

ความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบระหว่างการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี
ตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรม
อาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE COMPARATIVE PERFORMANCE
EVOLUTION USING ACCOUNTING VARIABLE, ECONOMIC MEASURE
AND MARKET-BASE MEASURE OF AGRICULTURAL AND FOOD
INDUSTRY BUSINESSES LISTED IN THAILAND STOCK EXCHANGE

พูนศักดิ์ แสงสันต์¹ กาญจนนาท เรืองวรการ² นรินทร์ สมทอง³

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบระหว่าง ตัวชี้วัดด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ และตัวชี้วัดด้วยตัวแปรทางบัญชี กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ขององค์การธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ.2554-2558 เพื่อให้เกิดความชัดเจนถึงความความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีและตัวชี้วัดทางเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดซึ่งแสดงถึงผลประกอบการของบริษัทและสามารถช่วยเจ้าของธุรกิจหรือผู้บริหารตัดสินใจในการวางแผนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารได้ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิประเภทอนุกรมเวลารายปีของบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์คือข้อมูลเชิงปริมาณ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ($\bar{X}$) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation--SD) และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression--MR) ในการทดสอบสมมติฐานด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป SPSS

ผลการวิจัย พบว่า ROIC, ROE, ROA และ EVAM ไม่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับ MVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ REVA และ NP มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ MVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.680$, ($\beta = 1.583$) ส่วน EVA และ EBIT มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกันกับ MVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.182$, $\beta = 0.691$)

คำสำคัญ : มูลค่าเพิ่มทางการตลาด; มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

² คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

³ อาจารย์พิเศษ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

Abstract

This study was conducted for the purpose of comparison the correlation between two group of performance measures being economic measures and accounting variable measures with market value added measures of agricultural and food industry businesses listed in Thailand stock exchange from 2011 to 2015. This study is expected to clarify the relationship between accounting and economic measures with market value added as a company's performance, and it could help companies' owners/managers in their making decision and increasing their performance. The data of the study was time series collected from secondary sources by documentation records in the Thailand stock exchange. Using the techniques of descriptive statistics the collected data were analyzed in terms of mean and standard deviation. The analysis was conducted by using classic assumption testing consisting of normality testing. The hypothesis was tested by multiple regression analysis, correlation coefficient, coefficient of determination using SPSS.

The results of the study indicated that ROIC, ROE, ROA and EVAM had no significant correlate towards MVA, meanwhile REVA and NP had a significant correlate ($\beta = 0.680$, ($\beta = 1.583$) on MVA, where REVA and NP had a positive effect direction on MVA. The results simultaneous testing indicated that EVA and EBIT had a significant correlate ($\beta = 0.182$, $\beta = 0.691$) by negative effect on MVA.

Keywords : Market Value Added (MVA); Economic Value Added (EVA); Thailand Stock Exchange

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบัน (พ.ศ.2560) อยู่ในช่วงชะลอตัว ส่งผลให้มีการแข่งขันทางการค้าอย่างรุนแรงมากขึ้นและประกอบกับการที่ประเทศไทยเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนอย่างเต็มตัวเมื่อปลายปี พ.ศ.2558 ทำให้ผู้บริหารขององค์กรในยุคปัจจุบันต้องมีการปรับเปลี่ยนนโยบายและกลยุทธ์เพื่อให้ธุรกิจอยู่รอดและสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพดังนั้นสิ่งที่จำเป็นสำหรับผู้บริหารคือผลการดำเนินงานที่แท้จริงขององค์กรซึ่งจะทำให้สามารถกำหนดกลยุทธ์เพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงานต่อไปได้ ทั้งนี้ ระบบการวัดผลการดำเนินงานและเครื่องมือที่เป็นตัวชี้วัดที่ดีขององค์กรจะเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงความสามารถในการบริหารงานขององค์กรในอดีตว่ามีข้อดีข้อเสียอย่างไร มีทิศทางในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กรอย่างไร ซึ่งสามารถนำสิ่งที่เกิดขึ้นในอดีตมาทบทวนเพื่อใช้ในการวางแผนและปรับปรุงแผนการบริหารจัดการในอนาคต เพื่อให้บรรลุเป้าหมายสูงสุดขององค์กร

โดยที่การบริหารจัดการองค์กรจากเดิมมุ่งเน้นการทำให้กำไรสูงสุด ได้เปลี่ยนเป็นการทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นมีมูลค่าสูงสุดและการจัดสรรประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มให้เป็นไปอย่างยุติธรรม ซึ่งแนวคิดดังกล่าวเรียกว่า “การบริหารที่เน้นมูลค่า” (value-based management) ดังนั้น บทบาทผู้บริหารขององค์กรคือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้ผู้ถือหุ้น โดยการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด โดยดำเนินการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น (shareholder wealth) อาจจะแสดงให้เห็นโดยตัวเลขทางการเงินบัญชี ได้แก่ กำไรขาดทุนสุทธิ กำไร

ขาดทุนจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เป็นต้น หรือ จากอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) หรืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (ROI) เป็นต้น ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นจะใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินนี้ในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการในปัจจุบัน และผู้ถือหุ้นยังใช้ข้อมูลนี้เพื่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการด้วย (Worthington & West, 2001)

จากการศึกษาที่ผ่านมา พบว่า ไม่มีตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีตัวใดที่สามารถอธิบายหรือแสดงให้เห็นการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นได้ทั้งหมด (Chen & Dodd, 1997) ตัวชี้วัดทางการเงินแต่ละตัวที่ใช้เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกิจการนั้นจึงควรต้องมีความสัมพันธ์เชื่อมโยงกับความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น แต่ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีทางบัญชี เช่น กำไรสุทธิ (Net Profit--NP) กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax--NOPAT) กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share--EPS) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment--ROI) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return On Assets--ROA) และอื่นๆ ได้เคยมีการวิเคราะห์แล้วพบว่า ตัวชี้วัดดังกล่าวไม่สามารถอธิบายการใช้ต้นทุนรวมทั้งหมดของกิจการ ดังนั้น กำไรทางบัญชีจึงไม่สามารถจะพยากรณ์มูลค่าของกิจการและไม่สามารถจะใช้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของกิจการได้ ดังนั้น ระบบการบริหารงานโดยการสร้างมูลค่ากิจการให้สูงสุด จึงถูกออกแบบมาและได้รับความนิยมจากนักวิชาการในช่วงสองทศวรรษหลัง (Sharma & Kumar, 2010)

จากที่กล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่าการศึกษาลงถึงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางการตลาดกับการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่ง โดยเฉพาะการใช้ตัวชี้วัดจากตัวแปรทางบัญชีหรือตัวชี้วัดทางเศรษฐศาสตร์ที่จะทำให้ทราบถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงซึ่งสามารถนำผลที่ได้ไปใช้ในการปรับปรุงแผนกลยุทธ์ให้สอดคล้องเพื่อให้้องค์กรประสบความสำเร็จ การวิจัยครั้งนี้จึงทำการศึกษาในเรื่อง ความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบระหว่างการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี ตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด จะทำให้ทราบถึงตัวชี้วัดผลการดำเนินงานใดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ดีกว่ากัน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีและแปรทางเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดซึ่งแสดงถึงผลประกอบการของบริษัท และสามารถช่วยผู้บริหารตัดสินใจในการวางแผนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารได้
2. เพื่อวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ประกอบด้วยตัวชี้วัดทางเศรษฐศาสตร์ในสื่อสิ่งพิมพ์ และเพิ่มการใช้ EVA, REVA, และ EVA momentum สำหรับองค์กรธุรกิจ นักวิชาการและผู้กำหนดนโยบายการบัญชีเพื่อการวางแผนกลยุทธ์

ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เฉพาะกรณีของธุรกิจในกลุ่มธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2554-

2558 เป็นระยะเวลา 5 ปี จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา 33 บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม Set 100 (ข้อมูลหลักทรัพย์, 2559) โดยเลือกการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อการลงทุน (ROI) กำไรสุทธิ (Net Profit) และ กำไรจากการดำเนินการ (OP or EBIT) และการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ ได้แก่ EVA, REVA, EVA momentum ทั้งสองกลุ่มมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA)

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. สามารถใช้เป็นข้อมูลสำหรับผู้บริหารในการขับเคลื่อนทางนโยบายทางการเงิน โดยสามารถวางแผนและกำหนดกลยุทธ์ ปรับปรุงแผนงานและการวางแผนงบประมาณเพื่อส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจโดยรวมให้มีระดับสูงขึ้นได้
2. นักลงทุนสามารถนำข้อมูลเชิงเปรียบเทียบของตัวแปรทางบัญชีและทางเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่นำไปสู่การตัดสินใจลงทุน

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Stewart (2009) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ MVA (Market Value Added) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษา พบว่า EVA และ MVA มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าค่า EVA มีค่าเป็นบวกความสัมพันธ์นั้นยิ่งเพิ่มขึ้น ส่วน Lehn and Makhija (1997) ได้ทำการศึกษาเรื่องแนวคิด EVA และ MVA สามารถนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานและ

เป็นสัญญาณสำหรับการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์ของ
องค์กร และผลการศึกษา พบว่า วิธีวัดทั้งสองวิธีมี
ความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนจากหุ้น และ
ความสัมพันธ์ที่เป็นบวกมากกว่าการใช้วิธีวัดผลการ
ดำเนินงานที่นิยมกันในอดีต เช่น ROA, ROE เป็นต้น
นอกจากนั้น ยังพบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญกับ
กิจกรรมทางธุรกิจมากๆ จะมีค่า MVA ที่สูงกว่า
นอกจากนี้ EVA และ MVA ยังมีผลต่อการวัดผลการ
ดำเนินงานขององค์กรในแง่ของการให้ข้อมูลที่เป็น
ประโยชน์ต่อการตัดสินใจเลือกกลยุทธ์ขององค์กร
อีกด้วย

สำหรับงานของ Milunovich and Tsuei (1996) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างค่า MVA กับ EVA มีมากกว่า EPS อัตราการเติบโตของ EPS, ROE กระแสเงินสดอิสระ (FCF) หรืออัตราการเติบโตของ กระแสเงินสดอิสระ ส่วนงานของ De Wet (2005) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และตัวชี้วัด การบัญชีแบบดั้งเดิมกับมูลค่าตลาดเพิ่ม (MVA) พบว่า MVA มีความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่งกับกระแสเงิน สตในการดำเนินงาน แต่ระหว่าง EVA และ MVA ไม่ พบว่ามีความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่ง Ramana (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และตัวชี้วัดทางการ บัญชีแบบดั้งเดิม (กำไรสุทธิ, PAT, PBIT และ OCF) กับ MVA ของบริษัทในอินเดีย ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง MVA กับ EVA ไม่ได้ดีกว่า ตัวชี้วัดทางการบัญชี ได้แก่ กำไรสุทธิหลังหักภาษี (NOPAT) และกำไรหลังหักภาษี (PAT) อธิบาย ความสัมพันธ์กับ MVA ได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับ EVA ส่วน Moghaddam and Shoghi (2012) ได้ทำการ ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง MVA กับ REVA และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) กับบริษัทที่จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ กรุงเตหะราน (TSE) ผลที่ได้แสดง

ให้เห็นถึงมูลค่า MVA มีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มากกว่า REVA

สรุป จากการศึกษาที่ผ่านมา พบว่า มีความแตกต่างกันของผลการศึกษา โดยสรุปมีสามกลุ่ม ดังนี้ (1) ตัววัด EVA มีความสัมพันธ์กับ MVA มากกว่าตัววัดผลการดำเนินงานทางการบัญชี (2) ตัววัดผลการดำเนินงานทางการบัญชีมีความสัมพันธ์กับ MVA มากกว่าตัววัด EVA และ (3) ตัววัด EVA และตัววัดผลการดำเนินงานทางการบัญชี มีความสัมพันธ์กับ MVA ไม่แตกต่างกัน

แนวคิดการวัดผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจศาสตร์ (Economic Performance Measures--EPM) แนวคิดทางเศรษฐกิจศาสตร์ มูลค่าของกิจการ คือ ฟังก์ชันของความสามารถในการทำกำไร ศักยภาพของการลงทุน และความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนและต้นทุนของเงินทุน (Bausch, Barbara, & Blome, 2003) ตัวชี้วัดตามหลักการทางเศรษฐกิจศาสตร์ได้แก่ EVA, REVA, EVA momentum, มูลค่าเพิ่มกระแสเงินสด (Cash Value Added--CVA) และ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added--MVA) ซึ่งในที่นี้จะเลือกพิจารณาเพียง EVA, REVA, and EVA momentum

1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added--EVA) เกิดมาจากแนวคิดที่ Marshall (1890) นักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียง ในปี ค.ศ.1890 นำเสนอการวัดผลการดำเนินงานทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเรียกกันว่า “กำไรทางเศรษฐศาสตร์” (economic profit) หรือ “กำไรส่วนที่เหลือ” (residual income) (Anastassis & Kyriazis, 2007) ซึ่งพัฒนามาจากแนวความคิดของกำไรขาดทุนแบบดั้งเดิมแต่จะมีการปรับปรุงเพื่อสะท้อนถึงผลส่วนเพิ่มขององค์การอย่างแท้จริง โดยกำไรทางเศรษฐศาสตร์นั้น

ต่างจากกำไรทางบัญชีในเรื่องเกี่ยวกับต้นทุนค่าเสียโอกาสโดยเฉพาะต้นทุนทางการเงินในส่วนของผู้เจ้าของ ซึ่งจะต้องนำกลับมาคิดคำนวณเป็นต้นทุนทางเศรษฐศาสตร์ด้วย (Young & O'Byrne, 2000)

การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added--EVA)

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Charged}$$

โดยที่ EVA = มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

NOPAT = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี

Capital Charged = ค่าใช้จ่ายของแหล่งเงินทุนทั้งหมด เมื่อค่าใช้จ่ายของเงินทุน (Capital Charged) หมายถึงผลคูณของอัตราต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) กับ เงินลงทุน (Invested Capital หรือ Capital Employed)

$$\text{Capital Charged} = \text{Cost of Capital} \times \text{Invested Capital}$$

โดยที่ Invested Capital = เงินลงทุนสุทธิที่ใช้ในการดำเนินงานหรือเงินทุนที่ลงไป

ดังนั้น จึงสามารถจัดรูปสมการใหม่ดังนี้

$$EVA = NOPAT - (\text{Cost of Capital} \times \text{Invested Capital})$$

และเมื่ออัตราต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) หมายถึงอัตราต้นทุนการเงินถัวเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital--WACC) จึงเขียนได้ในรูปแบบหนึ่ง ดังนี้

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Invested Capital}) - (1)$$

โดยที่ Weighted Average Cost of Capital (WACC) = ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนัก

$$NOPAT = PBT + IT - T - (2)$$

โดยที่ PBT คือ กำไร (ขาดทุน) สุทธิทางบัญชี IT คือ ดอกเบี้ยจ่ายสุทธิจากภาษีเงินได้ และ T คือ ภาษีเงินได้

$$\text{Invested Capital} = SD + LD + SE - SM - (3)$$

โดยที่ SD คือ หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย LD คือ หนี้สินระยะยาว SE คือ ส่วนของผู้ถือหุ้น และ SM คือ หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด

$$WACC = [W_d \times K_d (1-t)] + (W_p \times K_p) + (W_e \times K_e) - (4)$$

โดยที่ WACC คือ อัตราต้นทุนการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก W_d คือ สัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างทุน (Weight for Debt) W_p คือ สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิในโครงสร้างทุน (Weight for Preferred Stock) W_e คือ สัดส่วนของหุ้นสามัญในโครงสร้างทุน (Weight for Common Equity) t คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax Rate) K_d คือ อัตราต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) K_p คือ อัตราต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (Cost of Preferred Stock) K_e คือ อัตราต้นทุนของหุ้นสามัญ (Cost of Common Equity) ดังนั้น ต้นทุนการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก หมายถึง ต้นทุนเงินทุนทั้งหมดซึ่งประกอบด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

2. Refined economic value added (REVA)

เป็นกรอบแนวคิดเพื่อการประเมินผลการดำเนินงานที่วัดในบริบทของการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือมูลค่าเพิ่มที่เกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้น ซึ่งจริงๆ EVA ก็แสดงให้เห็นถึงคุณลักษณะนี้ว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น แต่ REVA เป็นการวัดที่พิจารณาถึงระยะเวลาหรือจุดเวลาของการวัดผลการดำเนินงาน และ REVA ยังจะมีคุณสมบัติในด้านของการพยากรณ์มูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (Bacidore, Boquist,

Milbourn, & Thakor, 1997) REVA ใช้สำหรับการดำเนินงานภายนอกของกิจการ เป็นการวัดผลการดำเนินงานที่มุ่งเน้นการบริหารจัดการระดับบนที่แตกต่างจาก EVA ที่ให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการในระดับที่ต่ำกว่า (Darabi & Esfandiyari, 2009)

แนวคิดการวัดของ EVA คือ การคำนวณต้นทุนค่าเสียโอกาสโดยใช้ฐานการคำนวณคือราคาตามบัญชี ในขณะที่นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนจากมูลค่าตลาด หากนักลงทุนขายหุ้นของกิจการไปสิ่งที่เขาจะได้รับก็คือ มูลค่าหรือราคาตลาด ณ วันนั้น และการลงทุนของพวกเขาจึงมีความเสี่ยง ดังนั้น การลงทุนของนักลงทุนจึงคาดหวังว่ากำไรที่จะเป็นผลตอบแทนกลับมาให้กับพวกเขานั้นต้องเท่ากับมูลค่าหรือผลตอบแทนที่พวกเขาจะได้รับจากตลาด ซึ่งจะไม่เท่ากับผลตอบแทนที่คำนวณจากราคาตามบัญชีที่ปรากฏในงบแสดงฐานะการเงิน ดังนั้นเงินทุนที่ใช้ไปเพื่อการลงทุนต้องคำนึงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสของนักลงทุน ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานโดย REVA นั้นจะมีการนำต้นทุนค่าเสียโอกาสของนักลงทุนมารวมพิจารณา (Bacidore et al., 1997) ดังนี้

$$REVA = NOPAT - (WACC - MCapital) - (5)$$

โดยที่ MCapital คือ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ณ วันต้นงวดปัจจุบัน (t) (หรือ มูลค่าเพิ่มทางการตลาดปลายงวดของงวดก่อน (t-1))

$$MCapital = (\text{Stock Market Price in the First Period} \times \text{Number of Shares}) - (\text{Book Value of Total Liabilities} - \text{Interest Free Current Liabilities})$$

ดังนั้น MCapital คือ ราคาตลาดต่อหุ้นคูณด้วยจำนวนหุ้นหักหนี้สินรวมและหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย

3. EVA momentum (EVAM) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานภายใต้การจดลิขสิทธิ์ของ EVA Dimensions ในปี ค.ศ.2009 ซึ่งได้รับการนำเสนอว่าเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่สามารถบอกเล่าเรื่องราวทั้งหมดได้ (Mahoney, 2011) โดย Stewart (2009) ได้อธิบายว่า EVA momentum เป็นตัววัดทางเศรษฐศาสตร์ที่จะบอกถึงขนาด และสถานการณ์ที่เป็นอยู่ ซึ่งสามารถจะบอกแนวโน้มถึงสิ่งที่จะเกิดได้และมีการพิจารณาวงจรทางการตลาดแล้ว ซึ่งต่างจาก Kaplan and Norton (1992) ที่เขาเชื่อว่าไม่มีตัววัดใดเพียงตัวเดียวที่จะสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของกิจการได้ทั้งหมด (Colvin, 2010); Stewart (2009) อธิบายว่า EVA momentum เป็นเครื่องมือวัดประสิทธิภาพที่ดีที่สุดตัวหนึ่ง EVA momentum พยายามที่จะแก้ไขจุดอ่อนใน อัตราการเติบโตของยอดขาย กำไรต่อหุ้น ส่วนแบ่งการตลาด อัตรากำไรผลตอบแทนต่อเงินทุน และมาตรการอื่นๆ EVA momentum จะวัดการเปลี่ยนแปลงกำไรทางเศรษฐศาสตร์จากงวดก่อนและงวดปัจจุบัน เมื่อเทียบกับยอดขายในงวดก่อน Stewart (2009) ระบุว่า EVA momentum เป็นเปอร์เซ็นต์ของยอดขายช่วยให้สามารถเปรียบเทียบขนาดประสิทธิภาพระหว่างบริษัทและในอุตสาหกรรมเดียวกันได้ Stewart อธิบายว่า EVA momentum ถูกพัฒนามาจาก EVA ซึ่งเป็นเครื่องมือวัดใหม่ โดยที่ EVA momentum เป็นมูลค่าจากการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจากงวดก่อนถึงงวดปัจจุบันแล้วหารด้วยยอดขายของงวดก่อน ดังนั้น EVA momentum มีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$EVA\ momentum = \frac{EVA1 - EVA0}{Sales\ 0}$$

Sales 0

โดยที่ EVA1 คือ มูลค่าทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นในปีปัจจุบันที่งวด t-1

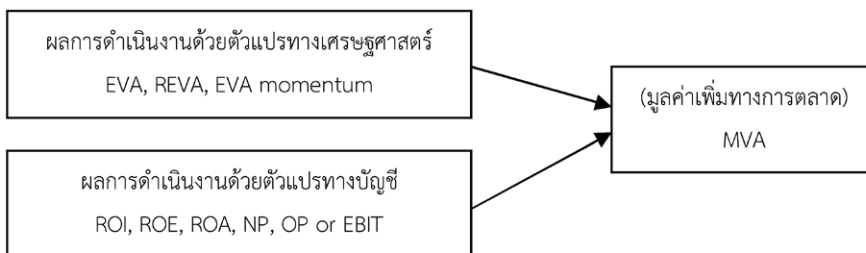
EVA0 คือ มูลค่าทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นในงวดก่อน ที่งวด t-0

Sales 0 คือ รายได้ของงวดปีก่อน ที่ t-0

แนวคิดการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี (Accounting Performance Measures--APM) รายงานทางการเงินเป็นผลของระบบการบัญชีที่จะรายงานกำไรซึ่งนับว่าเป็นสิ่งสำคัญสำหรับผู้ให้ข้อมูล ผู้มีส่วนได้เสียและนักลงทุน ซึ่งมีความเชื่อว่ากำไรทางบัญชีจะสามารถประเมินและพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกิจการได้ ผู้บริหารก็เช่นเดียวกันที่มีการใช้กำไรทางการบัญชีเพื่อการวางแผนในอนาคต มูลค่าของกิจการจะเท่ากับผลคูณของกำไรสุทธิกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไร (Jahankhani & Sajjadi, 1994) ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานทางการบัญชีนั้นมีความคิดว่ามูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น กำไรสุทธิ (Net Profit--NP) กำไรจากการดำเนินงาน

(Operational Profit--OP, EBIT) กำไรต่อหุ้น (Earning Per Share--EPS) การเติบโตของกำไร (Profit Growth--PG) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity--ROE), อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment--ROI), กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow--FCF) และเงินปันผล (Dividen--D) (Stewart, 2009)

แนวคิดมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market value added--MVA) เป้าหมายพื้นฐานของกิจการส่วนใหญ่คือ การสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งมุ่งเน้นที่ประโยชน์ของผู้ถือหุ้น แต่ก็ช่วยให้มั่นใจได้ว่าการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดมีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์ทางเศรษฐกิจมูลค่าของผู้ถือหุ้นสูงสุด โดยคำนวณจากมูลค่าทางการตลาดสูงสุดของกิจการซึ่งก็คือราคาหุ้นสูงสุดหักด้วยต้นทุนของเงินทุนจำนวนสูงสุดที่ได้ใช้ไป (Brigham & Ehrhardt, 2005)



ภาพ 1 กรอบแนวความคิดในการวิจัย

สมมติฐานของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ศึกษาถึงความสัมพันธ์เชิงเปรียบเทียบระหว่าง ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ ประกอบด้วย EVA, REVA, EVAM และผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี

ประกอบด้วย ROI, ROE, ROA, NP, EBIT กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ขององค์การธุรกิจ โดยตั้งสมมติฐานที่นำมาทดสอบโดยแบ่งตามกลุ่มของตัวแปรอิสระ

สมมติฐานที่ 1 การวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีมีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 การวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระเบียบวิธีวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางเศรษฐศาสตร์และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ซึ่งผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงวิธีการคำนวณตัวแปร

การเก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่นำมาใช้ในการทดสอบสมมติฐานนั้นจะประกอบไปด้วยข้อมูลตัวแปรอิสระและตัวแปรตามโดยศึกษาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ดังต่อไปนี้

1. ศึกษาแนวคิดและวิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) Refined Economic Value Added (REVA) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) EVA momentum (EVAM) และผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อการลงทุน (ROI) กำไรสุทธิ (Net Profit) และ กำไรจากการดำเนินการ (OP or EBIT)

2. รวบรวมข้อมูลที่ต้องใช้ในการคำนวณ ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) Refined economic value added (REVA) มูลค่าเพิ่มเชิง

เศรษฐกิจ (EVA) EVA momentum (EVAM) และผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อการลงทุน (ROI) กำไรสุทธิ (Net Profit) และ กำไรจากการดำเนินการ (OP or EBIT) ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลรายงานทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทที่อยู่กลุ่มธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 33 บริษัทจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปีและข้อมูลต่างๆ ในระหว่างปี พ.ศ.2554-2558

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ผู้วิจัยได้เลือกตัวแปรอิสระจากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาซึ่งยังมีช่องว่างจากการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินที่มาจากการใช้ตัวแปรทางบัญชีตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปโดยกำหนดตัวแปรอิสระออกเป็น 2 กลุ่มคือ เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานทางเศรษฐศาสตร์และเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานขององค์กรด้วยตัวแปรทางบัญชี

การวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (descriptive analysis) เพื่ออธิบายลักษณะข้อมูลทั่วไป
2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) โดยทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด
3. การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis--MRA) ใช้เปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายการเพิ่มมูลค่าขององค์กรธุรกิจโดยวัดจากมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added--MVA) ของ

ธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (descriptive analysis) เพื่ออธิบายลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างซึ่งประกอบด้วย MVA, EVA, REVA, EVAM, ROIC, ROE, ROA, NP, EBIT โดยใช้หลักการทางสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ($\bar{X}$) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation--SD) พบว่า ค่าเฉลี่ย ($\bar{X}$) ของตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ ได้แก่ EVA, REVA และ ตัวแปรทางบัญชี ได้แก่ ROIC, ROE, ROA, NP, EBIT ต่างก็มีค่าเป็นบวกเว้นแต่ EVA momentum มีค่าเฉลี่ย ($\bar{X}$) เป็นลบเท่ากับ 0.0091 ซึ่งมีค่าน้อยมากจึงไม่นับสำคัญทางสถิติจากผลของค่าเฉลี่ยโดยรวมมีค่าเป็นบวกส่งผลให้ค่าเฉลี่ยของมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มีค่าเป็น

บวกด้วย แสดงให้เห็นว่าองค์การธุรกิจมีมูลค่าเพิ่มขึ้น และสามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุนรวมถึงการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์การธุรกิจโดยรวมส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจกับองค์การ โดยสามารถอธิบายได้ว่าการที่องค์การธุรกิจทำให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดสูงขึ้นจะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุดและนักลงทุนมีความเชื่อมั่นที่จะลงทุนส่งผลให้ระดับราคาหุ้นในตลาดสูงขึ้นและทำให้ค่า MVA มีค่าเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย

2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) นำข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้มาทำการวิเคราะห์โดยทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด ซึ่งประกอบด้วย EVA, REVA, EVAM, ROIC, ROE, ROA, NP, EBIT กับตัวแปรตาม คือ MVA โดยวิธีการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation coefficient)

ตาราง 1

ความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการดำเนินงานระหว่างตัวแปรทางบัญชีและตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด

ตัวแปร	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	Y
X1	1.000	.290**	.050	-.094	.030	.091	.814**	.884**	.676**
X2		1.000	.256**	.189*	.154*	.177*	.316**	.235**	.182*
X3			1.000	.116	.039	.080	-.016	-.029	.001
X4				1.000	.758**	.620**	.075	.035	.054
X5					1.000	.770**	.116	.059	.088
X6						1.000	.183*	.119	.144
X7							1.000	.960**	.900**
X8								1.000	.830**
Y									1.000

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

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

จากตาราง 1 พบว่า การวัดผลการดำเนินงานขององค์การธุรกิจด้วยตัวแปรทางบัญชี (NP) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มขององค์การสูงที่สุดในกลุ่มของตัวแปรทางบัญชี (ROIC, ROE, ROA, NP, EBIT) โดยที่ NP มีความสัมพันธ์กับ MVA สูงสุดที่ระดับนัยสำคัญ 0.900 ซึ่งมากกว่าการวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ (REVA) โดยที่ REVA มีความสัมพันธ์กับ MVA สูงสุดในกลุ่มตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ (EVA, REVA, EVA momentum) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.676 รองจาก NP อย่างไรก็ตาม ตัวแปรทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ MVA

ตาราง 2

การวิเคราะห์การถดถอยเพื่อพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาดจากตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์

ค่าคงที่/ตัวแปร	b	SEb	β	t	p-value
ค่าคงที่	5148.428	1407.202		3.659	<0.001
REVA	3.125	.279	.680	11.206	<0.001
EVA	-.087	.702	-.008	-.124	.901
EVAM	-185.530	357.938	-.031	-.518	.605

SEest = ± 17.52867

R = .677; R² = .458; F = 45.336; p-value < 0.001

แสดงเป็นสมการ ได้ดังนี้

MVA = 5148.428 + 3.125REVA - 0.087EVA - 185.530EVAM

(1407.202) (.279) (.702) (357.938)

R-square = 0.458 Adjusted R-square = 0.448

F-statistic = 45.336

จากตาราง 2 พบว่า ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เฉพาะ REVA ที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดโดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ

3. การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiples Regression Analysis--MRA) ใช้เปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายการเพิ่มมูลค่าขององค์การธุรกิจโดยวัดจากมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added--MVA) ของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวชี้วัดด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ (EVA, REVA, EVAM) และตัวชี้วัดด้วยตัวแปรทางบัญชี (ROIC, ROE, ROA, NP, EBIT) ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย (ดังตาราง 2)

เป็น 0.458 และสามารถพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ร้อยละ 44.8 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .001 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐานในการพยากรณ์เท่ากับ ± 17.52867 เมื่อพิจารณาค่า

สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวพยากรณ์พบว่า ผลการดำเนินงานด้วย EVA (p -value .901) และ EVAM (p -value .605) ไม่สามารถพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้

สำหรับการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี (ROIC, ROE, ROA, NP, EBIT) ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย (ดังตาราง 3)

ตาราง 3

การวิเคราะห์การถดถอยเพื่อพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาดจากตัวแปรทางบัญชี

ค่าคงที่/ตัวแปร	b	SEb	β	t	p-value
ค่าคงที่	1043.349	1166.554		.894	.372
ROIC	10.072	101.066	.005	.100	.921
ROA	-41.718	176.532	-.015	-.236	.813
ROE	-72.786	95.543	-.040	-.762	.447
NP	13.635	1.216	1.362	11.210	<0.001
EBIT	-2.506	.639	-.472	-3.923	<0.001

SEest = ± 10.52399

$R = .909$; $R^2 = .827$; $F = 152.209$; p -value <0.001

สามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$MVA = 1043.349 + 10.072ROIC - 41.718ROA - 72.786ROE + 13.635NP - 2.506EBIT$$

(1166.554) (101.066) (176.532) (95.543) (1.216) (0.639)

R-square = 0.827, Adjusted R-square = 0.822

F-statistic = 152.209

จากตาราง 3 พบว่า ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดเฉพาะ NP และ EBIT โดยที่ NP มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ส่วน EBIT มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดโดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณเป็น 0.909 และสามารถพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้ร้อยละ 82.7 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .001 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐานในการพยากรณ์เท่ากับ

± 10.52399 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวพยากรณ์พบว่า ผลการดำเนินงานด้วย ROIC (p -value.921)ROA (p -value.813) และ ROE (p -value .447) ไม่สามารถพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาดได้

การอภิปรายผล

พิจารณาเป็นกลุ่มของตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน

กลุ่มที่ 1 ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐกิจ ผลการวิจัย พบว่า มีค่าเป็นบวก ($\beta = 0.680$) และมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.00 แสดงให้เห็นว่าการวัดผลการดำเนินงานในภาพรวมด้วยตัวแปรทางเศรษฐกิจมีค่าเพิ่มขึ้นซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lehn and Makhija (1997), Milunovich and Tsuei (1996) และ Moghaddam and Shoghi (2012) ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางเศรษฐกิจสามารถอธิบายค่าพยากรณ์มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากมูลค่าของตัวแปรทางเศรษฐกิจเพิ่มมากขึ้นส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดเพิ่มขึ้นทำให้มีผู้ลงทุนมากขึ้นส่งผลให้องค์กรธุรกิจมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้นและในที่สุดจะสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างยั่งยืน

กลุ่มที่ 2 ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชี ผลการวิจัย พบว่า ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดโดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.001 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีสามารถพยากรณ์การเพิ่มขึ้นของมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramana (2005)

สรุปโดยการเปรียบเทียบการวัดผลการดำเนินงานทั้ง 2 กลุ่ม พบว่า มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับที่ 0.001 แต่ผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทาง

เศรษฐกิจยังคงมีความได้เปรียบหรือมีความแข็งแกร่งในด้านการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยรวมได้ดีกว่าผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทางบัญชีซึ่งมีได้คำนึงถึงต้นทุนของเงินลงทุน

พิจารณาเป็นรายเครื่องมือวัดผลการดำเนินงาน

EVA ผลการวิจัยสามารถสรุปได้ว่า EVA มีความสัมพันธ์ ($\beta = 0.182$) ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดอย่างมีนัยสำคัญระดับความเชื่อมั่นที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Paula and Elena (2009) แสดงให้เห็นว่า EVA ขององค์กรธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ลดลง

REVA ผลการวิจัย สามารถสรุปได้ว่า REVA มีความสัมพันธ์ ($\beta = 0.680$) กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญระดับความเชื่อมั่นที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Moghaddam and Shoghi (2012) แสดงให้เห็นว่า REVA ขององค์กรธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) เพิ่มขึ้น

ส่วน EBIT ผลการวิจัยสามารถสรุปได้ว่า EBIT มีความสัมพันธ์ ($\beta = 0.691$) ในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดขององค์กรธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญระดับความเชื่อมั่นที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramana (2005) แสดงให้เห็นว่า EBIT ขององค์กรธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าเพิ่ม

ทางการตลาด(MVA) ลดลง สำหรับ NP ผลการวิจัยสามารถสรุปได้ว่า NP มีความสัมพันธ์ ($\beta = 1.583$) กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญระดับความเชื่อมั่นที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramana (2005) แสดงให้เห็นว่า NP ขององค์การธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นส่งผลให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาด(MVA) เพิ่มขึ้น

สรุปโดยรวม พบว่า การวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวแปรทั้ง 2 กลุ่มนี้ ยังคงมีความเหมาะสมสำหรับการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากจะพิจารณาถึงการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์การธุรกิจ การวัดผลด้วยตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์จะเป็นเครื่องมือวัดได้ดีกว่า ดังนั้นผู้บริหารของกิจการสามารถนำเครื่องมือวัดทั้งสอง

กลุ่มมาใช้ร่วมกันในการตัดสินใจกำหนดทิศทางและกำหนดกลยุทธ์ในการบริหารเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับองค์การธุรกิจได้

ข้อเสนอแนะ

จากการวิจัยสรุปได้ว่าการใช้เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานไม่ว่าจะเป็นกลุ่มใดก็ตามยังคงมีความเหมาะสมในแต่ละสถานการณ์ ถ้าสามารถใช้ไปพร้อมกันทั้งสองกลุ่มในสถานการณ์เดียวกันจะส่งผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น เพื่อให้ได้ประโยชน์สูงสุดจากผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนสำหรับนักลงทุนส่วนผู้บริหรนั้นสามารถตัดสินใจในการวางแผนปรับกลยุทธ์ให้เหมาะสมต่อสถานการณ์เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์การธุรกิจซึ่งนำไปสู่ความมั่งคั่งต่อผู้ถือหุ้น

เอกสารอ้างอิง

- ข้อมูลหลักทรัพย์. (2559). ค้นเมื่อ 15 พฤศจิกายน 2559, จาก <http://www.settrade.com/login.jsp?txtBrokerId=IPO>
- Anastassis, C., & Kyriazis, D. (2007). The validity of the economic value added approach: An empirical application. *European Financial Management*, 13(1), 71-100.
- Bausch, A. E., Barbara, W., & Blome, M. (2003). *Is market value-based residual income a superior performance measure compared to book value-based residual income?* Working Paper, No. 1. Justus-liebig-Universitat.
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997). The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts*, 53(3), 11-20.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2005). *Financial management: Theory and practice* (11th ed.). Cincinnati, OH: South-Western.
- Colvin, G. (2010). Many performance ratios lie about a company's health: A new metric EVA momentum has emerged that can't easily be gamed. *Fortune*, 161(1), 1-22.
- Darabi, R., & Esfandiyari, E. (2009). The relationship between REVA, EBIT, and OCF with stock price in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting and Auditing*, 1(1), 121-144.
- De Wet, J. H. (2005). EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value: A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, 13(2), 1-16.
- Chen, S., & Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVA): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318-333.
- Jahankhani, A., & Sajjadi, A. (1994). *Application of economic value added in financial decision making*. University of Tehran, Faculty of Management.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). The balanced scorecard measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 70(1), 71-91.
- Lehn, K., & Makhija, A. K. (1997). EVA, accounting profits, and CEO turnover: An empirical examination 1985-1994. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 90-96.
- Mahoney, R. L. (2011). *EVA momentum as a performance measure in the United States lodging industry*. Doctoral Dissertation in Hospitality Management, Iowa State University.
- Marshall, A. (1890). *Principles of economics* (8th ed.). London: Macmillan.
- Milunovich, S., & Tsuei, A. (1996). EVA in the computer industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 104-115.

- Moghaddam, A. G., & Shoghi, H. (2012). A study of refined economics value added explanatory power associated with MVA and EPS in Tehran stock exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research Business*, 3(9), 403-412.
- Paula, D. A., & Elena, D. C. (2009). *EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value a comparative analysis*. Retrieved May 11, 2016, from <http://www.upm.ro/proiecte/EEE/Conferences/papers/S309.pdf>
- Ramana, D. V. (2005). *Market value added and economic value added: Some empirical evidences*. Retrieved March 21, 2016, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=871404
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA): Literature review and relevant issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200-220.
- Stewart, J. B. (2009). EVA momentum: The one ratio that tells the whole story. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2), 74-86.
- Worthington, A. C., & West, T. (2001). Economic value-added: A review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67-86.
- Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill.