



ผลกระทบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด
และกระแสเงินสดอิสระต่ออัตราเติบโตอย่างยั่งยืน
Effect of Economic Value Added, Market Value Added, and
Free Cash Flow on Sustainable Growth Rate

ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ* ทศพร เลิศพิเชฐ และภุเบศ มาให้

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

2 ถนนพระจันทร์ แขวงพระบรมมหาราชวัง เขตพระนคร กรุงเทพมหานคร 10200

Teerachai Arunruangsirileert, Totsaporn Lertpichate and Phubase Maho

Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University

2 Prachan Road, Pranakorn, Bangkok 10200

Email : teerachai@tbs.tu.ac.th

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อเปรียบเทียบดัชนีการวัดผลการบริหารที่เพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ การศึกษานี้วิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของข้อมูลบริษัทใน SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ใน SET 100 ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560 จำนวนทั้งสิ้น 415 ตัวอย่าง ผลการวิจัย พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทิศทางบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในขณะที่มูลค่าเพิ่มทางตลาดและกระแสเงินสดอิสระไม่มีผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน มูลค่าเพิ่มทางตลาด

Abstract

This research has an objective to study effect of economic value added, market value added, and free cash flow on sustainable growth rate in order to compare key performance indicators which add value to a company. The study uses Multiple Regression Analysis to observe data from SET 100 listed companies of the Stock Exchange of Thailand during year 2013-2017 totally 415 firm-year observations. Results show that economic value added positively affects sustainable growth rate for significance level at 0.01, while market value added and free cash flow do not affect sustainable growth rate.



Keywords : Economic value added, Sustainable growth rate, Market value added

บทนำ

ผู้ประกอบการใช้ทรัพยากรการเงินเพื่อการดำเนินงานและลงทุนในสินทรัพย์ โดยหวังให้ได้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนของเงินทุน (cost of capital) เพื่อจะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งขึ้น โดยกิจการต้องมีระบบการบริหารที่ดีเพื่อเป็นเครื่องมือในการจัดการ ซึ่งไม่นานมานี้ การบริหารที่มุ่งเน้นมูลค่า (Value Based Management: VBM) ถูกใช้เพื่อสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นอย่างมีระบบ และถูกใช้เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว เน้นการบริหารเงินทุนของนักลงทุนให้เกิดประสิทธิภาพ ด้วยการนำต้นทุนของเงินทุนมาประเมินและวัดผลตอบแทนที่ไม่ใช่การเงิน (Martin & Petty, 2000) เช่น ผู้บริหารต้องลงทุนแบบคุ้มค่าที่สุดและทำให้เกิดผลตอบแทนมากกว่าค่าเสียโอกาส จึงถือว่า คุ้มค่าต่อเงินลงทุน อย่างไรก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์การเงินได้พบปัญหาที่เกิดขึ้นว่า การดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่นั้นได้แยกผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการที่แท้จริงออกจากผู้บริหารงาน ดังนั้นผู้บริหารกิจการซึ่งไม่ใช่เจ้าของจะเป็นผู้ที่สามารถควบคุมกิจการและมีการตัดสินใจเพื่อประโยชน์ของตัวเอง การกำกับดูแลจึงต้องมีแนวทางในการวัดการปฏิบัติงานของผู้บริหารเพื่อให้ดำเนินการเป็นไปเพื่อประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของ ทำให้เกิดวิธีการจัดการและวัดผลที่เน้นมูลค่า (Value Based Management: VBM) ซึ่งเป็นวิธีการวัดความมั่งคั่งจากกำไรส่วนเหลือ (Residual Income) โดยกำไรของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของนั้นแท้จริงแล้วคือส่วนที่เหลือ เมื่อนำรายได้หักต้นทุนของเงินทุน เงินรายได้ส่วนที่คงเหลือนี้จึงเรียกว่า เป็นกำไรจากการบริหารโดยแท้จริง (Marshall, 1890) โดยมุ่งเน้นการวัดผลบนพื้นฐานของมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์และการสร้างมูลค่าเพิ่มไปยังผู้ถือหุ้น (Worasak, 2005) โดยทั่วไปแล้วกิจการส่วนใหญ่นั้นไม่สามารถที่จะแยกต้นทุนได้อย่างชัดเจน ทำให้เกิดต้นทุนซ่อนเร้น ด้วยเหตุนี้ Stern & Shiely (2001) จึงพัฒนาเครื่องมือที่เป็นมาตรวัดมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของผู้ถือหุ้น นั่นคือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และจดทะเบียนเครื่องหมายการค้าโดยบริษัท Stern Stewart & co. เพื่อสนับสนุนต่อการตัดสินใจลงทุนทางการเงิน ด้วยการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการในอนาคต

Stern & Shiely (2001) พบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA จะพิจารณาถึงปัจจัยต้นทุนของเงินทุนและไม่ขึ้นกับมาตรฐานด้านบัญชี (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP) ทำให้ตัวเลขกำไรสุทธิ (Net income) ที่ถูกรายงานในงบกำไรขาดทุนนั้นไม่ได้แสดงถึงดอกเบี้ยและต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่แท้จริง เนื่องจากไม่สามารถแสดงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาส EVA จึงมุ่งแสดงผลกำไรสุทธิที่แท้จริงของธุรกิจโดยนำกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profits after Taxes: NOPAT) หักต้นทุนของเงินทุนที่ประกอบด้วยต้นทุนดอกเบี้ยและต้นทุนของเงินทุนในส่วนผู้ถือหุ้น โดยมีความหมายว่าหากนำเงินไปลงทุนในธุรกิจอื่นที่มีความเสี่ยงเท่ากันจะได้ผลตอบแทนเท่าใด ผลตอบแทนตัวนี้จะเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity cost) และนอกจากนี้ การคำนวณหา EVA ต้องปรับปรุงรายการบัญชีให้เป็นไปตามหลักเศรษฐศาสตร์เพื่อแก้ปัญหาความบิดเบือนข้อมูล



EVA จึงเป็นผลกำไรสุทธิที่แตกต่างจากกำไรสุทธิทางบัญชีเนื่องจากได้คำนึงถึงค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้นตามความเสี่ยงและปรับปรุงยอดกำไรขาดทุนทางบัญชีเป็นกำไรขาดทุนทางเศรษฐศาสตร์ (Economic profit) หรือกำไรส่วนเหลือ (Residual income) จึงเรียกได้ว่าเป็นส่วนของกำไรที่เพิ่มขึ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการอย่างแท้จริง (Stern & Shiely, 2001) ด้วยเหตุนี้ EVA จึงถือว่าเป็นดัชนีที่วัดประสิทธิผลการดำเนินงาน (Key Performance Indicator: KPI) ที่มุ่งเน้นเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนจากการเติบโตทางธุรกิจที่นิยมและแพร่หลายตัวหนึ่ง และยังสามารถประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์เพื่อใช้ตัดสินใจในแผนธุรกิจและการลงทุน (Capital investment) ซึ่งสอดคล้องตามแนวคิดการบริหารที่มุ่งเน้นมูลค่า (Worasak, 2005) ทั้งนี้นอกจาก EVA แล้ว ยังมีดัชนีที่ช่วยวัดประเมินผลการบริหารจัดการที่สร้างมูลค่า เช่น กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow: FCF) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) (Suwannaphruk, Aujirapongpan, & Kaewprasert, 2014)

การสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการอย่างแท้จริงนั้น ควรเป็นการสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable growth) ที่ทำให้ผู้ลงทุนหรือผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถได้รับประโยชน์สูงสุด (Kijewska, 2016) และการศึกษาชี้ให้เห็นว่าดัชนีที่กล่าวมาข้างต้น น่าจะสามารถนำมาเป็นดัชนีชี้วัดการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งยังขาดผลการศึกษารวมดัชนีชี้วัดการเพิ่มคุณค่าทั้งสามตัวข้างต้นต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการในอนาคต ทำให้เกิดการขยายความรู้ความเข้าใจต่อตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาศึกษาและภาคธุรกิจต่อไป

บททวนวรรณกรรม

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า National Profit เป็นเครื่องมือในการวัดประเมินความสามารถของธุรกิจในทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่ง Marshall (1890) ได้กล่าวถึงเป็นครั้งแรกในรูปแบบของ กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ว่าเป็นสิ่งที่ควรจะนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดสมรรถนะทางการเงิน มากกว่าตัววัดทางการเงินต่าง ๆ ที่มีอยู่สมัยนั้น แต่ไม่ได้บัญญัติศัพท์นี้โดยตรง โดยได้ให้ความหมายของ กำไรส่วนที่เหลือ เท่ากับ ผลกำไรในการดำเนินงาน (Operating Profit) หักลบด้วยค่าใช้จ่ายเงินทุน (Capital Charge) เพื่อบอกว่าในการที่กิจการสร้างผลกำไรที่แท้จริงนั้น รายได้ต้องสูงกว่าต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และต้นทุนของส่วนเจ้าของ (Cost of Equity) โดย Stern & Shiely (2001) ได้กล่าวว่าในช่วงปี 1920 บริษัท General Motors เริ่มนำหลักการไปใช้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งได้ผลจนช่วงปี 1950 บริษัท General Electric ได้บัญญัติศัพท์ Residual Income อย่างแท้จริง EVA จึงเริ่มปรากฏชัดเจนขึ้นในปี 1982 จากผลงานของ Stern & Shiely (2001) ซึ่งเป็นผู้มีส่วนร่วมในการคิด กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) และ Bennett Stewart ที่เชื่อมั่นใน EVA จึงร่วมกันตั้งบริษัท Stern Stewart & Company ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาาระหว่างประเทศ และทำให้ EVA เป็นเครื่องหมายการค้า (Stern & Shiely, 2001) ทั้งนี้ Shawn (1993) ได้กล่าวว่า EVA เป็นนวัตกรรมที่ทรงค่าและน่าสนใจเป็นอย่างมาก ทำให้บริษัทใหญ่



ๆ นำระบบไปใช้และได้ผลดี Young & O'Byrne (2000) พบว่า EVA เป็นดัชนีวัดประสิทธิภาพที่แท้จริงและแตกต่างจากชนิดอื่น โดยคำนึงถึงค่าใช้จ่ายสำหรับต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดที่กิจการใช้ โดย Gitman (2006) กล่าวว่า EVA คือ มาตรการที่ใช้ในการพิจารณาว่าการลงทุนมีส่วนช่วยสร้างความมั่งคั่งให้กับเจ้าของค่านิยมโดยการหักค่าใช้จ่ายของทรัพยากรที่ใช้ในการจัดหาเงินลงทุนจากกำไรจากการดำเนินงานหลังจากหักภาษีแล้ว สำหรับ Harrison, Horngren, Thomas, & Suwardy (2011) นั้นพบว่า แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาผลกำไรทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของบริษัท ในการทำเช่นนี้จะเป็นการเพิ่มความเข้าใจในการบัญชีการเงินเพื่อวัดการดำเนินงานที่ก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยทั่วไปหมายถึงรายได้ที่เหลือที่บริษัทได้รับหลังจากหักค่าใช้จ่ายลงทุนแล้ว โดยเฉพาะหมายถึงกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยเงินคืนที่จำเป็นในการสร้างทุน ดังนั้น EVA จึงเป็นรูปแบบของกำไรส่วนเหลือ ที่ได้มีการแก้ไขปรับปรุงบัญชีในลักษณะแปลง รายได้ทางบัญชี (Accounting Income) และเงินทุนทางบัญชี (Accounting Capital) ให้กลายเป็นรายได้ทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Income) และ เงินทุนทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Capital) ที่ต้องแปลงเพราะตัวเลขทางบัญชีไม่สามารถบอกถึงผลกำไรที่แท้จริงที่ผู้ถือหุ้นต้องการ

กำไรทางบัญชีและกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างกันดังนี้

$$\begin{aligned} \text{กำไรทางบัญชี} &= \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขายหรือบริการ} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน} - \text{ดอกเบี้ยจ่าย} - \text{ภาษีเงินได้} \\ \text{กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์} &= \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขายหรือบริการ} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน} - \text{ภาษีเงินได้} - \text{ต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่นำมาใช้ลงทุนในกิจการ} \\ \text{หรือ กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์} &= \text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้} - \text{ต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่นำมาลงทุนในกิจการ} \end{aligned}$$

หลักการสำคัญของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์การพยายามในการปรับปรุงกำไรทางบัญชีให้สะท้อนถึงค่าเสียโอกาสของเงินลงทุนเพื่อให้ได้มาซึ่งกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่มีความแตกต่างกับกำไรทางบัญชี ซึ่งการปรับปรุงบัญชียังนี้อาจเกิดขึ้นมากกว่า 160 รายการ ตามเกณฑ์การบัญชีที่เกี่ยวกับเวลาในการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายเงินทุนที่ไม่ได้บันทึกไว้ในงบดุลการแปลงค่าเงินตราต่างประเทศการค้าราคาสินค้าคงเหลืออัตราเงินเฟ้อและอื่น ๆ (Ehrbar, 2000) แต่ในทางปฏิบัตินั้นมีการปรับปรุงรายการเฉพาะรายการที่มีนัยสำคัญเพียง 5-10 รายการ เท่านั้น

การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Young & O'Byrne, 2000)

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} + \text{AcctAdj}_{op} - \text{WACC} * (\text{Invested Capital} + \text{AcctAdj}_c) \\ \text{โดยที่ EVA} &= \text{มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์} \\ \text{NOPAT} &= \text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี} \\ \text{WACC} &= \text{ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินซึ่งคำนวณได้จากการถัวเฉลี่ย ระหว่างต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของผู้ถือหุ้น} \end{aligned}$$



Invested Capital = เงินทุนที่ลงทุน
AcctAdj_{op} = รายการปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงาน
AcctAdj_c = รายการปรับปรุงเงินทุน

ผลการวิเคราะห์ EVA เป็นดังต่อไปนี้

EVA = 0: แสดงว่าการบริหารงานก่อให้เกิดผลกำไรเพียงครอบคลุมต้นทุนของเงินทุนพอดี
EVA < 0: แสดงว่าการบริหารงานไม่ประสบผลสำเร็จผลกำไรที่ได้ไม่คุ้มกับต้นทุนของเงินทุน (มูลค่าที่ลดลงของกิจการ)
EVA > 0: แสดงว่าการบริหารงานมีประสิทธิภาพสามารถสร้างผลกำไรได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุน (มูลค่าที่เพิ่มขึ้นของกิจการ)

มูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value added: MVA)

มูลค่าเพิ่มทางตลาด (Gupta & Kundu, 2008) เป็นเครื่องมือในการวัดการสร้างมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้นในช่วงเวลาหนึ่งที่ Stern Stewart ได้นำมาใช้ในปี 1991 มูลค่าเพิ่มทางตลาด คือ มูลค่าตามราคาตลาดที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Gupta & Kundu, 2008) โดยที่มูลค่าเพิ่มทางตลาดมีเป้าหมายเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้ผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) ซึ่งกิจการสามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาดได้สามปัจจัยพื้นฐาน (Stewart, 1991; Ernst & Young, 1994; Fier, 1995; Davidson, 2003) คือ (1) ลงทุนกับโครงการใหม่ที่มีผลตอบแทนในเชิงบวก (EVA เป็นบวก), (2) ขยายโครงการปัจจุบันที่มีรายได้ EVA เป็นบวก และ (3) ลดหรือกำจัดโครงการที่มี EVA เป็นลบ ดังนั้นมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ตั้งอยู่กับสมมติฐานที่ว่ามูลค่าตลาดรวมของกิจการ คือ ผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตลาดของหนี้สิน (Stewart, 1991) การกำหนดมูลค่าเพิ่มทางตลาดเป็นส่วนเกินของมูลค่าตลาดของทุน (ทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน) มากกว่ามูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุน ซึ่งคำนวณจาก

$$MVA = MV - \text{Invested capital}$$

โดยที่ MV = มูลค่าตลาดของกิจการ (Market Value) โดยคำนวณได้จากนำราคาตลาดของหุ้น (Stock price) คูณกับ จำนวนหุ้นของกิจการที่จำหน่าย

ผลการวิเคราะห์ EVA เป็นดังต่อไปนี้

MVA (+) แสดงว่าการบริหารงานของกิจการได้สร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น
MVA (-) แสดงว่าการบริหารงานของกิจการไม่ประสบผลสำเร็จ ลดมูลค่าของผู้ถือหุ้น

จากที่กล่าวมามูลค่าเพิ่มทางการตลาดบ่งบอกถึงผลงานตลอดระยะเวลาที่กิจการได้ก่อตั้งขึ้นขณะที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้นแสดงถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง ซึ่งความแตกต่างระหว่างมูลค่าตลาดรวมของกิจการและเงินลงทุนทางเศรษฐกิจ (Fier, 1995; Reilly & Brown, 2003) คือ มูลค่าตลาดรวมของกิจการ เท่ากับผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตลาดของตราสารหนี้ ในทางทฤษฎีจำนวนนี้เป็นสิ่งที่สามารถนำออกจากกิจการได้ กล่าวคือเมื่อขายหุ้นทั้งหมดและมีการชำระคืนหนี้



นอกจากนั้น การมองมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นช่วงระยะเวลานั้นแสดงผลชัดเจนมากกว่าการมอง ณ จุดใดจุดหนึ่ง สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางการตลาด(MVA)กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) คือ MVA เป็นมูลค่าปัจจุบันของ EVA ในอนาคต กล่าวได้ว่า MVA เป็นจากคาดการณ์ของ EVA ในอนาคต

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow: FCF)

กระแสเงินสดอิสระ (Sektrakul, 2014) หมายถึง เงินสดที่กิจการนั้น สร้างขึ้นหลังจากที่ต้องใช้จ่ายในการรักษาหรือขยายฐานสินทรัพย์ โดยกระแสเงินสดอิสระ เป็นดัชนีชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ มีความสำคัญเนื่องจากช่วยให้กิจการสามารถวัดการติดตามโอกาสที่จะเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น บางครั้งนักลงทุนใช้กระแสเงินสดอิสระแทนกำไรสุทธิเพื่อวัดผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระเป็นเงินสดที่สร้างมูลค่าให้ผู้ถือหุ้น โดยกระแสเงินสดนั้นมีหลากหลายคำนิยาม ซึ่ง Sektrakul (2014) ได้นิยามกระแสเงินสดอิสระแบ่งเป็น 2 นิยาม คือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm: FCFF) กระแสเงินสดอิสระของส่วนของผู้ถือหุ้น (Free Cash Flow to Equity: FCFE)

Sektrakul (2014) ได้อธิบายเพิ่มเติมว่ากระแสเงินสดอิสระของกิจการ เป็นกระแสเงินสดอิสระของกิจการที่ได้หลังจากหักค่าใช้จ่ายและภาษีของกิจการรวมทั้งทุนหมุนเวียน และรายจ่ายเพื่อการลงทุนออกไปแล้ว กิจการจึงสามารถนำกระแสเงินสดดังกล่าวไปใช้ในการจ่ายชำระดอกเบี้ยเงินกู้ หรือนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของกิจการได้ทั้งหมด ซึ่งกระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้น คือส่วนที่เหลือของ FCFF หักจากภาระคืนหนี้ ดอกเบี้ย และปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ที่จะตกไปยังส่วนของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ คำนิยามของกระแสเงินสดยังมีอีกมากมายตามคำจำกัดความของแต่ละบุคคล Wonglorsaichon (2015) ศึกษาพบว่า นิยามกระแสเงินสดอิสระที่วัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดมากที่สุดและข้อมูลมีคุณค่าที่อธิบายข้อมูลบัญชีได้มากที่สุดรวมถึงไม่มีความแตกต่างตามกลุ่มมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{CFO} - \text{CAPEX} \\ \text{โดยที่ } \text{CFO} &= \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow form Operation)} \\ &\text{คือ รายได้ที่เหลืออยู่หลังหักค่าใช้จ่ายหมดแล้ว} \\ \text{CAPEX} &= \text{รายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure: CAPEX) คือเงินที่ซื้อหรือ} \\ &\text{ปรับปรุงสินทรัพย์ เพื่อรักษาหรือเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน} \end{aligned}$$

การเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR)

การเติบโตอย่างยั่งยืน (Kijewska, 2016) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินอย่างหนึ่งที่ใช้กันจำนวนมาก เพื่อแสดงถึงการพัฒนารูธุรกิจ การเติบโตของยอดขาย สินทรัพย์และส่วนของผู้ถือหุ้นควรสัมพันธ์กัน การคาดการณ์การเติบโตส่วนใหญ่มักผูกทุกอย่างไว้กับยอดขาย ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาผู้บริหารส่วนใหญ่ตั้งเป้าหมายที่สำคัญไว้ที่กำไรแต่ปัจจัยสำคัญต่อความสำเร็จของกิจการคือการเติบโต ซึ่งการเติบโตของกิจการมีหลายรูปแบบด้วยกัน เช่น การเติบโตของกิจการที่โตด้วยทรัพยากรหรือสินทรัพย์ที่มีอยู่ (Internal growth rate: IGR) กล่าวคือ เป็นการ



เติบโตที่สูงที่สุดเท่าที่กิจการจะทำได้ถ้าปราศจากเงินทุนภายนอก รวมถึงการควบรวมกิจการอื่น และการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth) หรือเรียกได้ว่าเป็นการเติบโตในระยะยาวของกิจการ (Kijewska, 2016) คือ อัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่กิจการสามารถทำได้โดยไม่ออกหุ้นเพิ่มหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายดำเนินงานที่ตั้งอยู่บนสามมติฐาน คือต้องมีสัดส่วนเงินทุนคงที่ ไม่มีการเปลี่ยนแปลง เป็นการเติบโตที่พิจารณาโครงสร้างเงินทุนเป็นหลัก เนื่องจากผู้บริหารต้องกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพราะต้องเก็บรักษาเงินทุนเป็นส่วนเพิ่มของกำไรสะสม โดยสมการพื้นฐาน คือ

$$\text{SGR} = b * \text{ROE}$$

โดยที่ b = Retention Ratio (1-dividend payout ratio) เป็นสัดส่วนที่รักษาไว้เป็นกำไรสะสม

$$\text{ROE} = \text{อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity)}$$

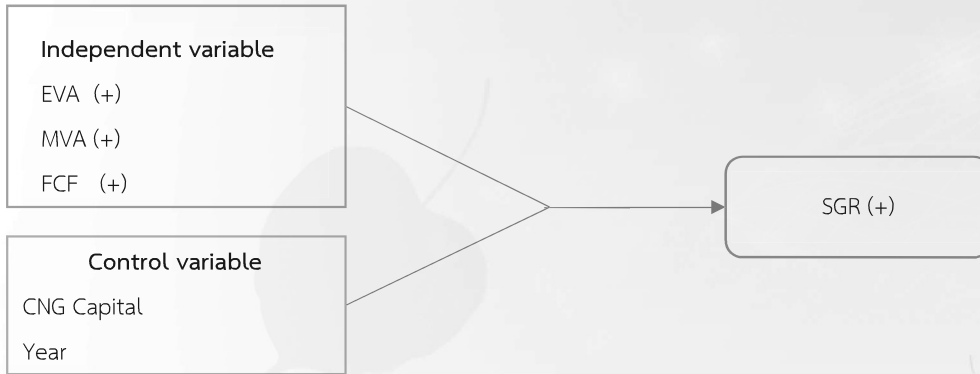
ดังนั้นการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการขึ้นอยู่กับปัจจัยในการรักษากำไรสะสมและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมากขึ้นส่งผลให้อัตราการเติบโตเพิ่มขึ้นในทางกลับกัน ถ้าเกิดมีการจ่ายปันผลสูงทำให้อัตราการเติบโตลดลง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากที่ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ นั้นเป็นดัชนีชี้วัดชนิดหนึ่งที่เน้นไปด้านมูลค่าต่อผู้ถือหุ้น คล้าย ๆ กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระซึ่งปัจจัยเหล่านี้ Suwannaphruk, Aujirapongpan, & Kaewprasert (2014) ใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modelling: SEM) พบว่า ผลการศึกษาแบบจำลองกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์มีความสอดคล้องกัน แต่พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีอิทธิพลทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์ ต่างจาก มูลค่าเพิ่มทางการตลาดและกระแสเงินสดอิสระที่มีอิทธิพล ทางตรงต่อราคาหลักทรัพย์ Nanthapiwat (2007) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เนื่องจากการก่อหนี้สินเพิ่มทำให้สิทธิการเรียกร้องของเจ้าของมีต่อสินทรัพย์ลูกนี้ลดลง ส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้งานวิจัยของ Utraporn (2011) พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ ซึ่งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวไม่มีความสัมพันธ์เลยแต่เมื่อใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรก่อนรายการพิเศษ เป็นตัวแปรควบคุม ทำให้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตลาด

กรอบแนวคิดงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด กระแสเงินสดอิสระที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยมีตัวแปรควบคุม คือ ปี และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุน (Rahim, 2017) ที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คือกลุ่มบริษัทที่มีการเพิ่มลดเงินทุนกับไม่มีการเพิ่มลดและจำนวนปีที่ข้อมูลแสดงตามภาพ



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ใช้การทดสอบค่าสถิติวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณโดยมีการตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้
 H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ทางบวก
กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ ข้อมูลรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มบริษัทที่ผ่านการคัดเลือก 100 อันดับแรก (SET 100) เพราะเนื่องจากว่าบริษัทในกลุ่มนี้มีมูลค่าการ ซื้อขายมากที่สุด 100 อันดับแรก ซึ่งสามารถเป็นตัวแทนบ่งบอกภาพรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างมาก

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการปรับเปลี่ยนรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณ SET 100 ทุก ๆ 6 เดือน โดยผู้วิจัยเลือกช่วงรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี ในช่วง 1 ก.ค. ถึง 31 ธ.ค. ในปี พ.ศ. 2556-2560 โดยยกเว้นบริษัท กลุ่มธุรกิจการเงิน จำพวก สถาบันการเงิน บริษัททุนหลักทรัพย์ บริษัทประกัน เนื่องจากงบการเงินของกิจการดังกล่าวมีโครงสร้างเงินทุนรายการที่ซับซ้อนแตกต่างจากกลุ่มทั่วไป และได้ตัดบริษัทที่มีการควมรวมกันในระยะเวลาที่วิจัยกับบริษัทที่ข้อมูลงบการเงินไม่ครบถ้วน โดยจะศึกษาข้อมูลในงบการเงิน พ.ศ. 2556-2560 เป็นระยะเวลา 5 ปี เป็นเวลาที่เหมาะสมและปัจจุบัน เนื่องจากในปี 2554 เกิดอุทกภัยครั้งใหญ่ทำให้คุณภาพข้อมูลของงบการเงินบริษัทอาจไม่สะท้อนถึงความเป็นจริงได้ จึงเริ่มจาก ปี 2556 เพื่อให้ข้อมูลงบการเงินกลับมาปกติ ทำให้กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยมีจำนวนทั้งสิ้น 415 ตัวอย่าง

ตัวแปรในการดำเนินการวิจัย

1. ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR)
2. ตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value added: MVA) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow: FCF)



3. ตัวแปรควบคุม ได้แก่ การเพิ่มลดของเงินลงทุน (Increased - Decreased Capital: CNG Capital) และปีที่ศึกษา (Year) ซึ่งทั้งหมดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)

วิธีการรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการศึกษาครั้งนี้ออกแบบตารางเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เช่น กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าตลาด รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรดำเนินงานหลังภาษี และอื่น ๆ โดยแหล่งข้อมูลสำหรับการเก็บข้อมูลในการศึกษาส่วนใหญ่นี้คือ Thomson Datastream เป็นฐานข้อมูลด้านการเงินจากบริษัททั่วโลกและข้อมูลรายการบัญชีบางรายการเก็บจากงบการเงินของแต่ละบริษัทโดยใช้แหล่งฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET SMART

สถิติที่ใช้ในการวิจัย

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นสถิติที่ใช้อธิบายถึงข้อมูลทั่วไปของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ ค่าเฉลี่ย (Mean) ความแปรปรวน (Variance) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และ ค่าสูงสุด (Maximum) เป็นการอธิบายข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง แต่ละตัวแปร เพื่อเห็นถึงลักษณะกลุ่มตัวอย่าง

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) ใช้ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) เป็นวิธีการสถิติที่ใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยวิธีวิเคราะห์ที่ใช้คือการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสองตัว (Bivariate Correlation) ของตัวแปรอิสระ และตัวแปรเกณฑ์ (Criterion Variable) ซึ่งจะได้ค่าสหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0 ถึง 1 แสดงถึงความสัมพันธ์ 3 รูปแบบ คือ

2.1 สหสัมพันธ์ทางบวก หมายถึง เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มหรือลด อีกตัวแปรจะเพิ่มหรือลดไปด้วย

2.2 สหสัมพันธ์ทางลบ หมายถึง เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มหรือลด อีกตัวแปรจะเพิ่มหรือลดตรงกันข้าม

2.3 สหสัมพันธ์เป็นศูนย์ หมายถึง สองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นเครื่องมือทางสถิติที่กำหนดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent Variable) จากตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ซึ่งการวิเคราะห์ตามสมมติฐานดังต่อไปนี้

$$SGR_t = \beta_0 + \beta_1(EVA_t) + \beta_2(MVA_t) + \beta_3(FCF_t) + \beta_4(CNG.CAP.) + \beta_5 (YEAR) + e$$

$$\beta_0 = \text{จุดตัดแกน Y}$$

$$\beta_x = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปร โดย เมื่อตัวแปรอิสระมีค่าเปลี่ยนไป 1}$$

หน่วย ตัวแปรต้นจะเปลี่ยนไป เท่าไหร่

$$EVA = \text{มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์}$$

$$MVA = \text{มูลค่าเพิ่มทางการตลาด}$$

$$FCF = \text{กระแสเงินสดอิสระ}$$

$$CNG.CAP = \text{การเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุน}$$

$$YEAR = \text{ปีที่ทำการศึกษา}$$



ผลการวิจัย

1. ค่าสถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในการวิจัย

ตารางที่ 1 เปรียบเทียบสถิติเชิงพรรณนาของมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
EVA	-72,325,577	78,265,265	764,651	9,712,901
MVA	-13,855,294	669,348,304	-1,848,855	148,200,537
FCF	-27,505,939	180,347,770	4,247,771	16,6001,656
SGR	-104	92.91	5.42	12.63

จากตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาอธิบายข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนทั้งสิ้น 415 ตัวอย่าง โดยผลการศึกษาพบว่าตัวแปรอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 764,651 พันบาท และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9,712,901 ในขณะที่มูลค่าเพิ่มทางตลาดมีค่าเฉลี่ยติดลบเท่ากับ -1,848,855 พันบาท และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 148,200,537 ส่วนของกระแสเงินสดอิสระ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4,247,771 พันบาท และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 16,61656 จะเห็นได้ช่วงของข้อมูลกว้างมาก โดยค่าสูงสุดของตัวแปรอิสระคือมูลค่าเพิ่มทางตลาด เท่ากับ 669,348,304 พันบาท ซึ่งสูงสุดเมื่อเทียบกับค่าสูงสุดตัวแปรอื่น ๆ และค่าต่ำสุดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เท่ากับ -72,325,577 ค่าต่ำสุดเมื่อเทียบกับตัวแปรอื่น

ตัวแปรตามอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทกลุ่มตัวอย่างจำนวน 415 ตัวอย่าง พบว่ามี ค่าต่ำสุดร้อยละ -104 ค่าสูงสุดร้อยละ 92.91 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ ร้อยละ 5.42 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 12.63

2. การวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติระหว่างตัวแปรต้นกันเองและตัวแปรตาม

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)

ตัวแปร		SGR	EVA	MVA	FCF
SGR	Pearson Correlation	1			
	Sig. (2-tailed)				
EVA	Pearson Correlation	0.254**	1		
	Sig. (2-tailed)	0.000			
MVA	Pearson Correlation	0.119*	0.327**	1	
	Sig. (2-tailed)	0.016	0.000		
FCF	Pearson Correlation	0.005	0.242**	-0.509**	1
	Sig. (2-tailed)	0.992	0.000	0.000	



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

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

จากตารางที่ 2 ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ของข้อมูลแต่ละตัวแปรทั้งหมด ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกันเองและตัวแปรตาม เพื่อทดสอบปัญหา Multicollinearity ซึ่งพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ หลังจากนั้นจึงสามารถวิเคราะห์ Multiple Regression เพื่อหาความสัมพันธ์และความน่าเชื่อถือทางสถิติ จะเห็นได้ว่า มีเพียงตัวแปรกระแสเงินสดอิสระที่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยได้อย่างยั่งยืน มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.005 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ต่างจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าเพิ่มทางตลาดที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.254 และ 0.119 ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเชิงทางตลาดและกระแสเงินสดอิสระพบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันทางบวก ยกเว้นมูลค่าเพิ่มทางตลาดกับกระแสเงินสดอิสระที่มีความสัมพันธ์ทางลบ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันระหว่างกัน ไม่เกิน 0.7 ทำให้ไม่มีปัญหาด้าน Multicollinearity (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010).

3. การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระกับอัตราดอกเบี้ยอย่างยั่งยืนของกลุ่มบริษัท ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ แสดงได้ ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

ตัวแปร	B	Std. Error	Std. Coefficient	t	Sig
Constant	4.504	1.560		2.888	0.004
EVA	2.375	0.000	0.265	4.510	0.000
MVA	-5.763	0.000	0.014	0.209	0.835
FCF	-14.616	0.000	-0.032	-0.475	0.635
CNG CAP	2.078	1.268	0.082	1.639	0.102
Y1	-0.023	1.910	-0.001	-0.012	0.990
Y2	-1.940	1.910	-0.061	-1.016	0.310
Y4	-0.212	1.900	-0.007	-0.112	0.911
Y5	0.241	1.901	0.008	0.127	0.899
R-Square	0.070				



ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม (ต่อ)

ตัวแปร	B	Std. Error	Std. Coefficient	t	Sig
Adjusted R-Square	0.059				
F	4.272				
Sig	0.000				

จากตารางที่ 3 สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระมี R-Square และ Adjusted R-Square เท่ากับ 0.070 และ 0.059 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่าตัวแปรอิสระทั้งสามตัวสามารถอธิบายข้อมูลอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ร้อยละ 7 ขณะที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวสามารถอธิบายถึงอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างแท้จริงได้ร้อยละ 5.9 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ($F = 4.272$) และเนื่องจาก R-square ที่ต่ำ ผลที่ได้จึงอาจยังไม่เหมาะนำมาใช้เป็นตัวแบบในการพยากรณ์ได้ เพราะอาจจะต้องมีปัจจัยตัวแปรอื่น ๆ ที่สำคัญเพิ่มเติมต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพัธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 2.375 ($t = 4.510$, $sig. = 0.000$) ดังตารางที่ 3 จากการวิเคราะห์ผลข้างต้นจะเห็นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมากที่สุดเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดและกระแสเงินสดอิสระ โดยค่า Std. Coefficient เท่ากับ 0.265 ซึ่งสามารถวิเคราะห์ได้ว่าเมื่อบริษัทมีการมุ่งเน้นการบริหารเพื่อผู้ถือหุ้นมากกว่าเพื่อกำไรทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเมื่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้นส่งผลให้บริษัทมีการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพัธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ อย่างไม่มีนัยสำคัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ -5.763 ($t = 0.014$, $sig. = 0.835$) ดังตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มทางตลาดเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกระแสเงินสดอิสระแล้วไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยค่า Std. Coefficient เท่ากับ 0.014 ซึ่งเข้าใกล้ 0 ซึ่งสามารถวิเคราะห์ได้ว่ากรณีที่มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากราคาหุ้นในตลาดไม่สามารถบ่งบอกได้ว่าบริษัทจะมีการเติบโตอย่างยั่งยืนเพิ่มขึ้นหรือลดลง

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพัธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ อย่างไม่มีนัยสำคัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ -14.616 ($t = -0.475$, $sig. = 0.635$) ดังตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดอิสระเมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกระแสเงินสดอิสระแล้วไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยค่า Std. Coefficient เท่ากับ -0.032 ซึ่งเข้าใกล้ 0 ซึ่งสามารถวิเคราะห์ได้ว่ากรณีที่บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นหรือลดลงไม่สามารถบ่งบอกได้ว่าบริษัทจะมีการเติบโตอย่างยั่งยืนเพิ่มขึ้นหรือลดลง



การเปลี่ยนแปลงของเงินทุน (CNG.CAP) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมที่เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (B) เท่ากับ 2.078 ($t = 1.639$, $sig. = 0.102$) ดังตารางที่ 3

จำนวนปีในการศึกษา (Y_x) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม โดยทำการเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ดังตารางที่ 3

ดังนั้น จากผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีเพียงมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการทดสอบแบบจำลองหลายแบบเพื่อศึกษาเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งจะเห็นได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีค่า Std. Coefficient เป็นบวกใกล้เคียงกันทุกแบบจำลอง เทียบกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดและกระแสเงินสดที่ไม่มีความสัมพันธ์ทุกแบบจำลอง ตามตารางที่ 4

ตารางที่ 4 เปรียบเทียบแบบจำลองสมการถดถอยแบบพหุคูณ

ตัวแปร	M1	M2	M3	M4	M5	M6
EVA	0.254*	0.241*	0.268*	0.266*	0.263*	0.272*
MVA		0.040		0.014		
FCF			-0.060	-0.031		-0.041
CNG CAP	N	N	N	Y	Y	Y
YEAR	N	N	N	N	Y	Y
R-Square	0.073	0.072	0.073	0.074	0.073	0.073
Adjusted R-Square	0.062	0.061	0.063	0.065	0.062	0.062
F	28.387	14.493	14.963	8.165	5.598	4.887
Sig	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

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

N = No control, Y = Control

อภิปรายและสรุปผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระคือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระ กับตัวแปรตามคืออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เพื่อให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจแนวทางดำเนินรูปแบบการบริหารบริษัทและนักลงทุนสามารถนำ การวิจัยนี้เป็นหลักการตัดสินใจประเมินการลงทุนการเติบโตของบริษัทได้ โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาคือกลุ่มบริษัทที่คัดเลือก 100



อันดับแรก ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560 ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม โดยตัวแปรเป็นมูลค่า ณ วันสิ้นปี โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression analysis) นอกจากนี้ได้ทำการจำลองแบบจำลองเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยการสลับตัวแปรในหลาย ๆ รูปแบบ

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression analysis) พบว่าค่า Adjusted R-Square จากสมการถดถอยพหุคูณมีค่าเท่ากับ 0.059 จึงสามารถอธิบายได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระ สามารถอธิบายอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ร้อยละ 5.9 อย่างมีนัยสำคัญ และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนไปในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ต่างจากมูลค่าเพิ่มทางตลาดและกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในทุก ๆ การจำลองหลายรูปแบบ ซึ่งผลการศึกษานี้สามารถยืนยันสมมติฐานงานวิจัย (H1) ได้บางส่วนว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งสอดคล้องกับ Harrison, Horngren, Thomas, & Suwardy (2011) ที่พบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งก็คือการเติบโตอย่างยั่งยืน ขณะที่การศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากอาจเป็นมาจากตัวอย่างของข้อมูลที่อยู่ในกลุ่มที่มีระดับขนาดกิจการในกลุ่มเดียวกันคือที่อยู่ใน SET 100 จึงอาจทำให้ไม่สามารถเห็นผลกระทบได้อย่างชัดเจนมากสำหรับผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางการตลาด และกระแสเงินสดอิสระต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษานี้เป็นประโยชน์ต่อภาคธุรกิจ โดยทำให้เห็นถึงรูปแบบความสัมพันธ์ของเครื่องมือดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพในการบริหารกับอัตราการเติบโตของกิจการ เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการวางแผนและดำเนินการเตรียมความพร้อมของกิจการเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจ นักลงทุนสามารถพิจารณาการลงทุนโดยดูจากดัชนีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจได้ ซึ่งอาจทำให้สามารถได้รับผลตอบแทนที่ยั่งยืนจากการเติบโตที่ยั่งยืน นอกจากนี้ผลการศึกษานี้ได้ให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ใช้ในการอ้างอิงในการวิจัยต่อไปในอนาคต

ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเป็นการปรับปรุงข้อมูลทางบัญชีให้กลายเป็นหลักทางเศรษฐศาสตร์จึงมีข้อมูลอีกจำนวนมากที่ไม่สามารถคำนวณได้ครอบคลุมจึงอาจจะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์คลาดเคลื่อน เช่น รายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นปกติของกิจการได้ใช้จากข้อมูลที่มีการเปิดเผยในงบการเงินเท่านั้น นอกจากนี้ ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด กระแสเงินสดอิสระ และ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน มาจากฐานข้อมูล Datastream ซึ่งเป็นฐานข้อมูลด้านการเงินของ Thomson Financials และฐานข้อมูล Set Smart ซึ่งอาจมีข้อมูลแตกต่างกัน



เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ประกอบการคำนวณแต่ละฐานมีวิธีคิดต่างกันไป และข้อมูลที่ใช้สำหรับการวิจัยเป็นข้อมูลเฉพาะกลุ่มบริษัทที่ SET100 และยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม ดังนั้นการวิเคราะห์ผลที่เกิดขึ้นอาจไม่สามารถอธิบายได้ครอบคลุมถึงบริษัททั้งหมดและบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้ทดสอบผลกระทบและความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งการศึกษาในอนาคตอาจพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ที่ก่อให้เกิดการเติบโตอย่างยั่งยืน เช่น ด้านการกำกับดูแลกิจการ หรือดัชนีชี้วัดทางบัญชีและการเงินอื่น ๆ เข้ามารวมศึกษากับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ทำให้การศึกษากการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น และอาจขยายการศึกษารอบคลุมเปรียบเทียบกับประเทศในภูมิภาคใกล้เคียงกัน เช่น ประเทศในอาเซียน เป็นต้น ซึ่งจะช่วยให้เป็นประโยชน์แก่ภาคธุรกิจและการศึกษาวิจัยต่อไปในอนาคต

บรรณานุกรม

- Davidson, S. (2003). Analysis Tools Help Improve Bank Performance and Value. *Community Banker*, 12, 48-50.
- Ernst & Young. (1994). EVA as a management tool. From 'In Touch', reprinted in Accountancy SA, June 1994, p.10
- Firer, C. (1995). Investment Basics EVATM: the real key to creating value. *Investment Analysts Journal*, 40, 57-59.
- Gitman, L. J. (2006). *Princípios de administração financeira* (10th ed.). São Paulo: Harbra.
- Gupta, A., and Kundu, D. (2008). Enhancing profitability and shareholder value through merger –a case study of ICICI bank. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 13, 66-78.
- Harrison, W., Horngren, C., Thomas, W., and Suwady, T. (2011). *Financial accounting - International financial reporting standards* (8th ed.). Singapore: Pearson Education.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., and Anderson, R.E. (2010) *Multivariate Data Analysis* (7th Edition). New Jersey: Pearson Prentice.
- Kijewska, A. (2016). Determinants of the return on equity ratio (ROE) on the example of companies from metallurgy and mining sector in Poland. *Metalurgija -Sisak then Zagreb*, 55(2), 285-288.
- Marshall, A. (1890). *Principles of Economics*. London: Macmillan.
- Martin, J. D., and Petty, W. J. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to Stakeholder Revolution*. Boston: Harvard Business School Press.



- Nanthapiwat, N. (2007). *The relationship between capital structure and economic value added (EVA) which affects securities prices and dividends Case study: Companies in the property development business group*. Master's thesis, Thammasat University.
- Rahim, N. (2017). Sustainable growth rate and firm performance: a case study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48-60.
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2004). *Investment analysis portfolio management* (7th ed.). Cincinnati: Thomson-South Western College Pub.
- Sektrakul, K. (2014). *INV 102 Stock investment: Chapter 4 Good company valuation for good stock*. Retrieved March 24, 2019, from The Stock Exchange of Thailand Website: https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1472116925296.pdf
- Shawn, T. (1993). The Real Key to Creating Wealth. *Fortune Magazine*, 30-50.
- Stern, J. M., and Shiely, J. S. (2001). *The EVA challenge: implementing value added change in an organization*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: Harper Business
- Suwanaphruk, A., Aujirapongpan, S., and Kaewprasert, N. (2014). 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 SET 100. *WMS Journal of Management*, 3(2), 57-65.
- Utraporn, P. (2011). *Economic value-added and market capitalization*. Master's Independent Study, Thammasat University.
- Wonglorsaichon, P. (2015). *Free cash flow and market capitalization*. Master's Independent Study, Thammasat University.
- Worasak.T (2005). *Economic value added: A new dimension of enterprise value creation and employee compensation system*. Bangkok: Dharmniti Press.
- Young, S. D., and O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and value based management: A practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill.