

อิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100

ศุภาพร โยสิทธิ์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2561

**An 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**

Supabhorn Yosit

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Accountancy Program
College of Innovative Business and Accountancy
Dhurakij Pundit University**

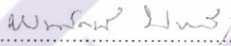
2018

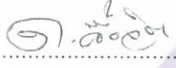


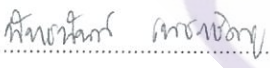
ใบรับรองวิทยานิพนธ์

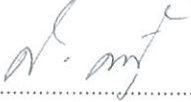
วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
ปริญญา บัณฑิตมหาบัณฑิต

หัวข้อวิทยานิพนธ์ อธิปไตยของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100
เสนอโดย ศุภาพร โยสิทธิ์
สาขาวิชา การบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต
ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว


.....ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.พนารัตน์ ปานมณี)


.....กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต)


.....กรรมการ
(อาจารย์ ดร.พิทธนันท์ เพชรเชิดชู)


.....กรรมการ
(อาจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชีรับรองแล้ว


.....คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
(อาจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

หัวข้อวิทยานิพนธ์	อิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100
ชื่อผู้เขียน	ศุภาพร โยสิทธิ์
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต
สาขาวิชา	การบัญชี
ปีการศึกษา	2560

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ มีวัตถุประสงค์เพื่อหาอิทธิพลของแต่ละตัวแปร โดยใช้แบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการพัฒนาแบบจำลอง พร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และศึกษาอิทธิพลเชิงสาเหตุที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปร ทั้งนี้งานวิจัยให้ความสนใจศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 การวิจัยเป็นการเก็บข้อมูลเชิงปริมาณ โดยใช้งบการเงินและข้อมูลทางการเงินของแต่ละตัวแปร เพื่อนำมาวิเคราะห์ตามสมการของแต่ละตัวแปร

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

Thesis Title An 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

Author Supabhorn Yosit

Thesis Advisor Asst. prof. Daranee Uachanachit, Ph.D.

Department Accountancy

Academic Year 2017

ABSTRACT

The study of this research is an influence of Accounting Performance Measures and Economic Value Added (EVA) on the Market Value. Its aim is to study the influence of each variable. Structural Equation Modeling (SEM) was used to develop a model, to inspect consistency between the model and empirical data and to study the effects of variables. The listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET100) were used in this study. The study was collected based on the quantitative method using a set of financial report and the financial data.

The results indicated that free cash flow (FCF), net operating profit after tax (NOPAT) and Economic Value Added (EVA) has direct effect on the market value by significantly at the 0.01. The additional earnings before interest tax depreciation and amortization (EBITDA) have direct effect on the market value by significantly at the 0.05.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงไปได้อย่างสมบูรณ์ โดยได้รับความอนุเคราะห์และความกรุณาอย่างดียิ่งจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.คารณี เอื้อชนะจิต อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าในการให้ความรู้ คำปรึกษา ตรวจสอบ แก้ไขข้อบกพร่อง รวมถึงชี้แนะและช่วยเหลือในสิ่งต่าง ๆ แก่ผู้วิจัยด้วยดีตลอดมา จนทำให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งอย่างยิ่งต่อความกรุณาของท่านและขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ด้วย อีกทั้งจารึกพระคุณนี้ไว้มีลมเลื่อน

ขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา สมาชิกในครอบครัว และเพื่อน ๆ ทุกท่านสำหรับการดูแล อบรม และเป็นกำลังใจอันสำคัญยิ่งสำหรับผู้วิจัย

คุณค่าและประโยชน์ใด ๆ อันพึงได้รับจากวิทยานิพนธ์เล่มนี้ ผู้วิจัยขอมอบแด่บิดา มารดา คณาจารย์ ตลอดจนผู้มีอุปการะทุกท่าน ที่มีส่วนทำให้การจัดทำวิทยานิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี

ศุภาพร โยสิทธิ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ฅ
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	ง
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฉ
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
1.4 ขอบเขตของการศึกษา.....	5
1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	7
1.6 สมมติฐานของงานวิจัย.....	7
1.7 นิยามศัพท์.....	8
2. แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	9
2.1 แนวคิดและทฤษฎี.....	9
2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	21
3. ระเบียบวิธีวิจัย.....	40
3.1 ประชากรและตัวอย่าง.....	40
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	49
3.3 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	50
3.4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล.....	50

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4. ผลการวิจัย.....	52
4.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	52
4.2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	54
4.2.1 ผลการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation).....	54
4.2.2 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis)	55
4.2.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวม ในแบบจำลอง โครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ ของแบบจำลอง (Model Fit)	58
5. สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ	62
5.1 สรุปผลการวิจัย	62
5.2 อภิปรายผล	63
5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย.....	66
5.4 ข้อเสนอแนะ	67
บรรณานุกรม.....	68
ประวัติผู้เขียน.....	75

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 สรุปรายการปรับปรุงใน NOPAT และ Invested Capital ในการคำนวณหา EVA....	18
2.2 สรุปบททวนวรรณกรรม.....	27
3.1 รายชื่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET100.....	41
3.2 รายชื่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน.....	45
3.3 รายชื่อบริษัทที่มีได้รายงานงบการเงินประจำปี ณ วันที่ 31 ธันวาคม.....	45
3.4 รายชื่อบริษัทที่มีได้รายงานข้อมูลงบการเงินระหว่างปี 2556 – 2558.....	46
3.5 รายชื่อบริษัทตัวอย่างที่ใช้สำหรับงานวิจัยนี้.....	46
3.6 กระดาษทำการที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	50
4.1 ลักษณะทั่วไปของตัวอย่าง.....	53
4.2 ผลการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation).....	54
4.3 ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย.....	56
4.4 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง ทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลอง โครงสร้างเชิงสาเหตุ ผลการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง.....	59

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรกลาง และตัวแปรตาม.....	7
4.1 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง ทางอ้อมและอิทธิพลรวมใน แบบจำลอง โครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของ แบบจำลอง (Model Fit).....	61



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการถือเป็นสิ่งสำคัญอย่างหนึ่ง ซึ่งจะอาศัยข้อมูลจากงบการเงินเพียงอย่างเดียวนั้นไม่เพียงพอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้ ดังนั้นแนวความคิดการวัดผลการดำเนินงานที่มุ่งเน้นการวัดมูลค่าจะสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางด้านการบริหาร สามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added = EVA) เป็นเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีมามากกว่า 200 ปี แต่จุดกำเนิดที่สามารถเห็นได้ชัดเจนคือเมื่อปี 1980 นายมาร์แชลล์ ได้กล่าวถึงเป็นครั้งแรกในรูปแบบของกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ว่าเป็นสิ่งที่ควรจะนำมาเป็นตัววัดสมรรถนะทางด้านการเงิน มากกว่าตัววัดทางการเงินต่าง ๆ ที่มีอยู่ในยุคนั้น ต่อมาในช่วงต้น ๆ ของทศวรรษที่ 20 บริษัท เจเนอรัลมอเตอร์ ได้เริ่มนำหลักการนี้ไปใช้ เพื่อที่จะให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งก็ได้ผลเป็นที่น่าพอใจ หลังจากนั้น ในช่วงต้นทศวรรษที่ 50 บริษัท เจเนอรัลอิเล็กทริก ได้นำไปใช้กับรูปแบบองค์กรที่มีลักษณะของการกระจายอำนาจ หรือองค์กรแบบหน่วยธุรกิจ

หลักการของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เริ่มชัดเจนขึ้นในปี 1982 จากผลงานของโจเอล สเตอร์น ซึ่งเป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการสร้างหลักการกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) และ จี.เบนเนตต์ สจ๊วต ซึ่งเป็นผู้ที่มีความเชื่อใน EVA จึงได้ร่วมกันสร้าง บริษัทสเตอร์นสจ๊วตแอนด์คัมพานี และในปี 1991 ก็ออกหนังสือ “The Quest for Value : The EVA Management Guide” และอีกหลาย ๆ เล่ม เพื่อที่จะพยายามทำให้ EVA เข้าใจได้ง่ายมากขึ้น ในปี 1993 ฌอน ทัลลี ได้เขียนบทความลงในนิตยสาร Fortune ในหัวข้อ “EVA: The Real Key to Creating Wealth” ที่มีจุดมุ่งหมายในการสนับสนุนและยกย่องชมเชยเรื่องราวของ EVA ว่าเป็นนวัตกรรมที่ทรงคุณค่าและน่าสนใจอย่างยิ่ง ทำให้ระบบนี้เริ่มได้รับความสนใจมากขึ้น ปัจจัยอีกอย่างที่สำคัญที่ทำให้ EVA ประสบความสำเร็จอย่างรวดเร็วมาจากบริษัทใหญ่หลายแห่งที่ได้นำระบบนี้ไปใช้และประสบผลดี เช่น เอทีแอนด์ที, โคลา-โคล่า,

บอสซ์ แอนด์ ลอมบ์, มัตซุซิตะ และ โซนี่ เป็นต้น ซึ่งผู้บริหารทั้งหลายต่างก็แสดงความพึงพอใจ (เอกชัย บุญยาทิษฐาน, 2553)

การวัดผลการดำเนินงานตามวิธีการทางบัญชี มีอยู่หลายวิธี ไม่ว่าจะเป็นการหาอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) เป็นการนำข้อมูลตัวเลขที่มีอยู่ในงบการเงินมาหาอัตราส่วน เพื่อใช้ในการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาในอดีต หรือเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน การวัดผลการดำเนินงานจากกำไรสุทธิต่อหุ้น หรือการวิเคราะห์กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เป็นต้น สำหรับกระแสเงินสดอิสระ เป็นเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากหักรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditures) ซึ่งกิจการจำเป็นต้องลงทุนเพื่อให้ได้มาซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง กิจการที่ดีนั้น ประสิทธิภาพหลังของกระแสเงินสด ควรจะคงที่หรือโตขึ้น การสะดุดของกระแสเงินสดอิสระ อาจบ่งชี้ถึงความไม่ปกติของภาวะการณ์ของการบริการภายในของกิจการได้ (ปธานัญญาดา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสงวน, 2558)

ธวัชชัย วรสุนทร (2557) กล่าวว่า ในปัจจุบัน นักลงทุนและกิจการต่าง ๆ ได้ให้ความสำคัญกับงบกระแสเงินสดมากขึ้น ด้วยเหตุผลที่ว่าผลลัพธ์ที่ได้จากการบันทึกบัญชีตามหลักเกณฑ์คงค้างมีแนวโน้มที่จะทำให้ผู้บริหารบิดเบือนกำไรที่ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย โดยการบริหารกำไร (Earning Management) ผ่านรายการคงค้างเหล่านั้น เพื่อให้กิจการดูดีกว่าที่เป็นอยู่จริง อย่างไรก็ตามการศึกษาค้นคว้าการบริหารกำไรสามารถเลือกทำได้จากส่วนประกอบของกำไร 2 ส่วน ได้แก่ รายการคงค้าง และกระแสเงินสด ซึ่งส่วนใหญ่การบริหารกำไรจะเลือกกระทำผ่านรายการคงค้างมากกว่ากระแสเงินสด เนื่องจากกระแสเงินสดเป็นรายการที่สามารถตรวจยืนยันยอดได้จากจำนวนเงินที่มีอยู่ในขณะที่รายการคงค้างไม่มีตัวเงินที่จะสามารถตรวจยืนยันได้ ซึ่งสอดคล้องกับฝ่ายวิจัย สายงานวิจัยและข้อมูลสารสนเทศ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวว่า “งบกระแสเงินสดจะสะท้อนความเสี่ยงของบริษัทได้ดีกว่างบกำไรขาดทุนเพราะแสดงถึงการรับจ่ายเงินจริงของบริษัท” จากข้อดีของงบกระแสเงินสดดังกล่าวมานี้ ทำให้มีผู้พยายามที่จะหาความสัมพันธ์หรือผลกระทบของตัวเลขในงบกระแสเงินสดกับการวัดผลลัพธ์ต่าง ๆ เช่น ผลกำไรของกิจการ การเติบโตของกิจการ รวมถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ด้วย เป็นต้น โดยกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) จะเป็นจำนวนเงินสดที่กิจการยังคงมีอยู่หลังจากที่ได้จ่ายเงินสดที่มีอยู่ในบริษัทออกไปสำหรับค่าใช้จ่ายของบริษัททั้งหมดรวมถึงการนำเงินไปลงทุนด้วยซึ่งเงินสดที่เหลืออยู่นี้กิจการสามารถนำไปลงทุนหรือขยายธุรกิจโดยไม่ต้องกู้ยืม จ่ายคืนหนี้สินให้กับเจ้าหนี้ในรูปแบบของการจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยจ่าย หรือนำมาจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น

สำหรับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี หรือ Net Operating Profit After Tax: NOPAT เป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งเป็นกำไรที่ได้มาจากการดำเนินงานขององค์กรหลังหักภาษีแล้ว แต่ก่อนการหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน ใช้เพื่อพิจารณาผลการดำเนินงานของผู้บริหารและพนักงาน จากกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานจริง ๆ โดยไม่นำต้นทุนของเงินทุนมารวมด้วย และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรที่มาจากการทำงานของบริษัทโดยที่ยังไม่ได้หักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการดำเนินงาน เช่น ดอกเบี้ยจ่าย และค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด เช่น ค่าเสื่อมราคา และเป็นกำไรทางบัญชีที่สะท้อนกระแสเงินสดของกิจการได้เป็นอย่างดี และมีผลต่อผลตอบแทนของหุ้น และยังเป็นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์หันนำมาใช้ตัดสินใจ และเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่มีคุณค่ามากอีกตัวหนึ่ง อีกทั้งยังมีงานวิจัยจำนวนมากที่จัดทำขึ้นเพื่อพยายามหาข้อสรุปเกี่ยวกับวิธีที่ดีที่สุดในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการใช้ข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเปรียบเสมือนเครื่องมือสื่อสารถึงสถานะการเงิน การดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงของสถานะทางการเงินของบริษัทให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท ดังนั้นงบการเงินจึงสามารถนำไปพิจารณาได้หลายแง่มุม ทำให้เกิดข้อถกเถียงว่าข้อมูลตัวใดในงบการเงินเหมาะสมที่สุดสำหรับการนำมาใช้เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการประเมินผลการดำเนินงานที่สะท้อนฐานะของบริษัทได้ใกล้เคียงความจริงมากที่สุดย่อมจะสามารถนำไปสู่ความได้เปรียบเชิงเศรษฐกิจ และการตัดสินใจด้านการจัดการและกลยุทธ์ที่ถูกต้องเพื่อนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของบริษัทและผู้ถือหุ้น อีกทั้งการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญหรือหุ้นบริวารนั้น นักลงทุนจะมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการและต้องการกำไรจากการดำเนินงาน ซึ่งนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาในรูปแบบของเงินปันผล และส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์

จากวิธีการวัดมูลค่าของกิจการที่หลากหลายนี้ ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาว่าตัววัดผลทางประกอบการทางบัญชีสามารถอธิบายราคาตลาดหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่ โดยจะทำการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชี ซึ่งได้แก่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 เพื่อหาวิธีการวัดมูลค่าของกิจการที่ดีที่สุด อีกทั้งงานวิจัยหลากหลายเล่มที่ผลการวิจัยที่เกี่ยวกับวิธีการวัดมูลค่าของกิจการตามวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน Khan et al. (2012) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ซึ่งเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ รายได้สุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากการ

ดำเนินงาน (OCF) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกำไรสุทธิ และเมื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยพบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลตอบแทนหุ้น แต่อย่างไรก็ตามก็มีงานวิจัยที่ได้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เช่น นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายปันผล พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถนำมาอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ ปริญญา อ่อนแก้ว (2549) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ ซึ่งผู้ที่เคยศึกษาในเรื่องมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ให้ข้อจำกัดของงานวิจัยไว้ เช่น รายการปรับปรุงที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งผู้คิดค้นทฤษฎีได้กำหนดไว้มีจำนวนรายการมากกว่าร้อยรายการ แต่งานวิจัยวิจัยส่วนใหญ่ใช้เพียง 5 - 6 รายการเท่านั้น และการนำรายการปรับปรุงมาใช้คำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ยังขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้วิจัยอีกด้วย อีกทั้งความซับซ้อนของรายการบัญชีและวิธีการทางบัญชี รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลในหมายเหตุประกอบงบการเงินของแต่ละบริษัทไม่เหมือนกัน จึงทำให้ยากต่อการใช้ข้อมูล และการคำนวณองค์ประกอบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์บางองค์ประกอบต้องใช้ข้อมูลในอนาคต แต่ข้อมูลที่นำมาคำนวณล้วนแต่เป็นข้อมูลในอดีตที่เกิดขึ้นแล้วทั้งสิ้น ส่งผลให้ค่าที่ได้ไม่ได้สะท้อนถึงความ เป็นจริง เป็นต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับวิธีการวัดมูลค่าของกิจการด้วยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพื่อหาข้อสรุปเกี่ยวกับการวัดมูลค่าของกิจการ

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
2. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
3. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
4. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
5. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
6. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงของ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
7. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางอ้อมของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
8. เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางอ้อมของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ข้อมูลสามารถใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาผลการดำเนินงานตัวที่มีผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ทำให้นักลงทุน ได้เห็นความสำคัญของการใช้ข้อมูลในงบการเงินให้ถูกต้อง เพื่อใช้เป็นเกณฑ์สำหรับการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
2. เป็นข้อมูลให้ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้เห็นแนวทางในการประยุกต์แนวความคิดวัดมูลค่าของกิจการด้วยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของงานวิจัยไว้ดังนี้

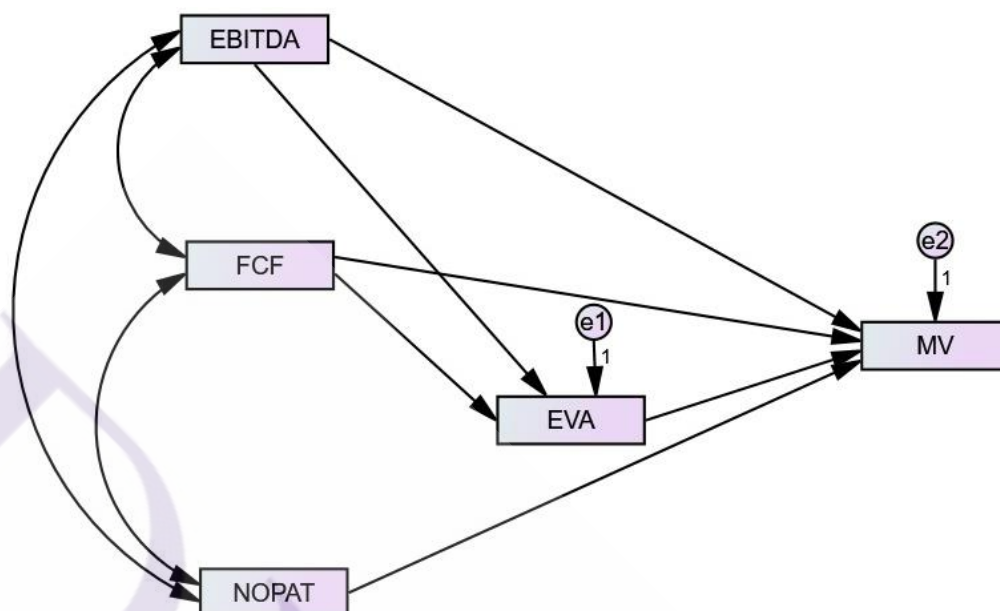
1. ขอบเขตด้านประชากร

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาข้อมูลงบการเงินจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 574 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) โดยเลือกบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET100 และยกเว้นบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัยและประกันชีวิต จำนวน 12 บริษัท บริษัทที่มีได้รายงานงบการเงินประจำปี ณ วันที่ 31 ธันวาคมของแต่ละปี จำนวน 5 บริษัท และบริษัทที่มีได้รายงานข้อมูลงบการเงินระหว่างปี 2556 - 2558 จำนวน 6 บริษัท คงเหลือบริษัทที่จะทำการศึกษา 77 บริษัท โดยจะทำการเก็บข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ระหว่างปี 2556 - 2558 รวมทั้งสิ้น 231 รายปีรายบริษัท (Firm years)

2. ขอบเขตด้านเนื้อหา

ในการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 เป็นการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และอิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อมประกอบด้วย กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าจัดจำหน่าย กระแสเงินสดอิสระ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และราคาตลาดหลักทรัพย์

1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย



EBITDA: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

FCF: กระแสเงินสดอิสระ

NOPAT: กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี

EVA: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

MV: ราคาตลาดหลักทรัพย์

ภาพที่ 1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรแทรกกลาง และตัวแปรตาม

1.6 สมมติฐานของงานวิจัย

ในการศึกษานี้ได้ใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) เพื่อการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล (Path Analysis) และจากกรอบแนวคิดการวิจัยข้างต้นสามารถตั้งสมมติฐานในการศึกษาได้ดังนี้

H1: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H2: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H3: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

H4: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

H5: กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

H6: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

H7: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H8: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

1.7 นิยามศัพท์

กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization: EBITDA) หมายถึง ตัววัดความสามารถในการทำกำไรที่มาจากการทำงานของบริษัทโดยที่ยังไม่ได้หักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการดำเนินงาน

กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) หมายถึง กำไรที่ได้มาจากการดำเนินงานขององค์กรหลังหักภาษีแล้ว แต่ก่อนการหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash flow: FCF) หมายถึง เงินสดที่เหลือ ที่กิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคตได้

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หมายถึง เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหาร เป็นการวัดกำไรที่แท้จริง ที่เรียกว่า กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) จะคำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ

ราคาตลาดหลักทรัพย์ (Market Value: MV) หมายถึง มูลค่าตามราคาหลักทรัพย์จดทะเบียน ณ วันสิ้นปีคำนวณโดยนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหน่วยของหลักทรัพย์จดทะเบียน

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่อง อิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ผู้วิจัยได้ทบทวนและรวบรวมข้อมูลจากแนวคิด ทฤษฎี บทความและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.1.1 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและ ค่าตัดจำหน่าย (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization: EBITDA)

อรรถ โขติ เรื่องปีตาภรณ์ (2553) ได้ให้ความหมายของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายไว้ว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็น มาตรการผลการดำเนินงาน จำนวน ได้จากการนำรายได้หักด้วยต้นทุนขาย และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อีกนัยหนึ่งหมายถึงกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักด้วยดอกเบี้ยจ่าย และภาษีเงินได้ สำหรับค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายนั้นจะไม่ถูกรวมอยู่ในต้นทุน และ EBITDA เป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรที่มาจากผลการดำเนินงานของบริษัท โดยที่ยังไม่ได้หักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการดำเนินงาน เช่น ดอกเบี้ยจ่าย และค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด เช่น ค่าเสื่อมราคา (กิตติพร หลิว โรจน์ทรัพย์, 2550) สำหรับงานวิจัยนี้ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย หมายถึง ตัววัดความสามารถในการทำกำไรที่มาจากผลการดำเนินงานของบริษัท โดยที่ยังไม่ได้หักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการดำเนินงาน โดยคำนวณดังนี้

กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้	xx
<u>บวก</u> ค่าเสื่อมราคา	xx
<u>บวก</u> ค่าตัดจำหน่าย	xx
EBITDA	<u>xx</u>

2.1.2 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cashflow: FCF)

ปริยากรณ์ อ่อนแก้ว (2549) กล่าวว่า กระแสเงินสดอิสระแสดงถึงเงินสดที่เหลือ ซึ่งกิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคต ซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการวัดค่าโดยกำไรสุทธิบวกค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายหักด้วยการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนและค่าใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนหมุนเวียนสุทธิ คือเงินลงทุนหมุนเวียนสุทธิ เป็นสินทรัพย์หมุนเวียนจากการดำเนินงานภายหลังหักภาระหนี้สินหมุนเวียนจากการดำเนินงาน และค่าใช้จ่ายในการลงทุน คือ รายจ่ายฝ่ายทุน ได้แก่ รายจ่ายเพื่อประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคตและรายการเพิ่มขึ้นของทรัพย์สิน

กระแสเงินสดอิสระ คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากหักรายจ่ายจากการลงทุนของบริษัท บริษัทที่คืนนั้น ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดควรจะคงที่หรือโตขึ้น การระมัดระวังของกระแสเงินสดอิสระอาจบอกถึงความไม่ปกติของการบริหารงานภายในกิจการได้ (อายุชาติ สุวรรณพฤษย์, 2556)

สำหรับงานวิจัยนี้กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง เงินสดที่เหลือที่กิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคต สำหรับการคำนวณกระแสเงินสดอิสระ ผู้วิจัยจะใช้วิธีการคำนวณตามอายุชาติ สุวรรณพฤษย์ ดังนี้

กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	xx
หัก รายจ่ายฝ่ายทุน	xx
กระแสเงินสดอิสระ	xx

2.1.3 กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT)

กิตติพร หลัวโรจน์ทรัพย์ (2550) กล่าวว่า NOPAT มักเป็นองค์ประกอบในการคำนวณเพื่อวัดผลการดำเนินงาน เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Net Assets: ROA) โดยนำ NOPAT มาใช้ในการคำนวณแทนกำไรสุทธิ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องภายในระหว่างสินทรัพย์รวมกับกำไรรวมที่นำมาเปรียบเทียบ นอกจากนี้ NOPAT ยังเป็นส่วนประกอบที่สำคัญในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อีกด้วย สามารถคำนวณ NOPAT ได้ดังนี้

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{ภาษีเงินได้} - \text{ภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่าย}$$

$$\text{หรือ } \text{NOPAT} = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} \times (1 - \text{อัตราภาษี})$$

เอกชัย บุญยาพิษฐาน (2553) ได้ให้ความหมายของ NOPAT ไว้ว่าเป็นกำไรที่ได้มาจากการดำเนินงานขององค์กรหลังหักภาษีแล้ว แต่ก่อนการหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน จะเป็นการนำตัวเลขที่ไม่ใช่เงินสดที่ถูกบันทึกลงในบัญชีตามหลักการบัญชีมาคิดหาค่า NOPAT ทำให้เกิดผลตอบแทนเป็นเงินสดแก่ผู้ให้นำเงินมาลงทุนในกิจการ

สำหรับงานวิจัยนี้กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี หมายถึง กำไรที่ได้มาจากการดำเนินงานขององค์กรหลังหักภาษีแล้ว แต่ก่อนการหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน และใช้วิธีการคำนวณตาม กิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) คือ กำไรสุทธิ + ดอกเบี้ยจ่าย \times (1-อัตราภาษี)

2.1.4 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA)

ทฤษฎีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Stern Stewart & Co., 1991) ได้ถูกพัฒนาขึ้นมาจากแนวคิดกำไรส่วนที่เหลือโดย Stern Stewart & Co. (นริศรา นันตาทิวัฒน์, 2551) ซึ่งมีวัตถุประสงค์จากความต้องการหาเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหาร โดยที่ก่อนหน้านี้อาศัยการวัดผลทางบัญชี เช่น กำไรต่อหุ้น หรือผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) ในการวัดผลการดำเนินงาน แต่ผู้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้มีแนวคิดที่แตกต่างออกไปว่า เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง เนื่องจากยังไม่ได้คำนวณถึงต้นทุนของผู้ถือหุ้น และอาจให้ข้อมูลที่บิดเบือนไป โดยวรงค์ศักดิ์ ทุมมานนท์ (2549) ได้สรุปประเด็นปัญหาของกำไรทางบัญชีไว้คือ 1) กำไรทางบัญชีไม่ได้สะท้อนถึงกระแสเงินสด แม้ว่าในทางปฏิบัติสามารถนำกำไรทางบัญชีมาหาอัตราส่วนทางการเงินได้ แต่ตัวเลขที่นำมาใช้คำนวณก็ยังคงเป็นกำไรทางบัญชีที่ใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี ทำให้มีค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดขึ้นจริงรวมอยู่ด้วย ดังนั้นกำไรทางบัญชีจึงไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงกระแสเงินสดของกิจการได้ 2) กำไรทางบัญชีไม่สะท้อนถึงความเสี่ยงของกำไรที่นำเสนอ คือไม่ได้เป็นตัวบอกระดับความเสี่ยงของการดำเนินงานของกิจการ เพราะกำไรบัญชีเป็นการสะท้อนถึงข้อมูลในอดีต 3) กำไรทางบัญชีไม่ได้พิจารณาถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้น ซึ่งกำไรทางบัญชีมองว่า ต้นทุนของเงินลงทุนมีเพียงดอกเบี้ยจ่าย และเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิเท่านั้น ส่วนเงินลงทุนจากผู้ถือหุ้นในหุ้นสามัญไม่มีต้นทุนใด ๆ ทั้งสิ้น แต่ในมุมมองทางเศรษฐศาสตร์นั้น ต้นทุนของหุ้นสามัญคือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากผู้ถือหุ้น (Required Rate of Return) 4) วิธีปฏิบัติทางบัญชีแต่ละกิจการอาจแตกต่างกันไป เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีมีวิธีการทางบัญชีที่อาจเลือกปฏิบัติได้ อาจเป็นเครื่องมือให้ผู้บริหารใช้ทางเลือกดังกล่าวในการตกแต่งตัวเลข ทำให้กำไรทางบัญชีไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงผลประกอบการที่แท้จริง 5) กำไรทางบัญชีไม่ได้คำนึงถึงมูลค่าของเงินตามเวลา ซึ่งไม่ได้สะท้อนถึงความเสี่ยงของกระแสเงินสดในอนาคต

Young and O'Byrne (2001) กล่าวว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) เป็นการวัดกำไรที่แท้จริงที่เรียกว่ากำไรส่วนที่เหลืออยู่ (Residual Income) เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากมาตรวัดชนิดอื่นเนื่องจากได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัทโดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีและต้นทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ต้นทุนเงินทุน ส่วนของหนี้สิน (Cost of Debt) และ ต้นทุนเงินทุน ส่วนของทุน (Cost of Equity) ซึ่งถือเป็นต้นทุนที่แท้จริงของบริษัททำให้ได้อัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจริง ซึ่งจะแตกต่างจากกำไรสุทธิทางบัญชีเนื่องจากการคำนวณกำไรสุทธิไม่มีการนำค่าของทุนของเจ้าของมาคิดด้วย ดังนั้น จึงทำให้กำไรสุทธิที่ได้จึงไม่ใช่อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับอย่างแท้จริง (อรรถโชติ เรื่องปีศาจ, 2553)

พชรฉน อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่น วิจิตร (2550) กล่าวว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่การบริหารเน้นมูลค่าโดยนำมาใช้เป็นตัววัดทางด้านการเงินของผลตอบแทนและมูลค่าในช่วงเวลาหนึ่ง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดที่ว่าความมั่นคงจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการนั้นสามารถสร้างผลกำไรที่สามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating cost) และ ส่วนของต้นทุนเงินทุน (Cost of capital) และมีกำไรส่วนที่เหลือ (Residual income) ซึ่งถ้ากำไรในส่วนนี้มีมากความมั่งคั่งจะมีมากขึ้น

สำหรับงานวิจัยนี้ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ หมายถึง เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหารเป็นการวัดกำไรที่แท้จริงที่เรียกว่ากำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) จะคำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ

วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2549) ได้อธิบายต่อไปอีกว่าหากมองอย่างพื้นฐานที่สุดอาจกล่าวว่า EVA เป็นแค่เพียงตัววัดผลปฏิบัติงานตัวหนึ่งแต่ไม่น่าจะเป็นการมองอย่างถูกต้องทั้งหมดหากจะจำกัดบทบาท EVA ไว้เพียงแค่ตัววัดผลปฏิบัติงาน ทั้งนี้เพราะ EVA ทำหน้าที่เป็นหัวใจสำคัญของกระบวนการนำกลยุทธ์ไปปฏิบัติ โดยการเชื่อมโยงองค์ประกอบต่าง ๆ เข้าด้วยกัน กล่าวคือเมื่อผู้บริหารกำหนดกลยุทธ์ขึ้น พวกเขาควรจะต้องกำหนดขึ้น โดยมีเป้าหมายในการสร้างกระแส EVA สูงสุดในอนาคตกลับมายังกิจการ การจัดสรรทุนก็เช่นกันต่างได้รับประโยชน์จากการนำ EVA มาใช้ เนื่องจากเมื่อนำ EVA ไปเชื่อมโยงกับผลตอบแทนที่ฝ่ายบริหารจะได้รับ EVA จะเป็นสิ่งจูงใจฝ่ายบริหารที่เหนียวแน่นในอันที่จะค้นหาและเลือกลงทุนในโครงการลงทุนที่จะก่อให้เกิดมูลค่า

กลับมาซึ่งองค์กรอันที่จริงแล้วแนวทางของ EVA ส่วนใหญ่ที่นำมาใช้จะมุ่งเน้นไปที่การนำ EVA มาผูกโยงกับผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร

สำหรับวิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ผู้วิจัยได้นำแนวคิดของ อาษาต สุวรรณพฤษ (2556) มาใช้ในงานวิจัยนี้ ดังนี้

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

โดยที่

Economic Value added: EVA	=	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการที่ได้รับอย่างแท้จริง
Net Operating Profit After Tax: NOPAT	=	กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (ที่ผ่านจากการปรับปรุงรายการบัญชีตามวิธีของ EVA)
Weighted Average Cost of Capital: WACC	=	อัตราต้นทุนเงินลงทุนถัวเฉลี่ยของกิจการ
Invested Capital	=	เงินลงทุน ที่มาจากสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (ที่ผ่านจากการปรับปรุงรายการบัญชีตามวิธีของ EVA)

การคำนวณตัวแปรจากสมการของ EVA

จากสมการจะเห็นได้ว่าจะมีตัวแปรหลักๆ อยู่ 3 ตัว คือ NOPAT, WACC และ Invested Capital สามารถอธิบายวิธีการคำนวณดังนี้

1. กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit after Tax: NOPAT)

กิจการมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกันซึ่งมาจากแหล่งเงินทุนที่มีทั้งภาระหนี้สินและจากส่วนของทุน จึงทำให้การวัดผลจากการดำเนินงานของกำไรสุทธิไม่สะท้อนผลประกอบการที่แท้จริง กิจการที่มีภาระหนี้สินสูงกว่าย่อมมีกำไรสุทธิน้อยกว่ากิจการที่มีภาระหนี้สินน้อยกว่า นำมาซึ่งการคำนวณ NOPAT ที่บอกถึงความสามารถการวัดกำไรจากการดำเนินงานโดยไม่ได้คำนึงถึงหนี้สินและภาษีเงินได้นิติบุคคล ดังนี้

$$NOPAT = \text{กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้} * (1 - \text{อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล})$$

2. เงินลงทุน (Invested Capital)

Invested Capital คือ จำนวนเงินลงทุนทั้งหมดที่หามาได้จากการก่อหนี้สิน (เจ้าหนี้) และจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลงทุนในการดำเนินธุรกิจเพื่อให้ได้เงินในรูปแบบของสินทรัพย์ในงบแสดงฐานะการเงิน โดยสะท้อนถึงแหล่งที่มาของเงินทุนและแหล่งใช้ไปของเงินทุน สามารถคำนวณเงินลงทุนได้ ดังนี้

หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	xx
หัก หนี้สินระยะสั้นที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย	<u>xx</u>
เงินลงทุน (Invested Capital)	<u>xx</u>

3. อัตราต้นทุนของเงินลงทุนถ่วงเฉลี่ยของกิจการ (Weighted Average Cost of Capital: WACC)

การคำนวณอัตราต้นทุนเงินลงทุนถ่วงเฉลี่ยของกิจการประกอบด้วยต้นทุนที่มาจากแหล่งเงินทุน 2 แหล่ง คือ ต้นทุนจากการก่อหนี้ (Cost of Debt: K_d) และต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: K_e) ซึ่งโดยปกติแล้วต้นทุนจากการก่อหนี้จะต่ำกว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะว่าการก่อหนี้กิจการต้องมีการชำระดอกเบี้ยจ่ายจึงทำให้กิจการสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อประหยัดภาษีจากการก่อหนี้ได้

$$WACC = [W_d * (K_d * (1 - T))] + (W_e * K_e)$$

โดยที่	W_d	=	สัดส่วนหนี้สินต่อเงินทุนรวมทั้งหมด
	K_d	=	อัตราต้นทุนของหนี้สิน หรือ อัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืม
	T	=	อัตราภาษีเงินได้
	W_e	=	สัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อเงินทุนรวมทั้งหมด
	K_e	=	อัตราต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

เมื่อพิจารณาตัวแปรของ WACC ซึ่งประกอบด้วย 2 ส่วนหลัก ดังนี้

ส่วนที่ 1 ต้นทุนเงินทุนจากการก่อหนี้ (Cost of Debt: K_d)

คำนวณได้จากอัตราดอกเบี้ยถัวเฉลี่ยเงินกู้ขั้นต่ำสำหรับลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (Minimum Loan Rate: MLR) ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงิน ตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อให้ใช้ค่าเดียวกัน ในการวิจัยของทุกข้อมูล

ส่วนที่ 2 ต้นทุนเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: K_e)

การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถทำได้ 2 วิธี คือแบบจำลองการเติบโตของเงินปันผล (Dividend Growth Model) และแบบจำลองการประเมินสินทรัพย์ทางการเงิน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) แต่เนื่องด้วยแบบจำลองการเติบโตของเงินปันผลที่จะได้รับในอนาคตไม่มีกำหนดระยะเวลาที่แน่นอน และมีอัตราการเติบโตที่ จึงไม่สะท้อนความเป็นจริง ดังนั้น อาษาฬ์ สุวรรณพฤกษ์ (2556) จึงใช้วิธีของ Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM มาคำนวณหาต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

CAPM เป็นแบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Required Rate of Return) จึงเป็นการหาอัตราผลตอบแทน โดยใช้ความเสี่ยงเป็นเกณฑ์เปรียบเทียบ มีแนวคิดที่ว่า อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของหุ้นสามัญตัวใดตัวหนึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงบวกกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Risk Premium) สามารถเขียนสมการของ CAPM ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_M - R_f)$$

โดยที่

- R_f = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk - free Rate) โดยนำอัตราดอกเบี้ยถัวเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลในช่วงเวลา 3 ปี (2556 - 2558) ตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย
- R_M = อัตราผลตอบแทนของตลาด จะใช้อัตราผลตอบแทนระยะยาวจากการลงทุนใน SET ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 12% (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)
- β = ตัวเลขที่ได้จากการเปรียบเทียบระหว่างการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น และ การเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถหาข้อมูลได้จากหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ ฉบับวันจันทร์สุดท้ายของเดือนธันวาคมของแต่ละปี

การปรับปรุงทางบัญชีตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Stern และ Stewart มองว่าการวัดผลของกำไรจากเดิมได้มีการพัฒนาไปอย่างมาก จึงมีการโต้แย้งถึงการดำเนินงานทางการบัญชีแบบดั้งเดิมที่ซึ่งมีหลายอย่างไม่ได้ใช้อธิบายการสร้างมูลค่าของบริษัท ดังนั้นการตั้งรายการค้างรับค้างจ่าย ค่าเผื่อและการประมาณการต่าง ๆ เป็นที่น่าสงสัยเพราะฉะนั้นการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์จะต้องจัดตัวเลขที่บิดเบือนออกจากการดำเนินงานของกิจการและทุนที่ผู้ลงทุนได้ลงทุนในกิจการนั้น ให้มีความแม่นยำและใกล้เคียงกับความเป็นจริงที่ปรากฏในบัญชีให้เป็นปัจจุบันมากที่สุดแก่สิ่งที่ผู้ถือหุ้นสมควรได้รับ

Young (2000) กล่าวว่า การปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงาน และเงินทุนที่ลงทุนไป เพื่อไม่ให้มีการบิดเบือนทางบัญชีนั้นเป็นสิ่งที่ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ได้ดีกว่าตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ดังนั้นเหตุผลหรือวัตถุประสงค์รายการปรับปรุงทางบัญชีมีดังนี้ 1) โอนกลับความโน้มเอียงที่มีอยู่ในมาตรฐานการบัญชี และกำหนดรายการตัดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาเป็นค่าใช้จ่ายประจำงวดไปสู่เกณฑ์เงินสด และให้บันทึกรายจ่ายลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) เป็นรายการสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนในงบแสดงฐานะการเงิน 2) ทำให้อัตราผลตอบแทนทางบัญชีจากการลงทุนเป็นตัวสะท้อนอัตราผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ที่ดี โดยใช้วิธีการกองทุนจม (Sinking Fund Method) แทนการใช้วิธีเส้นตรง (Straight-Line Method) ในการคิดค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย และการรับรู้รายจ่ายเงินสดในอนาคตโดยใช้มูลค่าปัจจุบัน เช่น ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี หนี้สงสัยจะสูญ และค่าใช้จ่ายในการรับประกันคุณภาพสินค้า 3) เพิ่มความรู้รับผิดชอบต่อผลงานตามหน้าที่ของฝ่ายบริหารต่อเงินทุนของผู้ถือหุ้น โดยตัดวิธีรวมส่วนได้เสียทิ้งไป และรับรู้รายการหนี้สินนอกงบแสดงฐานะการเงินรวมทั้งรับรู้ว่า Stock Options เป็นค่าใช้จ่ายของกิจการ 4) สินทรัพย์และหนี้สินผลประโยชน์ของพนักงานมาแสดงในงบงบแสดงฐานะการเงิน ทั้งตัดกำไรและขาดทุนออกจากกองทุนผลประโยชน์ของพนักงานที่เก็งกำไร ออกจากกำไรการดำเนินงาน 5) จำกัดความสามารถของฝ่ายบริหารในการตกแต่งกำไร โดยให้ตัดการตั้งหนี้สงสัยจะสูญและการประมาณการหนี้สินจากการรับประกันคุณภาพสินค้าที่ประมาณขึ้นตามเกณฑ์คงค้างให้หมดไป 6) ตัดค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด (Noncash Charges) ทิ้งไป เช่น ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี การตัดจำหน่ายค่าความนิยมเป็นต้น 7) ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ใช้ในปัจจุบันเป็นตัววัดมูลค่าของตลาด (Market Value) ที่ดีขึ้น โดยการบันทึกรายจ่ายในการปรับโครงสร้างและรายการพิเศษอื่น ๆ เป็นค่าใช้จ่ายรอการตัดบัญชี โดยตัดสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน

จากรายการข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า การปรับปรุงนั้นเพื่อแปลงข้อมูลทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างให้เป็นเกณฑ์เงินสด ทั้งตั้งรายการในการสร้างมูลค่าตลาดที่กิจการได้ตัดเป็นค่าใช้จ่ายในอดีตกลับมาเป็นสินทรัพย์ และเพื่อตัดยอดสะสมของรายการกำไรหรือขาดทุนที่ไม่ปกติออกจากภาษีทิ้งไป ซึ่งรายการปรับปรุงทางบัญชีที่นิยมใช้มีดังนี้ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2549; พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2549) 1) กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ (Non – Recurring Gains and Losses) การดำเนินงานตามปกติของบริษัทย่อมมีกำไร (ขาดทุน) ที่ไม่ได้เกิดขึ้น เช่น กำไร (ขาดทุน) ที่เกิดจากการปรับโครงสร้างของบริษัท และกำไร (ขาดทุน) จากการขยายส่วนงาน ปรับปรุง โดยการบวกกลับ (หักออก) จากกำไรหลังหักภาษี NOPAT ด้วยผลขาดทุน (กำไร) ที่เกิดขึ้น และปรับปรุงเงินทุน Invested Capital โดยการบวกกลับ (หักออก) ด้วยผลขาดทุน (กำไร) ที่เกิดขึ้น นอกจากนี้กำไรและขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการที่นำมาปรับปรุง NOPAT และ Invested Capital ให้คิดจากยอดหลังภาษี 2) ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (Deferred Income Tax) เป็นผลต่างของภาษีเงินได้ระหว่างกำไรตามหลักบัญชีที่รับรองโดยทั่วไปกับกำไรที่คำนวณตามประมวลกฎหมายรัษฎากร ผลที่เกิดขึ้นจึงเป็นการรับรู้รายได้และหรือค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นการถาวร เช่น การตัดค่าเสื่อมราคาโดยวิธีอัตราเร่งทำให้มีผลทางด้านเวลาส่งผลให้การคำนวณไม่เกินไปตามรายได้ทางบัญชีหรือภาษีเงินได้รอตัดบัญชี โดยการปรับปรุงรายการต้องปรับให้ใกล้เคียงกับกระแสเงินสดให้มากที่สุด ให้ถือว่ารายการหนี้สินหรือภาษีเงินได้รอตัดบัญชีไม่ได้เป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด จึงต้องบวกกลับ (หักออก) ใน NOPAT ด้วยสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) จากปีก่อนและบวกกลับ (หักออก) ใน NOPAT ด้วยหนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชีที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน และบวกกลับ (หักออก) ที่ Invested Capital ด้วยยอดภาษีเงินได้รอตัดบัญชีดุล (Balance) ที่หนี้สิน (สินทรัพย์) 3) ค่าเผื่อการประกันสินค้าและค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ (Provision for warranty and provision for bad debt) การทำงานการเงินของบริษัทจะต้องบันทึกตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) เป็นการตั้งสำรองหรือตั้งค่าเผื่อสำหรับค่าใช้จ่ายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งยังปรับมูลค่าตามบัญชีที่คาดว่าจะเก็บได้จากลูกค้าหนี้การค้าและหนี้สินจากการประกันสินค้าที่คาดว่าจะเกิดขึ้น เนื่องจากการบันทึกค่าเผื่อสินทรัพย์นั้นเป็นตัวเลขที่ประมาณโดยฝ่ายบริหาร ซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นจริงเป็นเหตุให้เกิดการตกแต่งบัญชีได้ ตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ค่าเผื่อนี้เป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด จึงต้องมีการปรับปรุงเพื่อไม่ให้ฝ่ายบริหารมีช่องทางในการตกแต่งตัวเลขงบการเงิน จำเป็นต้องปรับปรุงเพื่อให้ได้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงโดยบวกกลับ (หักออก) จาก NOPAT ด้วยค่าเผื่อนี้ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน และบวกกลับใน Invested Capital ด้วยค่าเผื่อนี้ที่เกิดขึ้นในปีนั้น 4) มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงานระหว่างก่อสร้าง (Book value of marketable securities and Book value of

construction in progress) แนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เชื่อว่ามูลค่าตามบัญชีทั้งสองไม่ใช่กิจกรรมจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในปีนั้น ดังนั้นจึงควรหักมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด และมูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้างออกจากเงินทุน Invested Capital

จากรายการปรับปรุงที่ได้อธิบายไปข้างต้นนั้น สามารถสรุปรายการปรับปรุงใน NOPAT และ Invested Capital ในการคำนวณหา EVA ได้ดังนี้

ตารางที่ 2.1 สรุปรายการปรับปรุงใน NOPAT และ Invested Capital ในการคำนวณหา EVA

การปรับปรุงใน NOPAT	การปรับปรุงใน Invested Capital
+ (-) ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น (ลดลง)	+ ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ
+ (-) สินทรัพย์ถาวรที่ได้รับตัดบัญชีลดลง (เพิ่มขึ้น)	+ (-) ภาษีเงินได้รอดตัดบัญชีในหนี้สิน (สินทรัพย์)
+ (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ	- มูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้าง
+ (-) หนี้สินถาวรที่ได้รับตัดบัญชีเพิ่มขึ้น (ลดลง)	+ (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ

นอกจากนี้ วรรค์ดี ทูมมานนท์ และ พรอนงค์ บุษราตระกูล (2549) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash flow) ไว้ดังนี้

รายได้จากการขาย	XX	
<u>หัก</u> ต้นทุนขาย	<u>XX</u>	
กำไรขั้นต้น	XX	
<u>หัก</u> ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	<u>XX</u>	
กำไร (ขาดทุน) จากการขาย	XX	
รายได้จากการดำเนินงานอื่น	XX	
<u>หัก</u> ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอื่น	<u>XX</u>	
กำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงาน (Operating Income)	XX	
ดอกเบี้ยรับ	XX	
เงินปันผลรับ	XX	
รายได้อื่น	XX	
กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ (EBIT)	XX	
<u>บวก</u> ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	<u>XX</u>	
กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA)	XX	
<u>หัก</u> ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	<u>XX</u>	
ภาษีเงินได้	XX	
ภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่าย	<u>XX</u>	
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ (NOPAT)	XX	- ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุน +(-) รายการปรับปรุง ทางบัญชี = EVA
<u>บวก</u> ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	XX	
<u>หัก</u> รายจ่ายฝ่ายทุน	XX	
<u>บวก</u> (หัก) การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน	<u>XX</u>	
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน (Free Cash flow)	<u>XX</u>	

จะเห็นได้ว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash flow) ไม่ได้มีการนำค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนเข้ามาประกอบการพิจารณาแต่อย่างใด นอกจากนี้ตัววัดผลดังกล่าวยังตั้งอยู่บนพื้นฐานของกำไรที่คำนวณขึ้นภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน (IFRS) และมาตรฐานการบัญชี (IAS) ซึ่งมาตรฐานการรายงานทางการเงิน (IFRS) และมาตรฐานการบัญชี (IAS) นี้ถูกวิจารณ์ว่าอาจทำให้ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash flow) ไม่สะท้อนถึงความเป็นจริงเชิงเศรษฐกิจ (Economic Reality) ในแต่ละช่วงเวลาแต่อย่างใด

2.1.5 ราคาตลาดหลักทรัพย์

ราคาตลาด (Market Price) หมายถึง ราคาใด ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ ที่เกิดจากการซื้อขายครั้งล่าสุด เป็นราคาที่สะท้อนถึงความต้องการซื้อและความต้องการขายของผู้ลงทุนโดยรวมในขณะนั้น ๆ (อริษา สุรัสโม, 2554)

ภาคภูมิ อุ๋นจิตติ (2557) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) หมายถึง มูลค่าตามราคาหลักทรัพย์จดทะเบียนที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหน่วยของหลักทรัพย์จดทะเบียน เป็นดัชนีหนึ่งที่ใช้สำหรับแสดงถึงขนาดของหลักทรัพย์จดทะเบียนและขนาดของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ปัจจุบันการคำนวณมูลค่าตามราคาตลาดรวมของตลาดหลักทรัพย์ ครอบคลุมหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และใบแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นสามัญ

ราคาตลาด (Market Price) หมายถึง ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เกิดจากการซื้อขายครั้งล่าสุด เป็นราคาที่สะท้อนถึงความต้องการซื้อและความต้องการขายจากผู้ลงทุนโดยรวมในขณะนั้น (นันทวัน กิจอิทธิโชติ, 2557)

สำหรับงานวิจัยนี้ราคาตลาดหลักทรัพย์ หมายถึง มูลค่าตามราคาหลักทรัพย์จดทะเบียน ณ วันสิ้นปี คำนวณ โดยนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหน่วยของหลักทรัพย์จดทะเบียน

2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสรุปได้ว่า กิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน กับราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและ สาธารณูปโภค พบว่ากำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายพบว่า กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ดีที่สุด นอกจากนี้ (อรรถโชติ เรื่องปีตาภรณ์ , 2553) ยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กับราคาหลักทรัพย์ (กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจพลังงานและ สาธารณูปโภคและหมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร) ซึ่งพบว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่แตกต่างกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มีประสิทธิภาพดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ถึงแม้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะคำนึงถึงต้นทุนเงินทุนที่ครบถ้วนกว่าตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่ไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นก็ตาม

2.2.2 กระแสเงินสดอิสระ

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับตัวแปรกระแสเงินสดอิสระสรุปได้ว่า ปรานญาดา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสงวน (2558) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2554 -2556 จำนวน 198 ตัวอย่าง โดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า รายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กระแสเงินสดและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรอื่น ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ข้อมูลกระแสเงินสดโดยเฉพาะ กระแส

เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และ กระแสเงินสดอิสระ เป็นข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ และ Najmi et al. (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกระแสเงินสดอิสระของบริษัทที่จดทะเบียนในกรุงเตหะราน ประเทศอิหร่าน ในช่วงปี 2007 - 2013 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อกระแสเงินสดอิสระ นอกจากนี้ อาษาดี สุวรรณพฤษ (2556) ได้ศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการพัฒนาแบบจำลองพร้อมทั้งตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์และศึกษาอิทธิพลเชิงสาเหตุที่เกิดขึ้นระหว่างปัจจัย ซึ่งทำการศึกษากับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 การวิจัยเป็นการเก็บข้อมูลเชิงปริมาณโดยใช้งบการเงินและข้อมูลทางการเงินของแต่ละตัวแปร เพื่อนำมาวิเคราะห์ตามสมการของแต่ละปัจจัย ผลการศึกษาพบว่า 1) กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ 2) กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลกับราคาของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมถึงปริยาภรณ์ อ่อนแก้ว (2549) ได้ทำการเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และวิเคราะห์เปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งสองตัวแปรเมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลงบการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2545 - 2547 จำนวน 678 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ และกลุ่มกิจการที่จ่ายเงินปันผลมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ ส่วนกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล กระแสเงินสดอิสระไม่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อีกทั้งรัชชัช วรรณสุนทร (2557) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2551 - 2555 รวม 5 ปี ผลการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตัวแปรควบคุมอีกด้วย และนันทนิษฐ์ สวรรค์วัฒนกุล (2553) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร และกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินและคณะกรรมการตรวจสอบ ผลการทดสอบพบว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงจะมีการจัดการกำไรสูงด้วย อีกทั้งงานวิจัยของ Feng (2007) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับตัววัดมูลค่าผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์ประเทศจีนพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ 0.067 ในระดับนัยสำคัญ 0.05 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Young and Stephen (2000) พบว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นการวัดมูลค่าเพื่อประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท

2.2.3 กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีสรุปได้ว่า Samadiyan et al. (2013) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี และ กระแสเงินสด กับผลตอบแทนหุ้น โดยทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกรุงเทพมหานคร ประเทศอิหร่าน จำนวน 120 บริษัท ในช่วงปี 2003 และปี 2010 พบว่า กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษี สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและกระแสเงินสดในการดำเนินงาน และ กิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดได้ตามวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (NOPAT) และ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ส่วนเกิน (FCF) กับราคาหุ้น โดยศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค ตั้งแต่ปี 2544 - 2548 พบว่า ในการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย พบว่า กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ รองจากกำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย

2.2.4 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สรุปได้ว่า Awan et al. (2014) ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในดัชนี SKE-100 จำนวน 59 บริษัท ตั้งแต่ปี 2006 - 2010 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ส่งผลกระทบบต่อมูลค่าของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในระดับที่น้อยกว่า 10% และ Awan et al. ได้สรุปว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) เป็นดัชนีวัดผลการดำเนินงานที่ได้กระตุ้นให้บริษัทหาวิธีที่จะเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้เงินทุนมากขึ้น ยังมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2550 - 2552 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความเหมาะสมสำหรับการนำไปใช้ในการ

วัดผลการดำเนินงานขององค์กรได้มากกว่าการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดและขับเคลื่อนที่สำคัญในการสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าเพิ่มขององค์กรว่ามีประสิทธิภาพในการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ที่วางไว้ได้ (สุภาณี เกื้อพรหม, 2554) เช่นเดียวกับ สุธารัตน์ นรชน (2554) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน กำไรส่วนที่เหลือ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่ม SET100 พบว่าตัววัดกำไรได้แก่กำไรสุทธิ กำไรส่วนที่เหลือ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถให้เนื้อหาข้อมูลเชิงเปรียบเทียบ (Relative Information Content) ในขณะที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายลักษณะเนื้อหาข้อมูลเชิงเปรียบเทียบ (Relative Information Content) ได้มากที่สุด แต่เมื่อพิจารณาองค์ประกอบส่วนที่เป็นกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน และรายการคงค้าง สามารถให้เนื้อหาข้อมูลส่วนเพิ่ม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัววัดผลกำไรทางบัญชีนั้นยังคงสามารถให้ข้อมูลทั้งลักษณะเชิงเปรียบเทียบและข้อมูลลักษณะส่วนเพิ่ม รวมถึง กิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) ได้ทำการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และทำการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ และนริศรานั้น ตาภิวัฒน์ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายปันผล พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถนำมาอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ ปริญญา อ่อนแก้ว (2549) ซึ่งพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ สำหรับกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผล มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ และกิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล กระแสเงินสดอิสระ ไม่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

อย่างไรก็ตาม Yaqub et al. (2015) พบว่า การวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีสามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และงานวิจัยของ Shubita (2013) ยังพบว่า กำไรสุทธิสุทธิ (NI) สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่า กำไรส่วนที่เหลือ (RI) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) รวมถึง Samadiyan (2013) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี และกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน สำหรับงานวิจัยของ Khan et al. (2012) ได้ทำการศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ซึ่งเปรียบเทียบตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ รายได้สุทธิ (NI) และ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) โดยทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ปารีส ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกำไรสุทธิ และเมื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยพบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลตอบแทนหุ้น และ Visaltanachoti et al. (2008) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยและภาษี และ กำไรส่วนที่เหลือ อธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อาจเนื่องมาจากองค์ประกอบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีส่วนทำให้ความสัมพันธ์ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทน เช่น รายจ่ายฝ่ายทุน เช่นเดียวกันกับ Ongeri (2014) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางเศรษฐกิจและมูลค่าทางบัญชีในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในประเทศเคนยา จำนวน 30 แห่ง ระหว่างปี 2008 และ 2012 ซึ่งใช้การวิเคราะห์การถดถอยในการหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางเศรษฐกิจและมูลค่าบัญชี พบว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์และรายได้ต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกัน ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์แบบผกผัน และพิชามญช์ อุดรารณ (2553) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ ซึ่งผลการทดสอบได้ปฏิเสธสมมติฐานที่ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ โดยผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการได้เลย แต่เมื่อใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกำไรก่อนรายการพิเศษ เป็นตัวแปรควบคุม มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กลับมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าตลาดของกิจการ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ พชรฉน อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่นจิตร (2551) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2545 – 2550 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่าความสัมพันธ์ที่มีเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน หรือมีความสัมพันธ์ผกผันกัน นั่นคือเมื่อค่าของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ราคาของหลักทรัพย์กลับลดลง และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ส่งอิทธิพลทางตรงข้ามต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (HPR) อย่างมีนัยสำคัญ

2.2.5 ราคาตลาดหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์สรุปได้ว่า อริษา สุรัสโม (2554) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค พบว่า อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย และอรรถโชติ เรืองปีตากรณ์ (2553) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่แตกต่างกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย รวมถึงเบญจวรรณ แซ่ลี (2555) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านการปฏิบัติที่เป็นธรรมและด้านการมีส่วนร่วมของชุมชนและการพัฒนาชุมชน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์ และชัยรัตน์ ทัดสุรวงศ์ (2551) พบว่า ปัจจัยที่กำหนดมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันในตลาด ยอดสะสมเงินลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยพื้นฐาน ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ขวัญฤทัย บุญถึง (2555) ยังพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูล กำไรทางบัญชี อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นและขนาดกิจการ โดยกำไรทางบัญชี อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นและขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก ในขณะที่ระดับการเปิดเผยข้อมูลมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ ยังมีงานวิจัยที่พบว่า การควบรวมกิจการนั้นส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปในทางที่สูงขึ้น โดยการเปลี่ยนแปลงในช่วงประกาศควบรวมกิจการก็มีการทำให้มีการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นแล้ว แต่หลังจากควบรวมกิจการราคาหลักทรัพย์กลับมีการเปลี่ยนแปลงที่สูงกว่า ซึ่งอาจจะเป็นเพราะว่าการเข้าซื้อกิจการใดกิจการหนึ่งจะต้องใช้เงินที่ค่อนข้างสูงทำให้บริษัทส่วนใหญ่เลือกที่จะผ่อนชำระ ค่าซื้อกิจการทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงตามวงวนการผ่อนชำระซึ่งเป็นการได้สินทรัพย์มาอย่างแท้จริง (ภาควิชา อุ่นจิตติ, 2557)

ตารางที่ 2.2 สรุปบททวนวรรณกรรม

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
Khan, Shah and Rehman	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	2012	The relationship between Stock Return and Economic Value Added (EVA): A review of KSE-100 Index	1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ 2) มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลตอบแทนหุ้น
Visaltanachotil, Luo and Yi Yi	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	2008	Economic Value Added (EVA) and Sector Returns	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยและภาษี และ กำไรส่วนที่เหลือ อธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
Yaqub, Mehmood, Hassan and Bukhari	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์	2015	Is EVA a better Performance Measure than Accounting Measures? Evidence from Pakistani Listed Companies	การวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีสามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์
Ongeri	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์	2014	Economic Value – Accounting Value Nexus: –The Effect of Accounting Measures on Economic Value Added Amongst the Kenyan Commercial Banks	มูลค่าทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์แบบผกผันต่อมูลค่าทางบัญชี
Awan, Siddique and Sarwar	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์	2014	The Effect Of Economic Value Added On Stock Return: Evidence From Selected Companies Of Karachi Stock Exchange.	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในระดับที่น้อยกว่า 10%

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
Shubita	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	2013	The Information Content of Economic Value Added and Residual Income - Evidence from Jordan	กำไรสุทธิสุทธิ (NI) สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ได้ดีกว่า กำไรส่วนที่เหลือ (RI) และ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA)
Samadiyan, Pooryeganeh, Ebrahimi and Ghanbari	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ 2) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	2013	Relative And Differential Information Content of Economic Value Added, Earning, Operating Cash Flow and Stock Return	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้น ได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีและกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน
Najmi, Sarraf and Darabi	กระแสเงินสดอิสระ	2015	Relationship between Capital Structure, Free Cash Flow and Performance in Companies Listed on Tehran Stock Exchange	อัตราส่วนหนี้สินไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อกระแสเงินสดอิสระในบริษัท

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
Feng	กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์	2007	Use EVA to Measure and Manage Shareholder Value in a Chinese Listed Corporation	กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ 0.067 ในระดับนัยสำคัญ 0.05
Young and O'Byrne	กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์	2000	EVA and value based management: A practical guide to implementation	กระแสเงินสดอิสระเป็นการวัดมูลค่าเพื่อประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
สุธารัตน์ นรชุน	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์	2554	ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิ (NI) กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (CFO) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญในกลุ่ม SET100	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์สามารถอธิบายลักษณะเนื้อหาข้อมูลเชิงเปรียบเทียบ (Relative Information Content) ได้มากที่สุด
อรรถโชติ เรื่องปีตากรณ์	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ 2) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 3) ราคาตลาดหลักทรัพย์	2553	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กับราคาหลักทรัพย์ (กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคและหมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร)	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่แตกต่างกับตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ถึงแม้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์จะคำนึงถึงต้นทุนเงินทุนที่ครบถ้วนกว่าตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี 2) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
กิตติพร หลัวโรจน์ทรัพย์	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ 2) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 3) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี 4) กระแสเงินสดอิสระ 5) ราคาหุ้น	2550	ความสัมพันธ์ระหว่างแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไร(ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน กับราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าทางสถิติไม่สามารถแสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น 2) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ดีที่สุด รองลงมาคือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ส่วนกระแสเงินสดอิสระสามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้น้อยมากและไม่แสดงถึงความมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
พิชามณูช อุตราภรณ์	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ 2) มูลค่าตามราคาตลาดของกิจการ	2553	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการได้แต่เมื่อใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรก่อนรายการพิเศษเป็นตัวแปรควบคุม มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กลับมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของกิจการ
สุกานี เกื้อพรหม	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	2553	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มขององค์กร กรณีศึกษา: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความเหมาะสมสำหรับการนำไปใช้ในการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรได้มากกว่าการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดและขับเคลื่อนที่สำคัญในการสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าเพิ่มขององค์กรว่ามีประสิทธิภาพในการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ที่วางไว้ได้

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
พชรณ อ่อนละมัย วรรณรพี บานชื่นจิตร	1) มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ 2) ราคาหลักทรัพย์	2551	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจ พลังงานในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2545 - 2550	มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับ ราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่า ความสัมพันธ์ ที่มีเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปทิศทางเดียวกัน หรือมีความสัมพันธ์ผกผันกัน นั่นคือ เมื่อค่าของ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ราคาของ หลักทรัพย์ก็ลดลง
อาษาต์ สุวรรณพฤกษ์	1) มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ 2) กระแสเงินสด อิสระ	2556	อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสด อิสระ มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่ม ทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตรา ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของ บริษัทจดทะเบียน ในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน กลุ่ม SET100	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ส่งผลอิทธิพล ทางตรงข้ามต่ออัตราผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ (HPR) อย่างมีนัยสำคัญ 2) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตรา ผลตอบแทนหลักทรัพย์และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
นริศรา นันตาภิวัฒน์	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ 2) ราคาหลักทรัพย์	2550	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเชิงเศรษฐกิจซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายปันผล	โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสามารถนำมาอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ แต่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์
ปรีชาภรณ์ อ่อนแก้ว	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ 2) กระแสเงินสดอิสระ 3) ราคาหลักทรัพย์	2549	การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ 2) กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผล มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ 3) กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล กระแสเงินสดอิสระไม่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
ธวัชชัย วรสุนทร	กระแสเงินสดอิสระ	2557	ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100	FCF มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตัวแปรควบคุมอีกด้วย ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 พิจารณาว่าการมี FCF ที่มากอาจเกิดผลในทางลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
ปราณญาดา สถาปนรัตนกุล และ ประยูร โตสงวน	1) กระแสเงินสดอิสระ 2) ราคาตลาดของหลักทรัพย์	2558	ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	รายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กระแสเงินสดและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรอื่น ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ข้อมูลกระแสเงินสดโดยเฉพาะ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดอิสระ เป็นข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
นันทนินท์ สวรรค์วัฒนกุล	กระแสเงินสดอิสระ	2553	ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร และ กระแสเงินสดอิสระ ส่วนเกิน และ คณะกรรมการตรวจสอบ	กระแสเงินสดอิสระจากการดำเนินงานสาวนเกินมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับระดับของการจัดการกำไร หมายความว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะปรับปรุงกำไรในทางใดทางหนึ่งผ่านการใช้จ่ายเงินในรายการคงค้างทางบัญชีของบริษัท เพื่อปกปิดสถานะและผลการบริหารที่แท้จริง อาจเป็นผลมาจากการตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น
อริษา สุรัสโม	ราคาตลาดหลักทรัพย์	2554	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษากลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค	อัตราส่วนทางการเงิน มีความสัมพันธ์กับอย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
ภัทรา กล้าแสง	ราคาตลาด หลักทรัพย์	2554	การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับ ประสิทธิภาพในการบริหาร ลูกหนี้การค้า กรณีศึกษา บริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจ การเกษตร	ประสิทธิภาพในการบริหารลูกหนี้การค้ามี ความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์
เบญจวรรณ แซ่ลี	ราคาหลักทรัพย์	2555	ความสัมพันธ์ระหว่าง การ เปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับราคาหลักทรัพย์ของ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมด้านการ ปฏิบัติที่เป็นธรรมและด้านการมีส่วนร่วมของชุมชน และการพัฒนาชุมชน มีความสัมพันธ์ในทิศทาง เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ด้านสิ่งแวดล้อมมี ความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์
ชัยรัตน์ ทัดสุรวงศ์	ราคาตลาด หลักทรัพย์	2551	ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาด ของกลุ่มพลังงาน	ปัจจัยที่กำหนดมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์กลุ่ม พลังงาน ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมัน ในตลาด ยอดสะสมเงินลงทุนของนักลงทุน ต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยพื้นฐาน

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

นามผู้ศึกษา	ตัวแปรที่ศึกษา	ปี	เรื่องที่ศึกษา	ผลการศึกษา
ภาณุภูมิ อุโนจิตติ	ราคาหลักทรัพย์	2557	การเคลื่อนไหวของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์จากการควบรวมกิจการ: กรณีศึกษาธุรกิจบริการการแพทย์	การควบรวมกิจการนั้นส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปในทางที่สูงขึ้น โดยการเปลี่ยนแปลงในช่วงประกาศควบรวมกิจการก็มีการทำให้มีการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นแล้ว แต่หลังจากควบรวมกิจการราคาหลักทรัพย์กลับมีการเปลี่ยนแปลงที่สูงกว่า
ขวัญฤทัย บุญถึง	ราคาหลักทรัพย์	2555	ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ปี 2550 - 2552 มีแนวโน้มลดลง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูล กำไรทางบัญชี อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นและขนาดกิจการ พบว่า กำไรทางบัญชี อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นและขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก ในขณะที่ระดับการเปิดเผยข้อมูลมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ในการดำเนินการศึกษาผู้วิจัยได้ดำเนินการศึกษาโดยเริ่มตั้งแต่การกำหนดแหล่งที่มาของข้อมูล การกำหนดประชากรและตัวอย่าง การกำหนดเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การกำหนดวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล และการกำหนดวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล ดังจะได้อธิบายต่อไปนี้

3.1 ประชากร และตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 574 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559)

สำหรับตัวอย่างผู้วิจัยได้เลือก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET100 จำนวน 77 บริษัท ดังตารางที่ 3.5

ผู้วิจัยได้ใช้วิธีคัดเลือกตัวอย่างดังนี้

1. ตัดบริษัทประเภท สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัยและประกันชีวิต จำนวน 12 บริษัท ดังตารางที่ 3.2 เนื่องจากงบการเงินของกิจการในกลุ่มดังกล่าวมีการจัดประเภทของรายการที่แตกต่างไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป

2. ตัดบริษัทที่มีได้รายงานงบการเงินประจำปี ณ วันที่ 31 ธันวาคมของแต่ละปี จำนวน 5 บริษัท ดังตารางที่ 3.3 และ

3. ตัดบริษัทที่มีได้รายงานข้อมูลงบการเงินระหว่างปี 2556 - 2558 จำนวน 6 บริษัท ดังตารางที่ 3.4

ดังนั้นจึงเหลือตัวอย่างจำนวน 77 บริษัท โดยทำการเก็บข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี ระหว่างปี 2556 - 2558 สาเหตุที่เลือกช่วงเวลาดังกล่าวเนื่องจากเป็นช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวขึ้น หลังจากที่มีการชะลอตัวในปีก่อนที่ทำการศึกษา (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2558) ซึ่งได้ตัวอย่างทั้งสิ้น 231 รายปีรายบริษัท (Firm years)

ตารางที่ 3.1 รายชื่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET100

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
1.	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	AAV
2.	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC
3.	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	AMATA
4.	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	ANAN
5.	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT
6.	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	AP
7.	บริษัท เอเชีย พลัส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	ASP
8.	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BA
9.	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU
10.	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BBL
11.	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP
12.	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)	BDMS
13.	บริษัท บีวดี คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)	BEAUTY
14.	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	BEC
15.	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BECL
16.	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	BH
17.	บริษัท บีเจซี เฮฟวี่ อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	BJCHI
18.	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	BLAND
19.	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BMCL
20.	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS
21.	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	CBG
22.	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	CENTEL
23.	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK
24.	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)	CKP
25.	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL
26.	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF
27.	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
28.	บริษัทเดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA
29.	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	DEMCO
30.	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	DTAC
31.	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)	EARTH
32.	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO
33.	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ERW
34.	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	GFPT
35.	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	GLOBAL
36.	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW
37.	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	GUNKUL
38.	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA
39.	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO
40.	บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ICHI
41.	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	INTUCH
42.	บริษัท อินเตอร์เนชั่นแนล รีเสริช คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	IRCP
43.	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	ITD
44.	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	IVL
45.	บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS
46.	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK
47.	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	KCE
48.	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTB
49.	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	KKP
50.	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTC
51.	บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เซียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	LHBSNK
52.	บริษัท แลนด์เอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH
53.	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)	LOXLEY
54.	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	LPN

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
55.	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	M
56.	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAJOR
57.	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MC
58.	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT
59.	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MONO
60.	บริษัท พุกกะยา เรียดเอสเตท จำกัด (มหาชน)	PS
61.	บริษัท พรีเมียมชิปปิง จำกัด (มหาชน)	PSL
62.	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT
63.	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP
64.	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC
65.	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	QH
66.	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RATCH
67.	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS
68.	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	RS
69.	บริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน)	S
70.	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SAMART
71.	บริษัท เซ็ปปี้ จำกัด (มหาชน)	SAPPE
72.	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	SCB
73.	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	SCC
74.	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	SF
75.	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)	SGP
76.	บริษัท แชนสิริ จำกัด (มหาชน)	SIRI
77.	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SPALI
78.	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	SPCG
79.	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	STEC
80.	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	STPI

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
81.	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	SVI
82.	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด (มหาชน)	SAWAD
83.	บริษัท ทุนชนชาติ จำกัด (มหาชน)	TCAP
84.	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI
85.	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM
86.	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	TICON
87.	บริษัท ทิสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TISCO
88.	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	TMB
89.	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP
90.	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	TPIPL
91.	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE
92.	บริษัท โทริเซนไทย เอเยนซีส์ จำกัด (มหาชน)	TTA
93.	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)	TTCL
94.	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	TTW
95.	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TU
96.	บริษัท ยู ซีดี จำกัด (มหาชน)	U
97.	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	UNIQ
98.	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	UV
99.	บริษัท วีจีไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	VGI
100.	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	WHA

(ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559)

ตารางที่ 3.2 รายชื่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
1.	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BBL
2.	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTB
3.	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด (มหาชน)	SAWAD
4.	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	SCB
5.	บริษัท ทูมธนาชาติ จำกัด (มหาชน)	TCAP
6.	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK
7.	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	TMB
8.	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	KKP
9.	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTC
10.	บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ปจำกัด (มหาชน)	LHBSNK
11.	บริษัท ทีสโก้ไฟแนนซ์เชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TISCO
12.	บริษัท เอเซีย พลัส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	ASP

(ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559)

ตารางที่ 3.3 รายชื่อบริษัทที่มีได้รายงานงบการเงินประจำปี ณ วันที่ 31 ธันวาคม

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
1.	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT
2.	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	BLAND
3.	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS
4.	บริษัท โทริเชนไทย เอเยนซ์ซีส์ จำกัด (มหาชน)	TTA
5.	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	VGI

(ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559)

ตารางที่ 3.4 บริษัทที่มีได้รายงานข้อมูลงบการเงินระหว่างปี 2556 - 2558

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
1.	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BA
2.	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BECL
3.	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BMCL
4.	บริษัท การบาบารูป จำกัด (มหาชน)	CBG
5.	บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ICHI
6.	บริษัท เชื้อปเป้ จำกัด (มหาชน)	SAPPE

(ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559)

ตารางที่ 3.5 รายชื่อบริษัทตัวอย่างที่ใช้สำหรับงานวิจัย

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
1.	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	AAV
2.	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC
3.	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	AMATA
4.	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	ANAN
5.	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	AP
6.	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU
7.	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP
8.	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	BDMS
9.	บริษัท บีวดี คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)	BEAUTY
10.	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	BEC
11.	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	BH
12.	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	BJCHI
13.	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	CENTEL
14.	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK

ตารางที่ 3.5 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
15.	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)	CKP
16.	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL
17.	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF
18.	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN
19.	บริษัท เอลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA
20.	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	DEMCO
21.	บริษัท โทเทิล แอ็กเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	DTAC
22.	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)	EARTH
23.	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO
24.	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ERW
25.	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	GFPT
26.	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	GLOBAL
27.	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW
28.	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	GUNKUL
29.	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA
30.	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO
31.	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	INTUCH
32.	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล รีเสิร์ช คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	IRCP
33.	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	ITD
34.	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	IVL
35.	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS
36.	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	KCE
37.	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH
38.	บริษัท ล็อกซเลย์ จำกัด (มหาชน)	LOXLEY
39.	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	LPN
40.	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	M

ตารางที่ 3.5 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
41.	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAJOR
42.	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MC
43.	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT
44.	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MONO
45.	บริษัท พุกกษา เรียดเอสเตท จำกัด (มหาชน)	PS
46.	บริษัท พรีเมียม ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	PSL
47.	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT
48.	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP
49.	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC
50.	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	QH
51.	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RATCH
52.	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS
53.	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	RS
54.	บริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน)	S
55.	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SAMART
56.	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)	SCC
57.	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SF
58.	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)	SGP
59.	บริษัท แชนสิริ จำกัด (มหาชน)	SIRI
60.	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SPALI
61.	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	SPCG
62.	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)	STEC
63.	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	STPI
64.	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	SVI
65.	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI
66.	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM

ตารางที่ 3.5 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์
67.	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	TICON
68.	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP
69.	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	TPIPL
70.	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE
71.	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)	TTCL
72.	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	TTW
73.	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TU
74.	บริษัท ยู ซีดี จำกัด (มหาชน)	U
75.	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	UNIQ
76.	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	UV
77.	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	WHA

(ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559)

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการรวบรวมข้อมูล

การศึกษาอิทธิพลของตัววัดประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากหลายแหล่งและใช้เครื่องมือในการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลหลายรูปแบบเพื่อให้ได้ผลวิจัยที่น่าเชื่อถือและถูกต้องภายในเวลาที่กำหนด โดยจัดทำเป็นกระดาษทำการในการรวบรวมข้อมูล ซึ่งต้องมีการคำนวณเพื่อให้ได้ข้อมูลที่ต้องการเพื่อนำไปวิเคราะห์ข้อมูล ตัวแปรตามกรอบแนวคิดการวิจัย ซึ่งได้แก่ ราคาตลาดหลักทรัพย์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดอิสระ และกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน หลังหักภาษี ผู้วิจัยจะนำค่าที่ได้มาบันทึกลงในกระดาษทำการดังนี้

ตารางที่ 3.6 กระดาษทำการที่ใช้ในการเก็บข้อมูล

NAME	MV	EVA				EBITDA	NOPAT	FCF
		NOPAT adj	IC adj	WACC	EVA			
1.								
2.								
3.								
4.								
5.								
6.								
7.								
8.								

3.3 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษานี้ได้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ โดยศึกษาจากงบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56 - 1) จากฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์บนอินเทอร์เน็ต (SETSMART) เพื่อใช้ข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์และอนุพันธ์ย้อนหลัง ดัชนีย้อนหลัง ข้อมูลทางสถิติที่สำคัญ พร้อมทั้งข้อมูลสารสนเทศของตัวอย่าง

3.4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET100 ผู้วิจัยจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติมาทำการประมวลผล และนำหลักการทางสถิติมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้ เพื่อหาว่าตัวแปรมีอิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อกันหรือไม่ โดยเครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้ มีดังนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

อธิบายลักษณะข้อมูลที่เก็บรวบรวมมา และนำข้อมูลที่ได้แสดงในรูปของค่าทางสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้จากข้อมูลเบื้องต้นของแต่ละบริษัท ในการศึกษาประกอบด้วยการแจกแจงความถี่ และค่าร้อยละ

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

2.1 การวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation) เพื่อดูทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 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

2.2 การวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นเพื่อทดสอบสมมติฐาน คือการทดสอบสัมประสิทธิ์เส้นทาง (Path Coefficients) ของ Inner model (ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม) ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง แสดงถึง ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

บทที่ 4

ผลการวิจัย

การวิจัยเรื่องอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อเพื่อศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลไว้ดังนี้

4.1 ข้อมูลลักษณะทั่วไปของตัวอย่างโดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2 ผลการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

4.2.1 ผลการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation)

4.2.2 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis)

4.2.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit)

4.1 ข้อมูลลักษณะทั่วไปของตัวอย่างโดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

สถิติเชิงพรรณนาเป็นการสรุปถึงลักษณะทั่วไปในขั้นต้นของข้อมูล จะอยู่ในรูปของการแจกแจงความถี่ การหาสัดส่วนหรือร้อยละ โดยงานวิจัยเรื่องอิทธิพลของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับตัววัดผลประกอบการทางบัญชีที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 ลักษณะทั่วไปของตัวอย่าง

ลักษณะ	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
ประเภทอุตสาหกรรม		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	6.49
ทรัพยากร	15	19.48
เทคโนโลยี	12	15.58
บริการ	18	23.38
สินค้าอุตสาหกรรม	2	2.60
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	25	32.47
รวม	77	100.00
ทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้ว (ล้านบาท)		
100 - 1,000	20	25.97
1001 - 10,000	45	58.44
10,001 - 100,000	10	13.42
100,001 - 1,000,000	2	2.16
รวม	77	100.00

จากตารางที่ 4.1 พบว่า ลักษณะทั่วไปของตัวอย่างส่วนใหญ่เป็น บริษัทที่อยู่ใน อุตสาหกรรมประเภทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง คิดเป็นร้อยละ 32.47 รองลงมาคือ อุตสาหกรรม ประเภทบริการและอุตสาหกรรมประเภททรัพยากร คิดเป็นร้อยละ 23.38 และ 19.48 ตามลำดับ สำหรับขนาดของทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วส่วนใหญ่อยู่ระหว่าง 1,000 - 10,000 ล้านบาท คิดเป็น ร้อยละ 58.44 รองลงมาอยู่ระหว่าง 100 - 1,000 ล้านบาท และ 10,001 - 100,000 ล้านบาท คิดเป็น ร้อยละ 25.97 และ 13.42 ตามลำดับ

4.2 ผลการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

4.2.1 ผลการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสาเหตุ ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ (Independence Variable) ตัวแปรแทรกกลาง (Intervening Variable) และตัวแปรตาม (Dependence Variable) สำหรับงานวิจัยนี้ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ 3 ตัวแปร คือ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) ตัวแปรตาม 1 ตัวแปร คือ ราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) และตัวแปรแทรกกลาง 1 ตัวแปร คือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

ตารางที่ 4.2 ผลการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation)

Variable	MV	EVA	EBITDA	FCF	NOPAT
MV					
EVA	-.851***				
EBITDA	.832***	-.910***			
FCF	.727***	-.686***	.822***		
NOPAT	.766***	-.807***	.887***	.651***	

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

จากตารางที่ 4.2 เมื่อพิจารณาตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) เป็นตัวแปรตาม พบว่าตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) และตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.851 ถึง 0.832 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) มากที่สุดคือ ตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.832 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 รองลงมาคือ ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) และตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.766 และ 0.727 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ตามลำดับ สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับตัวแปรราคา

ตลาดหลักทรัพย์ คือตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.851 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

เมื่อพิจารณาตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นตัวแปรตาม พบว่า ตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) และตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) และมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.910 ถึง -0.686 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มากที่สุดคือ ตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.910 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 รองลงมาคือ ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) และตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.807 และ -0.686 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) และตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) พบว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.651 ถึง 0.887 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

4.2.2 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทาง (Path Analysis)

งานวิจัยครั้งนี้ได้ทดสอบสมมติฐานงานวิจัย โดยใช้การวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (Path Analysis) เพื่อบอกขนาดอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างเส้นระหว่างตัวแปรสาเหตุ (Cause Variable) 3 ตัวแปร ได้แก่ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) ตัวแปรแทรกกลาง (Intervening Variable) 1 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และตัวแปรตาม 1 ตัวแปร ได้แก่ ราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) โดยสมมติฐานงานวิจัยนี้มี 8 สมมติฐานดังนี้

H1: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H2: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H3: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

- H4: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
- H5: กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
- H6: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์
- H7: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
- H8: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตารางที่ 4.3 ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

	Path Coefficients	P
EBITDA -> EVA	-1.069	***
FCF -> EVA	0.193	***
EBITDA -> MV	-0.256	0.042
FCF -> MV	0.319	***
NOPAT -> MV	0.247	***
EVA -> MV	-0.664	***
EBITDA -> EVA -> MV	0.710	***
FCF -> EVA -> MV	-0.128	***

*** is significantly different at the 0.001 level (two-tailed).

จากตารางที่ 4.3 สามารถวิเคราะห์ผลการทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานการวิจัย H1 เป็นการทดสอบกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า -1.069 ค่า และมีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานการวิจัย H2 เป็นการทดสอบกระแสเงิน สดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า 0.193 ค่า และมีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานการวิจัย H3 เป็นการทดสอบกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า -0.256 ค่า มีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.05$ แสดงให้เห็นว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัย H4 เป็นการทดสอบกระแสเงิน สดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า 0.319 ค่า มีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่ากระแสเงิน สดอิสระ มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัย H5 เป็นการทดสอบกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า 0.247 มีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัย H6 เป็นการทดสอบมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า -0.664 มีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงต่อ

ราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัย H7 เป็นการทดสอบกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า 0.710 มีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานการวิจัย H8 เป็นการทดสอบกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากตารางที่ 4.3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficients) พบว่ามีค่า -0.128 ค่า มีระดับนัยสำคัญที่ $p < 0.01$ แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

4.2.3 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit)

ความสัมพันธ์ของโมเดลเชิงโครงสร้าง สามารถพิจารณาได้จาก ค่าอิทธิพลโดยรวม (Total Effect) คือ ค่าอิทธิพลของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตามนั้นๆ โดยพิจารณาทั้งอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ซึ่งพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Coefficient) และอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) โดยสามารถพิจารณาได้ว่าอิทธิพลที่มีผลต่อตัวแปรตามนั้น เกิดจากค่าอิทธิพลทางตรงหรือค่าอิทธิพลทางอ้อมมากกว่าและจะทำให้ทราบว่าหากต้องการที่จะศึกษาถึงตัวแปรตามนั้นควรจะศึกษาแบบทางตรงหรือทางอ้อมที่ผ่านตัวแปรคั่นกลางจึงจะเหมาะสม ดังนี้

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง ทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ

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 4.4 ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง ทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุที่เป็นอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัววัดผลทางประกอบการทางบัญชีและ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ พบว่า

เมื่อพิจารณาตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นตัวแปรตาม พบว่าตัววัดผลประกอบการที่มีอิทธิพลทางตรงมากที่สุดได้แก่ ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) เป็นตัวแปรทำนายที่มีขนาดอิทธิพลทางตรงต่อตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.193 รองลงมาคือตัวแปรตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ - 0.169 โดยตัวแปรทำนายสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (R^2) ได้เท่ากับร้อยละ 84.0

เมื่อพิจารณาตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) เป็นตัวแปรตาม พบว่าตัววัดผลประกอบการที่มีอิทธิพลทางตรงมากที่สุดได้แก่ ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) ตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นตัวแปรทำนายที่มีขนาดอิทธิพลทางตรงต่อตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.319, 0.247, - 0.256 และ - 0.664 ตามลำดับ โดย

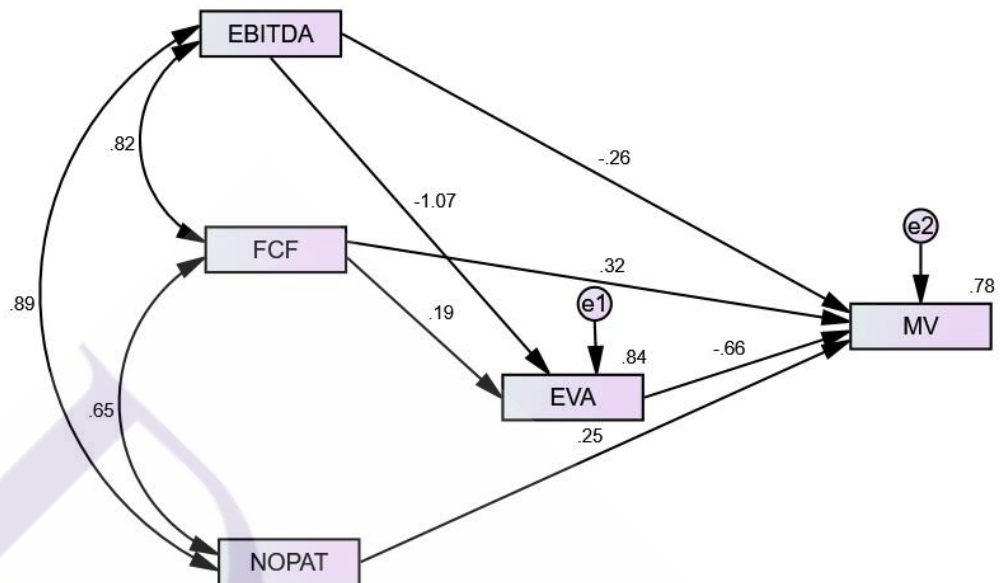
ตัวแปรทำนายสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (R^2) ได้เท่ากับร้อยละ 78.0

สำหรับผลการวิเคราะห์ขนาดของอิทธิพลทางอ้อม พบว่า ตัววัดผลประกอบการที่มีอิทธิพลทางอ้อมมากที่สุดได้แก่ 'ได้แก่' ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) เป็นตัวแปรทำนายที่มีขนาดอิทธิพลทางอ้อมต่อตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.710 รองลงมาคือตัวแปรตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ -0.128 โดยตัวแปรทำนายสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (R^2) ได้เท่ากับร้อยละ 78.0 และสำหรับผลการวิเคราะห์ขนาดของอิทธิพลรวม พบว่า ตัววัดผลประกอบการที่มีอิทธิพลรวมมากที่สุดได้แก่ 'ได้แก่' ตัวแปรกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) ตัวแปรกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ (FCF) และตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นตัวแปรทำนายที่มีขนาดอิทธิพลรวมต่อตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.454, 0.247, 0.191 และ -0.664 ตามลำดับ โดยตัวแปรทำนายสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรราคาตลาดหลักทรัพย์ (R^2) ได้เท่ากับร้อยละ 78.0

การตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit)

จากกรอบแนวคิดงานวิจัยเป็นการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (Path Analysis) เพื่อบอกขนาดอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างเส้นระหว่างตัวแปรสาเหตุ (Cause Variable) 3 ตัวแปร 'ได้แก่' กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) ตัวแปรแทรกกลาง (Intervening Variable) 1 ตัวแปร 'ได้แก่' มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และตัวแปรตาม 1 ตัวแปร 'ได้แก่' ราคาตลาดหลักทรัพย์ (MV) 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 4.1



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

ภาพที่ 4.1 ผลการวิเคราะห์ห้ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ และการตรวจสอบความเข้ากันได้ดีของแบบจำลอง (Model Fit)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาว่าตัววัดผลทางประกอบการทางบัญชีสามารถอธิบายราคาตลาดหลักทรัพย์ของกิจการ ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่ โดยทำการศึกษาอิทธิพลของตัววัดผลประกอบการทางบัญชี ซึ่งได้แก่ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและ ค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 เพื่อหาวิธีการวัดมูลค่าของกิจการที่ดีที่สุด อีกทั้งงานวิจัยหลากหลายเล่มที่ผลการวิจัยเกี่ยวกับวิธีการวัดมูลค่าของกิจการตามวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับวิธีการวัดมูลค่าของกิจการด้วยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพื่อหาข้อสรุปเกี่ยวกับการวัดมูลค่าของกิจการ

5.1 สรุปผลการวิจัย

1. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 1.069
2. กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.193
3. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 0.256
4. กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.319
5. กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์หมายความว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.247
6. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ - 0.664

7. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.710

8. กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ -0.128

5.2 การอภิปรายผล

จากการวิจัยและผลการวิเคราะห์สามารถอธิบายวัตถุประสงค์และสมมติฐานการวิจัย ซึ่งเป็นไปตามหลักแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ทบทวนมา ดังนี้

1. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ -1.069 เนื่องจากการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้นจะต้องมีการหักกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ (NOPAT) ก่อนจึงจะทำการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อไปได้ โดยกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้นั้นจะได้อาจมาจากการนำกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มาหักค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ภาษีเงินได้ และภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่าย อีกทั้งยังมีรายการปรับปรุงที่ต้องทำการปรับปรุงในกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้และเงินลงทุน (Invested Capital) จึงส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง อย่างไรก็ตามกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายกลับมีอิทธิพลทางอ้อมต่อราคาตลาดหลักทรัพย์โดยส่งผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.710 และมีค่าอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.454 หมายความว่าถ้ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง แต่จะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) พบว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายพบว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย สามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้นได้ดีที่สุดและยังมีงานวิจัยที่พบว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (อรรถโชติ เรื่องปีตาภรณ์, 2553)

2. กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.193 หมายความว่าถ้าบริษัทมีกระแสเงินสดแต่ละปี

เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มตามด้วย จึงตรงตามทฤษฎีที่ว่ากระแสเงินสดที่สะสมมาแต่ละปีจะส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Feng (2007) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับตัววัดมูลค่าผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีนพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ 0.067 ในระดับนัยสำคัญ 0.05 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Young and Stephen (2000) พบว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นการวัดมูลค่าเพื่อประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท รวมถึงงานวิจัยของ อาษาต์ สุวรรณพุกภัย (2556) โดยได้ทำการศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม 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 จึงทำให้ค่าอิทธิพลทางอ้อมของกระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางตรงข้าม และส่งผลให้ค่าอิทธิพลรวมลดลง

3. กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.247 หมายความว่าหากกิจการมีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Samadiyan et al. (2013) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรจากการดำเนินงาน และ กระแสเงินสด กับผลตอบแทนหุ้น โดยทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกรุงเทพฯ ประเทศไทย จำนวน 120 บริษัท ในช่วงปี 2003 และปี 2010 พบว่า กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษี สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและกระแสเงินสดในการดำเนินงาน รวมถึงกิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์ (2550) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดได้ตามวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไร(ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่า

เสื่อมราคา 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. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงข้ามต่อราคาตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ -0.664 หมายความว่าถ้ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan et al. (2012) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ซึ่งเปรียบเทียบตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ รายได้สุทธิ (NI) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) โดยทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ปารีสสถานผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนหุ้นได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกำไรสุทธิ และเมื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยพบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลตอบแทนหุ้น และ Visaltanachoti et al. (2008) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยและภาษี และกำไรส่วนที่เหลืออธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อาจเนื่องมาจากองค์ประกอบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีส่วนทำให้ความสัมพันธ์ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทน เช่น รายจ่ายฝ่ายทุน เช่นเดียวกับ Onger (2014) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางเศรษฐกิจและมูลค่าบัญชีในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในประเทศเคนยา จำนวน 30 แห่ง ระหว่างปี 2008 - 2012 ซึ่งใช้การวิเคราะห์การถดถอยในการหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางเศรษฐกิจและมูลค่าบัญชี พบว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์และรายได้ต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์แบบผกผัน และพิชามณูช อุตราภรณ์ (2553) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ ซึ่งผลการทดสอบได้ปฏิเสธสมมติฐานที่ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ โดยผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการได้

เลยและงานวิจัยของ พชรฉน อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่นจิตร (2551) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2545 - 2550 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่า ความสัมพันธ์ที่มีเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปทิศทางเดียวกัน หรือมีความสัมพันธ์ผกผันกัน นั่นคือ เมื่อค่าของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ราคาของหลักทรัพย์กลับลดลง และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ส่งอิทธิพลทางตรงข้ามต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (HPR) อย่างมีนัยสำคัญ

5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

1. เนื่องจากการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต้องอาศัยข้อมูลที่ละเอียด ซึ่งข้อมูลส่วนใหญ่ที่เปิดเผยทั่วไปมีความละเอียดในข้อมูลไม่เพียงพอ และรายการทางบัญชีและวิธีการบัญชีของบางบริษัทที่ทำการวิเคราะห์ ยังมีความซับซ้อนเกินกว่าที่จะใช้ข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินมาคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้จึงเป็นผลให้ค่าของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณออกมาได้นั้นค่อนข้างจะคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง

2. รายการปรับปรุงในการคำนวณ กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และเงินลงทุน (Investment Capital) เพื่อใช้ในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้น ไม่มีการกำหนดเป็นเกณฑ์ที่แน่นอนเอาไว้ถึงจำนวนและประเภทของรายการปรับปรุงที่ควรใช้ อีกทั้งยังมีความหลากหลายอยู่มากของรายการปรับปรุงในแต่ละตำรา ดังนั้นจึงขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้นำไปใช้อย่างมาก และอาจจะส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณได้

3. งานวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเฉพาะบริษัทที่อยู่ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งหมายถึงไม่ได้ครอบคลุมถึงบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้จึงไม่สามารถอธิบายได้กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ได้เพราะมีลักษณะการนำเสนองบการเงินที่มีมาตรฐานการบัญชีที่แตกต่างกันอยู่

4. การใช้ CAPM ในการหาต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) เพื่อประมาณต้นทุนของผู้ถือหุ้นเป็นอีกข้อจำกัดหนึ่ง เพราะในความเป็นจริงอัตราผลตอบแทนของตลาดไม่ได้มีค่าเป็นบวกเสมอไปในทุกๆ ปี อาจทำให้การหาต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีประสิทธิภาพได้

5.4 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยนี้

1. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพียงตัวเดียวไม่สามารถอธิบายราคาตลาดหลักทรัพย์ได้ หากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณาจากกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายควบคู่กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่า

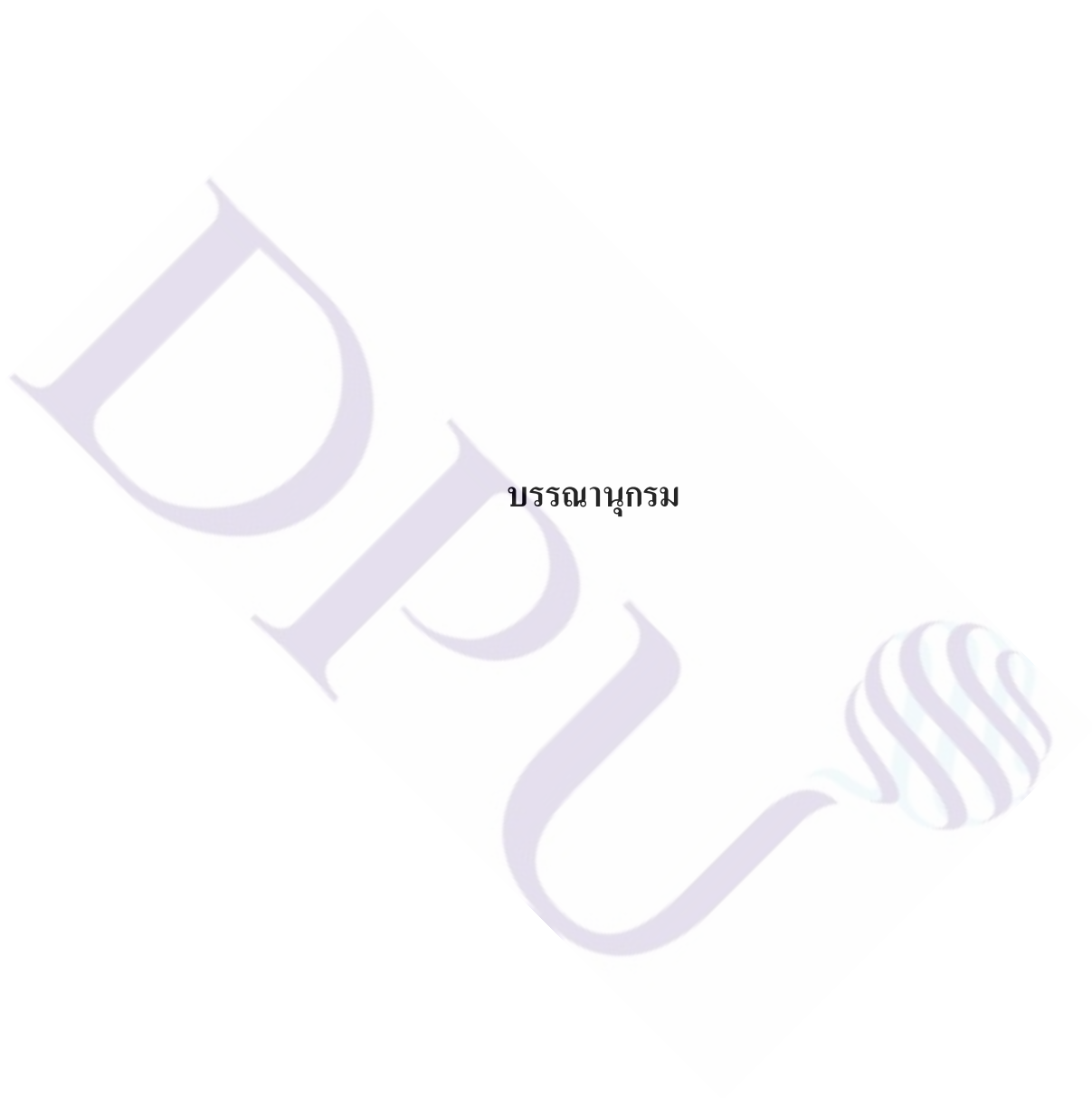
2. หากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณาเฉพาะ กระแสเงินสดอิสระกับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีซึ่งสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้

3. หากต้องการวัดมูลค่ากิจการจากราคาตลาดหลักทรัพย์ไม่ควรพิจารณาจากมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียว เนื่องจากไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยถัดไปสามารถเพิ่มหรือปรับเปลี่ยนตัวแปรที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ โดยการเพิ่มตัวแปรที่มีผลเกี่ยวข้องกับทางการเงินเช่น ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน เป็นต้น เพื่อความสมบูรณ์ของงานวิจัย และยังสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และมูลค่าของกิจการได้

2. งานวิจัยถัดไปอาจใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพเพิ่มเติม เช่น แนวคิดของนักลงทุนที่มีต่อโครงการหรือนโยบายของรัฐบาล แนวคิดของผู้บริหาร ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น



บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2556. การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (SEM) ด้วย AMOS. กรุงเทพฯ: ห้างหุ้นส่วนจำกัดสามลดา.
- กิตติพร หลิวโรจน์ทรัพย์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน กับราคาหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ขวัญฤทัย บุญถึง. (2555). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษา อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- คณิตร ลินลา. (2553). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการแพทย์. (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ชัยรัตน์ ทัดสุรวงศ์. (2551). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงาน. (สารนิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- เดือนใจ ประสานเหลือองวิไล. (2547). การศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและมูลค่าเพิ่มทางการตลาด: บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียมจำกัด (มหาชน). (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ธวัชชัย วรสุนทร. (2557). ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). นครราชสีมา: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน.
- ชานินทร์ ศิลป์จารุ. 2555. การวิจัยและวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วย SPSS และ AMOS. กรุงเทพฯ: เอส. อาร์. พรินต์ติ้ง แมสโปรดักส์.

- นริศรา นันตาภิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล
กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. (วิทยานิพนธ์ปริญญา
มหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นันทินันท์ สวรรค์วัฒนกุล. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร กระแสเงินสดอิสระ
ส่วนเกิน และคณะกรรมการตรวจสอบ. (สารนิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).
กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นันทวัน กิจอิทธิโชติ. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลกับผลประกอบการเชิงการเงินและ
มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- เบญจวรรณ แซ่ลี. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกับ
ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์บัณฑิตวิทยาลัย). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ปฎิเวธ จรุงเกียรติขจร. (2557). ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่ประกาศซื้อหุ้นคืนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ:
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสงวน. (255). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสด
และความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน การประชุมวิชาการและเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ
“สร้างสรรค์และพัฒนา เพื่อก้าวหน้าสู่ประชาคมอาเซียน ครั้งที่ 2 (น. 479 – 486).
นครราชสีมา. วิทยาลัยนครราชสีมา.
- ปริญภรณ์ อ่อนแก้ว. (2549). การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ
กระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัย
บูรพา.
- พรพรรณ อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2550). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่ม
ทางเศรษฐกิจศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยระหว่างปี 2545 - 2550. (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ:
มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

- พลวุฒิ ตันติวัฒนกุล. (2557). *ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2551 - 2555*. (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- พิชามณูช อุตราภรณ์. (2553). *มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ*. (สารนิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภัทรรา กล้าแสง. (2555). *การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับประสิทธิภาพในการบริหารลูกหนี้การค้า กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจเกษตร*. ใน วารสารวิชาการและวิจัย ฉบับพิเศษ การประชุมวิชาการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล ครั้งที่ 5 (หน้า 48 - 58). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล.
- ภาคภูมิ อุจน์จิตติ. (2557). *ความเคลื่อนไหวของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์จากการควบรวมกิจการ: กรณีศึกษาธุรกิจบริการการแพทย์*. (การวิจัยโครงการเฉพาะเรื่องปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์ และ พรอนงค์ บุษราตระกูล. (2549). *ถึงเวลาแล้วสำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic value added)*. กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุทธารัตน์ นรขุน. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิ (NI) กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (CFO) กำไรส่วนที่เหลือ (RI) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่ม SET100*. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สุภาณี เกื้อพรหม. (2553). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มขององค์กร กรณีศึกษา : บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (สารนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- หลักทรัพย์ทีสโก้. (2556, 23 ธันวาคม). *ตารางหุ้น*. กรุงเทพฯธุรกิจ, น.24 - 26.
- หลักทรัพย์ทีสโก้. (2557, 29 ธันวาคม). *ตารางหุ้น*. กรุงเทพฯธุรกิจ, น.24 - 26.
- หลักทรัพย์ทีสโก้. (2558, 28 ธันวาคม). *ตารางหุ้น*. กรุงเทพฯธุรกิจ, น.24 - 26.

- อรรถโชติ เรื่องปีตาภรณ์. (2553) *ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กับราคาหลักทรัพย์(กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค และหมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร)*. (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- อริษา สุรัสโม. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษา กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค*. (สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- อาษาดี สุวรรณพุกษ์. (2556). *อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100*. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์.
- เอกชัย บุญยาทิษฐาน. 2553. *การบริหารมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดดูเคชั่น.

ภาษาต่างประเทศ

- 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).

- Hosseinasab, 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.

ชื่อ - นามสกุล

ประวัติการศึกษา

ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน

ประวัติผู้เขียน

ศุภาพร โยสิทธิ์

สำเร็จการศึกษาปี 2556 บัณฑิต

มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดินปฏิบัติการ

สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน

