

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร  
กับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  
ที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย\*

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS AND PROFITABILITY  
WITH STOCK VALUATION ASSESSMENT OF THE LISTED COMPANIES  
UNDER REAL ESTATE AND CONSTRUCTION CATEGORY  
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธ์

Thapakorn Jearanantapisut

เบญจพร โมกขเวส

Benjaporn Mokhavesa

มหาวิทยาลัยศรีปทุม

Sripatum University, Thailand

E-mail: Thapakorn\_29@hotmail.com

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น กลุ่มบริษัทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุดิจิทัลจากงบการเงิน 93 บริษัท ช่วง ปี พ.ศ. 2560 - 2562 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม และ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วน อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทั้งนี้ กระแสเงินสดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมไม่มี

\* Received 7 July 2021; Revised 30 August 2021; Accepted 2 October 2021



ความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จากการวิเคราะห์เสนอให้มีความสำคัญกับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม ในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้น

**คำสำคัญ:** กระแสเงินสด, ความสามารถในการทำกำไร, มูลค่าหลักทรัพย์, กลุ่มบริษัท อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง, มูลค่าหุ้น

## Abstract

The objectives were to study the relationship between cash flows and profitability with stock valuation assessment of the listed companies under real estate and construction category on the stock exchange of Thailand, this research is a complete information of 93 companies. Data were collected from Financial Report from 2017 to 2019 by using Multiple regression analysis at the statistically significant degree of 0.05. The results of the study show that the operating cash flow to total assets and return on assets (ROA), to positive correlation with market price to book value per share ratio, at the statistical significance of 0.05, and return on shareholders (ROE) to negative correlation with market price and book value per share, at the statistical significance of 0.05, and operating cash flows to common debt, there is a positive correlation between market price to cash flows per share ratio at the statistical significance of 0.05, and operating profit margin financial cost, Income tax, depreciation, and total income accounting expenses ratio (EBITDA) are negatives correlated with the market price to sales per share ratio at the statistical significance of 0.05, and the operating cash flow to total shareholder no correlation with stock valuation at the statistical significance of 0.05. The results of this study suggest that for valuation assessment of stock should focus on operating cash flow to total assets, operating cash flows to common debt, Return on assets (ROA), Return on shareholders (ROE) and operating profit margin financial cost, Income tax, depreciation, and total income accounting expenses ratio (EBITDA)

**Keywords:** Cashflows, Profitability, Market Capitalization, Real estate and Construction, Stock Valuation



## บทนำ

ภาพรวมธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ได้รับผลกระทบเชิงลบมาตั้งแต่ปี 2562 จากหลายปัจจัย ทั้งมาตรการควบคุมสินเชื่อหรือ LTV ของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ที่ส่งผลกระทบต่อธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย สภาวะหนี้ครัวเรือนที่สูงเป็นประวัติการณ์ เศรษฐกิจชะลอตัว และล่าสุด ยังได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนา ที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นผู้บริโภค ในปี 2563 ที่ผ่านมา มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยรวมในปี 2563 ที่ติดลบ 0.3% มาอยู่ที่ 928,376 ล้านบาท (ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์, 2563) ซึ่งเป็นปัจจัยที่กดดันราคาหุ้นอสังหาฯ ทำให้ผู้ประกอบการหลายรายปรับสมดุลเรื่องซัพพลายและดีมานด์กันตั้งแต่ปี 2562 ที่ผ่านมา โดยเชื่อว่าหน่วยงานรัฐที่เกี่ยวข้องไม่น่าจะผ่อนคลายมาตรการ LTV ในเร็ว ๆ นี้ (ศนิชา ละพรพล, 2564) จากกระแสดังกล่าว จึงเป็นที่มาของความน่าสนใจสำหรับหุ้นอสังหาฯ ขนาดใหญ่ที่มีแผนการบริหารจัดการกระแสเงินสดที่มีอยู่ให้สร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่าและลดความเสี่ยงในการลงทุน ของนักลงทุน ซึ่ง รดาณัฐ วุฒิรัตน์ พบว่า หมวดธุรกิจที่ให้อัตราผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงสูงสุดคือ หมวดธุรกิจการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (รดาณัฐ วุฒิรัตน์, 2560) วิเคราะห์โดยใช้มาตรวัดของชาร์ป ในโลกการลงทุนนั้น มีสินทรัพย์ลงทุนหลายอย่างที่ให้ผลตอบแทนที่ดี แต่ต้องไม่ลืมว่าผลตอบแทนที่ได้มานั้น ไม่ได้มีการรับประกันว่าจะมีความแน่นอน อาจจะมีบางช่วงเวลาที่ได้ผลตอบแทนมาก บางช่วงอาจได้ผลตอบแทนน้อย และถ้าผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนสูง สิ่งก็ตามมาก็คือสินทรัพย์ลงทุนย่อมมีความเสี่ยงสูงด้วยเช่นกัน (High Risk High Expected Return) ซึ่งโดยทั่วไปนั้น สินทรัพย์เสี่ยง หมายถึงสินทรัพย์ที่มีความผันผวนของราคา (Price Volatility) ราคาจะเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วไปตามสภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์การลงทุน ตัวอย่างสินทรัพย์เสี่ยง เช่น หุ้นสามัญ กองทุนอสังหาริมทรัพย์สินค้าโภคภัณฑ์ (ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์, 2563)

ทั้งนี้ในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนนั้นจะต้องศึกษาข้อมูล เพื่อสร้างความมั่นใจก่อนการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาข้อมูลผ่านการวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อใช้เป็นเครื่องมือหลักในการวิเคราะห์วัดค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนในเชิงเปรียบเทียบเพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุนดังกล่าว การประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริงของหุ้นนั้นจึงเป็นส่วนประกอบหนึ่งในการพิจารณา ในการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้อัตราส่วนทางการเงินทั้งหมด 7 ตัว ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายล่วงหน้าตัดบัญชี อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ใน



ทิศทางเดียวกัน รัศมี ศรีลาวงค์ และ สินี ภาคย์อุฬาร พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) แต่ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงถึงงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาหลายงานวิจัยได้ชี้ให้เห็นถึงกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหุ้น มีความสัมพันธ์กัน หรือบางงานวิจัยไม่ได้ให้ประเด็นชี้ไปถึงปัจจัยในการประเมินราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน (รัศมี ศรีลาวงค์, (2561); (สินี ภาคย์อุฬาร, 2558) , โดยที่ผลการวิจัยของ วสุนันท์ ปุกเสาร์ พบว่าที่ปัจจัยอีกส่วนหนึ่งที่ใช้ในการพิจารณาการตัดสินใจในการลงทุน คือ มูลค่าหลักทรัพย์ (วสุนันท์ ปุกเสาร์, 2557) ซึ่งสอดคล้องกับ หทัยชนก แยมชุ่ม ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ประกอบด้วย 1. มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด NAV 2. อัตราส่วนราคาต่อกำไร P/E 3. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี P/BV และ 4. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นข้อมูลที่นักตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการแนะนำนักลงทุนให้ใช้ประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจการลงทุน (หทัยชนก แยมชุ่ม, 2562) และ ปรียานุช วงษ์สีชา ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประกอบด้วย อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทน และขนาดหรือประเภทของอุตสาหกรรม กล่าวคือ กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ซึ่งมีความสอดคล้องกันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ในมุมมองของนักลงทุนนั้น จะพิจารณา ผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมาเพื่อใช้เป็นอีกหนึ่งปัจจัยในการพิจารณาการลงทุนดังกล่าว ซึ่งจะสอดคล้องกับผลงานวิจัย (ปรียานุช วงษ์สีชา, 2559)

ผู้วิจัยได้เห็นถึงปัญหาและความสำคัญของเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์และตัดสินใจของนักลงทุน จึงได้ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาครั้งนี้ เพื่อเป็นแนวทางหรือเครื่องมือให้นักลงทุนได้ใช้ในการตัดสินใจหรือวัดค่าความเสี่ยง การประเมินมูลค่าหุ้น และ ผลตอบแทนในอนาคตได้ดียิ่งขึ้น

### วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีขั้นตอนดำเนินการดังนี้

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ศึกษา คือ กลุ่มบริษัทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเก็บรวบรวมจากงบการเงินที่เผยแพร่ผ่าน SETSMART ที่มีผลการดำเนินงานตั้งแต่ปี พ.ศ.2560-2562 รวมระยะเวลา 3 ปี จำนวน 93 บริษัท โดยใช้การคัดเลือกแบบเจาะจง (Purposive sampling) มีเงื่อนไข คือ ไม่รวมบริษัทที่ข้อมูลผลการดำเนินงานไม่ครบ 3 ปี

### ตัวแปรที่ใช้ศึกษา

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยตัวแปรและการวัดค่า เพื่อใช้ในการทดสอบดังต่อไปนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อสินทรัพย์รวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOA (ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง, 2558) ; (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินีตย์ จันทร์จรัส, 2560) ; (สมศรี พลพักดี, 2561) ; (หทัยชนก แยมชุ่ม, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TOA)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อหนี้สินรวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับหนี้สินรวม โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOL (ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง, 2558) ; (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินีตย์ จันทร์จรัส, 2560) ; (สมศรี พลพักดี, 2561) ; (หทัยชนก แยมชุ่ม, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFO/TOL)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{หนี้สินรวม}}$$



3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม เป็นการคำนวณจากงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม เพื่อวิเคราะห์ว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นรวม โดยงานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปรด้วย CFO/TOE (ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง, 2558) ; (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส, 2560) ; (สมศรี พลพักดี, 2561) ; (หทัยชนก แยมชุ่ม, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (CFO/TOE)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม}}$$

4. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset หรือ ROA) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์รวมทั้งกิจการมีอยู่ว่าก่อให้เกิดผลตอบแทนในรูปแบบกำไรให้กับธุรกิจมากหรือน้อยอย่างไร บางครั้งเรียกอัตราส่วนนี้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร ROA (Milosevic A, 2017) ; (ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์, 2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

5. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร ROE (ชาลินี แสงสร้อย, 2558) ; (Milosevic A, 2017); (ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์, 2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

6. อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นเกิดจากรายได้ที่มาจากการทำงานหรือไม่ หรือเงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานนั้นได้มาจากแหล่งใด ซึ่งหากค่าที่หาได้สูงแสดงว่าเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงานเป็นเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานไม่ใช่ได้มาจากการกู้ยืม ทำให้ทราบถึงสภาพคล่องของกิจการ แสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องที่ดีเนื่องจากบริหารงานจากเงินสดที่ได้จากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร CFO (ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู, 2560) ; (ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์, 2561) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ



$$\text{อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO)} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน} \times 100}{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}$$

7. กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization or EBITDA) เป็นตัวเลขที่วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริง เนื่องจากไม่รวมผลกระทบจากต้นทุนทางการเงิน นโยบายทางการเงินบัญชีและภาษี ค่าเสื่อมราคา ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงาน เหมาะสำหรับการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรระหว่างกิจการหรือระหว่างอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี ถ้าบริษัทมี EBITDA มาก ทำให้ทราบว่าบริษัทมีการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานดีและมีรายได้ที่เติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน งานวิจัยนี้แทนค่าตัวแปร EBITDA (ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์, 2561); (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วน EBITDA (EBITDA)} = \frac{\text{EBITDA} \times 100}{\text{รายได้รวม}}$$

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยตัวแปรและการวัดค่า เพื่อใช้ในการทดสอบดังต่อไปนี้

1. อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือในรอบ 1 ปีล่าสุด อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนยินดีจะลงทุนจ่ายเงินซื้อหุ้นนั้นเป็นกี่เท่าของทุก ๆ 1 บาท ของกำไรสุทธิของบริษัท (ศรีสุดา นามรักษา, 2561) ; (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E)} = \frac{P}{E}$$

2. อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (price-sales ratio หรือ revenue multiple) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาต่อการขายเป็นตัวบ่งชี้มูลค่าที่วางไว้ต่อยอดขายหรือรายได้ของแต่ละ บริษัท เราจะใช้ค่า P/S Ratio เป็นตัวประเมินค่าความถูกหรือแพงของหุ้น โดยที่ ค่าน้อยกว่า 1 (ศรีสุดา นามรักษา, 2561); (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (P/S)} = \frac{P}{S}$$

3. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออก



หลักทรัพย์นั้น (ปทุมวดี พรอิสสระเสรี, 2558); (ศรีสุดา นามรักษา, 2561) (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B)} = \frac{P}{BV}$$

4. อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสด (P/C) เป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด โดยเกิดจากแนวคิดที่ว่ากำไรเป็นตัวเลขทางบัญชีที่สามารถตกแต่งได้ง่ายโดยการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชี (ปทุมวดี พรอิสสระเสรี, 2558); (ศรีสุดา นามรักษา, 2561); (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) สมการสำหรับวัดค่าตัวแปรคือ

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสด (P/C)} = \frac{P}{C}$$

### สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติที่ใช้ประกอบด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive statistic) การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) โดยมีสมมติฐานและแบบจำลองดังนี้

$$SVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO/TOA_{it} + \beta_2 CFO/TOL_{it} + \beta_3 CFO/TOE_{it} + \epsilon$$

$$SVA_{it} = \beta_0 + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 EBITDA/TOR_{it} + \epsilon$$

เมื่อ	$SVA_{it}$	คือ	การประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัท i ในปี t
	$CFO/TOA_{it}$	คือ	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัท i ในปี t
	$CFO/TOL_{it}$	คือ	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม ของบริษัท i ในปี t
	$CFO/TOE_{it}$	คือ	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ของบริษัท i ในปี t
	$ROA_{it}$	คือ	อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ของบริษัท i ในปี t
	$ROE_{it}$	คือ	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของบริษัท i ในปี t
	$CFO_{it}$	คือ	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ของบริษัท i ในปี t
	$EBITDA/TOR_{it}$	คือ	อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ของบริษัท i ในปี t
	$P/E_{it}$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ของบริษัท i ในปี t
	$P/S_{it}$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย ของบริษัท i ในปี t
	$P/B_{it}$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ของบริษัท i ในปี t
	$P/C_{it}$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ของบริษัท i ในปี t



$\beta_0$	คือ	ค่าคงที่
$\beta_{1-7}$	คือ	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่ 1 ถึง 7
$\varepsilon$	คือ	ค่าความคลาดเคลื่อน สำหรับบริษัท

## ผลการวิจัย

### 1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CFO/TOA	279	-0.42	0.37	0.03	0.1
CFO/TOL	279	-1.83	3.48	0.12	0.42
CFO/TOE	279	-5.79	1.97	0.04	0.45
ROA	279	-51.97	24.69	4.61	8.2
ROE	279	-706.11	69.29	2.08	49.44
CFO	279	-5764.57	97.17	-20.21	345.32
EBITDA/TOR	279	-2.36	0.76	0.13	0.32
P/E	279	-256.76	2866.81	33.83	212.56
P/S	279	0	29.85	2.30	3.26
P/BV	279	0	10.23	1.42	1.32
P/C	279	-4850.05	1295.5	-32.78	422.07

### 2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Pearson's Correlation Coefficient)

	CFO/TOA	CFO/TOL	CFO/TOE	ROA	ROE	CFO	EBITDA/TOR
CFO/TOA	1						
CFO/TOL	.633**	1					
CFO/TOE	.648**	.293**	1				
ROA	.360**	.144*	.210**	1			
ROE	.182**	0.074	-0.055	.434**	1		
CFO	0.002	0.009	-0.002	0.034	0.006	1	
EBITDA/TOR	.248**	0.092	.328**	.617**	.378**	0.004	1

หมายเหตุ: \*\*, \* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในช่วงระหว่าง 0.002 – 0.648 ซึ่งน้อยกว่า 0.80 ทำให้ไม่เกิดปัญหา ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง (Multicollinearity) และเมื่อทำการใช้การพิจารณาจากค่า VIF (Variance



Inflation Factor) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงให้เห็นถึงตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไปดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสมการถดถอยเชิงพหุคูณได้

### 3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis)

**ตารางที่ 3** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	33.641	15.587		2.158	0.320		
CFO/TOA	-98.900	215.405	-0.046	-0.459	0.647	0.365	3.267
CFO/TOL	8.602	40.295	0.017	0.213	0.831	0.576	1.776
CFO/TOE	19.423	37.841	0.041	0.513	0.608	0.557	2.201
ROA	-2.109	2.177	-0.081	-0.969	0.333	0.519	1.928
ROE	-0.007	0.307	-0.002	-0.021	0.983	0.715	1.398
CFO	0.015	0.037	0.024	0.395	0.693	0.998	1.002
EBITDA/TOR	81.411	55.325	0.123	1.472	0.142	0.526	1.902

ค่าคงที่ = 33.641,  $SE_{Est} = 15.587$

$R = 0.100$ ,  $R^2 = 0.10$ ,  $ADJ R^2 = -0.016$ ,  $F = 0.389$ , Durbin Watson = 2.061

a. Dependent Variable: P/E, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ สามารถสรุปผลได้ดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

**ตารางที่ 4** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อยอดขาย

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	2.484	0.236		10.516	0.000		
CFO/TOA	4.151	3.576	0.125	1.161	0.247	0.306	3.267
CFO/TOL	-0.673	0.619	-0.086	-1.087	0.278	0.563	1.776
CFO/TOE	-0.558	0.637	-0.078	-0.876	0.382	0.454	2.201



Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
ROA	0.006	0.033	0.015	0.179	0.858	0.519	1.928
ROE	0.003	0.005	0.052	0.737	0.462	0.715	1.398
CFO	0.000	0.001	-0.009	-0.145	0.885	0.998	1.002
EBITDA/TOR	-1.837	0.838	-0.180	-2.192	0.029	0.526	1.902

ค่าคงที่ = 2.484,  $SE_{Est} = 0.236$

$R = 0.190$ ,  $R^2 = 0.036$ ,  $ADJ R^2 = 0.11$ ,  $F = 1.449$ , Durbin Watson = 2.263

a. Dependent Variable: P/S, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ สามารถสรุปผลได้ดังนี้ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อราคาขาย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อราคาขาย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1.114	0.089		12.559	0.000		
CFO/TOA	3.795	1.343	0.284	2.827	0.005	0.306	3.267
CFO/TOL	-0.033	0.233	-0.011	-0.143	0.887	0.563	1.776
CFO/TOE	-0.327	0.239	-0.113	-1.370	0.172	0.454	2.201
ROA	0.056	0.012	0.351	4.545	0.000	0.519	1.928
ROE	-0.006	0.002	-0.226	-3.438	0.001	0.715	1.398
CFO	0.000	0.000	0.013	0.230	0.819	0.998	1.002
EBITDA/TOR	-0.335	0.315	-0.082	-1.065	0.288	0.526	1.902

ค่าคงที่ = 1.114,  $SE_{Est} = 0.089$

$R = 0.403$ ,  $R^2 = 0.163$ ,  $ADJ R^2 = 0.141$ ,  $F = 7.524$ , Durbin Watson = 1.915

a. Dependent Variable: P/BV, Correlation is significant at the 0.05 level



จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ สามารถสรุปผลได้ดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก กับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และผลตอบแทนผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ กับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ส่วน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์ กับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

**ตารางที่ 6** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-53.716	30.776		-1.745	0.082		
CFO/TOA	-430.400	465.898	-0.100	-0.924	0.356	0.306	3.267
CFO/TOL	176.093	80.704	0.175	2.182	0.030	0.563	1.776
CFO/TOE	15.229	82.938	0.016	0.184	0.854	0.454	2.201
ROA	3.674	4.297	0.071	0.855	0.393	0.519	1.928
ROE	-0.123	0.607	-0.014	-0.203	0.839	0.715	1.398
CFO	0.017	0.074	0.014	0.233	0.816	0.998	1.002
EBITDA/TOR	-26.301	109.236	-0.020	-0.241	0.810	0.526	1.902

ค่าคงที่ = -53.716, SE<sub>Est</sub> = 30.776

R = 145, R<sup>2</sup> = 0.021, ADJ R<sup>2</sup> = -0.004, F = 0.832, Durbin Watson = 1.999

a. Dependent Variable: P/C, Correlation is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ สามารถสรุปผลได้ดังนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05



## อภิปรายผล

ผลจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ได้ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สอดคล้องกับ สุขศรี บุตรวงศ์ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ (สุขศรี บุตรวงศ์, 2561) และ สอดคล้องกับ เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส, 2560) แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นนั้น ไม่ได้เป็นผลมาจากการประเมินด้วยอัตราส่วนกำไรสุทธิ ซึ่งเป็นไปได้ว่า กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรนั้น เป็นเพียงการแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงทางการเงินของแต่ละช่วงเวลา กล่าวคือไม่ส่งผลกับราคาตลาดต่อกำไรสุทธิที่เปลี่ยนแปลงไปของหุ้น เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นนั้น น่าจะเกิดจากการที่ผู้ลงทุนคาดการณ์ว่า สิ่งที่จะได้รับในอนาคต ทั้งในรูปแบบ เงินปันผล และ ส่วนต่างราคาที่เปลี่ยนแปลงไป (สุนิสา เจะแวงมาแฉ, 2560) และสอดคล้องกับ ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) มูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นย่อมเท่ากับราคาตลาดเสมอ สะท้อนให้เห็นว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นหรือลงนั้น ขึ้นอยู่กับข่าวสารที่มีการเปลี่ยนแปลงไปแต่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดหรือความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ

2. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) พบว่าอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 นั้นหมายความว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S) นั้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับ ศรารุช สร้อยทอง พบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชีมี



ความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย อย่างมีนัยสำคัญ (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) และสอดคล้องกับ ศุณิสสา เจะแวนมาแจ พบว่า อัตราความสามารถในการทำกำไร มีผลต่ออัตราเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (ศุณิสสา เจะแวนมาแจ, 2560) และสอดคล้องกับทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลประกอบการของธุรกิจนั้น ช่วยบอกนักลงทุนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะเป็นเครื่องมือที่สร้างความเชื่อมั่นและส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของมูลค่าหุ้น (ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู, 2560)

ในขณะที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เป็นไปได้ว่า ยอดขายของธุรกิจนั้นมีผลการเปลี่ยนแปลงเกิดจาก วัฏจักรของเศรษฐกิจ การขยายตัวของอุตสาหกรรม และ ลักษณะของบริษัททั้งในเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู, 2560) และสอดคล้องกับ ศราวุธ สร้อยทอง พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินราคาหุ้น (ศราวุธ สร้อยทอง, 2562) และสอดคล้องกับ สุขศรี บุตรวงศ์ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีผลต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวได้ว่าราคาตลาดต่อยอดขายของมูลค่าหุ้นนั้น สามารถพิจารณาได้จาก กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อหุ้นได้ (สุขศรี บุตรวงศ์, 2561)

3. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่ามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นนั้นขึ้นอยู่กับมูลค่าสินทรัพย์รวมของกิจการ กล่าวคือ หากบริษัทมีการชำระบัญชีเพื่อเลิกกิจการ และสามารถจะนำสินทรัพย์ที่มีอยู่แปรเป็นเงินสดตามมูลค่าที่ระบุในงบดุลและชำระหนี้สินต่าง ๆ ให้เจ้าหนี้ตามยอดหนี้ที่ปรากฏ ณ วันที่ในงบแสดงสถานะทางการเงินแล้ว ผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินหุ้นต่อหุ้นคืนในจำนวนเท่ากับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู, 2560) และสอดคล้องกับ ปทุมวดี พรอิสสระเสรี พบว่า ถ้าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีมีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งส่วนหนึ่งนั้นเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมที่กิจการสามารถแปรเป็นเงินสดได้ (ปทุมวดี พรอิสสระเสรี, 2558) และสอดคล้องกับ Apsari I. et al. พบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อย่างมีนัยสำคัญ



(Apsari I et al, 2015) และทั้งนี้อาจกล่าวได้ว่ามูลค่าหุ้นทางบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น เนื่องจากอัตราส่วนผลตอบแทนเป็นอัตราส่วนที่สำคัญสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่เพื่อก่อให้เกิดกำไรของบริษัทและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางบัญชีแก่หุ้นได้ ทั้งนี้อาจจะแสดงให้เห็นว่า หากประสิทธิภาพในการบริหารเงินสด และ ในการทำกำไรนั้นลดลง ก็จะมีผลกระทบต่อราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นด้วยเช่นกัน

ส่วนอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีตลาดทุน ของศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุนสถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ว่าปัจจัยรูปธรรม เกี่ยวข้องกับโอกาสการลงทุนทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจ (Investment Opportunities) ซึ่งถูกกำหนดโดยอัตราการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจในระยะยาวผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ในทางกลับกันผู้ให้กู้ยืมเงินทุนก็ยินดีจะจ่ายผลตอบแทนที่สูงขึ้น กล่าวคือ ให้ประสิทธิภาพในการหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกสูง ย่อมส่งผลให้ใช้สินทรัพย์ภายในกิจการนั้นได้น้อย แต่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูง หรือสร้างมูลค่าทางบัญชีนั่นเอง เรียกว่าอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริง (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Capital Market Theory), 2560) และสอดคล้องกับ สินี ภาคย์อุพาร ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทนที่ในรูปแบบของเงินปันผล ที่สามารถส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่าหุ้นได้ (สินี ภาคย์อุพาร, 2558)

ในขณะที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า ปัจจัยที่น่าจะมีผลขับเคลื่อนราคาหุ้นโดยเฉพาะในระยะสั้นนั้นคือ หนึ่งเรื่องของปัจจัยทางด้าน เศรษฐกิจ การเงิน การเมือง สังคมและอื่น ๆ ของประเทศและของโลก สองคือผู้เล่นหรือลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ สามเป็นเรื่องของตัวบริษัทและกิจการ และสุดท้ายเป็นเรื่องของตัวหุ้นเอง (ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร, 2562)

4. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับ เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคณิษฐ์ จันทร์จรัส พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้นด้านราคาตลาดต่อกระแสเงินสด ทั้งนี้



ความรู้เรื่องงบกระแสเงินสดนั้นถือเป็นอาวุธสำคัญสำหรับนักลงทุนที่มุ่งมั่นที่จะประสบความสำเร็จในตลาดหุ้น นักลงทุนจำนวนมากมองว่าการลงทุนในหุ้น คือ การซื้อหุ้นในราคาที่ต่ำเพื่อนำมาขายในราคาที่สูง ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนประเภท Technical ที่ดูราคาหุ้นและติดตามข่าวสารเป็นหลักหรือนักลงทุนแบบ Value Investor ที่เน้นเรื่องการประเมินมูลค่าของกิจการเพื่อซื้อหุ้นในราคาที่ต่ำกว่าพื้นฐาน (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส, 2560) ในขณะที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ต่อรายได้รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่า เงินสดสุทธิกระแสเงินสดต่อหุ้นนั้น เป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงความจริงมากกว่ากำไรต่อหุ้น เนื่องจากกระแสเงินสดสุทธิต่อหุ้นสะท้อนให้เห็นถึงตัวชี้วัดของรายได้ต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเป็นเงินจริงไหลเข้าตังนั้นตัวชี้วัดนี้มีความน่าเชื่อถือที่แข็งแกร่งในการประเมินความถูกต้องของนักลงทุนสามารถใช้ประโยชน์จากบทบาทของตัวชี้วัดนี้เพื่อตรวจสอบระดับกำไรของบริษัทในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งการตัดสินใจลงทุนซื้อหรือขายหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลบริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทางการเงินและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดี อาจไม่ใช้บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป แต่จะขึ้นอยู่กับราคาหุ้นที่นักลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วยว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุนมากน้อยเพียงใด

## สรุป/ข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้น กลุ่มบริษัทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่อรายได้รวม มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งนักลงทุนทุกสถาบัน อาจจะสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริงได้ แต่อย่างไรก็ตามจะต้องพิจารณาผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น เป็นตัวประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นด้วย และ การประเมินมูลค่าของหุ้นที่จริงนั้นย่อมส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นด้วยเช่นกัน นอกจากการใช้กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร เป็นเครื่องมือในการช่วยประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริงของนักลงทุนก่อนการตัดสินใจลงทุนใน



หลักทรัพย์ที่สนใจแล้วนั้น นักลงทุนควรที่จะให้ความสำคัญกับปัจจัยอื่น ๆ ที่กระทบต่อราคาหลักทรัพย์นั้นด้วย เช่น ด้านภาวะเศรษฐกิจ ด้านการเมือง หรือปัจจัยอื่น ๆ ทั้งภายในและภายนอก ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป การศึกษาครั้งนี้ใช้กระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไร เป็นตัวแปรอิสระ ในการวิเคราะห์การประเมินมูลค่าหุ้น การศึกษาครั้งต่อไป ควรพิจารณา ตัวแปรอิสระอื่น ๆ หากตัวแปรดังกล่าวมีค่าสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น สามารถที่จะเป็นเครื่องมือ เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถนำไปวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจได้ การศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษา ในบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลุ่มตัวอย่าง การศึกษาครั้งต่อไป ควรพิจารณากลุ่มตัวอย่างอื่น ๆ เพื่อให้ทราบว่าสมมติฐานที่กำหนดขึ้นนี้สามารถใช้ได้กับกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์และข้อสังเกตใหม่ที่น่าสนใจมากขึ้น การศึกษาครั้งนี้ ยังมีอัตราส่วนบางกลุ่มที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากข้อมูลที่ได้ทำการรวบรวมนั้น ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2560-2562 รวมระยะเวลา 3 ปี อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาข้อมูลให้มากขึ้น เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่มีประโยชน์มากขึ้น

## เอกสารอ้างอิง

- ชาลินี แสงสร้อย. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. ใน การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร. (2562). ปัจจัยขับเคลื่อนราคาหุ้น. เรียกใช้เมื่อ 12 ธันวาคม 2563 จาก <https://www.stock2morrow.com/article-detail.php?id=2304>
- ดารานารถ พรหมอินทร์ และ กุสุมา คำพิทักษ์. (2561). ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี. ใน การค้นคว้าอิสระนิสิตหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ปทุมวดี พรอิสสระเสรี. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีกับมูลค่าหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ปริญานุช วงษ์สีชา. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.



- ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มSET100. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ.
- เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส. (2560). กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี. มหาวิทยาลัยขอนแก่น.
- รดาณัฐ วุฒิรัตน์. (2560). ผลตอบแทนการลงทุนในหมวดธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รัศมี ศรีลาวงศ์. ((2561). การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ.
- วสุนันท์ ปุกเสาร์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ศนิชา ละพรพล. (2564). เช็คเซ็นท์ หุ่นอสังหาฯ. เรียกใช้เมื่อ 10 มกราคม 2564 จาก <https://thestandard.co/real-estate-stock-direction>
- ศราวุธ สร้อยทอง. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- ศรีสุธาดานามรักษา. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ศุณิสา เจแวมมาแจ. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหุ้นของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย. มหาวิทยาลัยราชภัฏยะลา.
- ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์. (2563). รายงานประจำปี. เรียกใช้เมื่อ 15 มกราคม 2564 จาก <https://www.reic.or.th/About/AnnualReport>



- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Capital Market Theory). (2560). การประเมินมูลค่าหุ้น. เรียกใช้เมื่อ 15 มกราคม 2564 จาก [https://www.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content05.pdf](https://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content05.pdf)
- สมศรี พลศักดิ์. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100. ใน การค้นคว้าสารนิพนธ์ วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์.
- สินี ภาคอุฬาร. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สุขศรี บุตรวงศ์. (2561). ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การค้นคว้าอิสระบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- หทัยชนก แยมชุ่ม. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100. ใน การค้นคว้าอิสระบัณฑิต สาขาการบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- Apsari I et al. (2015). “ pengaruh return on equity, net profit margin, debt to equity ratio, dan longterm debt to equity ratio terhadap price book value (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2013) ”. JurnalAdministrasi Bisnis (JAB). 27(2), 1-8.
- Milosevic A. (2017). Impact of company performances on the stock price: An empirical analysis on select companies in Serbia. January 2017Ekonomika Poljoprivrede EP2017, 64(2),561-570.