

ผลกระทบของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100

ทิพย์มณี ดงเย็น

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

เจ้าหน้าที่บัญชีอาวุโส บริษัท บริหารสินทรัพย์ไพรม์โซน จำกัด

ดร.กิตติมา อัครนพวงศ์

รองศาสตราจารย์ประจำกลุ่มวิชาการรายงานการเงินและการให้ความเชื่อมั่น

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

(ผู้ประพันธ์บรรณกิจ)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 15 ตุลาคม 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 4 ธันวาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 26 ธันวาคม 2568

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Firm value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 โดยใช้มูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise Value: EV) ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price: SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) เป็นตัววัดมูลค่ากิจการ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 สำหรับระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562-2566 โดยไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และทรัพยากร ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 159 ตัวอย่าง โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน รายงานประจำปี ฐานข้อมูล SETSMART โดยนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์โดยอาศัยวิธีการทางสถิติ ได้แก่ การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ ราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน อย่างไรก็ตาม มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า กำไรต่อหุ้นเป็นตัวชี้วัดที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญเป็นลำดับแรกและกำไรต่อหุ้นมีผลต่อการประเมินมูลค่ากิจการมากกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ

คำสำคัญ: กำไรต่อหุ้น มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ มูลค่ากิจการ กลุ่มดัชนี SET100

The Effect of Earnings Per Share and Economic Value Added on Firm Value of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand in the SET100 Index

Thipmanee Dongyen

*Master of Accountancy, School of Accountancy,
Graduate School, University of the Thai Chamber of Commerce,
Senior Accounting of Primezone Asset Management Company Limited*

Received: October 15, 2025

Revised: December 4, 2025

Accepted: December 26, 2025

Dr.Kittima Acaranupong

*Associate Professor of Financial Reporting and Assurance Group,
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce
(Corresponding Author)*

ABSTRACT

The objective of this study is to examine the effect of earnings per share (EPS) and economic value added (EVA) on firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the SET100 Index. Firm values are measured by enterprise value (EV), stock price (SP), and Tobin's Q ratio (TQ). The sample in this study consists of companies listed on the Stock Exchange of Thailand in the SET100 Index over a five-year period from 2019 to 2023. The study excludes listed companies in the Financial, Property and Construction, and Resource Industry. Total number of samples is 159 firms-years. Data is collected from financial statements, annual reports, and financial data from the SETSMART of the Stock Exchange of Thailand. The collected data is analyzed by using statistical methods including descriptive statistics, correlation coefficient analysis, and multiple regression analysis.

The results show that earnings per share have the positive effect on firm value as measured by enterprise value, stock price, and Tobin's Q ratio. Additionally, the economic value added has a significant and positive effect on firm value as measured by enterprise value. However, the economic value added shows no impact on stock prices and Tobin's Q ratio. This can be implied that earnings per share are the prioritized indicator for investors in determining firm value. It also influences the assessment of firm value more than that of economic value added.

Keywords: Earnings Per Share, Economic Value Added, Firm Value, the SET100 Index

ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันจากภาวะเศรษฐกิจที่มีการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะในกลุ่มดัชนี SET100 ต้องเผชิญกับความท้าทายในการรักษาและเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ การเลือกใช้ตัวชี้วัดทางการเงิน เพื่อประเมินศักยภาพของกิจการมีบทบาทสำคัญในกระบวนการตัดสินใจของผู้บริหาร นักลงทุน และผู้ถือหุ้น ซึ่งการวัดผลการดำเนินงาน โดยใช้อัตราส่วนจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวอาจไม่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ (Saensuriwong, Saensuriwong, Chanpan, Nuengsittha, & Jantanon, 2022) และอัตราส่วนทางการเงินยังไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) และโครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงในการตีความข้อมูลที่คลาดเคลื่อน (Harinanon, 2017) ขณะเดียวกันมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญและนิยมใช้วิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากตัวชี้วัดนี้พิจารณาถึงต้นทุนของเงินทุน ซึ่งสะท้อนการสร้างมูลค่าที่ชัดเจนมากกว่าผลกำไร การประเมินความสามารถในการทำกำไรที่สะท้อนถึงการสร้างมูลค่าให้กับกิจการในระยะยาว (Maho, 2018) ในการศึกษาครั้งนี้ ใช้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 เป็นกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ประกอบด้วยบริษัทจำนวน 100 บริษัทที่มีบทบาทสำคัญในตลาดหุ้นไทยที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น 100 ตัวแรกที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงที่สุด และมีสภาพคล่องสูง หุ้นกลุ่มนี้จะเป็นบริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลางที่ครอบคลุมหลายอุตสาหกรรมที่เติบโตสูง (The Stock Exchange of Thailand, n.d.) จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ข้อมูลกำไรทางบัญชีหรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจจะเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการกำหนดมูลค่ากิจการมากน้อยกว่ากัน

ทั้งนี้ จากแนวคิดตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ที่ระบุว่า หากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์ย่อมสะท้อนข้อมูลที่ประกาศต่อสาธารณชน (Fama, 1970; Fama, 1991) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่า ผู้ส่งสัญญาณ ในที่นี้คือ ผู้บริหารมีข้อมูลที่มากกว่าและดีกว่าผู้รับสัญญาณ ในที่นี้คือ นักลงทุน (Spence, 1973) ซึ่งข้อมูลทางการบัญชีถือเป็นข้อมูลที่ประกาศและเผยแพร่ต่อสาธารณชนโดยกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจถือเป็นตัววัดผลดำเนินงานที่สำคัญของกิจการ และเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่ผู้บริหารส่งข้อมูลไปยังผู้ใช้งบการเงินและถือเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เพื่อกำหนดมูลค่าของกิจการได้ (Taweetheeratham, 2015) อีกทั้งจากทฤษฎีตัวแทน ที่ระบุว่า ผู้บริหารหรือตัวแทน มักมีความขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นหรือตัวการในเรื่องผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกัน หากผู้บริหารหรือตัวแทนสามารถบริหารงานให้มีประสิทธิภาพ ซึ่งสามารถวัดจากกำไรหรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่เป็นบวก ก็จะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งดังกล่าวลงได้ (Jensen & Meckling, 1976) ดังนั้นจึงเป็นประเด็นที่สามารถนำมาศึกษาว่า ข้อมูลกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจซึ่งใช้วัดผลการดำเนินงานและถือเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่ผู้บริหารส่งข้อมูลไปยังนักลงทุน จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการหรือไม่และส่งผลกระทบในทิศทางใด

อีกทั้งจากการศึกษางานวิจัยในอดีต พบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ โดยมีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจการแพทย์ (Sonpukdee, Thongprong, Wisriya, Puangpratum, & Sirinawee, 2016) และบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 (Jiraudomsarod,

2017) ซึ่งวัดด้วยมูลค่ากิจการด้วยราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (e.g., Arsal, 2021; Gulo, Sofiyan, Faris & Rosita, 2022) และกำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ NASDAQ (Gatawa, 2021) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยส่วนหนึ่งที่พบว่า กำไรต่อหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวัดมูลค่ากิจการด้วยราคาหลักทรัพย์ (e.g., Sangsuwan, 2021; Vongsuwanlert & Pongsupatt, 2023) เช่นเดียวกับงานวิจัยในต่างประเทศที่ศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียพบว่า กำไรต่อหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q (Ghani, Samah, Baharuddin & Ahmad, 2023) สำหรับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ งานวิจัยในอดีตให้ผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันเช่นกัน ผลจากการศึกษาในประเทศไทยพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจการแพทย์ (Saensuriwong et al., 2022) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 (Jetiya, Kawewong, & Diskulnetivitya; 2022) อย่างไรก็ตาม ในบางงานวิจัยกลับพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย (Ray, 2014) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอิหร่าน (Tamrinia, Kazemichamsorak, & Bakhitari, 2015)

จากผลการศึกษางานวิจัยในอดีตที่ขัดแย้งกันตามที่กล่าวข้างต้น จึงเป็นที่น่าสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของกำไรต่อหุ้น และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 เนื่องจากมีงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาจากบริษัทในกลุ่มดังกล่าวนี้ค่อนข้างน้อย และงานวิจัยในอดีตส่วนมากวัดมูลค่ากิจการจากราคาหลักทรัพย์และ Tobin's Q แต่มีการวัดมูลค่ากิจการด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise Value: EV) ซึ่งคำนวณจากผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินค่อนข้างน้อย (e.g., Nakhaei & Hamid, 2013; Behara, 2020) ดังนั้นในการศึกษานี้ได้เพิ่มตัววัดมูลค่ากิจการ โดยวัดมูลค่ากิจการจากมูลค่าสุทธิของกิจการ นอกเหนือจากราคาหลักทรัพย์และ Tobin's Q ทำให้ได้ตัววัดมูลค่ากิจการครบทุกมิติ และศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งถือเป็นบริษัทที่มีมูลค่าทุนจดทะเบียนสูงและมีบทบาทอย่างมากต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาคาดว่า จะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการบริหารงาน โดยมุ่งเน้นการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพที่สร้างทั้งกำไรสุทธิและมูลค่าเพิ่มเศรษฐกิจที่เป็นบวกอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นและยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและเป็นการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน เป็นแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่เสนอความสัมพันธ์ของทฤษฎีตัวแทน เกิดจากการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารงานได้ด้วยตนเองจึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีตัวแทนในการบริหารงาน ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายที่มีอำนาจคือ ฝ่ายตัวการ และฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ฝ่ายตัวแทน โดยมีแนวคิดที่ว่า ตัวแทนที่ถูกว่าจ้างให้เข้ามาบริหารงานในองค์กรแทนตัวการนั้นอาจดำเนินการใด ๆ อันไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ตามความคาดหวังคาดหวังของเจ้าของจึงเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interests)

(Chuiruang, 2024) ซึ่งตามทฤษฎีตัวแทน ในการบริหารงานอาจประสบกับปัญหาจากผู้บริหารหรือตัวแทนในหลายประเด็น โดยที่ Moral Hazard Problem เป็นปัญหาหนึ่งที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่า ตัวแทนหรือผู้บริหาร ที่เลือกเข้ามานั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่ (Srijunpectch, 2008) ซึ่งเป็นผลลัพธ์โดยตรงของปัญหาในทฤษฎีตัวแทน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่เจ้าของไม่สามารถตรวจสอบหรือติดตามการกระทำของตัวแทนได้อย่างครบถ้วน ซึ่งนำไปสู่การตัดสินใจที่ไม่สอดคล้องกับเป้าหมายขององค์กร

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณถูกพัฒนาโดย Spence (1973) ทฤษฎีนี้กล่าวว่า ผู้ส่งสัญญาณ (Senders) จะมีข้อมูลที่ดีกว่า ผู้รับสัญญาณ (Receivers) โดยเป็นกรอบแนวคิดที่อธิบายการสื่อสารข้อมูลระหว่างสองฝ่ายที่มีข้อมูลไม่เท่ากัน ผู้ส่งสัญญาณ จะมีข้อมูลมากกว่าและเลือกข้อมูลที่จะส่งออกไป ในขณะที่ผู้รับสัญญาณจะมีข้อมูลน้อยกว่า และต้องอาศัยการตีความสัญญาณที่ได้รับ ทำให้เกิดเหตุการณ์ที่เรียกว่า ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetries) โดยฝ่ายหนึ่ง (ผู้ส่ง) ใช้การกระทำหรือข้อมูลที่ส่งออกไป เพื่อสื่อสารถึงคุณภาพของข้อมูลของตนเองไปยังอีกฝ่ายหนึ่ง (ผู้รับ) การกระทำเหล่านี้จะส่งผลต่อการรับรู้ของผู้รับ และถูกใช้เป็นสัญญาณบ่งบอกถึงสถานะหรือคุณภาพที่แท้จริง เช่น ผู้บริหารอาจมีการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือผู้บริหารมีการประกาศตัวเลขผลการประกอบการ เช่น กำไรต่อหุ้น หรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่คำนวณโดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ถือเป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน หากกำไรต่อหุ้น หรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจของบริษัทเพิ่มขึ้น ถือเป็นการส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุน หากกำไรต่อหุ้น หรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจของบริษัทเพิ่มขึ้น ถือเป็นการส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุนจะตอบสนองต่อการประกาศข่าวดี โดยราคาหุ้น จะเพิ่มขึ้นในช่วงของการประกาศกำไร ในทางตรงกันข้ามหากกำไรต่อหุ้นหรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจของบริษัทลดลง ถือเป็นการส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุนจะตอบสนองต่อการประกาศข่าวร้าย โดยการขายหุ้น ทำให้ราคาหุ้นลดลง (Ball & Brown, 1968)

สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง หรือมีนักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารครบถ้วนสมบูรณ์เหมือนกันจำนวนมาก ซึ่งในตลาดนี้นักลงทุนจะมีเหตุผลในการลงทุน โดยการเลือกลงทุนในสิ่งที่ให้ผลตอบแทนมากที่สุดภายใต้ความเสี่ยงน้อยที่สุด (Fama, 1970; Fama, 1991; Pornchai, & Banchuenvijit, 2013) กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลที่มีอยู่อย่างครบถ้วนและรวดเร็ว ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของราคามีลักษณะเป็นแบบสุ่ม โดยขึ้นอยู่กับข้อมูลหรือข่าวสารใหม่ที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ในแต่ละวัน โดย Fama (1970) ได้ระบุว่า สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (EMH) เป็นทฤษฎีการลงทุน โดยที่ราคาหุ้นสะท้อนข้อมูลทั้งหมดไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลในอดีต แต่จะรวมถึงข้อมูลในปัจจุบันและข่าวที่ประกาศไปแล้วต่อสาธารณชน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้รับการประเมินว่า มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak-form Efficiency) ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนข้อมูลราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายในอดีต ดังนั้นการวิเคราะห์ทางเทคนิคที่อาศัยข้อมูลเหล่านี้จึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ (Meekam, 2019) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยในอดีตที่ชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong Efficiency) ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลสาธารณะ

ทำให้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือการใช้ข้อมูลสาธารณะในการคาดการณ์ราคาหุ้นอาจไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติได้ (Choochuen, 2011)

แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เป็นการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value) ซึ่งนักลงทุนรวมถึงนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถใช้ข้อมูลจากปัจจัยพื้นฐาน เพื่อคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยจะมีการลงทุนซื้อหลักทรัพย์ก็ต่อเมื่อราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นต่ำกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน ในทางตรงกันข้ามจะมีการขายหลักทรัพย์ก็ต่อเมื่อราคาหลักทรัพย์นั้นสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน ปัจจัยพื้นฐานที่นำมาใช้ในการคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ประกอบด้วย 1) การวิเคราะห์มหภาค ภาวะเศรษฐกิจของประเทศ รวมถึงแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจโลกที่มีผลกระทบต่อประเทศ นโยบายของภาครัฐบาล 2) การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรมของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมอื่นที่เกี่ยวข้อง และ 3) การวิเคราะห์รายบริษัทซึ่งเป็นการวิเคราะห์บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์โดยตรง ทั้งการวิเคราะห์เชิงคุณภาพและปริมาณ การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ เช่น ประสิทธิภาพการบริหารงานของผู้บริหาร ประสิทธิภาพของระบบการควบคุมภายในของบริษัท การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เช่น การวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินในด้านสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความเสี่ยงในการก่อหนี้ และความสามารถในการทำกำไร (Lev & Thiagarajan, 1993; Taweetheeratham, 2015)

แนวคิดการวัดมูลค่ากิจการ

การวัดมูลค่ากิจการ มีตัวชี้วัดมูลค่ากิจการอยู่หลากหลายตัววัด ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise Value: EV) ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price: SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) ซึ่งสามารถสรุปแต่ละตัวชี้วัดได้ดังนี้

มูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise Value: EV) เป็นการคำนวณหามูลค่ารวมของทั้งบริษัทตามราคาตลาดเพื่อพิจารณามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท ทั้งในส่วนของทุนและหนี้สิน ณ ช่วงเวลานั้น ๆ และใช้เปรียบเทียบมูลค่าของบริษัทต่อความสามารถในการทำกำไร (Charoensantiphong, 2022) โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$EV = \text{Market Cap.} + \text{Total Debt} - \text{Cash and Cash Equivalents}$$

เมื่อ EV	หมายถึง มูลค่าสุทธิของกิจการ
Market Cap.	หมายถึง มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ
Total Debt	หมายถึง หนี้สินรวม
Cash and Cash Equivalents	หมายถึง เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด

ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price: SP) เป็นราคาหุ้นที่สะท้อนมาจากปัจจัยพื้นฐาน ตั้งแต่ภาพรวมของเศรษฐกิจอุตสาหกรรม ไปจนถึงผลการดำเนินงานและโอกาสการเติบโตของกิจการในอนาคต โดยที่มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปตามการคาดการณ์ของนักลงทุน และประเมินถึงผลตอบแทนในอนาคต (The Stock Exchange of Thailand, 2021) จากผลการศึกษาส่วนใหญ่ใช้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการ อาทิเช่น ในงานของ Aarsal

(2021) และ Gartiwa, Pratiwi, Juniwati, and Purbayati (2023) ซึ่งพบว่า ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดที่มีประสิทธิภาพในการสะท้อนมูลค่ากิจการ

อัตราส่วน Tobin's Q (TQ) เป็นเครื่องมือในการวัดมูลค่าของกิจการ โดย James T. Tobin (1969) ได้นำเสนอเครื่องมือที่มีชื่อว่า Tobin's Q ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดผลการดำเนินงานที่สะท้อนถึงข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต และมูลค่าทางการตลาดซึ่งเป็นข้อมูลคาดการณ์ในอนาคตของนักลงทุนต่ออนาคตของกิจการ โดยวัดมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (Khammoon, 2017) โดยคำนวณตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ซึ่งสามารถคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

เมื่อ Market Capitalization	หมายถึง มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ
Total Debt	หมายถึง หนี้สินรวม
Total Asset	หมายถึง สินทรัพย์รวม

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA)

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ถูกพัฒนาจาก Stern Stewart & Company ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาระหว่างประเทศ เพื่อสนับสนุนต่อการตัดสินใจลงทุนทางการเงินด้วยการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการในอนาคต (Stern, Stewart & Chew 1996) ช่วยบ่งชี้ว่า กิจการได้รับผลตอบแทนมากหรือน้อยกว่าต้นทุนเงินทุนของกิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของสินทรัพย์ที่มีอยู่ของกิจการ (Rompho, 2007) นอกจากนี้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ยังเป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลกำไรทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งเป็นการช่วยให้กิจการสามารถพัฒนาเพื่อไปสู่การแข่งขันในอนาคตได้อย่างยั่งยืน โดยแนวคิดนี้อยู่บนพื้นฐานความมั่นคงและความสามารถในการชดเชยค่าใช้จ่ายในต้นทุนของเงินทุนได้ทั้งหมด ซึ่งสามารถคำนวณได้ ดังนี้

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

เมื่อ EVA	หมายถึง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ
NOPAT	หมายถึง กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี
WACC	หมายถึง ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก
Invested Capital	หมายถึง เงินลงทุน

การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ต้องปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อหากำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี โดยเป็นการปรับปรุงรายการทางบัญชีให้สอดคล้องกับหลักเศรษฐศาสตร์ (Maho, 2018) โดยหากำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี คำนวณได้จากกำไรสุทธิจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จที่ผ่านการปรับปรุงรายการทางบัญชีแล้ว เพื่อให้ได้เป็นกำไรจากการดำเนินงานที่สะท้อนกำไรที่เป็นเงินสดมากขึ้น (Pornphattanawat, 2017)

ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) คือ ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนเงินกู้หลังหักภาษีเงินได้และต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งถ่วงน้ำหนักตามอัตราส่วนหนี้สินและอัตราส่วนทุนเมื่อเทียบกับผลรวมของหนี้สินและทุนทั้งหมด โดยสามารถคำนวณต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ได้ดังนี้

$$WACC = \left(\frac{P_{ij}}{P_{(i-1)j}} \times r_d \times (1 - T) \right) + \left(\frac{E}{D + E} \times r_e \right)$$

- เมื่อ D หมายถึง มูลค่าหนี้สิน (Debt)
- E หมายถึง มูลค่าทุนของเจ้าของ (Equity)
- T หมายถึง อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax)
- r_d หมายถึง อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของหนี้สิน (Cost of Debt)
- r_e หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (Cost of Equity)
ซึ่งสามารถคำนวณได้จาก $r_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$
- R_m หมายถึง อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหุ้น (Return of market)
- R_f หมายถึง อัตราผลตอบแทนไร้ความเสี่ยง (Risk free rate)
- β หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ (Systematic Risk)

เงินลงทุน (Invested Capital) คือ จำนวนเงินทั้งหมดที่เจ้าของเงินกู้และผู้ถือหุ้นลงทุนใช้ในการดำเนินธุรกิจ คำนวณจาก สินทรัพย์รวม หักด้วย หนี้สินหมุนเวียนที่ไม่เสียดอกเบี้ย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นปัจจัยสำคัญที่ได้รับการศึกษาอย่างแพร่หลายในบริบทของมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ มีงานวิจัยในอดีตทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศหลากหลายงานที่ศึกษาผลกระทบของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการ (e.g., Amyulianthy & Ritonga, 2016; Saensuriwong et al., 2022; Suwannanurak et al., 2023) โดยสามารถสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

ผลกระทบของกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาผลกระทบของกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลากหลายตลาดหลักทรัพย์ให้ผลแตกต่างกัน การศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจการแพทย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2558–2562 (Sonpukdee et al., 2016) กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 (Jlraudomsarod, 2017) และกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับเชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์

ครั้งแรกต่อสาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551–2559 (Bonguleaum & Pholkaew, 2017) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยในไทยซึ่งพบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน เช่น Sangsuwan (2021) พบว่า กำไรต่อหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2561–2563 Jiteya et al. (2022) พบว่า กำไรต่อหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2557–2561 เช่นเดียวกับ Vongsuwanlert and Pongsupatt (2023) พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในหมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกำไรต่อหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2560–2564 (Suwannanurak et al., 2023) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่พบผลกระทบของกำไรต่อหุ้นที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q เป็นลบ ในปี พ.ศ. 2561–2562 ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์แพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 และพบว่า กำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q ในช่วงเกิดการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 ในปี พ.ศ. 2563–2564 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Tanwonglert, 2021)

สำหรับผลการศึกษาในตลาดต่างประเทศ พบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันเช่นกัน โดยผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (e.g., Amyulianthy & Ritonga, 2016; Arsal, 2021; Gulo et al., 2022; Gartiwa et al., 2023) โดยกำไรต่อหุ้นและส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย LQ45 ในปี ค.ศ. 2013–2014 (Amyulianthy & Ritonga, 2016) Arsal (2021) พบว่า กำไรต่อหุ้นมีผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย Gulo et al. (2022) พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เป็นบวกของบริษัทในอุตสาหกรรมบริการ การค้า และบริษัทลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ระหว่างปี ค.ศ. 2016–2020 และ Gartiwa et al. (2023) พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลต่อ Tobin's Q ในเชิงบวกของบริษัทเหมืองแร่ที่จดทะเบียนในดัชนี Syariah Indonesia (ISSI) ระหว่างปี ค.ศ. 2016–2020 อีกทั้งกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ซึ่งวัดโดยใช้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญบวกมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียในปี ค.ศ. 2003–2007 (Wibowo & Berasategui, 2008) และ Khan et al. (2013) พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปากีสถาน และ Gatawa (2021) พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางที่เป็นบวกสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ NASDAQ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกัน

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตในต่างประเทศบางงานพบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน โดยพบว่า กำไรต่อหุ้นไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q เช่น Ghani et al. (2023) พบว่า กำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย หมวด Plantation ในระหว่างปี ค.ศ. 2005–2019 กำไรต่อหุ้นไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนใน Jakarta Islam Index ในปี ค.ศ. 2020–2021 (Maulina, Santoso, Wahyuni, & Winarni, 2023) อย่างไรก็ตาม มีผลการศึกษาในอดีตบางงานพบว่า กำไรต่อหุ้น

ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ Dhaka Stock Exchange (Islam, Khan, Choudhury, & Adnan, 2014) และตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน FTSE-100 Index (Anwaar, 2016) เนื่องจากยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น ปัจจัยทางจุลภาค หรือปัจจัยเชิงมหภาค (Islam et al., 2014) นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่พบว่า ถ้าไรต่อหุ้นจะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ขึ้นกับว่า บริษัทสามารถสร้างผลกำไรตามที่คาดหวังหรือเป็นไปตามการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือไม่ (Neururer, 2022)

ผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ที่มีต่อมูลค่ากิจการพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นตัวชี้วัดที่มีประสิทธิภาพในการสะท้อนมูลค่าทางเศรษฐกิจของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (e.g., Akbar, Khan, Ali, 2010; Shishany, Al-Omush, Guermat, 2020; Saensuriwong et al., 2022; Kampouris, 2022; Wijaya, 2023) การศึกษาผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบผลการศึกษาดังนี้ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการแพทย์ ในปี พ.ศ. 2558–2562 (Saensuriwong et al., 2022) มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดหรือมูลค่าสุทธิของของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 (Jetiya et al., 2022)

สำหรับการศึกษาผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ให้ผลที่ขัดแย้งกัน โดย Akbar et al. (2010) พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระหว่างปี ค.ศ. 2001–2008 และยังมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์ในงวดปัจจุบันอีกด้วย Nakhaei and Hamid (2013) พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการซึ่งวัดจากราคาตลาดของหุ้นสามัญบวกกับมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Teharan ระหว่างปี ค.ศ. 2004–2008 อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจกับมูลค่าสุทธิของกิจการเป็นบวกแต่มีความสัมพันธ์น้อยกว่าตัวเลขที่ได้จากงบกำไรขาดทุน กล่าวคือ กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดโดยมูลค่าสุทธิของกิจการมากกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ Shishany et al. (2020) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ดัชนี S&P 500 จำนวน 89 บริษัท ที่ใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจในการประเมินผลการดำเนินงานจะมีราคาหลักทรัพย์ที่สูงกว่าบริษัทอื่นที่อยู่ในหมวดธุรกิจเดียวกัน ซึ่งเป็นการศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1960–2012 ซึ่งสอดคล้องกับ Wijaya (2023) ที่พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ระหว่างปี ค.ศ. 2015–2019 นอกจากนี้ Kampouris (2022) พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการซึ่งวัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อเงินลงทุนของบริษัทจดทะเบียนบางอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ยุโรป โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจกับมูลค่ากิจการเป็นบวกสำหรับบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมบริการ และสินค้าอุปโภคบริโภคในตลาดหลักทรัพย์ยุโรป มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการเชิงบวกที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ ซึ่งศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย LQ45 (Amyulianthy & Ritonga, 2016) Mariyani, Hariyanti, and Novida (2023) พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และอัตรา

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในภาคการผลิตในประเทศอินโดนีเซีย และผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับ Behera (2020) ที่พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งวัดโดยมูลค่าสุทธิของกิจการ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนที่ต้องการมากกว่าการใช้อัตราผลตอบแทนที่คงที่ สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินเดียระหว่างปี ค.ศ. 2012–2017 โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและมูลค่าสุทธิของกิจการเป็นบวก

อย่างไรก็ตาม มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในบางงานวิจัย (e.g., Patel & Patel, 2012; Bagun & Natsir, 2023; Utami & Purnamasari, 2023) โดยมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินเดียในระหว่างปี ค.ศ. 2006–2012 (Ray, 2014) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ไม่ว่าจะวัดมูลค่ากิจการด้วย Simple Tobin's Q หรือ Tobin's Q ของ Lindbergh and Ross หรือ Tobin's Q ของ Chung and Pruitt ของบริษัทจดทะเบียนใน Tehran Stock Exchange ในปี ค.ศ. 2004–2010 (Tamrinia et al., 2015) Patel and Patel (2012) พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของธนาคารในประเทศอินเดียระหว่างปี ค.ศ. 2004–2010 Bagun and Natsir (2023) พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในอุตสาหกรรมภาคการผลิตในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ระหว่างปี ค.ศ. 2018–2020 เช่นกัน Utami and Purnamasari (2023) พบผลในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วยราคาหลักทรัพย์และมูลค่าสุทธิของกิจการ ซึ่งเป็นการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียระหว่างปี ค.ศ. 2015–2021 ผลการศึกษาข้างต้น สะท้อนถึงข้อจำกัดจากการวิเคราะห์ข้อมูลของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีการแนะนำให้ใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจร่วมกับตัวชี้วัดอื่น เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่ครอบคลุมมากขึ้น (Yulyanti & Rijanto, 2024)

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ได้จากการศึกษางานวิจัยในอดีตทั้งในประเทศและต่างประเทศ ได้ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สรุปการทบทวนวรรณกรรม

ผลการศึกษาที่ได้จากงานวิจัยในอดีต	ตัวอย่างของงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)	Wibobo and Berasategui (2008)
กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อเชิงลบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)	ไม่พบงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)	Jiteya, et al. (2022)
กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)	Sonpukdee et al. (2016), Amyulianthy and Ritonga (2016), JIraudomsarod (2017), Aرسال, (2021), Gatawa (2021), Gulo et al., (2022)

ตารางที่ 1 สรุปการทบทวนวรรณกรรม (ต่อ)

ผลการศึกษาที่ได้จากงานวิจัยในอดีต	ตัวอย่างของงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)	Islam et al. (2014), Anwaar (2016)
กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)	Sangsuwan (2021), Vongsuwanlert and Pongsupatt (2023)
กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q (TQ)	Bonguleaum and Pholkeaw (2017), Gartiwa et al. (2023)
กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q (TQ)	Tanwonglert (2021)
กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q (TQ)	Ghani et al. (2023)
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)	Nakhaei and Hamid (2013), Behera (2020), Jetiya, et al. (2022)
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)	ไม่พบงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)	Utami and Purnamasari (2023)
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)	Akbar et al. (2010), Amyulianthy and Ritonga (2016), Shishany et al. (2020), Saensuriwong et al. (2022), Mariyani et al. (2023), Wijaya (2023)
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)	ไม่พบงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)	Patel and Patel (2012), Ray (2014), Bagun and Natsir (2023), Utami and Purnamasari (2023)
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q (TQ)	ไม่พบงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q (TQ)	ไม่พบงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ไม่ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q (TQ)	Tamrinia et al. (2015)

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

จากแนวคิดตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้รับการประเมินว่ามีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak-form Efficiency) (Meekam, 2019) ถึงระดับปานกลาง (Semi-strong Efficiency) (Choochuen, 2011) ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลสาธารณะ ทำให้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือการใช้ข้อมูลสาธารณะในการคาดการณ์ราคาหุ้นอาจไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติได้ (Choochuen, 2011)

ดังนั้นการประเมินมูลค่ากิจการโดยใช้มูลค่าสุทธิของกิจการ ราคาหลักทรัพย์ และ Tobin's Q สามารถสะท้อนถึงข้อมูลกำไรที่ประกาศต่อสาธารณชน และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่นักลงทุนหรือนักวิเคราะห์สามารถคำนวณได้จากข้อมูลในงบการเงินและรายงานประจำปี อีกทั้งจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้บริหารถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีหน้าที่ในการบริหารงานให้มีประสิทธิภาพ (Jensen and Meckling, 1976) เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งสามารถวัดได้จากมูลค่ากิจการ การบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพสามารถวัดได้จากกำไรจากการดำเนินงานและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ อีกทั้งจากทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่า ข้อมูลทางการบัญชีถือเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่ผู้บริหารส่งไปยังนักลงทุน ดังนั้นหากผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วยกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีค่านักลงทุนย่อมตอบสนองต่อข่าวสารดังกล่าว โดยสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ในทิศทางที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม หากผลการดำเนินงานของกิจการต่ำลง นักลงทุนย่อมตอบสนองต่อข่าวสาร ซึ่งจะสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ในทิศทางที่ลดลงจากแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้น ประกอบกับการทบทวนวรรณกรรมที่พบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน ตามที่สรุปไว้ในตารางที่ 1 บางงานวิจัยพบผลกระทบของกำไรต่อหุ้นที่มีต่อมูลค่ากิจการเป็นบวก (e.g., Amyulianthy & Ritonga, 2016; Arsal, 2021; Gulo et al., 2022; Gartiva et al., 2023) บางงานวิจัยพบผลกระทบของกำไรต่อหุ้นที่มีต่อมูลค่ากิจการเป็นลบ (e.g., Islam et al., 2014) และพบว่า กำไรต่อหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (e.g., Ghani et al., 2023; Maulina et al., 2023) นอกจากนี้งานวิจัยในอดีตพบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันเกี่ยวกับผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการ บางงานวิจัยพบผลกระทบของมูลค่าเพิ่มเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการเป็นบวก (e.g., Akbar, et al., 2010; Shishany, et al., 2020; Saensuriwong, et al., 2022; Kampouris, 2022; Wijaya, 2023) และยังพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (e.g., Patel & Patel, 2012; Bagun & Natsir, 2023; Utami & Purnamasari, 2023) ดังนั้นผู้วิจัยจึงไม่สามารถคาดการณ์ทิศทางของผลกระทบของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการได้ จึงตั้งสมมติฐานที่เป็นสมมติฐานแบบไม่ระบุทิศทาง (Non-directional Hypotheses) โดยตั้งสมมติฐานที่ 1-6 เป็นดังนี้

สมมติฐานที่ 1

H1: กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)

สมมติฐานที่ 2

H2: กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)

สมมติฐานที่ 3

H3: กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q (TQ)

สมมติฐานที่ 4

H4: มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)

สมมติฐานที่ 5

H5: มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (SP)

สมมติฐานที่ 6

H6: มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q (TQ)

ระเบียบวิธีการศึกษา

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562–2566 สาเหตุที่เลือกศึกษาในปี พ.ศ. 2562–2566 เนื่องจากงบการเงินล่าสุดซึ่งเป็นข้อมูลในปัจจุบันในขณะที่ทำการศึกษาคือ ปี พ.ศ. 2566 และย้อนหลังขึ้นไป 5 ปี ซึ่งระยะเวลาที่ศึกษา 5 ปีจะครอบคลุมในช่วงการเกิดวิกฤตการณ์ โควิด-19 และหลังการเกิดวิกฤตการณ์โควิด-19 โดยเลือกตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) ซึ่งมีหลักเกณฑ์ในการเลือกตัวอย่าง ดังนี้ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ตลอดปีที่ศึกษาคือ พ.ศ. 2562–2566 มีงบการเงินที่มีรอบบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม ของทุกปี (รอบระยะเวลาบัญชีปกติ) มีผลการดำเนินงานตลอดระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562–2566 ครบถ้วน และไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และทรัพยากร เนื่องจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีวิธีปฏิบัติทางการบัญชีแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีความเสี่ยงสูง ใช้เงินลงทุนจำนวนมาก สินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นอสังหาริมทรัพย์เพื่อการจำหน่าย ทำให้มูลค่าตลาดของกิจการผันผวนตามภาวะราคาของอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากรที่มีการลงทุนในสินทรัพย์สูงและมูลค่าตลาดของกิจการมีความผันผวนตามราคาพลังงานโลก โดยตารางที่ 2 แสดงจำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างได้ดังนี้

ตารางที่ 2 จำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ช่วงคะแนน	ความหมาย
บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100	100 บริษัท
หัก บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100 ก่อนปี พ.ศ. 2562 หรือไม่อยู่ในดัชนี SET100 ตลอดปี พ.ศ. 2562–2566	(17) บริษัท
หัก บริษัทที่ไม่มียอดการเงินที่มีรอบบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม ของทุกปี	(3) บริษัท
หัก บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และทรัพยากร	(43) บริษัท
จำนวนบริษัทที่ศึกษา (บริษัท)	37 บริษัท
จำนวนปีที่ต้องการศึกษา พ.ศ. 2562–2566 (ปี)	5 ปี
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง (37 × 5)	185 ตัวอย่าง
หัก ค่าสูงสุด-ต่ำสุด และตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ซึ่งมีค่าคลาดเคลื่อนมากกว่า ± 3 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	(26) ตัวอย่าง
คงเหลือจำนวนตัวอย่าง	159 ตัวอย่าง

จากตารางที่ 2 กลุ่มตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไขข้างต้น ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 จำนวนทั้งหมด 37 บริษัท ระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562-2566 มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 185 ตัวอย่าง และมีตัดตัวแปรค่าผิดปกติ (Outlier) และตัดข้อมูลค่าต่ำสุด-สูงสุด จำนวน 26 ตัวอย่าง ดังนั้นจึงมีกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาจำนวน 159 ตัวอย่าง

สถิติที่ใช้ในการวิจัยและสมการที่ใช้ในการศึกษา

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ในการอธิบายลักษณะของข้อมูล โดยวัดค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม โดยมีแบบจำลองสมการถดถอยที่แสดงผลกระทบของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการ เป็นดังนี้

- 1) แบบจำลองสมการถดถอยที่มีกำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรอิสระ (สมการที่ 1-3)

สมการที่ 1

$$EV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DE_{i,t} + \beta_5 YEAR1 + \beta_6 YEAR2 + \beta_7 YEAR3 + \beta_8 YEAR4 + \beta_9 INDUS1_i + \beta_{10} INDUS2_i + \beta_{11} INDUS3_i + \beta_{12} INDUS4_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

สมการที่ 2

$$SP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DE_{i,t} + \beta_5 YEAR1 + \beta_6 YEAR2 + \beta_7 YEAR3 + \beta_8 YEAR4 + \beta_9 INDUS1_i + \beta_{10} INDUS2_i + \beta_{11} INDUS3_i + \beta_{12} INDUS4_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

สมการที่ 3

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DE_{i,t} + \beta_5 YEAR1 + \beta_6 YEAR2 + \beta_7 YEAR3 + \beta_8 YEAR4 + \beta_9 INDUS1_i + \beta_{10} INDUS2_i + \beta_{11} INDUS3_i + \beta_{12} INDUS4_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

- 2) แบบจำลองสมการถดถอยที่มีมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ตัวแปรอิสระ (สมการที่ 4-6)

สมการที่ 4

$$EV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DE_{i,t} + \beta_5 YEAR1 + \beta_6 YEAR2 + \beta_7 YEAR3 + \beta_8 YEAR4 + \beta_9 INDUS1_i + \beta_{10} INDUS2_i + \beta_{11} INDUS3_i + \beta_{12} INDUS4_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

สมการที่ 5

$$SP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DE_{i,t} + \beta_5 YEAR1 + \beta_6 YEAR2 + \beta_7 YEAR3 + \beta_8 YEAR4 + \beta_9 INDUS1_i + \beta_{10} INDUS2_i + \beta_{11} INDUS3_i + \beta_{12} INDUS4_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

สมการที่ 6

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DE_{i,t} + \beta_5 YEAR1 + \beta_6 YEAR2 + \beta_7 YEAR3 + \beta_8 YEAR4 + \beta_9 INDUS1_i + \beta_{10} INDUS2_i + \beta_{11} INDUS3_i + \beta_{12} INDUS4_i + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

เมื่อ $EV_{i,t}$	หมายถึง มูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ของบริษัท i ปีที่ t วัดจาก $EV = \text{Log}(\text{Market Cap.} + \text{Total Debt} - \text{Cash and Cash Equivalents})$
$SP_{i,t}$	หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ (SP) ของบริษัท i ปีที่ t
$TQ_{i,t}$	หมายถึง อัตราส่วน Tobin's Q (TQ) ของบริษัท i ปีที่ t วัดจาก $\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$
$EPS_{i,t}$	หมายถึง กำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัท i ปีที่ t
$EVA_{i,t}$	หมายถึง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ของบริษัท i ปีที่ t วัดจาก $EVA = \text{Log}(\text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Invested Capital}))$
$SIZE_{i,t}$	หมายถึง ขนาดกิจการ (Firm size) ของบริษัท i ปีที่ t โดยวัดค่าจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวม
$ROA_{i,t}$	หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัท i ปีที่ t โดยวัดค่าจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม
$DE_{i,t}$	หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของบริษัท i ปีที่ t โดยวัดค่าจากหนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น
YEAR1	หมายถึง ปีที่ศึกษามีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในปี พ.ศ. 2562 และมีค่าเท่ากับ 0 หากอยู่ในปีอื่น
YEAR2	หมายถึง ปีที่ศึกษามีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในปี พ.ศ. 2563 และมีค่าเท่ากับ 0 หากอยู่ในปีอื่น
YEAR3	หมายถึง ปีที่ศึกษามีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในปี พ.ศ. 2564 และมีค่าเท่ากับ 0 หากอยู่ในปีอื่น
YEAR4	หมายถึง ปีที่ศึกษามีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในปี พ.ศ. 2565 และมีค่าเท่ากับ 0 หากอยู่ในปีอื่น
$INDUS1_i$	หมายถึง บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร มีค่าเท่ากับ 1 และหากบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะเท่ากับ 0
$INDUS2_i$	หมายถึง บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเท่ากับ 1 และหากบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะเท่ากับ 0
$INDUS3_i$	หมายถึง บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเท่ากับ 1 และหากบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะเท่ากับ 0
$INDUS4_i$	หมายถึง บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ มีค่าเท่ากับ 1 และหากบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะเท่ากับ 0
	หากบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตัวแปร $INDUS1, INDUS2, INDUS3$ และ $INDUS4 = 0$
$\varepsilon_{i,t}$	หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน ของบริษัท i ปีที่ t
β	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย
t	หมายถึง ปีที่
i	หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100

ในสมการที่ 1-6 มีการใส่ตัวแปรควบคุมในสมการที่อาจส่งผลต่อตัวแปรตาม (มูลค่ากิจการ) ซึ่งได้แก่ ตัวแปรขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ปีที่ใช้ในการศึกษา (YEAR) และอุตสาหกรรม (INDUS) โดยมีเหตุผลในการเลือกตัวแปรควบคุม ดังนี้ จากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดกิจการส่งผลกระทบต่อเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้นแสดงถึงความมั่นคง การเข้าถึงแหล่งเงินทุนสามารถเข้าถึงได้ง่ายขึ้น ส่งผลให้กิจการสามารถลงทุนในโครงสร้างที่จะก่อให้เกิดรายได้สูงขึ้น เป็นผลให้ความสามารถทำกำไรได้ดีขึ้น เป็นการดึงดูดนักลงทุนที่เพิ่มขึ้น (Chuiruang, 2024) นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวชี้วัดที่แสดงถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างกำไร ซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ จากการศึกษาของ Wijaya (2023) พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบต่อเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าบริษัทโดยบ่งชี้ว่า การบริหารสินทรัพย์ที่ดีสามารถส่งผลต่อการสร้างกำไรและเพิ่มมูลค่าให้บริษัท และ Prawatsilpa (2023) ระบุว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเมื่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้นราคาหลักทรัพย์จึงเพิ่มขึ้นตามไปด้วย และจากการศึกษาของ Salsabila, Triyonowati and Suhermin (2024) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นในการศึกษานี้ จึงใช้ขนาดกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรควบคุม และมีการใช้ปีที่เก็บข้อมูลเป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาจะสามารถอธิบายถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงตามเวลา (Worakitkaseamsakul, 2024) ซึ่งอาจส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และมีการใช้อุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม เนื่องจากการดำเนินงานในแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะที่แตกต่างกัน อาจส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่แตกต่างกัน (Suphattaraporn, 2018)

ทั้งนี้ จากสมการดังกล่าว β_1 ใช้ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1-6 โดยใช้การทดสอบแบบสองหาง (Two Tailed t-test) และหากค่า Sig of t-test (Two-tailed) มีค่าน้อยกว่า 0.10 หมายความว่า ยอมรับสมมติฐานที่ 1-6

ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุมสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 3 โดยตารางที่ 3 แบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และส่วนที่ 2 แสดงค่าความถี่และร้อยละของตัวแปรปีที่ใช้ในการศึกษาและอุตสาหกรรม ดังนี้

ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ส่วนที่ 1 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ตัวแปรตาม				
Log (EV)	9.37	12.00	10.90	0.55
EV (ล้านบาท)	2,337.90	994,420.95	171,436.03	226,476.03
SP (บาท)	1.45	217.00	30.39	35.69
TQ (เท่า)	0.61	7.11	2.22	1.36
ตัวแปรอิสระ				
EPS (บาทต่อหุ้น)	-4.15	10.49	1.07	1.93
Log (EVA)	-10.89	10.88	4.83	8.13
EVA (ล้านบาท)	-76,830.87	76,555.44	4,313.14	15,815.32
ตัวแปรควบคุม				
Log (SIZE)	9.45	11.97	10.65	0.62
SIZE (ล้านบาท)	2,818.52	926,987.18	124,427.00	197,230.63
ROA (ร้อยละ)	-14.97	63.25	8.90	8.88
DE (เท่า)	0.17	7.06	1.52	1.17

ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

ส่วนที่ 2 ค่าความถี่และร้อยละของตัวแปรปีที่ใช้ในการศึกษาและอุตสาหกรรม

ตัวแปรควบคุม		
ตัวแปรคู่	ความถี่	ร้อยละ
YEAR1 (2562)	31	19.50
YEAR2 (2563)	27	16.98
YEAR3 (2564)	34	21.38
YEAR4 (2565)	35	22.01
YEAR5 (2566)	32	20.13
รวม	159	100
INDUS1 (Agro)	29	18.24
INDUS2 (Consum)	9	5.66
INDUS3 (Indus)	4	2.52
INDUS4 (Ser)	87	54.72
INDUS5 (Tech)	30	18.87
รวม	159	100

จากตารางที่ 3 ส่วนที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรใช้วัดมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นตัวแปรตามในสมการ ได้แก่ มูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise Value: EV) ราคาหลักทรัพย์ (SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) ซึ่งมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 171,436.03 ล้านบาท แสดงว่า บริษัทในกลุ่มดัชนี SET100 มีมูลค่ากิจการเฉลี่ยอยู่ในระดับสูง และมีการกระจายตัวของมูลค่าสุทธิของกิจการค่อนข้างสูงเช่นกัน โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 2,337.90 ล้านบาท และค่าสูงสุดของเท่ากับ 994,420.95 ล้านบาท ราคาหลักทรัพย์ (SP) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 30.39 บาท โดยมีราคาสูงสุด เท่ากับ 217 บาท และต่ำสุดอยู่ที่ 1.45 บาท และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 35.69 บาท แสดงว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100 มีความแตกต่างกันค่อนข้างมาก อัตราส่วน Tobin's Q (TQ) เป็นตัวชี้วัดว่า บริษัทมีมูลค่าสูงกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.22 เท่า ซึ่งบ่งชี้ว่า ตลาดประเมินมูลค่าบริษัทในกลุ่ม SET100 โดยเฉลี่ยสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี

สำหรับตัวแปรอิสระ กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -4.15 บาทต่อหุ้น และมีค่าสูงสุด 10.49 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.07 บาทต่อหุ้น แสดงว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100 สามารถทำกำไรได้ในระยะเวลาที่ศึกษา มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) แสดงถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าต้นทุนเงินทุน โดยมูลค่าเพิ่ม

ทางเศรษฐกิจ (EVA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4,313.14 ล้านบาท บ่งบอกว่า บริษัทส่วนใหญ่มีกำไรหลังจากหักต้นทุนเงินทุนแล้ว โดยมีค่าต่ำสุด เท่ากับ $-76,830.87$ ล้านบาท และสูงสุดเท่ากับ 76,555.44 ล้านบาท ซึ่งแสดงว่า ความแตกต่างของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ของบริษัทในกลุ่มนี้ค่อนข้างสูง

สำหรับตัวแปรควบคุม ขนาดกิจการ (SIZE) วัดค่าจากสินทรัพย์รวมของแต่ละบริษัท โดยมีสินทรัพย์รวมน้อยที่สุดจำนวน 2,818.52 ล้านบาท และมีสินทรัพย์รวมมากที่สุดจำนวน 926,987.18 ล้านบาท มีค่าเฉลี่ย 124,427.00 ล้านบาท และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 197,230.63 ล้านบาท บ่งบอกว่า ขนาดของบริษัทในกลุ่มดัชนี SET100 มีความแตกต่างกัน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 8.90 แสดงว่า การลงทุนในสินทรัพย์สามารถสร้างผลตอบแทนกลับมาโดยเฉลี่ยได้ร้อยละ 8.90 ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มนี้เป็นกำไร และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 8.88 แสดงให้เห็นว่า บริษัทในกลุ่มนี้มีผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์มีความแตกต่างกันสูง เนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 63.25 และมีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -14.97 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เป็นอัตราส่วนวัดโครงสร้างเงินทุนจากหนี้สินเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีอัตราส่วนนี้สูงสุดที่ 7.06 เท่า และมีค่าต่ำสุดที่ 0.17 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.52 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มดัชนี SET100 มีการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.17

จากตารางที่ 3 ส่วนที่ 2 แสดงความถี่และร้อยละของปีที่ใช้ในการศึกษาและอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม โดยปีที่ใช้ในการศึกษาในแต่ละปีมีจำนวนตัวอย่างใกล้เคียงกัน อุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างมากที่สุดคือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีจำนวนตัวอย่าง 87 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 54.72 และบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวนน้อยที่สุดคือ 4 ตัวอย่าง หรือคิดเป็นร้อยละ 2.52

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

จากการทดสอบการกระจายของข้อมูลโดยใช้ Kolmogorov-Smirnov Test (KS Test) พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ เนื่องจากมีค่า Sig. ของ KS Test น้อยกว่า 0.10 ทำให้ไม่ผ่านสมมติฐานของ Pearson's Correlation ดังนั้น การศึกษาจึงเลือกใช้ Spearman's Correlation ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยแสดงผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไว้ในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's correlation)

Variable	EV	SP	TQ	EPS	EVA	SIZE	ROA	DE	YEAR1	YEAR2	YEAR3	YEAR4	INDUS1	INDUS2	INDUS3	INDUS4
EV	1.000															
SP	0.498***	1.000														
TQ	-0.015	0.310***	1.000													
EPS	0.266***	0.671***	0.307***	1.000												
EVA	0.418***	0.284***	0.103	0.315***	1.000											
SIZE	.0872***	0.266***	-0.464***	0.094	0.328***	1.000										
ROA	-0.078	0.241***	0.695***	0.613***	0.274***	-0.370***	1.000									
DE	0.295***	-0.174**	-0.408***	-0.266***	0.003	0.443***	-0.463***	1.000								
YEAR1	0.084	0.094	0.053	0.061	-0.038	0.045	0.040	0.033	1.000							
YEAR2	0.045	0.054	0.127	-0.003	-0.426***	-0.027	-0.026	0.026	-0.223***	1.000						
YEAR3	-0.097	-0.066	-0.077	-0.051	0.217***	-0.055	-0.085	0.039	-0.257***	-0.0236***	1.000					
YEAR4	-0.113	-0.126	-0.065	0.040	-0.213***	-0.054	0.039	-0.031	-0.0261***	-0.240***	-0.277***	1.000				
INDUS1	-0.058	0.091	-0.161**	0.171**	0.014	-0.016	0.061	-0.211***	-0.027	0.003	-0.008	-0.015	1.000			
INDUS2	0.315**	0.227***	-0.285***	-0.041	0.039	.372***	-2.25***	0.097	0.017	-0.038	0.005	0.001	-0.116	1.000		
INDUS3	0.258**	0.270***	0.073	0.268***	0.246***	.206***	0.112	0.237***	0.022	-0.073	0.014	0.012	-0.076	-0.039	1.000	
INDUS4	-0.061	-0.281***	0.261***	-0.243***	-0.037	-0.129	0.105	0.070	0.001	0.041	-0.019	0.026	-0.519***	-0.269***	-0.177**	1.000

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (2-tailed), ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (2-tailed), *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (2-tailed)

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) พบว่า ถ้าไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่ากิจการไม่ว่าจะวัดมูลค่ากิจการด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ราคาหลักทรัพย์ (SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) และราคาหลักทรัพย์ (SP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการและราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์ (SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในทางตรงกันข้ามอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์ (SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01 ตัวแปรปีที่ศึกษา (YEAR1, YEAR2, YEAR3, YEAR4) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ราคาหลักทรัพย์ (SP) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) ตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (INDUS1) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ส่วนตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค (INDUS2) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS3) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) และราคาหลักทรัพย์ (SP) เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ นอกจากนี้ตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค (INDUS2) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (INDUS4) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์ (SP) แต่มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

อย่างไรก็ตาม จากการพิจารณาค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมนทุกคู่ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง หรือตัวแปรอิสระกับตัวแปรควบคุม ไม่พบค่าสหสัมพันธ์ที่เกินกว่า 0.80 แสดงว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในสมการที่ศึกษาไม่มีปัญหาตัวแปรสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Hair, Black, Babin & Anderson, 2019)

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผู้วิจัยได้ทดสอบข้อสมมติเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผลที่ได้พบว่า ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน (Mean of Error Term) เท่ากับ 0 ในทุกสมการ การทดสอบการแจกแจงปกติของค่าคลาดเคลื่อน (Normality of Error Term) พบว่า ค่าคลาดเคลื่อนของสมการที่ 1, 3 และ 4 มีการแจกแจงปกติ ส่วนการแจกแจงของค่าคลาดเคลื่อนในสมการที่ 2, 5 และ 6 มีการแจกแจงไม่ปกติ ส่วนค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน ทดสอบจากค่า Durbin Watson ของทุกสมการ มีค่าอยู่ระหว่าง 1.5-2.5 แสดงค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน ส่วนข้อสมมติเบื้องต้นเกี่ยวกับความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่พบว่า สมการที่ 1, 2 และ 4 มีค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่ ส่วนสมการที่ 3, 5 และ 6 มีค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่

ผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของสมการที่ 1 สมการที่ 2 และสมการที่ 3 ซึ่งมีกำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรอิสระ แสดงไว้ในตารางที่ 5 และผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ 4 สมการที่ 5 และสมการที่ 6 ซึ่งมีมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) เป็นตัวแปรอิสระ แสดงไว้ในตารางที่ 6 ดังนี้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ 1 สมการที่ 2 และสมการที่ 3

Variable	สมการที่ 1			สมการที่ 2			สมการที่ 3		
	Coefficients	t	Sig.	Coefficients	t	Sig.	Coefficients	t	Sig.
(Constant)	1.831	4.668	0.001***	-5.281	-0.131	0.896	7.891	3.546	0.001***
EPS	0.040	3.283	0.001***	7.222	5.593	0.001***	0.383	5.203	0.001***
SIZE	0.845	22.501	0.001***	3.256	0.846	0.399	-0.095	-0.932	0.353
ROA	0.009	3.666	0.001***	-0.068	-0.261	0.794	0.050	3.454	0.001***
DE	-0.023	-1.256	0.211	-4.015	-2.176	0.031**	-0.612	-2.864	0.005***
YEAR1 (2562)	0.029	0.525	0.600	-3.440	-0.622	0.535	0.101	0.332	0.740
YEAR2 (2563)	0.055	0.984	0.326	3.024	0.531	0.596	0.389	1.239	0.217
YEAR3 (2564)	-0.016	-0.302	0.763	-3.002	-0.553	0.581	-0.068	-0.225	0.822
YEAR4 (2565)	-0.058	-1.084	0.280	-5.201	-0.965	0.336	-0.200	-0.674	0.502
INDUS1 (Agro)	-0.081	-1.398	0.164	5.099	0.89	0.375	-0.061	-0.189	0.850
INDUS2 (Consum)	-0.061	-0.632	0.528	11.158	1.164	0.246	-0.132	-0.247	0.805
INDUS3 (Indus)	-0.055	-0.363	0.717	116.386	7.494	0.001***	-2.238	-2.583	0.011**
INDUS4 (Ser)	0.053	1.089	0.278	-3.078	-0.616	0.539	0.451	1.593	0.113
	F = 74.984		Adj R ² = 0.841	F = 26.727		Adj R ² = 0.653	F = 11.598		Adj R ² = 0.443
	p-value = 0.001			p-value = 0.001			p-value = 0.001		

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (2-tailed), ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (2-tailed), *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (2-tailed)

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ 4 สมการที่ 5 และสมการที่ 6

Variable	สมการที่ 4			สมการที่ 5			สมการที่ 6		
	Coefficients	t	Sig.	Coefficients	t	Sig.	Coefficients	t	Sig.
(Constant)	1.115	2.963	0.004***	-57.599	-1.586	0.115	7.032	2.25	0.026**
EVA	0.007	2.353	0.020**	0.434	1.577	0.117	0.012	0.489	0.625
SIZE	0.910	25.415	0.001***	8.405	2.433	0.016**	-0.410	-1.373	0.172
ROA	0.013	5.454	0.001***	0.502	2.178	0.031**	0.076	3.758	0.001***
DE	-0.042	-2.378	0.019**	-3.868	-2.237	0.027**	-0.178	-1.203	0.231
YEAR1 (2562)	0.058	1.079	0.282	3.536	0.669	0.505	0.539	1.141	0.256
YEAR2 (2563)	0.151	2.307	0.022**	10.655	1.660	0.099*	0.455	0.796	0.428
YEAR3 (2564)	0.015	0.294	0.769	-1.438	-0.284	0.777	-0.025	-0.056	0.956
YEAR4 (2565)	0.007	0.135	0.893	-1.081	-0.202	0.840	-0.248	-0.527	0.599
INDUS1 (Agro)	-0.092	-1.675	0.096*	1.215	0.229	0.819	-1.423	-2.935	0.004***
INDUS2 (Consum)	-0.093	-0.999	0.320	4.636	0.519	0.605	-1.285	-1.633	0.105
INDUS3 (Indus)	0.212	1.715	0.088*	163.279	13.654	0.001***	-0.309	-0.296	0.767
INDUS4 (Ser)	0.030	0.673	0.502	-15.332	-3.502	0.001***	-0.810	-2.09	0.038**
	F = 81.091	Adj R ² = 0.852		F = 28.278	Adj R ² = 0.669		F = 11.496	Adj R ² = 0.444	
	p-value = 0.001			p-value = 0.001			p-value = 0.001		

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (2-tailed), ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (2-tailed), *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (2-tailed)

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของสมการที่ 1 ซึ่งพบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 74.984 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า กำไรต่อหุ้น (EPS) และตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัวที่ส่งผลต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.841 หมายความว่า กำไรต่อหุ้นและตัวแปรควบคุมซึ่งประกอบด้วยขนาดของกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ปีที่ศึกษา และอุตสาหกรรมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสุทธิของกิจการได้ร้อยละ 84.10 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 15.90 ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษา¹ ผลการวิเคราะห์สมการที่ 1 พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 1 สำหรับตัวแปรควบคุม ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ปีที่ใช้ในการศึกษาและอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการ

ผลการวิเคราะห์สมการที่ 2 ซึ่งมีราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตามพบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 26.727 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า กำไรต่อหุ้นและตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัวที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.653 หมายความว่า กำไรต่อหุ้นและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 65.30 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 34.70 ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษา ผลการวิเคราะห์สมการที่ 2 ยังพบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 2 ผลการศึกษาเกี่ยวกับตัวแปรควบคุมพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS3) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมสูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่เป็นฐาน) ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์สมการที่ 3 ซึ่งมีอัตราส่วน Tobin's Q เป็นตัวแปรตามพบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 11.598 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า กำไรต่อหุ้นและตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัวส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.443 หมายความว่า กำไรต่อหุ้นและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วน Tobin's Q ได้ร้อยละ 44.30 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 55.70 ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษา ผลการวิเคราะห์สมการที่ 3 พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 3 ผลการศึกษาเกี่ยวกับตัวแปรควบคุมพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในทางตรงกันข้ามอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 นอกจากนี้อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS3) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สามารถอธิบายได้ว่า อัตราส่วน Tobin's Q ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมต่ำกว่าบริษัท

¹ ปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษาซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ จากการทบทวนวรรณกรรม พบทั้งปัจจัยมหภาค เช่น ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม รวมถึงปัจจัยระดับบริษัท เช่น สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ และความเสี่ยงในการก่อหนี้ที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่เป็นฐาน) ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q

จากตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของสมการที่ 4 ซึ่งพบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 81.091 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ และตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัว ส่งผลต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.852 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ และตัวแปรควบคุม ซึ่งประกอบด้วยขนาดของกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ปีที่ศึกษา และอุตสาหกรรมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสุทธิของกิจการได้ร้อยละ 85.20 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 14.80 ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษา ผลการวิเคราะห์สมการที่ 4 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 4 สำหรับตัวแปรควบคุมขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (INDUS1) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับมูลค่าสุทธิของกิจการ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ในทางตรงกันข้าม ปี พ.ศ. 2563 (YEAR2) และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS3) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารมีมูลค่าสุทธิของกิจการต่ำกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่เป็นฐาน) ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีมูลค่าสุทธิของกิจการสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่เป็นฐาน) และมูลค่าสุทธิของกิจการในปี พ.ศ. 2563 สูงกว่าปี พ.ศ. 2566 (ซึ่งเป็นปีฐาน) ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ

ผลการวิเคราะห์สมการที่ 5 ซึ่งมีราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตามพบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 28.278 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ และตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัวส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.669 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 66.90 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 33.10 ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษา ผลการวิเคราะห์สมการที่ 5 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 ขนาดของกิจการและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ปี พ.ศ. 2563 (YEAR2) และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS3) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2563 สูงกว่าปี พ.ศ. 2566 (ซึ่งเป็นปีฐาน) และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมสูงกว่าบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี และอุตสาหกรรมบริการ (INDUS4) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการต่ำกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์สมการที่ 6 ซึ่งมีอัตราส่วน Tobin's Q เป็นตัวแปรตามพบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 11.496 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัวส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.444 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วน Tobin's Q ได้ร้อยละ 44.40 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 55.60 ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ศึกษา ผลการวิเคราะห์สมการที่ 5 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 6 สำหรับตัวแปรควบคุม มีเพียงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในทางตรงกันข้าม กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (INDUS1) และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (INDUS4) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราส่วน Tobin's Q ต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 159 ตัวอย่าง ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ โดยผลการวิเคราะห์ตามสมการที่ 1 ถึง 6 พบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่ว่าจะวัดมูลค่ากิจการโดยใช้มูลค่าสุทธิของกิจการ ราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วน Tobin's Q ส่วนมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลต่อมูลค่ากิจการในเชิงบวกเช่นกัน หากวัดมูลค่ากิจการโดยใช้มูลค่าสุทธิของกิจการ แต่หากวัดมูลค่ากิจการโดยใช้ราคาหลักทรัพย์และอัตราส่วน Tobin's Q กลับพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อทั้งราคาหลักทรัพย์และอัตราส่วน Tobin's Q ส่วนผลของตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งตัวแบบที่มีกำไรต่อหุ้น และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นตัวแปรอิสระ นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q ทั้งตัวแบบที่มีกำไรต่อหุ้น และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นตัวแปรอิสระ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์ ทั้งในตัวแบบที่มีกำไรต่อหุ้น และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นตัวแปรอิสระเช่นกัน

อภิปรายผลการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลต่อมูลค่ากิจการเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่ว่าจะวัดมูลค่ากิจการด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ ราคาหลักทรัพย์หรืออัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลต่อมูลค่ากิจการเชิงบวกที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ที่ระบุว่า หากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลที่ประกาศต่อสาธารณชน โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Fama, 1970; Fama, 1991) ซึ่งข้อมูลกำไร

ต่อหุ้นในงบกำไรขาดทุนถือเป็นข้อมูลทางบัญชีอย่างหนึ่งที่ประกาศต่อสาธารณชน ส่วนมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจแม้จะไม่มี การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวโดยตรงต่อสาธารณชน แต่นักลงทุนและนักวิเคราะห์สามารถนำข้อมูลทางบัญชีและข้อมูล ในหมายเหตุประกอบงบการเงินมาคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจได้ อีกทั้งผลการศึกษายังสอดคล้องกับแนวคิดของ วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ที่ระบุว่า ในการประเมินมูลค่ากิจการ นอกจากข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ และภาวะอุตสาหกรรมแล้ว ข้อมูลในระดับบริษัท เช่น ข้อมูลผลการดำเนินงาน อัตราส่วนทางการเงิน ถือเป็นข้อมูลสำคัญ ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Lev & Thiagarajan, 1993) ดังนั้นกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่ม ทางเศรษฐกิจถือเป็นปัจจัยพื้นฐานรายการหนึ่งที่สามารถใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการได้ ผลการศึกษานี้ยังสอดคล้องกับ ทฤษฎีตัวแทน ในส่วนที่ผู้บริหารงานที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น พยายามบริหารงานให้มีประสิทธิภาพ เพื่อก่อให้เกิด ผลการดำเนินงานที่ดียิ่งขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการวัดผลการดำเนินงานในรูปของกำไรต่อหุ้นหรือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังเป็นการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนได้ (Jensen & Meckling, 1976) อีกทั้งผลการศึกษายังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดยกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ถือเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่ผู้บริหารต้องการส่งข้อมูลดังกล่าวไปให้นักลงทุนทราบ ซึ่งเมื่อนักลงทุนรับทราบข้อมูลดังกล่าว จึงมีการเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์และส่งผลให้มูลค่ากิจการ ซึ่งวัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ ราคา หลักทรัพย์และ Tobin's Q มีทิศทางเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามข้อมูลกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ที่นักลงทุนรับทราบข้อมูล

นอกจากนี้ผลที่ได้จากการศึกษายังมีความสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายงาน โดยผลที่ได้จากการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า หากกำไรต่อหุ้น เพิ่มขึ้น มูลค่าตลาดของบริษัทเพิ่มขึ้น อีกทั้งส่งผลให้มูลค่าสุทธิของกิจการเพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ บวกด้วยหนี้สินรวมเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wibobo and Berasategui (2008) ซึ่งเป็นการศึกษา จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และ Valencia (2025) ซึ่งเป็นการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสเปน นอกจากนี้ยังพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดด้วย ราคาหลักทรัพย์ สามารถอธิบายได้ว่า กำไรต่อหุ้นเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่สำคัญที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่า หลักทรัพย์ หากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี กำไรต่อหุ้นสูง แสดงถึงแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลในอนาคต ที่สูงด้วย จึงส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาทั้งจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสอดคล้องกับงานของ Sonpukdee et al. (2016) และ Jiraudomsarod (2017) และสอดคล้องกับผลการศึกษา ในต่างประเทศของ Amyulianthy and Ritonga (2016), Aرسال (2021), Gatawa (2021) และ Gulo et al. (2022) ซึ่งสรุปได้ว่า กำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรสำคัญที่สามารถสะท้อนถึงมูลค่ากิจการที่วัดด้วยราคาหลักทรัพย์ อีกทั้งยังส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของกำไร ต่อหุ้นส่งผลให้มูลค่าตลาดของกิจการปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งสามารถพิจารณาจากราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นตามทีกล่าวข้างต้น แต่มูลค่าทางบัญชีจะเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนที่น้อยกว่า ส่งผลให้มูลค่าตลาดต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ผลการศึกษาดังกล่าว สอดคล้องกับ Bonguleuam & Pholkeaw (2017) ซึ่งระบุว่า กำไรต่อหุ้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q สำหรับ บริษัทจดทะเบียนที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อสาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ Gartiwa et al. (2023) ที่ระบุว่า กำไรต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อเชิงบวกต่ออัตราส่วน Tobin's Q ของบริษัทเหมืองแร่ในประเทศอินโดนีเซีย

นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินกิจการ หากกิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นบวกได้อย่างต่อเนื่อง แสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานและศักยภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มที่แท้จริงให้กับผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ ส่งผลให้ตลาดทุนประเมินมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าสุทธิของกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งผลดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Nakhaei and Hamid (2013) ที่พบว่า EVA มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อิหร่าน (Tehran Stock Exchange) และสอดคล้องกับงานของ Behera (2020) ที่ระบุว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งวัดโดยมูลค่าสุทธิของกิจการได้ และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Jetiya et al. (2022) ซึ่งพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และ Wijaya (2023) ที่บ่งชี้ว่า มูลค่าเพิ่มเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์และไม่ส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q อาจเกิดขึ้นเนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ไม่ได้ใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจในการประเมินราคาหลักทรัพย์ แต่ใช้กำไรต่อหุ้นในการประเมินราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นตัวเลขวางบัญชีที่คำนวณได้ง่ายกว่า อีกทั้งการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจต้องใช้การคำนวณที่ซับซ้อน และต้องมีการปรับปรุงรายการกำไรทางบัญชีหลายรายการ ทำให้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ได้สะท้อนโดยตรงผ่านราคาหลักทรัพย์และอัตราส่วน Tobin's Q แม้ว่าแนวคิดของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจจะถูกเสนอว่า เป็นตัววัดว่ามูลค่าที่แท้จริงทางเศรษฐกิจของกิจการ (Stern et al., 1996) แต่ในทางปฏิบัตินักลงทุนอาจยังไม่ตอบสนองต่อข้อมูลนี้เท่ากับกำไรต่อหุ้น หรือยังไม่มีการนำไปใช้อย่างแพร่หลายในการตัดสินใจในตลาดทุนไทย ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Suwannaphurk, Aujirapongpan and Kaewprasert (2013) ซึ่งพบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องงานวิจัยในต่างประเทศหลากหลายงาน เช่น Ray (2014) ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย อีกทั้ง Patel and Patel (2012) ศึกษาจากกลุ่มธุรกิจธนาคารในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย Bagun & Natsir (2023) ศึกษาจากภาคการผลิตในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และ Utami & Purnamasari (2023) ศึกษาจากธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ผลการศึกษทั้งหมดพบในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ Tamrinia et al. (2015) ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนใน Tehran Stock Exchange พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q

ดังนั้นจึงเป็นการยืนยันว่า การวิเคราะห์ของนักลงทุนไทยเน้นผลกำไรทางบัญชีหรือปัจจัยพื้นฐานแบบง่าย เช่น กำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราส่วน Tobin's Q มากกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่มีใช้ในประเมินผลภายในองค์กร หรืออาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนไทยยังไม่ใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100

ข้อจำกัด

การศึกษานี้ มีข้อจำกัดดังนี้ บางบริษัทไม่เปิดเผยข้อมูลรายละเอียดดอกเบี้ยจ่าย อัตราดอกเบี้ยจากเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน รวมถึงรายละเอียดในส่วนของต้นทุนเงินทุน ทำให้ไม่สามารถคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงได้ จึงจำเป็นต้องคำนวณอัตราดอกเบี้ยเอง โดยใช้ต้นทุนทางการเงินในงบกำไรขาดทุนหารด้วยจำนวนเงินกู้ยืมในงบฐานะการเงิน อีกทั้งบางบริษัทมีต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) มีค่าติดลบ เนื่องจากผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหุ้น (Return of Market: RM) มีค่าติดลบจากภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 100 มีค่าติดลบ และการทดสอบข้อสมมติของสมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการทดสอบพบการแจกแจงของค่าคลาดเคลื่อนในสมการที่ 2 สมการที่ 5 และสมการที่ 6 มีการแจกแจงไม่ปกติ และการทดสอบความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนของสมการที่ 3 สมการที่ 5 และสมการที่ 6 พบว่า ความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนของสมการดังกล่าวไม่คงที่

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเชิงทฤษฎี

ผลที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้ เป็นการสนับสนุนแนวคิดตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) โดยเฉพาะเป็นการสนับสนุนแนวคิดที่ระบุว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง เนื่องจากข้อมูลกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจถือเป็นข้อมูลที่ประกาศต่อสาธารณชน และราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้สะท้อนถึงข้อมูลดังกล่าว โดยนักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวสาร (ผลการดำเนินงาน) ที่ประกาศออกไป นอกจากนี้ผลการศึกษายังสนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดยข้อมูลกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่นักวิเคราะห์คำนวณ ถือเป็น การส่งสัญญาณไปยังผู้รับข้อมูลหรือนักลงทุน โดยจากทฤษฎีการส่งสัญญาณ ที่กล่าวว่า ผู้บริหารมักจะมีข้อมูลที่มากกว่านักลงทุน โดยผู้บริหารสามารถคาดการณ์อนาคตของบริษัทได้แม่นยำและถูกต้องมากกว่านักลงทุน ดังนั้นนักลงทุนจึงจำเป็นต้องใช้ข้อมูลผลการดำเนินงาน เช่น กำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ในการกำหนดมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ผลจากงานวิจัยนี้ยังสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน กล่าวคือ ผู้บริหารถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น มีหน้าที่บริหารกิจการให้มีประสิทธิภาพ ซึ่งจะสะท้อนในรูปผลการดำเนินงานของบริษัท หากผลการดำเนินงานของบริษัทดี มูลค่ากิจการก็จะสูงขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ตัววัดผลการดำเนินงานในรูปของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจถือเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญที่นักลงทุนใช้ในการกำหนดมูลค่ากิจการ

ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้บริหาร

กำไรต่อหุ้น เป็นตัวแปรสำคัญที่สะท้อนศักยภาพการสร้างผลตอบแทนของบริษัทและส่งผลโดยตรงต่อการรับรู้มูลค่าจากมุมมองของนักลงทุนในตลาดหุ้น ดังนั้นผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการผลกำไรของบริษัทให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม โปร่งใส และมีคุณภาพสูง เพื่อรักษาความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงในระยะยาว

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วน Tobin's Q ดังนั้นผู้บริหารควรพิจารณาการจัดหาเงินทุน โดยการก่อหนี้อย่างระมัดระวังรอบคอบ เพื่อไม่ให้กระทบต่อผลประโยชน์และมูลค่าของกิจการในระยะยาว รวมถึงความสามารถในการแข่งขันของบริษัทในระยะยาว

เนื่องจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการ ผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 สามารถนำผลที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้มาใช้เป็นแนวทางในการกำหนดเงื่อนไขการกู้ยืมของกิจการ ตลอดจนถึงการลงทุนต่าง ๆ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจให้แก่กิจการ เพื่อมุ่งสร้างการเติบโต ส่งผลให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขันในตลาดที่เพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจยังไม่เป็นตัวแปรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการอย่างชัดเจนในตลาดหุ้นไทย ผู้บริหารอาจใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นเครื่องมือภายในในการประเมินประสิทธิภาพเชิงเศรษฐกิจของโครงการลงทุน แต่อาจยังไม่สามารถใช้เป็นดัชนีชี้วัดในการสื่อสารต่อนักลงทุนภายนอกได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

นักลงทุนควรนำข้อมูลผลการดำเนินงาน เช่น ข้อมูลกำไรต่อหุ้น ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเลือกลงทุนในบริษัทที่มีกำไรต่อหุ้นสูงหรือมีกำไรต่อหุ้นเติบโตอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหากบริษัทที่เลือกลงทุนมีกำไรต่อหุ้นสูง ย่อมส่งผลให้มูลค่ากิจการซึ่งไม่ว่าจะวัดโดยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ราคาหลักทรัพย์ และ Tobin's Q สูงขึ้นด้วย อีกทั้งนักลงทุนควรมีการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) เพิ่มเติมหรือพิจารณาข้อมูลมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจที่นักวิเคราะห์คำนวณเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยนักลงทุนควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มี EVA สูง หากบริษัทที่เลือกลงทุนมี EVA สูง ย่อมหมายถึง บริษัทสามารถสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีได้สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ทำให้มูลค่าของกิจการที่วัดโดยใช้มูลค่าสุทธิของกิจการเพิ่มสูงขึ้นด้วย

3. ข้อเสนอแนะสำหรับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

จากผลการศึกษาที่พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ผลดังกล่าว สามารถเสนอแนะให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดเผยข้อมูลมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) โดยสมัครใจ โดยอาจเปิดเผยไว้ในรายงานประจำปี หรือ One Report เพิ่มเติม ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนสามารถนำข้อมูลมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจไปใช้ในการตัดสินใจได้ง่ายขึ้น ซึ่งอาจทำให้ข้อมูลมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยราคาหลักทรัพย์และ Tobin's Q ในอนาคต

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งถัดไป

1. ในการศึกษาครั้งต่อไปควรใช้จำนวนตัวอย่างที่เพิ่มมากขึ้น โดยอาจศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ข้อมูลมีประสิทธิภาพและสะท้อนความเป็นจริงของตลาดหลักทรัพย์ไทยได้มากขึ้น หรืออาจศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่าง ๆ ในอาเซียน

2. ในการศึกษาครั้งต่อไปควรพิจารณาตัวแปรที่หลากหลายมากขึ้น เนื่องจากตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษานี้มีเพียง 2 ตัวแปร ได้แก่ กำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ควรเพิ่มตัวแปรอิสระ เช่น กระแสเงินสดจากกิจการดำเนินงาน (Cash Flow from Operation: CFO) กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization: EBITDA) หรือข้อมูลทางการเงินอื่น เพื่อให้ได้ตัววัดผลทางการเงินด้านอื่น ๆ ที่อาจสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการมากขึ้น

REFERENCES

- Akbar, M., Khan, M.K., & Ali, S. (2010). The relationship between EVA and stock returns: Empirical evidence from KSE. *Business & Economic Review*, 2(2), 1–5. <https://bereview.pk/journal/index.php/ber/article/view/57>
- Amyulianthy, R., & Ritonga, E.K. (2016). The effect of economic value added and earning per share to stocks return (panel data approachment). *International Journal of Business and Management Invention*, 5(2), 8–15. [https://www.ijbmi.org/papers/Vol\(5\)2/Version%20-3/B0520308015.pdf](https://www.ijbmi.org/papers/Vol(5)2/Version%20-3/B0520308015.pdf)
- Anwaar, M. (2016). Impact of firm's performance on stock returns (Evidence from listed companies of FTSE-100 Index, London, UK.). *Global Journal of Management & Business Research*, 16(1), 31–39.
- Arsal, M. (2021). Impact of earnings per share and dividend per share on firm value. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 4(1), 11–18. <https://doi.org/10.57178/atestasi.v4i1.158>
- Bagun, N., & Natsir, K. (2023). The effect of EVA, leverage and liquidity on the stock price. *Jurnal Akuntansi*, 27(1), 62–79. <https://doi.org/10.24912/jm.v27i1.1174>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Behera, S. (2020). Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required rate of return than constant required rate of return? *Financial Innovation*, 6(1), 1–23. <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0167-8>
- Bonguleaum, P., & Pholkaew, C. (2017). The relationship between firm's profitability and firm' values of initial public offering firms in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science, Ubon Ratchathani University*, 7(13), 25–43. https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jms_ubu/article/view/133260/99937
- Charoensantiphong, J. (2022). *Are cheap stocks just a value trap?* SET Invest Now. <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/119-tsi-are-low-price-stocks-a-trap>
- Choochuen, S. (2011). *Market efficiency of the Stock Exchange of Thailand* [Master's independent study, University of the Thai Chamber of Commerce]. University of the Thai Chamber of Commerce Institutional Repository. <https://scholar.utcc.ac.th/bitstreams/dcdb240c-f96b-475e-840b-9884013bfc65/download>
- Chuaiuang, S. (2024). The impact of working capital management on firm value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 Index Group. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 44(4), 27–55. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/276170/186751>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74. <https://doi.org/10.2307/3665623>

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Gartiwa, M. S., Pratiwi, L. N., Juniwati, E. H., & Purbayati, R. (2023). Analysis of the effect of CSR disclosure and EPS on firm value with size as a moderating variable. *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 3(2), 414–424. <https://doi.org/10.35313/jaief.v3i2.3823>
- Gatawa, G. (2021). *The value relevance of financial metrics to publicly listed firms: Evidence from large-, mid-, small-cap firms listed in NYSE and NASDAQ* [Preprint]. Advance. <https://doi.org/10.31124/advance.15110391.v1>
- Ghani, R. A., Samah, A. R. A., Baharuddin, N. S., & Ahmad, Z. (2023). Determinants of firm value as measured by the Tobin's Q: A case of Malaysian Plantation Sector. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance, and Management Sciences*, 13(2), 420–432. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v13-i2/17268>
- Gulo, S., Sofiyah, Faris, S., & Rosita. (2022). The effect of earnings per share (EPS) and company sizes on stock prices with dividend policy moderating variables in Trade, Service, and Investment companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2016–2020. *International Journal of Research and Review*, 9(9), 222–229. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20220924>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed). Cengage.
- Harinanon, T. (2017). *The effects of corporate governance on earnings management and economic value added (EVA): A case study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand SET 100* [Master's thesis, Prince of Songkla University]. Prince of Songkla University Digital Repository. <https://kb.psu.ac.th/psukb/bitstream/2016/11709/1/420092.pdf>
- Islam, M. R., Khan, T. R., Choudhury, T. T., & Adnan, A. M. (2014). How earnings per share (EPS) affects on share price and firm value? *European Journal of Business and Management*, 6(17), 97–109.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jetiya, A., Kawewong, N., & Diskulnetivitya, P. (2022). Impact of economic value added and financial ratios towards market value added of listed companies in SET100 Index. *Journal of Administrative and Management Innovation*, 10(1), 24–34. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/RCIM/article/view/248721/172088>

- Jiraudomsarod, P. (2017). Relationship book value, earning and dividend of listed companies on the Stock Exchange of Thailand's SET100. *Journal of Humanities and Social Sciences Thonburi University*, 11(25), 99–106. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/trujournal/article/view/85636/68110>
- Kampouris, C. (2022). Is economic value added relevant for market value? A sector and industry analysis of European companies. *Theoretical Economics Letters*, 12(4), 1034–1047. <https://doi.org/10.4236/tel.2022.124056>
- Khammoon, W. (2017). *The relationships between Tobin's Q ratios and the health care services industry companies' stock prices: Evidence from Stock Exchange of Thailand's all sector indices* [Master's independent study, Bangkok University]. Bangkok University Digital Commons. <https://dspace.bu.ac.th/bitstream/123456789/2874/1/wirawan.kham.pdf>
- Khan, W., Naz, A., Khan, M., Khan, W., & Ahmed, S. (2013). The impact of capital structure on firm performance and stock returns: A case of Pakistan Textile Industry. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16(2), 289–295. <https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.16.02.1153>
- Lev, B., & Thiagarajan, R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190–215. <https://doi.org/10.2307/2491270>
- Maho, P. (2018). *The relationship of economic value added, market value added, free cash flow, and sustainable growth rate* [Master's independent study, Thammasat University]. Thammasat University Digital Repository. http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2018/TU_2018_6002020292_9225_9580.pdf
- Mariyani, D., Hariyanti, & Novida, D. R. (2023). The effect of economic value added (EVA), market value added (MVA), redefined economic value added (REVA) on stock prices and stock returns in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *IMWI Student Research Journal*, 4(1), 10–22. <https://doi.org/10.52851/wt.v4i1.46>
- Maulina, F., Santoso, S. B., Wahyuni, S., & Winarni, D. (2023). The effect of earnings per share (EPS) and company size on company value with return on assets as moderating variables (case study of companies registered on JII-70 during the Covid-19 period in 2020–2021). *Journal of Digital Economics and Business*, 2(1), 175–190. <https://doi.org/10.55927/ministal.v2i1.2376>
- Meekam, S. (2019). *Testing the weak form of efficient market hypothesis in the Thai Security Market* [Master's independent study, Sukhothai Thammathirat Open University]. Sukhothai Thammathirat Open University Research Repository. <https://ir.stou.ac.th/handle/123456789/12150>
- Nakhaei, H., & Hamid, N. I. N. B. (2013). Analyzing the relationship between economic value added (EVA) and accounting variables with share market Value in Tehran Stock Exchange (TSE). *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16(11), 1589–1598. <https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.16.11.12053>

- Neururer, T. (2022). Meet-or-beat-steak heterogeneity and equity prices. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 86, 455–470. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.09.003>
- Patel, R., & Patel, M. (2012). Impact of economic value added (EVA) on share price: A study of Indian private sector banks. *International Journal of Contemporary Business Studies*, 3(1), 24–34. <http://www.akpinsiant.webs.com>
- Pornchai, S., & Banchuenvijit, W. (2013). Market efficiency of the Stock Exchange of Thailand: The case of Thai Rung Union Car Public Company Limited. *Journal of Finance, Banking and Investment*, 1(3), 355–373. <https://thaiejournal.com/journal/2556volumes3F/20.pdf>
- Pornphattawat, W. (2017). *The relationship between capital structure and economic value added that affect on stock price and dividend yield ratio of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand: Commerce sector in service industry group* [Master's independent study, Thammasat University]. Thammasat University Digital Repository. https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2017/TU_2017_5902030799_8035_6637.pdf
- Prawatsilpa, K. (2023). *The relationship between financial ratios and stock price of the Market for Alternative Investment (MAI)* [Master's independent study, Thammasat University]. Thammasat University Digital Repository. https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2023/TU_2023_6502110080_18749_28615.pdf
- Ray, K. K. (2014). EVA as a financial metric: The relationship between EVA and stock market performance. *European Journal of Business and Management*, 6(11), 105–114.
- Rompho, N. (2007). Economic value added and organizational productivity improvement. *Journal of Business Administration*, 30(113), 7–9. <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba113/Column/JBA113NopadolC.pdf>
- Saensuriwong, J., Saensuriwong, P., Chanpan, R., Nuengsittha, N., & Jantanon, J. (2022). Comparison of relationship between economic value added affect the stock price of company listed on the Stock Exchange of Thailand: Case study of service industry group. *Journal of Management Science Sakon Nakhon Rajabhat University*, 2(1), 31–39. <https://so08.tci-thaijo.org/index.php/JMSSNRU/issue/view/16>
- Salsabila, R. R., Triyonowati, & Suhermin. (2024). Influence of return on equity (ROE) and debt equity ratio (DER) on company value and share prices. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IJISE)*, 7(1), 909–928. <https://doi.org/10.31538/ijise.v7i1.4514>
- Sangsuwan, W. (2021). *Relationship of financial ratios to stock prices listed in the Stock Exchange of Thailand SET100* [Master's independent study, Dhurakij Pundit University]. Dhurakij Pundit University Library. <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Wilailuck.San.pdf>
- Shishany, A. A., Al-Omush, A., & Guermat, C. (2020). The impact of economic value added (EVA) adoption on stock performance. *Accounting*, 6(5), 687–704. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.6.015>

- Sonpukdee, C., Thongprong, Y., Wisriya, T., Puangpratun, W., & Sirinawee, S. (2016). The relationship between financial ratios and stock price in medical service industry of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science Udon Thani Rajabhat University*, 4(2), 45–57.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Srijunpetch, S. (2008). Corporate Governance. *Journal of Business Administration*, 31(120), 1–4. <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba120/Column/JBA120SinlapapornC.pdf>
- Stern, J. M., Stewart, B., & Chew, D. H. (1996). EVA: An integrated financial management system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32–46. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1996.tb00039.x>
- Suphattaraporn, B. (2018). The impact of corporate governance scores on the firms performance of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Suvarnabhumi Technology Institute (Humanities and Social Sciences)*, 4(2), 171–190.
- Suwannanurak, K., Parkatt, G., & Sittichoksakunchai, P. (2023). The impact of capital structure and earnings per share on firm value of listed companies in The Stock Exchange of Thailand. *The Journal of Development Administration Research*, 13(3), 776–789. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/JDAR/article/view/267462>
- Suwannaphurk, A., Aujiरणongpan, S., & Kaewprasert, N. R. (2013). 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. *WMS Journal of Management*, 3(2), 57–65.
- Tamrinia, A., Kazemichamsorak, K., & Bakhtiari, M. R. (2015). The survey relationship between EVA and Q versions of conventional turbines to evaluate the performance of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 205, 550–555. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.09.073>
- Tanwonglert, P. (2021). *The impact of firms' performance on firms' value of sustainable operating companies during the COVID-19 pandemic* [Master's independent study, Thammasat University]. Thammasat University Digital Repository.
- Taweetheeratham, K. (2015). *Selecting the value stock with fundamental analysis* (2nd ed.). Amarin Printing. The Stock Exchange of Thailand. (n.d.). *SET Index or the Stock Exchange of Thailand Index*. SET Invest Now. <https://www.setinvestnow.com/th/stock/what-is-set-index>
- The Stock Exchange of Thailand. (2021). *Where does the stock price come from...Who told me?* SET Invest Now. <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/237-how-to-get-stock-price>

- Utami, T. S., & Purnamasari, D. I. (2023). The impact of financial ratios and economic value added (EVA) on the firm value of multi-finance companies listed on BEJ (Indonesia Stock Exchange) in the years 2015-2021. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 6(3), 1387–1391. <https://doi.org/10.47191/jefms/v6-i3-40>
- Valencia, L. R. (2025). Financial performance and corporate governance on firm value: Evidence from Spain. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), Article 123. <https://doi.org/10.3390/ijfs13030123>
- Vongsuwanlert, W., & Pongsupatt, A. (2023). Factors affecting stock prices of information and communication technology sector in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Buddhist Education and Research*, 9(3), 45–58. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/268105/181643>
- Wibowo, P. P., & Berasategui, R. G. (2008). The relationship between economic value added (EVA®) and market value added (MVA) with reported earnings: Empirical evidence of 40 listed companies in Indonesia Stock Exchange for the year 2004–2007. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 1(1), 60–72. <https://doi.org/10.21512/jafa.v1i1.116>
- Wijaya, J. (2023). The effect of independent commissioners, EVA, and ROA on firm value. *Journal of Business and Information System*, 5(2), 212–222. <https://doi.org/10.36067/jbis.v5i2.207>
- Worakitkaseamsakul, S. (2024). *Research methodology in behavioral science and social science*. Chulalongkorn University Printing House.
- Yulyanti, C. E., & Rijanto, R. (2024). The effect of economic value added and market value added on the firm value (A case study of PT. Semen Indonesia Tbk, on the Indonesian Stock Exchange 2017–2022). *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, 2(3), 335–348. <https://ip2i.org/jip/index.php/ema/issue/view/J-EMA-0205-112024>

