกลาง (2558) ผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล อีสาน
- ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว (2551) การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยบูรพา
- พลวุฒิ ต้นดีวัฒนกุล (2557) ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555 ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- ภาคภูมิ จอมแก้ว (2550) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและมูลค่าเพิ่มทางตลาด กรณีศึกษาหลักทรัพย์กลุ่มการแพทย์ วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- สัณทพงศ์ คล่องวีระชัย (2557) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตรากาเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
- สุประวิณ ณ เชียงใหม่ (2547) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์ วิทยาศาตร์มหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์ (2548) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2004 ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

- อังคณา บุญคิต (2554) ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ.
2548-2552 วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- อัญชญา ศิริรักษ์ (2552) การวัดผลการดำเนินงานโดยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา :
บริษัทกลุ่ม SET 50 INDEX ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- อาชาณ์ สุวรรณพฤษ (2556) อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ
มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทน
ของ หลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยในกลุ่ม SET100 วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัย
วลัยลักษณ์

BIBLIOGRAPHY

- Fang-Fang, P. (2008). **The relationship between economic value added and stock price returns in Thai energy sector.** (Master's thesis, University of the Thai Chamber of commerce, Thailand).
- Feng, J. (2007). **Use EVA to measure and manage shareholder value in a Chinese listed corporation.** (Master's thesis, The University of Nottingham).
- Lehen and Makhija (2007) **Economic Value Added (EVA) Myths and Realities : Evidences from Indian Banking Industry,** LAP LAMBERT Academic Publishing
- Lin, Chen & Qiao, Zhilin. (2008). **What influence the company's economic value added?: empirical evidence from china's securities market.** Management Science and Engineering, 2(1), 66-76.
- Young, S. D. & O'Byrne S. F. (2000). **EVA and value based management: A practical guide to implementation.** New York: McGraw-Hill.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ลำดับ	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
1	AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	บริการ
2	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
3	AEONTS	บริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
4	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
5	ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
6	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	บริการ
7	AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
8	AWC	บริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
9	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
10	BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
11	BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)	บริการ
12	BCP	บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
13	BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
14	BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	บริการ
15	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
16	BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	บริการ
17	BGRIM	บริษัท บี.กริม เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
18	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
19	BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
20	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
21	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
22	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
23	CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
24	CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า จำกัด (มหาชน)	บริการ
25	CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
26	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ลำดับ	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
27	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
28	COM7	บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)	บริการ
29	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
30	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
31	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
32	DELTA	บริษัท เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
33	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
34	EA	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
35	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
36	EPG	บริษัท อีสเทิร์น โพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
37	ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริการ
38	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
39	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
40	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
41	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
42	GULF	บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
43	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
44	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
45	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
46	INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
47	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
48	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
49	JAS	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
50	JMT	บริษัท เจ เอ็ม ที เน็ทเวอร์ค เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
51	KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
52	KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี

ลำดับ	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
53	KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
54	KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
55	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
56	LH	บริษัท แลนด์เอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
57	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริการ
58	MBK	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
59	MEGA	บริษัท เมก้าไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
60	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
61	MTC	บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
62	ORI	บริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
63	OSP	บริษัท โอสดสภา จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
64	PLANB	บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)	บริการ
65	PRM	บริษัท ปริมา มารีน จำกัด (มหาชน)	บริการ
66	PSH	บริษัท พฤษา โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
67	PSL	บริษัท พรีเมียมชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	บริการ
68	PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
69	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
70	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
71	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
72	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
73	RATCH	บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
74	ROBINS	บริษัท โรบินสัน จำกัด (มหาชน)	บริการ
75	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	บริการ
76	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
77	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
78	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ลำดับ	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
79	SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
80	SIRI	บริษัท แสตนลิริ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
81	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
82	SPRC	บริษัท สตาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
83	STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
84	STEC	บริษัท ซิโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
85	SUPER	บริษัท ซูเปอร์ เอนเนอร์ยี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
86	TASCO	บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
87	TCAP	บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
88	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	บริการ
89	THANI	บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
90	TISCO	บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
91	TKN	บริษัท เต้าแก่น้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
92	TMB	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
93	TOA	บริษัท ทีโอเอ เฟ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
94	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
95	TPIPP	บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
96	TRUE	บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
97	TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
98	TU	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
99	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
100	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ภาคผนวก ข

ข้อมูลตัวแปรของปี 2559

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
AAV	2,172,271.88	0.39	9.03	6.81	1.34	(306,401.66)	15.24
ADVANC	27,655,116.18	10.31	67.44	17.53	12.11	(72,875,406.54)	(3.29)
AEONTS	1,515,437.00	10.18	20.88	4.42	2.02	4,251,632.02	7.53
AMATA	1,679,763.31	1.12	10.37	7.41	1.10	3,656,099.60	(6.50)
ANAN	1,688,770.67	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	18.18
AOT	33,886,182.79	13.70	17.03	15.55	4.69	31,166,516.98	15.03
AP	(388,631.00)	0.86	14.58	9.50	1.30	9,097,063.38	40.19
AWC	0.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
BANPU	1,315,475.00	0.46	2.36	4.30	1.33	8,589,078.57	58.88
BBL	2,639,849.00	16.67	8.59	1.37	0.82	71,077,649.21	4.59
BCH	1,518,555.55	0.30	16.52	12.32	8.09	(652,212.90)	63.54
BCP	6,869,760.21	3.47	12.73	7.51	1.20	35,013,143.22	1.52
BCPG	(2,014,073.90)	1.10	17.67	10.07	1.96	(4,561,004.15)	#N/A
BDMS	9,530,115.63	0.54	15.33	11.06	6.53	11,298,393.83	3.59
BEC	3,923,112.19	0.61	16.41	11.65	4.77	5,930,886.06	(45.57)
BEM	3,658,959.00	0.17	8.87	5.74	3.91	(61,075,611.47)	#VALUE!
BGRIM	#VALUE!	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
BH	4,066,722.41	4.98	26.65	21.55	9.67	(1,326,559.45)	(14.22)
BJC	(9,598,978.31)	1.54	6.64	6.62	1.96	41,126,840.90	57.61
BLAND	8,076,755.23	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	19.44
BPP	(1,435,332.00)	1.74	17.24	14.10	-	#VALUE!	#N/A
BTS	343,353.12	0.35	8.61	8.81	2.31	13,932,926.56	(6.04)
CBG	(405,731.11)	1.49	22.56	19.68	11.56	405,697.02	121.01
CENTEL	4,802,864.60	1.37	18.81	10.92	5.37	(5,059,490.78)	(9.66)
CHG	(243,396.20)	0.05	18.52	17.22	10.04	(105,972.85)	7.52
CK	17,081,844.93	1.18	9.55	3.50	2.48	(8,126,625.48)	6.90
CKP	3,976,982.67	0.01	0.31	2.37	1.47	(833,413.87)	79.80
COM7	188,267.57	0.34	21.67	11.41	8.52	756,846.66	154.37

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
CPALL	28,259,463.40	1.85	36.04	8.39	13.69	36,849,454.01	59.24
CPF	4,653,565.00	1.99	11.76	7.15	1.84	(53,394,281.87)	61.20
CPN	14,515,429.62	2.06	18.87	11.24	5.11	7,902,999.62	20.74
DELTA	4,305,039.95	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	6.54
DTAC	17,497,338.36	0.88	7.67	3.67	3.30	(85,780,903.71)	24.79
EA	(1,118,983.45)	0.87	32.70	11.38	10.52	(27,175,119.59)	32.22
EGCO	19,266,477.53	15.81	10.45	6.91	1.31	35,237,463.56	31.35
EPG	1,251,800.52	0.51	16.24	13.50	3.76	403,390.59	(1.53)
ERW	1,340,605.79	0.15	7.63	6.00	2.32	611,671.50	5.14
ESSO	7,966,917.00	1.92	38.54	15.08	2.43	1,228,533.11	156.00
GFPT	1,394,057.65	1.31	16.45	12.59	1.81	701,475.18	48.48
GLOBAL	0.00	0.41	9.59	7.95	4.16	#N/A	101.11
GPSC	1,468,771.24	1.80	7.38	6.02	1.52	(3,082,607.00)	67.79
GULF	(31,065,787.33)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
GUNKUL	(4,792,358.71)	0.08	6.26	4.44	3.89	(18,484,340.18)	25.56
HANA	3,764,286.82	2.62	10.69	9.59	1.60	2,721,948.93	10.49
HMPRO	5,120,762.24	0.31	23.99	11.34	8.30	8,702,146.16	50.00
INTUCH	19,082,155.32	5.11	62.30	32.77	6.49	5,663,735.01	(4.33)
IRPC	1,859,794.81	0.48	12.41	6.81	1.23	41,751,793.52	#N/A
IVL	8,451,410.00	3.15	19.18	9.43	1.87	(11,093,462.61)	#N/A
JAS	(11,498,600.61)	0.46	22.99	8.64	5.25	(62,177,598.31)	#N/A
JMT	(1,486,195.89)	0.78	16.11	8.53	4.49	#N/A	#N/A
KBANK	166,976,485.00	16.79	13.23	2.07	1.37	#N/A	#N/A
KCE	4,452,374.85	5.23	33.65	19.48	7.70	2,654,153.40	74.29
KKP	8,384,923.00	6.55	14.18	2.76	1.28	2,875,028.96	62.76
KTB	(10,458,038.00)	2.31	12.42	1.48	0.91	20,718,966.09	5.99
KTC	0.00	9.68	26.19	4.87	3.65	#N/A	41.18
LH	7,015,251.67	0.73	18.62	11.10	2.59	15,719,674.76	3.70

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
MAJOR	1,487,669.00	1.33	17.98	10.96	4.43	3,441,594.02	(7.09)
MBK	643,239.06	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	2.11
MEGA	1,127,659.00	0.92	17.64	12.28	4.97	587,436.57	53.03
MINT	(8,337,620.52)	1.50	18.77	9.25	4.34	(29,076,573.73)	(1.38)
MTC	(8,862,152.19)	0.69	23.72	9.66	8.43	435,554.25	15.96
ORI	(1,951,467.93)	0.58	32.35	16.00	4.64	2,587,309.18	9.45
OSP	0.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
PLANB	94,094.75	0.10	11.54	12.04	6.73	162,962.96	(18.31)
PRM	(4,633,088.62)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
PSH	747,847.75	2.72	16.77	11.81	-	#VALUE!	#N/A
PSL	351,635.42	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	47.75
PTG	2,033,192.04	0.64	25.03	14.37	12.85	5,037,140.60	151.92
PTT	290,882,510.42	32.68	12.96	8.36	1.44	268,815,820.07	52.46
PTTEP	123,039,991.47	2.76	3.15	4.37	0.96	95,985,545.69	68.12
PTTGC	43,188,857.15	5.74	10.72	8.60	1.19	49,436,718.08	26.00
QH	3,141,913.89	0.29	13.87	7.28	1.24	(1,840,314.16)	12.17
RATCH	8,378,789.22	4.25	10.07	8.82	1.21	4,577,388.35	5.26
ROBINS	3,443,934.20	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	45.98
RS	(266,913.52)	(0.10)	(7.39)	(0.96)	6.78	(951,609.99)	(23.53)
SAWAD	(4,805,164.98)	1.92	34.54	14.00	6.96	448,597.18	(11.45)
SCB	70,327,441.00	14.01	14.84	2.08	1.59	247,564,297.41	27.62
SCC	61,801,048.00	46.74	25.14	15.49	2.62	1,109,712.60	7.83
SGP	3,483,469.35	1.22	11.57	5.84	1.27	(12,144,814.62)	17.31
SIRI	8,871,537.56	0.24	12.23	6.95	0.89	9,842,269.71	9.21
SPALI	1,327,431.58	2.85	22.85	13.29	1.97	20,894,715.26	37.36
SPRC	#N/A	2.00	22.15	18.21	1.43	#N/A	37.02
STA	(10,794,626.93)	(0.59)	(3.69)	(0.73)	1.39	52,051,995.67	127.72
STEC	1,719,746.83	0.91	14.06	7.33	4.46	5,836,954.96	11.00

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
SUPER	(7,249,396.89)	0.01	3.21	3.90	3.66	(55,629,868.05)	29.91
TASCO	3,220,572.00	2.01	27.67	21.40	2.66	4,351,126.08	(53.09)
TCAP	23,506,738.00	5.16	10.98	1.37	0.92	(1,929.26)	20.55
THAI	37,952,545.47	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	146.74
THANI	0.00	0.36	18.41	3.51	2.66	#N/A	66.14
TISCO	(14,988,695.00)	6.25	16.88	2.26	1.61	4,291,024.24	41.76
TKN	290,387.89	0.57	38.46	33.42	19.46	241,658.61	227.49
TMB	(38,295,185.00)	0.19	10.27	1.20	1.13	1,091,235.84	(13.22)
TOA	839,344.59	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
TOP	24,128,226.34	10.40	21.30	13.34	1.46	68,722,469.21	9.47
TPIPP	0.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
TRUE	(37,135,294.35)	(0.09)	(2.74)	1.05	1.79	18,269,607.30	8.32
TTW	3,046,720.50	0.62	21.64	13.48	3.92	(2,271,977.42)	0.94
TU	7,561,650.14	1.10	11.80	6.42	2.37	83,226,111.34	22.09
TVO	1,963,533.78	3.41	34.26	30.58	4.03	1,835,366.93	80.80
WHA	(1,571,110.89)	0.20	14.46	8.34	2.21	(16,622,390.93)	3.50

ภาคผนวก ค

ข้อมูลตัวแปรของปี 2560

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
AAV	85,739.29	0.30	6.83	5.54	1.34	(7,059,985.02)	1.65
ADVANC	51,220,703.42	10.12	64.76	14.73	13.59	(31,971,681.65)	29.93
AEONTS	927,039.00	9.61	18.58	4.15	1.79	1,124,567.69	0.00
AMATA	238,544.00	1.32	11.50	8.04	2.24	(11,335,505.89)	126.09
ANAN	(5,599,752.58)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	19.43
AOT	25,169,024.14	1.45	16.37	15.62	7.39	22,478,210.61	70.85
AP	(6,563,242.00)	1.00	15.38	9.88	1.42	10,776,767.04	22.00
AWC	0.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
BANPU	(3,229,778.00)	1.55	9.62	8.05	1.21	(10,125,149.08)	1.56
BBL	74,211,520.00	17.29	8.46	1.37	0.98	76,763,195.01	26.65
BCH	1,439,771.52	0.37	18.42	13.13	8.18	(968,418.09)	9.46
BCP	12,264,083.36	4.20	13.57	7.32	1.32	(5,439,692.15)	21.64
BCPG	2,655,737.31	1.01	14.46	8.54	3.37	163,935.14	70.00
BDMS	(4,462,398.06)	0.66	17.20	12.78	5.50	(40,655,636.14)	(9.52)
BEC	3,315,765.29	0.03	0.92	1.71	3.89	(7,220,606.55)	(21.08)
BEM	7,129,072.00	0.20	10.28	6.00	3.89	12,117,132.02	3.36
BGRIM	3,029,373.23	0.96	17.32	7.12	4.11	(3,785,317.72)	#N/A
BH	5,038,167.85	5.41	25.55	22.01	8.86	5,793,771.56	4.42
BJC	(2,848,167.80)	1.31	4.96	4.14	2.52	(69,971,984.84)	31.34
BLAND	9,990,302.35	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	4.07
BPP	(2,947,840.00)	1.36	10.91	10.39	2.02	424,455.53	4.51
BTS	(4,961,999.99)	0.17	4.57	4.46	2.38	19,153,479.38	(2.92)
CBG	(2,696,058.05)	1.25	17.81	9.95	11.68	(4,477,009.49)	5.90
CENTEL	5,225,285.59	1.48	18.15	11.02	7.07	2,482,698.29	46.54
CHG	466,729.31	0.05	17.59	15.05	6.99	(355,430.51)	(26.57)
CK	2,511,215.58	1.07	8.05	3.83	2.03	(12,958,842.65)	(14.52)
CKP	(1,117,882.63)	0.02	0.89	2.66	1.69	(8,120,411.59)	13.48
COM7	(29,180.43)	0.51	28.41	13.37	9.38	8,521,261.21	24.43

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
CPALL	38,891,281.22	2.14	30.50	8.84	9.87	(14,128,025.32)	23.20
CPF	4,372,584.00	1.91	10.12	5.09	1.22	(20,873,556.64)	(18.64)
CPN	26,719,900.65	3.02	23.84	14.06	6.42	11,570,963.72	50.22
DELTA	3,139,068.81	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(10.12)
DTAC	19,383,397.78	0.89	7.50	3.38	4.04	(37,826,277.54)	29.80
EA	4,487,139.33	1.02	29.31	11.53	14.22	(6,232,110.26)	76.47
EGCO	11,716,239.59	22.45	14.05	6.15	1.32	25,144,275.02	8.54
EPG	1,912,162.16	0.49	14.45	11.81	3.15	1,060,253.22	(12.40)
ERW	819,866.08	0.20	9.96	6.98	4.29	(3,824,019.13)	93.33
ESSO	12,213,472.00	2.11	29.79	15.89	2.39	4,825,139.64	37.50
GFPT	1,873,885.44	1.39	15.41	12.24	1.51	210,675.47	(4.08)
GLOBAL	(12,852,221.00)	0.42	10.87	7.64	5.02	3,662,201.55	(1.38)
GPSC	2,035,773.07	2.12	8.39	6.71	2.85	788,786.47	93.29
GULF	(21,350,854.16)	3.18	18.71	6.58	-	#VALUE!	#N/A
GUNKUL	(3,590,317.86)	0.09	6.94	4.82	3.20	(17,605,618.47)	(18.23)
HANA	3,093,811.47	3.59	14.21	12.53	1.71	2,513,477.73	12.66
HMPRO	7,642,793.02	0.37	27.05	12.53	9.84	(2,045,532.01)	25.49
INTUCH	13,751,091.11	3.33	38.07	17.68	6.72	8,778,252.34	13.07
IRPC	13,355,246.20	0.56	13.48	8.75	1.73	(17,452,072.82)	46.88
IVL	14,565,202.00	3.98	20.26	8.71	2.57	(29,533,783.24)	58.96
JAS	295,419.52	0.42	22.61	8.01	4.41	6,679,895.14	(10.13)
JMT	(737,749.66)	1.06	18.59	10.61	5.81	#N/A	51.96
KBANK	(88,944,221.00)	14.35	10.24	1.69	1.62	#N/A	30.70
KCE	3,200,482.10	4.34	23.98	15.74	4.56	663,304.04	(32.17)
KKP	8,031,289.00	6.78	14.06	2.82	1.68	2,675,229.08	34.32
KTB	4,397,312.00	1.61	7.99	1.04	0.95	20,087,581.78	8.47
KTC	0.00	12.82	28.86	5.82	4.11	#N/A	34.78
LH	7,414,217.45	0.88	21.57	12.97	2.66	24,126,398.82	7.14

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
MAJOR	2,396,420.00	1.33	18.29	11.33	4.05	(4,948,794.39)	(11.45)
MBK	(747,583.39)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	33.79
MEGA	908,249.00	1.29	22.43	15.90	7.80	1,510,956.37	74.26
MINT	3,907,396.20	1.22	12.78	7.20	5.20	(6,584,100.54)	22.38
MTC	(8,311,737.00)	1.18	31.99	10.12	9.97	1,457,601.01	56.88
ORI	(158,566.91)	1.26	55.25	17.88	10.23	41,429,389.34	237.74
OSP	(2,616,028.30)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
PLANB	606,623.32	0.13	13.73	14.49	6.65	469,886.79	10.34
PRM	1,896,401.86	0.33	16.61	10.27	4.21	454,188.26	#N/A
PSH	440,847.63	2.50	14.88	10.61	1.42	3,653,733.10	4.44
PSL	4,207,282.03	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	28.05
PTG	(274,798.76)	0.55	18.87	8.23	7.46	1,542,440.83	(33.44)
PTT	327,424,400.08	46.74	17.09	10.84	1.59	285,680,148.88	18.28
PTTEP	133,606,070.19	4.54	5.25	5.25	1.06	158,051,998.32	3.90
PTTGC	63,780,712.15	8.79	15.09	12.06	1.45	58,405,953.04	34.92
QH	4,216,502.78	0.32	14.50	7.85	1.45	5,985,431.16	25.58
RATCH	4,848,945.05	4.21	9.73	8.77	1.25	(2,392,134.21)	8.50
ROBINS	4,856,151.16	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	14.96
RS	1,109,809.08	0.34	27.21	12.23	21.09	(950,415.38)	255.77
SAWAD	1,376,666.00	2.45	32.78	11.98	8.21	2,704,210.21	64.52
SCB	2,677,250.00	12.69	12.37	1.80	1.44	177,764,772.65	(1.64)
SCC	57,028,643.00	45.87	21.97	14.48	2.30	48,927,124.97	(2.42)
SGP	2,818,025.65	3.06	27.01	13.21	2.16	6,028,724.88	99.18
SIRI	2,065,536.26	0.20	9.64	5.25	1.14	36,158,833.97	31.33
SPALI	2,637,665.62	3.39	22.96	13.83	1.56	11,061,436.78	(5.20)
SPRC	#N/A	2.05	21.22	18.36	1.84	#N/A	37.90
STA	(4,487,770.63)	(1.05)	(6.72)	(0.35)	1.12	(53,954,736.83)	(36.37)
STEC	5,323,020.54	(0.40)	(6.24)	(2.66)	3.38	34,418,991.01	(15.68)

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
SUPER	5,962,641.00	0.05	10.63	6.30	2.54	(4,794,313.70)	(23.03)
TASCO	2,486,632.00	1.63	20.33	15.55	2.78	2,516,262.49	17.37
TCAP	2,280,014.00	6.01	11.78	1.56	1.09	25,874,778.08	27.84
THAI	30,480,591.08	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(23.79)
THANI	0.00	0.47	21.17	3.86	4.92	#N/A	105.71
TISCO	29,132,276.00	7.61	18.50	2.66	2.14	16,151,269.02	46.89
TKN	(6,154.10)	0.44	27.67	25.22	14.16	751,200.01	(25.36)
TMB	18,872,025.00	0.20	10.01	1.29	1.51	134,995,796.76	43.81
TOA	1,793,991.42	1.03	37.01	18.37	-	#VALUE!	#N/A
TOP	38,116,314.23	12.18	21.70	15.31	1.83	34,728,406.49	43.25
TPIPP	0.00	0.33	15.93	11.84	2.84	#N/A	#N/A
TRUE	(26,780,619.29)	0.07	1.76	2.61	1.62	30,894,885.54	(13.29)
TTW	(6,435,883.98)	0.67	22.83	15.17	4.52	#VALUE!	17.76
TU	4,836,856.00	1.26	13.73	5.96	2.13	(86,170,512.09)	(5.24)
TVO	344,950.14	1.64	15.86	13.96	3.13	2,331,846.16	(26.54)
WHA	1,207,164.52	0.23	14.00	7.69	2.72	(23,160,351.75)	35.14

ภาคผนวก ง

ข้อมูลตัวแปรของปี 2561

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
AAV	2,156,851.00	0.01	0.33	1.06	0.98	(1,208,390.97)	(31.71)
ADVANC	71,498,979.28	9.98	55.05	14.20	10.12	57,170,364.58	(9.69)
AEONTS	(5,541,158.00)	11.87	20.16	4.84	2.68	3,660,329.46	75.85
AMATA	1,747,124.37	0.95	7.98	5.92	1.71	5,876,584.02	(20.77)
ANAN	(7,430,273.38)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(45.08)
AOT	31,109,149.41	1.76	18.29	17.56	6.38	25,462,086.56	(5.51)
AP	(3,073,327.00)	1.23	16.80	10.20	0.81	68,234.75	(34.43)
AWC	(34,021,665.74)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
BANPU	11,217,770.00	1.30	7.95	8.11	0.93	42,936,495.18	(24.10)
BBL	(22,588,791.00)	18.51	8.67	1.43	0.96	79,225,666.10	0.50
BCH	836,067.27	0.44	20.00	13.11	7.66	(2,137,061.15)	3.09
BCP	5,122,413.95	1.79	5.57	4.56	0.97	6,735,745.51	(22.09)
BCPG	3,418,764.29	1.11	15.04	8.94	2.00	5,686,416.49	(36.13)
BDMS	11,867,543.70	0.59	13.78	10.58	5.63	39,791,333.79	18.66
BEC	3,109,755.02	(0.17)	(5.29)	(1.50)	1.53	(165,593.07)	(63.21)
BEM	8,104,298.00	0.35	15.98	8.27	4.18	17,698,798.02	25.97
BGRIM	(3,222,507.59)	0.71	9.83	6.40	3.62	(43,260,551.34)	(7.83)
BH	5,262,160.67	5.70	23.82	21.57	7.84	3,882,094.67	(0.79)
BJC	17,663,296.00	1.66	6.13	4.28	1.87	150,703,164.55	(23.11)
BLAND	3,455,092.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(15.64)
BPP	(1,037,635.00)	1.25	9.60	8.81	1.71	2,918,848.54	(12.55)
BTS	(8,810,093.26)	0.37	10.67	6.56	2.87	21,735,016.31	15.06
CBG	(191,146.01)	1.16	16.21	10.70	4.62	(3,714,355.14)	(61.92)
CENTEL	4,469,462.27	1.61	17.82	11.33	4.35	1,140,126.00	(31.33)
CHG	297,109.87	0.06	18.47	14.80	6.09	327,207.77	(8.57)
CK	5,694,100.11	1.47	10.20	4.76	1.68	12,434,682.80	(5.66)
CKP	4,670,381.83	0.08	3.32	4.08	2.00	2,547,610.36	22.77
COM7	954,217.53	0.74	35.16	15.50	7.42	349,163.14	(4.91)

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
CPALL	36,333,408.62	2.22	26.14	8.81	7.76	53,102,365.80	(10.71)
CPF	9,153,357.00	1.82	9.31	6.44	1.26	(20,315,016.25)	2.50
CPN	17,169,064.34	2.50	17.59	9.82	5.24	41,010,554.52	(12.32)
DELTA	3,623,669.84	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(5.12)
DTAC	9,971,239.54	(1.85)	(17.08)	(3.35)	3.81	36,664,369.94	(11.73)
EA	(5,174,934.78)	1.33	30.33	11.91	9.01	(3,921,953.97)	(19.05)
EGCO	16,615,655.89	40.03	22.60	12.82	1.29	80,705,499.52	14.81
EPG	1,563,336.86	0.35	9.91	8.11	1.88	1,238,052.82	(39.38)
ERW	806,181.67	0.21	9.95	6.77	2.97	(1,323,386.56)	(27.59)
ESSO	3,017,319.00	0.64	8.24	4.79	1.24	27,977,369.10	(42.05)
GFPT	2,043,492.80	0.83	8.43	7.77	1.22	478,905.99	(14.89)
GLOBAL	786,047.00	0.50	14.30	9.16	5.48	322,530.47	19.49
GPSC	4,558,616.62	2.24	8.55	7.47	2.22	2,609,452.93	(18.75)
GULF	(14,715,427.08)	1.42	8.52	5.40	4.80	(15,017,222.43)	25.38
GUNKUL	(3,768,707.77)	0.15	12.04	6.31	2.42	(9,821,310.26)	(29.29)
HANA	1,366,595.95	2.95	11.37	10.14	1.25	1,584,869.35	(25.84)
HMPRO	8,820,254.12	0.43	29.12	13.85	10.97	17,552,172.19	18.75
INTUCH	13,658,270.17	3.58	38.51	23.25	5.29	14,233,256.12	(15.11)
IRPC	20,628,125.13	0.38	8.85	5.93	1.32	13,832,516.99	(18.44)
IVL	(21,999,897.00)	4.61	20.21	10.39	2.11	8,564,800.70	1.88
JAS	(2,387,297.45)	0.63	31.78	11.95	2.13	(23,336,239.81)	(37.18)
JMT	(956,503.79)	0.60	17.67	9.77	3.03	#N/A	(27.74)
KBANK	153,009,723.00	16.07	10.61	1.80	1.19	#N/A	(20.26)
KCE	2,920,045.66	1.72	17.38	12.19	2.66	3,029,747.06	(36.56)
KKP	16,355,614.00	7.14	14.47	2.61	1.36	6,657,516.97	(16.40)
KTB	18,811,831.00	2.04	9.60	1.36	0.90	59,361,315.93	0.00
KTC	0.00	1.99	35.53	8.37	5.20	#N/A	63.98
LH	8,358,187.83	0.88	20.94	11.71	2.45	5,734,677.34	(5.71)

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
MAJOR	2,711,452.00	1.43	19.86	12.06	2.95	3,254,126.03	(28.97)
MBK	54,788.71	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	6.19
MEGA	676,407.00	1.39	21.99	15.72	4.70	1,498,519.52	(34.66)
MINT	(74,492,726.93)	1.18	9.13	5.16	2.58	(199,573,120.66)	(22.29)
MTC	(7,089,249.73)	1.75	34.96	10.75	9.20	2,750,720.37	26.45
ORI	1,059,145.22	1.37	53.15	18.43	2.41	7,184,032.69	(48.71)
OSP	4,027,706.04	1.48	28.06	19.68	-	#VALUE!	#N/A
PLANB	503,535.03	0.18	16.85	18.12	5.54	902,213.64	(4.69)
PRM	497,504.60	0.28	11.20	9.05	2.00	(156,463.85)	(49.51)
PSH	1,419,192.41	2.75	15.23	10.16	0.97	23,559,171.64	(26.38)
PSL	3,321,435.13	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(17.62)
PTG	2,761,563.34	0.37	11.85	5.31	2.73	2,666,300.43	(60.55)
PTT	230,532,153.53	4.15	14.13	10.75	1.54	231,783,069.50	4.55
PTTEP	102,437,955.53	8.69	9.45	10.72	1.18	101,949,229.88	13.50
PTTGC	28,296,305.08	8.89	14.04	10.36	1.10	16,832,317.06	(16.18)
QH	1,192,147.26	0.35	14.88	8.76	1.10	6,888,811.37	(19.14)
RATCH	4,561,118.88	3.85	9.07	7.63	1.23	2,260,289.89	(6.45)
ROBINS	5,634,034.94	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(13.01)
RS	1,231,906.64	0.53	33.64	16.72	9.32	173,113.76	(46.67)
SAWAD	(1,617,367.00)	2.41	26.01	10.26	4.68	2,620,309.07	(27.21)
SCB	37,919,976.00	11.79	10.78	1.60	1.22	219,055,757.84	(11.00)
SCC	63,067,416.00	37.29	16.63	11.48	1.96	36,747,959.85	(9.92)
SGP	(2,147,222.07)	0.47	8.25	4.50	1.44	15,606,417.77	(30.04)
SIRI	(5,832,048.70)	0.14	6.67	3.58	0.58	(2,665,837.79)	(45.87)
SPALI	5,032,717.00	2.92	18.71	12.79	1.24	(205,620.70)	(23.21)
SPRC	#N/A	0.52	5.61	4.97	0.98	#N/A	(43.86)
STA	10,461,947.05	1.34	8.67	5.72	0.88	(13,089,355.44)	0.00
STEC	8,153,503.66	1.06	16.03	5.24	3.01	38,517,431.21	(12.82)

ชื่อ หลักทรัพย์	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV	EVA	อัตราการ เปลี่ยนแปลง ราคา
SUPER	3,593,636.00	0.04	7.90	5.67	1.07	(3,495,820.77)	(54.70)
TASCO	(2,189,720.00)	0.36	4.48	4.50	1.96	15,216,646.69	(34.98)
TCAP	(4,007,866.00)	6.74	12.27	1.76	0.89	21,761,730.15	(11.56)
THAI	25,903,472.10	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	(30.06)
THANI	(5,339,089.24)	0.54	25.59	4.71	3.34	#N/A	(13.77)
TISCO	(4,500,225.00)	8.76	19.41	2.83	1.75	6,233,450.90	(11.58)
TKN	(196,112.40)	0.33	21.16	15.29	5.19	1,398,261.86	(61.48)
TMB	359,600.00	0.26	12.30	1.67	0.99	(4,961,712.79)	(27.15)
TOA	1,647,775.69	0.90	20.44	15.81	7.41	818,347.07	1.54
TOP	16,996,433.36	4.97	8.32	6.57	1.07	22,461,581.64	(35.99)
TPIPP	(20,710,139.00)	0.44	15.02	13.12	1.90	(17,432,760.67)	(30.67)
TRUE	7,579,182.31	0.21	5.27	4.26	1.22	(79,568,405.34)	(16.13)
TTW	13,824,792.44	0.71	23.53	16.52	4.24	29,509,631.69	(1.59)
TU	11,651,143.00	0.68	7.43	4.52	1.82	26,028,374.24	(18.59)
TVO	3,541,037.52	2.31	22.42	20.37	2.61	946,886.56	(10.92)
WHA	172,873.66	0.20	11.08	7.08	2.39	7,522,457.45	7.00

ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ-สกุล	นายพิพัฒน์ สร้อยทอง
วัน เดือน ปีเกิด	11 พฤศจิกายน 2532
สถานที่เกิด	กรุงเทพมหานคร
วุฒิการศึกษา	ปริญญาตรี บริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัยราชชมงคล รัตนโกสินทร์
ตำแหน่งหน้าที่ในปัจจุบัน	นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดิน ปฏิบัติการ สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน
ที่อยู่ปัจจุบัน	77 ซอยหมู่บ้านเศรษฐกิจ 27 แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค กรุงเทพมหานคร