



**NATIONAL AND  
INTERNATIONAL  
SRIPATUM  
UNIVERSITY  
CONFERENCE  
2020**

**SPUCON  
18 DECEMBER**

**Sripatum University, Bangkok, Thailand**

**2020**

**หนังสือประมวลบทความ  
การประชุมวิชาการระดับชาติและนานาชาติ  
มหาวิทยาลัยศรีปทุม ครั้งที่ 15  
เรื่อง การวิจัยและนวัตกรรมสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน**

**The Proceedings of the 15th National and International  
Sripatum University Conference**

**: Research and Innovations to Sustainable Development**

คณะกรรมการจัดงานประชุมวิชาการระดับชาติและนานาชาติ มหาวิทยาลัยศรีปทุม  
ครั้งที่ 15 ประจำปี 2563

1. ที่ปรึกษา

- |                          |           |
|--------------------------|-----------|
| (1) อธิการบดี            | ที่ปรึกษา |
| (2) ที่ปรึกษามหาวิทยาลัย | ที่ปรึกษา |
| (3) รองอธิการบดี         | ที่ปรึกษา |
| (4) ผู้ช่วยอธิการบดี     | ที่ปรึกษา |

2. คณะกรรมการจัดประชุม

- |   |           |
|---|-----------|
| (1) รองศาสตราจารย์ กัลยาภรณ์ ปานมะเร็ง<br>(มหาวิทยาลัยศรีปทุม)  | ประธาน    |
| (2) รองศาสตราจารย์ ดร.วิชิต อุ๋อัน<br>(มหาวิทยาลัยศรีปทุม)  | รองประธาน |
| (3) ศาสตราจารย์ ดร.สมปอง คล้ายหนองสรวง<br>(สำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมวิทยาศาสตร์ วิจัยและนวัตกรรม: สกสว.) | กรรมการ   |
| (4) ศาสตราจารย์ ดร.สุทธิชัย อัสสะบำรุงรัตน์<br>(บัณฑิตยสภาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีแห่งประเทศไทย: บวท.)     | กรรมการ   |
| (5) ดร.คมศร วงษ์รักษา<br>(สมาคมวิจัยสังคมศาสตร์แห่งประเทศไทย)   | กรรมการ   |
| (6) ดร.อภิเทพ แซ่โล้ว<br>(เครือข่ายวิจัยประชาชน)  | กรรมการ   |
| (7) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตติ มงคลชัยอรัญญา<br>(เครือข่ายวารสารวิชาการด้านสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์)    | กรรมการ   |
| (8) ศาสตราจารย์กิตติคุณ เดชา บุญค้ำ<br>(จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย)  | กรรมการ   |
| (9) ศาสตราจารย์ ดร.ประภาส จงสถิตย์วัฒนา<br>(จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย)  | กรรมการ   |
| (10) ศาสตราจารย์ ดร.นवल เหล่าศิริพจน์<br>(มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี)                          | กรรมการ   |
| (11) ศาสตราจารย์ ดร.ศุภชัย ยาวะประภาษ<br>(จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย)  | กรรมการ   |
| (12) ศาสตราจารย์ ดร.ไพฑูรย์ สีนลาร์ตัน<br>(มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต)                                       | กรรมการ   |
| (13) ศาสตราจารย์เกียรติคุณนวลจันทร์ ทศนชัยกุล<br>(มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)                                 | กรรมการ   |

- |      |  |           |
|------|--|-----------|
| (14) | Prof. Dr.Howard W Combs<br>(San José State University, USA)  | กรรมการ   |
| (15) | Prof. Dr.Marina Vayndorf-Sysoeva<br>(Sholokhov Moscow State University for the Humanities, Russia) | กรรมการ   |
| (16) | Prof. Dr.Yoshida Masami<br>(Chiba University, Japan)   | กรรมการ   |
| (17) | Prof. Dr. YoungHwan Kim<br>(Pusan National University, Republic of Korea)                          | กรรมการ   |
| (18) | Dr. en C.E.T. Juan José Contreras Castillo<br>(Universidad de Colima, Mexico)                      | กรรมการ   |
| (19) | รองศาสตราจารย์ ดร.สุบิน ชูระรัช<br>(มหาวิทยาลัยศรีปทุม)  | เลขานุการ |

### 3. คณะกรรมการอำนวยการ

- |      |  |           |
|------|--|-----------|
| (1)  | รองอธิการบดี (ด้านวิจัย)                 | ประธาน    |
| (2)  | รองอธิการบดี วิทยาเขตชลบุรี              | รองประธาน |
| (3)  | รองอธิการบดี วิทยาเขตขอนแก่น             | รองประธาน |
| (4)  | ผู้ช่วยอธิการบดีทุกคน                    | กรรมการ   |
| (5)  | คณบดีทุกคณะ                              | กรรมการ   |
| (6)  | ผู้อำนวยการสำนักวิชาศึกษาทั่วไป          | กรรมการ   |
| (7)  | ผู้อำนวยการวิทยาลัยนานาชาติ              | กรรมการ   |
| (8)  | ผู้อำนวยการกลุ่มงานทุกกลุ่ม              | กรรมการ   |
| (9)  | ผู้อำนวยการหลักสูตรทุกหลักสูตร           | กรรมการ   |
| (10) | ผู้อำนวยการศูนย์ส่งเสริมและพัฒนางานวิจัย | เลขานุการ |

### 4. คณะกรรมการพิจารณาผลงาน

- |     |  |           |
|-----|--|-----------|
| (1) | รองศาสตราจารย์ ดร.สุบิน ชูระรัช                | ประธาน    |
| (2) | รองศาสตราจารย์ ดร.ไพฑูถย์ ปัญญาอะโป            | รองประธาน |
| (3) | รองศาสตราจารย์ ดร.วิชิต อุ๋อั้น                | กรรมการ   |
| (4) | รองศาสตราจารย์ ดร.ประพันธ์ ชัยกิจอุไรใจ        | กรรมการ   |
| (5) | รองศาสตราจารย์ ดร.ปิยากร หวังมหาพร             | กรรมการ   |
| (6) | รองศาสตราจารย์ ปัทมา โกเมนที่จรัส              | กรรมการ   |
| (7) | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สิ้นจรรยาศักดิ์ | กรรมการ   |
| (3) | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ประเสริฐ สิทธิจิรพัฒน์   | กรรมการ   |
| (4) | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุพัชตรา ศรีญาณลักษณ์    | กรรมการ   |
| (5) | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปราณี มณีรัตน์           | กรรมการ   |
| (6) | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สิรินธร สิ้นจินดาวงศ์    | กรรมการ   |
| (7) | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นิตติ อินทมาโน           | กรรมการ   |

(8)	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ไพบูรณ์ สุขวิจิตร บาร์	กรรมการ
(9)	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วสวัตต์ สุตินุญจามณี	กรรมการ
(10)	ผู้ช่วยศาสตราจารย์วรากร ไข่มณีวงศ์	กรรมการ
(11)	ดร.ชานนท์ วาสิงหน	กรรมการ
(12)	นางสาวอรกัญญา สุขแก้ว	เลขานุการ
(13)	นางสาวณลินี กาลสุวรรณ	ผู้ช่วยเลขานุการ

## 5. คณะกรรมการประชาสัมพันธ์ ศิลปกรรม จัดพิมพ์เอกสาร และจัดทำรายงานสืบเนื่อง

### การประชุมวิชาการ (CD-Proceedings)

(1)	ผู้อำนวยการกลุ่มงานกิจการสัมพันธ์	ประธาน
(2)	ผู้อำนวยการสำนักงานประชาสัมพันธ์	รองประธาน
(3)	บุคลากรสำนักงานประชาสัมพันธ์ทุกคน	กรรมการ
(4)	บุคลากรงานกราฟิกและศิลปกรรมทุกคน	กรรมการ
(5)	บุคลากรโรงพิมพ์ทุกคน	กรรมการ
(6)	นางชวณี ชื่นเกิดลาภ	เลขานุการ

## 6. คณะกรรมการจัดทำและดูแล Website การประชุมวิชาการ

(1)	ผู้อำนวยการศูนย์เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	ประธาน
(2)	เจ้าหน้าที่ศูนย์ ICT ทุกคน	กรรมการ
(3)	นายวิรุฬห์ ศัสตุระ	เลขานุการ

## 7. คณะกรรมการฝ่ายอาคารและสถานที่

(1)	นายภาคภูมิ อรรถกรศิริโพธิ์	ประธาน
(2)	นายปิยะศักดิ์ รัตนภักดี	รองประธาน
(3)	นายเสกสรรค์ เสียงเพราะ	กรรมการ
(4)	นายสมบุญรณ์ แสงอินทร์	กรรมการ
(5)	นางสาวชอคสร้อย มงคลเจริญ	กรรมการ
(6)	นายเสน่ห์ เข้มพรหมมา	กรรมการ
(7)	นายสมหมาย เขี่ยมสถาน	กรรมการ
(8)	นายถวัลย์ศักดิ์ กัดเขียว	กรรมการ
(9)	นายอานนท์ บุญสอน	กรรมการ
(10)	นางสาวสุพิศรา บันไสว	กรรมการ
(11)	นางวิมล ชมจำปี	เลขานุการ
(12)	นายธงชัย เอี่ยมทอง	ผู้ช่วยเลขานุการ

## 8. คณะกรรมการฝ่ายจัดเลี้ยง

(1)	คณบดีวิทยาลัยการท่องเที่ยวและบริการ	ประธาน
(2)	นางเดือนใจ ศรีชะฎา	กรรมการ
(3)	นางสาวดวงเดือน อาจสมบุญ	กรรมการ
(4)	นายวันธงชัย ชีวะกลินศักดิ์	กรรมการ

(5) นางสาวชญานิศา วงษ์พันธุ์	กรรมการ
(6) ดร.ทัศนัยวัน คำนวณตระกูลศิลป์	กรรมการ
(7) นางสาวณัฐธมน เผ่าพันธุ์	กรรมการ
(8) นางสาวพัชรียา วิชาสเศรษฐ์	กรรมการ
(9) นางสาวปวีดา สามัญเขตกรรร์	กรรมการ
(10) นางสาววิมล คนไว	กรรมการ
(11) นางสาวขวัญฤดา สาระนาค	กรรมการ
(12) นางสาวนิชากัทรย์ คิวงศ์	กรรมการ
(13) นางสาวพิรยา สุกิจเจ	กรรมการและเลขานุการ
(14) นางจันทร์สม พุทธวงษ์	กรรมการและผู้ช่วยเลขานุการ
(15) นางสาวทัศนีย์ ชิ่งประทานพร	กรรมการและผู้ช่วยเลขานุการ

#### 9. คณะกรรมการฝ่ายบริการเทคโนโลยี แสง เสียง โสตทัศนูปกรณ์

(1) ผู้อำนวยการกลุ่มงาน โครงสร้างพื้นฐาน	ประธาน
(2) ผู้อำนวยการศูนย์เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	รองประธาน
(3) ผู้อำนวยการศูนย์มีเดีย	รองประธาน
(4) เจ้าหน้าที่ศูนย์เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารทุกคน	กรรมการ
(5) เจ้าหน้าที่ศูนย์มีเดียทุกคน	กรรมการ
(6) ผู้ช่วยผู้อำนวยการศูนย์มีเดีย ด้านงานผลิต	เลขานุการ

#### 10. คณะกรรมการฝ่ายต้อนรับ ลงทะเบียน และประเมินผล

(1) ผู้อำนวยการสำนักวิชาศึกษาทั่วไป	ประธาน
(2) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ขนิษฐา ชัยรัตนาวรรณ	รองประธาน
(3) ผู้ช่วยศาสตราจารย์อานาจ ว่างเงิน	กรรมการ
(4) นางวันเพ็ญ ลงขันต์	กรรมการ
(5) นายบงกช ธนวงศ์วิสูตร	กรรมการ
(6) นางสาวอัมพันธ์ชญาณ์ อนันตกานนท์	กรรมการ
(7) นางสาวภัทรภรณ์ ศรีบุญย์	กรรมการและเลขานุการ

#### 11. คณะกรรมการฝ่ายพิธีการ

(1) ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ไพบูรณ์ สุขวิจิตร บาร์	ประธาน
(2) นางสาวรัตติยา กิลคริส	กรรมการและเลขานุการ

## สารบัญบทความ (ต่อ)

	หน้า
ภาพลักษณ์ตราสินค้า คุณภาพการบริการ และคุณค่าตราสินค้า ที่มีอิทธิพลต่อความภักดีและการตัดสินใจซื้อผลิตภัณฑ์ ร้านไทย-เดนมาร์ค มิลค์แลนด์ ของผู้บริโภคนในเขตกรุงเทพมหานคร	
ฉัฐฉา เสรีวัฒนา, วสันต์ สกุลกิจกาญจน์, มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ.....	628
ภาวะผู้นำที่มีผลต่อขวัญกำลังใจและความตั้งใจของผู้ปฏิบัติงานองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น ในจังหวัดชลบุรี	
ศักรภาพ ชูอินทร์, พิเชษฐ เบญจรงค์รัตน์, มหาวิทยาลัยศรีปทุม วิทยาเขตชลบุรี.....	638
คุณภาพชีวิตการทำงานที่ส่งผลต่อพฤติกรรมการทำงานฝ่ายปฏิบัติการบริษัทอาซาฮี-ไทย อัลลอย จำกัด	
สำราญ เมืองช้าง, นฤมล สุนสวัสดิ์, มหาวิทยาลัยธนบุรี.....	647
ปัจจัยที่มีผลต่อความตั้งใจในการใช้คิวอาร์โค้ดในร้านอาหารพื้นที่กรุงเทพมหานคร ประเทศไทย	
สิริชัย คีเลิศ, สถาพร เลิศกมลลา, มหาวิทยาลัยศิลปากร.....	657
ทัศนคติ ความไว้วางใจในอินเทอร์เน็ตและรัฐบาล การตระหนักรู้ในบริการสาธารณะ คุณภาพของบริการสาธารณะ และความน่าเชื่อถือที่มีอิทธิพลต่อความพึงพอใจในการใช้บริการรัฐบาลอิเล็กทรอนิกส์ (E-government Service) ของประชาชนในกรุงเทพมหานคร	
วลัยพรรณ แจ่มวรรณ, นิตนา ฐานิตชนกร, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.....	667
การประเมินต้นทุนและผลประโยชน์มาตรการด้านความปลอดภัยอาหาร: กรณีศึกษา การบังคับใช้มาตรฐานสินค้า เกษตร เรื่อง เมล็ดถั่วลิสง: ข้อกำหนดปริมาณอะฟลาทอกซิน	
ควิชา ไพบูลย์ศิริ, ชิตตะวัน ชนะกุล, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.....	677
ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
พิพัฒน์ สร้อยทอง, เบญจพร โมกขะเวส, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.....	687
ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19	
พิศิษฐ์ พิภพพรพงศ์, คณิต เรื่องขจร, มหาวิทยาลัยราชภัฏวไลยอลงกรณ์ในพระบรมราชูปถัมภ์ สระแก้ว.....	699
การสร้างรูปแบบมูลค่าเพิ่มจากขยะในเขตเทศบาลตำบลขุนทะเล อำเภอเมือง จังหวัดสุราษฎร์ธานี	
มนิสิ ศรีปารยะ เพ็ญพงษ์, มหาวิทยาลัยราชภัฏสุราษฎร์ธานี.....	710
การใช้บริการทางการแพทย์แผนผู้ป่วยนอกของโรงพยาบาลกลุ่มไม่แสวงผลกำไร ในเขตกรุงเทพมหานคร	
วิชุดา ขยายชน, มนุญ ไช้ยามา, รัฐวิษณุ ใจสวัสดิ์, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.....	720
ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับราคาหุ้นของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
ศราวุช สร้อยทอง, เบญจพร โมกขะเวส, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.....	734
ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
สมเกียรติ ไพโรจน์, เบญจพร โมกขะเวส, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.....	745
ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100	
หทัยชนก แยมชุ่ม, เบญจพร โมกขะเวส, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.....	756
วิเคราะห์ปัญหาและอุปสรรคการขอขึ้นทะเบียนสิ่งบ่งชี้ทางภูมิศาสตร์ ของกลุ่มวิสาหกิจชุมชนกลุ่มส่งเสริมและพัฒนา อาชีพการทำกรนงก อำเภอจะนะ จังหวัดสงขลา	
ฉัฐฉา จันทร์ศรีบุตร, กิตติยา อินทกาญจน์, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย.....	767

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน  
กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOW  
FINANCIAL RATIO AND ECONOMIC VALUE ADDED  
AND THE CHANGE IN SECURITIES PRICES OF SET100 GROUP  
REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

พิพัฒน์ สร้อยทอง

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

E-mail: bank.auditplus@gmail.com

เบญจพร โมกขะเวส

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

E-mail: benjaporn.mo@gmail.com

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่าง 72 บริษัท เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ เก็บข้อมูลจากรายงานทางการเงินประจำปี ระหว่างปี 2559 – 2561 สถิติที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วย การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ไม่สัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และยังพบว่าราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้น ไม่สัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

คำสำคัญ: กระแสเงินสดอิสระ, อัตราส่วนทางการเงิน, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ, อัตราการเปลี่ยนแปลงราคา  
หลักทรัพย์

## ABSTRACT

The objective of this research is study the relationship between free cash flow financial ratio (Return on asset, Return on equity, Earning per share and Price per book value) and economic value added and the change in securities prices of SET100 index on the Stock exchange of Thailand. This study was a quantitative research. This study was a quantitative research drawing on data from financial reports between 2017 and 2019 from the sample of 72 listed companies. The statistics used in this study were the correlation analysis among independent variables for testing the correlation coefficient, and multiple regression to test the hypothesis. The statistical significance at the level of 0.05

The results of the research study showed that free cash flow is the factors affecting to Economic value added at a significant level of 0.05. And Return on asset, Return on equity, Earning per share and Price per book value is not related Economic value added at a significant level of 0.05. And price per Book value is the factors affecting to the change in securities prices at a significant level of 0.05. And free cash flow, Return on asset, Return on equity and Earning per share is not related the change in securities prices at a significant level of 0.05.

**Keywords:** Free cash flow, Financial ratio, Economic value added, The change in securities prices

## 1. บทนำ

สภาวะเศรษฐกิจโลกในช่วงปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2562 นั้น นับได้ว่าเป็นช่วงเวลาที่ยิ่งนักลงทุนและนักวิเคราะห์เศรษฐกิจต่างกังวลว่าเศรษฐกิจโลกอาจกำลังเข้าสู่สภาวะถดถอย สาเหตุเนื่องจากสงครามการค้าหรือที่เรียกว่า Trade War ซึ่งส่งผลกระทบต่อความผันผวนของดัชนีหุ้นไทย (SET) ถึงแม้ว่า การลงทุนในหุ้นมีความเสี่ยงแต่ในขณะเดียวกันการเลือกลงทุนในหุ้นก็สามารถสร้างผลตอบแทนได้มาก ดังที่มีผู้ที่ได้ให้เหตุผลของความสำคัญของการลงทุนในหุ้นไว้ 5 ข้อ ดังนี้ 1. มหาเศรษฐีอันดับต้น ๆ ของโลกล้วนแล้วแต่เป็นเจ้าของหุ้น 2. หุ้นให้ผลตอบแทนย้อนหลังดีกว่าลงทุนอย่างอื่น 3. แม้จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจขึ้นหลายครั้ง ถ้าเลือกลงทุนในบริษัทที่มีพื้นฐานคืออย่างไรก็มีการจ่ายปันผล 4. ตลาดหุ้นสามารถทำให้เราเป็นเจ้าของกิจการได้ ในฐานะผู้ถือหุ้น 5. สามารถส่งต่อเป็นมรดกให้กับทายาทเป็นผู้ถือและรับส่งความมั่งคั่งจากหุ้นต่อไปได้ (Radars Investor, 2558) ดังนั้น การทำความเข้าใจเกี่ยวกับมูลค่าของหุ้นสามัญถือได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อความสำเร็จในการลงทุน เพื่อประเมินหามูลค่าที่เหมาะสม (intrinsic value) ของหุ้นสามัญไปใช้ในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557) ทั้งนี้ การตัดสินใจลงทุนจะต้องพิจารณาหลายองค์ประกอบ ไม่ว่าจะเป็นทั้งปัจจัยภายใน หรือภายนอกของบริษัทที่จะลงทุนอย่างเช่นว่า กระแสเงินสดอิสระที่เป็นลบนั้น อาจไม่ได้หมายความว่าบริษัทนั้นกำลังมีปัญหาในการดำเนินธุรกิจเสมอไป ต้องพิจารณากำไรจากการดำเนินงาน หลังหักภาษีร่วมด้วย เพราะหากกำไรจากการดำเนินงาน หลังหักภาษีเป็นบวก แสดงว่าบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานค่อนข้างสูงเพื่อสนับสนุนการเจริญเติบโตของธุรกิจ (ภาคภูมิ จอมแก้ว, 2550) นอกจากการนำแนวคิดด้านบัญชีการเงินมาใช้ประเมินมูลค่าหุ้นแล้วยังมีการนำแนวคิดทางด้านเศรษฐศาสตร์มาประยุกต์ใช้ที่เรียกกันว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นอีกทางเลือกในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยหากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นบวก หมายความว่า ถ้าไรสุทธิจากการดำเนินงาน



หลังภาษี มีค่าสูงกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุน แสดงว่าบริษัทได้สร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ในทางกลับกัน หากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นลบ แสดงว่าบริษัทได้ทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้นลง (อัญญา ศิริรักษ์, 2552)

นักลงทุนหรือผู้ที่สนใจจะลงทุนจึงจำเป็นต้องเตรียมความพร้อมในความรู้ เรื่องการลงทุน การวิเคราะห์ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้น การประเมินราคาที่เหมาะสมของมูลค่าหุ้นที่สนใจจะลงทุน ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลบริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทจึงเป็นที่มาของการศึกษา เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนทางการเงิน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กับอัตรา การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลของการวิจัยจะช่วยให้นักลงทุนหรือผู้ที่กำลังศึกษาการลงทุน สามารถพิจารณามูลค่าหุ้นที่ควรจะเป็นได้ และสามารถระบุได้ว่า วิธีการคำนวณมูลค่าหุ้นแบบใดจะสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

## 2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 3. แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency Hypothesis)

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะเป็นอิสระ และไม่มี ความสัมพันธ์กันกับ การค้นคว้า การวิเคราะห์ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน และข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้ กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (equilibrium price) ซึ่งในตลาดที่มี ประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือ มูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ภายใต้งื่อนไข 4 ประการ ดังนี้ 1. นักลงทุน ในหลักทรัพย์มีมากจนไม่มีบุคคลใดมีอำนาจกำหนดราคาหุ้น และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ ดุลยภาพ 2. นักลงทุนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นไม่ต่างกัน (homogeneous expectation) 3. นักลงทุน มีความเกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่าง ๆ ของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (perfect knowledge) 4. ผู้ลงทุนทุกคน เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด (Fama, 1970) ดังนั้นแล้ว ทฤษฎีนี้จึงมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้ในการอธิบายเหตุผลของความสัมพันธ์ระหว่าง ข้อมูลเชิงปริมาณที่ได้จากงบการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่เป็น หลักฐานเชิงประจักษ์

### แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น

การตัดสินใจลงทุนซื้อ ถือ หรือขายหุ้น ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็น ข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลบริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทางการเงิน และมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดี อาจไม่ใช่บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป แต่จะขึ้นอยู่กับราคาหุ้นที่นักลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วย ว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุน มากน้อยเพียงใด โดยตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหุ้นสามัญ ได้แก่ มูลค่า ของสินทรัพย์, ความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดในอนาคตที่เป็นมูลค่าปัจจุบัน ซึ่งแนวทาง

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมี 3 วิธี ได้แก่ การคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต, การคำนวณราคาโดยสัมพัทธ์ และการพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

#### แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) เป็นการวิเคราะห์ตัวเลขในงบการเงินเพื่อหาอัตราส่วนระหว่างรายการที่นำมาเปรียบเทียบกัน เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการเปรียบเทียบระหว่างข้อมูลในอดีตกับปัจจุบัน เพื่อให้ทราบถึงสถานะการเงินของกิจการ จุดแข็งจุดอ่อนของบริษัท และแนวโน้มในอนาคตของบริษัท ทำให้ผู้บริหารสามารถกำหนดแผนการบริหารการเงินให้เกิดประสิทธิภาพได้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557) อัตราส่วนทางการเงินที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แต่ก็มีข้อจำกัดว่า อัตราส่วนทางการเงินเหล่านี้ อาจไม่ได้เป็นเครื่องบ่งชี้ว่าหลักทรัพย์นั้น มีมูลค่าถูกหรือแพงแต่อย่างใด เป็นเพียงเครื่องมือแสดงความสามารถในการทำกำไรของกิจการเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ หรือส่วนของผู้ถือหุ้น (อัญชญา ศิริรักษ์, 2552)

#### แนวคิดเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

เมื่อผู้ลงทุนตัดสินใจนำเงินมาลงทุน สิ่งสำคัญประการหนึ่งที่ผู้ลงทุนควรพิจารณา คือ ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนนั้นควรจะเป็นเท่าใด ซึ่งผลตอบแทน หมายถึง ความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุนเพื่อคาดหวังว่าสามารถบริโภคได้มากขึ้นในอนาคต (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557) ความมุ่งหมายของการลงทุนที่สำคัญคือ การเติบโตของเงินลงทุน (Capital Gain) อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จึงเปรียบเสมือนตัวชี้วัดการเติบโตของเงินลงทุน (อาษาณ์ สุวรรณพฤกษ์, 2556)

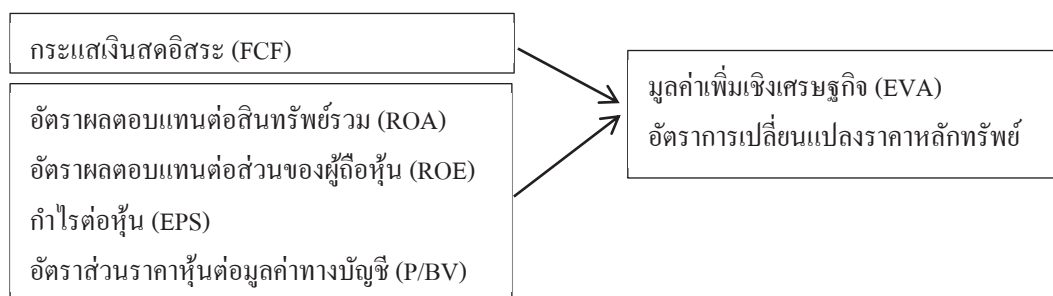
#### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ตารางที่ 1 แสดงตัวแปรในการศึกษาวิจัยจากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย (ปี)	ตัวแปร	FCF	ROA	ROE	EPS	P/BV
FENG, J. (2007)	EVA	/				/
Fang-Fang, P. (2008)	PRICE		/	/	/	
น้องนุช เลากกลาง (2558)	PRICE		/	/		
สันทพงศ์ คล่องวีระชัย (2557)	PRICE		/	/		
อัญชญา ศิริรักษ์ (2552)	EVA		/	/	/	
อาษาณ์ สุวรรณพฤกษ์ (2556)	EVA	/				

จากตารางที่ 1 จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น ผู้วิจัยจึงได้เลือกตัวแปรที่นำมาใช้ เพื่อให้ได้ข้อมูลการวิเคราะห์ผลการวิจัยที่สะท้อนถึงมุมมองของตัวแปรต้นที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น คือ กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และตัวแปรตาม คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

#### 4. กรอบแนวคิดในการวิจัย



แผนภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

#### 5. สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 6. วิธีดำเนินการวิจัย

##### 6.1 ประชากรและตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ ข้อมูลของบริษัทกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวม 100 บริษัท ซึ่งจาก 100 บริษัท มีบริษัทที่มีข้อมูลเพื่อใช้ในการวิจัยครบถ้วนจำนวน 72 บริษัท

##### 6.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษานี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยรายงานประจำปีงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2559 ถึงปี 2561 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SET-SMART แล้วนำมาแทนค่าเพื่อหาค่าของแต่ละตัวแปรดังนี้

ตารางที่ 2 วิธีการคำนวณค่าของแต่ละตัวแปร

ตัวแปร	วิธีการคำนวณ หรือการวัดค่าตัวแปร
กระแสเงินสดอิสระ	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน - รายจ่ายเพื่อการลงทุน
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times 100$
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเฉลี่ย}} \times 100$
กำไรต่อหุ้น	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นบริษัทที่ชำระแล้ว}}$
อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี	$\frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}}$
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ - ค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนทั้งหมด

### 6.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ใช้พิจารณาโดยกำหนดค่าความสัมพันธ์ไว้ถ้าหากมีค่ามากกว่า 0.80 แสดงว่าจะเกิดปัญหาจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับสูงมาก (Multicollinearity) (Field A., 2000)

3. การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณด้วยวิธีขั้นตอน (Stepwise Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และทดสอบสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

## 7. ผลการวิจัย

### 7.1 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 3 ข้อมูลผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยระหว่างปี 2559 – 2561 สามปีรวมกัน

ปี	Min	Max	Median	Mean	S.D.
กระแสเงินสดอิสระ	-74.49	327.42	2.74	11.74	38.92
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	-3.35	33.42	8.77	9.31	6.07
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	-17.08	67.44	14.47	16.49	11.81
กำไรต่อหุ้น	-1.85	46.74	1.32	3.72	7.50
อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี	0.58	21.09	2.40	3.92	3.57
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	-199.57	285.68	2.64	14.17	51.50
อัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์	-63.21	255.77	4.48	12.97	47.22

จากการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนาพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีค่าต่ำสุดที่ -74.49 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 327.42 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.74 ล้านบาท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุดที่ -3.35 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 33.42 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.77 เท่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำสุดที่ -17.08 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 67.44 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.49 เท่า กำไรต่อหุ้นมีค่าต่ำสุดที่ -1.85 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 46.74 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.72 เท่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีค่าต่ำสุดที่ 0.58 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.09 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.92 เท่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA) มีค่าต่ำสุดที่ -199.57 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 285.68 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.17 ล้านบาท อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์มีค่าต่ำสุดที่ -63.21 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 255.77 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.97 เท่า ในภาพรวมจะเห็นได้ว่า ค่าสูงสุด กับค่าต่ำสุดของตัวแปรทั้งหมด มีความห่างกันอยู่มาก สาเหตุเนื่องจาก บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 มีกิจการที่มีขนาดใหญ่ (หุ้น Big Cap) อยู่เพียงไม่กี่บริษัท นอกจากนั้น ก็ลดหลั่นกันลงมา ดังปรากฏว่า ค่าเฉลี่ยมีค่าใกล้เคียงกับค่ากลางของข้อมูลส่วนใหญ่มากกว่า

## 7.2 สรุปผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Correlations	FCF	EPS	ROE	ROA	P/BV
FCF	1				
EPS	.558**	1			
ROE	0.049	0.127	1		
ROA	0.043	0.055	.738**	1	
P/BV	-0.082	-.154*	.604**	.553**	1

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระซึ่งประกอบด้วย กระแสเงินสดอิสระ กำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ อยู่ระหว่าง -0.154 - 0.738 ซึ่งต่ำกว่า 0.8 (Field, 2000) แสดงให้เห็นว่าข้อมูล ไม่มีปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง (Multicollinearity) ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสู่ตัวแบบสมการถดถอยได้

## 7.3 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

ตารางที่ 5 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (regression coefficient) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

	Coefficients			T	Sig.	Collinearity	
	B	SE	Beta			Tolerance	VIF
FCF	0.886	0.075	0.670	11.747	0.000	0.686	1.458
EPS	538590.727	407521.512	0.078	1.322	0.188	0.633	1.581
ROE	-83214.346	334649.347	-0.019	-0.249	0.804	0.379	2.640
ROA	-777011.787	606798.151	-0.092	-1.281	0.202	0.437	2.290
P/BV	-687665.042	911420.410	-0.048	-0.754	0.451	0.560	1.787

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.729 <sup>a</sup>	0.532	0.520	35665498.863	2.074

จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ดังที่ปรากฏในตารางที่ 5 พบว่า ตัวแปรอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล (Auto Correlation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.074 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50 – 2.50 และเมื่อนำตัวแปรอิสระเข้าสู่สมการถดถอย พบว่า ตามตัวแบบที่ 2 ความแปรปรวนของกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ประมาณร้อยละ 53.20 ( $R^2 = 0.532$ ) ที่เหลืออีกร้อยละ 46.80 เป็นผลจากตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณา

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ในเชิงบวก ขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ โดยมีค่า Sig. เท่ากับ 0.202, 0.804, 0.188 และ 0.451 ตามลำดับ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

**ตารางที่ 6** แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (regression coefficient) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

	Coefficients			T	Sig.	Collinearity	
	B	SE	Beta			Tolerance	VIF
FCF	8.114	0.000	0.067	0.878	0.381	0.686	1.458
EPS	0.278	0.499	0.044	0.557	0.578	0.633	1.581
ROE	0.050	0.410	0.013	0.123	0.902	0.379	2.640
ROA	-0.593	0.743	-0.076	-0.798	0.426	0.437	2.290
P/BV	5.788	1.116	0.437	5.184	0.000	0.560	1.787

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.405 <sup>a</sup>	0.164	0.144	43.688	1.570

จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ดังที่ปรากฏในตารางที่ 7 พบว่า ตัวแปรอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ไม่มีอัตราสัมพันธ์ในข้อมูล (Auto Correlation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.570 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50 – 2.50 และเมื่อนำตัวแปรอิสระเข้าสู่สมการถดถอย พบว่า ตามตัวแบบที่ 2 ความแปรปรวนของอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ประมาณร้อยละ 16.40 ( $R^2 = 0.164$ ) ที่เหลืออีกร้อยละ 83.60 เป็นผลจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณพบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่กระแสเงินสด

อิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้น ไม้มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่า Sig. เท่ากับ 0.381, 0.426, 0.902 และ 0.578 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

## 8. อภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงิน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ FENG, (2007) ได้อธิบายไว้ว่า กระแสเงินสดอิสระแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของกิจการที่มีความสามารถในการรับมือ หากเกิดภาวะวิกฤตขึ้นได้ดั่งนั้น กระแสเงินสดอิสระที่เพิ่มขึ้นควรมีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และ YOUNG & O'BYRNE, (2000) ได้สรุปว่า กิจการที่สร้างกระแสเงินสดอิสระได้มากและมีการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระสูงจะทำให้มูลค่าบริษัทสูงตามไปด้วย และภาคภูมิ จอมแก้ว (2550) ได้อธิบายว่า กระแสเงินสดอิสระนั้นจะต้องพิจารณาพร้อมกับกำไรจากการดำเนินงาน หลังหักภาษี เพราะแต่ละกลุ่มธุรกิจก็มีรูปแบบของกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นแตกต่างกันไป กระแสเงินสดอิสระที่มีค่าเป็นลบอาจไม่ได้หมายถึงกิจการกำลังประสบปัญหา อาจเป็นผลจากการลงทุนของกิจการเพิ่มก็ได้ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนส่วนใหญ่ที่ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาจากหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี สามารถสร้างกระแสเงินสดได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้ให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นที่จะลงทุนในกิจการเหล่านั้น

นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ไม้มีความสัมพันธ์กันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของจรรยาพร จิตวรพันธ์ (2546) และ นื่องนุช เลากกลาง (2558) โดยได้ให้เหตุผลไว้ว่า การใช้แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาประเมินผลการดำเนินงานของกิจการอาจไม่สามารถใช้ได้กับทุกประเภทธุรกิจ ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ทั้งสองท่านทำการศึกษา เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีความหลากหลายของประชากร เมื่อแยกตามประเภทธุรกิจ นอกจากนี้ นื่องนุช เลากกลาง (2558) ยังได้ให้เหตุผลสนับสนุนเพิ่มเติม ด้วยการให้เหตุผลที่ตลาดที่มีประสิทธิภาพในการอธิบายผลการวิจัยเพิ่มเติมด้วยว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับที่ต่ำ (Week – Form Efficiency) กล่าวคือ เป็นตลาดที่นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียม และข้อมูลด้านราคามีน้อย ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่ม และมีความยืดหยุ่นต่ำ

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lehen and Makhija, (2007) ที่ได้อธิบายไว้ว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นการเปรียบเทียบระหว่างราคาหลักทรัพย์ล่าสุดในปัจจุบัน กับมูลค่าหุ้นทางบัญชี เป็นเครื่องมือที่จะช่วยให้นักลงทุนพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์นั้นถูกหรือแพงเมื่อเทียบกับราคาตลาด และขวัญญา เสือศิริ (2559)



ได้ให้เหตุผลว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีที่เพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นถึงความมั่งคั่งจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้น โดยหากหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีจะทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจ และมั่นใจในการลงทุน ในหลักทรัพย์นั้น และพรพิมล บันบัวรุจกิจ (2553) ที่พบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์ กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าอัตราส่วนทางการเงินอื่น ของหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจพลังงานและปิโตรเคมีภัณฑ์ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนส่วนใหญ่ที่ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ตัดสินใจลงทุน โดยพิจารณาจากราคาหลักทรัพย์เป็นหลัก เพราะถ้าหากนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่ถูกลง จะส่งผลให้ได้รับ ผลกำไรส่วนต่างจากราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ผลจากงานวิจัยยังพบว่า กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตรา ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้นกลับไม่สัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นื่องนุช เลากลาง (2558) ที่ให้เหตุผลไว้ว่า ข้อมูลทางการเงินเหล่านี้ เป็นข้อมูล ที่จัดทำตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งเป็นข้อมูลในอดีตจึงไม่อาจอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบันได้ นอกจากนี้ สันตพงษ์ คล่องวิระชัย (2557) ยังให้เหตุผลว่า อาจเป็นผลจากพฤติกรรมนักลงทุนที่เน้นเก็งกำไรระยะ สั้นมากกว่าการถือหุ้นในระยะยาว จึงไม่ได้ให้ความสำคัญต่อข้อมูลในงบการเงินเท่ากับข่าวสาร หรือใช้ จิตวิทยาการลงทุนที่อาศัยการดูกราฟราคาหุ้นเพียงอย่างเดียว ผลจากการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนใน ปัจจุบันไม่ได้ประเมินหลักทรัพย์ที่จะลงทุนจากข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียวเท่านั้น ยังพิจารณาข้อมูลเชิง คุณภาพอื่น ๆ ร่วมด้วย เป็นไปตามแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ควรพิจารณาปัจจัยอื่นร่วมด้วย เช่น ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ข้อมูลภาวะอุตสาหกรรม และข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท

## 9. ข้อเสนอแนะ

### 9.1 ข้อเสนอแนะในการนำผลวิจัยไปใช้

(1) ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ใช้อข้อมูลแต่ละกลุ่มไม่ว่าจะเป็น นักลงทุน นักวิเคราะห์เศรษฐกิจ หรือ ผู้ใช้งบการเงินทั่วไป ภาครัฐกิจ เจ้าของกิจการ และหน่วยงานภาครัฐ จะสามารถนำผลการศึกษารายนี้มาใช้ คาดการณ์ และวางแผนการลงทุน รวมถึงปัจจัยที่นักลงทุนควรใช้ในการตัดสินใจลงทุน เพื่อนำไปกำหนด นโยบายขององค์กรให้ตอบสนองต่อผู้ลงทุน

(2) จากผลการศึกษาช่วยให้สามารถคาดการณ์ได้ว่ากระแสเงินสดอิสระนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิง บวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคา หลักทรัพย์สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

(3) ภาครัฐกิจ หรือเจ้าของกิจการนั้น ควรเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจเพื่อประโยชน์ต่อผู้ที่ต้องการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นเครื่องมือที่สามารถ วัดผลการดำเนินงานที่ดีที่จะช่วยให้ตัดสินใจลงทุน ได้ดีมากยิ่งขึ้น

### 9.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ผู้ที่ทำการศึกษาวิจัยควรต้องคำนึงถึงวิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ เนื่องจากสามารถคำนวณ ได้หลากหลายวิธีตามแต่วัตถุประสงค์ที่จะนำไปใช้ ผู้ที่ทำการศึกษาวินิจฉัยจึงควรต้องวางแผนล่วงหน้าว่าจะใช้ข้อมูล ใดบ้าง มาคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ นอกจากนี้การวิจัยครั้งถัดไป ผู้ที่ทำการศึกษาวินิจฉัยปัจจัยอื่น ๆ ในการกำหนดตัวแปรด้วย เช่น สภาวะเศรษฐกิจ ณ ขณะที่ทำการวิจัย หรือประเภทธุรกิจ ขนาดกิจการของกลุ่ม ตัวอย่าง นอกจากนี้ผู้ที่ทำการศึกษายังสามารถใช้วิธีการวิจัยเชิงคุณภาพร่วมด้วย หรืออาจเพิ่มขนาดตัวอย่างที่ทำการศึกษา



ไม่ว่าจะเป็นการขยายระยะเวลาที่จะทำการศึกษา หรือเพิ่มกลุ่มธุรกิจที่ศึกษา รวมถึงดัชนีหลักทรัพย์ที่มีจำนวนกิจการมากขึ้นจะส่งผลให้งานวิจัยมีคุณค่ามากยิ่งขึ้น

## 10. เอกสารอ้างอิง

- ขวัญภา เต็กศิริ. (2559). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล อีสาน
- จรรยาพรณ จิตวรพันธ์. (2546). มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- น้องนุช เลากกลาง. (2558). ผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล อีสาน
- ภาคภูมิ จอมแก้ว. (2550). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและมูลค่าเพิ่มทางตลาด กรณีศึกษาหลักทรัพย์กลุ่มการแพทย์. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). การประเมินมูลค่าหุ้น [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 2 กุมภาพันธ์ 2563, จาก: <https://www.set.or.th/set/setbook/setBooksList>
- สันตพงศ์ คล่องวีระชัย. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
- อัญชนา ศิริรักษ์. (2552). การวัดผลการดำเนินงานโดยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษา : บริษัทกลุ่ม SET 50 INDEX ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- อาษาดี สุวรรณพฤษ. (2556). อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fang-Fang, P. (2008). *The relationship between economic value added and stock price returns in Thai energy sector*. (Master's thesis, University of the Thai Chamber of commerce, Thailand).
- Feng, J. (2007). *Use EVA to measure and manage shareholder value in a Chinese listed corporation*. (Master's thesis, The University of Nottingham).
- Field, A. (2000). *Discovering statistic using SPSS for windows*. London: Sage.
- Lehen and Makhija. (2007). *Economic Value Added (EVA) Myths and Realities : Evidences from Indian Banking Industry*, LAP LAMBERT Academic Publishing .

Radars Investor. (2015). 5 เหตุผล ทำไมต้องลงทุนในหุ้น [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 2 กุมภาพันธ์ 2563, จาก:

<https://aommoney.com/stories/stockradars/5-เหตุผล-ทำไมต้องลงทุนในหุ้น/13174#ketd9la345>

Young, S. D. & O'Byrne S. F. (2000). *EVA and value based management: A practical guide to implementation*.

New York: McGraw-Hill.