PANYAPAT
ปัญญาพัฒน์

JSDP
Journal of Spatial Development and Policy
https://so16.tci-thaijo.org/index.php/JSDP/index

Research Article

The Influence of Profitability Free Cash Flow and Capital Structure on Economic Value Added and Market Value Added of Companies Listed on The Market for Alternative Investment (MAI) in Thailand

Ratchaphon Jiratthachai[1*] Nuengruetai Daradas[1] and Mao Akanann[1]

[1] *Independent Researcher, Thailand*

[*] *Corresponding author. E-mail: jiratthachai.r@gmail.com*

ABSTRACT

This research article aimed to 1) study the profitability, free cash flow, capital structure, Economic Value Added, and Market Value Added of companies listed on the Market for Alternative Investment; 2) examine the influence of profitability, free cash flow, and capital structure on Economic Value Added; and 3) examine the influence of profitability, free cash flow, and capital structure on Market Value Added. The study used secondary data from financial statements, annual reports, annual registration statements, and stock price data of companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI) in Thailand during 2021–2025. The sample consisted of 458 firm-year observations selected by purposive sampling. The research instrument used for data collection was a data collection form. The statistics used for data analysis included Descriptive Statistics, Pearson Correlation, Multicollinearity Testing, and Multiple Regression Analysis. The results revealed that 1) the sample companies had a negative average Economic Value Added, while the average Market Value Added was positive, and the profitability variables also had positive average values; 2) free cash flow, return on equity, and return on assets had a positive influence on Economic Value Added, whereas debt-to-equity ratio had a negative influence, while gross profit margin had no statistically significant influence; and 3) free cash flow, debt-to-equity ratio, and return on assets had a positive influence on Market Value Added, while gross profit margin and return on equity had no statistically significant influence.

Keywords: Profitability, Free Cash Flow, Capital Structure, Economic Value Added, Market Value Added

Received: 18 July 2026;
Revised: 15 September 2026;
Accepted: 11 October 2026

© 2026 JSDP: Journal of Spatial Development and Policy
ISSN: 2985-220X (Online)

อิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุน ต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

รัชพล จิรัฐชัย[1*] หนึ่งฤทัย ดารดาษ[1] และ Mao Akanann[1]

[1] *นักวิจัยอิสระ ประเทศไทย*

* *Corresponding author. E-mail: jiratthachai.r@gmail.com*

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระ โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ 2) ศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระ และโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และ 3) ศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2564–2568กลุ่มตัวอย่างจำนวน 458 ข้อมูลบริษัท-ปี ได้จากการคัดเลือกแบบเจาะจง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุ (Multicollinearity) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า 1) บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เฉลี่ยเป็นลบ ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดเฉลี่ยเป็นบวกและตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไรมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก 2) กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบ ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ 3) กระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: ความสามารถในการทำกำไร, กระแสเงินสดอิสระ, โครงสร้างเงินทุน, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์, มูลค่าเพิ่มทางการตลาด

© 2026 JSDP: Journal of Spatial Development and Policy

บทนำ

การประเมินผลการดำเนินงานของกิจการในปัจจุบันไม่ได้พิจารณาเฉพาะกำไรทางบัญชีเท่านั้น แต่ยังให้ความสำคัญกับความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการและผู้ถือหุ้น เนื่องจากกำไรสุทธิหรืออัตราส่วนทางการเงินแบบดั้งเดิมอาจไม่สะท้อนต้นทุนเงินทุน ความเสี่ยงและความคาดหวังของนักลงทุนได้อย่างครบถ้วน ดังนั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) จึงถูกนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดเชิงมูลค่าเพื่อประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุนและเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น (Lassi et al., 2024)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนผลการดำเนินงานภายในกิจการ โดยพิจารณากำไรจากการดำเนินงานหลังหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมด หากมีค่าเป็นบวกย่อมสะท้อนว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าต้นทุนเงินทุน ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดสะท้อนมุมมองของตลาดทุนต่อกิจการ โดยพิจารณาจากส่วนต่างระหว่างมูลค่า

ตลาดของกิจการกับเงินทุนที่ผู้ลงทุนได้ลงทุนไว้ หากมีค่าเป็นบวกย่อมสะท้อนว่าตลาดประเมินว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ (Dhani Laksana & Mayasari, 2020)

สำหรับบริบทของประเทศไทยตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) เป็นตลาดทุนที่จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นช่องทางให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม รวมถึงกิจการที่มีศักยภาพในการเติบโต สามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนและเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อสนับสนุนการขยายกิจการได้มากขึ้น จึงมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาภาคธุรกิจและตลาดทุนไทย ทั้งนี้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI มีลักษณะด้านขนาดกิจการและโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากกิจการขนาดใหญ่ การศึกษาความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนจึงมีความสำคัญต่อการอธิบายความสามารถในการสร้างมูลค่าของกิจการในบริบทของตลาดดังกล่าว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2569)

ความสามารถในการทำกำไรเป็นปัจจัยสำคัญที่สะท้อนศักยภาพของกิจการในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างผลตอบแทนและอาจส่งผลต่อทั้งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด เนื่องจากนักลงทุนใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการคาดการณ์ผลประกอบการและมูลค่ากิจการในอนาคต (Yaman & Topal, 2024) ขณะที่กระแสเงินสดอิสระสะท้อนเงินสดคงเหลือหลังการลงทุนในสินทรัพย์ที่จำเป็น ซึ่งช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงิน แต่หากนำไปใช้ในโครงการที่ไม่สร้างผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนเงินทุน อาจลดมูลค่ากิจการได้

นอกจากนี้โครงสร้างเงินทุนของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนเงินทุน ความเสี่ยงทางการเงินและความสามารถในการสร้างผลตอบแทน การใช้เงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสมอาจสนับสนุนการเติบโตของกิจการ แต่หากมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมอาจเพิ่มความเสี่ยงและกระทบต่อมูลค่ากิจการได้ โดยงานวิจัยที่ผ่านมาให้ผลแตกต่างกันตามลักษณะของตลาด ขนาดกิจการ และบริบทของอุตสาหกรรม (Dhani Laksana & Mayasari, 2020; Niresh & Alfred, 2014) ดังนั้น การศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระ และโครงสร้างเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จึงมีความสำคัญต่อการอธิบายการสร้างมูลค่ากิจการในบริบทของบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดทุนไทย รวมถึงเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร นักลงทุน เจ้าหนี้ และผู้มีส่วนได้เสียในการประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าอย่างรอบด้าน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

การทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้พัฒนาขึ้นจากแนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ แนวคิดความสามารถในการทำกำไร แนวคิดกระแสเงินสดอิสระและแนวคิดโครงสร้างเงินทุน โดยมุ่งอธิบายว่าปัจจัยทางการเงินของกิจการมีอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ทั้งในมุมมองภายในกิจการและมุมมองของตลาดทุนอย่างไร

1. แนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Value Creation Theory) เป็นแนวคิดที่ให้ความสำคัญกับความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนให้สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน มิใช่พิจารณาเพียงกำไรทางบัญชี เนื่องจากกำไรทางบัญชีอาจไม่สะท้อนต้นทุนเงินทุนทั้งหมด การสร้างมูลค่าเพิ่มจึงเกิดขึ้นเมื่อกิจการสามารถใช้ทรัพยากร เงินทุนและสินทรัพย์ให้เกิดผลตอบแทนเกินกว่าต้นทุนที่ผู้ลงทุนคาดหวัง โดยแนวคิดนี้สอดคล้องกับการประเมินผลการดำเนินงานที่เน้นการสร้าง

ความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าการพิจารณากำไรสุทธิหรืออัตราส่วนทางบัญชีแบบดั้งเดิมเพียงอย่างเดียว (O'Hanlon & Peasnell, 1998)

จากแนวคิดดังกล่าวมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานเชิงมูลค่าที่พิจารณากำไรจากการดำเนินงานภายหลังหักต้นทุนของเงินทุนที่กิจการนำมาใช้ จึงแตกต่างจากตัวชี้วัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่มุ่งพิจารณากำไรหรืออัตราผลตอบแทนโดยมิได้คำนึงถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมด ทั้งนี้ EVA ที่มีค่าเป็นบวกสะท้อนว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าต้นทุนเงินทุนและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจให้แก่ผู้ถือหุ้น ขณะที่ EVA ที่มีค่าเป็นลบสะท้อนว่าผลตอบแทนที่กิจการสร้างขึ้นยังไม่เพียงพอต่อการชดเชยต้นทุนของเงินทุน (Lassi et al., 2024) งานของ Faiteh & Aasri (2023) พบว่า EVA สามารถอธิบาย MVA ได้ดีกว่าตัวชี้วัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์คาซาบลังกา

ในอีกมิติหนึ่งมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนมูลค่าที่ตลาดทุนประเมินให้แก่กิจการเมื่อเปรียบเทียบกับเงินทุนที่ผู้ลงทุนได้ลงทุนไว้ จึงสะท้อนทั้งผลการดำเนินงานในปัจจุบันและความคาดหวังของนักลงทุนเกี่ยวกับศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนในอนาคต งานของ Dhani Laksana & Mayasari (2020) พบว่า EVA มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้นที่วัดด้วย MVA ซึ่งสนับสนุนแนวคิดว่าความสามารถในการสร้างผลตอบแทนเหนือกว่าต้นทุนเงินทุนสามารถนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าในมุมมองของตลาดได้ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่ได้เป็นไปในทิศทางเดียวกันทุกบริบท โดย Niresh & Alfred (2014) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่าง EVA กับ MVA ในกลุ่มธนาคารเอกชนจดทะเบียนในประเทศศรีลังกา และ Agustin & Rochmawati (2025) พบว่า MVA ไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมยานยนต์ของประเทศอินโดนีเซีย แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ของตัวชี้วัดเชิงมูลค่าอาจแตกต่างกันตามบริบทของตลาด ลักษณะอุตสาหกรรมและกลุ่มกิจการที่ศึกษา จึงถูกนำมาใช้ประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สะท้อนกำไรทางเศรษฐศาสตร์หลังหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมด ส่วนมูลค่าเพิ่มทางการตลาดสะท้อนมุมมองของตลาดทุนต่อมูลค่าที่กิจการสร้างขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับเงินทุนที่ผู้ลงทุนได้ลงทุนไว้ ทั้งนี้ตัวชี้วัดเชิงมูลค่าสามารถเชื่อมโยงผลการดำเนินงานกับต้นทุนเงินทุนและความคาดหวังของตลาดได้ดีกว่าตัวชี้วัดทางบัญชีบางประเภท (Faiteh & Aasri, 2023)

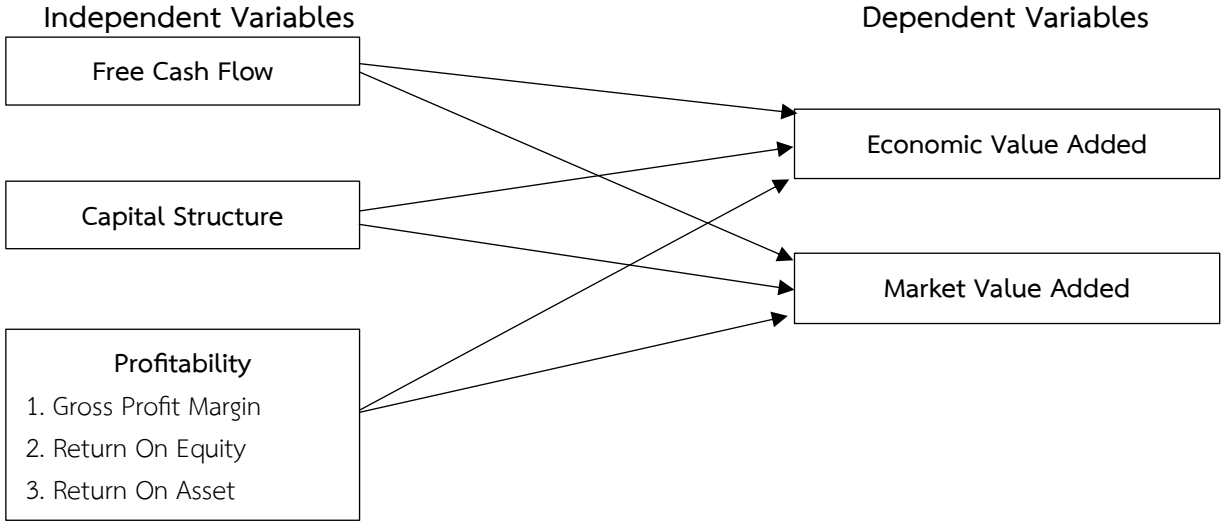
2. แนวคิดความสามารถในการทำกำไร (Profitability) หมายถึง ความสามารถของกิจการในการสร้างกำไรจากการดำเนินงาน การใช้สินทรัพย์ และเงินทุนของผู้ถือหุ้น โดยสะท้อนประสิทธิภาพของผู้บริหารในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างผลตอบแทน รวมถึงศักยภาพในการแข่งขันและการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ตัวชี้วัดที่นิยมใช้ ได้แก่ อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin: GPM) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญในการประเมินประสิทธิภาพทางการเงินของกิจการ (Hendra et al., 2025) ในเชิงทฤษฎีความสามารถในการทำกำไรมีความเชื่อมโยงกับการสร้างมูลค่ากิจการเนื่องจากกิจการที่มีผลกำไรสูงสามารถส่งสัญญาณเชิงบวกต่อผู้ลงทุนเกี่ยวกับความมั่นคง ความสามารถในการแข่งขัน และแนวโน้มผลประกอบการในอนาคต ซึ่งอาจส่งผลต่อการประเมินมูลค่ากิจการในตลาดทุน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีต พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดยังแตกต่างกันตามประเทศ อุตสาหกรรม ขนาดกิจการ และตัวชี้วัดที่ใช้ในการประเมินมูลค่า (Agustin & Rochmawati, 2025)

3. แนวคิดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) อธิบายการจัดสัดส่วนระหว่างเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่กิจการใช้ในการดำเนินงานและการลงทุนระยะยาว ซึ่งส่งผลต่อต้นทุนเงินทุน ความเสี่ยงทางการเงิน และมูลค่ากิจการในทางทฤษฎี การใช้หนี้สินอาจช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการจากประโยชน์ของโล่ภาษี แต่หากกิจการมีภาระหนี้สินสูงเกินไปอาจเพิ่มต้นทุนความล้มเหลวทางการเงินและความเสี่ยงทางการเงินได้ (Bui et al., 2023; Khan et al., 2021) งานวิจัยส่วนใหญ่นิยมวัดโครงสร้างเงินทุนด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio: DER) เนื่องจากสะท้อนระดับการพึ่งพาเงินทุนจากเจ้าหนี้เมื่อเทียบกับเงินทุนของผู้ถือหุ้นได้ชัดเจน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมอาจช่วยสนับสนุนการเติบโตและเพิ่มมูลค่ากิจการ แต่หากมีหนี้สินสูงเกินไปอาจเพิ่มความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงิน ทั้งนี้ ความสัมพันธ์

ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดยังมีผลการศึกษาที่แตกต่างกันในแต่ละบริบท (Purswani & Raj, 2018)

4. แนวคิดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) หมายถึง เงินสดคงเหลือจากการดำเนินงานหลังหักค่าใช้จ่ายและเงินลงทุนที่จำเป็นต่อการดำรงหรือขยายกิจการ โดยสะท้อนความสามารถในการสร้างเงินสด ความยืดหยุ่นทางการเงิน และศักยภาพในการชำระหนี้ จ่ายเงินปันผล หรือลงทุนในโครงการที่สร้างมูลค่าเพิ่ม (Muzakki & Gandakusuma, 2023) ในเชิงทฤษฎี กระแสเงินสดอิสระอาจส่งผลต่อมูลค่ากิจการทั้งเชิงบวกและเชิงลบ หากกิจการนำไปลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนเงินทุนย่อมช่วยเพิ่มมูลค่า แต่หากผู้บริหารใช้เงินสดส่วนเกินอย่างไม่มีประสิทธิภาพ อาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนและลดมูลค่ากิจการได้ (Dewi et al., 2019)

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า การสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการสามารถอธิบายได้จากปัจจัยทางการเงินสำคัญ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระ และโครงสร้างเงินทุน โดยแต่ละปัจจัยมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่ากิจการแตกต่างกัน ทั้งในมุมมองภายในกิจการผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมุมมองของตลาดทุนผ่านมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งวิเคราะห์อิทธิพลของปัจจัยทางการเงินดังกล่าวที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เพื่ออธิบายการสร้างมูลค่ากิจการในบริบทของตลาดทุนไทย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในลักษณะข้อมูลข้อมูลบริษัท-ปีเพื่อศึกษาอิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนกับตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยมีวิธีการดำเนินการวิจัยดังนี้

1. ข้อมูลที่ใช้ศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ศึกษา คือ ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2564–2568 โดยคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) จากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนและสามารถนำมาคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้จากข้อมูลบริษัท-ปีทั้งหมด 1,034 ข้อมูล ผู้วิจัยคัดออกกรณีที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลงบการเงินครบถ้วนตามเกณฑ์ที่กำหนด รวมถึงกรณีที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างสุดท้ายมีจำนวน 458 ข้อมูลบริษัท-ปี (firm-year observations)

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ แบบบันทึกข้อมูล (Data Collection Form) ซึ่งผู้วิจัยจัดทำขึ้นเพื่อรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยข้อมูลที่รวบรวมประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรขั้นต้น กระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนตัวแปรตามได้แก่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดจากนั้นนำข้อมูลที่ได้มาตรวจสอบความครบถ้วนและคำนวณค่าตัวแปรตามสูตรที่กำหนด เพื่อนำไปใช้ในการวิเคราะห์ทางสถิติ การศึกษาครั้งนี้กำหนดนิยามของตัวแปรจากข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ดังนี้

ตารางที่ 1 นิยามของตัวแปร

ตัวแปร	คำนิยาม	สูตรการคำนวณ	อ้างอิง
Economic Value Added (EVA)	มูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่กิจการสร้างขึ้นภายหลังหักต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน	EVA = NOPAT – (WACC × Invested Capital)	Faiteh & Aasri (2023); Lassi et al. (2024)
Market Value Added (MVA)	ส่วนต่างระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการกับเงินทุนที่ผู้ลงทุนได้ลงทุนไว้ สะท้อนมูลค่าที่ตลาดประเมินว่ากิจการสร้างเพิ่มขึ้น	MVA = Total Market Value – Total Invested Capital	Dhani Laksana & Mayasari (2020); Lassi et al. (2024)
Free Cash Flow (FCF)	กระแสเงินสดที่เหลือจากการดำเนินงานหลังหักรายจ่ายลงทุนที่จำเป็น	FCF = Operating Cash Flow – Capital Expenditure	Dewi et al. (2019); Muzakki & Gandakusuma (2023)
Debt to Equity Ratio (DER)	สัดส่วนการใช้เงินทุนจากหนี้สินเมื่อเทียบกับเงินทุนของผู้ถือหุ้น สะท้อนระดับการพึ่งพาหนี้และความเสี่ยงทางการเงิน	DER = (Total Liabilities / Total Shareholders' Equity) × 100	Bui et al. (2023); Khan et al. (2021)
Gross Profit Margin (GPM)	ความสามารถของกิจการในการสร้างกำไรขั้นต้นจากรายได้จากการขายหรือบริการ	GPM = (Gross Profit / Net Sales) × 100	Hendra et al. (2025);
Return on Equity (ROE)	ความสามารถของกิจการในการสร้างกำไรจากเงินทุนของผู้ถือหุ้น	ROE = (Net Income / Average Shareholders' Equity) × 100	Hendra et al. (2025);
Return on Assets (ROA)	ความสามารถของกิจการในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างกำไร	ROA = (Net Income / Average Total Assets) × 100	Hendra et al. (2025);

3. สมมติฐานการวิจัย

จากแนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สะท้อนผลตอบแทนหลังหักต้นทุนเงินทุน ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดสะท้อนมุมมองของตลาดทุนต่อศักยภาพของกิจการ (Lassi et al., 2024) ดังนั้น ปัจจัยทางการเงินของกิจการจึงมีบทบาทสำคัญต่อการอธิบายการสร้างมูลค่าเพิ่มทั้งสองมิติ

กระแสเงินสดอิสระเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างเงินสดหลังหักเงินลงทุนที่จำเป็น หากกิจการสามารถนำกระแสเงินสดอิสระไปใช้ลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนเงินทุน ย่อมมีแนวโน้มช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้ (Muzakki & Gandakusuma, 2023) ดังนั้น จึงกำหนดสมมติฐานว่า

1. สมมติฐานที่ 1 (H1) กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

2. สมมติฐานที่ 2 (H2) กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

โครงสร้างเงินทุนสะท้อนระดับการใช้หนี้สินเมื่อเปรียบเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งมีผลต่อต้นทุนเงินทุน ความเสี่ยงทางการเงิน และมูลค่ากิจการ หากกิจการมีภาระหนี้สินสูง อาจทำให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้นและกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ตาม ในมุมมองของตลาดทุน การใช้หนี้สินในระดับที่เหมาะสมอาจถูกมองว่าเป็นเครื่องมือในการสนับสนุนการเติบโตของกิจการ (Bui et al., 2023; Khan et al., 2021) ดังนั้น จึงกำหนดสมมติฐานว่า

1. สมมติฐานที่ 3 (H3) โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

2. สมมติฐานที่ 4 (H4) โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ความสามารถในการทำกำไรสะท้อนประสิทธิภาพของกิจการในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างผลตอบแทน โดยตัวชี้วัด เช่น อัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สามารถสะท้อนศักยภาพของกิจการในการดำเนินงานและการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ (Hendra et al., 2025) อีกทั้งกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงยังสามารถส่งสัญญาณเชิงบวกต่อผู้ลงทุนเกี่ยวกับแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต (Agustin & Rochmawati, 2025) ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานว่า

1. สมมติฐานที่ 5 (H5) ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

2. สมมติฐานที่ 6 (H6) ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

4. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลจากงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด หมายเหตุประกอบงบการเงิน รายงานประจำปีและแบบ 56-1 One Report ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่เผยแพร่ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแหล่งข้อมูลทางการเงินที่เชื่อถือได้ จากนั้นผู้วิจัยทำการตรวจสอบความครบถ้วนและความถูกต้องของข้อมูลและนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องมาคำนวณค่าตัวแปรแต่ละตัวตามนิยามเชิงปฏิบัติการ เพื่อใช้เป็นฐานข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์ทางสถิติในขั้นตอนต่อไป

5. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย 3 ขั้นตอนหลัก ได้แก่ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล เช่น ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุดและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (2) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม (3) การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุ (Multicollinearity) โดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) และค่า Tolerance และ (4) การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยแบ่งออกเป็น 2 ตัวแบบ (Model) ดังนี้

ตัวแบบที่ 1 (Model1)

$$EVA_{i,t}=\beta_{0+}\beta_1 FCF_{i,t}+\beta_2 DER_{i,t}+\beta_3 GPM_{i,t}+\beta_4 ROE_{i,t}+\beta_5 ROA_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

ตัวแบบที่ 2 (Model2)

$$MVA_{i,t}=\beta_{0+}\beta_1 FCF_{i,t}+\beta_2 DER_{i,t}+\beta_3 GPM_{i,t}+\beta_4 ROE_{i,t}+\beta_5 ROA_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

ผลการวิจัย

จากการศึกษาวิจัยพบว่า

1. ผลการศึกษาความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variables	Maximum	Minimum	Mean	Std. Deviation
Economic Value Added	914021777.20	-924382080.00	-48977325.46	167276182.50
Market Value Added	16638435710.00	-5433327568.00	1084416850.00	2174733267.00
Free cash Flow	991245509.00	-1077578544.00	53742867.51	198099437.00
Debt to Equity	1050.17	0.00	47.44	70.95
Gross Profit Margin	84.40	-234.99	24.68	22.99
Return On Equity	134.93	-156.46	3.17	23.30
Return On Asset	94.39	-82.81	2.98	12.89

หมายเหตุ: n = 458; EVA, MVA และ FCF มีหน่วยเป็นบาท ส่วน DER, GPM, ROE และ ROA มีหน่วยเป็นร้อยละ (%).

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เฉลี่ยเท่ากับ -48,977,325.46 บาท สะท้อนว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยเฉลี่ยยังมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ติดลบ ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1,084,416,850.00 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่าตลาดยังประเมินมูลค่ากิจการโดยเฉลี่ยเป็นบวก สำหรับตัวแปรอิสระ พบว่า กระแสเงินสดอิสระมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 53,742,867.51 ล้านบาท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 47.44 อัตรากำไรขั้นต้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 24.68 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.17 และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 2.98 แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรโดยเฉลี่ยเป็นบวก แต่ยังมีความแตกต่างกันค่อนข้างมากระหว่างบริษัท พิจารณาจากค่าสูงสุด ค่าต่ำสุดและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละตัวแปร

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)

Correlations

	EVA	MVA	FCF	DER	GPM	ROE	ROA
EVA	1	.339**	.349**	-.200**	.234**	.563**	.678**
MVA		1	.326**	.173**	.237**	.327**	.408**
FCF			1	0.008	.263**	.310**	.323**
DER				1	-0.038	-.097*	-.129**
GPM					1	.232**	.325**
ROE						1	.723**
ROA							1

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

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

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด กระแสเงินสดอิสระ อัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ .339, .349, .234, .563 และ .678 ตามลำดับ ขณะที่มีความสัมพันธ์

เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ -.200 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าปัจจัยทางการเงินส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มของกิจการ ทั้งในมิติของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูงที่สุด

2. ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p-Value	Tolerance	VIF
	B	Std. Error	β				
(Constant)	-63460891.690	9059286.904	-	-7.005	0.000		-
Free cash Flow	0.121	0.030	0.143	3.980	0.000***	0.887	1.172
Debt to Equity	-286193.615	79115.201	-0.121	-3.617	0.000***	0.864	1.02
Gross Profit Margin	-69053.025	259773.741	-0.009	-0.266	0.790	0.897	1.155
Return On Equity	920353.410	347604.371	0.128	2.648	0.008**	0.595	2.123
Return On Asset	6832728.305	648027.077	0.526	10.544	0.000***	0.589	2.258
R = .708, R^2 = .501, Adjusted R^2 = .496, SEE = 118,806,603.664, F (5, 452) = 90.790, p < .001, Durbin–Watson = 1.989, n = 458							

หมายเหตุ: * p<.05, ** p<.01, *** p<.001

ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนสามารถร่วมกันอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยแบบจำลองมีค่า R เท่ากับ .708 ค่า R^2 เท่ากับ .501 และค่า Adjusted R^2 เท่ากับ .496 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ร้อยละ 49.60 ภายหลังปรับค่าตามจำนวนตัวแปรอิสระ ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่า กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงที่สุด ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนสามารถร่วมกันอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยแบบจำลองมีค่า R เท่ากับ .512 ค่า R^2 เท่ากับ .262 และค่า Adjusted R^2 เท่ากับ .254 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ร้อยละ 25.40 ภายหลังปรับค่าตามจำนวนตัวแปรอิสระ ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่า กระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอัตราผลตอบแทนต่อ

สินทรัพย์เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงที่สุด รองลงมาคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงทางการตลาด

Variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p-Value	Tolerance	VIF
	B	Std. Error					
(Constant)	288346816.000	143253400.300	-	2.013	0.045		-
Free cash Flow	2.045	0.480	0.186	4.256	0.000***	0.887	1.172
Debt to Equity	6744351.651	1251039.035	0.220	5.391	0.000***	0.864	1.02
Gross Profit Margin	7843061.130	4107770.526	0.083	1.909	0.057	0.897	1.155
Return On Equity	3756035.570	5496625.575	0.040	0.683	0.495	0.595	2.123
Return On Asset	53972955.200	10247173.240	0.320	5.267	0.000***	0.589	2.258
$R = .512$, $R^2 = .262$, Adjusted $R^2 = .254$, SEE = 1,878,674,352, $F(5, 452) = 32.077$, $p < .001$, Durbin–Watson = .897, n = 458							

หมายเหตุ: * p<.05, ** p<.01, *** p<.001

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยสามารถอภิปรายผล ได้ดังนี้

1. ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์โดยเฉลี่ยเป็นลบ ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดโดยเฉลี่ยเป็นบวก สะท้อนให้เห็นว่าแม้ผลการดำเนินงานภายในกิจการเมื่อพิจารณาหลังหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมดยังไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้อย่างชัดเจน แต่ตลาดทุนยังคงประเมินมูลค่ากิจการในเชิงบวกจากศักยภาพในการเติบโตและความคาดหวังในอนาคต ผลดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการที่ Lassi et al. (2024) อธิบายว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนผลตอบแทนหลังหักต้นทุนเงินทุน ส่วนมูลค่าเพิ่มทางการตลาดสะท้อนมุมมองของตลาดทุนต่อมูลค่าที่กิจการสามารถสร้างให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้ ค่าเฉลี่ยของอัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อยู่ในระดับบวก แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างยังมีความสามารถในการทำกำไรโดยรวม ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดความสามารถในการทำกำไร Hendra et al. (2025) ที่มองว่า กำไรและผลตอบแทนจากสินทรัพย์หรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของกิจการ

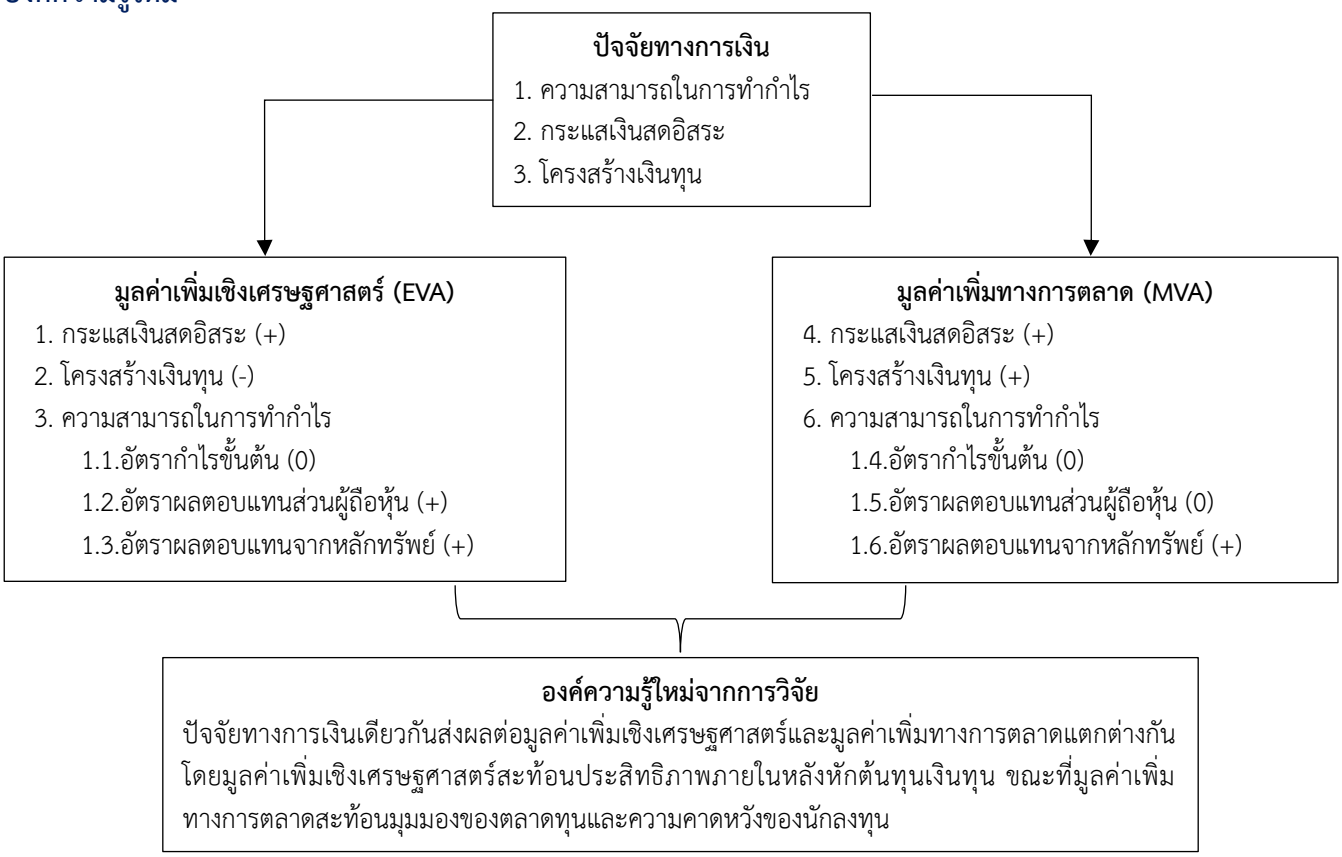
เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกระแสเงินสดอิสระ อัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีความสามารถในการสร้างเงินสดและทำกำไรได้ดีมีแนวโน้มสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้สูงขึ้น ขณะที่การใช้หนี้สินในระดับสูงอาจเพิ่มต้นทุนเงินทุนและความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งอาจลดความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มภายในกิจการได้ สอดคล้องกับแนวคิดกระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนที่ Bui et al. (2023) ระบุว่า กระแสเงินสดอิสระช่วยสะท้อนศักยภาพในการสร้างมูลค่า ขณะที่โครงสร้างเงินทุนมีผลต่อต้นทุนเงินทุนและความเสี่ยงของกิจการ ส่วนมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรทุกตัว แสดงให้เห็นว่าตลาดทุนให้ความสำคัญกับศักยภาพในการสร้างเงินสด ความสามารถในการทำกำไร และการใช้โครงสร้างเงินทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตของกิจการ

ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Faiteh & Aasri (2023) ที่ว่า มูลค่าเพิ่มทางการตลาดสะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าในอนาคตของกิจการ

2. ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระ และโครงสร้างเงินทุนสามารถร่วมกันอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ร้อยละ 49.60 ทั้งนี้ กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงที่สุด สะท้อนว่าบริษัทที่สามารถใช้สินทรัพย์และเงินทุนของผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างผลตอบแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ย่อมมีโอกาสสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้มากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดความสามารถในการทำกำไรที่ Hendra et al. (2025) อธิบายว่า ผลตอบแทนจากสินทรัพย์และส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ นอกจากนี้ผลของกระแสเงินสดอิสระที่มีอิทธิพลเชิงบวก แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีเงินสดคงเหลือจากการดำเนินงานสามารถนำไปใช้ลงทุนหรือบริหารกิจการเพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุนได้ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดกระแสเงินสดอิสระที่ Muzakki & Gandakusuma (2023) มองว่า เงินสดส่วนเกินสามารถสนับสนุนการลงทุนและการสร้างมูลค่ากิจการได้ หากถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แสดงว่าการใช้หนี้สินในระดับสูงอาจเพิ่มต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงของกิจการ ส่งผลให้ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนหลังหักต้นทุนเงินทุนลดลง สอดคล้องกับแนวคิดโครงสร้างเงินทุนที่ Bui et al. (2023); Khan et al. (2021) ระบุว่า แม้หนี้สินอาจช่วยสนับสนุนการเติบโต แต่หากมีภาระหนี้สินสูงเกินไปย่อมกระทบต่อต้นทุนเงินทุนและมูลค่ากิจการได้ ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเป็นเพราะอัตรากำไรขั้นต้นสะท้อนเพียงความสามารถในการทำกำไรจากยอดขายก่อนพิจารณาค่าใช้จ่ายอื่นและต้นทุนเงินทุนทั้งหมด จึงอาจยังไม่เพียงพอในการอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่ให้ความสำคัญกับผลตอบแทนหลังหักต้นทุนเงินทุนโดยตรง

3. ผลการศึกษาอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดอิสระและโครงสร้างเงินทุนสามารถร่วมกันอธิบายมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยแบบจำลองมีค่า R เท่ากับ .512 ค่า R^2 เท่ากับ .262 และค่า Adjusted R^2 เท่ากับ .254 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ร้อยละ 25.40 ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่า กระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงที่สุด สะท้อนว่าตลาดทุนให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดความสามารถในการทำกำไร Hendra et al. (2025) (2022) ที่อธิบายว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของกิจการและการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ขณะที่กระแสเงินสดอิสระที่มีอิทธิพลเชิงบวก แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีเงินสดคงเหลือจากการดำเนินงานมีศักยภาพในการลงทุน ชำระหนี้ หรือสนับสนุนการเติบโต ซึ่งอาจส่งผลให้ตลาดประเมินมูลค่ากิจการสูงขึ้น ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลเชิงบวก อาจสะท้อนว่าตลาดมองการใช้หนี้สินในระดับที่เหมาะสมว่าเป็นเครื่องมือสนับสนุนการขยายกิจการและเพิ่มผลตอบแทนในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดโครงสร้างเงินทุนที่ Bui et al. (2023) อธิบายว่า โครงสร้างเงินทุนมีบทบาทต่อต้นทุนเงินทุน ความเสี่ยง และมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องจากตลาดทุนพิจารณาศักยภาพของกิจการจากประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ กระแสเงินสด และแนวโน้มการเติบโตมากกว่าผลกำไรเฉพาะด้านใดด้านหนึ่ง โดยมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนมุมมองและความคาดหวังของนักลงทุนต่อการสร้างมูลค่าในอนาคตของกิจการ

องค์ความรู้ใหม่



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัยครั้งนี้ คือ การค้นพบว่าปัจจัยทางการเงินเดียวกันสามารถส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการแตกต่างกันตามมุมมองของการวัดมูลค่า โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สะท้อนประสิทธิภาพภายในของกิจการหลังหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมด ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดสะท้อนมุมมองและความคาดหวังของนักลงทุนในตลาดทุน ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีบทบาทสำคัญต่อทั้งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการสร้างเงินสดจากการดำเนินงานเป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้โครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าเพิ่มทั้งสองมิติแตกต่างกัน โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด สะท้อนให้เห็นว่า ภายในกิจการการใช้หนี้สินอาจเพิ่มภาระต้นทุนเงินทุนและลดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ในขณะที่ตลาดทุนอาจมองการใช้หนี้สินเป็นเครื่องมือสนับสนุนการเติบโตและเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนในอนาคต

องค์ความรู้ดังกล่าวจึงชี้ให้เห็นว่า การประเมินมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ไม่ควรพิจารณาจากตัวชี้วัดใดตัวชี้วัดหนึ่งเพียงอย่างเดียว แต่ควรพิจารณาทั้งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดควบคู่กัน เพื่อให้เห็นทั้งประสิทธิภาพภายในกิจการและการรับรู้มูลค่าจากมุมมองของตลาดทุนอย่างรอบด้าน

สรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษา สามารถสรุปผลการวิจัย ได้ดังนี้

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอมีลักษณะทางการเงินที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก โดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าเฉลี่ยเป็นลบ แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนหนึ่งยังไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมด ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก สะท้อนว่าตลาดทุนยังคงให้มูลค่ากับศักยภาพของกิจการในอนาคต นอกจากนี้ตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างยังมีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินงานในระดับหนึ่ง

2. กระแสเงินสดอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงที่สุด แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มภายในกิจการ ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบ สะท้อนว่าการใช้หนี้สินในระดับสูงอาจเพิ่มภาระต้นทุนเงินทุนและกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

3. กระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังคงเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงที่สุด แสดงให้เห็นว่าตลาดทุนให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการสร้างเงินสดและการใช้โครงสร้างเงินทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตของกิจการ ดังนั้น ผลการวิจัยโดยรวมชี้ให้เห็นว่า ปัจจัยทางการเงินมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่ากิจการทั้งในมุมมองภายในและมุมมองของตลาดทุน แต่ผลของแต่ละปัจจัยอาจแตกต่างกันตามตัวชี้วัดมูลค่าที่ใช้ในการประเมิน

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

1.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ควรให้ความสำคัญกับการบริหารกระแสเงินสดอิสระอย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงบวกต่อทั้งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ดังนั้นบริษัทควรวางแผนการใช้กระแสเงินสดอิสระให้เกิดประโยชน์ต่อการดำเนินงานและการลงทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนและเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการได้อย่างเหมาะสม

1.2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ควรบริหารโครงสร้างเงินทุนอย่างสมดุลและระมัดระวังระดับการใช้หนี้สิน เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด แสดงให้เห็นว่าการใช้หนี้อาจให้ผลต่อการสร้างมูลค่าของกิจการแตกต่างกันในแต่ละมิติ ดังนั้น การกำหนดสัดส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นควรพิจารณาทั้งต้นทุนทางการเงิน ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนและการตอบสนองของตลาดควบคู่กันไป

1.3 ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ควรให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนว่าความสามารถของกิจการในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างผลตอบแทนอาจมีส่วนสำคัญต่อการประเมินมูลค่าของกิจการในตลาดทุน

2. ข้อเสนอแนะด้านการวิจัยครั้งต่อไป

ควรขยายขอบเขตการศึกษาไปยังบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในตลาด SET และตลาด MAI เพื่อพิจารณาว่าขนาดกิจการและลักษณะของตลาดทำให้อิทธิพลของปัจจัยทางการเงินที่มีต่อ EVA และ MVA แตกต่างกันหรือไม่

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2569). *ภาพรวมตลาดหลักทรัพย์กับความยั่งยืน*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/about/sustainability-development/overview.

Agustin, R., & Rochmawati, R. (2025). Market value added (MVA), financial ratios and value of manufacturing companies in the automotive and component sub-sectors. *Journal of Management: Small and Medium Enterprises, 18*(1), 713-728.

Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International journal of financial studies, 11*(3), 100.

Dewi, I. A. M. C., Sari, M. M. R., Budiasih, I. G. A. N., & Suprasto, H. B. (2019). Free cash flow effect towards firm value. *International research journal of management, IT and social sciences, 6*(3), 108-116.

Dhani Laksana, R., & Mayasari, V. (2020). The impact of market value added to shareholder value: Evidence from Indonesia firms. *SHS Web of Conferences, 86*, 01029.

Faiteh, A., & Aasri, M. R. (2023). Economic value added: The best indicator for measuring value creation or just an illusion. *Investment Management and Financial Innovations, 20*(1), 138-150.

Hendra, J., Wulandari, T., Ramadhani, S., & Aprilia, N. I. (2025). Analisis profitabilitas atau rentabilitas. *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Akuntansi, 5*(1), 114-126.

Khan, M. A., Rehan, R., Chhapra, I. U., & Sohail, A. B. (2021). Capital structure theories: A comprehensive review. *Revista Geintec-Gestao Inovacao E Tecnologias, 11*(3), 1562-1574.

Lassi, L. R., Teltumbade, G., Deore, K. N., & Pawar, V. S. (2024). A Theoretical Exploration of Economic Value Added (EVA) And Market Value Added (MVA) As Measures of Corporate Performance. *ShodhKosh: Journal of Visual and Performing Arts, 5*(6), 2898–2907.

Muzakki, M. R., & Gandakusuma, I. (2023). The Impacts of Free Cash Flow and Agency Cost on Firm Performance. *Wiga: Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi, 13*(2), 282-295.

Niresh, A. J., & Alfred, M. (2014). The association between economic value added, market value added and leverage. *International Journal of Business and Management, 9*(10), 126-133.

O'Hanlon, J., & Peasnell, K. (1998). Wall Street's contribution to management accounting: the Stern Stewart EVA® financial management system. *Management Accounting Research, 9*(4), 421-444.

Purswani, G., & Raj, A. (2018). Determining the impact of Capital Structure on Economic Value Added with reference to select Pharmaceutical companies listed in National Stock Exchange. *Asian Journal of Management, 9*(1), 347-350.

Yaman, K., & Topal, S. (2024). Effect of EVA, CFROI, MVA and CVA methods on shareholders value maximization and financial performance estimation: An empirical study. *Journal of Applied and Theoretical Social Sciences, 6*(3), 247-263.