

	<p>ISSN: 2774-0390 (Online)</p> <p>วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร</p> <p>Journal of Management Science Sakon Nakhon Rajabhat University</p> <p>Homepage: <a href="https://so08.tci-thaijo.org/index.php/JMSSNRU">https://so08.tci-thaijo.org/index.php/JMSSNRU</a></p> <p>E-mail: <a href="mailto:jmssnr@gmail.com">jmssnr@gmail.com</a></p>	
---	--	---

**ประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นและ  
มูลค่าหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI**

**Operational efficiency affecting stock price assessment and stock value of  
listed companies in the Thailand Sustainability Investment (THSI) index**

พิชชาพร เทศฤทธิ<sup>1</sup>, ทิรวุฒิ ยังสุข<sup>2</sup>, ดารณี เอื้อชนะจิต<sup>3\*</sup>

Pitchchaphon Teslis<sup>1</sup>, Tirawut Youngsook<sup>2</sup>, Daranee Uachanachit<sup>3\*</sup>

<sup>1,2,3</sup>หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

<sup>1,2,3</sup>Master of Accountancy, School of Accountancy, Sripatum University

\*Corresponding author's e-mail: [Pitchchaphon\\_teslis@hotmail.com](mailto:Pitchchaphon_teslis@hotmail.com)<sup>1</sup>, [Tirawut.yo@spu.ac.th](mailto:Tirawut.yo@spu.ac.th)<sup>2</sup>,

[daranee.ua@spu.ac.th](mailto:daranee.ua@spu.ac.th)<sup>3\*</sup>

Received: June 19, 2024

Revised: July 12, 2024

Accepted: August 3, 2024

**บทคัดย่อ**

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานต่อการประเมินมูลค่าหุ้น และเพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าหุ้นที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI ระหว่างปี 2563-2565 ผลการวิเคราะห์ พบว่า ประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลเชิงบวกต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ส่วนตัวแปรประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าจากกำไรต่อหุ้น (EPS) คือ อัตรากำไรสุทธิ (NPM) ส่งผลเชิงลบ อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ส่งผลเชิงบวก ประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดค่าจากเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) การประเมินมูลค่าหุ้นประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) กำไรต่อหุ้น (EPS) และเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์โดยวัดค่าจากราคาหลักทรัพย์ (STP) และ การประเมินมูลค่าหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้นวัดค่าจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) โดย อัตราส่วนราคา

ตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) และเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่วัดด้วย ผลตอบแทน  
หลักทรัพย์ (STR) กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์

**คำสำคัญ:** ประสิทธิภาพการดำเนินงาน, การประเมินมูลค่าหุ้น, มูลค่าหลักทรัพย์

### Abstract

The objectives of the research were to study operational efficiency's impact on stock valuation and to study stock valuation that affected the value of securities of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The study focused on the sustainable equity group "THSI" using quantitative research methods. The sample consisted of companies registered on the Stock Exchange of Thailand within the years 2563–2565. The analysis revealed the following results: Return on Assets (ROA) positively influenced stock valuation measured by the Price-to-Earnings ratio (P/E). Return on Equity (ROE) also had a positive impact on stock valuation measured by the P/E ratio. Gross Profit Margin (GPM) and Net Profit Margin (NPM) did not significantly affect stock valuation measured by the P/E ratio. However, the efficiency variables affecting stock valuation measured by Earnings per Share (EPS) were as follows: Net Profit Margin (NPM) had a negative impact at a statistically significant level of 0.05. Gross Profit Margin (GPM) had a positive impact. ROA and ROE did not significantly affect stock valuation measured by Dividends per Share (DPS). The stock valuation included the Price-to-Earnings ratio (P/E Ratio), Earnings per Share (EPS), and Dividends per Share (DPS). These positively impacted stock value when measured by the statistically significant Price-to-Stock Price (STP). Additionally, stock valuation measured by the Stock Total Return (STR) was positively affected by the P/E Ratio and DPS. However, EPS negatively impacted stock valuation measured by the STR.

**Keywords:** operational efficiency, stock valuation, securities value

### ความสำคัญของปัญหาการวิจัย

การลงทุนเป็นกิจกรรมที่มีความสำคัญยิ่งในการวางแผนทางการเงิน เนื่องจากเป็นวิธีหนึ่งที่ช่วยให้เงินออมของบุคคลสามารถเติบโตและสร้างผลตอบแทนได้ในระยะยาว การลงทุนที่มีการวางแผนอย่างรอบคอบสามารถนำไปสู่การบรรลุเป้าหมายทางการเงินที่ตั้งไว้ได้ ดังนั้น การเลือกลงทุนจึงควรพิจารณาอย่างละเอียดและคำนึงถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น โดยนักลงทุนควรศึกษาข้อมูลและทำความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนแต่ละประเภทก่อนตัดสินใจลงทุน เพื่อให้สามารถลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและลดความเสี่ยงในการขาดทุน

การลงทุนในกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืน เป็นการลงทุนที่คำนึงถึงการดำเนินงาน โอกาส และความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของธุรกิจตลอดห่วงโซ่มูลค่าที่อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจและผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด ควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ การลงทุนในกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนเป็นหัวข้อที่ได้รับความสนใจอย่างมากในโลกของการลงทุนที่ยั่งยืน ซึ่งเป็นการลงทุนที่ไม่เพียงแต่มองหาผลตอบแทนทางการเงินเท่านั้น แต่ยังคำนึงถึงผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมด้วย บริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนมักจะมี การดำเนินงานที่สอดคล้องกับหลักการของ Environmental, Social, and Governance (ESG) ซึ่งรวมถึงการจัดการทรัพยากรอย่างมีความรับผิดชอบ การมีส่วนร่วมทางสังคมที่เป็นบวก และการบริหารจัดการที่โปร่งใสและมีความรับผิดชอบ (นิภาพันธุ์ พูนเสถียรทรัพย์, 2564)

ในอดีตมีผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น งานวิจัยของสินี ภาคย์อุฬาร (2558) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อัตรากำไรสุทธิ (NP) อัตราเงินปันผลต่อหุ้น (DIY) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) และ อัตราส่วนทางการเงินที่ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในขณะที่ วิไลลักษณ์ แสงสุวรรณ (2564) ได้ศึกษา ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ในขณะเดียวกันอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ ราคาตลาดของหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE)

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาว่า การดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนนั้นจะช่วยให้ธุรกิจมีประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้น และการประเมินมูลค่าหุ้นส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ โดยศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเลือกที่จะศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกลุ่มบริษัทหุ้นยั่งยืนหรือ Thailand Sustainability Investment (THSI) เป็นรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance หรือ ESG)

## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานทางการเงินที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI
2. เพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าหุ้นที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THIS

## การทบทวนวรรณกรรม

### แนวคิดเกี่ยวกับประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

ประสิทธิภาพ หมายถึง ความสามารถในการบริหารทรัพยากรให้เกิดผลสำเร็จตามเป้าหมายที่ต้องการ โดยประสิทธิภาพสามารถวัดได้โดยใช้อัตราส่วนระหว่างผลลัพธ์กับทรัพยากรหรือสิ่งที่นำเข้าไปเพื่อให้เกิดผลลัพธ์ที่ต้องการนั้น (Banton, 2024) โดยประสิทธิภาพในการดำเนินงานก็คือความสามารถในการบริหาร สินทรัพย์ ให้เกิดรายได้ และกำไร และรายได้ที่เกิดขึ้นนั้นเกิดผลลัพธ์ที่ต้องการในการดำเนินธุรกิจก็คือ กำไร และผลตอบแทนสำหรับผู้ถือหุ้น (Banton, 2024)

อัตราส่วนที่จะสามารถนำมาวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานได้นั้น จะต้องแสดงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการ โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างรายได้ สินทรัพย์ กำไร และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset:

ROA) คือ อัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรสุทธิ (net income) หารด้วยสินทรัพย์รวม (total assets) ซึ่งยังมีค่ามากแสดงให้เห็นว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ให้เกิดกำไร อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบระหว่างความสามารถในการทำกำไร กับส่วนของผู้ถือหุ้น ถ้า ROE มีค่ามากแปลว่ากิจการทำกำไรได้ดี และผู้ถือหุ้นก็จะมีโอกาสได้ผลตอบแทนที่สูง แต่ถ้า ROE มีค่าน้อยแปลว่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการยังไม่ดี และผู้ถือหุ้นก็อาจจะได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) คือ อัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรสุทธิของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยรายได้ อัตรากำไรสุทธิจะวัดเป็นเปอร์เซ็นต์ โดยอัตราที่สูงแสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี EPS หรือ Earnings Per Share หมายถึง กำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงผลตอบแทนที่บริษัทมอบให้แก่ผู้ถือหุ้นแต่ละหุ้น โดยคำนวณจากกำไรสุทธิของบริษัทหารด้วยจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว

### แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุน

การลงทุนในวงกว้าง คือ การนำเงินไปทำงานในช่วงระยะเวลาหนึ่งในโครงการหรือการดำเนินการบางประเภทเพื่อสร้างผลตอบแทนที่เป็นบวก เช่น กำไรที่เกินกว่าจำนวนเงินลงทุนเริ่มแรก เป็นการจัดสรรทรัพยากรซึ่งมักเป็นทุนเช่น เงิน โดยคาดหวังให้เกิดรายได้ กำไร สามารถลงทุนได้หลายประเภทไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม เช่น การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นการซื้อสินทรัพย์ (asset) ในรูปของหลักทรัพย์ (securities) เช่น พันธบัตร (bond) หุ้นกู้ หรือหุ้นสามัญ (stock) การลงทุนในลักษณะนี้เป็นการลงทุนทางอ้อม ซึ่งแตกต่างจากการลงทุนทางธุรกิจ ผู้มีเงินออมเมื่อไม่ต้องการที่จะเป็นผู้ประกอบธุรกิจเอง เนื่องจากมีความเสี่ยงหรือผู้ออมยังมีเงินไม่มากพอ ผู้ลงทุนอาจนำเงินที่ออมได้จะมากหรือน้อยก็ตาม ไปซื้อหลักทรัพย์ที่พอใจซึ่งจะลงทุนโดยให้ผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย หรือเงินปันผลแล้วแต่ประเภทหลักทรัพย์ที่ทำการลงทุน นอกจากนี้ผู้ลงทุนอาจจะได้ผลตอบแทนอีกลักษณะหนึ่งก็คือ กำไร จากการขายหลักทรัพย์ (capital gain) หรือการขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ (capital loss) อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้จากการลงทุนที่เรียกว่า Yield ซึ่งไม่ได้หมายถึงอัตราดอกเบี้ยหรือเงินปันผล ที่ได้รับเพียงอย่างเดียว แต่ยังคำนึงถึงกำไรจากการขายหลักทรัพย์หรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นหรือที่คาดว่าจะเกิดขึ้น Yield ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุน ไม่ว่าจะมากหรือน้อยก็ย่อมขึ้นอยู่กับความเสี่ยง (risk) ของหลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้น ๆ (Picardo, 2024)

ผลตอบแทนจากการลงทุน คือ ผลตอบแทนที่เราได้รับไม่ว่าจะจากการลงทุนในรูปแบบใด เช่น ผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น หรือเงินปันผลจากหุ้น ผลตอบแทนจากการลงทุน (Return) ประกอบด้วย องค์ประกอบ 2 ส่วน

1. Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุนอาจอยู่ในรูปของเงินปันผล หรือ ดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ซื้อ
2. Capital Gain (loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ใดในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อหรือเรียกว่าเป็น การเปลี่ยนแปลงของราคา (price change) ของหลักทรัพย์นั่นเอง ผลประโยชน์ด้านภาษี (Kane, 2567)

### แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น

การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ หมายถึง การตีค่าหรือประมาณมูลค่าของหลักทรัพย์นั้น ๆ ว่ามีมูลค่าต่ำกว่า หรือสูงกว่าราคาตลาด เพื่อจะได้ตัดสินใจลงทุนซื้อ หรือขายหลักทรัพย์นั้นต่อไป หากราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น สูงกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ที่ประเมินได้ (overvalue) ก็ไม่ควรลงทุนซื้อ เพราะซื้อในราคาที่สูงกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์อาจขาดทุน แต่ถ้าราคาของหลักทรัพย์นั้นต่ำกว่ามูลค่าที่ประเมินได้ (undervalue) ก็ควรซื้อหลักทรัพย์นั้น หรือหากถือหลักทรัพย์นั้นอยู่แล้วก็ควรถือต่อไป และจะทราบมูลค่าของหลักทรัพย์ประเภทนั้น ๆ ได้ ก็ต่อเมื่อได้ทำการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์เหล่านั้นแล้ว (จักรกฤษณ์ กิจการรัฐบุต, 2566)

ผู้ที่ลงทุนซื้อหุ้นสามัญของบริษัทใด ก็ต่อเมื่อคาดว่าราคาหุ้นสามัญของบริษัทนั้นจะสูงขึ้นในอนาคต ซึ่งราคาหุ้นสามัญในอนาคตนั้นขึ้นอยู่กับการบริหารการเงินของกิจการ ที่เกี่ยวกับการตัดสินใจ 3 อย่างด้วยกัน คือ การตัดสินใจในการลงทุน (investment decision) การตัดสินใจในการจัดหาเงิน (financing decision) และการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผล (dividend decision) (จักรกฤษณ์ กิจการรัฐบุตร์, 2566)

โดยวิธีการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญ (method of appraising common stock) มี 3 วิธีด้วยกันคือ

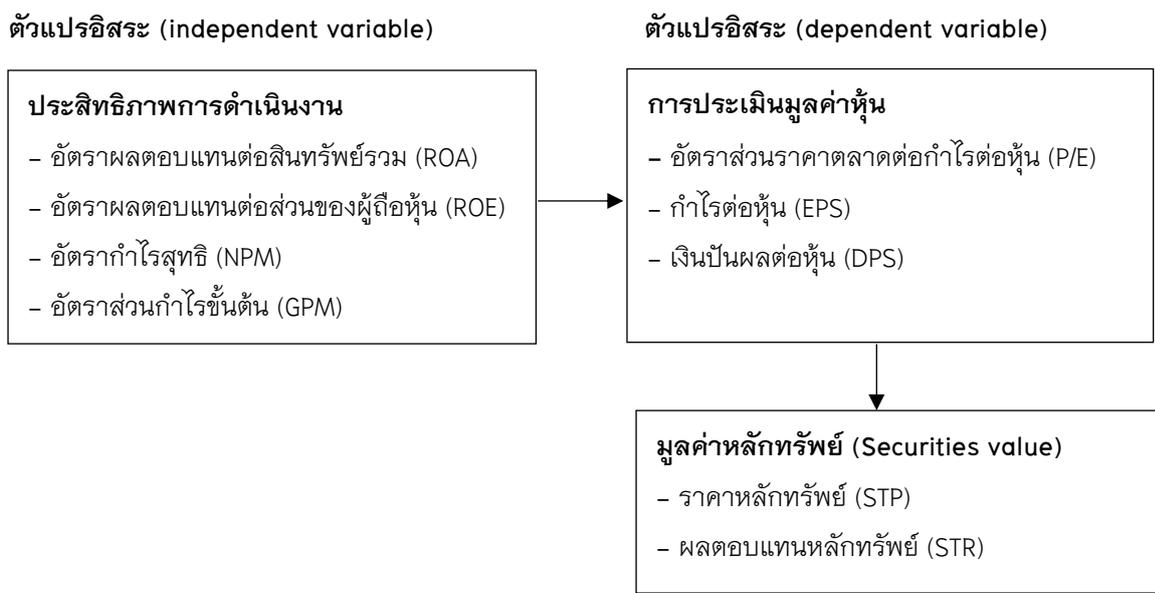
1) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price-to-Earnings Ratio: P/E) มูลค่าสินทรัพย์ต่อหุ้นหรือมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นหมายถึงผู้ถือหุ้นสามัญหนึ่งหุ้นมีสิทธิในสินทรัพย์ของบริษัทที่เหลือจากการชำระให้แก่เจ้าหนี้และหุ้นบุริมสิทธิแล้วเป็นจำนวนเท่าใด มูลค่าสินทรัพย์ต่อหุ้นนี้อาจใช้เป็นตัวกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการได้ มูลค่าทางบัญชีที่คำนวณได้นี้บอกให้ทราบว่าเงินที่ลงทุนซื้อหุ้นไว้กับบริษัทจนถึงปัจจุบันมีมูลค่าโดยประมาณหุ้นละเท่าใด นอกจากนี้ยังเป็นเครื่องวัดความสามารถทำรายได้ให้กับผู้ถือหุ้นในบางครั้งมูลค่าตามบัญชีนี้อาจไม่ถูกต้องก็ได้ เพราะวิธีการปฏิบัติทางด้านบัญชีของแต่ละกิจการอาจแตกต่างกันแต่ก็ยังเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนบ้างโดยบอกให้ผู้ลงทุนทราบว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์นั้นหรือไม่

2) กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) หรือ กำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่บ่งบอกถึงกำไรที่บริษัททำได้ต่อหุ้นในระยะเวลาที่กำหนด EPS จะช่วยให้นักลงทุนทราบว่าบริษัทได้กำไรเท่าไรต่อหุ้นที่ออกในระยะเวลา นั้น ๆ EPS ถูกนำมาใช้ในการวิเคราะห์และเปรียบเทียบกับ EPS ในปีที่ผ่านมา หรือกับ EPS ของบริษัทอื่น ๆ เพื่อให้ นักลงทุนมีภาพรวมเกี่ยวกับประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัท EPS ที่มีค่าสูง ก็อาจแสดงถึงประสิทธิภาพทางการเงินที่ดี แต่ต้องพิจารณาร่วมกับเนื่องจากบริษัทอาจมีการเพิ่มจำนวนหุ้นที่ออกขายในบางกรณีทำให้ EPS ลดลง

3) การประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้เงินปันผล คือนำเงินปันผลซึ่งเป็นผลตอบแทนจากการลงทุนมาใช้ในการประเมิน (จักรกฤษณ์ กิจการรัฐบุตร์, 2566)

**กรอบแนวคิดของการวิจัย**

งานวิจัยนี้ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัยโดยมีรายละเอียดดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

## วิธีดำเนินการวิจัย

### 1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย ข้อมูลรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการประจำปีของแต่ละบริษัท จากข้อมูลเว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาวิจัย ผู้วิจัยได้ทำการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (purposive random) จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment หรือ THSI) โดยอ้างอิงข้อมูลจากกลุ่มหลักทรัพย์ใน SETTHSI Index ช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ทั้งในหมวดธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ รวมถึงธุรกิจประกันภัย และประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีโครงสร้างลักษณะธุรกิจ โครงสร้างทางการเงิน และแนวปฏิบัติทางการบัญชี รวมถึงมีกฎเกณฑ์และระเบียบข้อบังคับที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรม

โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ประกอบด้วย ข้อมูลทางการเงินและบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง ปี พ.ศ. 2563 ถึง ปี พ.ศ. 2565 จากฐานข้อมูล SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณดัชนี SETTHSI (SETTHSI Index) ในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 ซึ่งสามารถเข้าถึงได้จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการคัดกรองข้อมูลพบว่า มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้วิเคราะห์ทั้งสิ้น 180 ตัวอย่าง

### 2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (quantitative research) มีวิธีดำเนินการศึกษาค้นคว้าและมีวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ทั้งในส่วนของตัวแปรอิสระ (independent variable) และตัวแปรตาม (dependent variable) โดยจะมุ่งเน้นการศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นและมูลค่าหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THIS โดยที่ตัวแปรอิสระคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (GPM)

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรสุทธิของบริษัทหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท

2. อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นการวัดอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิกับส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งบ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ กำไรสุทธิ หมายถึง กำไรที่เกิดขึ้นจริงของกิจการในช่วงเวลาหนึ่ง ส่วนของผู้ถือหุ้น หมายถึง เงินลงทุนจากผู้ถือหุ้น เช่น ทุนจดทะเบียน ทุนสำรอง กำไรสะสม เป็นต้น หากอัตราส่วน ROE มีค่าสูง หมายความว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นได้สูง หากอัตราส่วน ROE มีค่าต่ำ หมายความว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นได้

3. อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) คือ อัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรสุทธิของกิจการ กำไรสุทธิ หมายถึง กำไรที่เกิดขึ้นจริงของกิจการในช่วงเวลาหนึ่ง รายได้ หมายถึง รายได้ทั้งหมดที่กิจการได้รับในช่วงเวลาหนึ่ง อัตรากำไรสุทธิ มีค่าเป็นเปอร์เซ็นต์ ซึ่งแสดงถึงจำนวนเงินที่กิจการสามารถทำกำไรสุทธิได้ต่อรายได้ 100 บาท

4. อัตรากำไรขั้นต้น (Gross profit margin: GPM) ใช้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานในการทำกำไรขั้นต้น โดยกำไรขั้นต้น คือ ยอดขายหรือรายได้จากการประกอบกิจการหักด้วยต้นทุนขายหรือต้นทุนบริการ ทั้งนี้หากมีกำไรขั้นต้นมากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นก็จะมากตาม หากค่าที่คำนวณได้สูงจะแสดงว่าความสามารถของการดำเนินงานและผลิตภัณธ์ของกิจการมีคุณภาพมากทำให้สามารถทำกำไรได้ดีหากค่าที่คำนวณได้ต่ำ จะแสดงว่ากิจการอาจจะมีปัญหาในการดำเนินงาน (เจตรัฐ สหพันธ์พร, 2563)

ส่วนตัวแปรตาม คือ การประเมินมูลค่าหุ้น ประกอบด้วย

1. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price Earnings Ratio or P/E Ratio) เป็นวิธีการที่ใช้กันมากที่สุดในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยผลลัพธ์สามารถบอกเป็นนัยได้ว่าหลักทรัพย์ตัวนี้ จะต้องใช้เวลากี่ปีในการที่ผลตอบแทนหรือกำไรสุทธิจะรวมกันเท่ากับราคาของหลักทรัพย์ ณ เวลา ที่ทำการคำนวณ แทน ค่าตัวแปรด้วย P/E

2. อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) เป็นการวัดอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิกับจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย กำไรสุทธิ หมายถึง กำไรที่เกิดขึ้นจริงของกิจการในช่วงเวลาหนึ่งจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย หมายถึง จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายโดยกิจการ หากอัตราส่วน EPS มีค่าสูง หมายความว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นได้สูง หากอัตราส่วน EPS มีค่าต่ำ หมายความว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นได้ต่ำ โดยทั่วไป อัตราส่วน EPS ที่ถือว่าเหมาะสมอยู่ที่ประมาณ 5 บาทต่อหุ้น ขึ้นไป ซึ่งหมายความว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นได้ 5 บาทต่อหุ้นต่อปี

และมูลค่าหลักทรัพย์ ประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ (Security Price: STP) ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Security Returns: STR)

1. ราคาหลักทรัพย์ คือ ราคาที่ตลาดกำหนดให้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นราคาที่นักลงทุนจ่ายเพื่อเข้าถือหุ้นในบริษัท หรือสินทรัพย์ทางการเงินอื่น ๆ ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์มักถูกคำนวณจากการซื้อขายล่าสุด หรือราคาที่มีการเสนอขายและซื้อขายในตลาดในช่วงเวลาที่กำหนด ราคาหลักทรัพย์มีความสำคัญในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์และการวิเคราะห์การลงทุน ในงานวิจัยนี้ใช้ราคา ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2563 ,31 ธันวาคม 2564 และ 31 ธันวาคม 2565

2. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นอัตราส่วนแสดงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ ไตรมาสที่ N เปรียบเทียบกับราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ ไตรมาสที่ N-1 เพื่อแสดงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (กัญญารัตน์ กิตติสนธิรักษ์, 2562)

### 3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ประกอบด้วยข้อมูลทางการเงินและบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง ปี พ.ศ. 2563 ถึงปี พ.ศ. 2565 จากฐานข้อมูล SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณดัชนี SETTHSI (SETTHSI Index) ในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 ซึ่งสามารถเข้าถึงได้จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้ศึกษาได้นำโปรแกรมสำเร็จรูปสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติมาช่วยในการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเบื้องต้น และสถิติเพื่อค้นหาความสัมพันธ์ของตัวแปรแบบพหุคูณสหสัมพันธ์ เมื่อได้ข้อมูลแล้วจะนำมาทำการลงรหัสและประมวลผลโดยดำเนินการดังนี้ 1) การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) เพื่อศึกษาค่าร้อยละ (percentage: %) ค่าสูงสุด (maximum) ค่าต่ำสุด (minimum) ค่าเฉลี่ย (mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard

deviation) ของตัวแปรอิสระ (independent variable) และตัวแปรตาม (dependent Variable) ซึ่งใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น เพื่อให้ทราบถึงลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่เกิดขึ้นพร้อมกันได้

2) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation coefficient analysis) เพื่อทำการทดสอบผลกระทบของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ซึ่งพิจารณาจากการกำหนดค่าความสัมพันธ์ไว้ ซึ่งต้องมีค่าต่ำกว่า .80 จึงจะถือได้ว่าตัวแปรทุกตัวที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity สามารถนำไปวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) ได้

3) การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis) ใช้เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการวิจัย ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการวางแผนภาษีที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET 100 ในตลาดหลักทรัพย์

### ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาพบว่า ตัวแปรด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน ประกอบไปด้วย

1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -5.85 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 15.43 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6.26 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3.96

2) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -41.15 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 34.40 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.60 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 10.86

3) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -110.15 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 51.26 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.72 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 19.46

4) อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (GPM) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -75.85 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 80.83 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 14.25 และมี ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 17.02

ตัวแปรด้านการประเมินมูลค่าหุ้น ประกอบไปด้วย

5) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ .00 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 429.56 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 25.38 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 46.27

6) กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -2.33 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 24.53 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.19 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 4.04

7) เงินปันผลต่อหุ้น DPS มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ .00 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 15.85 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.79 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3.06

8) ราคาหลักทรัพย์ (STP) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ .60 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 368.67 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 36.98 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 61.92

9) ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -9.00 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 45 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.33 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 10.79

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ถ้ามีระดับของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่แสดงผลในเกณฑ์ที่ยอมรับได้จะต้องมีผลที่แสดงของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ไม่เกิน -.80 หรือ .80 มีผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังตารางต่อไปนี้

ตาราง 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ระหว่างตัวแปรด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน

	ROA	ROE	NPM	GPM
ROA	1			
ROE	.718	1		
NPM	.458	.528	1	
GPM	.436	.443	.792	1

\*\* . Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

ตาราง 2 แสดงการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ระหว่างตัวแปรด้านการประเมินมูลค่าหุ้น

	PE	EPS	DPS
PE	1		
EPS	.718	1	
DPS	.458	.528	1

\*\* . Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

จากตาราง 1 และตาราง 2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ผลการวิเคราะห์พบว่าผลของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ ช่วงระหว่าง  $-.084$  ถึง  $.792$  ซึ่งอยู่ในช่วง  $-.8$  ถึง  $.8$  จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้นสามารถนำตัวแปรเข้าสมการถดถอยเพื่อการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยมีผลทดสอบสมมติฐานดังนี้

ตาราง 3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบทดสอบสมมติฐานที่ 1 ประสิทธิภาพการดำเนินงานส่งผลเชิงบวกต่อการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI

Variable	VIF	$\beta$	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	2.137	-.595	-4.141	.000 **
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	2.305	.485	3.247	.002 **
อัตรากำไรสุทธิ	2.991	-.067	-.396	.693
อัตรากำไรขั้นต้น	2.734	.022	.133	.894

หมายเหตุ R = .422, R<sup>2</sup> = .178, ADJ R<sup>2</sup> = .140, F = 4.608\*/ \*\*, มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตาราง 3 พบว่าผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ส่งผลเชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลเชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) ไม่มีผลกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)

ตาราง 4 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบทดสอบสมมติฐานที่ 2 ประสิทธิภาพการดำเนินงานส่งผลเชิงบวกต่อการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าจากกำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI

Variable	VIF	$\beta$	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	2.137	.113	.771	.443
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	2.305	.128	.836	.405
อัตรากำไรสุทธิ	2.991	-.368	-2.117	.037*

ตาราง 4 (ต่อ)

Variable	VIF	$\beta$	t-value	sig
อัตรากำไรขั้นต้น	2.734	.468	2.816	.006**

หมายเหตุ R= .378, R<sup>2</sup>= .143, ADJ R<sup>2</sup>= .102, F= 3.538\* / \*, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตาราง 4 พบว่าผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ส่งผลกับกำไรต่อหุ้น (EPS) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีผลเชิงลบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ส่งผลเชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01

ตาราง 5 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 ประสิทธิภาพการดำเนินงานส่งผลเชิงบวกต่อการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าจากเงินปันผลต่อหุ้น DPS ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THIS

Variable	VIF	$\beta$	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	2.137	.006	.037	.970
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	2.305	.178	1.152	.253
อัตรากำไรสุทธิ	2.991	-.367	-2.080	.041
อัตรากำไรขั้นต้น	2.734	.460	2.727	.008

หมายเหตุ R= .341, R<sup>2</sup>= .116, ADJ R<sup>2</sup>= .075, F= 2.794 / \*, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตาราง 5 พบว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ส่งผลกับเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีผลเชิงลบกับเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) มีผลเชิงบวกกับเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01

ตาราง 6 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 4 การประเมินมูลค่าหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์วัดค่าจากราคาหลักทรัพย์ (STP) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI

Variable	VIF	$\beta$	t-value	sig
อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น	1.021	.140	2.988	.004**
กำไรต่อหุ้น	2.024	.729	11.066	.000**
เงินปันผลต่อหุ้น	1.998	.237	3.617	.001**

หมายเหตุ R= .903, R<sup>2</sup>= .816, ADJ R<sup>2</sup>= .809, F= 126.932\* / \*, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตาราง 6 พบว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) กำไรต่อหุ้น (EPS) เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่วัดด้วย ราคาหลักทรัพย์ (STP) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01

ตาราง 7 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 4 การประเมินมูลค่าหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์วัดค่าจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI

Variable	VIF	$\beta$	t-value	sig
อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น	1.021	.221	2.175	.032**
กำไรต่อหุ้น	2.024	-.371	-2.593	.011**
เงินปันผลต่อหุ้น	1.998	.296	2.083	.040**

หมายเหตุ R = .903, R<sup>2</sup> = .816, ADJ R<sup>2</sup> = .809, F = 126.932\* / \*, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตาราง 7 พบว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) กำไรต่อหุ้น (EPS) เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่วัดด้วย ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

## การอภิปรายผล

ผลจากการศึกษาวิจัยประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นและมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI เป็นไปตามวัตถุประสงค์และสมมติฐานในการวิจัย ซึ่งมีประเด็นสำคัญที่นำมาอภิปรายผล ดังนี้

1. ประสิทธิภาพการดำเนินงานทางการเงินที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI ผลการวิเคราะห์ พบว่า ประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ส่งผลเชิงบวกต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 ด้านอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลเชิงบวกต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของวิไลลักษณ์ แสงสุวรรณ (2564) ทำการวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ไม่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ส่วนตัวแปรประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นวัดค่าจากกำไรต่อหุ้น (EPS) คืออัตรากำไรสุทธิ (NPM) ส่งผลเชิงลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ส่งผลเชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 ส่วนอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดค่าจากกำไรต่อหุ้น (EPS) ประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดค่าจากเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) โดยอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ส่งผลเชิงลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 สอดคล้องกับงานวิจัยสมเกียรติ โฟโรจน์ (2562) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าหุ้นและอัตราเงิน

ปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ส่งผลเชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญ .01 ส่วนอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดค่าจากเงินปันผลตอบแทน (DPS) สอดคล้องกับงานวิจัยของสมเกียรติ โพธิ์โรจน์ (2562) แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ และกนกพร หัวใจเจริญ (2559) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สรุปผลการศึกษาไว้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

2. การประเมินมูลค่าหุ้นที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน THSI ผลการวิเคราะห์ พบว่า การประเมินมูลค่าหุ้นประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) กำไรต่อหุ้น (EPS) และเงินปันผลตอบแทน (DPS) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์โดยวัดค่าจากราคาหลักทรัพย์ (STP) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 สอดคล้องกับงานวิจัยของจิราภรณ์ วงศ์สุขเสมอใจ (2560) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการบริหารและอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) ซึ่งบอกไว้ว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (Price) และแสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และการประเมินมูลค่าหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหุ้นวัดค่าจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) โดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) และเงินปันผลตอบแทน (DPS) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่วัดด้วยผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 กำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่วัดด้วยผลตอบแทนหลักทรัพย์ (STR) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 สอดคล้องกับอนุวัตร รุ่งเงิน (2559) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กรณีศึกษา: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจวัสดุก่อสร้าง ซึ่งมีผลการศึกษากว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์หมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้าง

## องค์ความรู้ใหม่

ประสิทธิภาพการดำเนินงาน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตรากำไรขั้นต้น เนื่องจากส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้น กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตรากำไรขั้นต้นส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยกำไรต่อหุ้นและเงินปันผลตอบแทน โดยการประเมินมูลค่าหุ้นคืออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และเงินปันผลตอบแทน ยังส่งผลต่อ ราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนั้นควรให้ความสำคัญในการบริหารอัตราส่วนเหล่านี้ให้อยู่ในค่าที่ดีอย่างสม่ำเสมอ และนักลงทุนผู้ถือหุ้นยังสามารถนำไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทต่าง ๆ ได้อีกด้วย

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 การศึกษาครั้งนี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และได้รับคัดเลือกให้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) โดยอ้างอิงข้อมูลจากกลุ่มหลักทรัพย์ใน SETTHSI Index ช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ทั้งในหมวดธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ รวมถึงธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีโครงสร้างลักษณะธุรกิจโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางการบัญชี รวมถึงมีกฎเกณฑ์และระเบียบข้อบังคับที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นผลการศึกษาก็ไม่สามารถอธิบายได้ครอบคลุมในอุตสาหกรรมอื่นได้

1.2 นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยในส่วนของการวิเคราะห์การประเมินมูลค่าหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งโดยส่วนใหญ่ส่งผลกระทบต่อวงนักลงทุนจึงสามารถนำการประเมินมูลค่าหุ้นไปใช้เป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนได้ โดยดูส่วนประกอบอื่น ๆ ด้วย

1.3 ผู้วิจัยได้เลือกศึกษาโดยมีขอบเขตของระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาวิจัย จากปี พ.ศ. 2563 – พ.ศ. 2565 เท่านั้น ซึ่งในช่วงระยะเวลาดังกล่าวยังเป็นช่วงที่มีการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อหลายธุรกิจ จึงอาจไม่สามารถนำผลการวิจัยไปใช้ได้ทั้งหมด

### 2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 เนื่องจากการศึกษาในงานวิจัยนี้ได้จำกัดช่วงเวลาจากปี พ.ศ.2563 – พ.ศ.2565 เท่านั้น ดังนั้นผู้ที่ให้นำผลการวิจัยเหล่านี้ไปศึกษาเพิ่มเติม หรือต่อยอดความรู้จากการวิจัยครั้งนี้ ควรขยายระยะเวลาในการศึกษาออกไปอีก และอาจจะกำหนดตัวแปรอิสระเพิ่มเติมตามความเหมาะสมของตลาดหุ้น และการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ลงทุนในขณะนั้น รวมถึงอาจจะเลือกเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่าง หรือเลือกตัวอย่างให้ครอบคลุมให้มากกว่านี้ เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่หลากหลายและเป็นปัจจุบัน เพื่อให้เห็นแนวโน้มของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ซึ่งจะทำให้ผลการศึกษาเกิดความชัดเจนน่าเชื่อถือ เปรียบเทียบผลที่ได้มากยิ่งขึ้น และเพื่อเป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจสำหรับนักลงทุน

2.2 เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของผลการวิจัยให้มีความรอบด้านมากขึ้น ควรเพิ่มตัวแปรที่วิจัย เนื่องจากกิจการทั้งด้านการกำกับดูแลกิจการและด้านการวางแผนภาษีนั้น ยังมีตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจจะมีความสัมพันธ์กันอีก

2.3 การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาเฉพาะตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม โดยไม่ได้มีการศึกษาตัวแปรควบคุมในการวิจัยครั้งนี้ เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่ดีมากยิ่งขึ้นในครั้งต่อไปอาจจะเพิ่มในส่วนของตัวแปรควบคุมเข้าไปในงานวิจัยนี้ด้วย

## เอกสารอ้างอิง

- กนกพร หัวเจริญ. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- กัญญารัตน์ กิตติสินธิรักษ์. (2562). อัตราส่วนทางการเงินและการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการตามตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. สารนิพนธ์บัณฑิต มหาวิทยลัยธุรกิจบัณฑิตย์.
- จักรกฤษณ์ กิจการรัฐบุตร. (2566). ประเมินมูลค่าหุ้น ฉบับนักลงทุน. สืบค้น 15 พฤษภาคม 2567 จาก <https://www.moneybuffalo.in.th/money-series/trading-in-30-days/ep13>.

- จิราภรณ์ วงศ์สุขเสมอใจ. (2560). *ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการบริหารและอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)*. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- เจตรัฐ สหพันธ์พร. (2563). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ ด้วยแบบจำลอง Panel VAR*. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- นิภาพันท์ พูนเสถียรทรัพย์. (2564). *วิธีการลงทุนแบบใหม่ ลงทุนในหุ้นยั่งยืน*. สืบค้น 15 พฤษภาคม 2567 จาก <https://www.scb.co.th/th/personal-banking/stories/grow-your-wealth/sustainability-investment.html>.
- วิไลลักษณ์ แสงสุวรรณ. (2564). *ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100*. สารนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- สมเกียรติ โฟโรจน์. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- สินี ภาคย์อุพาร. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- อนุวัตร รongเงิน. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กรณีศึกษา: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มธุรกิจวัสดุก่อสร้าง*. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Banton, C. (2024). *Efficiency: What It Means in Economics, the Formula To Measure It*. สืบค้น 15 พฤษภาคม 2567 จาก <https://www.investopedia.com/terms/e/efficiency.asp>.
- Picardo, E. (2024). *investing Explained: Types of Investments and How to Get Started*. สืบค้น 15 พฤษภาคม 2567 จาก <https://www.investopedia.com/terms/i/investing.asp>.
- Kane, J. (2567). *ผลตอบแทนคืออะไร. คำจำกัดความ สูตร และการคำนวณ*. สืบค้น 15 พฤษภาคม 2567 จาก <https://www.litefinance.org/th/blog/for-beginners/what-is-yield/>.