

อิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผล
ต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยในกลุ่ม SET100

THE INFLUENCE OF ACCOUNTING PERFORMANCE MEASURES AND
ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) ON THE MARKET VALUE OF
THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND IN SET100

ศุภาพร โยสิทธิ์¹
ดารณี เอื้อชนะจิต²

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ มีวัตถุประสงค์เพื่อหาอิทธิพลของแต่ละตัวแปร โดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการพัฒนาแบบจำลอง พร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และศึกษาอิทธิพลเชิงสาเหตุที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปร ทั้งนี้งานวิจัยให้ความสนใจศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 การวิจัยเป็นการเก็บข้อมูลเชิงปริมาณโดยใช้งบการเงินและข้อมูลทางการเงินของแต่ละตัวแปร เพื่อนำมาวิเคราะห์ตามสมการของแต่ละตัวแปร

ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สำหรับกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

คำสำคัญ : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
กระแสเงินสดอิสระ ราคาตลาดหลักทรัพย์

¹ นักศึกษาปริญญาโท สาขาการบัญชี หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

² ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

บทนำ

การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการถือเป็นสิ่งสำคัญอย่างหนึ่ง ซึ่งจะอาศัยข้อมูลจากงบการเงินเพียงอย่างเดียวนั้นไม่เพียงพอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้ ดังนั้นแนวคิดการวัดผล การดำเนินงานที่มุ่งเน้นการวัดมูลค่าจะสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางด้านการบริหาร การวัดผลการดำเนินงานตามวิธีการ ทางบัญชีมีอยู่หลายวิธีไม่ว่าจะเป็นการหาอัตราส่วนทางการเงิน การวัดผลการดำเนินงานจากกำไรสุทธิต่อหุ้น หรือการวิเคราะห์กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เป็นต้น ทำให้เกิดข้อถกเถียงว่าข้อมูลตัวใดในงบการเงินเหมาะสมที่สุดสำหรับการนำมาใช้เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการประเมินผลการดำเนินงานที่สะท้อนฐานะของบริษัทได้ใกล้เคียงความจริงมากที่สุดย่อมจะสามารถนำไปสู่ความได้เปรียบเชิงเศรษฐกิจ และการตัดสินใจด้านการจัดการ และกลยุทธ์ที่ถูกต้องเพื่อนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของบริษัทและผู้ถือหุ้น

งานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาตัววัดผลทางประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ว่าสามารถอธิบายราคาตลาดหลักทรัพย์ของกิจการได้หรือไม่ โดยทำการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีซึ่งได้แก่ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
2. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
3. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางอ้อมของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
4. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
5. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
6. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางอ้อมของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
7. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

8. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA)

กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นตัววัดความสามารถ ในการทำกำไรที่มาจากการดำเนินงานของบริษัทโดยที่ยังไม่ได้หักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการดำเนินงาน เช่น ดอกเบี้ยจ่าย และค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด ซึ่งจากงานวิจัยของอรรถโชติ เรื่องปีตาภรณ์, 2553 พบว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ รวมถึงงานวิจัยของกิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์, 2550 พบว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายพบว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ วรศักดิ์ ทุมนานนท์ และพรอนงค์ บุษราตระกูล (2549) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไว้ในรูปแบบของงบกำไรขาดทุนไว้ดังภาพที่ 1

กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ (EBIT)	XX	
<u>บวก</u> ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	XX	
กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA)	XX	
<u>หัก</u> ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	XX	
ภาษีเงินได้	XX	
ภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่าย	XX	
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (NOPAT)	XX	- ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุน +/- รายการปรับปรุงทางบัญชี = EVA
<u>บวก</u> ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	XX	
<u>หัก</u> รายจ่ายฝ่ายทุน	XX	
<u>บวก</u> (หัก) การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน	XX	
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน (Free Cashflow)	XX	

ภาพที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ กระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานที่ 1 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานที่ 2 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

กระแสเงินสดอิสระ (FCF)

กระแสเงินสดอิสระ คือเงินสดที่เหลือที่กิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้น ในรูปของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคต คำนวณจากกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานหักด้วยรายจ่ายฝ่ายทุน จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระสรุปได้ว่า ปรานัญดา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสงวน (2558) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2554 - 2556 จำนวน 198 ตัวอย่าง โดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า รายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ อาษาณ์ สุวรรณพฤกษ์ (2556) ได้ศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างในการพัฒนาแบบจำลอง ซึ่งทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ผลการศึกษาพบว่า 1) กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ 2) กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลกับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้จากภาพที่ 1 ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ กระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้ทำการตั้งสมมติฐานเพิ่มเติมดังนี้

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานที่ 5 กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT)

กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี เป็นกำไรที่ได้มาจากการดำเนินงานขององค์กรหลังหักภาษีแล้ว แต่ก่อนการหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน คำนวณโดยนำกำไรสุทธิบวกภาษีที่ประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่าย นอกจากนี้ อาษาณ์ สุวรรณพฤกษ์ (2556) ยังกล่าวว่าการที่กิจการมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกัน ซึ่งมาจากแหล่งเงินทุนที่มีทั้งภาระหนี้สินและจากส่วนของทุน จึงทำให้การวัดผลจากการดำเนินงานของกำไรสุทธิไม่สะท้อนผลประกอบการที่แท้จริง กิจการที่มีภาระหนี้สินสูงกว่าย่อมมีกำไรสุทธิน้อยกว่ากิจการที่มีภาระหนี้สินน้อยกว่า จึงนำมาซึ่งการคำนวณกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีที่บอกถึงความสามารถการวัดกำไรจากการดำเนินงานโดยไม่ได้คำนึงถึงหนี้สินและภาษีเงินได้นิติบุคคล

Samadiyan et al. (2013) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี กับผลตอบแทนหุ้น โดยทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกรุงเทพมหานคร ประเทศอิหร่าน จำนวน 120 บริษัท ในช่วงปี 2003 และปี 2010 พบว่า กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีสามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และกิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2560) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้กับราคาหุ้น โดยศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค ตั้งแต่ปี 2544 - 2548 พบว่า ในการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

สมมติฐานที่ 7 กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ หมายถึง เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหาร เป็นการวัดกำไรที่แท้จริง ที่เรียกว่า กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) จะคำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของโดยคำนวณจาก

$$EVA = NOPAT - (WACC * Invested Capital)$$

โดยที่

Net Operating Profit After Tax: NOPAT = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (ที่ผ่านการปรับปรุงรายการบัญชี ตามวิธีของ EVA)

Weighted Average Cost of Capital: WACC = อัตราต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยของกิจการ

Invested Capital = เงินลงทุนที่มาจากสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สิน

หมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (ที่ผ่านการปรับปรุงรายการบัญชีตามวิธีของ EVA)

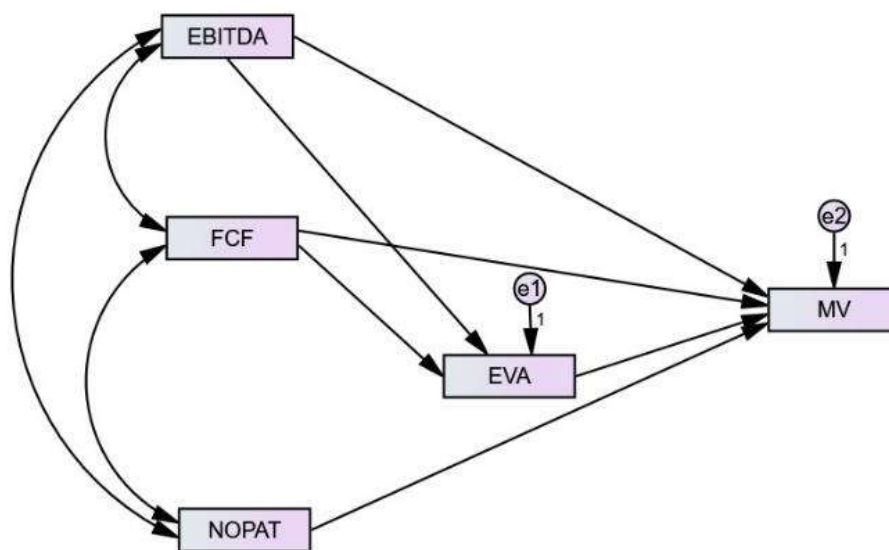
การปรับปรุงทางบัญชีตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นการปรับปรุงข้อมูลทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างให้เป็นเกณฑ์เงินสด ทั้งตั้งรายการในการสร้างมูลค่าตลาดที่กิจการได้ตัดเป็นค่าใช้จ่ายในอดีตกลับมาเป็นสินทรัพย์ และเพื่อตัดยอดสะสมของรายการกำไรหรือขาดทุนที่ไม่ปกติออกจากบัญชีไป ซึ่งรายการปรับปรุงทางบัญชีที่นิยมใช้มีดังนี้ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์ และ พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2549)

ตารางที่ 1 รายการปรับปรุงใน NOPAT และ Invested Capital

การปรับปรุงใน NOPAT	การปรับปรุงใน Invested Capital
+ (-) ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น (ลดลง)	+ ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ
+ (-) สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีลดลง (เพิ่มขึ้น)	+ (-) ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีในหนี้สิน (สินทรัพย์)
+ (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ	- มูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้าง
+ (-) หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชีเพิ่มขึ้น (ลดลง)	+ (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ

Awan et al. (2014) ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในดัชนี SKE-100 จำนวน 59 บริษัท ตั้งแต่ปี 2006 - 2010 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญและสรุปไว้ว่าได้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) เป็นดัชนีวัดผลการดำเนินงานที่ได้กระตุ้นให้บริษัทหาวิธีที่จะเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้เงินทุนมากขึ้น นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายปันผล พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถนำมาอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ ปริยาภรณ์ อ่อนแก้ว (2549) ซึ่งพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ

สมมติฐานที่ 8 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
กรอบแนวคิดงานวิจัย



ภาพที่ 2 แบบจำลองอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
วิธีการดำเนินการวิจัย

ประชากร และตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับตัวอย่างผู้วิจัยได้เลือกบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET100 จำนวน 77 บริษัท ซึ่งผู้วิจัยได้ใช้วิธีคัดเลือกตัวอย่างโดยการตัดบริษัทประเภทอุตสาหกรรมการเงินจำนวน 12 บริษัท ตัดบริษัทที่ไม่มีได้รายงานงบการเงินประจำปี ณ วันที่ 31 ธันวาคมของแต่ละปี จำนวน 5 บริษัท และตัดบริษัทที่ไม่มีได้รายงานข้อมูลงบการเงินระหว่างปี 2556 - 2558 จำนวน 6 บริษัท จึงเหลือตัวอย่างจำนวน 77 บริษัท โดยทำการเก็บข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ระหว่างปี 2556 - 2558 ซึ่งได้ตัวอย่างทั้งสิ้น 231 รายปีรายบริษัท (Firmyears)

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษานี้ได้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ โดยศึกษาจากงบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีจากฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์บนอินเทอร์เน็ต (SETSMART) เพื่อใช้ข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์และอนุพันธ์ย้อนหลัง ดัชนีย้อนหลัง ข้อมูลทางสถิติที่สำคัญ พร้อมทั้งข้อมูลสารสนเทศของตัวอย่าง

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) อธิบายลักษณะข้อมูลที่เก็บรวบรวมมา และนำข้อมูลที่ได้แสดงในรูปของค่าทางสถิติพื้นฐานของตัวแปรประกอบด้วย การแจกแจงความถี่ และค่าร้อยละ

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นเพื่อทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงพรรณนาของตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมประเภท อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง คิดเป็นร้อยละ 32.47 รองลงมาคือ อุตสาหกรรมประเภทบริการและอุตสาหกรรมประเภททรัพยากร คิดเป็นร้อยละ 23.38 และ 19.48 ตามลำดับ สำหรับขนาดของทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วส่วนใหญ่อยู่ระหว่าง 1,000 - 10,000 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 58.44 รองลงมาอยู่ระหว่าง 100 - 1,000 ล้านบาท และ 10,001 - 100,000 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 25.97 และ 13.42 ตามลำดับ

ผลการวิจัยอิทธิพลอิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลอิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis) ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ

ตัวแปรสาเหตุ	ตัวแปรตาม					
	EVA			MV		
	Direct Effect	Indirect Effect	Total Effect	Direct Effect	Indirect Effect	Total Effect
EBITDA	-1.069	-	-1.069	-0.256	0.710	0.454
FCF	0.193	-	0.193	0.319	-0.128	0.191
NOPAT	-	-	-	0.247	-	0.247
EVA	-	-	-	-0.664	-	-0.664
R^2		0.84			0.78	

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลอิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis) ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุของตัววัดผลทางประกอบการทางบัญชีและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ พบว่า

1. กำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 1.069 เนื่องจากการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้นจะต้องมีการหักกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (NOPAT) ก่อนจึงจะทำการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อไปได้ โดยกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้นั้นจะได้อะมาจากการนำกำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มาหักค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ภาษีเงินได้ และภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้จากดอกเบี๋ยจ่าย อีกทั้งยังมีรายการปรับปรุงที่ต้องทำการปรับปรุงในกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้และเงินลงทุน (Invested Capital) จึงส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง อย่างไรก็ตามกำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายกลับมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.710 และมีค่าอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.454 หมายความว่าถ้ากำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง แต่จะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) พบว่า กำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายพบว่า กำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ดีที่สุดและยังมีงานวิจัยที่พบว่ากำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (อรรถโชติ เรื่องปีตาภรณ์, 2553)

2. กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.193 หมายความว่าถ้าบริษัทมีกระแสเงินสดแต่ละปีเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มตามด้วย จึงตรงตามทฤษฎีที่ว่ากระแสเงินสดที่สะสมมาแต่ละปีจะส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Feng (2007) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับตัววัดมูลค่าผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีนพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ 0.067 ในระดับนัยสำคัญ 0.05 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Young and Stephen (2000) พบว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นการวัดมูลค่าเพื่อประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท รวมถึงงานวิจัยของ อาษาณ์ สุวรรณพฤษ (2556) โดยได้ทำการศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET10 พบว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ส่งอิทธิพลทางตรงกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดโดยมีค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ 4.84 (SE = 0.99, t-value = 4.91) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และยังพบว่านอกจากมีกระแสเงินสดอิสระที่มากอีกทั้งมีมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมากด้วย

เมื่อบริษัทมีเงินที่เหลือจากดำเนินงานแล้วจะสามารถนำเงินนั้นไปปรับปรุงบริษัทและขยายกิจการให้เติบโตขึ้น ทำให้มีมูลค่าบริษัทที่น่าสนใจต่อตลาดในการลงทุน อย่างไรก็ตามกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางตรงกันข้ามต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 0.128 และมีค่าอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.454 เนื่องจากตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้นถึงรายการปรับปรุงที่ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง จึงทำให้ค่าอิทธิพลทางอ้อมของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางตรงข้าม และส่งผลให้ค่าอิทธิพลรวมลดลง

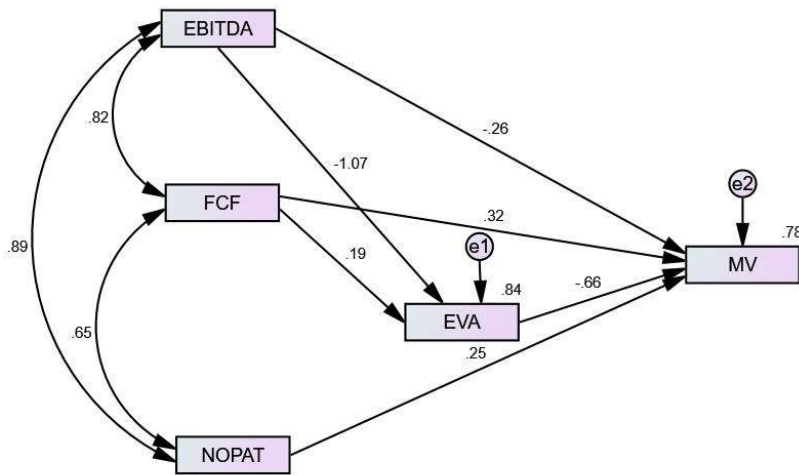
3. กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.247 หมายความว่าหากกิจการมีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Samadiyan et al. (2013) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรจากการดำเนินงาน และ กระแสเงินสด กับผลตอบแทนหุ้น โดยทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกรุงเทพมหานคร ประเทศอิหร่าน จำนวน 120 บริษัท ในช่วงปี 2003 และปี 2010 พบว่า กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษี สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและกระแสเงินสดในการดำเนินงาน รวมถึงกิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดได้ตามวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไร(ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ (NOPAT) และ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน (FCF) กับราคาหุ้น โดยศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค ตั้งแต่ปี 2544 - 2548 พบว่า ในการทำสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย พบว่า กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ รองจากกำไร(ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ดังนั้นหากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์สามารถพิจารณาจากกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้เช่นเดียวกัน

4. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 0.664 หมายความว่าถ้ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan et al. (2012) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ซึ่งเปรียบเทียบตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ รายได้สุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) โดยทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ปากีสถานผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกำไรสุทธิ และเมื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยพบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลตอบแทนหุ้น และ Visaltanachoti et al. (2008) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไร

(ขาดทุน) ก่อนดอกเบียและภาษี และกำไรส่วนที่เหลืออธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อาจเนื่องมาจากองค์ประกอบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีส่วนทำให้ความสัมพันธ์ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทน เช่น รายจ่ายฝ่ายทุน เช่นเดียวกันกับ Ongeri (2014) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางเศรษฐกิจและมูลค่าทางบัญชีในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในประเทศเคนยา จำนวน 30 แห่ง ระหว่างปี 2008 - 2012 ซึ่งใช้การวิเคราะห์การถดถอยในการหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางเศรษฐกิจและมูลค่าบัญชี พบว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์และรายได้ต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์แบบผกผัน และพิชามญชุ์ อุตราภรณ์ (2553) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ ซึ่งผลการทดสอบได้ปฏิเสธสมมติฐานที่ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ โดยผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการได้เลย c)งานวิจัยของ พชรณ อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่นจิตร (2551) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2545 - 2550 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่า ความสัมพันธ์ที่มีเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์ผกผันกัน นั่นคือ เมื่อค่าของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ราคาของหลักทรัพย์กลับลดลง และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ส่งอิทธิพลทางตรงข้ามต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (HPR) อย่างมีนัยสำคัญ

การตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit)

จากกรอบแนวคิดงานวิจัยเป็นการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (Path Analysis) เพื่อบอกขนาดอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างเส้นระหว่างตัวแปรสาเหตุ ตัวแปรแทรกกลาง และตัวแปรตาม โดยผลการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit) พบว่า ค่าระดับความน่าจะเป็นของไคสแควร์หรือค่า $p = 0.180$ ค่าไคสแควร์สัมพันธ์หรือค่า $CMIN/DF = 1.797$ ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องหรือค่า $GFI = 0.997$ และค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความค่าเคลื่อนหรือค่า $RMSEA = 0.059$ แสดงถึงความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit) จากการวิเคราะห์ข้างต้นสามารถแสดงผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit) ดังแสดงในภาพที่ 3



Chi-square = 1.797, DF = 1, p = .180
 CMIN/DF = 1.797, GFI = .997, RMSEA = .059

ภาพที่ 3 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit)

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยสรุปได้ดังนี้

1. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 1.069 แต่กลับมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.710 และมีค่าอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.454
2. กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.193 แต่กลับมีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางตรงกันข้ามต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 0.128 และมีค่าอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.454
3. กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.247
4. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 0.664

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยนี้

1. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพียงตัวเดียวไม่สามารถอธิบายราคาตลาดหลักทรัพย์ได้ หากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณาจากกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายควบคู่กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่า

2. หากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณาเฉพาะกระแสเงินสดอิสระกับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีซึ่งสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้

3. หากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่ควรพิจารณาจากมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียว เนื่องจากไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยถัดไปสามารถเพิ่มหรือปรับเปลี่ยนตัวแปรที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยการเพิ่มตัวแปรที่มีผลเกี่ยวข้องทางการเงินเช่น ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน เป็นต้น เพื่อความสมบูรณ์ของงานวิจัย และยังสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และมูลค่าของกิจการได้

2. งานวิจัยถัดไปอาจใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพเพิ่มเติม เช่น แนวคิดของนักลงทุนที่มีต่อโครงการหรือนโยบายของรัฐบาล แนวคิดของผู้บริหาร ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น

บรรณานุกรม

- กิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์.(2550). ความสัมพันธ์ระหว่างแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน กับราคาหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธวัชชัย วรสุนทร.(2557). ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). นครราชสีมา: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน.
- นริศรา นันทากวีวัฒน์.(2550).ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล และประยูร โตสงวน. (255).ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน การประชุมวิชาการและเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ “สร้างสรรค์และพัฒนา เพื่อก้าวหน้าสู่ประชาคมอาเซียน ครั้งที่ 2 (น. 479 - 486).นครราชสีมา.วิทยาลัยนครราชสีมา.
- ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว.(2549). การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยบูรพา.
- พชรมน อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2550). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2545 - 2550. (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- พิชามณูช อุตราภรณ์.(2553). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ. (สารนิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์ และ พรอนงค์ บุษราตระกุล.(2549). ถึงเวลาแล้วสำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic value added). กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อรรถโชติ เรื่องปีตาภรณ์. (2553) ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายกับราคาหลักทรัพย์(กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคและหมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร). (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- อาชาณ์ สุวรรณพฤกษ์. (2556). อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์.
- Awan, A.G., Siddique, K. & Sarwar, G. (2014). The Effect Of Economic Value Added On Stock Return: Evidence From Selected Companies Of Karachi Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. 5(23), 140 - 153.
- Bayrakdaroglu, A. & Sahin, C. (2016). Portfolio Creation Based on Valuable Financial Criteria: An Analysis on the BIST Artificial Index. *The International Journal of Business & Management*. 4(12), 171 - 181.
- Boztosum, D. (2017). Comparison of EVA (Economic Value - Added) and Accounting Profit in Explaining Share Returns of Deposit Banks. *China-USA Business Review*. 16(12), 565 - 575.
- Feng, J. (2007). *Use EVA to measure and manage shareholder value in a Chinese listed corporation*. (Master's thesis, The University of Nottingham).
- Hosseininasab, M., Gholinezhad, M. & Alimi, N. (2013). Investigating the effect of economic value added on reporting of financial information. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*. 2(3), 45 - 50.
- Khan, M.A., Shah, H.S. and Rehman, A. (2012). *The Relationship between Stock Return and Economic Value Added (EVA): A Review of KSE-100 Index*. Retrieved May 13, 2015, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1992209&rec=1&srcabs=701421&alg=1&pos=9
- Mosavai, S. M. K. (2015). Application of Economic Value Added (EVA) In Stock Return Evaluation of Accepted Oil Productions Companies in the Tehran Stock Exchange (TSE). *The Caspian Sea Journal*. 9(1), 74 - 80.
- Ongeri, B.O. (2014). Economic Value - Accounting Value Nexus: - The Effect of Accounting Measures on Economic Value Added Amongst the Kenyan Commercial Banks. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) an Online International Research Journal*. 1(3), 182 - 200.
- Samadiyan, B., Pooryeganeh, N., Ebrahimi, H. & Ghanbari, Y. Relative and Differential Information Content of Economic Value Added, Earnings, Operating Cash Flow and Stock Return. *International Journal of Asian Social Science*. 3(1), 29 - 37.

- Shaji, J. & Suresha, B. (2018). A study on fundamental value drivers of stock returns: Evidence from Indian market. *International Journal of Academic Research and Development*. 3(2), 265 - 268.
- Sharma, A.K. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*. 2(2), 200 - 220.
- Shill, N. C. (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added. *International Journal of Business and Management*. 4(3), 169 - 177.
- Shubita, M.F. (2013). The Information Content of Economic Value Added and Residual Income - Evidence from Jordan. *Journal of Economics and Sustainable Development*. 4(13), 124 - 132.
- Stern, J. M. 2001 . *The EVA Challenge : Implementing value - added change in an organization*. New York: John Willey & Sons.
- Stern, J.M, Stewart, G.B. & Chew, D.H., (1991). The EVA Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.
- Thilakerathne, P.M.C. (2015). Economic Value Added (EVA) Disclosure Practices of Sri Lankan Listed Companies. *Journal of Finance and Accounting*. 3(5), 117 - 127.
- Visaltanachoti, N., Luo, R. & Yi, Y. (2008). Economic Value Added (EVA) And Sector returns. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. 4(2), 21 - 41.
- Yaqub, M.S., Mehmood, B., Hassan, N., Zohaib M. & Bukhari, S.M.H. Is EVA Better Performance Measure than Evidence from Pakistani Listed Companies. *Sci.Int (Lahore)*. 27(2), 1425 - 1432.
- Young, S. D. & O'Byrne, S. F. (2003). *EVA and Value-Based Management*. Get Abstract Compressed Knowledge.