

อิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด
ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100.

**The Influence of Free Cash Flow, Economic Value Added and Market Value Added
to the Price Stock: The Empirical Study of the Listed Companies
in the Stock Exchange of Thailand in SET100.**

¹อาษาฬ สุวรรณพฤษ ²สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์ ²เนรนาท แก้วประเสริฐ ระฆังทอง
¹Arsa Suwannaphurk, ²Somnuk Aujiapongpan, ²Neeranat Kaewprasert rakangtong

¹หลักสูตรบริหารธุรกิจ สำนักวิชาการจัดการ มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์
²สำนักวิชาการจัดการ มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์

¹Master of Business Administration Program, School of Management, Walailak University

²Administration Program, School of Management, Walailak University

E-mail: arsyo_tkd@hotmail.com

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้จัดทำขึ้นมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ในการพัฒนาแบบจำลอง พร้อมทั้งตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์และศึกษาอิทธิพลเชิงสาเหตุที่เกิดขึ้นระหว่างปัจจัย ทั้งนี้งานวิจัยให้ความสนใจศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 การวิจัยเป็นการเก็บข้อมูลเชิงปริมาณโดยใช้งบการเงินและข้อมูลทางการเงินของแต่ละตัวแปร เพื่อนำมาวิเคราะห์ตามสมการของแต่ละปัจจัย

ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลองกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Chi-Square (χ^2) = 0.00, df = 0, P-value = 1.0000 และ RMSEA = 0.00) จากการศึกษาจึงพบว่าปัจจัยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงข้ามต่อราคาของหลักทรัพย์ อีกทั้งมูลค่าเพิ่มทางการตลาดและกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาของหลักทรัพย์

คำสำคัญ: กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research was conducted with the aim to study the relation and influence of Free Cash Flow, Economic Value Added and Market Value Added Effect to the Price stock. Using Structural Equation Modeling (SEM) to develop a model, to inspect consistency between the model and empirical data and to study the effects of factors. The listed 100 companies in the Stock Exchange of Thailand (SET100) were been used in this study. The study had been collected by the quantitative method using the set of financial budget and financial data, according to analyzing equation of each factor.

The results indicated that the model fitted the empirical data (Chi-Square = 0.00, df = 0, P-value = 1.0000, RMSEA = 0.00). It also revealed that the Economic Value Added has indirect effect on the price stock, Market Value Added has direct effect on the price stock and Free Cash Flow has direct effect on the price stock.

Keywords: Free Cash Flow, Economic Value Added, Market Value Added, The stock exchange of Thailand (SET).

Paper type Research



WMS Journal of Management

Walailak University

Vol.3 No.2 (May – Aug 2014): หน้า 57 - 65

1. บทนำ

ปัจจุบันการออมเงินและการลงทุนเป็นสิ่งสำคัญเพื่อการสร้างความมั่งคั่งและการเพิ่มมูลค่าของตัวเงินลงทุน ซึ่งสามารถกระทำได้หลายวิธี อย่างเช่น การฝากเงินธนาคาร การลงทุนในตราสารหนี้ การลงทุนในตราสารทุนและการนำเงินไปลงทุนอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น งานวิจัยนี้มุ่งเน้นและพิจารณาความสามารถในการลงทุนในตราสารทุน ที่เรียกว่าหลักทรัพย์หรือหุ้น

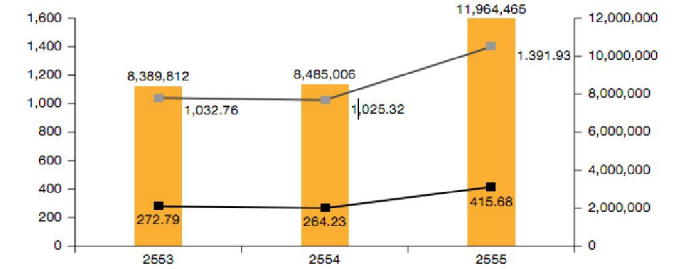
เนื่องจากในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์มีความน่าสนใจต่อนักลงทุนทั้งในและนอกประเทศ โดยสะท้อนจากภาพรวมของตลาดที่ดัชนีมีการปรับตัวสูงขึ้นเรื่อยๆ จากช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่ผ่านมา และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น ราคาหลักทรัพย์และเงินปันผลปรับตัวเพิ่มขึ้นในหลายบริษัท โดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นตามทิศทางตลาดหลักทรัพย์ของ SET อยู่ที่ 11,831,448 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 40.72% จากสิ้นปี 2554 (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ดังแสดงในภาพที่ 1

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์
และมูลค่าหลักทรัพย์
ตามราคาตลาด (SET & mai)

■ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด
รวม SET และ mai
— SET index
— mai index

ที่มา: SETSMART

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (จุด)



ภาพที่ 1 แสดงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด SET ในช่วงเวลาปี พ.ศ. 2553 – 2555

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555)

จากที่กล่าวมาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์พยายามปรับตัวเพื่อรองรับความสามารถในการแข่งขันและสร้างความมั่งคั่งให้กับเจ้าของธุรกิจหรือผู้ถือหุ้นของบริษัท สิ่งสำคัญที่พิจารณามูลค่าของธุรกิจ คือการสร้างมูลค่าของธุรกิจสูงสุด (Value of Firm) หรือการสร้าง ความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximization of shareholder wealth) สิ่งซึ่งสะท้อนได้จากความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นอยู่ในรูปผลตอบแทนของบริษัท โดยงานวิจัยมุ่งเน้นศึกษาจากราคาของหลักทรัพย์ที่สะท้อนถึงมูลค่าและความมั่งคั่งของบริษัท (ณัฐกานต์ กุวงศ์บัณฑิต, 2549)

ด้วยเหตุนี้ การประเมินมูลค่าเพิ่มของบริษัท จึงเป็นเครื่องมือในการพัฒนาและวิธีการ เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น จากที่กล่าวมา ในการศึกษางานวิจัยได้ให้ความสำคัญการเพิ่มมูลค่าของบริษัท 3 ปัจจัย ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added) เนื่องจากเป็นปัจจัยที่

สามารถอธิบายการประเมินมูลค่าของบริษัทที่แท้จริงและเป็นที่ยอมรับเพื่อวัดมูลค่าที่แท้จริงของธุรกิจ ปัจจุบันนำมาใช้ตรวจสอบความสามารถของบริษัททั้งสถานะความสามารถการบริหารและการดำเนินงานของบริษัท

ดังนั้นงานวิจัยพิจารณาการประเมินมูลค่าที่แท้จริงเพื่อนำมาวิเคราะห์กับราคาหลักทรัพย์ สิ่งซึ่งสามารถสะท้อนการตัดสินใจในการลงทุนของหลักทรัพย์ และเป็นตัวชี้วัดความสามารถของแต่ละบริษัท โดยมุ่งเน้นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 หรือบริษัทที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก

วัตถุประสงค์

1.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100

1.2 เพื่อศึกษาอิทธิพลของ กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100

2. การทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิด

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในการศึกษาถึงปัจจัยกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์และอิทธิพลที่มีต่อราคาของหลักทรัพย์ ดังนี้

2.1 แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA)

เป็นแนวคิดที่ใช้เป็นเครื่องมือการประเมินความสามารถของธุรกิจทางเศรษฐศาสตร์ เมื่อปี 1990 อัลเฟรด มาร์แชลล์ ได้กล่าวถึง "กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income)" ว่าเป็นตัวชี้วัดทางการเงินโดยหมายความว่า ผลกำไรในการดำเนินงาน (Operating Profit) หักลบด้วยค่าใช้จ่ายเงินทุน (Capital Charge) ค่าใช้จ่ายเงินทุนเป็นต้นทุนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นรวมถึงค่าเสียโอกาสในต้นทุนของเงินทุนที่ลงทุนไป ซึ่งเป็นมูลค่าเพิ่มที่ธุรกิจสร้างขึ้นในช่วงเวลาหนึ่ง (ณัฐกานต์ กุวงศ์บัณฑิต, 2549) และ (Joel M. Stern et al., 2001)

Young S. David and Stephen F. O'Byrne, (2000) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นตัวชี้วัดที่แท้จริงในการวัดผลกำไร ที่เรียกว่า กำไรที่เหลืออยู่ เป็นดัชนีวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจที่แตกต่างจากดัชนีวัดชนิดอื่น เนื่องจากคำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของธุรกิจ โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของธุรกิจทั้งส่วนเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถคำนวณได้จากผลต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) กับต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ไปทั้งหมด (Capital Charge) นำมาคูณกับต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ย สามารถเขียนในรูปสมการดังนี้

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

$EVA = NOPAT - (\text{Cost of Capital} * \text{Invested Capital})$

โดยที่ $\text{Cost of Capital} = WACC$ (ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยของกิจการ หรือ Weighted Average Cost of Capital)

ดังนั้นสามารถแสดงได้ดังสมการที่ 1

สมการที่ 1

$EVA = NOPAT - (WACC * \text{Invested Capital})$

โดยที่

Economic Value added: EVA เป็นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการที่ได้รับอย่างแท้จริง

Net Operating Profit After Tax: NOPAT เป็นกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

Cost of Capital เป็นอัตราต้นทุนของเงินทุนหรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดว่าจะได้รับ

Weighted Average Cost of Capital: WACC เป็นอัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยของกิจการ การคำนวณอัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยของกิจการประกอบด้วยต้นทุนที่มาจากแหล่งเงินทุน 2 แหล่ง คือ ต้นทุนจากการก่อหนี้ (Cost of Debt: K_d) และต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity: K_e) ซึ่งโดยปกติแล้วต้นทุนจากการก่อหนี้ต่ำกว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะว่าการก่อหนี้กิจการต้องมีการชำระดอกเบี้ยจ่ายจึงทำให้กิจการสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อประหยัดภาษีจากการก่อหนี้ได้ (จันวิมล ตีบรรณเจต, 2550, หน้า 20)

Invested Capital เป็นเงินลงทุน ที่มาจากสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (ที่ผ่านจากการปรับปรุงรายการบัญชีตามวิธีของ EVA)

ทั้งนี้การแสดงค่า NOPAT และค่า Invested Capital ควรเป็นค่าที่หลังจากการปรับปรุงรายการทางบัญชีจะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดความเบี่ยงเบนหรือการบิดเบือนที่เกิดจากข้อมูลของฝ่ายบริหารในการจัดตกแต่งตัวเลขทางบัญชีและแก้ไขจุดอ่อนของหลักการทางบัญชีที่รับรองทั่วไป (ณัฐกานต์ กุวงศ์บัณฑิต, 2549, หน้า 22-23)

2) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value added)

ผู้ถือหุ้นจะมีความมั่งคั่งสูงสุดได้เมื่อผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนหรือมูลค่าตามราคาตลาด (Market Value) สูงกว่ามูลค่าการลงทุนตามบัญชี (Book Value) มากที่สุด (Eugene F. Brigham et al., 2010) ทั้งนี้ Stewart, G. Bennett, (1991, หน้า 180) กล่าวว่า เป็นผลต่างระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัทที่มาจากราคาหลักทรัพย์นั้น กับมูลค่าตามบัญชีของเงินทุน

โดยที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีเป้าหมายเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) แม้ว่าเป็นการเอื้อประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น แต่การสร้างความมั่งคั่งระยะยาวเกิดขึ้นเมื่อราคาหุ้นสูงอย่างมีเสถียรภาพ จากการบริหารมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทอย่างยั่งยืนและใช้ทรัพยากรที่จำกัดอย่างมีประสิทธิภาพ เพราะฉะนั้นบริษัทต้องทำให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีค่าเป็นบวก แต่ถ้ามูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นลบจะเห็นได้ว่าบริษัทไม่ประสบความสำเร็จและไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้และยังทำให้เงินทุนมีค่าลดลงในระยะยาวอีกด้วย (PENG, FANG-FANG, 2008, หน้า 15) และ (Young and O'Byrne, 2000, หน้า 29) ดังนั้น บริษัทจึงต้องสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้สูงสุดโดยทำให้ผลต่างของมูลค่าตามราคาตลาดในส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี (Young and O'Byrne, 2000, หน้า 29)

สามารถคำนวณมูลค่าเพิ่มทางการตลาดดังแสดงในสมการที่ 2

สมการที่ 2

$$\text{MVA} = \text{Market Value of equity} - \text{Equity capital supplied (booked value)}$$

หรือ

$$\text{MVA} = (\text{Stock price} * \text{number of shares}) - \text{Equity booked value}$$

ซึ่งมูลค่าเพิ่มทางการตลาดและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะนำข้อมูลราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยขึ้นกับผลงานในอนาคตของบริษัทมากกว่าผลงานในอดีต เพราะฉะนั้นในบางปีอาจมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่เป็นลบ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นบวกจากผลประกอบการโดยรวม ถ้านักลงทุนคาดว่าบริษัทนั้นมีศักยภาพในการเติบโตและสามารถทำกำไรได้ในอนาคต แม้ว่าบริษัทนั้นจะประสบปัญหาขาดทุนในขณะใดขณะหนึ่งก็ตาม (PENG, FANG-FANG, 2008, หน้า 15-16)

จากที่กล่าวมามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะแสดงถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นในระหว่างปีใดปีหนึ่ง ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดบ่งบอกถึงผลงานตลอดระยะเวลาที่บริษัทได้เริ่มก่อตั้งขึ้น และใช้ในการประเมินผลงานโดยรวมของทั้งบริษัท โดยทำให้เกิดผลต่างระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของเจ้าของบริษัทกับมูลค่าทางบัญชีของเงินทุนที่มาจากเจ้าของนั้นสูงสุด (Young and O'Byrne, 2000, หน้า 35-42)

3) กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow)

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่ หลังจากหักรายจ่ายจากการลงทุนของบริษัท บริษัทที่ดีนั้นประวัติย้อนหลังของกระแสเงินสดควรจะคงที่ หรือ โตขึ้นการสะสมของกระแสเงินสดอิสระ อาจบอกถึงความไม่ปกติของการบริหารงานภายในกิจการได้ (Stewart, G.B., 1991, หน้า 306-311)

ทั้งนี้กระแสเงินสดในโลกธุรกิจและการลงทุนเป็นสิ่งที่สำคัญไม่น้อย หลักทรัพย์ของบริษัทที่มีกระแสเงินสดแนวโน้มที่ดีก็แปลว่าบริษัทนั้น มีความสามารถในการบริหารเงินที่ดี มีความสามารถในการจ่ายหนี้ได้ดี มีเงินเหลือมาปรับปรุงกิจการได้ และสามารถจ่ายปันผลได้ดีด้วย สภาพของกระแสเงินสดอาจบอกได้จาก กระแสเงินสดอิสระ (Michael C. Jensen, 1986, หน้า 323-329) ดังแสดงในสมการที่ 3

สมการที่ 3

$$\text{Free cash flow} = \text{cash flow from operation} - \text{capital expenditure}$$

โดยที่

3.1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash flow from operation) คือ เงินสดที่ได้จากกิจกรรมของธุรกิจ โดยทั่วไปแล้วคือ รายได้ที่เหลืออยู่หลังหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดออกแล้ว

3.2) รายจ่ายลงทุน (Capital expenditure) คือ เงินที่ธุรกิจใช้ในการซื้อหรือปรับปรุงทรัพย์สิน เช่น อสังหาริมทรัพย์ โรงงาน เครื่องมือ เครื่องจักร ซึ่งทรัพย์สินเหล่านี้ถูกซื้อ หรือปรับปรุง เพื่อรักษาหรือเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานกิจการ รายจ่ายนี้จะรวมทุกอย่าง ตั้งแต่ ซ่อมหลังคา จนถึงสร้างโรงงานใหม่

Young and O'Byrne (2000, หน้า 24) ได้อธิบายว่า กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) เป็นการวัดมูลค่าเพื่อประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตที่เกิดขึ้นจริงสำหรับนักลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ (JIANG FENG, 2007, หน้า 12-13) กล่าวไว้ว่าเป็นกระแสเงินสดที่เหลือจากการใช้ในการดำเนินงานของบริษัทหลังจากจ่ายเงินลงทุนไปหมดแล้ว โดยกระแสเงินสดอิสระเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ผู้บริหารนำมาใช้บริหารเพื่อให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด

4) ราคาของหลักทรัพย์ (Price stock)

การหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นเกิดจากความเชื่อที่ว่า ผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นวันนี้ ย่อมคาดหวังผลประโยชน์หรือผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตจากการลงทุนในหุ้นดังกล่าว ดังนั้น ราคาหุ้นที่ผู้ลงทุนยอมจ่ายวันนี้ จึงเป็นราคาสำหรับสิ่งที่คาดหวังว่าจะได้รับในอนาคต (ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, 2554)

จากการพัฒนาแนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มหรือมูลค่าที่แท้จริง เพื่อเป็นตัววัดวัดความสามารถการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหารและผู้ถือหุ้น แต่ยังสามารถนำมาใช้วัดราคาหลักทรัพย์ได้ จากงานวิจัยของ Stern Stewart & Co. (Joel M. Stern, John S. Shiely and Irwin Ross, 2001) ได้พิจารณาการนำมูลค่าเพิ่มเพื่ออธิบายผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งงานวิจัย นริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ได้พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้งานวิจัยต่างประเทศได้ศึกษามูลค่าเพิ่มทางการตลาดและกระแสเงินสดอิสระกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งให้ผลที่สอดคล้องกัน (JIANG FENG, 2007 and PENG, FANG-FANG, 2008)

สำหรับราคาหลักทรัพย์เลือกใช้ราคาปิด ณ วันสิ้นปี ซึ่งเป็นราคาทำการซื้อขายกันครั้งสุดท้ายของปีนั้น เนื่องจากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์มีความเคลื่อนไหวสูงเป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานของตลาด (จันวิมล ติรบรรเจิด, 2550)

2.2 ความสัมพันธ์และอิทธิพลของปัจจัย

จากแนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวมาข้างต้น สิ่งซึ่งมีปัจจัยทั้งหมด 4 ตัวแปร คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด กระแสเงินสดอิสระ และราคาหลักทรัพย์ โดยทั้งนี้ตัวแปรที่เป็นการหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์คือ แปร คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งทั้ง 3 ตัวแปรนำมาใช้วิเคราะห์มูลค่าเพื่ออธิบายราคาหลักทรัพย์

โดยจากการทบทวนวรรณกรรม มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์เป็นการพิจารณาจากรายได้ที่แท้จริงหักกับต้นทุนที่ใช้ไปทั้งหมดของบริษัท ซึ่งสะท้อนผลการดำเนินงานหากบริษัทมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ในทิศทางบวกหรือมีรายได้และกำไรเพิ่มขึ้น จะทำให้ต้นทุนในเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น (Abate J. and Stewart G. BENNETT. 2004) ดังนั้นหากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์เพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย

ประเด็นต่อมา มูลค่าเพิ่มทางการตลาดในทางทฤษฎีของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้นำราคาหลักทรัพย์เป็นส่วนหนึ่งของการวิเคราะห์ ดังนั้นหากมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วยในทิศทางเดียวกัน (PENG, FANG-FANG, 2008)

ในส่วนกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งพิจารณาจากกระแสเงินสดที่ได้รับจริงหักด้วยกระแสเงินสดที่ใช้ไปทั้งหมด โดยหากมีกระแสเงินสดที่มากพอที่จะสามารถจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นได้จะสามารถทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจที่จะลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นเช่นกัน ซึ่งเป็นผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น (JIANG FENG. 2007 and O'Byrne. 2000)

ดังนั้นทั้งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระ ต่างให้ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและมีอิทธิพลกับราคาหลักทรัพย์จากการทบทวนวรรณกรรม

3. วิธีการวิจัย

วิธีการบวนการวิจัยตามแนวทางอิทธิพลและความสัมพันธ์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาดและกระแสเงินสดอิสระ ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการดำเนินงานดังนี้

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

เป็นข้อมูลรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มบริษัทที่ผ่านการคัดเลือก 100 อันดับแรก (SET100) โดยนำข้อมูลทางการเงินเช่น ดอกเบี้ย หนี้สิน เป็นต้น และงบการเงินของแต่ละบริษัททั้งงบฐานะ งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ตามรายชื่อข้อมูล ณ วันที่ 30 เมษายน 2556 ในงานวิจัยการศึกษาเป็นรายปีในช่วงเวลา พ.ศ. 2551 – 2555 หรือย้อนหลัง 5 ปี และคัดเลือกบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ ทำให้มีบริษัททั้งหมด 87 บริษัท คิดเป็นจำนวนข้อมูลตามช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2555 ทั้งสิ้น 435 ข้อมูล ในรูปแบบข้อมูลประเภท อนุกรมเวลาแบบภาคตัดขวาง (Panel data) หรือข้อมูลร่วมอนุกรมเวลาและภาคตัดขวาง (pooled cross-section / time-series data) เป็นข้อมูลองค์ประกอบของปัจจัย

ต่างๆ ในแต่ละปี ซึ่งในงานวิจัยทำข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี และข้อมูลตัวแปรแต่ละปัจจัย

3.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

อธิบายลักษณะข้อมูลที่เกี่ยวข้องมา และนำข้อมูลที่ได้แสดงในรูปของค่าทางสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้จากข้อมูลเบื้องต้นของแต่ละบริษัท ในการศึกษาประกอบด้วย (1) ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด (Minimum and Maximum) (2) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และ (3) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

1) วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยการตรวจสอบข้อมูลการทดสอบการแจกแจงปกติ (Test Normality) เพื่อทดสอบข้อมูลให้มีการเรียงตัวและการแจกแจงแบบปกติ ทั้งนี้ข้อมูลที่น่ามีความแตกต่างในเรื่องขนาดของแต่ละบริษัท ดังนั้นจึงแปลงค่าข้อมูลเป็นจำนวนต่อผู้ถือหุ้นและนำตัวแปรแปลงเป็นค่าลอการิทึมในรูปแบบปกติและการแจกแจงแบบปกติ โดยใช้โปรแกรม SPSS for Windows 17.0

2) การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) เป็นการวิเคราะห์เพื่อทดสอบอิทธิพลและความสอดคล้องของรูปแบบความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น ที่พัฒนาจากข้อมูลเชิงประจักษ์ ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เป็นการศึกษาอิทธิพลและทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าว โดยใช้โปรแกรม LISREL 8.80 (สุมาส อังสุโชติ และคณะ, 2552)

ทั้งนี้ งานวิจัยวิเคราะห์ความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นโดยการหาอิทธิพลที่ปรากฏในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นว่าเกิดจากสาเหตุตัวแปรนั้นโดยตรงหรือเกิดจากสาเหตุทางอ้อมคือไปร่วมกับตัวแปรอื่นแล้วทำให้เกิดความแปรปรวนในตัวแปรตามหรือทั้งสองอย่างในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น และทดสอบตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดล (Goodness of Fit Measures) เพื่อศึกษาภาพรวมของโมเดลว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์เพียงใด (สังวรณ์ จัตตะโท, 2554)

4. ผลการศึกษา

จากการศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 สามารถอภิปรายผลการวิจัยดังนี้

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาในการศึกษา ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินที่แสดงข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2551 - 2555 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็น Short Panel data รายปีระยะเวลาย้อนหลัง 5 ปี ตามรายชื่อข้อมูล ณ วันที่ 30 เมษายน 2556 ซึ่งแสดงถึงประชากรที่ใช้การศึกษางานวิจัย โดยสรุปข้อมูลของประชากรได้ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์แบบจำลองทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มประชากร

หน่วย: บาทต่อหุ้น				
ข้อมูล	EVA	MVA	FCF	PRICE
Max	77.5	742	44.2	792.0
Min	-86.5	-35.6	-11.1	0.2
Mean	-0.8	26.3	1.4	42.4
SD	11.6	71.2	3.5	84.1

ที่มา: จากการคำนวณตัวแปรต่าง ๆ

จากตารางที่ 1 สามารถอธิบายแบบจำลองในช่วงปี 2551 - 2555 ที่มีการกระจายตัวของกลุ่มประชากรที่ศึกษา โดยมีอยู่ด้วยกัน 435 ข้อมูล ซึ่งจะอธิบายการกระจายตัวข้อมูลจากมากที่สุดไปหาน้อยสุดดังนี้

ราคาของหลักทรัพย์ (PRICE) มีการกระจายตัวของข้อมูลมากที่สุด ค่าเฉลี่ยของกลุ่มประชากรอยู่ที่ 42.4 บาท มีค่าน้อยสุดที่ 0.2 บาท เป็นบริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้บริษัทที่มีราคาของหลักทรัพย์มากที่สุดเป็นของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) อยู่ที่ 792 บาท

มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มีการกระจายตัวของข้อมูลมากรองจากราคาหลักทรัพย์ ค่าเฉลี่ยของกลุ่มประชากรอยู่ที่ 26.307 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้มีค่าน้อยสุดที่ -35.573 บาทต่อหุ้น คือมีมูลค่าทางบัญชีมากกว่ามูลค่าทางการตลาด ได้แก่ บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) และบริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้บริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมากที่สุดเป็นของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) อยู่ที่ 742.041 บาทต่อหุ้น

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.773 บาทต่อหุ้น ซึ่งมีค่าน้อยสุดเป็นธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) อยู่ที่ -86.509 บาทต่อหุ้น ส่วนค่ามากที่สุดอยู่ที่ 77.463 บาทต่อหุ้น เป็นบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

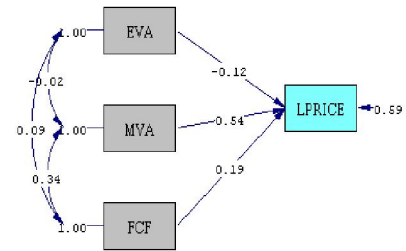
กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีการกระจายตัวของข้อมูลน้อยสุด โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.384 บาทต่อหุ้น ซึ่งมีค่าน้อยสุดที่ -11.103 บาทต่อหุ้น เป็นบริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) ส่วนค่ามากที่สุดอยู่ที่ 44.178 บาทต่อหุ้น เป็นบริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)

4.2 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบของปัจจัยและความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นของงานวิจัย

เนื่องจากงานวิจัยทำการศึกษาจากข้อมูลที่เป็นประชากร จึงสามารถแทนองค์ประกอบของแต่ละตัวแปร (Observed variable) หรือปัจจัยนั้นๆ (สังวรณ ังตระโทก, 2555, หน้า 54-55)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น หรือการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของตัวแปร ซึ่งสามารถอธิบายเส้นทางหรือเส้นอิทธิพลของตัวแปรสาเหตุที่มีต่อตัวแปรตาม จึงเป็นเทคนิคทางสถิติที่ใช้ศึกษาอิทธิพลเชิงสาเหตุ (Path Analysis)

(สังวรณ ังตระโทก, 2555, หน้า 100) โดยงานวิจัยศึกษาจากโปรแกรมสำเร็จรูป LISREL 8.80 ทั้งศึกษาอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) และอิทธิพลรวม (Total Effect) ของแต่ละตัวแปร ได้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังแสดงในภาพที่ 2



Chi-Square=0.00, df=0, P-value=1.00000, RMSEA=0.000

ภาพที่ 2 แสดงโมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด และราคาของหลักทรัพย์

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จรูป LISREL 8.80

จากภาพที่ 1 พบว่า ค่าสถิติความสอดคล้องของโมเดลโครงสร้างเชิงเส้นตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์เป็นอย่างมาก พิจารณาได้จาก (Chi-Square (χ^2) = 0.00, df = 0, P-value = 1.0000 และ RMSEA = 0.00) เนื่องจากเมื่อวิเคราะห์ผลที่ได้โมเดลมีความกลมกลืนของโมเดลสอดคล้องกับจำนวนข้อมูลที่มีค่าสูงเป็นอย่างมาก ดังนั้นจึงสรุปโมเดลงานวิจัยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ซึ่งผลที่ได้จากตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในการคำนวณโปรแกรมสำเร็จรูป LISREL 8.80 เพื่อหาความสัมพันธ์และอิทธิพลค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานอิทธิพลทางตรง (DE) อิทธิพลทางอ้อม (IE) และอิทธิพลรวม (TE) ของโมเดลระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามของแต่ละองค์ประกอบดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงอิทธิพลทางตรง (DE) อิทธิพลทางอ้อม (IE) และอิทธิพลรวม (TE) ในการศึกษาของงานวิจัย

ตัวแปรตาม	R ²	อิทธิพล	ตัวแปรต้น		
			EVA	MVA	FCF
LPRICE	0.41	DE	-0.02*	0.01**	0.08*
		IE	-	-	-
		TE	-0.02*	0.01**	0.08*

หมายเหตุ DE = Direct Effect, IE = Indirect Effect และ TE = Total Effect

กำหนดให้ * (P<0.05) หรือ |t| > 1.96 และ ** (P<0.01) หรือ |t| > 2.58

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จรูป LISREL 8.80

จากตารางที่ 2 พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อปัจจัยราคาหลักทรัพย์ (LPRICE) โดย มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีค่าอิทธิพลรวมเชิงสาเหตุ เท่ากับ -0.02 โดยมีค่าอิทธิพลเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 ทั้งนี้มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มีอิทธิพลรวมเชิงสาเหตุ เท่ากับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีอิทธิพลรวมเชิงสาเหตุ เท่ากับ 0.08 โดยมีค่าอิทธิพลเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05

ในขณะที่ ความสัมพันธ์และอิทธิพลของระหว่างตัวแปรอิสระไม่มีอิทธิพลและความสัมพันธ์กันจากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จรูป LISREL 8.80

5. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

5.1 อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาพบว่าข้อมูลของกลุ่มประชากรในแต่ละตัวแปรจากโมเดลมีตัวแปรอิสระ 3 ตัวแปร คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA), มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) และกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ส่วนตัวแปรตามมี 1 ตัวแปร คือ ราคาของหลักทรัพย์ (LPRICE) ในการวิเคราะห์หาค่าประกอบของโมเดล เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องกับทฤษฎีหรือไม่ โดยผลปรากฏว่าองค์ประกอบของแต่ละปัจจัยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พิจารณาได้จาก Chi-Square (χ^2) = 0.00, df = 0, P-value = 1.0000 และ RMSEA = 0.00 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความถูกต้องเหมาะสม และครอบคลุมในเชิงทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การวิเคราะห์อิทธิพลเชิงสาเหตุ เป็นการศึกษาอิทธิพลทางตรงอิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม จากปัจจัยต่างๆ ของแบบจำลองงานวิจัยดังนี้

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อปัจจัยราคาหลักทรัพย์ โดยพบว่า ปัจจัยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางตรงข้าม และมีค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ -0.02 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 ซึ่งไม่เป็นไปตามจุดประสงค์ โดยขณะที่ทฤษฎีทบทวนวรรณกรรมคาดหวังเป็นไปตามทิศทางเดียวกัน ซึ่งเหตุผลระหว่างเวลาการเก็บข้อมูลมีผลพวงทางด้านอุทกภัยเศรษฐกิจและปัญหาทางการเมือง ทำให้บริษัทจึงต้องมีการกันหนี้สินค่าสงสัยและการกันสำรองฯ มากขึ้น ส่งผลให้การปรับบัญชีของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในส่วนกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีลดลงและส่วนต้นทุนถัวเฉลี่ยเพิ่มขึ้น และหากมองด้านราคาในช่วงปีที่เก็บข้อมูลโดยส่วนมากจะเป็นการเก็งกำไรจนมีราคาสูงมากขึ้น ซึ่งเป็นผลให้ความสัมพันธ์ตรงข้ามกัน

ส่วนปัจจัยมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความสัมพันธ์ทางบวกกับราคาหลักทรัพย์ และมีค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ และมีค่า

สัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.08 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีในการทบทวนวรรณกรรมของงานวิจัย ทั้งนี้ปัจจัยระหว่างตัวแปรอิสระไม่มีอิทธิพลและไม่มีความสัมพันธ์

5.2 สรุปผลการวิจัย

1) ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 พบว่าปัจจัยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนปัจจัยมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ และกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

2) อิทธิพลของ กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 พบว่า ปัจจัยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลกับราคาของหลักทรัพย์เท่ากับ -0.02 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05 ส่วนปัจจัยมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีอิทธิพลกับราคาของหลักทรัพย์เท่ากับ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลกับราคาของหลักทรัพย์เท่ากับ 0.08 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05

6. ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยที่ศึกษาทำให้ทราบถึงผลการวิเคราะห์ทางตัวแปรมีความสัมพันธ์และอิทธิพลเป็นไปตามทฤษฎีที่ทบทวนวรรณกรรมเนื่องด้วยช่วงเวลาที่เก็บข้อมูลเป็นระยะเวลาช่วงหนึ่งที่เกิดเหตุการณ์ และสถานการณ์ภายในประเทศ ซึ่งกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัท อีกทั้งข้อมูลที่มีลักษณะที่แตกต่างกันในช่วงเวลาเช่น กระแสเงินสดอิสระจะเก็บแบบสะสมมาจากปีก่อน ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์เก็บจากสิ้นปีซึ่งคาดการณ์จากการสะท้อนราคาหุ้นของบริษัทนั้น อย่างไร ช่วงเวลา 5 ปี และเก็บข้อมูลรายปี ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงและระยะห่างของช่วงเวลามากเกินไป แต่ทั้งนี้งานวิจัยที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างน่าความเป็นจริง ทั้งนี้มีข้อเสนอเพิ่มเติมต่องานวิจัยครั้งต่อไปดังนี้

6.1 งานวิจัยควรเพิ่มหรือปรับเปลี่ยนตัวแปรที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ และมูลค่าของบริษัท โดยการเพิ่มตัวแปรที่มีผลเกี่ยวข้องทางการเงินหรือเพิ่มตัวแปรเชิงคุณภาพเข้ามามีส่วนร่วมในการศึกษา เช่น ตัวแปรทางการเงินแบบการวิเคราะห์แบบดั้งเดิม ความสามารถทางนวัตกรรมของธุรกิจ ความสามารถด้านกลยุทธ์และนโยบายบริษัท เป็นต้น เพื่อความสมบูรณ์ของงานวิจัย อีกทั้งสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และมูลค่าของบริษัทได้

6.2 ควรแยกประเภทของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และแต่ละอุตสาหกรรมควรเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาสหรือรายเดือน ซึ่งทำให้ผลการวิจัยสามารถอธิบายบริษัทที่เป็นไปตามสภาวะเศรษฐกิจและผลการดำเนินงานอย่างแท้จริง

6.3 ในการวิจัยครั้งต่อไปเพื่อศึกษาถึงอิทธิพลของตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปร กับราคาหลักทรัพย์ ควรใช้วิธีการ Pool regression เนื่องจากข้อมูลเป็น Panel data ควรนำวิธีการทางเศรษฐมิติมาใช้ ซึ่งจะได้ผลที่ดีกว่า SEM

7. เอกสารอ้างอิง

- ณัฐกานต์ กุวงศ์บัณฑิต. 2549. ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นริศรา นันทาภิวัฒน์. 2550. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บุศรินทร์ บุรณศักดิ์. 2545. การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จันวิมล ตีรบรรเจิด. 2550. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จันทิมา ว่องเจริญวัฒนา. 2550. ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2556. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 28 พฤษภาคม 2556, จาก <http://www.set.or.th/th/index.html>.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2556. สถิติตลาดการเงิน. สืบค้นเมื่อ 28 พฤษภาคม 2556, จาก http://www.bot.or.th/Thai/Statistics/FinancialMarkets/InterestRate/_layouts/application/interest_rate/IN_Rate.asp.
- สังวรณ์ จัดกระโทก. 2554. เอกสารประกอบการอบรมหลักสูตรการใช้โปรแกรม LISREL สำหรับการวิจัย. ศูนย์วิทยบริการ สุราษฎร์ธานี. มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์.

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2556. งบการเงิน. สืบค้นเมื่อ 30 เมษายน 2556, จาก http://capital.sec.or.th/webapp/corp_fin/cgi-bin/findFS.php.
- สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์. 2548. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี ค.ศ. 2000-2004. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- สุภมาส อังศุโชติ, สมถวิล วิจิตรวรรณ และรัชนีกุล ภิญโญภาณุวัฒน์. 2552. สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์และพฤติกรรมศาสตร์: เทคนิคการใช้โปรแกรม LISREL. ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: มีสชั่น มีเดีย.
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน. 2554. ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์. พิมพ์ครั้งที่ 11. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- Abate J., Grant J. and Stewart III G. BENNETT. 2004. **The EVA style of investing.** Journal of Portfolio Management 30: 61–72.
- Brigham E. F. and Ehrhardt M. C. 2005. **Financial Management.** (11th Edition). Thomson South-Western.
- Chen Lin and Qiao Zhilin. 2008. **WHAT INFLUENCE THE COMPANY'S ECONOMIC VALUE ADDED?: EMPIRICAL EVIDENCE FROM CHINA'S SECURITIES MARKET.** Management Science and Engineering 2(1): 66-76.
- Franco Modigliani and Merton H. Miller. 1958. **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.** The American Economic Review 48(3), 261-297.
- JH de Wet and JH Hall. 2004. **The relationship between EVA and MVA and leverage.** Meditari Accountancy Research 12(1): 39–59.
- JIANG FENG. 2007. **Use EVA to Measure and Manage Shareholder Value in a Chinese Listed Corporation.** Master of Business Administration the University of Nottingham.
- Joel M. Stern, John S. Shiely and Irwin Ross. 2001. **The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization.** New York: John Wiley & Sons.

- Narayana T. Reddy. 2011. **Valuation of Shareholders' Wealth-An Empirical Analysis**. European Journal of Humanities and Social Sciences. 1(1): 1-12.
- Paulo S. 2010. **The UK Companies Act of 2006 and the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Implications for EVA (economic value added)**. International Journal of Law and Management. 52(3): 173-181.
- PENG, FANG-FANG. 2008. **The Relationship between Economic Value Added and Stock Price Returns in Thai Energy Sector**. Master of Business Administration. University of the Thai Chamber of Commerce.
- Stephen F. O'Byrne, Stern Stewart & Co. 1996. **EVA AND MARKET VALUE**. Journal of Applied Corporate Finance. 9(1): 116-125.
- Stewart C. MYERS and Nicholas S. MAJLUF. 1984. **CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE**. Journal of Financial Economics. 13: 187-221.
- Stewart, G. Bennett. 1991. **THE QUEST FOR VALUE: a guide for senior managers**. New York: HarperCollins Publishers, Inc.
- Stewart C. Myers. 1993. **Still Searching for Optimal Capital Structure**. Journal of Applied Corporate Finance. 6(1): 80-95 Retrieved March 12, 2010, from <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf33/conf33d.pdf>.
- Stewart C. Myers. 2002. **FINANCING OF CORPORATIONS**. Handbook of the Economics of Finance, 1-43.
- Worthington, Andrew and West, Tracey. 2001. **Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature**. Asian Review of Accounting, 9(1): 67-86.
- Young S. David and Stephen F. O'Byrne. 2000. **EVA and value based management: a practical guide to implementation**. New York: McGraw-Hill Co.