

THE RELATIONSHIP BETWEEN ACCOUNTING-BASED PERFORMANCE, VALUE-BASED FINANCIAL PERFORMANCE AND STOCK RETURNS OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND IN PROPERTY DEVELOPMENT SECTOR

Amornrat SOONTHORNVORN¹ and Pornwan NUNTHAPHAD¹

1 Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Thailand; amornrat.soo@ku.th (A. S.)
(Corresponding Author)

ARTICLE HISTORY

Received: 21 April 2023

Revised: 10 May 2023

Published: 22 May 2023

ABSTRACT

This research was aimed to study 1) the relationship between Accounting-Based Performance (net income, cash flow from operating activities, cash flow from investing activities) and stock returns of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the property development sector and 2) the relationship between Value-Based Financial Performance (economic value added) and stock returns of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the property development sector. The research sample was consisted of 45 listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the property development sector. The research used the panel data regression model to analyze financial statements during 2015 to 2022. The results showed that cash flow from operating activities and cash flow from investing activities were significant positively related to the stock returns in property development sector. The net income significant negatively affected the stock returns in property development sector.

Keywords: Net Profit, Cash Flow from Operating Activities, Cash Flow from Investing Activities, Economic Value Added, Stock Returns

CITATION INFORMATION: Soonthornvorn, A., & Nunthaphad, P. (2023). The Relationship between Accounting-Based Performance, Value-Based Financial Performance and Stock Returns of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in Property Development Sector. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(5), 18.

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางบัญชี ผลการดำเนินงาน โดยมุ่งเน้นมูลค่า และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

อมรรัตน์ สุนทรวร¹ และ พรพรรณ นันทแพศย์¹

1 คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์; amornrat.soo@ku.th (อมรรัตน์) (ผู้ประพันธ์บทความ)

บทคัดย่อ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางบัญชี (กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน) และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และ 2) ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่า (มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์) และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่าง คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 45 บริษัท และเก็บข้อมูลงบการเงินเฉพาะกิจการจากกลุ่มตัวอย่าง ตั้งแต่ พ.ศ.2558 - พ.ศ.2565 จากนั้นนำข้อมูลมาวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยแบบพหุคูณ ประเภท Panel data ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: กำไรสุทธิ, กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน, กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์, ผลตอบแทนหลักทรัพย์

ข้อมูลการอ้างอิง: อมรรัตน์ สุนทรวร และ พรพรรณ นันทแพศย์. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน ทางบัญชี ผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่า และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(5), 18.

บทนำ

การรายงานทางการเงินมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยทั่วไป รายการที่นักลงทุนมักจะนำมาพิจารณาจะมุ่งเน้นไปที่บรรทัดสุดท้าย (bottom lines) ของงบการเงินเป็นหลัก คือ กำไรสุทธิ ซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting-Based Performance) ที่วัดความสามารถของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม งบการเงินมีข้อจำกัดของการบันทึกบัญชีตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน นอกจากนี้ เหตุการณ์ทางเศรษฐกิจหลายเหตุการณ์อาจไม่มีการรับรู้รายการในงบการเงิน ส่งผลให้ตัวเลขทางการเงินอาจผ่านการบิดเบือนข้อมูลโดยบริหาร และจากการที่ระบบรายงานทางการเงินไม่ใช่สิ่งที่สมบูรณ์แบบ จึงเกิดเหตุการณ์การล้มละลายอย่างกะทันหันของ Enron Corporation บริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ตกแต่งรายได้และกำไร สร้างผลเสียหายต่อนักลงทุนเป็นอย่างมาก ทำให้นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียเริ่มตระหนักว่าการวัดผลการดำเนินงานที่อาศัยข้อมูลจากกำไรสุทธิเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพออีกต่อไป

จากปัญหาที่กล่าวมาข้างต้น จึงมีการพัฒนาแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่า (Value-Based Financial Performance) เพื่อสร้างความมั่นคงให้แก่ผู้ถือหุ้น คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) (พินิน อินทะระ และคณะ, 2563) โดย Stern & Stewart ได้พัฒนาแนวคิดมาจากกำไรส่วนที่เหลือนำมาปรับปรุงรายการบัญชี เพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงขององค์กรมากยิ่งขึ้น

แม้ว่างบกำไรขาดทุนจะใช้วัดประสิทธิภาพการบริหารงาน แต่กระแสเงินสดถือเป็นหัวใจสำคัญที่กำหนดทิศทางและความอยู่รอดของธุรกิจ ผลงานวิจัยของ ณัฐวรรตย์ เตชะหวัสิงห์ (2563) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่ในทางกลับกัน สุขศรี บุตรวงศ์ (2561) พบว่าไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงพิจารณาตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่นเพิ่มเติม คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน เนื่องจากมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) โดยแนวทางการเพิ่มค่า EVA มีปัจจัยนำเข้าผ่านกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน จึงนำมาศึกษาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง มีส่วนสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ และภาครัฐให้ความสำคัญโดยการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งมีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) เป็นอันดับต้นๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสนใจในหลักทรัพย์หมวดนี้

จากข้อมูลข้างต้นจึงทำให้ผู้วิจัยเล็งเห็นถึงความสำคัญในการศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางบัญชี ผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่า และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์” โดยมีวัตถุประสงค์การวิจัยเพื่อ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางบัญชี และผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่าและผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อให้เกิดประโยชน์ 1) ผู้ลงทุนสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการพิจารณาการลงทุน และนำแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่ามาใช้ในกิจการ 2) หน่วยงานกำกับ สามารถพิจารณากำหนดนโยบายให้มีการนำเสนอผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่าเป็นข้อมูลเพิ่มเติมประกอบการตัดสินใจสำหรับนักลงทุน

การทบทวนวรรณกรรม

กำไรหรือขาดทุนสุทธิ (NI) หมายถึง ผลรวมของรายได้หักค่าใช้จ่าย แต่ไม่รวมองค์ประกอบของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น ในกรณีงบการเงินรวม กำไรหรือขาดทุนสุทธิเป็นส่วนของบริษัทใหญ่เท่านั้น โดยหักผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยแล้ว (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2562) ซึ่งจากงานวิจัยของ สมบูรณ์ สารพัด และ นภาพร หงษ์ภักดี (2565), Samadiyan et al. (2013) และ Shubita (2013) พบว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนงานวิจัยของ สวรรส สรกล (2562) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ และงานวิจัยของดวงกมล วงศ์สายตา (2559) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และจากกิจกรรมอื่น ที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน โดยทั่วไปแล้วกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสด ที่เพียงพอสำหรับการดำเนินงาน (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2562) ซึ่งจากงานวิจัยของปัทมวิชญ์ นากแก้วเทศ (2562), Al-Harbi and Abdullah (2003) และ Yazan (2017) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนของวิจัยของสุขศรี บุตรวงศ์ (2561) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และณัฐนันท์ บัวสาย (2558) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์

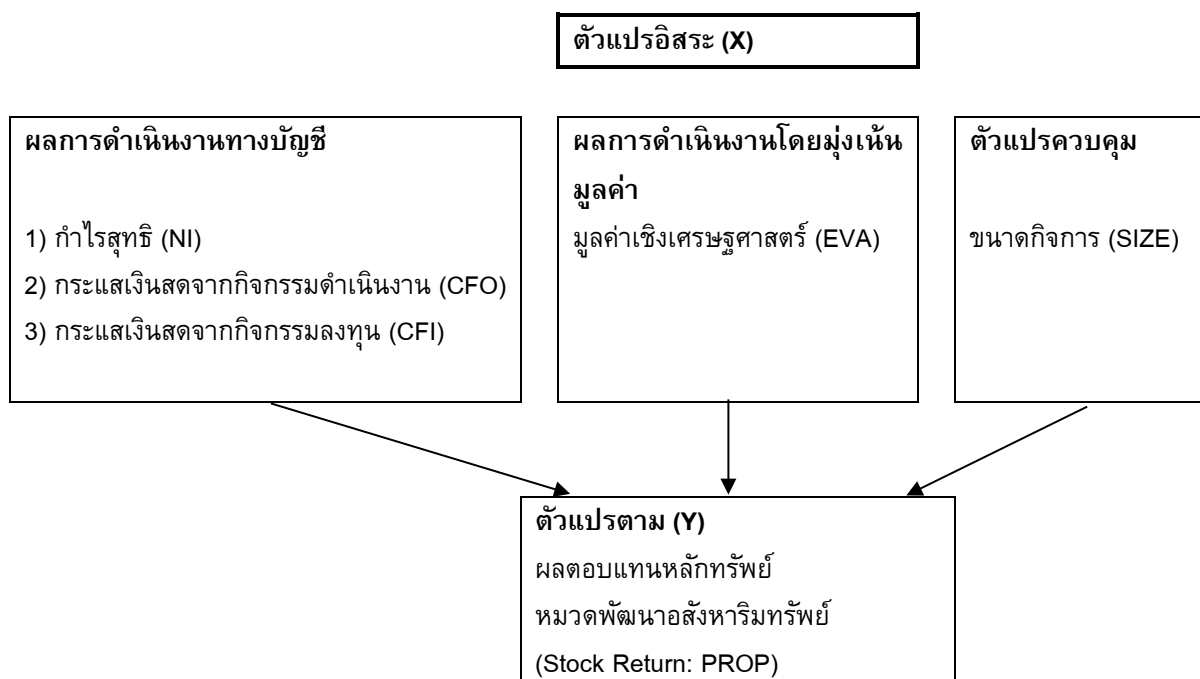
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมเกี่ยวกับการได้มาและการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการ (สภาวิชาชีพบัญชีใน พระบรมราชูปถัมภ์, 2562) ซึ่งจากงานวิจัยของเพ็ญนิภา พรหมโคตร และ ณรงค์นิตย์ จันทรจรัส (2560) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนงานวิจัยของนันทิกานต์ พวงบุบผา (2562) พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และสุขศรี บุตรวงศ์ (2561) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) บริษัทที่ปรึกษา Stern & Stewart ได้พัฒนาแนวคิดการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มาจากแนวคิดของกำไรส่วนที่เหลือ (RI) โดยมีหลักการว่าในการสร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์นั้น บริษัทจะต้องมีกำไรจากการดำเนินงานเพียงพอที่จะชำระต้นทุนการลงทุนของผู้ให้กู้ และผู้ถือหุ้น ซึ่งจากงานวิจัยของจิรภรณ์ แสนสุริวงศ์ และคณะ (2565) และ Awan et al. 2014 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนของวิจัยของสวรส สรกล (2562) และ จักรี ท่งแจ้ง (2555) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์

สมมติฐานการวิจัย

- 1) ผลการดำเนินงานทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรสุทธิ (NI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
- 2) ผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่า คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) จากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทข้อมูลอนุกรมภาคตัดขวางและอนุกรมเวลา (Panel Data) กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (PROP) โดยคัดเลือกจากบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และเก็บข้อมูลจากงบการเงินเฉพาะกิจการเป็นรายปี ช่วงระหว่างปี พ.ศ.2558 -พ.ศ.2565 (8 ปี) จำนวน 45 บริษัท รวมกลุ่มตัวอย่าง 360 ข้อมูล การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อใช้อธิบายข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้ในอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10 และ .05

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรอิสระทุกตัวแปรถูกปรับสัดส่วนด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Value of Equity: MVE) ณ วันที่ 31 ธันวาคม เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ มีค่าสถิติที่สำคัญ ดังนี้

- 1) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อมูลค่าตลาด (NI / MVE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.4150 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.1758 เท่า โดยค่าต่ำสุดเป็นผลขาดทุนสุทธิที่เกิดขึ้นในปี 2563 นั้น และเป็นช่วงที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ในประเทศไทย ซึ่งรัฐบาลได้มีการประกาศใช้ พรก.ฉุกเฉิน โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 26 มีนาคม 2563 รวมถึงในปีเดียวกันนั้น บริษัทมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่ำสุดในรอบ 8 ปี ที่ทำการศึกษา และค่าสูงสุดเกิดขึ้นในปี 2562 ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่จะได้รับผลกระทบจากของ COVID-19 ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0497 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1122 เท่า
- 2) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อมูลค่าตลาด (CFO / MVE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.8275 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.6233 เท่า โดยค่าต่ำสุดที่เกิดขึ้นในปี 2558 และค่าสูงสุดที่เกิดขึ้นในปี 2562 คือ บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อมูลค่าตลาดสูงที่สุดด้วยเช่นกัน ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0655 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.3162 เท่า
- 3) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่อมูลค่าตลาด (CFI / MVE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.0216 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.8078 เท่า ค่าต่ำสุดที่เกิดขึ้นในปี 2562 เกิดจากการจ่ายเงินเพื่อซื้อที่ดินและส่วนปรับปรุงรอการพัฒนา และค่าสูงสุดที่แสดงค่าเป็นบวกในปี 2563 เกิดจากกระแสเงินสดรับคืนเงินจากการให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่งไม่ได้เกิดจากการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0833 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.2100 เท่า
- 4) อัตราส่วนมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อมูลค่าตลาด (EVA / MVE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.5477 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.8759 เท่า สามารถอธิบายได้ว่า ค่าต่ำสุดที่เกิดขึ้นในปี 2563 คือ บริษัทที่มีอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิต่อมูลค่าตลาดต่ำที่สุด รวมถึงในปีเดียวกันนั้น บริษัทมีมูลค่าการตลาดต่ำสุดในรอบ 8 ปีที่ทำการศึกษา และค่าสูงสุดที่เกิดขึ้นในปี 2562 คือ บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อมูลค่าตลาดสูงที่สุด และมีอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อมูลค่าตลาดสูงที่สุดด้วยเช่นกัน ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0441 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1107 เท่า

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน จากตารางที่ 1 พบว่ากำไรสุทธิ (NI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (PROP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (P-value = 0.0621) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (P-value = 0.0576) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (P-value = 0.0118) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และขนาดกิจการ (LN_SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (P-value = 0.0096) โดยมีค่า R-squared เท่ากับ 0.2799 ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรทั้งหมดมีอิทธิพลหรือสามารถรวมพยากรณ์ตัวแปรตาม คือ

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับ ร้อยละ 27.99 สำหรับส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 72.01 สามารถพยากรณ์ได้ด้วย ปัจจัยอื่นนอกเหนือจากตัวแปรที่นำมาพิจารณาศึกษาในครั้งนี้ และมีค่า Adjust R-squared เท่ากับ 0.1114

ตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานของตัวแปรอิสระต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ (PROP)

ตัวแปรอิสระ	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Sig.
กำไรสุทธิ (NI)	-1.0057	0.5363	-1.8751	.0621*
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	0.1593	0.0834	1.9091	.0576*
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)	0.2800	0.1103	2.5386	.0118**
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)	0.1685	0.5231	0.3221	.7476
ขนาดกิจการ (LN_SIZE)	0.1728	2.6130	2.6130	.0096***
R-squared = .2799, Adjusted R ² = .1114, Prob (F-statistic) = .0068, Durbin-Watson = 2.085				

*** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สามารถอภิปรายผลได้ ดังนี้

1) ด้านผลการดำเนินงานทางบัญชีที่เป็นกำไรสุทธิ (NI) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ สามารถอธิบายได้ว่ากำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์น้อยลง และมีแนวโน้มการใช้ประโยชน์จากกำไรทางบัญชีในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจลดลง นักลงทุนให้ความสำคัญกับปัจจัยอื่นๆ นอกจากกำไรสุทธิ เพราะนักลงทุนมองว่ากำไรสุทธิถูกบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) แต่ไม่ได้สะท้อนว่าบริษัทมีสภาพคล่องของกระแสเงินสดในการดำเนินงานที่จัดทำตามเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) รวมถึงในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ทำให้รายได้และกำไรสุทธิลดลง นอกจากนี้ มาตรฐานการบัญชีกำหนดให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รับรู้รายได้จากการขายเมื่อโอนกรรมสิทธิ์ของสินค้าให้กับลูกค้า ส่งผลให้ช่วงเวลาที่มีการก่อสร้างไม่เกิดการรับรู้รายได้ทางบัญชีและทำให้ผลประกอบการขาดทุน อย่างไรก็ตาม สามารถวิเคราะห์ได้ว่านักลงทุนยังคงให้ความเชื่อมั่นในธุรกิจหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แม้ในบางช่วงเวลาอาจมีความไม่สมดุลระหว่าง Demand กับ Supply แต่ในที่สุดจะสามารถปรับเข้าหาสมดุล (เท็ดดักต์ ทีวีธีระธรรม, 2558) อีกทั้ง ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่มีความยั่งยืนในระยะยาวเป็น 1 ในปัจจัย 4 ที่จำเป็นต่อการดำรงชีวิต และมีความเกี่ยวเนื่องเชื่อมโยงกับอุตสาหกรรมที่หลากหลาย เช่น วัสดุก่อสร้าง รับเหมาก่อสร้าง สถาบันการเงิน เครื่องใช้ไฟฟ้า เฟอร์นิเจอร์ รวมถึงการจ้างงาน ทำให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีน้ำหนักในการกำหนดทิศทางเศรษฐกิจค่อนข้างมาก อีกทั้งภาครัฐให้ความสำคัญและออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ส่งผลโดยตรงต่อภาคอสังหาริมทรัพย์อย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ นักลงทุนยังสามารถคาดการณ์ผลประโยชน์ประกอบการได้อย่างสมเหตุสมผล ตั้งแต่เริ่มเปิดโครงการ ความคืบหน้าของงานระหว่างก่อสร้าง การ Presale การเปลี่ยนแปลงของ Backlog ตลอดจนแผนการส่งมอบ-โอนกรรมสิทธิ์ และการรับรู้รายได้ ซึ่งเป็นข้อมูลที่เปิดเผยอยู่ในงบการเงิน รายงานประจำปี และเว็บไซต์ของบริษัท โดยผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ สวรรส สรกุล (2562) ที่พบว่าความสามารถทำกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมอาหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

2) ด้านผลการดำเนินงานทางบัญชีที่เป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ จากผลการศึกษสามารถวิเคราะห์ได้ว่า นักลงทุนจะดูที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นหัวใจสำคัญ เพราะกระแสเงินสดที่ได้มาจากการดำเนินงานที่สูงจะสะท้อนถึงสภาพคล่องที่ดี มีกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับการดำเนินงาน การชำระหนี้ระยะสั้นหรือระยะยาว การจ่ายเงินปันผล ตลอดจนการลงทุนในโครงการใหม่ แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีพื้นฐานโครงสร้างทางการเงินที่ดี มีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องและยั่งยืน เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนใหญ่มาจากเงินสดที่ได้รับจากการขายสินค้าและให้บริการซึ่งเป็นกิจกรรมหลักที่เป็นวัตถุประสงค์ในการก่อตั้งกิจการ (Core Business) ดังนั้น เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่สูง จะทำให้บริษัทสามารถลดขีดจำกัดทางการเงิน สามารถประกอบธุรกิจให้อยู่รอดได้ในภาวะที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ รวมถึงลดความเสี่ยงทางการเงินที่อาจเกิดขาดสภาพคล่องจนทำให้ธุรกิจหยุดชะงัก และนำไปสู่การล้มละลายในที่สุด ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Al-Harbi and Abdullah (2003), Yazan (2017), ชารารัตน์ ทูลโธสง และ สมใจ บุญหมื่นไวย (2562), ปัทมวิญญ์ นากแก้วเทศ (2562) และ ปาริชาติ ประจักษ์สูตร (2555)

3) ด้านผลการดำเนินงานทางบัญชีที่เป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์เช่นเดียวกันกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายได้ว่า นักลงทุนไม่เพียงแต่ให้ความสำคัญเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่านั้น แต่ยังให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนด้วย เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนสะท้อนให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตและขยายโครงการลงทุน มีศักยภาพในการสร้างรายได้จากทรัพย์สิน และสร้างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจากการลงทุนในทรัพย์สินได้ในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง ก่อนข้างมั่นคงและแน่นอน (Recurring Income) การลงทุนเพื่อก่อสร้างโครงการต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก จึงต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายใน คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกิจการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กันเป็นอย่างมาก ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ ณัฐวรรตย์ เตชาหวัสิงห์ (2562) และเพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงศ์นิตย จันทร์จรัส (2560)

4) ด้านผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นที่เป็นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ กล่าวคือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยเพียงใดจะไม่ส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตาม สอดคล้องกับผลการศึกษาของ สวรรส สรกล (2562), จักรี พุ่งแจ้ง (2555), พิชามณัฐ อุตราภรณ์ (2553) และ Bognarova (2018) ในมุมมองของนักลงทุนการพิจารณาเพียงข้อมูลผลการดำเนินงานทางบัญชีเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่ได้ใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ประกอบการตัดสินใจ อีกเหตุผลหนึ่ง คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีองค์ประกอบการคำนวณหลายรายการ ซึ่งนักลงทุนจะต้องทำความเข้าใจเพิ่มเติม ดังนั้น การใช้ข้อมูลในงบการเงินเป็นสิ่งที่ง่ายต่อการตัดสินใจมากกว่า อีกประการหนึ่ง จากการที่มาตรฐานการบัญชีกำหนดให้รับรู้รายได้เมื่อโอนความเสี่ยงและโอนกรรมสิทธิ์ให้กับลูกค้า ทำให้การรับรู้รายได้ไม่มีความสม่าเสมอ ส่งผลให้บริษัทจะมีกำไรเพิ่มขึ้นในปีที่โอนกรรมสิทธิ์เรียบร้อยแล้ว แต่จะขาดทุนในช่วงที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างโครงการ แม้จะระหว่างก่อสร้างจะเป็นรายการปรับปรุงทางด้าน Invested Capital โดยไม่นำมารวมคำนวณ เนื่องจากงานระหว่างก่อสร้างเป็นสินทรัพย์ที่ยังไม่ก่อให้เกิดรายได้ แต่การคำนวณ NOPAT เป็นการคำนวณโดยใช้ข้อมูลจากกำไรสุทธิทางบัญชีเป็นข้อมูลตั้งต้น ซึ่งเป็นไปตามการรับรู้รายได้ตามมาตรฐานบัญชี จึงทำให้ผลการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อาจมีความไม่สม่าเสมอสำหรับธุรกิจหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

5) สำหรับตัวแปรควบคุมที่เป็นขนาดของกิจการ (LN_SIZE) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Joh (2003) และ สมบูรณ์ สารพัด และ นภาพร หงษ์ภักดี (2565) อธิบายได้ว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับขนาดของกิจการ เพราะมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์เป็นตัวบ่งชี้ถึงความมั่นคง โอกาสในการสร้างรายได้และโอกาสในการสร้างผลกำไรที่ดีในอนาคต รวมถึงขีดความสามารถในการเติบโต

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางบัญชี ผลการดำเนินงานโดยมุ่งเน้นมูลค่า กับผลตอบแทนหลักทรัพย์จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

- 1) จากผลการศึกษาพบว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าตัวเลขทางการบัญชีบางครั้งนั้น ไม่สามารถแสดงให้เห็นว่าสถานะของบริษัทเป็นอย่างไร ซึ่งอาจนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดได้ และการวิเคราะห์โดยอาศัยข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต อาจไม่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้อย่างชัดเจน ดังนั้น นักลงทุนไม่ควรพิจารณากำไรสุทธิเพียงอย่างเดียว ควรพิจารณาองค์ประกอบอื่นในงบการเงินควบคู่กัน
- 2) จากผลการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ตาม มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ยังคงเป็นเครื่องมือที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน เนื่องจากเป็นแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่เน้นการสร้างความมั่งคั่งให้แก่กลุ่มทุนในระยะยาว สามารถนำมาประกอบการตัดสินใจร่วมกับปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ ในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ระยะยาว
- 3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ถือเป็นเครื่องมือในการบริหารที่มีประสิทธิภาพสูง สามารถนำมาใช้ในการวางแผนการดำเนินธุรกิจขององค์กรและวิเคราะห์ความคุ้มค่าการลงทุนของโครงการ และสามารถนำมากำหนดเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จของผู้บริหารได้อย่างเป็นรูปธรรม ซึ่งปัจจุบันในประเทศไทยกระทรวงการคลังได้กำหนดเป็นนโยบายให้รัฐวิสาหกิจนำระบบบริหารจัดการเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Management: EVM) มาใช้ในการบริหารจัดการองค์กรและใช้เป็นตัวชี้วัดในการประเมินผลการดำเนินงานรัฐวิสาหกิจ และกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหาร

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

- 1) งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาข้อมูลจากงบการเงิน สามารถเพิ่มตัวแปรหรือปรับเปลี่ยนตัวแปรที่อาจส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น ปัจจัยทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีราคาผู้บริโภคก่อสร้าง อัตราค่าแรงงาน เป็นต้น เพื่อศึกษาเพิ่มเติมว่ามีปัจจัยอื่นที่สามารถศึกษาและอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้หรือไม่ เพื่อช่วยให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเพิ่มเติมในการคาดการณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์
- 2) งานศึกษาครั้งถัดไปสามารถเก็บข้อมูลจากงบการเงินรวม ซึ่งแสดงถึงผลการดำเนินงานฐานะการเงินรวมของทั้งกลุ่มกิจการ และบริษัทย่อย ร่วมกับการศึกษาจากงบการเงินเฉพาะกิจการ เพื่อเปรียบเทียบว่าข้อมูลจากงบการเงินรวมหรืองบการเงินเฉพาะกิจการ ข้อมูลใดมีความสัมพันธ์และสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้
- 3) งานศึกษาครั้งถัดไปสามารถศึกษาในอุตสาหกรรมอื่นๆ เพิ่มเติม เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะการดำเนินงาน ปัจจัย และนโยบายบัญชีที่แตกต่างกัน เพื่อเป็นการศึกษาว่ามีปัจจัยใดที่มีความสอดคล้องกัน และมีปัจจัยใดที่ไม่สอดคล้องกัน

เอกสารอ้างอิง

- จักรี พุ่งแจ้ง. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และราคาหุ้นสามัญของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ระหว่างปี 2545 ถึง 2554. การศึกษาค้นคว้าอิสระ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- จิรภรณ์ แสนสุริวงศ์, พรจิรา แสนสุริวงศ์, รัตติกาล จันทน์ปาน, นิรมล เนืองสิทธิ์ และ จินตนา จันทนนท์. (2565). การเปรียบเทียบความสัมพันธ์มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร 2(1), 31-40.

- ณัฐนันท์ บัวสาย. (2558). ความมีคุณค่าของข้อมูลของตัววัดผลการดำเนินงานทางการบัญชี กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณัฐวรรตต์ เตชาหวัสิงห์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ดวงกมล วงศ์สายดา. (2559). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- เทิดศักดิ์ ทวีธีระธรรม. (2558). วิเคราะห์หุ้นราย Sector หุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ธารารัตน์ ทูลไธสง และ สมใจ บุญหมื่นไวย. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงานกำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น 3(1), 73-90
- นันทิกานต์ พวงบุปผา. (2562). ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะบัญชี มหาวิทยาลัย, ศรีปทุม.
- ปัทมวิชญ์ นากแก้วเทศ. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีดัชนีราคาหลักทรัพย์ใน 50 อันดับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ปาริชาติ ประจักษ์สูตร. (2555). การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100. การศึกษาค้นคว้าอิสระ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- พเนิน อินทะระ, พรทิพย์ จิระธารง, ปัทมวัฒน์ วังอนุสรณ์ และ จิรายุ หาญตระกูล. (2563). ผลกระทบของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจและตัวชี้วัดทางบัญชี ต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย. การประชุมวิชาการระดับชาติ ด้านบริหารธุรกิจ ประจำปี 2563 ครั้งที่ 7. คณะวิทยาการจัดการ, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ และคณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยแม่โจ้.
- พิชามญช์ อุตรารามณ์. (2553). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับมูลค่าของกิจการ. การค้นคว้าอิสระ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส. (2560). กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น 1(3), 35-50
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2562). ประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 33/2562 เรื่อง มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 1 เรื่อง การนำเสนองบการเงิน. 13 สิงหาคม 2562.
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2562). ประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 35/2562 เรื่อง มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 เรื่อง งบกระแสเงินสด. 13 สิงหาคม 2562.

- สมบูรณ์ สารพัด และ นภาพร หงษ์ภักดี. (2565). การวิเคราะห์คุณค่าของข้อมูลทางบัญชีผ่านผลประกอบการของกิจการและการตอบสนองของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กรณีศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา และ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี.
- สวรส สรกล. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะบัญชี, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- สุศรี บุตรวงศ์. (2561). ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ คณะบัญชี, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- Al-Harbi, A. D. (2003). *Do investors attach higher valuation weights to cash flow-based measures than to accrual-based measures in valuing intangible-intensive, high-technology stocks?*. Florida Atlantic University
- Awan, A.G., Siddique, K. & Sarwar, G. (2014). The effect of Economic Value Added On Stock Return: Evidence From Selected Companies Of Karachi Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. 5(23), 140-153
- Bognarova, K. J. (2018). *The effect of leverage and economic value added on market value added*. Challenges of the Knowledge Society, 812-816
- Joh, S. W. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis. *Journal of financial Economics*, 68, 287-322.
- Samadiyan, B., Pooryeganeh, N., Ebrahimi, H. & Ghanbari, Y. (2013). Relative and Differential Information Content of Economic Value Added, Earnings, Operating Cash Flow and Stock Return. *International Journal of Asian Social Science*. 3(1), 29-37.
- Shubita, M. F. (2013). The Information Content of Economic Value Added and Residual Income-Evidence from Jordan. *Journal of Economics and Sustainable Development*. 4(13), 124-132.
- Yazan, S. O. (2017). The effect of cash flows on the share price on Stock Exchange. *American Based Research Journal*, 6(7). 22-28.

Data Availability Statement: The raw data supporting the conclusions of this article will be made available by the authors, without undue reservation.

Conflicts of Interest: The authors declare that the research was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

Publisher's Note: All claims expressed in this article are solely those of the authors and do not necessarily represent those of their affiliated organizations, or those of the publisher, the editors and the reviewers. Any product that may be evaluated in this article, or claim that may be made by its manufacturer, is not guaranteed or endorsed by the publisher.



Copyright: © 2023 by the authors. This is a fully open-access article distributed under the terms of the Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).