

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการ  
ประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS AND PROFITABILITY  
WITH STOCK VALUATION ASSESSMENT OF THE LISTED  
COMPANIES UNDER REAL ESTATE AND CONSTRUCTION  
CATEGORY ON THE STOCK EXCHANGE  
OF THAILAND

ฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธ์  
THAPAKORN JEARANANTAPISUT

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี

มหาวิทยาลัยศรีปทุม

ปีการศึกษา 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS AND PROFITABILITY  
WITH STOCK VALUATION ASSESSMENT OF THE LISTED  
COMPANIES UNDER REAL ESTATE AND CONSTRUCTION  
CATEGORY ON THE STOCK EXCHANGE  
OF THAILAND

THAPAKORN JEARANANTAPISUT

INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF  
MASTER ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY  
SRIPATUM UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2020  
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS AND PROFITABILITY WITH STOCK VALUATION ASSESSMENT OF THE LISTED COMPANIES UNDER REAL ESTATE AND CONSTRUCTION CATEGORY ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

นักศึกษา

นายฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธิ์ รหัส 63501033

หลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะ

บัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ

ดร.เบญจพร โมกขะเวส

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

.....ประธานกรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สาระพัฑ)

.....กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

.....กรรมการ

(ดร.เบญจพร โมกขะเวส)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้นับการศึกษาค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี

.....

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

<b>หัวข้อการค้นคว้าอิสระ</b>	ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
<b>คำสำคัญ</b>	กระแสเงินสด / ความสามารถในการทำกำไร / การประเมินมูลค่าหุ้น / บริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
<b>นักศึกษา</b>	นายฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธ์
<b>อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ</b>	ดร.เบญจพร โมกขะเวส
<b>หลักสูตร</b>	บัญชีมหาบัณฑิต
<b>คณะ</b>	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
<b>ปีการศึกษา</b>	2563

### บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น กลุ่มบริษัทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทศนิยมจากงบการเงิน 93 บริษัท ช่วง ปี พ.ศ. 2560 - 2562 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม และ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วน อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้ กระแสเงินสดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จากการวิเคราะห์เสนอ

ให้ความสำคัญกับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม ในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้น

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์ คณะบดีคณะบัญชี ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ประธานกรรมการค้นคว้าอิสระ และ ดร.เบญจพร โมกขะเวส ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาการ ค้นคว้าอิสระ ผู้ซึ่งเสียสละเวลาอย่างมากคอยให้คำแนะนำ ชี้แนะแนวทางและให้ข้อคิดเห็น รวมถึง การตรวจสอบ ปรับปรุง ที่เป็นประโยชน์กับการศึกษาค้นคว้าฉบับนี้ ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณในความกรุณา และขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณ เจ้าของผลงานวิจัย วิทยานิพนธ์ และ เอกสารวารสารวิชาการทุกท่าน ที่ผู้ ศึกษาได้นำมาศึกษาเพื่อประยุกต์ใช้เป็นแนวทางในการวิจัยในครั้งนี้

ขอขอบคุณเพื่อนร่วมหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต รุ่นที่ 16 ที่คอยช่วยเหลือให้คำแนะนำ และ แบ่งปันประสบการณ์ ในการจัดทำรายงานการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ให้สำเร็จลุล่วงเป็นที่เรียบร้อย

ท้ายนี้ ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา และ ครอบครัว ที่ให้การสนับสนุน และ คอยเป็นกำลังใจ ในการศึกษาตลอดมา จนทำให้การศึกษาค้นคว้าฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ผู้ศึกษา ขอขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่งและหวังว่าการศึกษาค้นคว้าฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจต่อไป

ฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธ์

สิงหาคม 2564

## สารบัญ

บทคัดย่อ .....	I
กิตติกรรมประกาศ .....	III
สารบัญ .....	IV
สารบัญตาราง .....	VI
สารบัญภาพ .....	VII
บทที่	หน้า
1 บทนำ .....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย .....	5
1.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย .....	5
1.4 สมมติฐานของการวิจัย .....	7
1.5 ขอบเขตของการวิจัย .....	8
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	8
1.7 นิยามศัพท์ .....	9
2 แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	13
2.1 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ .....	13
2.2 แนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน .....	14
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น .....	34
2.4 แนวคิดเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด .....	42
2.5 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ .....	47
2.6 แนวคิดเกี่ยวกับลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล .....	50
2.7 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	55
3 ระเบียบวิธีวิจัย .....	66
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง .....	67

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	67
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	71
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิจัย.....	73
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	77
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) .....	77
4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ระหว่าง ตัวแปรอิสระ .....	82
4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) .....	85
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ .....	100
5.1 สรุปผลการวิจัย .....	100
5.2 อภิปรายผลการวิจัย .....	107
5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	111
5.4 ข้อเสนอแนะของการวิจัย .....	112
บรรณานุกรม.....	114
ภาคผนวก.....	118
ภาคผนวก ก รายชื่อบริษัท จากกลุ่มตัวอย่าง.....	119
ภาคผนวก ข ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ .....	124
ประวัติหน้าผู้ศึกษา .....	129



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
ตารางที่ 1	3
ตารางที่ 2	32
ตารางที่ 3	41
ตารางที่ 4	47
ตารางที่ 5	64
ตารางที่ 6	78
ตารางที่ 7	79
ตารางที่ 8	80
ตารางที่ 9	81
ตารางที่ 10	82
ตารางที่ 11	86
ตารางที่ 12	89
ตารางที่ 13	92
ตารางที่ 14	95
ตารางที่ 15	98

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
ภาพประกอบที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย .....	6
ภาพประกอบที่ 2 รูปแสดงการประเมินมูลค่าหุ้นประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของกิจการ....	35

# บทที่ 1

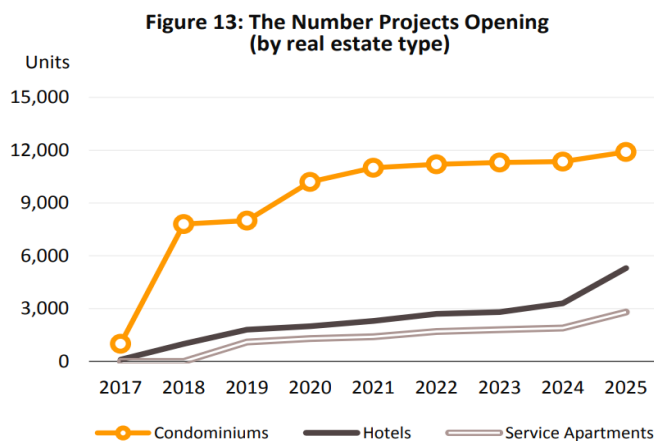
## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ภาพรวมธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ได้รับผลกระทบเชิงลบมาตั้งแต่ปี 2562 จากหลายปัจจัย ทั้งมาตรการควบคุมสินเชื่อหรือ LTV ของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ที่ส่งผลกระทบต่อเนื่องทำให้ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย สภาวะหนี้ครัวที่สูงเป็นประวัติการณ์ เศรษฐกิจชะลอตัว และล่าสุด ยังได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัส ที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นผู้บริโภค ในปี 2563 ที่ผ่านมา มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยรวมในปี 2563 ที่ติดลบ 0.3% มาอยู่ที่ 928,376 ล้านบาท (ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์, 2563) ซึ่งเป็นปัจจัยที่กดดันราคาหุ้นอสังหาฯ ทำให้ผู้ประกอบการหลายราย ปรับสมดุลเรื่องสภาพคล่องและตีมาตรฐานกันตั้งแต่ปี 2562 ที่ผ่านมา โดยเชื่อว่าหน่วยงานรัฐที่เกี่ยวข้องไม่น่าจะผ่อนคลายมาตรการ LTV ในเร็วๆ (ศนิชา ละครพล, 2564) จากกระแสดังกล่าว จึงเป็นที่มาของความน่าสนใจสำหรับหุ้นอสังหาฯ ขนาดใหญ่ที่มีแผนการบริหารจัดการกระแสเงินสดที่มีอยู่ให้สร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่าและลดความเสี่ยงในการลงทุน ของนักลงทุน ซึ่งผลงานวิจัยของ รดาณัฐ วุฒิรัตน์ (2560) ได้ศึกษาผลตอบแทนการลงทุนในหมวดธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของประเทศไทย พบว่า หมวดธุรกิจที่ให้อัตราผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงสูงสุดคือ หมวดธุรกิจการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ วิเคราะห์โดยใช้มาตรวัดของชาร์ป ในโลกการลงทุนนั้น มีสินทรัพย์ลงทุนหลายอย่างที่ให้ผลตอบแทนที่ดี แต่ต้องไม่ลืมว่าผลตอบแทนที่ได้มานั้น ไม่ได้มีการรับประกันว่าจะมีความแน่นอน อาจจะมีบางช่วงเวลาที่ได้ผลตอบแทนมาก บางช่วงอาจได้ผลตอบแทนน้อย และถ้าผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนสูง สิ่งที่ตามมาคือสินทรัพย์ลงทุนย่อมมีความเสี่ยงสูงด้วยเช่นกัน (High Risk High Expected Return) ซึ่งโดยทั่วไปนั้น สินทรัพย์เสี่ยง หมายถึงสินทรัพย์ลงทุนที่มีความผันผวนของราคา (Price Volatility) ราคาจะเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วไปตามสภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์การลงทุน ตัวอย่างสินทรัพย์เสี่ยง เช่น หุ้นสามัญ กองทุนอสังหาริมทรัพย์ สินค้าโภคภัณฑ์ (ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์, 2563) ทั้งนี้ในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนนั้นจะต้องศึกษาข้อมูล เพื่อสร้างความมั่นใจก่อนการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาข้อมูลผ่านการวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อใช้เป็นเครื่องมือหลัก ในการวิเคราะห์ วัดค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนในเชิงเปรียบเทียบเพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุนดังกล่าว การประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริงของหุ้นนั้นจึงเป็น

ส่วนประกอบหนึ่งในการพิจารณา จากผลงานวิจัยของ รัศมี ศรีลาวงศ์ (2561) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้อัตราส่วนทางการเงินทั้งหมด 7 ตัว ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์, กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายล่วงหน้าตัดบัญชี, อัตราส่วนกำไรสุทธิ, อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้, และ อัตราส่วน ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี กล่าวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับ ราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน และผลงานวิจัยของ สินี ภาคย์อุฬาร (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุดของแต่ละกลุ่ม อุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้ง 8 อุตสาหกรรม กล่าวคือ อัตราส่วนทางการเงิน ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) แต่ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงถึงงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาหลายงานวิจัยได้ชี้ให้เห็นถึงอัตราส่วนทางการเงิน ของกระแสเงินสด และความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหุ้น มีความสัมพันธ์กัน หรือบางงานวิจัย ไม่ได้ให้ประเด็นชี้ไปถึงปัจจัยในการประเมินราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน และอัตราการ เติบโตของรายได้ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน โดยที่ ผลการวิจัยของ วสุนันท์ ปุกเสาร์ (2557) พบว่าที่ปัจจัยอีกส่วนหนึ่งที่ใช้ในการพิจารณาการตัดสินใจ ในการลงทุน คือ มูลค่าหลักทรัพย์ และสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) ที่ได้ ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ประกอบด้วย 1. มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด NAV 2. อัตราส่วนราคาต่อกำไร P/E 3. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี P/BV และ 4. อัตราผลตอบแทน จากเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นข้อมูลที่นักตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการแนะนำนักลงทุนให้ใช้ ประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจการลงทุน และงานวิจัยของ ปรียานุช วงษ์สีชา (2559) ได้ ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประกอบด้วย อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการ ดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทน และขนาดหรือประเภทของอุตสาหกรรม กล่าวคือ อัตราส่วน กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตซึ่งมีความสอดคล้องกันอย่างมี นัยสำคัญ ทั้งนี้ในมุมมองของนักลงทุนนั้น จะพิจารณา ผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมาเพื่อใช้เป็น อีกหนึ่งปัจจัยในการพิจารณาลงทุนดังกล่าว

ตารางที่ 1 แสดงมูลค่าการเติบโตของอสังหาริมทรัพย์



ที่มา : [www.krungsri.com](http://www.krungsri.com)

การวิเคราะห์ทางการเงินจึงเป็นเครื่องมือที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาดทุนไทยและเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนทุกสถาบันนำมาใช้เพื่อการตัดสินใจในการลงทุน เนื่องจากงบการเงินแสดงถึงข้อมูลโดยสรุปเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรและสถานะทางการเงินในอดีต ซึ่งช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสีย เช่น ผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ สามารถประเมินผลการบริหารจัดการธุรกิจ และ รวมไปถึงแนวโน้มของธุรกิจได้ รวมไปถึงการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ (Economic Analysis) ที่เราได้เห็นกันในตลาดระบบเศรษฐกิจนั้น เน้นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจที่เป็นมาหรือจากข้อมูลอดีตที่ผ่านมา ตลอดจนแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ซึ่งเกี่ยวข้องสัมพันธ์กับเศรษฐกิจของรวมของโลกและแนวโน้มนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์หรือไม่ เพียงใด นอกจากนี้ยังรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจ และนโยบายทางเศรษฐกิจที่สำคัญของรัฐบาลด้วย เช่น นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และอัตราดอกเบี้ย หรือแม้กระทั่งปัจจัยทางความเสี่ยง ทั้งที่ควบคุมได้และควบคุมไม่ได้ ทั้งนี้อัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ สามารถส่งผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัทรวมถึงทัศนคติ และความคาดหวังของนักลงทุน ซึ่งจะไปกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ หากอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจลดลง ผลกำไรของบริษัทก็มีแนวโน้มที่จะลดลงตามไปด้วย ส่งผลให้นักลงทุนมองภาพรวมยากหรือประเมินราคาหุ้นนั้นไม่ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง อย่างไรก็ตามราคาของหลักทรัพย์นั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยทั้งภายในกิจการ เช่น ผลประกอบการของกิจการ และปัจจัยภายนอกกิจการ เช่น เงินลงทุนจากต่างประเทศที่ก่อให้เกิดกระแสคำสั่งซื้อหลักทรัพย์ ที่อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยหรือสภาพการลงทุนในต่างประเทศ รวมไปถึง การวิเคราะห์สภาพแวดล้อมในการดำเนินงาน

จะพิจารณาปัจจัยในระดับมหภาค ลงมาสู่การแข่งขันในระดับอุตสาหกรรม และในระดับธุรกิจ ที่เป็นไปตามวิธีที่เรียกว่า Top-down approach นักลงทุนควรมีความเข้าใจลักษณะการดำเนินงานของธุรกิจและอุตสาหกรรม เพื่อประเมินว่าธุรกิจและอุตสาหกรรมที่วิเคราะห์อยู่นั้นมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยใดในระบบเศรษฐกิจ เช่น อัตราการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ อัตราการว่างงาน เป็นต้น รวมถึงปัจจัยอื่นในสภาพแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจโดยตรง เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยี สังคม วัฒนธรรม กฎหมาย การเมือง ประชากร และอื่นๆ ข้อมูลที่ได้จากงบการเงินจึงเป็นเพียงข้อมูลส่วนหนึ่งที่ทำให้ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการเพื่อให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ดังการวิเคราะห์งบการเงินโดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาในช่วงเวลาที่เปรียบเทียบกันได้ จะช่วยให้นักลงทุนเห็นแนวโน้มที่เกิดขึ้น

ทั้งนี้ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนนั้น นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับการบริการความเสี่ยงอย่างที่เราบอกกันคืออยู่แล้ว “การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลให้รอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน” เป็นประโยคที่ท้ายที่เราได้ยินเสมอในโลกของการลงทุน ซึ่งนั่นทำให้เราตระหนักว่า การลงทุนนั้นมีความเสี่ยง และสิ่งที่จะมาชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนก็คือ โอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น และเมื่อตัดสินใจลงทุนไปแล้ว นักลงทุนควรทำการทบทวนและปรับสัดส่วนการลงทุนในแต่ละสินทรัพย์อย่างสม่ำเสมอ อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง เพราะสถานการณ์เศรษฐกิจและภาวะตลาดมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา และ ผู้ลงทุนในหุ้นจะต้องตระหนักถึงความเสี่ยงในการลงทุนเสมอ เพราะไม่มีอะไรจะเป็นหลักประกันได้ว่าการลงทุนในหุ้น จะต้องให้ผลตอบแทนที่สูงกลับคืนแก่ผู้ลงทุนเสมอไป ผลตอบแทนที่ได้รับอาจจะสูงหรือต่ำ หรืออาจจะไม่ได้รับผลตอบแทนเลยก็ได้ ดังนั้นนักลงทุนควรเลือกทางเลือกการลงทุนที่สอดคล้องกับระดับการยอมรับความเสี่ยงของผู้ลงทุน หากกลัวความเสี่ยงมาก ก็ควรเลือกลงทุนที่มีความเสี่ยงในระดับที่ไม่สูงนัก และยอมรับระดับอัตราผลตอบแทนที่ไม่สูงเช่นกัน แต่หากผู้ลงทุนสามารถยอมรับความเสี่ยงได้ ก็อาจจะเลือกลงทุนที่มีความเสี่ยงได้ทั้งนี้ นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลเพิ่มเติมก่อนการตัดสินใจลงทุน หรือหาที่ปรึกษาการลงทุนเพื่อขอคำแนะนำในการลงทุนที่เหมาะสมกับเป้าหมายการลงทุนและระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ของตนเอง

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่า การวิเคราะห์งบการเงิน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินนั้น เป็นเครื่องมือหลัก ที่นักลงทุนทุกสถาบัน ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อวัดค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนในเชิงเปรียบเทียบเพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุนดังกล่าว ผู้วิจัยได้เห็นถึงปัญหาและความสำคัญของเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์และตัดสินใจของนักลงทุน จึงได้ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาค้นคว้า

เพื่อเป็นแนวทางหรือเครื่องมือให้นักลงทุนได้ใช้ในการตัดสินใจหรือวัดค่าความเสี่ยง การประเมินมูลค่าหุ้น และ ผลตอบแทนในอนาคตได้ดียิ่งขึ้น

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

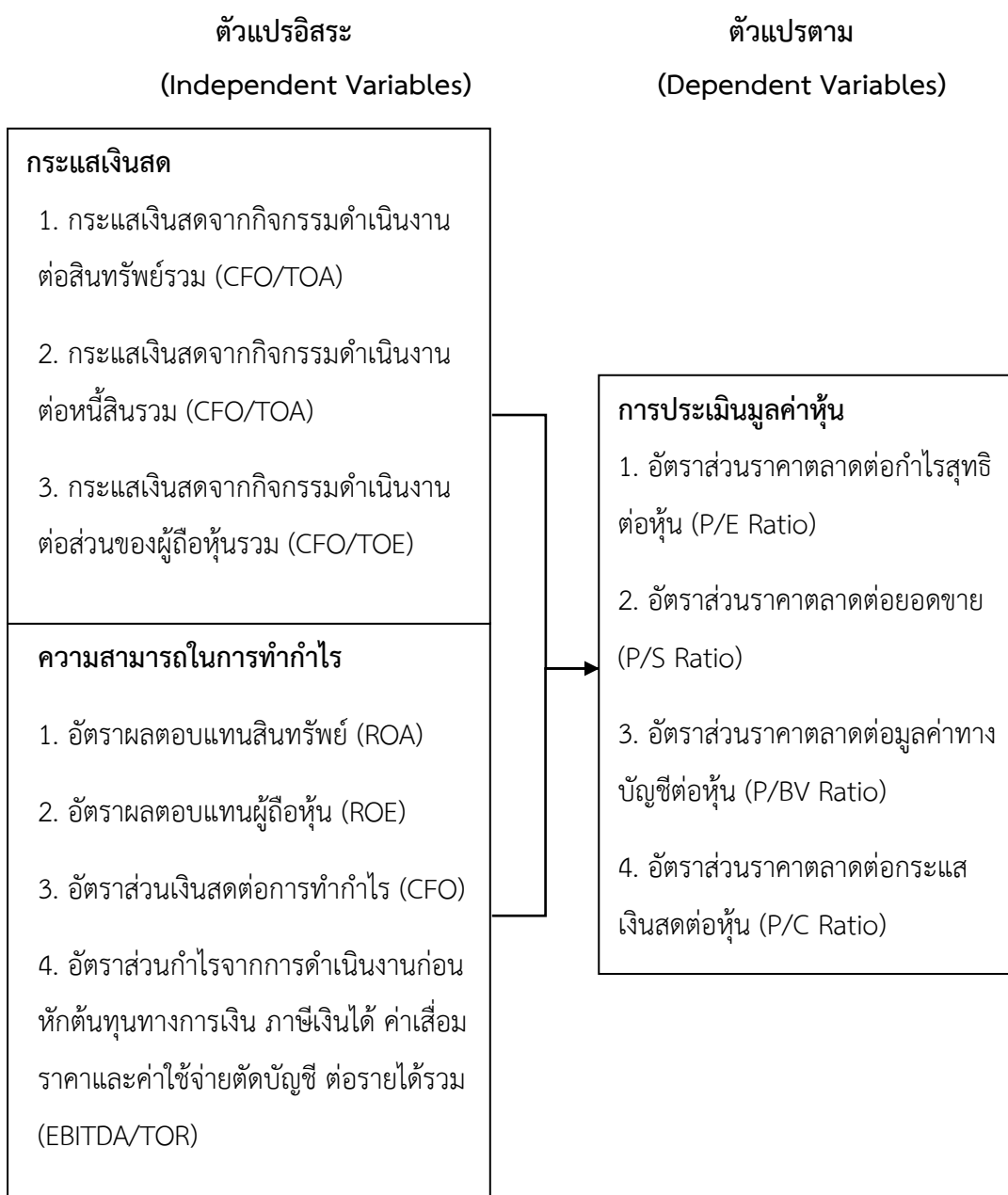
1.2.2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.3 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.4 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การศึกษาวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีการวางกรอบแนวคิดเพื่อใช้สำหรับการศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีดังนี้



ภาพประกอบที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย





## 1.5 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษางานวิจัยในครั้งนี้ผู้ทำการวิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ได้มีการกำหนดขอบเขตของการวิจัยโดยเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และมีการกำหนดขอบเขตด้านเนื้อหาของการดำเนินงานวิจัย เป็นดังนี้

1.5.1 ขอบเขตด้านเนื้อหา สำหรับการศึกษาคำนี้ ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ส่วนขอบเขตด้านเนื้อหาของตัวแปรตามเลือกศึกษาจากการประเมินมูลค่าหุ้น ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

1.5.2 ขอบเขตด้านประชากร สำหรับการศึกษาคำนี้ได้ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 93 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

1.5.3 ขอบเขตด้านระยะเวลา ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้นำเสนอและเผยแพร่ใน SETSMART ซึ่งเป็นข้อมูลจากงบการเงินที่กลุ่มประชากรได้นำเสนอไว้ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 ถึง ปี พ.ศ. 2562 รวมระยะเวลา 3 ปี

## 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

### 1.6.1 ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

1. หากผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น จะเป็นเครื่องมือหรือข้อมูลเพื่อช่วยในการสนับสนุนวิเคราะห์แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อวิเคราะห์ในประเด็นที่ว่าตัวแปรทางการเงินเหล่านี้สะท้อนถึง “มูลค่า (Value)” ของกิจการโดยตรง

2. ผลการวิจัยจะทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยอัตราส่วนทางการเงิน

### 1.6.2 ประโยชน์ด้านการนำผลการวิจัยไปใช้

1. ประโยชน์ต่อภาคธุรกิจ สามารถนำข้อมูลมาใช้ประกอบในการวางแผนหรือศึกษาแนวโน้มของธุรกิจเพื่อนำไปพัฒนาหรือวางแผน รวมไปถึงนโยบายเพื่อให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามที่คาดหวังไว้แก่นักลงทุน

2. ประโยชน์ต่อนักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย นักวิเคราะห์ หรือ ผู้สนใจทั่วไป เพื่อใช้ผลการวิจัยไปประกอบในการตัดสินใจและวัดความเสี่ยง รวมไปถึงประเมินทิศทางแนวโน้มของธุรกิจก่อนการตัดสินใจลงทุน และ ทำให้เกิดความสะดวกและสร้างความเชื่อมั่นต่อตลาดทุน

### 1.6.3 ประโยชน์ด้านอื่น ๆ

นอกจากประโยชน์ข้างต้นที่กล่าวมานี้ การศึกษาวิจัยเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถใช้เป็นฐานข้อมูลในการจัดทำงานวิจัยสำหรับผู้ที่มีความสนใจศึกษาวิจัยและใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์และใช้เป็นกรณีศึกษาเพื่อขยายขอบเขตและพัฒนาด้านการศึกษาวิจัย สำหรับแนวทางดังกล่าวข้างต้นนี้ต่อไปในอนาคต ทั้งนี้ ผู้ศึกษาวิจัยขอเสนอแนะให้ศึกษากลุ่มประชากร ที่เป็นกลุ่มธุรกิจบริการ ซึ่งหากได้ดำเนินการศึกษากลุ่มธุรกิจบริการนี้แล้ว อาจจะเป็นเครื่องมือและเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน หรือผู้มีส่วนได้เสีย รวมไปถึงทั้งภาครัฐและเอกชนอีกด้วย

## 1.7 นิยามศัพท์

**กระแสเงินสด** หมายถึง งบแสดงการเปลี่ยนแปลง การได้มา และใช้ไปของเงินสด หรือรายการเทียบเท่าเงินสด ในรอบระยะเวลาบัญชีหนึ่ง ซึ่งงบกระแสเงินสดจะแสดงให้เห็นถึงกระแสเงินไหลเข้า (Cash Inflows) และ กระแสเงินไหลออก (Cash Outflows) ของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด โดยแยกกิจการที่เกิดขึ้นออกเป็น ดังต่อไปนี้ การแสดงรายการในงบกระแสเงินสดจะนำกระแสเงินสดเข้าและกระแสเงินสดจ่ายมา แสดง ในส่วนของ กิจกรรมดำเนินงานจึงเป็นกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้หรือหากำไร และกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน ที่ประกอบด้วย เงินสดรับ (Cash Inflows) การแสดงรายการในงบกระแสเงินสดจะนำกระแสเงินสดเข้า และกระแสเงินสดจ่ายมาแสดงในส่วนของกิจกรรมลงทุนจึงเป็นกิจกรรม ที่เกิดจากการซื้อหรือขายสินทรัพย์ระยะยาว และเงินลงทุนที่ไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด ที่ประกอบด้วยเงินสดรับ (Cash Inflows) การแสดงรายการในงบกระแสเงินสดจะนำกระแสเงินสด เข้า และกระแสเงินสดจ่าย

มาแสดงในส่วนของกิจกรรมจัดหาเงินจึงเป็น กิจกรรมที่เกิดจากกิจกรรมที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขนาด และองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ และส่วนกำไร ของกิจการ

**กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)** หมายถึง เงินสดรับและจ่ายจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการจำนวนเงินของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเป็นข้อบ่งชี้ที่สำคัญที่แสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อชำระหนี้สิน เพื่อการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายเงินปันผลและเพื่อการลงทุนใหม่ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินแหล่งเงินภายนอก ในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคต ตัวอย่างเช่น เงินสดรับ (แหล่งได้มา) ได้แก่ เงินสดจ่ายจากการขายสินค้าและการให้บริการ เงินสดรับจากรายได้ค่าสิทธิ ค่าธรรมเนียม ค่านายหน้าและรายได้อื่นๆ เงินสดได้รับคืนค่าภาษีเงินได้ (ยกเว้นรายการที่ระบุเจาะจงได้กับกิจกรรมลงทุนและจัดหาเงิน) เป็นต้น เงินสดจ่าย (แหล่งใช้ไป) ได้แก่ เงินสดจ่ายค่าซื้อสินค้าและบริการ เงินสดจ่ายแก่พนักงานและจ่ายแทนพนักงาน เงินสดจ่ายค่าภาษีเงินได้ (ยกเว้นรายการที่ระบุเจาะจงได้กับกิจกรรมลงทุนและจัดหาเงิน) เงินสดจ่ายจากสัญญาที่ถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า เป็นต้น

**สินทรัพย์รวม (TOA)** หมายถึง ทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจในปัจจุบันที่อยู่ภายใต้การควบคุมของกิจการซึ่งเป็นผลของเหตุการณ์ในอดีต ซึ่งทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจนั้น คือสิทธิที่มีศักยภาพในการสร้างผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ (กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน, สภาวิชาชีพบัญชี 48/2563)

**หนี้สินรวม (TOL)** หมายถึง หนี้สินบัญญัติศัพท์โดยให้สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทยได้ให้ความหมายของหนี้สินว่า หมายถึง จำนวนเงินที่กิจการเป็นหนี้บุคคลอื่นหรือพันธะอันเกิดจากรายการค้า การกู้ยืมหรือเกิดจากการอื่น ซึ่งจะต้องชำระคืนในภายหน้าด้วยสินทรัพย์ หรือบริการ เช่น เจ้าหนี้การค้า เงินกู้เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร เจ้าหนี้อื่น ๆ เป็นต้น

**ความสามารถในการทำกำไร** หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวัดค่าได้จากการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (ชัยนุบดีน จินตรา, 2560) ซึ่งประกอบด้วย

**อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)** หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ว่าก่อให้เกิดผลกำไรมากน้อยเพียงใด สินทรัพย์รวมดังกล่าว หมายถึงสินทรัพย์ที่กิจการใช้งานอยู่เท่านั้นไม่รวมถึงสินทรัพย์ที่กิจการไม่ได้ใช้งานหรือสินทรัพย์ถาวรที่อยู่ระหว่างการสร้าง

**อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)** หมายถึง การวัดผลตอบแทนที่จะได้มาจากการดำเนินงานของกิจการในอัตราส่วนเท่าไร หากมีค่าสูง แสดงว่ามีความสามารถในการทำกำไรสูงจากส่วนผู้ถือหุ้น

**อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO)** หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นเกิดจากรายได้ที่มาจากการทำงานหรือไม่ หรือเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นได้มาจากแหล่งใด

**กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA)** หมายถึง ตัวเลขวัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งไม่รวมผลกระทบจากต้นทุนทางการเงิน นโยบายทางการเงินบัญชีและภาษี เป็นตัววัดที่ตรงไปตรงมา เหมาะสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรระหว่างกิจการหรือระหว่างอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี

**การประเมินมูลค่าหุ้น (Valuation)** หมายถึง การเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาด ณ ปัจจุบัน กับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นที่ได้จากการประเมิน ( ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) ซึ่งสามารถวัดค่าได้จากอัตราส่วนทางการเงินดังต่อไปนี้

**อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E)** หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น ที่บริษัททำได้ในรอบปีล่าสุด เป็นค่าที่จะได้ยิ่งน้อย ที่สุด เนื่องจากสามารถนำมาเปรียบเทียบได้ทั้งหุ้นรายตัว และสภาพตลาดโดยรวม

**อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)** หมายถึง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่อยอดขาย เป็นอัตราส่วนที่ใช้ประเมินค่าความถูกหรือแพงของหุ้น

**อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)** หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น อัตราส่วนนี้บอกให้ทราบว่า ราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี หากมีค่าสูง ก็แสดงว่าผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหวังว่า บริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง ขณะเดียวกันก็แสดงถึงระดับความเสี่ยงที่สูงด้วย

**อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)** หมายถึง อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกระแสเงินสด ผลลัพธ์แสดงถึงแนวโน้มในการเจริญเติบโต ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนตัวนี้ต่ำ แสดงว่าแนวโน้มการเจริญเติบโตของบริษัทต่ำกว่าบริษัทอื่นโดยเฉลี่ย หรือความเสี่ยงของบริษัทสูงกว่าค่าเฉลี่ย หรือทั้งสองประการ

**ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand)** คือ หน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดระเบียบกฎเกณฑ์เพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปด้วยความมีระเบียบคล่องตัวและยุติธรรมอันจะเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้

ลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) ปัจจุบันอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ให้ดำเนินการในรูปของหน่วยงานที่มีได้มุ่งหากำไร

**บริษัทกลุ่มก่อสร้าง และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (PROP CON)** หมายถึง ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง วัสดุก่อสร้างต่างๆ ที่มีชื่อเสียง รวมถึงผู้ให้บริการและให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการก่อสร้างที่อยู่อาศัยและสิ่งปลูกสร้างอื่นๆ เช่น บ้านจัดสรร อาคารชุด นิคม-อุตสาหกรรม ศูนย์การค้า ถนน สะพาน รวมถึงการให้บริการรับเหมาตึกแต่งภายในให้คำปรึกษาเกี่ยวกับโครงการก่อสร้าง ระบบวิศวกรรม และงานออกแบบที่เกี่ยวข้องกับบริการรับเหมาก่อสร้าง ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อขายหรือให้เช่ารวมถึงบริหารจัดการเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ เช่น นิติบุคคลอาคารชุด หมู่บ้านที่ดิน ตัวแทนหรือนายหน้าขาย หรือให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ (การจัดกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ด้านต่าง ๆ ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น (P/C) เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์การทำวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้มีการศึกษาและทำการรวบรวมแนวคิด ทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องไว้ดังนี้

- 2.1 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์
- 2.2 แนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน
- 2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น
- 2.4 แนวคิดเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด
- 2.5 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ
- 2.6 แนวคิดเกี่ยวกับลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล
- 2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand, SET) จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนของบริษัทต่างๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ และเพื่อให้สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.)

บทบาทตลาดหลักทรัพย์ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญ ดังนี้

1. ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน และพัฒนาระบบต่างๆ ที่จำเป็นเพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์

2. ดำเนินธุรกิจใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เช่น การทำหน้าที่เป็นสำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือกิจกรรมอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

3. การดำเนินธุรกิจอื่นๆ ที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

#### ลักษณะการดำเนินงาน

1. เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517

2. ทำหน้าที่ส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่เกี่ยวข้อง โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน

3. สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการธุรกิจและอุตสาหกรรมภายในประเทศ

4. เริ่มเปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก เมื่อวันที่ 30 เมษายน 2518

5. ปัจจุบันดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

6. การดำเนินงานหลัก ได้แก่ การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนและดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การซื้อขายหลักทรัพย์และการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลบริษัทสมาชิกส่วนที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลอดจนจนถึงการเผยแพร่ข้อมูลและการส่งเสริมความรู้ให้แก่ผู้ลงทุน

จากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ข้างต้นจะพบว่าตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลธุรกิจจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับนักลงทุนทุกสถาบัน องค์กรเอกชน รัฐบาล เพื่อใช้เป็นหน่วยงานกลางในการศึกษาหาข้อมูล ไม่ว่าจะด้านการศึกษา ด้านการลงทุน ด้านการพัฒนาประเทศ โดยผู้วิจัยได้ทำการเลือกกลุ่มบริษัทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลุ่มประชากรตัวอย่างในงานวิจัยเล่มนี้

## 2.2 แนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน

งบการเงิน (Financial Statement) คือ รายงานทางการเงินที่แสดงฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของกิจการ ในระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง ณ วันสิ้นงวดบัญชี อาจจะเป็นระยะเวลา 3 เดือน 6 เดือน หรือ 1 ปี และบัญชีที่แสดงรายละเอียดทางการเงินในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมา โดยมีแบบแผน เพื่อแสดงภาวะต่าง ๆ ของบริษัทหรือกิจการนั้น ๆ โดย งบการเงินประกอบด้วย



งบแยกย่อยอีกหลายประเภทซึ่งจะแสดงถึงฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดของบริษัทนั้น ๆ ในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชี โดยงบการเงินจะประกอบด้วย 5 ส่วน ได้แก่

1. งบแสดงฐานะการเงิน (Statement of Financial Position) เป็นงบการเงินส่วนที่จะแสดงถึงฐานะทางการเงินของกิจการ ซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ (ทรัพยากรที่กิจการเป็นเจ้าของ หรือสามารถควบคุมการใช้ประโยชน์) หนี้สิน (สิทธิเรียกร้องของบุคคลภายนอกต่อสินทรัพย์ของกิจการ) และส่วนของผู้ถือหุ้น (เงินทุนที่ได้รับจากเจ้าของและเงินทุนที่ได้รับจากผลการดำเนินงานของกิจการ) รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่างกันของรายการดังกล่าว

$$\text{สินทรัพย์} = \text{หนี้สิน} + \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

2. งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (Statement of Comprehensive Income) เป็นงบการเงินที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของกิจการในรอบระยะเวลาบัญชีหนึ่ง เช่น งวด 3 เดือน 6 เดือน 1 ปี ว่ากิจการมีกำไรหรือขาดทุนเท่าไร โดยงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จจะประกอบด้วย รายได้ ค่าใช้จ่าย ผลกำไรหรือขาดทุนสำหรับงวด รวมถึงรายการกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น ซึ่งไม่ได้รับรู้เป็นกำไรขาดทุนสำหรับงวด อาทิเช่น การตั้งราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจากราคายุติธรรม การประมาณการราคาหุ้นที่กิจการซื้อขายในราคายุติธรรม ณ ช่วงเวลาสิ้นงวด เป็นต้น

3. งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) เป็น งบแสดงการเปลี่ยนแปลง การได้มา และใช้ไปของเงินสด หรือรายการเทียบเท่าเงินสด ในรอบระยะเวลาบัญชีหนึ่ง ซึ่งงบกระแสเงินสดจะแสดงให้เห็นถึงกระแสเงินสดเข้า (Cash Inflows) และ กระแสเงินสดออก (Cash Outflows) ของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด โดยแยกกิจการที่เกิดขึ้นออกเป็น ดังต่อไปนี้ การแสดงรายการในงบกระแสเงินสดจะนำกระแสเงินสดเข้าและกระแสเงินสดจ่ายมา แสดง ในส่วนของ กิจกรรมดำเนินงานจึงเป็นกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้หรือหากำไร และกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน ที่ประกอบด้วย เงินสดรับ (Cash Inflows) การแสดงรายการในงบกระแสเงินสดจะนำกระแสเงินสด เข้า และกระแสเงินสดจ่ายมาแสดงในส่วนของกิจกรรมลงทุนจึงเป็นกิจกรรมที่เกิดจากการซื้อหรือขายสินทรัพย์ระยะยาว และเงินลงทุนที่ไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด ที่ประกอบด้วยเงินสดรับ (Cash Inflows) การแสดงรายการในงบกระแสเงินสดจะนำกระแสเงินสด เข้า และกระแสเงินสดจ่ายมาแสดงในส่วนของกิจกรรมจัดหาเงินจึงเป็น กิจกรรมที่เกิดจากกิจกรรมที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขนาด และองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ และส่วนกักเก็บ ของกิจการ

4. งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น (Statement of Changes Equity) เป็นงบการเงินที่แสดงรายละเอียดของการเปลี่ยนแปลงในรายการที่เป็นองค์ประกอบต่าง ๆ ของเจ้าของ จากต้นงวดบัญชีไปจนถึงสิ้นงวดบัญชีโดยแยกแสดงแต่ละรายการตามประเภทของรายการ การแสดงรายการในงบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้นมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 1 (ปรับปรุง 2552) เรื่องการนำเสนองบการเงินกำหนดไว้ว่า งบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้นจากการกระหนาบยอดระหว่างยอดยกมา ณ วันต้นงวดและวันสิ้นงวด โดยให้เปิดเผยการเปลี่ยนแปลงซึ่งเป็นผลมาจากดังต่อไปนี้ (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2552 ก) กำไรหรือขาดทุน แต่ละรายการของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น และ รายการกับผู้เป็นเจ้าของจากความสามารถในการเป็นเจ้าของ ซึ่งแสดงเงินทุนที่ได้รับจากผู้เป็นเจ้าของและการจัดสรรส่วนทุนให้ผู้เป็นเจ้าของและการเปลี่ยนแปลงในส่วนได้เสียของความเป็นเจ้าของในบริษัทย่อยที่ไม่ได้ส่งผลให้สูญเสียการควบคุมประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ฉบับที่ 20/2554 เรื่อง มาตรฐานการรายงานทางการเงินสำหรับกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสียสาธารณะ (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2554) ได้กำหนดให้กิจการต้องนำเสนองบแสดงการเปลี่ยนแปลงของผู้ถือหุ้นโดยนำเสนอรายการต่อไปนี้ เงินทุนที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นและจ่ายคืนให้แก่เจ้าของ รวมทั้งส่วนแบ่งกำไรกำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับรอบระยะเวลาของการรายงาน ยอดคงเหลือ ณ วันต้นงวด ของกำไร (ขาดทุน) สะสม และรายการต่าง ๆ ในส่วนของผู้ถือหุ้น การเปลี่ยนแปลงรายการต่าง ๆ ระหว่างงวดและยอดคงเหลือของรายการนั้น ๆ ณ วันสิ้นงวด รายการซึ่งมาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับนี้กำหนดให้กิจการต้องรับรู้โดยตรงไปยังส่วนของผู้ถือหุ้น

5. หมายเหตุประกอบงบการเงิน (Notes of Financial Statement) เป็นรายงานที่แสดงรายการรายละเอียดเพิ่มเติมจากงบการเงิน เช่น นโยบายการทำบัญชีและเกณฑ์การจัดทำงบการเงิน ข้อมูลเพิ่มเติมที่ไม่ได้แสดงอยู่ในงบการเงินนโยบายการทำบัญชี เป็นสิ่งที่ทำให้งบการเงินของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกันดังนั้นผู้ใช้งบการเงินจะต้องอ่านก่อนว่ากิจการนั้น และประโยชน์ใช้ดูจำนวนลูกหนี้การค้า หลายคนคงมีคำถามว่าทำไมต้องดูเพราะว่ามีลูกหนี้การค้ามากก็แสดงว่ากิจการขายสินค้าและบริการได้ดี แต่ก็ไม่เสมอไปลูกหนี้การค้าหากมีมากจนผิดสังเกตอาจจะเกิดจากกิจการมีลูกหนี้การค้าที่ขาดสภาพคล่องทำให้ไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ ทำให้เกิดผลเสียต่อกิจการ ดังนั้นผู้ใช้งบการเงินควรสังเกตตรงจุดนี้ให้ดีว่า ลูกหนี้การค้าเป็นอย่างไร ขายสินค้าอะไร มีความสามารถในการจ่ายหนี้หรือไม่ใช้ดูการตัดค่าเสื่อมราคา เพราะบางทีอาจมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการตัดค่าเสื่อมราคาทำให้กิจการมีกำไรโตขึ้นมากในรอบบัญชีนั้น ทำให้นักลงทุนเข้าใจผิดว่ากำไรที่ได้นั้นมาจากการดำเนินงาน เมื่อผู้ใช้งบการเงินเปรียบเทียบอัตราการทำกำไรกับกิจการคู่แข่งแล้วพบว่า กิจการสามารถทำอัตรากำไรได้มากกว่าหรือแตกต่างมากๆ อาจจะมีผลมาจากทั้งสอง

กิจการมีนโยบายการทำบัญชีที่แตกต่างกัน เมื่อพบว่ากิจการมีรายได้โตขึ้นมากๆ ผู้ใช้งบการเงินต้องตรวจสอบว่ากิจการมีนโยบายการรับรู้รายได้แบบใด หรือ รายการอื่นๆ ที่ไม่ได้แสดงในงบการเงิน

ความสัมพันธ์ของรายงานการเงิน คือ หากจะทำงานกระแสเงินสด จะต้องได้ข้อมูลจาก งบดุล และงบกำไรขาดทุน ซึ่งข้อมูลจากงบดุลจะเป็นงบดุลเปรียบเทียบ เป็นการเปรียบเทียบงบดุล 2 งวด บัญชี ระหว่างงบดุลของงวดบัญชีก่อนและงบดุลของงวดบัญชีปัจจุบัน เพื่อใช้วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น งบกำไรขาดทุน เป็นการใช้อัตราส่วนจากงบกำไรขาดทุนของงวดบัญชีปัจจุบัน เพื่อให้ทราบถึงเงินสดที่ได้รับมาและเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงาน ดังนั้น ทำรายงานการเงินมีความสำคัญและต้องระมัดระวัง เพราะถ้าทำผิดตั้งแต่งบกำไรขาดทุน จะกระทบถึงงบอื่นๆ ตามไป ซึ่งกิจการจะได้ข้อมูลทางการเงินที่ไม่ถูกต้อง มีผลต่อการตัดสินใจและบริหารงานต่อไป

ประโยชน์ของงบการเงิน คือ แสดงผลการดำเนินงานในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมา โดยผู้ที่ใช้ประโยชน์จากงบการเงิน ได้แก่ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น นักลงทุนที่สนใจ องค์กรรัฐบาลที่เข้ามาตรวจสอบ ลูกจ้าง และลูกค้าที่ใช้พิจารณาความสามารถของคู่ค้า งบการเงินของแต่ละกิจการนั้นอาจมีการรายงานแตกต่างกันออกไปจะอยู่บนมาตรฐานบัญชีทั่วไป จะสามารถบ่งชี้ให้ทราบถึงโอกาสในการลงทุน โดยดูจากข้อมูลภายในงบการเงินนั้นๆ การศึกษางบการเงินจะทำให้ทราบถึงที่มาของรายได้ และการใช้ไปของรายจ่ายต่างๆ ของบริษัทนั้นว่ามีความสมเหตุสมผลหรือไม่นั้น ซึ่งจะทำให้ให้นักลงทุน ประเมินความเสี่ยงในการลงทุนได้ ซึ่งผู้วิจัยก็ได้นำข้อมูลงบการเงินดังกล่าวของกลุ่มอุตสาหกรรมก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเป็นตัวแปรในการวิจัยครั้งนี้ ซึ่งประกอบไปด้วย งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด แนวคิดเกี่ยวกับงบการเงินได้นำมาใช้ในการศึกษาถึงตัวแปรต้นและตัวแปรตามของงานวิจัยครั้งนี้

กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม (Department of Industrial Promotion) ได้เผยแพร่บทความเทคนิคการวิเคราะห์งบการเงิน (Financial Analysis) ว่าการวิเคราะห์งบการเงินเป็นกระบวนการที่ค้นหาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลดำเนินงานของกิจการว่ามีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไร มีจุดดีจุดเสียที่รายการใดบ้าง และหาแนวทางการแก้ไขเพราะการวิเคราะห์จะช่วยให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยมีเทคนิคในการวิเคราะห์ 4 แบบทำให้เราทราบถึงรายละเอียดของกิจการมากขึ้นนอกเหนือจากการอ่านงบการเงินเพียงอย่างเดียว โดยประกอบด้วยดังนี้ (<https://bsc.dip.go.th/th/category/financial-accounting/fs-technic-analyse-content>)

เทคนิคที่ 1 การวิเคราะห์แบบแนวนอน (Horizontal Analysis) หรือบางครั้งก็เรียก Comparative analysis เป็นการวิเคราะห์แบบเปรียบเทียบปีต่อปี เดือนต่อเดือนนั่นเอง ประโยชน์ของการวิเคราะห์แบบแนวนอนคือ เพื่อวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของรายการต่างๆ ในงบโดยเปรียบเทียบกับปีก่อนหน้านี้, เพื่อวิเคราะห์รายการต่างๆ ในงบว่ามีรายการใดเพิ่มขึ้นหรือลดลงใน

จำนวนเงินและเปอร์เซ็นต์เท่าใด, เพื่อดูแนวโน้มแต่ละรายการในงบว่าดีขึ้นหรือแย่ลง เพื่อนำมาพยากรณ์ทางธุรกิจ

เทคนิคที่ 2 การวิเคราะห์แบบแนวตั้งหรือแนวดิ่ง (Vertical analysis) มีอีกชื่อว่า Common-size Analysis จะวิเคราะห์แบบแนวนอน โดยใช้งบปีใครก็ปีมันแล้วค่อยนำมาเปรียบเทียบปีต่อปี เช่น ต้นทุนการผลิตของปี 2560 เท่ากับร้อยละ 45 ของยอดขายปี 2560 และต้นทุนการผลิตปี 58 เท่ากับ ร้อยละ 43 ของยอดขายปี 61 เราก็พอสรุปได้ว่าต้นทุนผลิตปี 61 ต่ำลงกว่าปี 60 เป็นร้อยละ 2 ต่อ ยอดขาย แล้วเราก็อ่ยมมาหาสาเหตุเพื่อนำมาต่อยอดในการลดต้นทุนต่อไปได้ ในงบกำไรขาดทุน เราจะใช้ยอดขายเป็นตัวหารโดยให้รายการอื่นๆเป็นสัดส่วนต่อยอดขาย สำหรับงบดุลเราจะใช้สินทรัพย์เป็นตัวหาร ประโยชน์ของการวิเคราะห์แนวดิ่งคือ ใช้ในการเปรียบเทียบสัดส่วนต่อยอดขายหรือสัดส่วนต่อสินทรัพย์ของแต่ละรายการในงบกำไรขาดทุนหรืองบดุล การวิเคราะห์นี้ทำให้เราทราบว่ารายการใดมีสัดส่วนมากหรือน้อยแค่ไหน เช่นค่าใช้จ่ายเงินเดือนเป็นสัดส่วนร้อยละ 20 ของยอดขายเมื่อเรานำไปเทียบกับคู่แข่งที่จ่ายเงินเดือนเป็นร้อยละ 10 ของยอดขายทำให้เราทราบว่าเรามีค่าใช้จ่ายรายการนี้สูงกว่าคู่แข่งมาก, เพื่อลดต้นทุนและค่าใช้จ่ายได้ทันท่วงที, เพื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของแต่ละปีและแต่ละรายการในงบได้

เทคนิคที่ 3 การวิเคราะห์แบบแนวโน้ม (Trend analysis) เป็นการวิเคราะห์คล้ายแบบแนวนอน แต่ไม่ได้เปรียบเทียบปีต่อปี จะเป็นปีแรกที่วิเคราะห์เป็นปีฐาน เช่น เราจะวิเคราะห์ 5 ปี โดยเริ่มจากปี 2558-2562 เราก็จะใช้ตัวเลขของปี 2558 เป็นปีฐานคือเป็นปีที่น่ามาลบและนำมาหารกับปีถัดไปนั่นเองเพื่อดูแนวโน้มว่าตั้งแต่ปี 2558 รายการใดมีแนวโน้มดีขึ้นหรือแย่ลง มักนิยมทำเป็นรูปแบบเปอร์เซ็นต์มากกว่าตัวเลข แต่นักวิเคราะห์การเงินบางคนก็ทำทั้งสองรูปแบบคือตัวเงินและเปอร์เซ็นต์ ประโยชน์ของการวิเคราะห์แบบแนวโน้มคือ ใช้ดูแนวโน้มของกิจการว่ายอดขายดีขึ้นหรือแย่ลงจากปีฐาน และดูรายการอื่นๆที่สำคัญเช่นกำไรหรือสินทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือไม่, เพื่อนำไปพยากรณ์หรือจัดทำประมาณการงบกำไรขาดทุนในอนาคตเพราะเราทราบถึงแนวโน้มของแต่ละรายการแล้ว

เทคนิคที่ 4 การวิเคราะห์แบบอัตราส่วนทางการเงิน (Financial ratio analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างรายการในงบการเงินเดียวกันและนำไปเปรียบเทียบกับปีอื่นๆด้วย รวมทั้งยังสามารถนำไปเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินของคู่แข่งหรือบริษัทใหญ่ๆที่เราต้องการจะเปรียบเทียบก็ได้ การวิเคราะห์ในแบบอัตราส่วนนี้วิเคราะห์การเงิน เจ้าหน้าที่สินเชื่อและนักลงทุนนิยมจัดทำเพื่อใช้ดูสถานะความแข็งแรงของกิจการนั้น ดูความสามารถของผู้บริหารว่าดำเนินธุรกิจดีหรือไม่และดูฐานะของกิจการว่ามั่นคงไหม บางคนเรียกการวิเคราะห์แบบนี้ว่าเป็นการตรวจสอบสุขภาพทางการเงินของกิจการ การวิเคราะห์แบบอัตราส่วนนี้จะทำให้ผู้บริหารและนักวิเคราะห์ทราบถึงสภาพที่แท้จริงของกิจการได้ลึกซึ้งยิ่งขึ้น โดยมีการวัดอัตราส่วนทางการเงินเป็น 4 ด้านดังนี้ วัดสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity ratio), วัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability ratio),

วัดประสิทธิภาพในการจัดการสินทรัพย์ (Asset management ratio) ,วัดความสามารถในการชำระหนี้ (Debt management ratio หรือ Leverage ratio)

### ความหมายของการวิเคราะห์งบการเงิน

รัตนา วงศ์ศรีมีเดือน (2550, น.7-10) ได้ให้ความหมายของการวิเคราะห์งบการเงินว่า “การวิเคราะห์งบการเงิน หมายถึง การใช้เครื่องมือต่างๆ มาประเมินผลการดำเนินงานขององค์การ โดยพิจารณาข้อมูลจากงบการเงิน เพื่อทราบถึงฐานะ และความมั่นคงของกิจการ เพื่อประกอบการตัดสินใจแล้วจัดทำผลการวิเคราะห์ขึ้นใหม่ เรียกว่ารายงานการวิเคราะห์งบการเงิน”

มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช (2550, น.320) ได้ให้ความหมายของการวิเคราะห์งบการเงินว่า “การวิเคราะห์งบการเงิน หมายถึง การประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ โดยจะเป็นการแสดงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะ และการดำเนินงานของกิจการ กระบวนการวิเคราะห์งบการเงินประกอบด้วย การพิจารณารายการแต่ละรายการ และนำมาเปรียบเทียบความสำคัญของรายการต่าง ๆ ทางการเงิน การวิเคราะห์จะแสดงถึงจุดแข็ง และจุดอ่อนของกิจการ ซึ่งจะช่วยในการวางแผน ควบคุมและตัดสินใจตลอดจนช่วยพยากรณ์สถานการณ์ในอนาคต”

เฉลิมขวัญ คุรุบุญยงค์ (2554, น.74) ได้ให้ความหมายของการวิเคราะห์งบการเงินว่า “การวิเคราะห์งบการเงินเป็นกระบวนการค้นหาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งจากงบการเงินของธุรกิจนั้น พร้อมทั้งนำข้อเท็จจริงดังกล่าวมาประกอบการตัดสินใจในการดำเนินงานต่อไปในอนาคต”

### วัตถุประสงค์หลักของการวิเคราะห์งบการเงิน

1. เพื่อดูผลดำเนินงานที่ผ่านมาแล้ว
2. เพื่อเปรียบเทียบกับกิจการเองและกิจการอื่นที่เป็นคู่แข่ง
3. เพื่อวิเคราะห์หาแนวโน้มว่ากิจการจะดีขึ้นและแย่ลง
4. เพื่อวางแผนการดำเนินงานในอนาคต (จัดทำงบประมาณการ)
5. เพื่อปรับปรุงแก้ไขผลการดำเนินงานให้ดีขึ้น ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

### กลุ่มผู้ใช้ประโยชน์จากการวิเคราะห์งบการเงิน

1. ผู้ลงทุน หมายถึง ผู้เป็นเจ้าของเงินทุนรวมทั้งที่ปรึกษาการลงทุน ผู้ลงทุนต้องการวิเคราะห์งบเพื่อให้ทราบเกี่ยวกับความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนั้นผู้ลงทุนจึงต้องการข้อมูลที่จะช่วยให้สามารถประเมินได้ว่าควรซื้อ ขาย หรือถือเงินลงทุนนั้นต่อไป รวมทั้งประเมินความสามารถของกิจการในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ลงทุน ผู้ลงทุนสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1.1 ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ (owner or stockholder) ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ จะได้รับผลตอบแทนคือเงินปันผล และสิทธิพิเศษของผู้ถือหุ้น ในการวิเคราะห์งบการเงินจึงมุ่งเน้น ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนระยะยาวของกิจการ

1.2 ผู้ลงทุนเพื่อการเก็งกำไร (Speculator) เป็นการลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากการซื้อขายเงินลงทุน เงินปันผลจุดมุ่งหมายในการวิเคราะห์จะเน้นที่หลักทรัพย์ลง ทุนและปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เช่นความสามารถในการทำกำไรอัตราเงินปันผลต่อหุ้นมูลค่าตามบัญชี ต่อหุ้น เป็นต้น

2. ลูกจ้าง หมายถึง พนักงานของกิจการ ลูกจ้างต้องการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อให้ทราบ ความมั่นคงและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ดังนั้นลูกจ้างจึงต้องการข้อมูลที่จะช่วย ประเมินความสามารถของกิจการในการจ่ายค่าตอบแทน บำเหน็จ บำนาญและโอกาสในการจ้างงาน

3. ผู้บริหาร มีหน้าที่และต้องรับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของกิจการจึง ต้องการการวิเคราะห์อย่างละเอียด เพื่อพิจารณาถึงปัญหาและโอกาสของกิจการสำหรับการกำหนด แผนดำเนินการต่อไป

4. ผู้ให้กู้ หมายถึง บุคคลภายนอกที่ให้กิจการกู้เงินมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ เจ้าหนี้จะ วิเคราะห์งบการเงินของลูกหนี้เพื่อพิจารณาความสามารถในการชำระหนี้ ความสามารถในการทำ กำไรและลักษณะการได้มาและการใช้ไปของเงินทุน เพื่อช่วยประเมินความสามารถในการจ่ายคืนเงิน ต้นและดอกเบี้ย

5. ผู้ขายสินค้าและเจ้าหนี้อื่น หมายถึง ธุรกิจที่กิจการติดต่อซื้อสินค้าหรือสินทรัพย์ผู้ขาย สินค้าและเจ้าหนี้อื่น กลุ่มคนเหล่านี้ต้องการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อให้ทราบความสามารถในการทำ กำไรและสภาพคล่องของกิจการ ดังนั้นจึงต้องการข้อมูลที่จะช่วยประเมินความสามารถของกิจการใน การจ่ายชำระหนี้

6. ลูกค้า หมายถึง ผู้ที่กิจการขายสินค้าให้ ลูกค้าต้องการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อให้ทราบ ความมั่นคงของกิจการ ดังนั้นลูกค้าจึงต้องการข้อมูลที่จะช่วยประเมินความสามารถในการดำเนินงาน ต่อเนื่องของกิจการ

7. รัฐบาลและหน่วยงานราชการ วิเคราะห์งบการเงินเพื่อได้ข้อมูลที่จะนำมาประกอบการ พิจารณาจัดสรรงบประมาณ การกำกับดูแล การกำหนดนโยบายต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ประกอบการ ธุรกิจ ผู้บริโภคและประเทศโดยรวม ตลอดจนเพื่อประโยชน์ในการจัดเก็บภาษีให้ถูกต้องตรงกับ ความเป็นจริง จึงมุ่งเน้นเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างงวดปัจจุบันและงวดก่อน ตรวจสอบความสัมพันธ์ ของรายการต่างๆ ว่ามีความถูกต้องและมีความเป็นไปได้ เป็นความจริงและมีเอกสารครบถ้วน เช่น กรมสรรพากร และกรมพัฒนาธุรกิจการค้า เป็นต้น

8. นักศึกษา หมายถึง ผู้ที่เรียนวิชาวิเคราะห์งบการเงิน นักศึกษาต้องการวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อฝึกปฏิบัติก่อนสำเร็จการศึกษา ดังนั้นนักศึกษาจึงต้องการข้อมูลทุกด้านที่จะฝึกวิเคราะห์งบการเงินเพื่อให้มีประสบการณ์ก่อนออกไปทำงาน

9. นักวิชาการ วิเคราะห์งบการเงินของกิจการ เพื่อนำมาศึกษาและให้ข้อเสนอแนะ ตลอดจนจัดทำข้อมูลที่สำคัญๆ เพื่อการศึกษาและงานวิจัยซึ่งจะเป็นประโยชน์แก่วงการศึกษา และวงการธุรกิจ

10. สาธารณชน หมายถึง ประชาชนทั่วไปที่สนใจ สาธารณชนต้องการวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อให้ทราบเกี่ยวกับการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นสาธารณชนจึงต้องการข้อมูลที่จะช่วยประเมินผลกระทบในการดำเนินงานที่มีต่อสังคม เช่น การจ้างงานและการรับซื้อสินค้าจากผู้ผลิตในท้องถิ่น

11. คู่แข่ง หมายถึง ธุรกิจที่ดำเนินงานในลักษณะเดียวกับกิจการและมีขนาดของธุรกิจไม่แตกต่างกันมากนัก คู่แข่งต้องการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อให้ทราบจุดแข็งและจุดอ่อนของกิจการ ดังนั้นคู่แข่งจึงต้องการข้อมูลทุกด้านที่จะช่วยในการประเมินจุดแข็งและจุดอ่อน ผู้วิเคราะห์งบการเงินแต่ละคนจะมีความเกี่ยวข้องกับกิจการไปคนละลักษณะ ดังนั้นจึงมีวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์งบการเงินและมีความต้องการข้อมูลที่แตกต่างกัน

สรุปได้ว่า การวิเคราะห์งบการเงิน คือ การวิเคราะห์งบการเงินเป็นกระบวนการค้นหาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ผลผลการดำเนินงานของกิจการใดกิจการหนึ่งจากงบการเงินของกิจการนั้น พร้อมทั้งนำข้อเท็จจริงดังกล่าวมาประกอบการตัดสินใจ โดยใช้ข้อมูลในงบการเงินมาทำการวิเคราะห์ซึ่งผู้วิจัยได้อาศัยแนวคิดนี้มาเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกตัวแปรต้นและตัวแปรตามที่จะทำการศึกษา ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญในการวิจัยครั้งนี้ สามารถทำให้มองเห็นถึงปัญหาและหาข้อสรุปแท้จริง ตามสมมุติฐานที่ได้วางไว้ อันได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสด (Cash Flow Ratio) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) และกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา (EBITDA) ซึ่งตัวแปรอิสระเหล่านี้จะสามารถนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยอัตราส่วนทางการเงินที่จะกล่าวถึงในแนวคิดต่อไป

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลในงบการเงินเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างรายการหนึ่งกับรายการหนึ่ง การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินจำเป็นต้องทำการเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีต หรือเปรียบเทียบกับอัตราส่วนมาตรฐานหรืออัตราส่วนถัวเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เพื่อให้ทราบถึงสถานะการเงิน จุดแข็งจุดอ่อนของบริษัท และแนวโน้มในอนาคตของบริษัททำให้ผู้บริหารสามารถกำหนดแผนการบริหารการเงินให้เกิดประสิทธิภาพได้ ซึ่งการเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินนั้น แบ่งได้เป็น 3 ลักษณะ ดังนี้ (การวิเคราะห์งบการเงิน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ดร.กฤษฎา เสกตระกูล, 2556)

1. อัตราส่วนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ซึ่งหาได้จากการเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่ทำธุรกิจเดียวกันเพื่อใช้เป็นบรรทัดฐานในการเปรียบเทียบ แต่วิธีนี้ค่อนข้างยุ่งยากและต้องใช้เวลาในการเก็บข้อมูล
2. อัตราส่วนการเงินในอดีตของกิจการ เป็นการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินของกิจการเองในช่วงการดำเนินงานที่ผ่านมา ซึ่งจะทำให้มองเห็นภาพของกิจการได้ดีที่สุด
3. อัตราส่วนทางการเงินของกิจการคู่แข่ง การเปรียบเทียบจะทำให้ทราบถึงจุดอ่อนและจุดแข็งของกิจการเมื่อเทียบกับคู่แข่ง ทำให้สามารถกำหนดกลยุทธ์ในการแข่งขันได้ แต่มีข้อจำกัด คือ ข้อมูลงบการเงินที่จะนำมาวิเคราะห์เทียบกัน ควรจะมีระบบบัญชี วิธีการบันทึกบัญชี และรอบระยะเวลาบัญชีเดียวกันด้วย

### ข้อจำกัดในการวิเคราะห์อัตราส่วน

1. การเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินควรใช้ในการเปรียบเทียบกิจการที่ดำเนินงานเพียงประเภทเดียว บริษัทที่มีขนาดใหญ่มากและมีโครงสร้างธุรกิจหลายประเภทที่ไม่เกี่ยวข้องสัมพันธ์กัน อยู่ในกิจการเดียวกัน บางครั้งก็เป็นเรื่องยากที่จะทราบว่าบริษัทนั้นอยู่ในอุตสาหกรรมใด การนำเอาตัวเลขโดยรวมของทั้งบริษัทมาคำนวณอัตราส่วนอาจจะไม่มีความหมาย เพราะเกิดจากองค์ประกอบของธุรกิจหลายด้านประกอบกัน ดังนั้นการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินจึงมักจะเป็นประโยชน์ในการวิเคราะห์บริษัทที่มีขนาดเล็ก และขอบเขตธุรกิจจำกัดอยู่เฉพาะด้านมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทข้ามชาติ
2. การเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินของกิจการกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม การที่อัตราส่วนออกมาดีกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมอาจจะไม่ได้หมายความว่า กิจการนั้นดีกว่ากิจการอื่น ๆ ค่าเฉลี่ยของกิจการอุตสาหกรรม อาจไม่ได้สะท้อนผลการดำเนินงานที่ดีเสมอไป อัตราส่วนค่าเฉลี่ยมาตรฐานของอุตสาหกรรมเป็นเพียงค่าเฉลี่ยเท่านั้น การที่อัตราส่วนของกิจการดีกว่าอัตราส่วนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ก็ไม่ได้หมายถึงกิจการมีประสิทธิภาพในการบริหารงานดีเช่นกัน โดยปกติแล้ว ค่าเฉลี่ยมาตรฐานของอุตสาหกรรมจะเป็นแนวทางประเมินสถานะทางการเงินโดยเฉลี่ยของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้น ๆ แต่ไม่ได้หมายความว่า อัตราส่วนค่าเฉลี่ยมาตรฐานของอุตสาหกรรมจะเป็นอัตราส่วนที่บริษัทต้องยึดถือเป็นเกณฑ์ในการประเมินสถานะทางการเงินเสมอไป
3. ปัจจัยเกี่ยวกับฤดูกาล เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อการใช้วิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน อาจมีผลทำให้อัตราส่วนเบี่ยงเบนไป เช่น สินค้าชนิดเครื่องกันหนาว จะขายได้มากในช่วงฤดูหนาว อัตราการหมุนเวียนของสินค้าในช่วงฤดูหนาวจะสูงกว่าในช่วงฤดูอื่น ๆ ผู้วิเคราะห์อาจจะต้องอาศัยการหาค่าเฉลี่ยตามวงจรของฤดูกาลเพื่อให้สามารถวิเคราะห์ส่วนประกอบได้อย่างครบถ้วน



4. การตกแต่งบัญชี (Window Dressing) โดยฝ่ายบริหาร เพื่อใ้เห็นงบการเงินดูดีกว่าที่ควรจะเป็น จะทำให้ผลการวิเคราะห์ต่างไปจากความเป็นจริงและไม่ได้ข้อมูลตามที่ต้องการ เช่น กรณีของ Enron และ WorldCom

5. การใช้มาตรฐานและวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกัน อาจจะเป็นบิดเบือนหากนำเอามาเปรียบเทียบกับกันด้วย อัตราส่วนโดยตรง เช่น การบันทึกสินค้าคงคลัง หรือวิธีการตัดค่าเสื่อมราคา หรือการใช้วิธีเช่าซื้อในจำนวนสูงจะทำให้มูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการต่ำกว่าความเป็นจริง เทียบกับกิจการที่ใช้สินทรัพย์แบบเดียวกันแต่ไม่ได้เช่าซื้อและใช้การจัดซื้อโดยตรง

6. เป็นไปได้ยากที่จะมีกิจการใดมีอัตราส่วนทางการเงินดีทั้งหมด หรือ ไม่ดีทั้งหมด ส่วนใหญ่มักจะมีอัตราส่วนทางการเงินที่ดีบ้าง ไม่ดีบ้าง ผสมกันไป จึงยากที่จะบอกได้ว่าโดยภาพรวมแล้วกิจการดีหรือไม่ดี ยกเว้นจะกำหนดน้ำหนักความสำคัญของสัดส่วนทางการเงินใดมากกว่าอัตราส่วนอื่น ๆ

7. ในบางสถานการณ์การที่จะระบุบทสรุปว่า อัตราส่วนลักษณะใดที่ถือว่าดีและลักษณะใดที่ถือว่าไม่ดีก็ไม่อาจจะกระทำได้แบบชัดเจน เช่น สภาพคล่องที่สูงมากอาจจะมองว่าดีในด้านสภาพคล่องแต่ถ้ามากเกินไปก็แสดงถึงการมีสินทรัพย์ที่ไม่ทำรายได้สูงด้วย หรือการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรที่สูงอาจจะสะท้อนว่าการใช้สินทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ หรืออาจจะมองว่ากิจการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรน้อยไปก็ได้

8. อัตราเงินเฟ้อมีส่วนในการบิดเบือนตัวเลขหรือมูลค่าของรายการในงบการเงิน ทำให้มูลค่าตามงบการเงินไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง (True Values) ของกิจการ โดยอัตราเงินเฟ้อกระทบต่อค่าเสื่อมราคา ต้นทุนสินค้าคงคลัง กำไรของกิจการด้วย ในการพิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการใด ๆ ในช่วงเวลาที่ยาวต่อเนื่องอาจจะต้องนำเอาอัตราเงินเฟ้อมาร่วมพิจารณาด้วย

#### **อัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกเป็น 5 ประเภท ประกอบด้วย**

1. อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) เป็น อัตราส่วนที่บ่งบอกถึงสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ หรือบอกถึงความสามารถในการชำระหนี้สินของกิจการ หากกิจการมีอัตราส่วนสภาพคล่องที่ไม่ดีจะมีผลทำให้กิจการไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ได้ ทำให้กิจการเสียความน่าเชื่อถือหรือเสียเครดิตทางการเงินไปนั่นเอง สภาพคล่อง (Liquidity) หมายถึง ความสามารถในการเปลี่ยนสภาพสินทรัพย์ให้เป็นเงินสดเพื่อนำไปชำระหนี้สินระยะสั้น สินทรัพย์ใดที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ง่ายและรวดเร็วถือว่าสินทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องสูง กิจการที่มีสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ง่ายเป็นจำนวนมาก กิจการนั้นจะมีสภาพคล่องสูง อัตราส่วนสภาพคล่องจะประกอบไปด้วย

1.1 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนหรืออัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการนำสินทรัพย์หมุนเวียนไปชำระหนี้ระยะสั้น อัตราส่วนนี้เป็นเครื่องวัดฐานะทางการเงินระยะสั้นของกิจการสินทรัพย์หมุนเวียน คือ เงินสด หรือ สินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ง่ายหรือภายในหนึ่งปี และ หนี้สินระยะสั้น คือ ภาระค่าใช้จ่ายที่ต้องจ่ายคืนภายในหนึ่งปี มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (เท่า)} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

ค่าที่คำนวณได้ หาก  $> 1$  จะบ่งบอกถึงกิจการที่คำนวณมีสภาพคล่องที่ดี เพราะมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินระยะสั้น ทำให้กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้น

ค่าที่คำนวณได้หาก  $< 1$  จะบ่งบอกถึงกิจการที่คำนวณมีสภาพคล่องที่ไม่ดี เพราะกิจการสินทรัพย์หมุนเวียนน้อยกว่าหนี้สินระยะสั้น ทำให้กิจการไม่มีความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้น

1.2 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio or Acid Test Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดสภาพคล่องของกิจการอีกประเภทหนึ่งแสดงความสามารถที่กิจการจะนำสินทรัพย์หมุนเวียนที่เปลี่ยนเป็นเงินสดได้เร็ว มาจ่ายชำระหนี้สินระยะสั้นได้ทันเวลาหรือไม่ เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนที่ตัดสินค้าคงเหลือออกไป(เพราะสินค้าคงเหลือบางประเภทไม่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ภายในหนึ่งปี) กับหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งจะบอกถึงความสามารถของกิจการในการชำระหนี้สินระยะสั้น มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (เท่า)} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน-สินค้าคงเหลือ}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

ค่าที่คำนวณได้ หาก  $> 1$  จะบ่งบอกถึงกิจการที่คำนวณมีสภาพคล่องที่ดี เพราะมีสินทรัพย์หมุนเวียนเร็วกว่าหนี้สินระยะสั้น ทำให้กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้น

ค่าที่คำนวณได้หาก  $< 1$  จะบ่งบอกถึงกิจการที่คำนวณมีสภาพคล่องที่ไม่ดี เพราะกิจการสินทรัพย์หมุนเวียนเร็วน้อยกว่าหนี้สินระยะสั้น ทำให้กิจการไม่มีความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นโดยปกติอัตราส่วน 1 : 1 ถือว่าเหมาะสมแล้ว

1.3 อัตราส่วนเงินสด (Cash ratio) คือ อัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์ สภาพคล่อง ของกิจการที่ตั้งอยู่บนหลักความระมัดระวังที่สุด โดยจะนำ สินทรัพย์หมุนเวียน ที่เป็น เงินสด และ หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด หาดด้วย หนี้สินหมุนเวียน หากอัตราส่วนนี้สูงหมายถึงกิจการมีสภาพคล่องสูง แต่หากสูงมากอาจหมายถึงกิจการถือเงินสดไว้มากเกินไปทำให้ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ลดลง จึงควรดูอัตรา ส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ควบคู่กันด้วย สูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนเงินสด} = \frac{\text{เงินสด} + \text{หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

1.4 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover) เป็นอัตราส่วนที่วัดประสิทธิภาพในการบริหารสินเชื่อ (Credit Management) ของกิจการ โดยการใช้ยอดขาย ก็เพราะการบันทึกยอดลูกหนี้การค้าเป็นการบันทึกด้วยมูลค่าการขายสินค้า และใช้ลูกหนี้การค้าเฉลี่ยก็เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงผลกระทบที่เกิดจากฤดูกาล กล่าวคือแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างยอดขายเฉลี่ยกับลูกหนี้เฉลี่ย มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้ (รอบ)} = \frac{\text{ขายเชื่อ}}{\text{ลูกหนี้การค้าเฉลี่ย}}$$

ผลลัพธ์จากการคำนวณอัตราการหมุนเวียนลูกหนี้ช่วงเวลาที่ทำการวิเคราะห์ ธุรกิจขายสินค้าเป็นเงินเชื่อและสามารถเรียกเก็บหนี้ได้ก็ครั้ง ถ้าอัตราส่วนการหมุนเวียนของลูกหนี้สูงยิ่งดี แสดงว่าในช่วงที่วิเคราะห์ธุรกิจมีการขายสินค้าเป็นเงินเชื่อ และเก็บหนี้จากลูกหนี้ได้เร็ว คือลูกหนี้ของกิจการมีความคล่องตัวสูง แสดงว่าในช่วงที่วิเคราะห์ธุรกิจมีการขายสินค้าเป็นเงินเชื่อ และเก็บหนี้จากลูกหนี้ได้เร็ว คือ ลูกหนี้ของกิจการนั้นมีความคล่องตัวสูง ซึ่งหากค่าที่คำนวณได้นั้น มีค่าสูงแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารลูกหนี้ให้แปลงสภาพเป็นเงินสดได้เร็ว

1.5 ระยะเวลาถัวเฉลี่ยในการเรียกเก็บหนี้ (Average Collection Period) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงระยะเวลาในการเรียกเก็บเงินว่ามีระยะเวลายาวนานแค่ไหน ผู้วิเคราะห์สามารถนำมาเปรียบเทียบกับเงื่อนไขการชำระเงิน (Term of sale) ของธุรกิจ ซึ่งจะช่วยให้เห็นถึงความสามารถในการเรียกเก็บเงินว่ามีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการด้านการเรียกเก็บหนี้หรือไม่

$$\text{ระยะเวลาถัวเฉลี่ยในการเรียกเก็บหนี้ (วัน)} = \frac{365}{\text{อัตราส่วนหมุนเวียนของลูกหนี้}}$$

ผลลัพธ์จากการคำนวณอัตราส่วนนี้ยิ่งต่ำยิ่งดี แสดงให้เห็นถึงระยะเวลาในการเรียกเก็บหนี้ว่าสั้นหรือยาว เพื่อให้ทราบถึงคุณภาพของลูกหนี้ ประสิทธิภาพในการเรียกเก็บหนี้ และนโยบายในการให้สินเชื่อทางธุรกิจ หากกิจการมีระยะเวลาเก็บลูกหนี้เร็วก็อาจขดเซยอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่ต่ำได้ โดยที่การเก็บเงินเร็วจากลูกหนี้ ทำให้มีเงินสดไว้ใช้ชำระหนี้ได้เร็ว สำหรับฝ่ายบริหารนอกจากจะวิเคราะห์ระยะเวลาการเก็บหนี้แล้ว ยังสามารถวิเคราะห์อายุลูกหนี้ได้ด้วยจากบัญชีรายตัวลูกหนี้

1.6 อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover) คือ จำนวนครั้งที่กิจการสามารถขายสินค้าคงเหลือ ออกไปได้ คำนวณโดยใช้ต้นทุนขายหารด้วยสินค้าคงเหลือเฉลี่ย โดยที่สินค้าคงเหลือเฉลี่ยคือสินค้าคงเหลือต้นงวดบวกสินค้าคงเหลือปลายงวดหารด้วย 2 หากอัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือสูงมากควมว่ากิจการสามารถขายสินค้าได้เร็ว แต่หากอัตราสูงเนื่องจากสินค้าคงเหลือน้อยเกินไปจนทำให้สินค้าไม่พอขายและต้องสูญเสียลูกค้าไปในที่สุด ดังนั้นจึงต้องมี การบริหารสินค้าคงเหลือ ไม่ให้มากหรือน้อยเกินไป

$$\text{อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ} = \frac{\text{ต้นทุนขาย}}{\text{สินค้าคงเหลือเฉลี่ย หรือ } \left( \text{สินค้าต้นงวด} + \frac{\text{สินค้าปลายงวด}}{2} \right)}$$

ผลลัพธ์จากการคำนวณอัตราส่วนนี้หากระยะเวลาในการจำหน่าย (ขาย) ยิ่งขายได้เร็ว (ระยะเวลาสั้น) ยิ่งดี

1.7 ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าผลลัพธ์การคำนวณอัตราส่วนนี้หากอัตราส่วนสูงก็แสดงว่ามีสินค้าคงเหลือน้อย ประสิทธิภาพด้านการขายอยู่ในเกณฑ์ดีสินค้านั้นอยู่ในความต้องการของตลาด และอาจแสดงให้เห็นว่าสินค้าอาจไม่เพียงพอต่อความต้องการ และหากอัตราส่วนต่ำก็แสดงว่าสินค้าคงเหลือมีอยู่มาก ยังต้องปรับปรุงประสิทธิภาพด้านการตลาด หรือสินค้าไม่อยู่ในความต้องการของตลาด หรือธุรกิจเก็บสินค้าไว้นานจนเกินไปและอาจชี้ให้เห็นว่ามีสินค้ามากเกินไปควรจะไปลงทุนด้านอื่น จากอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ สามารถนำมาคำนวณเพื่อหาระยะเวลาในการขายสินค้าแต่ละรอบโดยหารด้วย 365 วัน ดังนี้

$$\text{ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้า (วัน)} = \frac{365}{\text{อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ}}$$

2. อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Efficiency Ratio) อัตราส่วนวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ (Asset Management Ratios) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์ว่ากิจการมีการบริหารสินทรัพย์ หรือใช้สินทรัพย์ อย่างมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใดเป็นการเปรียบเทียบความสามารถในการทำมาหาได้ (Output) กับทรัพยากรที่ใช้ไป (Input) นั่นเอง ประกอบไปด้วย

2.1 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบระหว่างยอดขายกับสินทรัพย์รวม เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์รวมไปใช้ประโยชน์ได้ดีหรือไม่ มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (รอบ)} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม(เฉลี่ย)}}$$

ผลลัพธ์จากการคำนวณค่าที่ได้ ควรมีค่าสูง เพราะแสดงถึงมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ได้ดี ใช้สินทรัพย์ได้อย่างคุ้มค่า หากมีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการนั้นอาจใช้ทรัพย์สินที่มีอยู่อย่างไม่เต็มประสิทธิภาพ หรือเป็นกิจการที่จำเป็นต้องลงทุนสูงเพื่อดำเนินกิจการ จะทำให้ทราบว่าความสามารถของกิจการในการใช้สินทรัพย์นั้นๆ มีประสิทธิภาพเพียงใดหากจำนวนครั้งสูง ดีแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมด แต่หากอัตราส่วนต่ำแสดงว่า มีสินทรัพย์มากเกินไป

2.2 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Turnover) สินทรัพย์ถาวร คือสินทรัพย์จำพวกที่ดิน โรงงาน ตึกออฟฟิศ ซึ่งอัตราส่วนนี้บอกให้นักลงทุนรู้ว่า บริษัทใช้สินทรัพย์เหล่านี้ในการสร้างรายได้ ได้คุ้มแค่ไหน

$$\text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ถาวร}}$$

### 3.อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)

#### 3.1 อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin)

$$\text{อัตรากำไรขั้นต้น (\%)} = \frac{\text{ขายสุทธิ-ต้นทุนขาย}}{\text{ขายสุทธิ}} \times 100$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่ากิจการกำไรขั้นต้นเป็นร้อยละเท่าใดของยอดขาย อัตราส่วนนี้ยิ่งสูงยิ่งดีแสดงความสามารถในการทำกำไรขั้นต้น ยิ่งสูงยิ่งดี

#### 3.2 อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin)

$$\text{อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (\%)} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ขายสุทธิ}} \times 100$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่ากิจการมีกำไรจากการดำเนินงานเป็นร้อยละเท่าใดของยอดขาย อัตราส่วนนี้ยิ่งสูงยิ่งดีแสดงความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงาน ยิ่งสูงยิ่งดี

### 3.3 อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)

$$\text{อัตรากำไรสุทธิ (\%)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ขายสุทธิ}} \times 100$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่ากิจการมีกำไรสุทธิเป็นร้อยละเท่าใดของยอดขาย อัตราส่วนนี้ยิ่งสูงยิ่งดีแสดงความสามารถในการทำกำไรสุทธิ

3.4 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset หรือ ROA) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์รวมทั้งกิจการมีอยู่ว่าก่อให้เกิดผลตอบแทนในรูปกำไรให้กับธุรกิจมากหรือน้อยอย่างไร บางครั้งเรียกอัตราส่วนนี้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร ROA โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น Rosikah (2016), Milosevic, A. (2017), ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (\%)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times 100$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่ากิจการมีความสามารถหรือมีประสิทธิภาพเพียงใดในการบริหารสินทรัพย์ให้เกิดกำไร หรืออาจเป็นที่สินทรัพย์ใช้ประโยชน์ได้น้อยเนื่องจากเสื่อมคุณภาพ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่ากิจการใช้สินทรัพย์แล้วก่อให้เกิดกำไรสูง ถ้าอัตราส่วนนี้ต่ำแสดงว่า การใช้สินทรัพย์แล้วก่อให้เกิดกำไรน้อย

3.5 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร ROE โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ซาลินี แสงสร้อย (2558), Rosikah (2016), Milosevic, A. (2017), ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (\%)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \times 100$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่ากิจการนำส่วนของผู้ถือหุ้นมาลงทุนแล้วก่อให้เกิดกำไรมากน้อยเพียงใด อัตราส่วนยิ่งสูงยิ่งดีแสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไร

3.6 อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้ทราบว่าเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นเกิดจากรายได้ที่มาจากการดำเนินงานหรือไม่ หรือเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นได้มาจากแหล่งใด ซึ่งหากค่าที่หาได้สูงแสดงว่าเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงานเป็นเงินสดที่ได้จากการ

ดำเนินงานไม่ใช่ได้มาจากการกู้ยืม ทำให้ทราบถึงสภาพคล่องของกิจการแสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องที่ดีเนื่องจากบริหารงานจากเงินสดที่ได้จากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร CFO โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่นปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และ สุปรียา คงแสงชู (2560) , ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (\%)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}} \times 100$$

3.7 กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization or EBITDA) เป็นตัวเลขที่วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริงเนื่องจากไม่รวมผลกระทบจากต้นทุนทางการเงิน นโยบายทางการเงินและภาษี ค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงาน เหมาะสมสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรระหว่างกิจการหรือระหว่างอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี ถ้าบริษัทมี EBITDA มากทำให้ทราบว่าบริษัทมีการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานดีและมีรายได้ที่เติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร EBITDA โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561), ศรารุส สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{EBITDA Ratio (EBITDA)} = \frac{\text{EBITDA} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

4. อัตราส่วนวัดสภาพหนี้สิน (Leverage Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการ

4.1 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) เป็นอัตราส่วนที่แสดงสัดส่วนของหนี้สินรวมที่กิจการมีอยู่ ซึ่งใช้วัดว่าสินทรัพย์ของกิจการสนับสนุนเงินทุนจากเงินกู้ยืมจากภายนอกเป็นสัดส่วนเท่าใด นอกจากนี้ยังแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

ผลลัพธ์จะทำให้ทราบว่ากิจการมีการกู้ยืมเงินมาลงทุนเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของสินทรัพย์รวม ฝ่ายเจ้าหนี้จะพอใจในอัตราส่วนที่ปานกลางจนถึงต่ำซึ่งแสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์รวมมากกว่า

หนี้สินรวม ฝ่ายเจ้าของกิจการ จะพอใจในอัตราส่วนที่สูงเนื่องจาก เจ้าของกิจการหลีกเลี่ยงการเพิ่มทุนของกิจการ เป็นการนำเงินของเจ้าหนี้มาลงทุนซึ่งมีต้นทุนต่ำ เป็นการลดความเสี่ยงในเงินลงทุนของเจ้าของกิจการ

4.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) เป็นอัตราส่วนที่แสดงโครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure) ของกิจการว่ามีสัดส่วนเท่าใดของหนี้สินรวมเมื่อเทียบกับส่วนของทุนหรือส่วนของเจ้าของ เป็นการวัดว่ากิจการใช้เงินทุนจากภายนอก (การกู้ยืม) เมื่อเทียบกับทุนภายในของกิจการ มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (เท่า)} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม}}$$

ผลลัพธ์จะทำให้ทราบว่า กิจการมีความเสี่ยงในการใช้เงินทุนของกิจการซึ่งหนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนที่กิจการมีภาระดอกเบี้ยจ่าย ไม่ว่าผลการดำเนินงานของกิจการจะเป็นอย่างไรซึ่งหากคำนวณได้ต่ำยิ่งดีหากคำนวณได้สูงแสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงสูง

4.3 ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage) เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของกิจการในการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ โดยวิเคราะห์ผลกำไรจากการดำเนินงาน มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (เท่า)} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$$

ผลลัพธ์จะทำให้ทราบว่า กิจการมีผลกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้เป็นกี่เท่าของดอกเบี้ยจ่าย แสดงถึงความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยและแสดงให้เห็นว่ากิจการจะต้องทำกำไรเท่าใด จึงจะเพียงพอต่อการจ่ายดอกเบี้ย อัตราส่วนนี้ยิ่งสูง ยิ่งดี ซึ่งจะเพิ่มความมั่นใจให้แก่เจ้าหนี้ที่จะได้รับการชำระดอกเบี้ย หากอัตราส่วนนี้ลดลงอาจเนื่องมาจากหลายสาเหตุ เช่น ดอกเบี้ยจ่ายสูงเกินไป หรือเงินกู้เพิ่มขึ้นหรือกำไรลดลง

4.4 อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการพิจารณานโยบายในการจ่ายเงินปันผล มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล (เท่า)} = \frac{\text{เงินปันผล}}{\text{กำไรสุทธิ}}$$

ผลลัพธ์จะทำให้ทราบว่า กิจการมีนโยบายในการจ่ายเงินปันผลอย่างไรยิ่งสูง ยิ่งดีแสดงให้เห็นถึงศักยภาพในการดำเนินงานของกิจการที่สามารถทำกำไรได้สูง และจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงเป็นสิ่งจูงใจให้เกิดการลงทุน หรือการซื้อหุ้นของกิจการ



5. อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด (Market Value Ratio) เป็นอัตราส่วนที่วัดระหว่างราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของกิจการเทียบกับผลการดำเนินงานในรูปของกำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

5.1 อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือในรอบ 1 ปีล่าสุด อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนยินดีจะลงทุนจ่ายเงินซื้อหุ้นนั้นเป็นกี่เท่าของทุก ๆ 1 บาท ของกำไรสุทธิของบริษัท โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (เท่า)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่ากำไร 1 บาทต่อหุ้น ผู้ลงทุนจะต้องลงทุนเท่าใด หรือราคาตลาดเป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น ถ้า P/E Ratio ยิ่งสูงยิ่งดีแสดงว่านักลงทุนยินดีลงทุน ซื้อหุ้นในราคาตลาดสูงเมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น สะท้อนว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นในความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ

5.2 อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (price-sales ratio หรือ revenue multiple) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาต่อการขายเป็นตัวบ่งชี้มูลค่าที่วางไว้ต่อยอดขายหรือรายได้ของแต่ละ บริษัท เราจะใช้ค่า P/S Ratio เป็นตัวประเมินค่าความถูกหรือแพงของหุ้น โดยที่ ค่าน้อยกว่า 1 โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (เท่า)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{ยอดขายต่อหุ้น}}$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่าหุ้นสามารถสร้างยอดขายได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งโดยปกติแล้วผลลัพธ์ที่ได้ยิ่งต่ำจะยิ่งดี แสดงให้เห็นว่าหุ้นที่มีราคาหุ้นต่อยอดขายต่ำจะให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นที่มีราคาหุ้นต่อยอดขายสูง

5.3 อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น โดย

มีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ปทุมวดี พรอิสสระเสรี (2558), ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (เท่า)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}}$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบว่านักลงทุนมองบริษัทว่าเป็นเช่นไร ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนนี้ต่ำ แสดงว่านักลงทุนเต็มใจที่จะจ่ายน้อยกว่าสำหรับทุก ๆ บาทของมูลค่าตามบัญชีของบริษัท

5.4 อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสด (P/C) เป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดโดยเกิดจากแนวคิดที่ว่ากำไรเป็นตัวเลขทางบัญชีที่สามารถตกแต่งได้ง่ายโดยการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ปทุมวดี พรอิสสระเสรี (2558), ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (เท่า)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{กระแสเงินสดต่อหุ้น}}$$

ผลลัพธ์บอกให้ทราบถึงแนวโน้มในการเจริญเติบโต ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนตัวนี้ต่ำ แสดงว่าแนวโน้มการเจริญเติบโตของบริษัทต่ำกว่าบริษัทอื่นโดยเฉลี่ย หรือความเสี่ยงของบริษัทสูงกว่าค่าเฉลี่ยหรือทั้งสองประการ

**ตารางที่ 2** ตารางคัดเลือกตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยด้านความสามารถในการทำกำไร

ลำดับ	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ปี	ROA	ROE	CFO	EBITDA
1	อดิศักดิ์ อธิมงคล	2554		√		
2	อริษา สุรัสโม	2554	√	√		
3	สินี ภาคย์อุพาร	2558	√	√		
4	ชาลินี แสงสร้อย	2558	√	√		
5	นันทนา ศรีสุริยาภรณ์	2558	√	√		
6	ปทุมวดี พรอิสสระเสรี	2558		√		
7	Robert Mabeya Ratemo	2015	√			
8	Rosikah	2016	√	√		
9	Milosevic, A.	2560	√	√		

ลำดับ	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ปี	ROA	ROE	CFO	EBITDA
10	ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และ สุปรียา คงแสงชู	2560			√	
11	นิตาชล คำสิงห์	2560			√	
12	ณัชพล ตั้งเมืองทอง	2560	√	√	√	√
13	ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์	2561	√	√	√	√
14	ศรีสุตา นามรักษา	2561		√		

จากตารางข้างต้น ผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรมตามแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ทำให้ผู้วิจัยได้คัดเลือก ตัวแปรอิสระในกลุ่มของ ความสามารถในการทำกำไร จำนวนทั้งสิ้น 4 ตัวแปร ประกอบด้วย 1.อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เพื่อใช้วัดค่าว่าถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่ากิจการใช้สินทรัพย์แล้วก่อให้เกิดกำไรสูง ถ้าอัตราส่วนนี้ต่ำแสดงว่า การใช้สินทรัพย์แล้วก่อให้เกิดกำไรน้อย โดยผลการวิจัยของ Robert Mabeya Ratemo (2015), Milosevic, A. (2017), นันทนา ศรีสุริยาภรณ์ (2558), ดารานารถ พรหมอินทร์ และกุสุมา คำพิทักษ์ (2561), อริษา สุรัสโม (2554), ณัชพล ตั้งเมืองทอง (2560) พบว่า ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ส่วน ซาลินี แสงสร้อย (2558) พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม ในขณะที่ผลการศึกษาของสินี ภาคย์อุฬาร (2558) พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่ไม่มี ความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ใดๆ เลยคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ 2.อัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพื่อใช้วัดค่าว่ากิจการนำส่วนของผู้ถือหุ้นมาลงทุนแล้วก่อให้เกิดกำไรมากน้อยเพียงใด อัตราส่วนนี้สูงยิ่งดีแสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรโดยผลการวิจัยของ สินี ภาคย์อุฬาร (2558), ดารานารถ พรหมอินทร์ และกุสุมา คำพิทักษ์ (2561), ปทุมวดี พรอัสสระเสรี (2558) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก ในขณะที่ งานวิจัยของ Milosevic (2017), ซาลินี แสงสร้อย (2558), นันทนา ศรีสุริยาภรณ์ (2558), อติศักดิ์ อธิมงคล (2554), อริษา สุรัสโม (2554), ศรีสุตา นามรักษา (2561) ผลไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ 3.อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) เพื่อทำให้ทราบถึงสภาพคล่องของกิจการแสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องที่ดีเนื่องจากบริหารงานจากเงิน สดที่ได้จากการดำเนินงาน โดยผลการวิจัยของ นิตาชล คำสิงห์ (2560), ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุ ปรียา คงแสงชู (2560) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยมี ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร ส่วนงานวิจัยของ

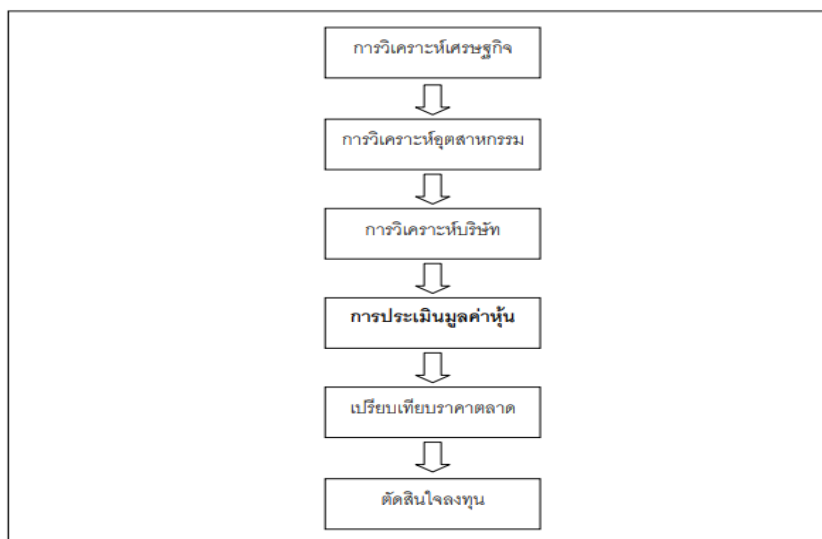
ดารานารถ พรหมอินทร์ และกุสุมา คำพิทักษ์ (2561) ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว 4.กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization or EBITDA) เพื่อให้ทราบว่าหากบริษัท มี EBITDA มากทำให้ทราบว่าบริษัทมีการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานดีและมีรายได้ที่เติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนงานวิจัยของดารานารถ พรหมอินทร์ และกุสุมา คำพิทักษ์ (2561) พบว่า ค่า EBITDA นี้มีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์

### 2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญถือเป็น เครื่องมือที่จะช่วยผู้ลงทุนในการตัดสินใจว่าจะซื้อหรือขายหุ้น ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาด ณ ปัจจุบัน กับมูลค่าที่แท้จริงได้จากการประเมิน โดย ผู้ลงทุนจะตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในหุ้นใด ๆ เมื่อราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในทางตรงกันข้าม จะตัดสินใจขาย เมื่อราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (การประเมินมูลค่าหุ้น,ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

แนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นแนวคิดที่มุ่งประเมินมูลค่าของปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุน ปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ดังกล่าวได้แก่ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ การเมือง และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งอาจเรียกปัจจัยในส่วนนี้ได้ว่าเป็นปัจจัยภายนอกของกิจการ (external factors) และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหุ้นสามัญ หรือเป็นปัจจัยภายในของกิจการ (internal factors) ดังนั้น วิธีและขั้นตอนการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน ดังที่ได้แสดงไว้ใน รูปที่ 1-1 จึงเป็นการประเมินภาวะเศรษฐกิจ การเมืองอุตสาหกรรม และตัวของบริษัทเอง เพื่อนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ เนื่องจากผลกระทบที่เกิดขึ้นจากปัจจัยต่างๆ ทั้งจากภายนอกกิจการ และจากตัวของกิจการเองสามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการสร้างผลประโยชน์จากสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่นั้นเปลี่ยนแปลงไป

## ภาพประกอบที่ 2 รูปแสดงการประเมินมูลค่าหุ้นประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของกิจการ



ที่มา: สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI)

จากรูปที่ 2 สามารถอธิบายถึงรายละเอียดของการประเมินมูลค่าหุ้นโดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยเริ่มจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อตลาดโดยรวม อุตสาหกรรม และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ตลอดจนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหุ้นสามัญ ดังนั้น นักลงทุน จึงจำเป็นต้องพิจารณาดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจในด้านต่างๆ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) การลงทุนตลอดจนข้อมูลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ของรัฐบาล

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม นักลงทุน ควรพิจารณา ถึงวัฏจักรธุรกิจประเภทของอุตสาหกรรม วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม และโครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรมควบคู่กันไป เนื่องจากสภาพแวดล้อมของอุตสาหกรรม เป็นสิ่งที่สามารถสร้างผลกระทบต่อการทำงานของบริษัทได้จากนั้น นักลงทุนจึงทำการวิเคราะห์บริษัทที่นักลงทุนสนใจ โดยทำการวิเคราะห์ลักษณะเฉพาะต่างๆ ของกิจการ เช่น ผู้บริหาร แนวนโยบาย โครงสร้างเงินทุนของบริษัท เป็นต้น เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อการเปิดรับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากเศรษฐกิจ และอุตสาหกรรม ตลอดจนความสามารถในการสร้างยอดขาย และปริมาณกำไรของบริษัท ซึ่งจะมีความสัมพันธ์โดยตรงต่อมูลค่าของหุ้นสามัญของบริษัทนั้นๆ

เมื่อนักลงทุนได้ประเมินภาวะเศรษฐกิจอุตสาหกรรม และตัวของบริษัทแล้ว ขั้นตอนต่อไปจะเป็นการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญที่ นักลงทุนสนใจที่จะเข้าไปลงทุน โดยการนำเอาข้อมูล เศรษฐกิจ อุตสาหกรรม บริษัททั้งในอดีตปัจจุบัน และการพยากรณ์ข้อมูลเหล่านี้ในอนาคตมาอธิบายว่ามีผลกระทบต่อปัจจัยที่สำคัญในการประเมินมูลค่าของกิจการ เช่น สินทรัพย์ สินทรัพย์สุทธิ ยอดขาย

กำไร กระแสเงินสดของกิจการอย่างไร และนำปัจจัยที่สำคัญเหล่านี้ไปใช้ในแบบจำลองการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

### วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญถือได้ว่าเป็นสิ่งที่ทำได้ยากกว่าการประเมินหุ้นกู้และหุ้นบริมสิทธิ ทั้งนี้เพราะกระแสเงินสดที่จะได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญส่วนมากจะอยู่ในรูปของเงินปันผล (dividend) และผลกำไรจากราคา (capital gain) ซึ่งอาจมีค่าไม่คงที่ วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีหลายวิธี แต่ในที่นี้จะกล่าวถึงวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่ 3 วิธีคือ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

1. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยการคิดลดกระแสเงินสดของกิจการ เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยการคิดลดกระแสเงินสดนั้นองค์ประกอบที่สำคัญคือ การประมาณการตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการใช้สินทรัพย์ของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในรูปแบบต่างๆ เช่น กำไรสุทธิ (earnings) เงินปันผล (dividend) กระแสเงินสด (cash flow) ของกิจการ เป็นต้น นอกจากนั้นตัวแปรที่สำคัญอีกหนึ่งตัวแปรหนึ่งคือการประมาณค่าผลตอบแทนที่ต้องการ (required rate of return หรือ expected rate of return) ซึ่งจะนำมาใช้เป็นอัตราคิดลด (discount rate) ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีนี้ ข้อมูลการประมาณการกระแสเงินสดของกิจการนั้นเป็นข้อมูลที่เกิดขึ้นจากการพยากรณ์ถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ ซึ่งโดยส่วนมากเป็นการประมาณการที่มากกว่า 1 ช่วงเวลาขึ้นไป ดังนั้นโดย หลักการทางการเงินแล้วกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่แตกต่างกันจะมีมูลค่าไม่เท่ากัน (time value of money) ดังนั้นในการประเมินมูลค่าหุ้นวิธีนี้จึงต้องมีการปรับค่าของกระแสเงินสดที่ได้จากการคาดการณ์ในอนาคตกลับมาเป็นมูลค่าในปัจจุบัน โดยมีสูตรดังนี้

$$\text{มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการ} = \sum_{t=1}^n \left( \frac{CF_t}{(1+r)^t} \right)$$

$CF_1$  = กระแสเงินสดในอนาคต

$r$  = อัตราคิดลดหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยการคิดลดกระแสเงินสดนี้จะขึ้นอยู่กับตัวแปรที่เกี่ยวข้อง 2 ประเภทคือ การประมาณการกระแสเงินสดของกิจการที่เกิดขึ้นในอนาคต และการ

ประเมินผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ หรืออัตราคิดลด ที่จะใช้ในการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต กลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน ดังนั้นหากการประเมินตัวแปรทั้งสองนี้ไม่ถูกต้องแล้ว จะส่งผลให้มูลค่าหุ้นสามัญที่ประเมินได้จะเป็นมูลค่าที่ไม่ถูกต้องไปด้วย

2. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีสัมพัทธ์ การประเมินมูลค่าตามวิธีนี้ให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งใช้เปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับตัวแปรทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวอย่างของตัวแปรทางการเงินที่มักนำมาใช้ได้แก่กำไรสุทธิ ยอดขาย มูลค่าตามบัญชี หรือกระแสเงินสดอิสระ เป็นต้น โดยมีหลักการว่าตัวแปรทางการเงินเหล่านี้สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ซึ่งจะส่งผลมายัง “มูลค่า (value)” ของกิจการโดยตรง ซึ่งในเชิงคณิตศาสตร์สามารถแสดงให้เห็นว่า ราคาตลาดของหุ้นสามัญเป็นก็เท่าของตัวแปรทางการเงิน ขณะที่การวิเคราะห์การลงทุนจะพยายามอธิบายว่า เมื่อ นักลงทุนประเมินมูลค่า 1 บาทของตัวแปรทางการเงินนั้นมีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญมากน้อยเพียงใดอัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับตัวแปรทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของกิจการถูกเรียกว่า “ตัวเปรียบเทียบราคา (price multiples)” สามารถนำไปเปรียบเทียบกับค่าอ้างอิง (benchmark) เช่น ค่าเฉลี่ยตัวคูณราคาในอดีตของบริษัท หรือค่าเฉลี่ยของตัวคูณราคาของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน เป็นต้น ถ้าค่าตัวคูณราคาของหุ้นสามัญของบริษัทมีค่าต่ำกว่าค่าอ้างอิง ก็สามารถสรุปได้ว่าหุ้นสามัญนั้นมีราคาต่ำเกินไป (undervalued) และหากเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามก็เรียกว่าราคาสูงเกินไป (overvalued) โดยมีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{ตัวเปรียบเทียบราคา} = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการ}}{\text{ตัวแปรทางการเงินที่แสดงความสามารถในการดำเนินงาน}}$$

อย่างไรก็ดี Price Multiples บอกแต่สภาพของราคาต่ำไปหรือสูงไปของหุ้นสามัญเท่านั้น แต่ยังไม่ได้บอกว่าคุณค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าที่เหมาะสม (intrinsic value) ของหุ้นสามัญมีมูลค่าเท่าใด ดังนั้นผู้วิเคราะห์จึงต้องทำการประมาณการมูลค่าตัวแปรทางการเงิน (ที่ใช้ใน Price multiples) ในงวดถัดไปเพิ่มเติม

$$\text{มูลค่าหุ้นที่เหมาะสม} = \text{Price Multiples} \times \text{ประมาณการตัวแปรทางการเงินในงวดเวลาถัดไป}$$

แนวคิดพื้นฐานในการใช้ Price Multiple ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ และแสดงถึงวิธีการและการประยุกต์ใช้ Price Multiple แบบต่าง ๆ 4 วิธีในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญซึ่ง ได้แก่

### 1. การใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร (price-earnings ratio หรือ earnings multiple)

เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือในรอบ 1 ปีล่าสุด อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนยินดีจะลงทุนจ่ายเงินซื้อหุ้นนั้นเป็นกี่เท่าของทุก ๆ 1 บาท ของกำไรสุทธิของบริษัท โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) งานวิจัยของ ธิติ เกียรติพินังและกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อการทำกำไรหรือ P/E ratio มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์บริษัท ในขณะที่งานวิจัยของ ดวงกมล วงศ์สายดา (2557) พบว่าอัตราส่วนดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{P}{E}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น

E = กำไรสุทธิต่อหุ้นประจำงวด 12 เดือนของหุ้น

บริษัทที่มีค่า P/E Ratio สูง แสดงว่ามีแนวโน้มการเติบโตที่สูงกว่ากิจการที่มี P/E Ratio ต่ำ ตาม Rule of Twenty กำหนดไว้ว่า ค่า P/E Ratio ของตลาดหุ้น บวกกับอัตราเงินเฟ้อของเศรษฐกิจในประเทศ ควรมีค่าเท่ากับ 20 อาทิ มีการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่ระดับร้อยละ 4.5 ดังนั้น P/E Ratio ที่เหมาะสมของตลาดหุ้นควรจะอยู่ที่ระดับ  $20 - 4.5 = 15.5$  เท่า เป็นต้น

2. การใช้อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (price-sales ratio หรือ revenue multiple) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาต่อการขายเป็นตัวบ่งชี้มูลค่าที่วางไว้ต่อยอดขายหรือรายได้ของแต่ละ บริษัท เราจะใช้ค่า P/S Ratio เป็นตัวประเมินค่าความถูกหรือแพงของหุ้น โดยที่ ค่าน้อยกว่า 1 จะถือว่าราคาหุ้นของบริษัทนั้นถูก โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) งานวิจัยของอันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554) พบว่าการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยอัตราส่วนราคาต่อยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$P/S \text{ Ratio} = \frac{P}{S}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น

S = ยอดขายต่อหุ้น



การประเมินมูลค่าด้วยวิธีนี้ไม่สามารถที่จะนำมาเปรียบเทียบกันได้ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน เนื่องจากยอดขายที่เกิดขึ้นในแต่ละอุตสาหกรรมมีวิธีการรับรู้ทางการบัญชีที่ไม่เหมือนกัน

3. การใช้อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (price-book value ratio หรือ book value multiple)

เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น ตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น อัตราส่วนนี้บอกให้ทราบว่า ราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี หากมีค่าสูง ก็แสดงว่าผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหมายว่า บริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง ขณะเดียวกันก็แสดงถึงระดับความเสี่ยงที่สูงด้วย โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ปทุมวดี พรอิสสระเสรี (2558), ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) งานวิจัยของ ธิติ เกียรติพงษ์และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีหรือ P/BV ratio มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์บริษัท ในขณะที่งานวิจัยของ ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู (2560) พบว่ามูลค่าตามบัญชีไม่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตลาด สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$P/BV \text{ Ratio} = \frac{P}{BV}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น

BV = มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

4. การใช้อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสด (price-cash flow ratio หรือ cash flow multiple)

เป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดโดยเกิดจากแนวคิดที่ว่ากำไรเป็นตัวเลขทางบัญชีที่สามารถตกแต่งได้ง่ายโดยการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี แต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นตัวเลขที่มีผลกระทบน้อยที่สุดเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ปทุมวดี พรอิสสระเสรี (2558), ศรีสุดา นามรักษา (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$P/C \text{ Ratio} = \frac{P}{C}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น

C = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น

งานวิจัยของอันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสดหรือ P/C ratio ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัท

3. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือ (residual income approach to valuation) เริ่มได้รับความนิยมนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญเมื่อไม่นานมานี้ แนวคิดสำคัญของแบบจำลองประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือ คือ การนำเอา “ต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้น (shareholder's opportunity cost)” มาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ทั้งนี้ เนื่องจากการคำนวณกำไรทางบัญชีตามปกติ (traditional accounting) ไม่ได้นำเอาต้นทุนของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (equity capital) มาคิดคำนวณด้วย ดังนั้นแม้บริษัทจะมีกำไรในงบกำไรขาดทุนของบริษัท แต่กำไรที่ได้ดังกล่าวอาจไม่ได้มีมูลค่าเพิ่ม (value added) ใดๆ ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากกำไรที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทให้ผลตอบแทนน้อยกว่าต้นทุนของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (equity capital) ดังนั้น จะสามารถเขียนสมการแสดงการคำนวณกำไรคงเหลือได้ดังนี้

$$\text{กำไรคงเหลือ} = \text{กำไรสุทธิ} - \text{ต้นทุนของผู้ถือหุ้น}$$

ในแต่ละปีกิจการจะสร้างกำไรคงเหลือแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีกำไรคงเหลือนั้นจะสามารถทำได้คล้ายกับวิธีคิดลดเงินปันผล หรือกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น โดยการคิดลดกำไรคงเหลือของกิจการในแต่ละปีด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (cost of equity)

สรุปได้ว่าการประเมินมูลค่าหุ้นนั้นมีด้วยกันหลายวิธี ได้แก่ การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด การประเมินด้วยวิธีสัมพัทธ์และการประเมินด้วยกำไรคงเหลือ สำหรับงานวิจัยครั้งนี้ จะใช้การประเมินด้วยวิธีสัมพัทธ์ เนื่องจากการประเมินมูลค่าตามวิธีนี้ให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งใช้เปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับตัวแปรทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวอย่างของตัวแปรทางการเงินที่มักนำมาใช้ได้แก่ กำไรสุทธิ ยอดขาย มูลค่าตามบัญชี หรือกระแสเงินสดอิสระ เป็นต้น โดยมีหลักการว่าตัวแปรทางการเงินเหล่านี้สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะส่งผลมายัง “มูลค่า (value)” ของกิจการโดยตรง โดยตัวแปรตามที่จะทำการวิเคราะห์ ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่ใช้ค่า P/BV Ratio ในการประเมินมูลค่าหุ้นเป็นหลัก ส่วนค่า P/S Ratio และ P/C Ratio ยังมีผู้ศึกษาน้อย อย่างไรก็ตามทั้งสองค่านี้สามารถนำมาใช้ ประกอบกับค่า P/E Ratio ซึ่งนิยมนำมาใช้กันเป็นจำนวนมาก หากแต่ P/E Ratio นั้นมีข้อจำกัดเนื่องจากคาดการณ์กำไร

ได้ยากเพราะถ้ามีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ดังนั้นการวิเคราะห์อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย และกระแสเงินสดจะช่วยให้วิเคราะห์เปรียบเทียบมูลค่าตลาดได้ชัดเจนขึ้น

### ตารางที่ 3 ตารางคัดเลือกตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยด้านการประเมินมูลค่าหุ้น

ลำดับ	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ปี	P/E Ratio	P/S Ratio	P/BV Ratio	P/C Ratio
1	อันธิกา ถาวรกิตติวิชัย	2554	✓	✓	✓	✓
2	อริษา สุรัสโม	2554	✓		✓	
3	ธิตี เกียรติพจน์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ	2556	✓		✓	
4	ปทุมวดี พรอิสสระเสรี	2558			✓	
5	สินี ภาคย์อุฬาร	2558			✓	
6	นันทนา ศรีสุริยาภรณ์	2558			✓	
7	ศรีสุดา นามรักษา	2561	✓		✓	

จากตัวแปรตามในกลุ่มการประเมินมูลค่าหุ้น โดยประกอบด้วย 1.อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) เพื่อให้ทราบว่ากำไร 1 บาทต่อหุ้น ผู้ลงทุนจะต้องลงทุนเท่าใด หรือราคาตลาดเป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น ถ้า P/E Ratio ยิ่งสูงยิ่งดีแสดงว่านักลงทุนยินดีลงทุน ซื้อหุ้นในราคาตลาดสูงเมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น สะท้อนว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นในความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการโดยผลการวิจัยของ อริษา สุรัสโม (2554), ศรีสุดา นามรักษา (2561) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ส่วนงานวิจัยของธิตี เกียรติพจน์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ต่อราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ผลการวิจัยของอันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ 2. อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) เพื่อให้ทราบว่าหุ้นสามารถสร้างยอดขายได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งโดยปกติแล้วผลลัพธ์ที่ได้ยิ่งต่ำจะยิ่งดี แสดงให้เห็นว่าหุ้นที่มีราคาหุ้นต่อยอดขายต่ำจะให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นที่มีราคาหุ้นต่อยอดขายสูง 3. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) เพื่อให้ทราบว่านักลงทุนมองบริษัทว่าเป็นเช่นไร ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนนี้ต่ำ แสดงว่านักลงทุนเต็มใจที่จะจ่ายน้อยกว่าสำหรับทุก ๆ บาทของมูลค่าตามบัญชีของบริษัทโดยผลการวิจัยของ อันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554), อริษา สุรัสโม (2554), ศรีสุดา นามรักษา (2561), ธิตี เกียรติพจน์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556), สินี ภาคย์อุฬาร (2558), ปทุมวดี พรอิสสระเสรี (2558) พบว่า อัตราส่วนราคาต่อ

มูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ผลการวิจัยของ นันทนา ศรีสุริยาภรณ์ (2558), ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู (2560) ผลไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ 4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มในการเจริญเติบโต ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนตัวนี้ต่ำ แสดงว่าแนวโน้มการเจริญเติบโตของบริษัทต่ำกว่าบริษัทอื่นโดยเฉลี่ย หรือความเสี่ยงของบริษัทสูงกว่าค่าเฉลี่ย หรือทั้งสองประการ โดยผลการวิจัยของ อันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554) ผลไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์ และงานวิจัยอื่น ๆ พบว่า อันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554) เลือกใช้ 4 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ส่วน Milosevic, A. (2017), อริษา สุรัสโม (2554), ศรีสุดา นามรักษา (2561), ธิติ เกียรติพงษ์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556) เลือกใช้ 2 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และงานวิจัยที่เหลือเลือกใช้ 1 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี จึงสามารถสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือหนึ่งที่มีความสำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นในการหามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าของหุ้นที่ควรจะเป็น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้เลือกตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ 4 อัตราส่วน เพื่อให้ได้ข้อมูลการวิเคราะห์ผลการวิจัยที่สะท้อนถึงมุมมองของตัวแปรตามที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น คือ 1. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) 2. อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/) 3. อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และ 4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

#### 2.4 แนวคิดเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด (Statement of Cash Flows) คือรายงานการเงินที่แสดงให้ผู้ใช้งบการเงินได้ทราบถึงการเปลี่ยนแปลงในเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการในระหว่างระยะเวลาบัญชีโดยจะบอกถึงแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในระหว่างงวดบัญชีที่เกิดจากการตัดสินใจทางการเงินของกิจการใน 3 กิจกรรม คือกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน (พิมพ์พนา ปีตรวิชัยและคณะ, 2554)

สภาวิชาชีพบัญชีมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7, (2559) ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินเพื่อใช้เป็นเกณฑ์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด และความต้องการใช้กระแสเงินสดของกิจการ ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จะต้องมีการประเมินความสามารถของกิจการ ในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ระยะเวลาและความแน่นอนของการก่อให้เกิดเงินสด

ดังกล่าว วัตถุประสงค์ของมาตรฐานการบัญชีฉบับนี้คือ เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในอดีตของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ ผ่านทางงบกระแสเงินสดซึ่งจำแนกกระแสเงินสด ในระหว่างรอบระยะเวลาเป็นเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน กล่าวคือ

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (Operating Activities) หมายถึง จำนวนเงินของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน จะเป็นข้อบ่งชี้ที่สำคัญที่แสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอ เพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืม เพื่อการดำเนินงานของกิจการเพื่อจ่ายเงินปันผลและเพื่อการลงทุน โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ข้อมูลเกี่ยวกับองค์ประกอบแต่ละรายการของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในอดีตจะเป็นประโยชน์เมื่อพิจารณาประกอบกับข้อมูลอื่นในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคต กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานโดยพื้นฐานแล้วจะเกิดจากกิจกรรมหลัก ที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ ดังนั้นโดยทั่วไปจะเป็นผลมาจากรายการต่างๆ และเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นใน การคำนวณ กำไรหรือขาดทุน ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน คือ

- 1.1 เงินสดรับจากการขายสินค้าและการให้บริการ
- 1.2 เงินสดรับจากรายได้ค่าสิทธิค่าธรรมเนียม ค่านายหน้า และรายได้อื่น
- 1.3 เงินสดจ่ายให้แก่ผู้ขายสินค้าและผู้ให้บริการ
- 1.4 เงินสดจ่ายให้แก่พนักงานและจ่ายแทนพนักงาน
- 1.5 เงินสดรับและจ่ายของกิจการประกันภัย สำหรับเบี้ยประกันภัยและค่าสินไหมทดแทนค่ารายปี และผลประโยชน์อื่นตามกรมธรรม์
- 1.6 เงินสดจ่ายหรือได้รับคืนค่าภาษีเงินได้ยกเว้นหากการดังกล่าวสามารถระบุเจาะจงได้กับกิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน และ
- 1.7 เงินสดรับและจ่ายจากสัญญาที่ถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค่า

รายการบางรายการ เช่น การขายโรงงาน อาจทำให้เกิดผลกำไรหรือขาดทุนซึ่งจะรวมอยู่ในกำไรหรือขาดทุนที่รับรู้กระแสเงินสดที่ เกี่ยวข้องกับรายการดังกล่าวเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน อย่างไรก็ตาม เงินสดจ่ายเพื่อผลิตหรือเพื่อซื้อสินทรัพย์ซึ่งถือไว้เพื่อให้ผู้อื่นเช่าและต่อมาถือไว้เพื่อขายตามที่อธิบายไว้ในย่อหน้าที่ 68g ของมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 16 (ปรับปรุง 2561) เรื่อง ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์(เมื่อมีการประกาศใช้) ถือเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เงินสดรับจากค่าเช่าและการขายสินทรัพย์ในเวลาต่อมา ถือเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเช่นเดียวกัน

กิจการอาจถือหลักทรัพย์และเงินให้กู้ยืมเพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้ำ ในกรณีเช่นนั้น หลักทรัพย์ เหล่านั้น จะมีลักษณะคล้ายกับสินค้าคงเหลือที่ซื้อมาเพื่อขายต่อ ดังนั้น กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและขาย หลักทรัพย์เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้ำจะจัดประเภทเป็นกิจกรรมดำเนินงานในทำนองเดียวกัน เงินสดจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมโดยสถาบันการเงินตามปกติจะจัดประเภทเป็นกิจกรรมดำเนินงานเนื่องจาก เป็นรายการที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยตัวแปร และการวัดค่า เพื่อใช้ในการทดสอบดังต่อไปนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อสินทรัพย์รวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOA โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558), เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2560), นิศาชล คำสิงห์ (2560), สมศรี พลพักดี (2561), หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อหนี้สินรวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับหนี้สินรวม โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOL โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558), เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2560), สมศรี พลพักดี (2561), หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{หนี้สินรวม}}$$

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นรวม โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัว

แปรด้วย CFO/TOE โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ธนพรรณ ปัญญาเฟื่อง (2558), เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส (2560), นิสาล คำสิงห์ (2560), สมศรี พลพักดี (2561), ททัยชนก แยมชุ่ม (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม}}$$

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Investing Activities) การเปิดเผยข้อมูลของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุนแยกต่างหากมีความสำคัญเนื่องจากกระแสเงินสดดังกล่าวแสดงให้เห็นรายการที่ได้จ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพยากรต่างๆที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในอนาคต เฉพาะรายการที่ส่งผลให้เกิดการรับรู้สินทรัพย์ในงบแสดงฐานะการเงินเท่านั้นที่สามารถจัดประเภทเป็นกิจกรรมลงทุน ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน คือ

- 2.1 เงินสดที่จ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่นรายการดังกล่าวให้รวมถึงเงินสดจ่ายที่เป็นต้นทุนในการพัฒนาสินทรัพย์และเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ที่กิจการสร้างขึ้นเอง
- 2.2 เงินสดรับจากการขายที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ระยะยาวอื่น
- 2.3 เงินสดที่จ่ายเพื่อได้มาซึ่งตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่น และส่วนได้เสียในการร่วมค้า (นอกเหนือจากเงินสดที่จ่ายเพื่อได้มาซึ่งตราสารที่ จัดเป็นรายการเทียบเท่าเงินสดหรือที่ถือไว้โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า)
- 2.4 เงินสดรับจากการขายตราสารทุนหรือตราสารหนี้ ของกิจการอื่น และส่วนได้เสียในการร่วมค้า (นอกเหนือจากเงินสดรับจากการขายตราสารที่จัดเป็นรายการเทียบเท่าเงินสดหรือที่ถือไว้โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า)
- 2.5 เงินสดจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมแก่บุคคลอื่น (นอกเหนือจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมโดยสถาบันการเงิน)
- 2.6 เงินสดรับชำระคืนจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมแก่บุคคลอื่น (นอกเหนือจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมโดยสถาบันการเงิน)

2.7 เงินสดที่จ่ายเพื่อซื้อสัญญาฟิวเจอร์และสัญญาฟอร์เวด สัญญาให้สิทธิเลือก และสัญญาแลกเปลี่ยน ยกเว้นเมื่อสัญญาดังกล่าวนั้นถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค่า หรือเป็นการจ่ายที่จัดประเภทเป็นกิจกรรมจัดหาเงิน

2.8 เงินสดรับจากการขายสัญญาฟิวเจอร์และสัญญาฟอร์เวด สัญญาให้สิทธิเลือก และสัญญาแลกเปลี่ยน ยกเว้นเมื่อสัญญาดังกล่าวนั้นถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค่า หรือเป็นการรับที่จัดประเภทเป็นกิจกรรมจัดหาเงิน

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Activities) การเปิดเผยข้อมูลของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงินแยกต่างหากมีความสำคัญเนื่องจากจะเป็นประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน คือ

- 3.1 เงินสดรับจากการออกหุ้นหรือตราสารทุนอื่น
- 3.2 เงินสดที่จ่ายให้กับผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นของกิจการนั้น
- 3.3 เงินสดรับจากการออกหุ้นกู้เงินกู้ยืม ตัวเงิน พันธบัตร การจำนอง และเงินกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาวอื่น
- 3.4 เงินสดที่จ่ายชำระเงินกู้ยืม
- 3.5 เงินสดที่ผู้เช่าจ่ายเพื่อลดจำนวนคงเหลือของหนี้สินซึ่งเกี่ยวข้องกับสัญญาเช่าการเงิน

สภาวิชาชีพบัญชีมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7, (2559) ได้อธิบายเกี่ยวกับประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดว่างกระแสเงินสดเมื่อใช้ประกอบกับส่วนที่เหลือของงบการเงิน จะให้ข้อมูลที่ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ โครงสร้างทางการเงินของกิจการ ซึ่งรวมถึงสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้และความสามารถของกิจการในการจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงินและระยะเวลาของกระแสเงินสด เพื่อปรับให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์และโอกาส ข้อมูลกระแสเงินสดให้ประโยชน์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด และทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปสร้างแบบจำลองเพื่อประเมินและเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่ต่างกันรวมทั้งช่วยเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ของผลการดำเนินงานที่รายงาน โดยกิจการที่แตกต่างกันได้ผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์ที่เหมือนกันออกไปแล้วข้อมูลในอดีตของกระแสเงินสดส่วนใหญ่แล้วมักใช้เป็นจำนวนเงินระยะเวลา และความแน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคต นอกจากนั้นเป็นประโยชน์ในการใช้ตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำในอดีต และใช้ตรวจสอบ



ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดสุทธิและผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา

ตารางที่ 4 ตารางคัดเลือกตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยด้านกระแสเงินสด

ลำดับ	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ปี	CFOTOA	CFO/TOL	CFO/TOR
1	ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง	2558	√	√	√
2	ทวีศักดิ์ วิริยจारी	2559	√	√	√
3	เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทร์จรัส	2560	√	√	√
4	นิตาชล คำสิงห์	2560	√	√	
5	สมศรี พลพักดี	2561	√	√	√
6	หทัยชนก แยมชุ่ม	2562	√	√	√

จากงานวิจัยของ หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) , สมศรี พลพักดี (2561) ,เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2560), นิตาชล คำสิงห์ (2560), ทวีศักดิ์ วิริยจारी (2559) ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม เป็นตัวแปรอิสระ เพื่อเทียบสัดส่วนกับกำไรสุทธิ เพื่อใช้ในการศึกษาครั้งนี้

## 2.5 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

การวิเคราะห์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (efficient market hypothesis) หรือ EMH เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ซึ่งเชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นเท่ากับราคาตลาดเสมอ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเน ด้วยเหตุผล (rational expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆเข้ามา ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) สามารถกล่าวอีกอย่างหนึ่งว่าการเปลี่ยนแปลง ในราคาหุ้นจะสอดคล้องกับข่าวสาร ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เรียกตลาดทุนลักษณะนี้ว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ ในการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร หรือ ตลาดที่นักลงทุนใช้คาดการณ์ในตัวแปรที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นแบบคาดคะเน (ทฤษฎีตลาดทุน, ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน น.1-12)

ในระบบการแข่งขันเสรีราคาจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่างๆของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง ถ้าตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ในการจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างเหมาะสม ราคาหุ้นก็จะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (intrinsic value) ของแต่ละบริษัทซึ่งในโลกของความเป็นจริงแล้วตลาดประเภทนี้มีน้อยมากดังนั้น ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพจึงตั้งบนสมมุติฐานดังนี้

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากรายจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นได้ และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ
2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (homogeneous expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (probability distribution) ของอัตราผลตอบแทน
3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่างๆของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (perfect knowledge)
4. ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคา ความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาจะเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่าราคา การค้นคว้า และการวิเคราะห์ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน แม้กระทั่งข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (equilibrium price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value)

เมื่อตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมุติฐานที่กล่าวมาก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติตลาดเหล่านั้นก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด ซึ่งสามารถจำแนกความมีประสิทธิภาพของตลาด จากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลได้เป็น 3 ระดับดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (the weakly efficient market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ เนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกันและข้อมูลด้านราคามีน้อยจึงไม่มีใครเอาเปรียบใครได้จากข้อมูลด้านราคา ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหุ้นในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม คือตลาดที่มี ประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ถือว่าข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหุ้นในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหุ้นในอนาคตได้ ซึ่งตลาด ประเภทนี้เน้นให้นักลงทุนซื้อขายหุ้นโดยวิธีที่เรียกว่า “buy and hold investment” หมายถึง การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีราคาเท่าหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของตลาดที่มีการคาดคะเนไว้และถือหุ้นนั้นไว้รอให้ราคาสูงขึ้น ถือเป็นการลงทุนระยะยาว ซึ่งนอกจากจะได้กำไรที่

เรียกว่า กำไรจากการขายแล้วยังได้เงินปันผลอีกด้วย การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับนี้จึงเป็นการทดสอบว่าข้อมูลข่าว สารด้านราคาในอดีตสามารถใช้คาดคะเนราคาหุ้นในอนาคตได้หรือไม่โดยพิจารณาจากความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กัน (serial correlation) หรือวิธีการเปลี่ยนแปลงของราคาในลักษณะของช่วงวิ่ง (run test)

2. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (semi-strong efficient market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อ สาธารณะชนทั่วไป ราคาคุณภาพเปลี่ยนแปลงไป เมื่ออุปสงค์และอุปทานของหุ้นเปลี่ยนแปลงไปเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ จนกระทั่งเกิดคุณภาพใหม่ เช่น ถ้าบริษัทใดประกาศแตกหุ้น (splits par) ข่าวสารเหล่านี้จะมีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไปอย่างรวดเร็วโดยนักลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไม่และราคาหุ้นก็จะปรับตัวทันทีในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่นี้ นักวิเคราะห์การลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นใหม่อยู่ตลอดเวลา ซึ่งการประเมินนี้ถือว่าการประเมินมูลค่าขั้นพื้นฐานตลาดหลักทรัพย์ที่มีความยืดหยุ่นปานกลางนี้จะมีการนำข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นมาคำนวณราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์แต่ละตัวอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับนี้เป็นการทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชนที่ออกมาใหม่ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เข้ามา

3. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (the strongly efficient market) จะมีความยืดหยุ่นมากซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้ ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสาร ใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย (inside information) หมายความว่า ไม่มีใครมีอำนาจผูกขาดในการใช้ข้อมูลภายใน (inside) เพื่อสร้างกำไรที่ปกติได้ ถึงแม้ว่าจะมีข้อมูลภายในก็ไม่สามารถนำมาใช้สร้างราคาได้ เพราะทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเหมือนกัน

แนวคิดเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดเป็นเรื่องทางการเงินที่ได้รับความสนใจตั้งแต่ต้นปี 1970 (Sewell, 2012) และเมื่อ Fama (1970) ได้นำเสนอข้อสมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH) ก็ยิ่งดูเหมือนว่าจะได้รับความสนใจมากขึ้น มีทั้งนักการเงินที่เห็นด้วยกับแนวคิด และผู้ที่โต้แย้ง แนวคิดที่สำคัญของ Fama มองว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนข้อมูลทุกชนิด ซึ่งนักการเงินบางกลุ่มมองว่าราคาหลักทรัพย์อาจไม่ได้รับผลกระทบโดยข้อมูลทุกชนิด และ EMH อาจเป็นไปได้ หรือถ้าเป็นไปได้การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดก็ควรทดสอบทั้งประสิทธิภาพของตลาดและความสามารถในการยอมรับความเสี่ยงของนักลงทุน (Cox and Ross, 1976) นอกจากนี้ Beja (1977), Grossman and Stiglitz (1980) และ Tirole (1982) ได้โต้แย้งว่า การได้ข้อมูลข่าวสารย่อมมีต้นทุน ราคาที่ไม่สามารถสะท้อนข้อมูลทุกชนิดได้อย่างสมบูรณ์ ที่สำคัญคือ จะมีนักลงทุนรายใดที่

ยอมเสียค่าใช้จ่ายเพื่อให้ได้ข้อมูลแต่ไม่ได้รับผลตอบแทนกลับคืนมา การศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดและตลาดกำลังจะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น ยังคงได้รับความสนใจตั้งแต่ปี 1980s และ 1990s จนถึงปัจจุบัน และดูเหมือนว่าการศึกษาในระยะหลังปี 2000 จะสนับสนุนแนวคิดความมีประสิทธิภาพตลาด เนื่องจากมองว่าตลาดในปัจจุบันกำลังจะปรับตัวเข้าสู่ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Sewell, 2012) การที่นักวิจัยมองว่าตลาดมีการปรับตัวไปสู่ตลาดที่มีประสิทธิภาพ และยังมี การศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาด จึงมีนัยที่จะกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปน่าจะเป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพ ดังจะเห็นได้จากนักลงทุนสามารถใช้วิธีวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อพยากรณ์แนวโน้มราคาหลักทรัพย์ การเกิดปรากฏการณ์ Underpricing ของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก หรือปรากฏการณ์ของ Month-of-the-Year Effect หรือ Weekend Effect ซึ่งนักวิจัยล้วนมองว่าเกิดจากความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Shawawrek and Tarawneh, 2015 และ Chia and Liew, 2012) ในทำนองเดียวกัน นักวิจัยหลายท่านมองว่าการปรากฏพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนตลาดหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นสิ่งที่ขัดแย้งกับสมมติฐานของความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH) โดยการค้นพบ Day-of-the-Week Effect หรือพฤติกรรมทางฤดูกาลในลักษณะอื่นสามารถอธิบายเป็นนัยได้ว่า ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลของการค้นพบเหล่านี้ มาพยากรณ์รูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ หรือสามารถนำผลของการค้นพบมาประกอบการวางกลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์ได้ ซึ่งถ้าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้วผู้ลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้. (ความมีประสิทธิภาพของตลาด. รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาควิ. 2564)

ดังนั้นแนวทางในการวิเคราะห์ความมีประสิทธิภาพของตลาด หากนักลงทุนใช้เพียงแค่เหตุการณ์ในอดีตทางด้านเศรษฐกิจ นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนตามคาดหวัง ซึ่งปัจจัยที่สำคัญในการวิเคราะห์ข้อมูลหรือตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ ควรจะ นำปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวกับระบบเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และตัวบริษัท เพื่อคาดคะเนมูลค่าหรือราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์

## 2.6 แนวคิดเกี่ยวกับลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล

ลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลการเงินน่าจะมีประโยชน์มากที่สุดสำหรับนักลงทุน ผู้ให้กู้และเจ้าหนี้อื่นทั้งในปัจจุบันและที่อาจจะเป็นในอนาคต เพื่อใช้ตัดสินใจเกี่ยวกับกิจการที่เสนอรายงานโดยพิจารณาจากข้อมูลในรายงานการเงิน ทั้งนี้ ตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน ของสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 48/2563 ได้ให้ความหมายของ ลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล ไว้ว่า ข้อมูลการเงินจะมีประโยชน์ ข้อมูลดังกล่าวนี้จะต้องเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและเป็นตัวแทนอันเที่ยง

ธรรมถึงสิ่งที่ตั้งใจจะสื่อ ประโยชน์ของข้อมูลการเงินจะเพิ่มขึ้นถ้าข้อมูลนั้นเปรียบเทียบกันได้ พิสูจน์ยืนยันได้ ทันเวลาและเข้าใจได้ โดยแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะเชิงคุณภาพดังนี้

#### 1. ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน

ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐานคือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม โดยมีความหมายดังนี้

ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ คือ ข้อมูลการเงินที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจสามารถทำให้ผู้ใช้ตัดสินใจแตกต่างกันแม้ว่าผู้ใช้บางรายเลือกที่จะไม่ใช้ประโยชน์จากข้อมูลหรือได้รับรู้ข้อมูลดังกล่าวจากแหล่งอื่นแล้ว ถ้าข้อมูลนั้นมีคุณค่าเพื่อการพยากรณ์คุณค่าเพื่อการยืนยันหรือทั้งสองอย่าง โดยนำข้อมูลเข้าสู่กระบวนการที่ผู้ใช้ใช้ในการพยากรณ์ผลลัพธ์ในอนาคต โดยที่ข้อมูลการเงินไม่จำเป็นต้องเป็นค่าพยากรณ์หรือค่าคาดการณ์จึงจะถือว่ามีคุณค่าเพื่อการพยากรณ์ นอกจากนี้แล้ว ข้อมูลการเงินนั้นมีคุณค่าเพื่อการพยากรณ์และคุณค่าเพื่อการยืนยันความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน เช่น ข้อมูลรายได้สำหรับปีปัจจุบันซึ่งสามารถใช้เป็นเกณฑ์สำหรับการพยากรณ์รายได้ปีต่อ ๆ ไป สามารถเปรียบเทียบกับข้อมูลรายได้สำหรับปีปัจจุบันที่ได้พยากรณ์ไว้ในปีก่อน ๆ ด้วย ผลของการเปรียบเทียบดังกล่าว สามารถช่วยให้ผู้ใช้แก้ไขและปรับปรุงกระบวนการต่าง ๆ ที่เคยใช้ในการได้มาซึ่งค่าพยากรณ์ก่อนหน้านี้ นอกจากนี้แล้ว หากการละเว้นการแสดงข้อมูลที่ขัดต่อข้อเท็จจริง หรือ การแสดงข้อมูลแบบไม่ชัดเจนนั้น สามารถคาดได้อย่างสมเหตุสมผลว่ามีอิทธิพลต่อการตัดสินใจบทข้อมูลของงบการเงินของผู้ใช้หลักของงบการเงินเพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไป ซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการที่เสนอรายงาน กล่าวอีกนัยหนึ่ง ความมีสาระสำคัญเป็นแง่มุมหนึ่งของความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจอันมีความจำเพาะกับกิจการที่อิงกับลักษณะหรือขนาดของรายการหรือทั้งสองอย่างซึ่งมีความสัมพันธ์กับข้อมูลนั้นในบริบทของรายงานการเงินของกิจการใดกิจการหนึ่ง ดังนั้น คณะกรรมการฯ ไม่สามารถกำหนดเกณฑ์ขั้นต่ำเชิงปริมาณเพียงเกณฑ์เดียวสำหรับความมีสาระสำคัญหรือไม่สามารถกำหนดไว้ล่วงหน้าได้ว่าจำนวนเงินเท่าใดถือว่ามีสาระสำคัญในสถานการณ์ใดสถานการณ์หนึ่ง

ความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม คือ รายงานการเงินที่สื่อความถึงปรากฏการณ์เชิงเศรษฐกิจในรูปแบบของข้อความและตัวเลข ข้อมูลการเงินที่มีประโยชน์ต้องไม่เพียงแต่สื่อความถึงปรากฏการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเท่านั้น แต่จะต้องเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมถึงสาระของปรากฏการณ์ที่ตั้งใจจะสื่อความ ในหลายสถานภาพแวดล้อมสาระของปรากฏการณ์เชิงเศรษฐกิจและรูปแบบตามกฎหมายมีความเหมือนกัน แต่ถ้าไม่เหมือนกันการให้ข้อมูลเกี่ยวกับรูปแบบตามกฎหมายเท่านั้นจะไม่

เป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมถึงปรากฏการณ์เชิงเศรษฐกิจ ทั้งนี้เพื่อให้เป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมอย่างสมบูรณ์ การแสดงภาพเชิงเศรษฐกิจจะมีการแบ่งออกเป็น 3 ลักษณะดังนี้

1. ความครบถ้วน คือ การแสดงภาพที่ครบถ้วนจะรวมข้อมูลทั้งหมดที่จำเป็นสำหรับผู้ใช้ในการเพื่อให้เข้าใจปรากฏการณ์ที่ต้องการแสดงภาพ รวมทั้งคำบรรยายและคำอธิบายที่จำเป็นทั้งหมด เช่น การแสดงภาพที่ครบถ้วนของกลุ่มสินทรัพย์ อย่างน้อยที่สุดจะรวมคำบรรยายของลักษณะของสินทรัพย์ในกลุ่มการแสดงภาพที่เป็นตัวเลขของสินทรัพย์นั้นทั้งหมดในกลุ่มและคำบรรยายถึงสิ่งที่การแสดงภาพที่เป็นตัวเลขจะสื่อความในบางรายการ การแสดงภาพที่ครบถ้วนอาจนำไปสู่คำอธิบายของข้อเท็จจริงที่มีนัยสำคัญเกี่ยวกับคุณภาพและลักษณะของรายการนั้น ปัจจัยและสภาพแวดล้อมที่อาจกระทบคุณภาพและลักษณะของรายการเหล่านั้น และกระบวนการที่ใช้ในการกำหนดการแสดงภาพที่เป็นตัวเลข

2. ความเป็นกลาง คือ การแสดงภาพที่เป็นกลางคือการเลือกหรือนำเสนอข้อมูลการเงินที่ปราศจากอคติ การแสดงภาพที่เป็นกลางจะไม่เอนเอียง ไม่ถ่วงน้ำหนักไปข้างใดข้างหนึ่ง ไม่ย้ำเน้นหรือย้ำเน้น หรือ มิฉะนั้น ไม่ปรุงแต่งเพื่อเพิ่มความน่าจะเป็นไปที่ทำให้ข้อมูลการเงินเป็นคุณต่อผู้ใช้ข้อมูลที่เป็นกลาง จะต้องมีการใช้ความรอบคอบ โดยใช้ดุลยพินิจภายใต้เงื่อนไขของความไม่แน่นอนอย่างระมัดระวัง การใช้ความรอบคอบหมายความว่าสินทรัพย์และรายได้ไม่แสดงสูงเกินไป และหนี้สินและค่าใช้จ่ายไม่แสดงต่ำเกินไป และการใช้ความรอบคอบก็ไม่ยอมแสดงสินทรัพย์หรือรายได้ต่ำเกินไป หรือแสดงหนี้สินสูงเกินไป ที่ขัดต่อข้อเท็จจริงดังกล่าว นำไปสู่การแสดงรายได้สูงเกินไปหรือค่าใช้จ่ายต่ำเกินไปในรอบระยะเวลาอนาคต

3. การปราศจากข้อผิดพลาด คือ ไม่มีข้อผิดพลาดหรือไม่มีการละเว้นในคำบรรยายของปรากฏการณ์และกระบวนการที่ใช้ในการสร้างข้อมูลที่รายงานได้เลือกและประยุกต์โดยไม่มีข้อผิดพลาด ในบริบทนี้ การปราศจากข้อผิดพลาดมิได้หมายถึง ความแม่นยำอย่างสมบูรณ์แบบ ในทุกแง่มุม เช่น ประเมินการราคาหรือมูลค่าที่ไม่สามารถสังเกตได้ ไม่สามารถบอกได้ว่าแม่นยำหรือไม่แม่นยำ อย่างไรก็ตาม ค่าประมาณการนั้น สามารถเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมหากจำนวนเงินได้บรรยายไว้อย่างชัดเจนและถูกต้องว่าเป็นค่าประมาณการ มีการอธิบายถึงลักษณะและข้อจำกัดของกระบวนการในการประมาณการ และไม่มีข้อผิดพลาดในการเลือกและประยุกต์กระบวนการที่เหมาะสมเพื่อการได้มาซึ่งค่าประมาณการนั้น ทั้งนี้ การใช้ค่าประมาณการที่สมเหตุสมผล เป็นส่วนสำคัญของการจัดทำข้อมูลการเงินและไม่ทำให้ประโยชน์ของข้อมูลลดลง

## 2. ลักษณะเชิงคุณภาพเสริม

ลักษณะเชิงคุณภาพอาจช่วยในการพิจารณาระหว่างสองแนวทางว่าควรใช้แนวทางใดเพื่อแสดงภาพปรากฏการณ์ หากทั้งสองแนวทางนั้นให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเท่ากัน และเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมเท่ากันถึงปรากฏการณ์นั้น โดยแบ่งเป็น 4 ลักษณะดังนี้

1. การเปรียบเทียบกันได้ คือ การเปรียบเทียบกันได้ของข้อมูลที่คล้ายกันเกี่ยวกับกิจการอื่น และกับข้อมูลที่คล้ายกันเกี่ยวกับกิจการเดียวกัน สำหรับรอบระยะเวลาอื่นหรือ ณ วันที่อื่น ซึ่งเป็นลักษณะเชิงคุณภาพที่ทำให้ผู้ใช้สามารถระบุและเข้าใจความเหมือนและความแตกต่างของรายการต่าง ๆ โดยมีการเปรียบเทียบอย่างน้อยสองรายการ โดยยึดหลักความสม่ำเสมอ โดยการใช้วิธีเดียวกันกับรายการที่เหมือนกัน ไม่ว่าจะเป็นการรอบระยะเวลาหนึ่งสู่อรอบระยะเวลาหนึ่งในกิจการที่เสนอรายงานเดียวกันและรอบเดียวกัน และหลักรูปแบบเดียวกันเพื่อให้เกิดการเปรียบเทียบกันได้ และสามารถเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมถึงปรากฏการณ์เชิงเศรษฐกิจ

2. การพิสูจน์ยืนยันได้ คือ เป็นการพิสูจน์ยืนยันเพื่อให้ผู้ใช้ข้อมูลเกิดความมั่นใจถึงตัวแทนอันเที่ยงธรรมถึงปรากฏการณ์เชิงเศรษฐกิจถึงสิ่งที่ตั้งใจจะสื่อ โดยผู้สังเกตการณ์รายการต่าง ๆ ที่มีความรู้และความเป็นอิสระมีฉันทามติ แต่ไม่จำเป็นต้องเป็นเอกฉันท์ว่าการแสดงภาพนั้นคือความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม ซึ่งการพิสูจน์นี้สามารถทำได้โดยตรงหรือโดยอ้อม เช่น การนับเงินสด การพิสูจน์ยืนยันมูลค่าตามบัญชีของสินค้าคงเหลือ ซึ่งโดยปกติแล้วจำเป็นต้องเปิดเผยข้อสมมติที่ใช้ในการจัดทำข้อมูลนั้น วิธีรวบรวมข้อมูลและปัจจัยและสภาพแวดล้อมที่สนับสนุนข้อมูลนั้น

3. ความทันเวลา คือ การมีข้อมูลพร้อมให้ตัดสินใจในเวลาที่มีข้อมูลสามารถมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจ โดยทั่วไป ข้อมูลยิ่งย้อนอดีตนานขึ้นข้อมูลยิ่งมีประโยชน์น้อยลง แต่ข้อมูลบางอย่างอาจยังถือว่ามีความทันเวลาไปอีกนานหลังสิ้นรอบระยะเวลารายงาน ด้วยเหตุผลเช่น ผู้ใช้บางรายอาจจำเป็นต้องระบุและประเมินแนวโน้ม

4. ความเข้าใจได้ คือ ในการจัดประเภท การกำหนดลักษณะ และการนำเสนอข้อมูลอย่างชัดเจนและกระชับทำให้ข้อมูลนั้นเป็นที่เข้าใจได้ ทั้งนี้ หากข้อมูลมีความซับซ้อนและไม่สามารถทำให้ง่ายต่อความเข้าใจอาจจะเป็นไปได้ที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิด แม้บางครั้งผู้ใช้ข้อมูลมีความอดุสาหะและรับทราบข้อมูลเป็นอย่างดีอาจจะจำเป็นต้องปรึกษาที่ปรึกษาเพื่อให้เข้าใจข้อมูลเกี่ยวกับปรากฏการณ์เชิงเศรษฐกิจที่ซับซ้อน

ทั้งนี้ลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล ได้รับความสนใจในการศึกษางานวิจัย เช่น งานศึกษาวิจัยของ ณัฐนันท์ บัวสาย (2558) ได้ทำการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลของตัววัดผลการดำเนินงาน

ทางการบัญชี กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า ผู้ลงทุนควรพิจารณาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่สนใจกับบริษัทอื่นในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีตัววัดผลการดำเนินงานที่มีความมีความีคุณค่าของข้อมูลมากที่สุดแตกต่างกัน และงานวิจัยของ ชนาگانต์ มงคลพร (2558) ได้ทำการศึกษาคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ โดยเพื่อทำการศึกษาการรายงานทางการเงินที่สามารถเปรียบเทียบกันได้ ซึ่งให้ความสำคัญต่อการเปรียบเทียบของข้อมูลการเงินต่อการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานรายงานทางการเงิน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ นุชรี หงษ์สมมติ (2558) ได้ทำการศึกษาประโยชน์เชิงเศรษฐกิจของข้อมูลทางบัญชีภายหลังการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชี ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการทำการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชี โดยใช้วิธีการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ โดยผลการศึกษาพบว่าการคุณภาพของข้อมูลด้านการเปรียบเทียบนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนงานวิจัยของ สุฎีกา รักประสูติ (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อคุณภาพของงบการเงิน พบว่า การทบทวนวรรณกรรมและข้อเสนอแนะ งบการเงินมีความสำคัญเนื่องจากเป็นแหล่งข้อมูลของกิจการที่จัดทำขึ้น และนำเสนอต่อ บุคคลภายนอกใช้ประโยชน์เพื่อการตัดสินใจ คุณภาพของงบการเงินจึงมีความสำคัญ อย่างไรก็ตามมีปัจจัยต่าง ๆ ทั้งภายในและภายนอกกิจการที่ก่อให้เกิดคุณภาพของงบการเงิน เช่น ความรับผิดชอบของผู้บริหาร ความสามารถของผู้ทำบัญชี ผู้ตรวจสอบภายในและคณะกรรมการตรวจสอบ ความเป็นอิสระและมีจริยธรรมของผู้สอบบัญชี ตลอดจนหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลซึ่งมีบทบาทสำคัญในการกำหนดกฎระเบียบ ซึ่งส่งผลต่อคุณภาพของงบการเงินเพื่อเปรียบเทียบและพัฒนาให้งานการเงินมีคุณภาพเพื่อใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจ

จากการทบทวนแนวคิดของลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล สรุปได้ว่า คุณภาพของข้อมูลที่แสดงผ่านงบการเงินนั้น เป็นข้อมูลที่ช่วยประเมินมูลค่าของกิจการ เพื่อให้เห็นลักษณะของข้อมูลที่มีประโยชน์สูงสุดในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน โดยคุณภาพของข้อมูลนั้นจะต้องประกอบด้วยลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ความมีสาระสำคัญ ซึ่งจะต้องเป็นตัวแทนอย่างเที่ยงธรรมที่จะสามารถเสนอรายงานให้ผู้ใช้งบการเงินได้นำไปเปรียบเทียบ และพิสูจน์ข้อมูลได้ทันเวลา เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ โดยจะสังเกตได้จากงานวิจัยที่ผ่านมา มุ่งเน้นให้เห็นถึงความสำคัญของการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน โดยพิจารณาจากคุณภาพของข้อมูลมาเป็นองค์ประกอบ ทำให้ผู้ศึกษาได้ให้ความสำคัญกับการคัดเลือกข้อมูลตามหลักแนวคิดและทฤษฎีของ



ลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูล เพื่อให้ได้มาซึ่งข้อมูลที่สมบูรณ์และมีคุณภาพ นำไปสู่วิธีการดำเนินงานวิจัย และ คัดเลือกตัวแปร รวมไปถึงกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ด้วย

## 2.7 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

อริษา สุรัสโม (2554) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์บริษัทที่จะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษา กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินมาทำการศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางการบัญชีต่อหุ้น และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล โดยศึกษาข้อมูลราคาของหลักทรัพย์และอัตราส่วนทางการเงินเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2551-2554 จำนวนรวม 28 บริษัท ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีสหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ด้วยวิธี Pearson Correlation ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค คือ อัตราส่วนมูลค่าตามการบัญชีต่อหุ้น อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์

อดิศักดิ์ อธิมงคล (2554) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินเฉลี่ยกับราคาหุ้นสามัญเฉลี่ยของบริษัทตัวแทนกลุ่มพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินมาทำการศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเฉลี่ย อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานเฉลี่ย อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย ในช่วงระยะเวลา 8 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2543 จนถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ.2550 ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า มีอัตราส่วนทางการเงิน 2 อัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์และสามารถชี้ราคาหุ้นโดยเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นตัวแทนกลุ่มพลังงานได้ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเฉลี่ย (Current Ratio) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (D/E Ratio) โดยมีความสัมพันธ์ในลักษณะทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของ ราคาหุ้นสามัญ ส่วนอัตราส่วนทางการเงินอีก 2 อัตราส่วนไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลง ของราคาหุ้นสามัญของบริษัทกลุ่มตัวแทนพลังงาน

อันธิกา ถาวรกิตติวิชัย (2554) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์กับผลตอบแทนที่ได้รับของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลและกลุ่มตัวอย่างรายปีจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 515 บริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ จากงบการเงินที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541 ถึงปี พ.ศ. 2552 ผลการศึกษาพบว่า การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยค่าสัมพัทธ์แบบวิธี P/BV Ratio และ P/S Ratio มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยค่าสัมพัทธ์แบบวิธี P/BV Ratio เพียงวิธีเดียวที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนการลงทุนเกินปกติ

ฉิติ เกียรติพินังและกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาปัจจัย ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน (INR) อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ (EXR) ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (P/E) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) อัตราการจ่ายเงินปันผล (DY) ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันอย่างมากระหว่างตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามคือราคาหลักทรัพย์บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีเพียงห้าตัวแปรคือ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (INF) ดัชนีราคาหลักทรัพย์ (SET) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (P/E) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV)

ดวงกมล วงศ์สายตา (2557) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยลูกค้ำรายใหญ่ขั้นต่ำประเภทเงินกู้แบบมีระยะเวลา (Minimum Loan Rate) และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ ใน 3 เดือน (3-Month Expected BSI) ส่วนอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรหุ้น (Price/ Earnings Ratio: P/E) และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดต่อหุ้นกับมูลค่าทาง

บัญชีต่อหุ้นกำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไรต่อหุ้น จาก SET SMART โดยเก็บ ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554-2556 โดยกลุ่มบริษัทต้องมีข้อมูลครบทั้ง 3 ปี กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 58 บริษัท ใช้วิธี วิจัยเชิงประจักษ์ ซึ่งเป็นวิธีการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ข้อมูลในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบสหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยใช้รูปแบบของ Ohlson (1995) ผลการศึกษาพบว่ามูลค่าตามบัญชีไม่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตลาด กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตลาด เป็นไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญ

ปทุมวดี พรอิสสระเสรี (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคา ตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีกับมูลค่าหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศไทย มี วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีกับมูลค่า หลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วน ผลตอบแทน ต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) อัตราส่วนราคาตลาดต่อ มูลค่าทาง บัญชี (P/BV) โดยอาศัยข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ ไตรมาสที่ 3 พ.ศ.2548 จนถึง ไตรมาสที่ 3 พ.ศ.2558 ของหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานจำนวน 6 บริษัท คือ บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) BCP บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) EGCO บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน) GLOW บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) PTT บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) PTTEP บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) TOP โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ เพื่อหา ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงิน ที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ 2 ตัว คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่า ทางบัญชี และอัตราส่วน ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินที่เหลือไม่มี ความสัมพันธ์กับราคา หลักทรัพย์ใด ๆ เลย และอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคา หลักทรัพย์มากที่สุดถึง 6 บริษัท คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

สินี ภาคย์อุฬาร (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จัด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน 6 อัตราส่วน ได้แก่ อัตรา ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าทาง บัญชี อัตรากำไรสุทธิ อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ใช้ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ.2548 จนถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ.2557 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทาง การเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มีทั้งหมด 5 อัตราส่วน คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของ

ผู้ถือหุ้น อัตราส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี อัตรากำไรสุทธิ อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนทางการเงินที่ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ใด ๆ เลย คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ชาลินี แสงสร้อย (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน 14 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราเงินทุนหมุนเวียน อัตราเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราหมุนเวียนลูกหนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนระยะเวลาในการเก็บหนี้ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ อัตราระยะเวลาหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ.2551 จนถึงไตรมาสที่ 1 พ.ศ.2557 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ มี 2 อัตราส่วน คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

นันทนา ศรีสุริยาภรณ์ (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินทั้งหมด 4 ด้าน คือ ด้านความสามารถในการทำกำไร ด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านความสามารถในการชำระหนี้ และด้านมูลค่าตลาดหรือการเติบโต และราคาหลักทรัพย์รายไตรมาส ช่วงระยะเวลาตั้งแต่ พ.ศ.2552 – พ.ศ.2556 ผลการศึกษาพบว่า ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มีอัตราส่วนทางการเงินที่สามารถใช้พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นั้นมี 3 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรสุทธิ และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร โดยที่อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนกำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารอย่างมีนัยสำคัญ

ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัย

พบว่า กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่าง มีนัยสำคัญ โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมีความสัมพันธ์เป็นลำดับแรกและลำดับรองลงมา โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และมีความสัมพันธ์น้อยที่สุด

Robert Mabeya Ratemo (2015) ได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับผลการดำเนินงานของ บริษัท ในตลาดหลักทรัพย์ไนโรบีที่มีส่วนร่วมในการรายงานความยั่งยืน ผลการวิจัยพบว่า ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) และราคาหุ้นของบริษัทที่มีการรายงานอย่างยั่งยืนส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท

ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู (2560) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดต่อหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไรต่อหุ้น จาก SET SMART โดยเก็บตั้งแต่ปี พ.ศ.2554-2556 โดยกลุ่มบริษัทต้องมีข้อมูลครบทั้ง 3 ปี กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 58 บริษัท วิธีวิจัยเชิงประจักษ์ วิธีการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ข้อมูลในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบสหสัมพันธ์ และการ วิเคราะห์ถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยใช้รูปแบบของ Ohlson (1995) ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าตามบัญชีไม่มีความสัมพันธ์ ต่อมูลค่าตลาด กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดเป็นไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญ

นิตาชล คำสิงห์ (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรคืออัตรากำไรขั้นต้น อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย มีความสัมพันธ์ ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร คือ อัตรากำไรขั้นต้น อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย มีความสัมพันธ์ ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร คือ อัตรากำไรสุทธิ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรม

ดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรคืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ณัชพล ตั้งเมืองทอง (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอินโดนีเซีย ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้เป็นเจ้าของ และอัตราส่วนราคาต่อกำไร มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์โดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ส่วนอัตราส่วนทรัพย์สินคล่องตัว และอัตราส่วนหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพียงบางหลักทรัพย์เท่านั้น

เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2560) ได้ทำการศึกษา กระแสเงินสดผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กล่าวได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Rosikah (2016) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น กับมูลค่าหลักทรัพย์ขององค์กร ในประเทศอินโดนีเซีย ผลการศึกษาพบว่า 1) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีผลในเชิงบวกและมีนัยสำคัญ เกี่ยวกับมูลค่าของบริษัท 2) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นไปในเชิงบวกแต่ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าของบริษัท 3) กำไรต่อหุ้นติดลบและไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าของบริษัท 4) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้นที่มีนัยสำคัญพร้อมๆ กัน เกี่ยวกับมูลค่าที่มั่นคง

Milosevic, A (2017) ศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานของบริษัทต่อราคาหุ้น การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ต่อบริษัท บางแห่งในเซอร์เบีย ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัท ที่ประเมินโดย สินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร กำไรต่อหุ้น มูลค่าทางบัญชี และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นตัวทำนายราคาหุ้นได้

ดารานาถ พรหมอินทร์ และกุสุมา คำพิทักษ์ (2561) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กำไร

จากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดหลักทรัพย์ ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาตลาดหลักทรัพย์

สมศรี พลพักดี (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลประกอบการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET 100 จากความสัมพันธ์ดังกล่าว ประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100 ใช้วิธีในการศึกษาข้อมูลในรายงานประจำปีของงบการเงินรวม (แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1) ประจำปี พ.ศ. 2555-2557 รวมทั้งใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอย พหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แบบวิธี Enter จากผลการวิจัยพบว่าความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับกำไรที่แท้จริงมากที่สุดซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ

ศรีสุดา นามรักษา (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ มีทั้งสิ้น 4 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางการบัญชีต่อหุ้น และ อัตราการจ่ายเงินปันผล

หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ซึ่งมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นตัวแปรต้น และมูลค่าหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างคือบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 จำนวน 100 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

0.05 พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (D/V) โดยมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (NAV) อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสด



ตารางที่ 5 ตารางสรุปคัดเลือกตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับ	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ปี	CFO/ TOA	CFO/ TOL	CFO/ TOR	ROA	ROE	CFO	EBITDA	P/E	P/S	P/BV	P/C
1	อดิศักดิ์ อธิมงคล	2554					✓			✓	✓	✓	✓
2	อริษา สุร์สโม	2554				✓	✓			✓		✓	
3	อันธิกา ถาวรภิตติวิชัย	2554				✓	✓			✓	✓	✓	✓
4	ธิตี เกียรติพจน์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ	2556								✓		✓	
5	ชาลินี แสงสร้อย	2558				✓	✓						
6	ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง	2558	✓	✓	✓								
7	นันทนา ศรีสุริยาภรณ์	2558				✓	✓					✓	
8	ปทุมวดี พิธอิสระเสรี	2558					✓					✓	
9	สินี ภาควงอุฬาร	2558				✓	✓			✓	✓	✓	✓
10	Robert Mabeya Ratemo	2015				✓							

ตารางที่ 5 (ต่อ) ตารางสรุปคัดเลือกว่าปรับโครงสร้างและตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับ	นักวิจัย และ นักวิชาการ	ปี	CFO/ TOA	CFO/ TOL	CFO/ TOR	ROA	ROE	CFO	EBITDA	P/E	P/S	P/BV	P/C
11	Rosikah	2016				√	√					√	
12	ทวีศักดิ์ วิริยจารี	2559	√	√	√								
13	Milosevic, A.	2017				√	√						
14	เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทร์จรัส	2560	√	√	√								
15	ณัชพล ตังเมืองทอง	2560				√	√	√	√				
16	นิตาชล คำสิงห์	2560	√	√				√					
17	ปิยะรัตน์ โพธิ์น้อย และ สุปรียา คงแสงชู	2560						√					
18	ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์	2561				√	√	√	√				
19	ศรีสุดา นามรักษา	2561					√			√		√	√
20	สมศรี พลพักดี	2561	√		√	√	√	√					
21	ททัยชนก แยมชุม	2562	√	√	√	√	√	√					

จากการทบทวนวรรณกรรมตามแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้ศึกษาได้ทำการคัดเลือกตัวแปรเพื่อใช้ประกอบในการวิเคราะห์ การศึกษาวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไว้ดังนี้ ตัวแปรอิสระด้านกระแสเงินสด คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) และตัวแปรอิสระด้านความสามารถในการทำกำไร คือ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) และตัวแปรตาม ด้านการประเมินมูลค่าหุ้น คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการศึกษาวิจัยโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านต่างๆ ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ซึ่งได้จากการศึกษาข้อมูลหลักฐานการมีอยู่จริงที่มีต่อการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งวัดการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ทั้งนี้

ผู้วิจัยได้มีการรวบรวมข้อมูลและวิธีการวิจัยรวมไปถึงรายละเอียดเกี่ยวกับระเบียบวิธีการวิจัย นับตั้งแต่การออกแบบ งานวิจัยนี้ให้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นวิธีการบรรยายลักษณะของตัวแปรที่ต้องการศึกษาใช้สถิติเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลเชิงปริมาณ ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระว่ามีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ นอกจากนี้ยังได้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทำการทดสอบสมมติฐานที่สร้างจากกรอบแนวคิดของงานวิจัย ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระหลายตัวกับตัวแปรตาม ซึ่งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงปริมาณในการทดสอบข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ผู้วิจัยได้นำเสนอระเบียบวิธีการวิจัยโดยเรียงตามลำดับและแบ่งเป็น 4 ส่วน ดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 เครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิจัย

### 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จดทะเบียนช่วงปี พ.ศ.2560-2562 จำนวน 93 บริษัท เพื่อให้ผลการศึกษาในครั้งนี้ช่วยยืนยันถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทในด้านต่าง ๆ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Random Sampling) เนื่องจากประชากรที่ใช้ในการศึกษาผ่านตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเมื่อผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลและคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไขดังกล่าวข้างต้น ซึ่งไม่รวมถึงบริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

### 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินและนำมาวิเคราะห์งบการเงินทำการคำนวณหาอัตราส่วน ดังนี้

1. ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่
  - 1.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

1.1.1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อสินทรัพย์รวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOA โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558), เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงคินิตย์ จันทรจักรัส (2560), นิตาชล คำสิงห์ (2560), สมศรี พลพักดี (2561), หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

1.1.2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อหนี้สินรวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับหนี้สินรวม โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOL โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558), เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส (2560), สมศรี พลพักดี (2561), หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{หนี้สินรวม}}$$

1.1.3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นรวม โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOE โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558), เพ็ญนิภา พรหมโคตร นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส (2560), นิศาชล คำสิงห์ (2560), สมศรี พลพักดี (2561), หทัยชนก แยมชุ่ม (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม}}$$

1.1.4 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset หรือ ROA) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์รวมที่กิจการมีอยู่ว่าก่อให้เกิดผลตอบแทนในรูปกำไรให้กับธุรกิจมากหรือน้อยอย่างไร บางครั้งเรียกอัตราส่วนนี้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร ROA โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น Rosikah (2016), Milosevic, A. (2017), ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{ROA (\%)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

1.1.5 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นผู้ถือหุ้นทราบว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร ROE โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ซาลินี แสงสร้อย (2558), Rosikah (2016), Milosevic, A. (2017), ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{ROE (\%)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

1.1.6 อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นทราบว่าเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นเกิดจากรายได้ที่มาจากการทำงานหรือไม่ หรือเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นได้มาจากแหล่งใด ซึ่งหากค่าที่หาได้สูงแสดงว่าเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงานเป็นเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานไม่ใช่ได้มาจากการกู้ยืม ทำให้ทราบถึงสภาพคล่องของกิจการแสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องที่ดีเนื่องจากบริหารงานจากเงินสดที่ได้จากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร CFO โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่นปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และ สุปรียา คงแสงชู (2560) , ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{CFO (\%)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}$$

1.1.7 กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization or EBITDA) เป็นตัวเลขที่วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริงเนื่องจากไม่รวมผลกระทบจากต้นทุนทางการเงิน นโยบายทางการเงินบัญชีและภาษี ค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงาน เหมาะสำหรับการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรระหว่างกิจการหรือระหว่างอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี ถ้าบริษัทมี EBITDA มากทำให้ทราบว่าบริษัทมีการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานดีและมีรายได้ที่เติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร EBITDA โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เช่น ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์ (2561), ศราวุธ สร้อยทอง (2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{EBITDA (\%)} = \text{รายได้} - \text{ค่าใช้จ่าย (ไม่รวมดอกเบี้ยจ่าย, ภาษี, ค่าเสื่อมราคา, ค่าตัดจำหน่าย)}$$

## 1.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

1.2.1 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price Earnings Ratio or P/E Ratio) เป็นวิธีการที่ใช้กันมากที่สุดใน การประเมินมูลค่าหุ้น โดยผลลัพธ์สามารถบอกเป็นนัยได้ว่าหลักทรัพย์ตัวนี้จะต้องใช้เวลากี่ปีในการที่ผลตอบแทนหรือกำไรสุทธิจะรวมกันเท่ากับราคาของหลักทรัพย์ ณ เวลาที่ทำการคำนวณ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) แทนค่าตัวแปรด้วย P/E วัดค่าได้จากสูตรคำนวณ คือ

$$\text{P/E Ratio (เท่า)} = \frac{P}{E}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น  
E = กำไรสุทธิต่อหุ้น

1.2.2 อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (Price/sales ratio or P/S Ratio) เป็นอัตราส่วนที่มีแนวคิดที่ว่ายอดขายถือเป็นส่วนที่ทำให้เกิดเงินสดและกำไรจากการประกอบกิจการ ดังนั้นจากแนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นนี้จึงใช้อัตราส่วนของราคาต่อยอดขายในการประเมินประเมินมูลค่าหุ้นซึ่งยอดขายเป็นสิ่งที่ทำให้เห็นภาพการเติบโตของธุรกิจได้ชัดเจน เนื่องจากจะไม่ได้รับอิทธิพลจากกระบวนการทางบัญชีที่จะทำให้ข้อมูลแสดงผลแตกต่างไปจากยอดขายที่แท้จริง (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) แทนค่าตัวแปรด้วย P/S วัดค่าได้จากสูตรคำนวณ คือ

$$\text{P/S Ratio (เท่า)} = \frac{P}{S}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น  
S = ยอดขายต่อหุ้น

1.2.3 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Price/Book Value Ratio or P/BV Ratio) เป็นการเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นทราบว่าราคาหุ้น ณ ขณะนั้นสูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) แทนค่าตัวแปรด้วย P/BV วัดค่าได้จากสูตรคำนวณ คือ

$$\text{P/BV Ratio (เท่า)} = \frac{P}{BV}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น  
BV = มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น



1.2.4 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (Price/Cash Flow Ratio or P/C Ratio) เป็นอัตราส่วนที่เกิดจากแนวคิดที่ว่ากำไรเป็นตัวเลขนทางบัญชีที่สามารถตกแต่งได้ง่ายโดยการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี แต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้น เป็นตัวเลขที่มีผลกระทบน้อยที่สุดเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) แทนค่าตัวแปรด้วย P/C วัดค่าได้จากสูตรคำนวณ คือ

$$P/C \text{ Ratio (เท่า)} = \frac{P}{C}$$

โดยที่ P = ราคาตลาดต่อหุ้น

C = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น

### 3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยกำหนดวิธีดำเนินการศึกษาค้นคว้า และมีวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทั้งในส่วน of ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) และตัวแปรตาม (Dependent Variable) โดยที่

#### 1. ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย 2 กลุ่ม คือ

1. กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE)

2. ความสามารถในการทำกำไร ของบริษัท ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) และกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA)

โดยตัวแปรอิสระทั้งสองกลุ่มได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SETSMART ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในระหว่างปี พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2562

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) แสดงให้เห็นถึงสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) แสดงให้เห็นถึงสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับหนี้สิน

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) แสดงให้เห็นถึงสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น

4. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) ใช้วัดประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์รวมที่กิจการมีอยู่ โดยพิจารณาว่าผลตอบแทนในรูปกำไรให้กับธุรกิจมากน้อยหรืออย่างไร

5. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ใช้วัดผลตอบแทนจากการลงทุน โดยพิจารณาว่ากิจการนำส่วนของผู้ถือหุ้นมาลงทุนแล้วก่อให้เกิดกำไรมากน้อยเพียงใด ยิ่งสูงยิ่งดีแสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไร

6. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดคุณภาพของกำไรโดยการใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับกำไรสุทธิของกิจการโดยพิจารณาจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้และกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือจัดหาเงินค่าที่วัดนี้ควรมีค่าเป็นบวก

7. กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) ใช้วัดกำไรก่อนจะหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย, ภาษี, ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย โดยพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไรระหว่างกิจการหรือระหว่างอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี

**ตัวแปรตาม** คือ การประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งวัดค่าจากการใช้ Price Multiple ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ โดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ซึ่งเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่ใช้ในการประเมินผล และสามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ข้อมูลในส่วนนี้ของตัวแปรตามนี้ได้มาจากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SETSMART ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในระหว่างปี พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2562

1. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือในรอบ 1 ปี ล่าสุด อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนยินดีจะลงทุนจ่ายเงินซื้อหุ้นนั้นเป็นกี่เท่าของทุกๆ 1 บาท ของกำไรสุทธิของบริษัท

2. อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาต่อการขายเป็นตัวบ่งชี้มูลค่าที่วางไว้ต่อยอดขายหรือรายได้ของแต่ละ บริษัท เราจะใช้ค่า P/S Ratio เป็นตัวประเมินค่าความถูกหรือแพงของหุ้น โดยที่ คำน้อยกว่า 1 จะถือว่าราคาหุ้นของบริษัทนั้นถูก

3. อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น อัตราส่วนนี้บอกให้ทราบว่า ราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี หากมีค่าสูง ก็แสดงว่าผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหวังว่า บริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง ขณะเดียวกันก็แสดงถึงระดับความเสี่ยงที่สูงด้วย

4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) เป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด โดยเกิดจากแนวคิดที่ว่ากำไรเป็นตัวเลขทางบัญชีที่สามารถตกแต่งได้ง่ายโดยการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี แต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นตัวเลขที่มีผลกระทบน้อยที่สุดเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี

### 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้วางแผนการวิเคราะห์ข้อมูลโดยจะนำข้อมูลที่ได้รวบรวมเกี่ยวกับงบการเงินที่แสดงถึงกลุ่มกระแสเงินสดของกิจการเป็นตัวแปรอิสระประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/LOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้น (CFO/TOE) และกลุ่มความสามารถในการทำกำไรของหุ้นของบริษัทเป็นตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา (EBITDA) โดยวัดค่าความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งประกอบไปด้วยตัวแปรตามดังนี้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) เมื่อได้ข้อมูลแล้วจะนำมาทำการลงรหัสและประมวลผลข้อมูล เพื่อการวิเคราะห์ค่าทางสถิติตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 คือมีนัยสำคัญทางสถิติและระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 คือมีนัยสำคัญทางสถิติอย่างสูง โดยใช้วิธีการทดสอบทางสถิติ ดังนี้

3.4.1. การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อศึกษาค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) ของกระแสเงินสดของบริษัท ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/LOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้น (CFO/TOE) ส่วนความสามารถในการทำกำไรของ บริษัท ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน

เงินสดต่อการทำกำไร (CFO) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) และการประเมินมูลค่าหุ้น ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) เพื่อหาค่าความถี่ และการกระจายของข้อมูลว่าแต่ละข้อมูลนั้นมีค่าที่ห่างกันมากน้อยเพียงใด

3.4.2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ กระแสเงินสดของบริษัท ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/LOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้น (CFO/TOE) และความสามารถในการทำกำไร ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) ใช้พิจารณาโดยกำหนดค่าความสัมพันธ์ไว้ ถ้าหากมีค่ามากกว่า 0.80 แสดงว่าจะเกิดปัญหาจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับสูงมาก (Multicollinearity)

เกณฑ์การแปลผลความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสามารถแปลความหมาย 5 ระดับ ดังนี้ (พวงรัตน์ ทวีรัตน์, 2540 : 144)

- ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ มากกว่า 0.80 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์สูง
- ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.61 – 0.80 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างสูง
- ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.41 – 0.60 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ปานกลาง
- ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.20 – 0.40 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ
- ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ น้อยกว่า 0.20 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ต่ำ

3.4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์และทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ของความสามารถในการทำกำไรต่อการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงเป็นตัวแบบสมการ regression เพื่อทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

สมการสำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สมมติฐานที่ 2 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อ

กำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงเป็นตัวแทนสมการดังนี้

$$P/E_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}/\text{TOA}_{it} + \beta_2 \text{CFO}/\text{TOL}_{it} + \beta_3 \text{CFO}/\text{TOE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{EBITDA}/\text{TOR}_{it} + \varepsilon$$

สมการสำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สมมติฐานที่ 4 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงเป็นตัวแทนสมการดังนี้

$$P/S_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}/\text{TOA}_{it} + \beta_2 \text{CFO}/\text{TOL}_{it} + \beta_3 \text{CFO}/\text{TOE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{EBITDA}/\text{TOR}_{it} + \varepsilon$$

สมการสำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 5 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สมมติฐานที่ 6 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงเป็นตัวแทนสมการดังนี้

$$P/BV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}/\text{TOA}_{it} + \beta_2 \text{CFO}/\text{TOL}_{it} + \beta_3 \text{CFO}/\text{TOE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{EBITDA}/\text{TOR}_{it} + \varepsilon$$

สมการสำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สมมติฐานที่ 8 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแส

เงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงเป็นตัวแทนสมการดังนี้

$$P/C_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}/\text{TOA}_{it} + \beta_2 \text{CFO}/\text{TOL}_{it} + \beta_3 \text{CFO}/\text{TOE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{EBITDA}/\text{TOR}_{it} + \varepsilon$$

เมื่อ

$\text{CFO}/\text{TOA}_{it}$	คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\text{CFO}/\text{TOL}_{it}$	คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\text{CFO}/\text{TOE}_{it}$	คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ของบริษัท $i$ ในปี ที่ $t$
$\text{ROA}_{it}$	คือ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\text{ROE}_{it}$	คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\text{CFO}_{it}$	คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\text{EBITDA}/\text{TOR}_{it}$	คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงินภาษีเงินได้ ค่าเสื่อม ราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$P/E_{it}$	คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$P/S_{it}$	คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$P/BV_{it}$	คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$P/C_{it}$	คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\beta_0$	คือ ค่าคงที่
$\beta_{1-7}$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่ 1 ถึง 7
$\varepsilon$	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน สำหรับบริษัท

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ด้านต่าง ๆ ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) เป็นตัวแปรอิสระ และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น (P/C) เป็นตัวแปรตาม และได้มีการกำหนดกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ดำเนินกิจการติดต่อกันในระหว่างปี 2560 ถึง ปี 2562 รวมทั้งสิ้น 93 บริษัท ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ผู้ทำการศึกษาได้ทำการวิเคราะห์ผลการวิจัยโดยมีการแบ่งเป็น 3 ส่วนดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ระหว่างตัวแปรอิสระ

4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากการศึกษาข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด จำนวน 93 บริษัท ได้ค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ประกอบไปด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น (P/C) มีผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 5 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามปี 2560

ตัวแปร Variables	จำนวน	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าเฉลี่ย Mean	ส่วนเบี่ยงเบน
	ข้อมูล N				Std. Deviation
CFO/TOA	93	-0.22	0.27	0.0334	0.09298
CFO/TOL	93	-1.76	3.48	0.1289	0.49075
CFO/TOE	93	-0.72	0.83	0.0573	0.24220
ROA	93	-31.84	20.68	4.2501	8.97484
ROE	93	-54.03	69.29	6.9083	16.48970
CFO	93	-5764.57	97.17	-59.4080	598.15788
EBITDA/TOR	93	-1.89	0.71	0.1145	0.34595
P/E	93	-140.02	825.89	26.3753	105.69184
P/S	93	0.00	29.85	3.0163	4.04158
P/BV	93	0.00	10.23	1.8677	1.62569
P/C	93	-4596.32	1295.50	-33.8727	501.93284
Valid N (listwise)	93				

จากตารางที่ 6 แสดงให้เห็นถึงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆ ในปี 2560 ได้ดังต่อไปนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0334, 0.1289, 0.0573, 4.2501, 6.9083, -59.4080, 0.1145, 26.3753, 3.0163, 1.8677, -33.8727 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.093, 0.4908, 0.2422, 8.9748, 16.4897, 598.1579, 0.346, 105.6918, 4.0416, 1.6257, 501.9328 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.22, -1.76, -0.72, -31.84, -54.03, -5764.57, -1.89, -140.02, 0, 0, -4596.32 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.27, 3.48, 0.83, 20.68, 69.29, 97.17, 0.71, 825.89, 29.85, 10.23, 1295.5 ตามลำดับ



ตารางที่ 6 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามปี 2561

ตัวแปร Variables	จำนวน	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าเฉลี่ย Mean	ส่วนเบี่ยงเบน
	ข้อมูล N				Std. Deviation
CFO/TOA	93	-0.28	0.29	0.0333	0.09690
CFO/TOL	93	-1.83	2.63	0.1213	0.43983
CFO/TOE	93	-1.32	0.84	0.0486	0.28548
ROA	93	-51.97	24.69	4.4938	8.83010
ROE	93	-293.59	53.15	1.8813	36.37425
CFO	93	-106.57	10.89	-0.5919	11.34304
EBITDA/TOR	93	-0.81	0.73	0.1515	0.22591
P/E	93	-256.76	494.82	15.3104	63.77327
P/S	93	0.00	19.68	1.9611	2.81076
P/BV	93	0.00	7.82	1.1919	1.06663
P/C	93	-4850.05	178.04	-64.5047	505.74985
Valid N (listwise)	93				

จากตารางที่ 7 แสดงให้เห็นถึงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆ ในปี 2561 ได้ดังต่อไปนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0333, 0.1213, 0.0486, 4.4938, 1.8813, -0.5919, 0.1515, 15.3104, 1.9611, 1.1919, -64.5047 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.0969, 0.4398, 0.2855, 8.8301, 36.3743, 11.343, 0.2259, 63.7733, 2.8108, 1.0666, 505.7498 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.28, -1.83, -1.32, -51.97, -293.59, -106.57, -0.81, -256.76, 0, 0, -4850.05 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.29, 2.63, 0.84, 24.69, 53.15, 10.89, 0.73, 494.82, 19.68, 7.82, 178.04 ตามลำดับ

ตารางที่ 7 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามปี 2562

ตัวแปร Variables	จำนวน	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ส่วนเบี่ยงเบน	
	ข้อมูล N			ค่าเฉลี่ย Mean	Std. Deviation
CFO/TOA	93	-0.42	0.37	0.0281	0.10590
CFO/TOL	93	-0.98	1.33	0.1070	0.30946
CFO/TOE	93	-5.79	1.97	0.0289	0.69400
ROA	93	-9.82	22.59	5.0967	6.64380
ROE	93	-706.11	45.75	-2.5513	75.80532
CFO	93	-80.92	11.04	-0.6180	9.15810
EBITDA/TOR	93	-2.36	0.76	0.1281	0.37224
P/E	93	-210.67	2866.81	59.8099	346.71329
P/S	93	0.00	18.89	1.9362	2.68250
P/BV	93	0.00	7.82	1.1919	1.06663
P/C	93	-504.34	1237.85	0.0471	168.73951
Valid N (listwise)	93				

จากตารางที่ 8 แสดงให้เห็นถึงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆ ในปี 2562 ได้ดังต่อไปนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0281, 0.107, 0.0289, 5.0967, -2.5513, -0.618, 0.1281, 59.8099, 1.9362, 1.1919, 0.0471 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.1059, 0.3095, 0.694, 6.6438, 75.8053, 9.1581, 0.3722, 346.7133, 2.6825, 1.0666, 168.7395 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.42, -0.98, -5.79, -9.82, -706.11, -80.92, -2.36, -210.67, 0, 0, -504.34 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.37, 1.33, 1.97, 22.59, 45.75, 11.04, 0.76, 2866.81, 18.89, 7.82, 1237.85 ตามลำดับ

ตารางที่ 8 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามปี 2560-2562

ตัวแปร Variables	จำนวน	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ส่วนเบี่ยงเบน	
	ข้อมูล N			ค่าเฉลี่ย Mean	Std. Deviation
CFO/TOA	279	-0.42	0.37	0.03	0.1
CFO/TOL	279	-1.83	3.48	0.12	0.42
CFO/TOE	279	-5.79	1.97	0.04	0.45
ROA	279	-51.97	24.69	4.61	8.2
ROE	279	-706.11	69.29	2.08	49.44
CFO	279	-5764.57	97.17	-20.21	345.32
EBITDA/TOR	279	-2.36	0.76	0.13	0.32
P/E	279	-256.76	2866.81	33.83	212.56
P/S	279	0	29.85	2.30	3.26
P/BV	279	0	10.23	1.42	1.32
P/C	279	-4850.05	1295.5	-32.78	422.07
Valid N (listwise)	279				

จากตารางที่ 9 แสดงให้เห็นถึงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆ ในปี 2560-2562 ได้ดังต่อไปนี้  
 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน  
 ต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทน  
 สินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการ  
 ดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม  
 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่า  
 ทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.03, 0.12, 0.04, 4.61, 2.08, -  
 20.21, 0.13, 33.83, 2.30, 1.42, 32.78 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.1, 0.42,  
 0.45, 8.2, 49.44, 345.32, 0.32, 212.56, 3.26, 1.32, 422.07 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.42, -  
 1.83, -5.79, -51.97, -706.11, -5764.57, -2.36, 0, 0, -4850.05 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.37,  
 3.48, 1.97, 24.69, 69.29, 97.17, 0.76, 2866.81, 29.85, 10.23, 1295.50 ตามลำดับ

#### 4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ระหว่างตัวแปรอิสระ

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ระหว่างตัวแปรอิสระเป็นการดูทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัว โดยมี Correlation Coefficient (r) หรือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เป็นตัวบ่งชี้ถึงความสัมพันธ์นี้ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์นี้จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1.0 ถึง +1.0 ซึ่งหากมีค่าใกล้ -1.0 นั้นหมายความว่าตัวแปรทั้งสองตัวมีความสัมพันธ์กันอย่างมากในเชิงตรงกันข้าม หากมีค่าใกล้ +1.0 นั้นหมายความว่า ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันโดยตรงอย่างมาก และหากมีค่าเป็น 0 นั้นหมายความว่า ตัวแปรทั้งสองตัวไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา โดยตัวแปรที่กำหนดในการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ประกอบไปด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ซึ่งโดยทั่วไป ระดับของค่าสัมประสิทธิ์ที่ยอมรับได้อยู่ที่ไม่เกิน -0.8 หรือ 0.8 และจากการวิเคราะห์ สามารถอธิบายผลได้ดังนี้

#### ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ระหว่างตัวแปรอิสระ

	CFO/TOA	CFO/TOL	CFO/TOE	ROA	ROE	CFO	EBITDA/TOR
CFO/TOA	1						
CFO/TOL	.633**	1					
CFO/TOE	.648**	.293**	1				
ROA	.360**	.144*	.210**	1			
ROE	.182**	0.074	-0.055	.434**	1		
CFO	0.002	0.009	-0.002	0.034	0.006	1	
EBITDA/TOR	.248**	0.092	.328**	.617**	.378**	0.004	1

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

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

จากตารางที่ 10 แสดงให้เห็นถึงการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด ของกลุ่มบริษัทตัวอย่างตั้งแต่ปี 2560-2562 ซึ่งประกอบด้วยด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจาก





ความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หรือที่ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.378 ซึ่งมีความสัมพันธ์กันในระดับค่อนข้างต่ำ

21. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กับ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้ จากการทดสอบวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวแปรอิสระทั้งหมดตามตารางที่ 10 ของ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กันสูง เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากผลการทดสอบ อยู่ในช่วงต่ำสุด -0.002 และสูงสุด 0.648 ซึ่งมีอยู่ในช่วงระหว่าง -0.8 หรือ 0.8 ซึ่งเป็นค่าที่ยอมรับได้ จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสู่ตัวแบบสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

#### 4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

จากการทดสอบเงื่อนไขและความเหมาะสมของตัวแบบสมการถดถอยพหุคูณ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ( $r$ ) ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีค่าอยู่ระหว่างค่าต่ำสุดถึงค่าสูงสุดเท่ากับ -0.002 ถึง 0.648 ซึ่งค่า ( $r$ ) มีความสัมพันธ์ในระดับต่ำซึ่งน้อยกว่า 0.80 แสดงให้เห็นว่าไม่เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยตัวเอง ดังนั้นไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และเมื่อวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ก็พบว่าค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.002-3.267 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 ดังนั้น จึงนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสู่ตัวแบบสมการถดถอยพหุคูณ ตามตาราง ที่ 10-13

การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของ กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

**ตารางที่ 10** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	33.641	15.587		2.158	0.320		
CFO/TOA	-98.900	215.405	-0.046	-0.459	0.647	0.365	3.267
CFO/TOL	8.602	40.295	0.017	0.213	0.831	0.576	1.776
CFO/TOE	19.423	37.841	0.041	0.513	0.608	0.557	2.201
ROA	-2.109	2.177	-0.081	-0.969	0.333	0.519	1.928
ROE	-0.007	0.307	-0.002	-0.021	0.983	0.715	1.398
CFO	0.015	0.037	0.024	0.395	0.693	0.998	1.002
EBITDA/TOR	81.411	55.325	0.123	1.472	0.142	0.526	1.902

ค่าคงที่ = 33.641,  $SE_{Est} = 15.587$

$R = 0.100$ ,  $R^2 = 0.10$ ,  $ADJ R^2 = -0.016$ ,  $F = 0.389$ , Durbin Watson = 2.061

a. Dependent Variable: P/E, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 11 ผลการทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณและสามารถสรุปผลได้ดังนี้

**สมมติฐานที่ 1** กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $-98.90$  ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $-0.046$  และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ  $-0.459$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ  $0.647$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$  ( $Sig. = 0.647 > 0.05$ ) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $-8.602$  ค่า



สัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.017 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.213 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.831 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.831 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 19.423 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.041 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.513 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.608 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.608 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**สมมติฐานที่ 2** ความสามารถในการทำกำไรไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -2.109 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.81 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.969 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.333 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.333 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.007 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.002 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.021 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.983 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.983 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.015 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.024 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.395 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.693 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.693 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 81.411 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.123 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 1.472 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.142 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.142 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ตารางที่ 11** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	2.484	0.236		10.516	0.000		
CFO/TOA	4.151	3.576	0.125	1.161	0.247	0.306	3.267
CFO/TOL	-0.673	0.619	-0.086	-1.087	0.278	0.563	1.776
CFO/TOE	-0.558	0.637	-0.078	-0.876	0.382	0.454	2.201
ROA	0.006	0.033	0.015	0.179	0.858	0.519	1.928
ROE	0.003	0.005	0.052	0.737	0.462	0.715	1.398
CFO	0.000	0.001	-0.009	-0.145	0.885	0.998	1.002
EBITDA/TOR	-1.837	0.838	-0.180	-2.192	0.029	0.526	1.902

ค่าคงที่ = 2.484,  $SE_{Est} = 0.236$

$R = 0.190$ ,  $R^2 = 0.036$ ,  $ADJ R^2 = 0.11$ ,  $F = 1.449$ , Durbin Watson = 2.263

a. Dependent Variable: P/S, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 12 ผลการทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณและสามารถสรุปผลได้ดังนี้

**สมมติฐานที่ 3** กระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 4.151 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.125 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 1.161 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.247 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.247 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $-0.673$  ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $-0.086$  และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ  $-1.87$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ  $0.278$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$  (Sig. =  $0.278 > 0.05$ ) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $-0.558$  ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $-0.078$  และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ  $-0.876$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ  $0.382$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$  (Sig. =  $0.382 > 0.05$ ) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**สมมติฐานที่ 4** ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $0.006$  ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $0.015$  และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ  $0.179$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ  $0.858$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทาง

สถิติ 0.05 (Sig. = 0.858 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

2. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.003 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.052 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.737 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.462 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.462 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

3. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.000 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.009 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.145 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.885 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.885 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

4. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -1.837 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.180 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -2.192 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.029 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.029 < 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 4 ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ พบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 12 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1.114	0.089		12.559	0.000		
CFO/TOA	3.795	1.343	0.284	2.827	0.005	0.306	3.267
CFO/TOL	-0.033	0.233	-0.011	-0.143	0.887	0.563	1.776
CFO/TOE	-0.327	0.239	-0.113	-1.370	0.172	0.454	2.201
ROA	0.056	0.012	0.351	4.545	0.000	0.519	1.928
ROE	-0.006	0.002	-0.226	-3.438	0.001	0.715	1.398
CFO	0.000	0.000	0.013	0.230	0.819	0.998	1.002
EBITDA/TOR	-0.335	0.315	-0.082	-1.065	0.288	0.526	1.902

ค่าคงที่ = 1.114,  $SE_{Est} = 0.089$

$R = 0.403$ ,  $R^2 = 0.163$ ,  $ADJ R^2 = 0.141$ ,  $F = 7.524$ , Durbin Watson = 1.915

a. Dependent Variable: P/BV, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 13 ผลการทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณและสามารถสรุปผลได้ดังนี้

**สมมติฐานที่ 5** กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 3.795 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.284 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.872 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.005 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.005 < 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.033 ค่า

สัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $-0.011$  และค่าสถิติทดสอบ  $t$  เท่ากับ  $-0.143$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ  $t$  (P-Value ของ  $t$ ) เท่ากับ  $0.887$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$  (Sig. =  $0.887 > 0.05$ ) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $-0.327$  ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $-0.113$  และค่าสถิติทดสอบ  $t$  เท่ากับ  $-1.370$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ  $t$  (P-Value ของ  $t$ ) เท่ากับ  $0.172$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$  (Sig. =  $0.172 > 0.05$ ) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 5 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ  $0.05$  ส่วน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**สมมติฐานที่ 6** ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ  $0.056$  ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ  $0.351$  และค่าสถิติทดสอบ  $t$  เท่ากับ  $4.545$  โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ  $t$  (P-Value ของ  $t$ ) เท่ากับ  $0.000$  ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทาง

สถิติ 0.05 (Sig. = 0.000 < 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

2. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.006 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.026 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -3.438 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.001 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.001 < 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

3. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.000 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.013 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.230 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.819 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.819 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

4. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.335 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.082 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -1.065 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.288 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.288 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 6 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน



ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ตารางที่ 13** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-53.716	30.776		-1.745	0.082		
CFO/TOA	-430.400	465.898	-0.100	-0.924	0.356	0.306	3.267
CFO/TOL	176.093	80.704	0.175	2.182	0.030	0.563	1.776
CFO/TOE	15.229	82.938	0.016	0.184	0.854	0.454	2.201
ROA	3.674	4.297	0.071	0.855	0.393	0.519	1.928
ROE	-0.123	0.607	-0.014	-0.203	0.839	0.715	1.398
CFO	0.017	0.074	0.014	0.233	0.816	0.998	1.002
EBITDA/TOR	-26.301	109.236	-0.020	-0.241	0.810	0.526	1.902

ค่าคงที่ = -53.716,  $SE_{Est} = 30.776$

$R = 145$ ,  $R^2 = 0.021$ ,  $ADJ R^2 = -0.004$ ,  $F = 0.832$ , Durbin Watson = 1.999

a. Dependent Variable: P/C, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 14 ผลการทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณและสามารถสรุปผลได้ดังนี้

**สมมติฐานที่ 7** กระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -430.40 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.100 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.924 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.356 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.356 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น

โดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 176.093 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.175 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.182 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.030 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.030 < 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 15.229 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.016 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.184 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.854 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.854 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**สมมติฐานที่ 8** ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 3.674 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.071 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.855 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.393 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.393 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

2. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.123 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.14 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.023 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.839 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.839 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

3. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.017 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ 0.014 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.233 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.816 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.816 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

4. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -26.301 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized coefficients) เท่ากับ -0.020 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.241 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-Value ของ t) เท่ากับ 0.810 ซึ่งมากกว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Sig. = 0.810 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

สรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 8 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน

เงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ตารางที่ 14** สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ สมมติฐาน
<b>สมมติฐานที่ 1 และ สมมติฐานที่ 2</b> กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ( P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)	ไม่สนับสนุน
2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)	ไม่สนับสนุน
3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (CFO/TOE)	ไม่สนับสนุน
4. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)	ไม่สนับสนุน
5. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุน
6. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO)	ไม่สนับสนุน
7. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR)	ไม่สนับสนุน
<b>สมมติฐานที่ 3 และ สมมติฐานที่ 4</b> กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)	ไม่สนับสนุน
2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)	ไม่สนับสนุน
3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (CFO/TOE)	ไม่สนับสนุน
4. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)	ไม่สนับสนุน
5. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุน
6. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO)	ไม่สนับสนุน
7. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR)	สนับสนุน

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ สมมติฐาน
<b>สมมติฐานที่ 5 และ สมมติฐานที่ 6</b> กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)	สนับสนุน
2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)	ไม่สนับสนุน
3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (CFO/TOE)	ไม่สนับสนุน
4. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)	สนับสนุน
5. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	สนับสนุน
6. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO)	ไม่สนับสนุน
7. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR)	ไม่สนับสนุน
<b>สมมติฐานที่ 7 และ สมมติฐานที่ 8</b> กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)	ไม่สนับสนุน
2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)	สนับสนุน
3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (CFO/TOE)	ไม่สนับสนุน
4. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)	ไม่สนับสนุน
5. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุน
6. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO)	ไม่สนับสนุน
7. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR)	ไม่สนับสนุน

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

การศึกษาวินิจฉัยเรื่องความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด และ ความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บทนี้ผู้วิจัยจะกล่าวถึงบทสรุปของภาพรวมทั้งหมดของงานวิจัยที่ผู้วิจัยได้ดำเนินการมาทั้งหมดรวมถึงการอภิปรายผลการวิจัย และการให้ข้อเสนอแนะ ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลงบการเงินของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวม 93 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560-2562 เป็นระยะเวลา 3 ปีต่อเนื่องกัน

สถิติที่นำมาใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เพื่อใช้อธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) เพื่อใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์และทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยนำเสนอผลออกเป็น 4 ส่วนดังต่อไปนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการวิจัย
- 5.3 ข้อจำกัดงานวิจัย
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ด้านต่าง ๆ ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อ

ยอดขาย (P/S) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2562 รวม 3 ปี ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 5.1.1 ผลของการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา พ.ศ. 2560 เป็นดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0334, 0.1289, 0.0573, 4.2501, 6.9083, -59.4080, 0.1145, 26.3753, 3.0163, 1.8677, -33.8727 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.093, 0.4908, 0.2422, 8.9748, 16.4897, 598.1579, 0.346, 105.6918, 4.0416, 1.6257, 501.9328 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.22, -1.76, -0.72, -31.84, -54.03, -5764.57, -1.89, -140.02, 0, 0, -4596.32 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.27, 3.48, 0.83, 20.68, 69.29, 97.17, 0.71, 825.89, 29.85, 10.23, 1295.5 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ารูปแบบหรือโครงสร้างและนโยบายการบริหารงานของกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนั้น ได้มีการกระจายแหล่งของกระแสเงินสดอยู่ในระดับเดียวกัน รวมไปถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจก็อยู่ในระดับเดียวกันเมื่อเทียบกับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานแล้วผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลอยู่ในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันในแต่ละประเภทของข้อมูลดังกล่าวแต่ทั้งนี้ยังคง มีความแตกต่างระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมค่อนข้างมาก บริษัทที่มีค่าสูงจะสูงมากและบริษัทที่มีค่าต่ำก็จะต่ำมาก

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา พ.ศ. 2561 เป็นดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0333, 0.1213, 0.0486, 4.4938, 1.8813, -0.5919, 0.1515, 15.3104, 1.9611, 1.1919, -64.5047 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.0969, 0.4398, 0.2855, 8.8301,

36.3743, 11.343, 0.2259, 63.7733, 2.8108, 1.0666, 505.7498 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.28, -1.83, -1.32, -51.97, -293.59, -106.57, -0.81, -256.76, 0, 0, -4850.05 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.29, 2.63, 0.84, 24.69, 53.15, 10.89, 0.73, 494.82, 19.68, 7.82, 178.04 ตามลำดับ ซึ่งผลที่ออกมาชี้แจงให้เห็นว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานนั้นได้เพิ่มขึ้นจาก ปี 2560 สะท้อนให้เห็นถึงการบริหารจัดการของบริษัทที่มีการวางแผนพัฒนาหรือเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินขึ้น ด้วยเหตุผลของการขยายธุรกิจหรือการพัฒนาโครงการในแต่ละหน่วยธุรกิจ

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา พ.ศ. 2562 เป็นดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0281, 0.107, 0.0289, 5.0967, -2.5513, -0.618, 0.1281, 59.8099, 1.9362, 1.1919, 0.0471 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.1059, 0.3095, 0.694, 6.6438, 75.8053, 9.1581, 0.3722, 346.7133, 2.6825, 1.0666, 168.7395 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.42, -0.98, -5.79, -9.82, -706.11, -80.92, -2.36, -210.67, 0, 0, -504.34 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.37, 1.33, 1.97, 22.59, 45.75, 11.04, 0.76, 2866.81, 18.89, 7.82, 1237.85 ตามลำดับ จะเห็นได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจะมีการผันผวนมากเมื่อเทียบกับปี 2560 และ 2561 ซึ่งจะลดต่ำลงในเรื่องของผลการดำเนินการ ของธุรกิจ ซึ่งผู้วิจัยคาดการณ์ว่า สถานการณ์โรคระบาดโควิด 19 มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ โดยชี้ชัดได้จาก อัตราส่วนด้านความสามารถในการทำกำไร ที่มีค่าลดลงอย่างเห็นได้ชัด

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา โดยเฉลี่ยตั้งแต่พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ.2562 เป็นดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.03, 0.12, 0.04, 4.61, 2.08, -20.21, 0.13, 33.83, 2.30, 1.42, 32.78 ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.1, 0.42, 0.45, 8.2, 49.44, 345.32, 0.32, 212.56, 3.26, 1.32, 422.07 ตามลำดับ และค่าต่ำสุดที่ -0.42, -1.83, -5.79, -51.97, -706.11, -5764.57, -2.36, 0, 0, -4850.05 ตามลำดับ และค่าสูงสุด 0.37, 3.48, 1.97, 24.69, 69.29, 97.17,



0.76, 2866.81, 29.85, 10.23, 1295.50 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีการกระจายตัวไม่สูงมากนัก ซึ่งสังเกตได้จากค่าเฉลี่ย แต่ทั้งนี้ยังมี ตัวแปรบางตัวที่มีการกระจายตัวสูง เช่น อัตราส่วนกระแสเงินสด อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ปัจจัยจากความแตกต่างดังกล่าวผู้วิจัยไม่ได้กล่าวมาในที่นี้

### 5.1.2 สรุปผลของการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ผลจากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรอิสระ ทั้งหมด ของกลุ่มประชากรตัวอย่างตั้งแต่ปี 2560-2562 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กันสูง เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ จากผลการทดสอบ อยู่ในช่วงต่ำสุด -0.002 และสูงสุด 0.648 ซึ่งมีอยู่ในช่วงระหว่าง -0.8 หรือ 0.8 ซึ่งเป็นค่าที่ยอมรับได้ จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมด เข้าสู่ตัวแบบสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ขั้นต่อมาวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ก็พบว่ามีความ VIF น้อยกว่า 10 คือ อยู่ระหว่าง 1.002-2.267 นั่นคือ ไม่เกิด multicollinearity นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรอิสระอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณแบบขั้นตอน ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล (autocorrelation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าอยู่ระหว่าง 1.915-2.263 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50 – 2.50 แสดงว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้เข้าสู่สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณได้

### 5.1.3 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อ

กำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า บริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนั้น เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหน่วยการลงทุนสูงอาจจะทำให้กระแสเงินสดนั้น ไม่สะท้อนถึงการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และ กระแสเงินสดส่งผลไปสู่สภาพคล่องในการประกอบธุรกิจซึ่งก่อให้เกิดรายได้หลักของกิจการทั้งนี้ อาจจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ มากกว่าการประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริง

สมมติฐานที่ 2 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้จะเป็นไปได้ว่ากลุ่มบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เป็นกลุ่มธุรกิจที่ต้องใช้เงินทุนเป็นจำนวนมากในการดำเนินกิจการซึ่งอาจจะไม่สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าด้วยวิธีราคาตลาดต่อกำไรสุทธิได้

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะเป็นไปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขายนั้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดภายในกิจการ แต่อาจจะขึ้นอยู่กับ ยอดรายได้รวมของธุรกิจ ทั้งนี้หากอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขายต่ำ มีค่าต่ำซึ่งแสดงให้เห็นว่า มูลค่าหุ้นนั้นเป็นหุ้นที่มีราคาถูก

สมมติฐานที่ 4 ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วน อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) สะท้อนผลมาจากยอดขายหรือรายได้ของธุรกิจ ซึ่งมีผลต่อ ราคาตลาดต่อยอดขายของหุ้น เนื่องจากหลักการพิจารณา อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขายต่อหุ้นนั้น ใช้รายได้รวมของธุรกิจเป็นข้อมูลหลักในการนำมาพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนดังกล่าว

สมมติฐานที่ 5 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนั้น ไม่สะท้อนให้เห็นอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นเนื่องจากอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น อาจเกิดจากโครงสร้างทางการเงินของแต่ละกิจการนั้นแตกต่างกันออกไป จึงไม่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นที่แท้จริงได้

สมมติฐานที่ 6 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะเป็นไปได้ว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) นั้นสะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นทางบัญชี (P/BV) ทั้งนี้หากผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้นย่อมส่งผลเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นทางบัญชี ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าทรัพย์สินของบริษัทนั้นมีการบริหารทรัพย์สินเพื่อก่อให้เกิดรายได้ ได้อย่างเหมาะสม

สมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะเป็นไปได้ว่า ธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินทุนมากในการบริหารจัดการ ซึ่งแต่ละธุรกิจนั้นก็จะมีโครงสร้างที่แตกต่างกันออกไป แต่ด้านเงินทุนนั้น อาจจะต้องพึ่งองค์การภายนอก เช่นสถาบันการเงิน เงินกู้ยืมจากหน่วยงานภายนอก ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สิน สามารถอธิบายราคาตลาดต่อกระแสเงินสดได้

สมมติฐานที่ 8 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า

อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม (EBITDA/TOR) ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะเป็นไปได้ว่าลักษณะการบริหารงานหรือขนาดและโครงสร้างของแต่ละองค์กรนั้น มีความแตกต่างกันออกไป ทำให้ความสามารถในการทำกำไรของแต่ละองค์กรนั้นต่างกันออกไปด้วย จึงอาจจะเป็นสาเหตุให้ไม่สะท้อนต่อการประเมินมูลค่าหุ้นได้

## 5.2 อภิปรายผลการวิจัย

ผลจากการศึกษาวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด และ การประเมินมูลค่าหุ้นกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสามารถอภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่างพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ สุขศรี บุตรวงศ์ (2561) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ และ สอดคล้องกับงานวิจัยของ เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินี จันทรจรัส (2560) ได้ทำการศึกษาเรื่อง กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านราคา

ตลาดต่อกำไรสุทธิ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นนั้น ไม่ได้เป็นผลมาจาก การประเมินด้วยอัตรากำไรสุทธิ ซึ่งเป็นไปได้ว่า กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร นั้น เป็นเพียงการแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงทางการเงินของแต่ละช่วงเวลา กล่าวคือไม่ส่งผลกับราคาตลาดต่อกำไรสุทธิที่เปลี่ยนแปลงไปของหุ้น เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นนั้น น่าจะเกิดจากการที่ผู้ลงทุนคาดการณ์ว่า สิ่งที่คุณจะได้รับในอนาคต ทั้งในรูปแบบ เงินปันผล และ ส่วนต่างราคา ที่เปลี่ยนแปลงไป (ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) ทั้งนี้ ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) มูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นย่อมเท่ากับ ราคาตลาดเสมอ สะท้อนให้เห็นว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นหรือลงนั้น ขึ้นอยู่กับข่าวสารที่มีการเปลี่ยนแปลงไปแต่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดหรือความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ

2. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) พบว่าอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 นั้นหมายความว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) นั้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ ศราวุธ สร้อยทอง (2562) ได้ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้น พบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ ศุณิสสา เจาะแวงมาแจ (2560) พบว่า อัตราความสามารถในการทำกำไร มีผลต่ออัตราเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น และสอดคล้องกับทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(2560) ผลประกอบการของธุรกิจนั้น ช่วยบอกนักลงทุนเกี่ยวกับผลการดำเนินของกิจการ ซึ่งจะเป็นเครื่องมือที่สร้างความเชื่อมั่นและส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของมูลค่าหุ้น

ในขณะที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เป็นไปได้ว่ายอดขายของธุรกิจนั้นมีผลการเปลี่ยนแปลงเกิดจาก วัฏจักรของเศรษฐกิจ การขยายตัวของอุตสาหกรรม และ ลักษณะของบริษัททั้งในเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ของตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560) และสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ ศราวุธ สร้อยทอง (2562) พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร ไม่มี ความสัมพันธ์กับการประเมินราคาหุ้น และ สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุขศรี บุตรวงศ์ (2561) ที่ได้ ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีผลต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวได้ว่าราคาตลาดต่อ ยอดขายของมูลค่าหุ้นนั้น สามารถพิจารณาได้จาก กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อหุ้นได้

3. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่า หุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่ามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นนั้นขึ้นอยู่กับมูลค่า สินทรัพย์รวมของกิจการ กล่าวคือ หากบริษัทมีการชำระบัญชีเพื่อเลิกกิจการ และสามารถจะนำ สินทรัพย์ที่มีอยู่แปรเป็นเงินสดตามมูลค่าที่ระบุในงบดุลและชำระหนี้สินต่าง ๆ ให้เจ้าหนี้ตามยอดหนี้ ที่ปรากฏ ณ วันที่ในงบแสดงสถานะทางการเงินแล้ว ผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินทุนต่อหุ้นคืนในจำนวน เท่ากับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (2560) และงานวิจัยของ ปุมวดี พรอิสสระเสรี (2558) พบว่าถ้าอัตราส่วนราคา ตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีมีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงไป ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งส่วนหนึ่งนั้นเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมที่กิจการสามารถ แปรเป็นเงินสดได้ และ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tio Pasakodewo and Neneng Susanti (2019) ที่ได้ศึกษา ผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรต่อการประเมินมูลค่าหุ้นกับมูลค่าหลักทรัพย์ พบว่าอัตราส่วนสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นนั้นส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าหุ้นต่ออัตราส่วนราคาตลาด ต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B) ด้วยเช่นกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Idha Ayu Apsari, Dwiatmanto and Devi Farah Azizah (2015) ที่ศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน ต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทาง บัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม พบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทาง บัญชี อย่างมีนัยสำคัญ และ ทั้งนี้อาจกล่าวได้ว่ามูลค่าหุ้นทางบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น เนื่องจาก อัตราส่วนผลตอบแทนเป็นอัตราส่วนที่สำคัญสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ที่

กิจการมีอยู่เพื่อก่อให้เกิดกำไรของบริษัทและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางบัญชีแก่หุ้นได้ ทั้งนี้อาจจะแสดงให้เห็นว่า หากประสิทธิภาพในการบริหารเงินสด และ ในการทำกำไรนั้นลดลง ก็จะส่งผลต่อราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นด้วยเช่นกัน

ส่วนอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดทุน ของศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุนสถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Capital Market Theory, หน้า 12) ที่ว่าปัจจัยรูปธรรม เกี่ยวข้องกับโอกาสการลงทุนทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจ (Investment Opportunities) ซึ่งถูกกำหนดโดยอัตราการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจในระยะยาวผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ในทางกลับกันผู้ให้กู้ยืมเงินทุนก็ยินดีจะจ่ายผลตอบแทนที่สูงขึ้น กล่าวคือ ให้ประสิทธิภาพในการหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกสูง ย่อมส่งผลให้ใช้สินทรัพย์ภายในกิจการนั้นได้น้อย แต่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูง หรือสร้างมูลค่าทางบัญชีนั่นเอง เรียกว่าอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริง และสอดคล้องกับงานวิจัยของลีนิ ภาคย์อุฬาร (2558) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทนที่ในรูปแบบของเงินปันผล ที่สามารถส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นได้

ในขณะที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า ปัจจัยที่น่าจะมีผลขับเคลื่อนราคาหุ้นโดยเฉพาะในระยะสั้นนั้นคือ หนึ่งเรื่องของปัจจัยทางด้าน เศรษฐกิจ การเงิน การเมือง สังคมและอื่น ๆ ของประเทศและของโลก สองคือผู้เล่นหรือลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ สามเป็นเรื่องของตัวบริษัทและกิจการ และสุดท้ายเป็นเรื่องของตัวหุ้นเอง (ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร, 2562)

4. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2560) ได้ทำการศึกษาเรื่อง กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมี



นัยสำคัญทางสถิติระหว่าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านราคา ตลาดต่อกระแสเงินสด ทั้งนี้ ความรู้เรื่องงบกระแสเงินสดนั้นถือเป็นอาวุธสำคัญสำหรับนักลงทุนที่ มุ่งมั่นที่จะประสบความสำเร็จในตลาดหุ้น นักลงทุนจำนวนมากมองว่าการลงทุนในหุ้น คือ การซื้อหุ้น ในราคาที่ต่ำเพื่อนำมาขายในราคาที่สูง ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนประเภท Technical ที่ดูราคาหุ้นและ ติดตามข่าวสารเป็นหลักหรือนักลงทุนแบบ Value Investor ที่เน้นเรื่องการประเมินมูลค่าของกิจการ เพื่อซื้อหุ้นในราคาที่ต่ำกว่าพื้นฐาน

ในขณะที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงิน สดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อม ราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า เงินสดสุทธิกระแสเงินสดต่อหุ้นนั้น เป็น ตัวสะท้อนให้เห็นถึงความจริงมากกว่ากำไรต่อหุ้น เนื่องจากกระแสเงินสดสุทธิต่อหุ้นสะท้อนให้เห็นถึง ตัวชีวิตของรายได้ต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเป็นเงินจริงไหลเข้าดังนั้นตัวชีวนี้มีความน่าเชื่อถือที่ แข็งแกร่งในการประเมินความถูกต้องของนักลงทุนสามารถใช้ประโยชน์จากบทบาทของตัวชีวนี้เพื่อ ตรวจสอบระดับกำไรของบริษัทในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ วีระชาติ ชุ ดินันท์วิโรตม (2556) ที่ว่า ในการตัดสินใจลงทุนซื้อหรือขายหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและ วิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูล บริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทาง การเงินและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดี อาจไม่ใช่บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป แต่จะขึ้นอยู่กับราคา หุ้นที่นักลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วยว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุนมากน้อย เพียงใด

### 5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. ข้อจำกัดเกี่ยวกับขอบเขตของกลุ่มตัวอย่าง กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งมีจำนวนเพียง 93 บริษัท ทั้งนี้อายุของกิจการและขนาดของกิจการอาจจะเป็นหนึ่งปัจจัยที่ทำให้ ข้อมูลทางด้านการเงินนั้นมีความผันผวนกันอย่างมากมีนัยสำคัญ และ อาจไม่สามารถใช้เป็นตัวแทน สำหรับทุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือธุรกิจอื่น จึงอาจจะไม่สามารถ นำไปใช้อ้างอิงได้กับธุรกิจอื่นได้

2. ข้อจำกัดและขอบเขตของระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา การศึกษาครั้งนี้ศึกษาข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินเป็นระยะเวลา 3 ปี คือ พ.ศ.2560-2562 ซึ่งอาจไม่สามารถนำไปใช้อ้างอิงในช่วงเวลาอื่นได้ เนื่องจากในแต่ละช่วงเวลาอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางบัญชี รวมถึงปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ที่มีส่วนสำคัญในการประกอบธุรกิจที่อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงได้ ซึ่ง ณ ขณะที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษานั้น อยู่ในช่วงผลกระทบจากโรคระบาดโควิด จึงเป็นข้อจำกัดด้านเขตของข้อมูล ทั้งนี้ทำให้ส่งผลกระทบต่อตัวแปรอิสระในกลุ่มของ กระแสเงินสด ทำให้ผู้วิจัยตัดสินใจเลือกใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมาวัดค่า กระแสเงินสด เพื่อให้เห็นถึง ผลการวิเคราะห์ที่แท้จริงจากการดำเนินงานของธุรกิจ เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงการหมุนเวียนของกระแสเงินสดที่เกิดจากการประกอบธุรกิจโดยตรง จึงให้ความสำคัญกับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมเป็นสำคัญ

#### 5.4 ข้อเสนอแนะของการวิจัย

##### ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

1. กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรนั้น สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการประกอบการวิเคราะห์เพื่อให้สามารถประเมินมูลค่าหุ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ทั้งนี้ผู้วิจัยเสนอให้นักลงทุน ให้ความสำคัญกับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม ในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้น ผู้ลงทุนย่อมคาดหวังผลประโยชน์หรือผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตจากการลงทุน แต่อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะต้องเผชิญจากการลงทุนในหุ้น เป็นตัวประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น และการประเมินมูลค่าของหุ้นที่จริงนั้นย่อมส่งผลต่อราคาตลาดของหุ้นด้วยเช่นกัน

2. นอกจากการใช้กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร เป็นเครื่องมือในการช่วยประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริงของนักลงทุนก่อนการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจแล้วนั้น นักลงทุนควรที่จะให้ความสำคัญกับปัจจัยอื่น ๆ ที่กระทบต่อราคาหลักทรัพย์นั้นด้วย เช่น ด้านภาวะเศรษฐกิจด้านการเมือง หรือปัจจัยอื่น ๆ ทั้งภายในและภายนอก

### ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งนี้ใช้กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร เป็นตัวแปรอิสระ ในการวิเคราะห์การประเมินมูลค่าหุ้น การศึกษาครั้งต่อไป ควรพิจารณา ตัวแปรอิสระอื่นๆ หากตัวแปรดังกล่าวมีค่าสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น สามารถที่จะเป็นเครื่องมือ เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถนำไปวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจได้

2. การศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษา ในบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลุ่มตัวอย่าง การศึกษาครั้งต่อไป ควรพิจารณากลุ่มตัวอย่างอื่นๆ เพื่อให้ทราบว่าสมมติฐานที่กำหนดขึ้นนี้สามารถใช้ได้กับกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์และข้อสังเกตใหม่ที่ น่าสนใจมากยิ่งขึ้น

3. การศึกษาครั้งนี้ ยังมีอัตราส่วนบางกลุ่มที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากข้อมูลที่ทำการรวบรวมนั้น ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2560-2562 รวมระยะเวลา 3 ปี อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาข้อมูลให้มากขึ้น เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่มีประโยชน์มากขึ้น

4. ควรนำตัวแปรเรื่องจำนวนปีที่บริษัทได้เริ่มซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทที่จะทำการศึกษาเพื่อจะได้เข้าใจว่าประสบการณ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์อาจเป็นตัวแปรแทรกซ้อนที่ทำให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนไป

5. งานวิจัยในอนาคตควรเลือกศึกษาบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นที่มีความแตกต่างกันในระดับของการทำกำไรให้กับนักลงทุน เพื่อความเข้าใจที่ชัดเจนขึ้นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสด การประเมินมูลค่าหุ้นและมูลค่าหุ้น

## บรรณานุกรม

- กัลยาณี ภาคอัฐ. (2564). **ความมีประสิทธิภาพของตลาด**. เรียกใช้เมื่อ 15 เมษายน 2564 จาก <https://mgtsoci.stou.ac.th/blog/2021/03/02/efficient-market-hypothesis-1/>
- ชาลินี แสงสร้อย. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ**. ใน การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์. (2561). **ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี**. ใน การค้นคว้าอิสระนิสิตหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
- ทวีศักดิ์ วิริยจารี. (2559). **การศึกษาความสามารถอัตราส่วนกระแสเงินสดในการคาดการณ์ความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ธนพรรณ ปัญญาเพ็อง. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ฉิติ เกียรติพันธ์ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2556). **ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์บริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ. ปีที่3(ฉบับที่2). น.220-234
- ปริญญช วงษ์สีชา. (2559). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ**. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- นิเวศน์ เหมวชิรวรากร. (2562). **ปัจจัยขับเคลื่อนราคาหุ้น**. เรียกใช้เมื่อ 12 ธันวาคม 2563 จาก <https://www.stock2morrow.com/article-detail.php?id=2304>
- นันทนา ศรีสุริยาภรณ์. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ใน การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

- ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ. น.536
- ปุมวดี พรอัสสระเสรี. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีกับมูลค่าหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส. (2560). กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี. มหาวิทยาลัยขอนแก่น.
- รดาณัฐ วุฒิรัตน์. (2560). ผลตอบแทนการลงทุนในหมวดธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างของประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- รัศมี ศรีลาวงศ์. (2561). การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ
- วสุนันท์ ปุกเสาร์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ศนิชา ละพรพล. (2564). เช็กเส้นห์ หุ่นอสังหาฯ. เรียกใช้เมื่อ 10 มกราคม 2564, จาก <https://thestandard.co/real-estate-stock-direction/>
- ศราวุธ สร้อยทอง. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- ศรีสุดา นามรักษา. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์. วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ศุณิสา เจะแวมมาแจ. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหุ้นของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย. มหาวิทยาลัยราชภัฏยะลา.

- ศูนย์ข้อมูลสังหาริมทรัพย์ เรียกใช้เมื่อ 15 มกราคม 2564, จาก <https://www.reic.or.th/Research/ResearchGroup/6>
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). **การประเมินมูลค่าหุ้น**. [https://www.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content05.pdf](https://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content05.pdf)
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุนสถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Capital Market Theory) เรียกใช้เมื่อ 11 มกราคม 2564, จาก <https://www.set.or.th/dat/setbooks/e-book/84.pdf>
- สมศรี พลพักดี. (2561). **ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100**. ใน การค้นคว้าสารนิพนธ์ วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
- สินี ภาคย์อุหาร. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ใน การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สุขศรี บุตรวงศ์. (2561). **ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ใน การค้นคว้าอิสระบัณฑิต สาขาการบัญชีมหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- หทัยชนก แยม่ม. (2562). **ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100**. ใน การค้นคว้าอิสระบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- อดิศักดิ์ อธิมงคล. (2554). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินเฉลี่ยกับราคาหุ้นสามัญเฉลี่ยของบริษัทตัวแทนกลุ่มพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- Apsari, Dwiatmanto, Azizah. (2015). “pengaruh return on equity, net profit margin, debt to equity ratio, dan longterm debt to equity ratio terhadap price book value (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2013)”. Jurnal Administrasi Bisnis (JAB) Vol. 27 No 2 Oktober 2015, 1-8.
- Krungsri.com. (2562). **ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง**. เรียกใช้เมื่อ 12 ธันวาคม 2563, จาก [https://www.krungsri.com/bank/getmedia/7fe1e975-13f4-4040-a276-0d40841e504b/IO\\_Construction\\_Contractor\\_190606\\_TH\\_EX](https://www.krungsri.com/bank/getmedia/7fe1e975-13f4-4040-a276-0d40841e504b/IO_Construction_Contractor_190606_TH_EX).

- Milosevic A. (2017). **“Impact of company performances on the stock price: An empirical analysis on select companies in Serbia”**. January 2017 *Ekonomika Poljoprivrede* EP2017 (64)2 :561-570
- Pasukodewo, Tio, and Neneng Susanti. (2019) **“The Impact of Profitability on Stock Valuation and Its Impact on Corporate Value”**. *International Journal of Finance & Banking Studies* (2147-4486) 9, no. 2 (May 29, 2020): 46–55. Accessed November 9, 2020
- Ratemo R.M. (2015). **“The Relationship Between Stock Prices and Company Performance of Firms Listed at Nairobi Securities Exchange That Engage in Sustainability Reporting”**. A Research Project Submitted in Partial Fulfillment of The Requirement for The Award Of The Master Of Business Administration Degree.
- Rosikah. (2016). **“Effects of Return on Asset, Return on Equity, Earning Per Share on Corporate Value”** *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*, Volume.7 (Issue 3.1) PP 06-14 (2018) ISSN (e): 2319 – 1813 ISSN (p): 23-19 – 1805

ภาคผนวก



### ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัท จากกลุ่มตัวอย่าง

## รายชื่อบริษัทจากกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 93 บริษัท

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	หมวด อุตสาหกรรม	ชื่อบริษัท
1	A	PROP	บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
2	AMATA	PROP	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
3	AMATAV	PROP	บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน)
4	ANAN	PROP	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
5	AP	PROP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
6	APEX	PROP	บริษัท เอเพ็กซ์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
7	AQ	PROP	บริษัท เอคว เอสเตท จำกัด (มหาชน)
8	BJCHI	CONS	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
9	BLAND	PROP	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)
10	BROCK	PROP	บริษัท บ้านร็อคคาร์เด็น จำกัด (มหาชน)
11	CCP	CONMAT	บริษัท ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี จำกัด (มหาชน)
12	CGD	PROP	บริษัท คันทรี กรุ๊ป ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
13	CI	PROP	บริษัท ชาญอิสสระ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
14	CK	CONS	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
15	CNT	CONS	บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)
16	CPN	PROP	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
17	DCC	CONMAT	บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)
18	DCON	CONMAT	บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
19	DRT	CONMAT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)
20	EMC	CONS	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)
21	EPG	CONMAT	บริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
22	ESTAR	PROP	บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เร็ล เอสเตท จำกัด (มหาชน)
23	EVER	PROP	บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	หมวด อุตสาหกรรม	ชื่อบริษัท
24	FPT	PROP	บริษัท เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
25	GEL	CONMAT	บริษัท เจนเนอร์ล เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
26	GLAND	PROP	บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
27	GOLD	PROP	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
28	GREEN	PROP	บริษัท กรีน รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
29	ITD	CONS	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
30	J	PROP	บริษัท เจเอเอส แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)
31	JCK	PROP	บริษัท เจซีเค อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
32	KC	PROP	บริษัท เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
33	KWG	PROP	บริษัท คิง ไว กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
34	LALIN	PROP	บริษัท ลลิล พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
35	LH	PROP	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
36	LPN	PROP	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
37	MBK	PROP	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)
38	MJD	PROP	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
39	NCH	PROP	บริษัท เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิง จำกัด (มหาชน)
40	NNCL	PROP	บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)
41	NOBLE	PROP	บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
42	NUSA	PROP	บริษัท อนุศาสนิ์ จำกัด (มหาชน)
43	NWR	CONS	บริษัทเนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)
44	ORI	PROP	บริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
45	PACE	PROP	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
46	PAE	CONS	บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	หมวด อุตสาหกรรม	ชื่อบริษัท
47	PF	PROP	บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน)
48	PLAT	PROP	บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
49	PLE	CONS	บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
50	PPP	CONMAT	บริษัท พรีเมียร์ โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
51	PREB	CONS	บริษัท พรีเมิลท์ จำกัด (มหาชน)
52	PRECHA	PROP	บริษัท ปรีชากรู๊ป จำกัด (มหาชน)
53	PRIN	PROP	บริษัท ปริญญาสิริ จำกัด (มหาชน)
54	PSH	PROP	บริษัท พฤกษา โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
55	PYLON	CONS	บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน)
56	Q-CON	CONMAT	บริษัท ควอลิตี้คอนสตรัคชั่นโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
57	QH	PROP	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
58	RCI	CONMAT	บริษัท โรแยล ซีรามิค อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
59	RICHY	PROP	บริษัท ริชชี เพลซ 2002 จำกัด (มหาชน)
60	RML	PROP	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)
61	ROJNA	PROP	บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)
62	S	PROP	บริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน)
63	SAMCO	PROP	บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)
64	SC	PROP	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
65	SCC	CONMAT	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
66	SCCC	CONMAT	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
67	SCP	CONMAT	บริษัท ทักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
68	SEAFCO	CONS	บริษัท ซีพีไค้ จำกัด (มหาชน)
69	SENA	PROP	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
70	SF	PROP	บริษัท สยามฟิวเจอร์ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
71	SIRI	PROP	บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	หมวด อุตสาหกรรม	ชื่อบริษัท
72	SKN	CONMAT	บริษัท ส.กิจชัย เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
73	SPALI	PROP	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)
74	SQ	CONS	บริษัท สหกลอติควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน)
75	SRICHA	CONS	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
76	STEC	CONS	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
77	STPI	CONS	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
78	SYNTEC	CONS	บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
79	TASCO	CONMAT	บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)
80	TCMC	CONS	บริษัท ทีซีเอ็ม คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
81	TOA	CONMAT	บริษัท ทีโอเอ เพ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
82	TPIPL	CONMAT	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
83	TPOLY	CONS	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)
84	TRC	CONS	บริษัท ทีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
85	TTCL	CONS	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)
86	U	PROP	บริษัท ยู ซิตี้ จำกัด (มหาชน)
87	UMI	CONMAT	บริษัท สหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
88	UNIQ	CONS	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
89	UV	PROP	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)
90	VNG	CONMAT	บริษัท วนชัย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
91	WHA	PROP	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
92	WIJK	CONMAT	บริษัท วิค จำกัด (มหาชน)
93	WIN	PROP	บริษัท สวนอุตสาหกรรม วินโคสต์ จำกัด (มหาชน)

## ภาคผนวก ข

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ

## 1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E)

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.100 <sup>a</sup>	0.01	-0.016	214.2191	2.061

a. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

b. Dependent Variable: P/E

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	124897.962	7	17842.566	0.389	.909 <sup>b</sup>
	Residual	12436144.4	271	45889.832		
	Total	12561042.3	278			

a. Dependent Variable: P/E

b. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	33.641	15.587		2.158	0.320		
	CFO/TOA	-98.900	215.405	-0.046	-0.459	0.647	0.365	3.267
	CFO/TOL	8.602	40.295	0.017	0.213	0.831	0.576	1.776
	CFO/TOE	19.423	37.841	0.041	0.513	0.608	0.557	2.201
	ROA	-2.109	2.177	-0.081	-0.969	0.333	0.519	1.928
	ROE	-0.007	0.307	-0.002	-0.021	0.983	0.715	1.398
	CFO	0.015	0.037	0.024	0.395	0.693	0.998	1.002
	EBITDA/TOR	81.411	55.325	0.123	1.472	0.142	0.526	1.902

a. Dependent Variable: P/E

## 2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ด้านราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.190a	.036	.011	3.24602	2.263

a. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

b. Dependent Variable: P/S

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	106.890	7	15.270	1.449	.186b
	Residual	2855.425	271	10.537		
	Total	2962.316	278			

a. Dependent Variable: P/S

b. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.484	.236		10.516	.000		
	CFO/TOA	4.151	3.576	.125	1.161	.247	.306	3.267
	CFO/TOL	-.673	.619	-.086	-1.087	.278	.563	1.776
	CFO/TOE	-.558	.637	-.078	-.876	.382	.454	2.201
	ROA	.006	.033	.015	.179	.858	.519	1.928
	ROE	.003	.005	.052	.737	.462	.715	1.398
	CFO	0.000	.001	-.009	-.145	.885	.998	1.002
	EBITDA/TOR	-1.837	.838	-.180	-2.192	.029	.526	1.902

a. Dependent Variable: P/S



## 3. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.403a	.163	.141	1.21879	1.915

a. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

b. Dependent Variable: P/BV

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	78.240	7	11.177	7.524	.000b
	Residual	402.557	271	1.485		
	Total	480.797	278			

a. Dependent Variable: P/BV

b. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.114	.089		12.559	.000		
	CFO/TOA	3.795	1.343	.284	2.827	.005	.306	3.267
	CFO/TOL	-.033	.233	-.011	-.143	.887	.563	1.776
	CFO/TOE	-.327	.239	-.113	-1.370	.172	.454	2.201
	ROA	.056	.012	.351	4.545	.000	.519	1.928
	ROE	-.006	.002	-.226	-3.438	.001	.715	1.398
	CFO	0.000	.000	.013	.230	.819	.998	1.002
	EBITDA/TOR	-.335	.315	-.082	-1.065	.288	.526	1.902

a. Dependent Variable: P/BV

## 4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C)

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.145a	.021	-.004	422.96358	1.999

a. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

b. Dependent Variable: P/C

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1042230.633	7	148890.090	.832	.561b
	Residual	48481410.309	271	178898.193		
	Total	49523640.941	278			

a. Dependent Variable: P/C

b. Predictors: (Constant), EBITDA/TOR, CFO, CFO/TOL, ROE, CFO/TOE, ROA, CFO/TOA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-53.716	30.776		-1.745	.082		
	CFO/TOA	-430.400	465.898	-.100	-.924	.356	.306	3.267
	CFO/TOL	176.093	80.704	.175	2.182	.030	.563	1.776
	CFO/TOE	15.229	82.938	.016	.184	.854	.454	2.201
	ROA	3.674	4.297	.071	.855	.393	.519	1.928
	ROE	-.123	.607	-.014	-.203	.839	.715	1.398
	CFO	.017	.074	.014	.233	.816	.998	1.002
	EBITDA/TOR	-26.301	109.236	-.020	-.241	.810	.526	1.902

a. Dependent Variable: P/C

## ประวัตินำผู้ศึกษา

ชื่อ-นามสกุล	นายธราปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธิ์
วัน เดือน ปีเกิด	29 ตุลาคม 2528
สถานที่เกิด	จังหวัดนครศรีธรรมราช
วุฒิการศึกษา	พ.ศ. 2551 บริหารธุรกิจบัณฑิต บัญชี (บธ.บ) มหาวิทยาลัยสวนดุสิต
ตำแหน่งหน้าที่ปัจจุบัน	Regional Group Accounting Manager บริษัท โป้ทลาทูนยอชต์ตั้ง จำกัด
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	1/4 หมู่ที่ 3 ตำบลศรีสุนทร อำเภอถลาง จังหวัดภูเก็ต 83110