



การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นในทรัพย์สินของธุรกิจ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

A Study of the Relationship between Economic Value Added and Market Value Added in Assets of Listed Companies in the Market for Alternative Investment

อาทิตยา จันตานนท์* และ ธนโชติ บุญวรโชติ

Atittaya Juntanon* and Tanachote Boonvorachote

ภาควิชาการจัดการเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ ประเทศไทย
Department of Agro-Industrial Technology Management, Faculty of Agro-Industrial, Kasetsart University, Bangkok Thailand

*Corresponding author, E-mail: atittaya.jun@ku.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นในทรัพย์สินของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้วิธีวัดความสามารถในการทำกำไร โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินและข้อมูลสถิติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ระหว่างปี 2558 ถึงปี 2562 จำนวนทั้งหมด 137 บริษัท โดยมีการแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็นบริษัทที่มีผลประกอบการดี หรือกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สินเป็นบวกจำนวน 62 บริษัท และกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สินเป็นลบจำนวน 75 บริษัท โดยได้มีการวิเคราะห์เชิงสถิติได้แก่ การวิเคราะห์สถิติพรรณนา และวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ซึ่งผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นในทรัพย์สินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยกล่าวได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นเทคนิคการวัดประสิทธิภาพการทำกำไรของบริษัทที่ดี บริษัทที่มี EVA สูง สามารถระดมทุนด้วยต้นทุนการเงิน (WACC) ที่ต่ำ และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มของทรัพย์สินให้กิจการ ซึ่งบริษัทมหาชนเหล่านี้จะเป็นบริษัทที่ดีสำหรับนักลงทุน ที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

คำสำคัญ: การคัดเลือกหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ มูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นในทรัพย์สิน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์



Abstract

The main purpose of this research was to study the relationship between economic value added and market value added in assets of listed companies in the Market for Alternative Investment (MAI). Profitability measurement method using information from financial statements and Statistics data of registered business in the MAI between Year 2015 and Year 2019. Total numbers of sample companies are 137 companies. The sample size contains 62 positive-MVA companies and 75 negative-MVA ones. The research analyzed data using descriptive statistics and inferential statistics. The result showed a positive relationship between economic value added and market value added in assets. Not only economic value added can show the profitability of a company. A company with a high EVA firm was found to have a lower weighted average cost of capital (WACC) and could add its EVA. The qualified company is a good choice for investors. The finding will be beneficial for investors who invest in the Market for Alternative Investment.

Keywords: Stock Selection, Market for Alternative Investment, Market Value Added in Assets, Economic Value Added

1. บทนำ

ปัจจุบันธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีมูลค่าความต้องการเพิ่มขึ้นทุกปี และมีความสำคัญกับระบบเศรษฐกิจ ธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารส่วนใหญ่เป็นอุตสาหกรรมขนาดกลางถึงขนาดย่อม (SMEs) และมีการจดทะเบียนเพิ่มมากขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ทางเลือกในการระดมทุนระยะยาวของธุรกิจ SMEs และเปิดโอกาสให้นักลงทุนเข้ามาเป็นเจ้าของ และร่วมสนับสนุนธุรกิจขนาดกลาง และขนาดย่อม (นฤมล บัณฑิตทอง, 2552) โดยนักลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่าการออมเงินด้วยการฝากประจำกับธนาคารที่อัตราผลตอบแทนรวมไปถึงดอกเบี้ยต่ำ อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีก็มีความเสี่ยงที่สูงเช่นกัน ดังนั้นการหาแนวทางในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีจึงเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจ

การใช้ตัววัดประสิทธิภาพการดำเนินงานที่มีตัวชี้วัดที่นำมาใช้กันอย่างแพร่หลาย คือ การวัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) และมูลค่าเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งแสดงถึงกำไรทางเศรษฐกิจศาสตร์ที่องค์กรได้รับเทียบกับการลงทุน หาก EVA มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหรือเป็นบวกอย่างต่อเนื่องแสดงว่าการบริหารงานของธุรกิจนั้นประสบความสำเร็จ และสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholders' wealth) ทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความพอใจ และยังกระตุ้นให้ผู้บริหารตัดสินใจบริหารจัดการเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่ธุรกิจ รวมถึงยังสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize shareholders' wealth) ทั้งบริษัทเอกชน หน่วยงานของรัฐฯ และนำการพิจารณาหลักเกณฑ์ที่ว่า



หากทีมผู้บริหารมีความสามารถจะมีค่า EVA สูงและทำให้มีการสร้างมูลค่า MVA สูงตามไปด้วยนั้นมักช่วยคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดจึงเป็นทางเลือกหนึ่งในการลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นและสามารถเพิ่มโอกาสในการลงทุนอีกด้วย

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับมูลค่าเพิ่มทางตลาดของหลักทรัพย์ (MVA) ซึ่งเป็นการวัดมูลค่าเพิ่มทางตลาดอีกวิธีหนึ่ง เพื่อใช้ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อที่จะเป็นการสร้างทางเลือกในการตัดสินใจที่จะลงทุนในบริษัทต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะเห็นดาวเด่นของแต่ละอุตสาหกรรม

ไพบุลย์ เสรีวิวัฒนา และเอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์ (2550) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจัดอันดับ MVA ของบริษัทจดทะเบียนไทยประจำปี 2550 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการใช้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดมาใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่น่าลงทุน ใช้เพื่อวัดผลการดำเนินงานของบริษัท และยังช่วยชี้ให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่องค์กรจะได้ปรับกลยุทธ์เพื่อเตรียมรับมือกับสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

ภูเบศ มาให้ (2561) ได้ศึกษาและวิจัยความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระคือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระ กับตัวแปรตามคืออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อธิบายได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด และกระแสเงินสดอิสระ สามารถอธิบายอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ และพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนไปในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ

2. วัตถุประสงค์

- 1) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางตลาดในการคัดเลือกหลักทรัพย์ของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
- 2) เพื่อศึกษาการวัดประสิทธิภาพ และความสามารถในการทำกำไร เช่นการสร้างรายได้และความมั่งคั่งของหลักทรัพย์ธุรกิจการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
- 3) เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจวางแผนลงทุนในหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

3. วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้กำหนดขอบเขตการศึกษาครอบคลุมบริษัทธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เช่นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น โดยใช้ข้อมูลรายปีจำนวน 5 ปี ระหว่างปี 2558 ถึง 2562 หลักเกณฑ์ในการคัดเลือก คือต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสมบูรณ์



3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

โปรแกรมวิเคราะห์ข้อมูล IBM SPSS Version 20 และ โปรแกรม Microsoft Excel 2019.

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและข้อมูลสถิติราคาหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประกอบด้วยข้อมูลทรัพย์สิน หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนของกระแสเงินสด และราคาหลักทรัพย์จากราคาปิด

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ สถิติเชิงพรรณนา สหสัมพันธ์ และสมการถดถอยพหุคูณ

3.4.1 การคำนวณ

1) มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ $EVA = NOPAT - \text{Capital Cost}$

2) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี $NOPAT = EBIT \times (1 - t)$

3) ต้นทุนของเงินทุนที่ลงทุน $\text{Capital Cost} = CE \times WACC$

4) ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน $WACC = W_d R_d (1-T) + W_s R_s$

5) ต้นทุนของกำไรสะสม $R_s = R_{rf} + (R_m - R_{rf}) \beta$

6) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงานของบริษัท $\%ROIC = \frac{NOPAT}{CE}$

7) มูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นของทรัพย์สิน และมูลค่าตลาดของทรัพย์สิน

$$MVA = V - CE$$

ทั้งนี้ สามารถคำนวณ V/CE ออกมาได้ตามความสัมพันธ์

$$V = CE + MVA$$

$$V/CE = 1 + MVA/CE$$

$$V/CE = 1 + [(EVA/WACC)/CE]$$

$$= 1 + [ROIC - WACC]/WACC$$

$$= ROIC/WACC$$

เมื่อ สมมติให้ EVA มีค่าคงที่ (Abate., Grant, & Stewart, 2004)

หลังจากนั้นนำผลคำนวณที่ได้ทั้งหมดมาเปรียบเทียบว่าผลการคำนวณมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นของทรัพย์สินเป็นบวกหรือลบ และหาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ MVA เพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ทั้งหมด



3.4.2 การวิเคราะห์ข้อมูล

1) *วิเคราะห์สถิติพรรณนา (Descriptive statistics)* ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean), ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ของทรัพย์สินเป็นบวก และกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ของทรัพย์สินเป็นลบโดยใช้ข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในการวิเคราะห์

2) *วิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics)* ได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ หลายตัวกับตัวแปรตาม 1 ตัว เพื่อศึกษาว่ามีตัวแปรอิสระตัวใดบ้างที่ร่วมกันทำนายหรือพยากรณ์ หรืออธิบายการผันแปรของตัวแปรตามได้

เมื่อนำเทคนิควิเคราะห์ข้างต้นมาใช้ โดยเขียนความสัมพันธ์ในรูปแบบของสมการได้ดังนี้
สมการที่ 1 $MVA/CE = b_0 + b_1 WACC + b_2 ROA + b_3 EVA/CE + b_4 \ln(CE) + b_5(DIY) + e$
สมการที่ 2 $V/CE = b_0 + b_1 WACC + b_2 ROA + b_3 EVA/CE + b_4 \ln(CE) + b_5(DIY) + e$
ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ประกอบด้วย

V คือ มูลค่าตลาดของทรัพย์สิน

MVA คือ มูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นของทรัพย์สิน

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ประกอบด้วย

EVA คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

WACC คือ อัตราต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

ROA คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

DIY คือ อัตราส่วนเงินปันผลจ่าย

CE คือ ทรัพย์สินหรือเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน



ตารางที่ 1 ตารางแสดงตัวย่อของตัวแปรต่างๆ

คำย่อ		คำอธิบาย
V	Asset Market Value	มูลค่าตลาดของทรัพย์สิน
MVA	Market Value Added	มูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้นของทรัพย์สิน
EVA	Economic Value Added	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
NOPAT	Net Operating Profit after Tax	กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี
EBIT	Profit before Interest and Tax	กำไรของบริษัทก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี
CE	Capital Employed	ทรัพย์สินหรือเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน
Rs	Cost of Retained Earnings	ต้นทุนของกำไรสะสม
Rd	Cost of Debt	ต้นทุนของหนี้สินก่อนหักภาษี
WACC	Weighted Average Cost of Capital	ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน
Wd	Weighted of Debt	สัดส่วนของหนี้สิน
Wp	Weighted of Preferred Stocks	สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิ์
Ws	Weighted of Retained Earnings	สัดส่วนของกำไรสะสม
DIY	Dividend Yield	อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน
DPS	Dividend per Share	เงินปันผลตอบแทนต่อหุ้น
EPS	Earnings per Share	กำไรต่อหุ้น
ROIC	Return on Invested Capital	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงานของบริษัท
ROE	Return on Equity	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
ROA	Return on Assets	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
P/E	Price/Earning Ratio	อัตราส่วนของราคาปิดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น

4. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) เป็นบวกและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) เป็นลบ

ผู้ทำวิจัยได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ว่าสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ (Wealth Increasing) ได้ โดยศึกษาข้อมูลอื่น ๆ ร่วมด้วย เช่น กำไรสุทธิ (Net Income), NOPAT, CE, ROA, ROE และ DIY ตลอดจนข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการคำนวณค่า EVA และ MVA ได้แก่ ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน (WACC) ต้นทุนของกำไรสะสม (R_s) ต้นทุนของหนี้สิน (R_d) เพื่อทำการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผลการวิจัยดังแสดงในตารางที่ 2 พบว่า ข้อมูลค่าเฉลี่ยของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สิน (MVA) ทั้ง 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวก และกลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบ โดยกลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวกจะมีค่าเฉลี่ยของค่า MVA และ EVA ที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01



และมีขนาดของบริษัทที่ใหญ่กว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบอยู่เล็กน้อย โดยพิจารณาจากค่า CE และ Total Asset อีกทั้งยังพบว่าค่า EBIT, Net Income, NOPAT ของกลุ่มบริษัทที่มี MVA เป็นบวกมีค่ามากกว่า แสดงให้เห็นว่า มีความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และยังมีค่า $R_u R_d$ ที่ต่ำทำให้มีต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน (WACC) ที่น้อยกว่ากลุ่มบริษัทที่มี MVA เป็นลบ

เมื่อพิจารณาถึงข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวกพบว่าจะมีราคาหุ้น (Stock Price) อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DIY) ที่สูง และมีค่ามากกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบ และเมื่อพิจารณาถึงดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพในการสร้างผลกำไรซึ่งได้แก่ ค่า EPS, ROA, ROE รวมถึงค่า EVA ก็จะมีค่ามากกว่าเช่นกัน แสดงให้เห็นว่า ประสิทธิภาพบริษัท (EPS, ROA, ROE) และประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ ซึ่งอยู่ในรูปแบบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันกับการสร้างมูลค่าเพิ่มของทรัพย์สินให้กิจการ

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) เป็นบวกและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) เป็นลบ ของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

(Unit : Million Baht)	Negative-MVA			Positive-MVA		
	Mean	Median	Standard Deviation	Mean	Median	Standard Deviation
EBIT	-18.22	4.19	100.62	139.00***	79.55	149.88
Net Income	-35.26	-5.39	105.94	104.38***	66.44	113.94
NOPAT	-22.58	0.04	100.67	118.53***	68.99	126.41
CE	548.81	374.48	526.87	632.77	442.54	618.24
Total Asset	1034.54	741.30	898.31	1515.57**	982.87	1636.20
Total Equity	596.86	433.71	570.43	805.91*	591.78	745.33
EVA	-105.44	-31.76	228.14	44.10***	32.17	113.52
MVA	-853.97	-406.27	1245.02	780.06***	410.80	1270.98
EPS (Baht)	98.31	-0.01	838.46	2.73	0.25	7.28
DPS (Baht)	0.03	0.01	0.06	0.12*	0.03	0.25
Stock Price (Baht)	2.03	1.44	1.93	5.03*	2.22	8.06
P/E (Times)	-1.84	7.02	206.41	19.01	13.17	35.32
P/O ratio (%)	24.38 %	0.00 %	79.66 %	32.34 %	33.15 %	95.74 %
ROE (%)	-7.74 %	0.36 %	28.47 %	12.81 %***	11.02 %	9.02 %
ROA (%)	-4.40 %	-0.48 %	13.23 %	7.92 %***	6.75 %	5.94 %
DIY (%)	1.27 %	0.89 %	1.53 %	2.55 %***	2.11 %	2.57 %



(Unit : Million Baht)	Negative-MVA			Positive-MVA		
	Mean	Median	Standard Deviation	Mean	Median	Standard Deviation
Rd (%)	7.05 %	7.00 %	0.89 %	7.00 %	7.00 %	1.18 %
Rs (%)	10.08 %	10.00 %	0.72 %	9.99 %	10.00 %	0.55 %
WACC (%)	9.57 %	8.56 %	7.07 %	8.52 %	8.30 %	1.63%

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation Analysis)

จากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และตัวแปรข้อมูลอื่นๆกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สิน (MVA) ดังแสดงในตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือดัชนีในการวัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการ EVA (ในที่นี้ใช้ EVA/CE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันในทางบวกกับ มูลค่าเพิ่มทางตลาดของกิจการ MVA (ในที่นี้ใช้ MVA/CE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าค่า EVA สามารถใช้เป็นดัชนีในการวัดประสิทธิภาพและการสร้างมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สินของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอได้

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม 2 ตัวนั่นคือ มูลค่าเพิ่มทางตลาดของกิจการ MVA (ในที่นี้ใช้ MVA/CE) กับมูลค่าทางตลาดของทรัพย์สิน V (ในที่นี้ใช้ V/CE) และตัวแปรอิสระ ซึ่งได้แก่ EVA/CE, WACC, DIY, ROA และ Ln CE ดังแสดงในตารางที่ 4 พบว่าค่า MVA (ในที่นี้ใช้ MVA/CE) กับค่า V (ในที่นี้ใช้ V/CE) สามารถอธิบายได้ด้วย EVA/CE, WACC, DIY, ROA และ Ln CE กล่าวคือ กลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวกหรือมีค่ามากนั้น จะมีต้นทุนการเงินที่ต่ำ ค่าสัมประสิทธิ์ของ WACC เป็นลบ และมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) และกลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวกหรือมีค่ามาก จะมีค่า EVA มากเช่นกัน หรือสามารถกล่าวได้ว่า บริษัทที่มีประสิทธิภาพการบริหารจัดการที่ดี เนื่องจากมีค่าสัมประสิทธิ์ของ EVA/CE เป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อีกนัยหนึ่งกล่าวได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือดัชนีในการวัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการ (EVA) สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สิน (MVA) และมูลค่าตลาดของกิจการ (V) ของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอได้



ตารางที่ 3 ตารางแสดงการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ระหว่าง MVA/CE, EVA/CE, ROA, ROE และตัวแปรอื่น ๆ

	MAV/CE	EVA/CE	Ln CE	WACC	DIY	ROA	ROE
MAV/CE	1						
EVA/CE	0.304*** (0.000)	1					
Ln CE	-0.092 0.283	-0.061 0.478	1				
WACC	-0.030 0.730	-0.113 0.188	0.018 0.832	1			
DIY	-0.075 0.382	-0.048 0.578	0.254*** (0.003)	-0.049 0.566	1		
ROA	-0.259*** (0.002)	-0.147* (0.086)	0.293*** (0.001)	-0.043 0.620	0.394*** (0.000)	1	
ROE	-0.065 0.451	0.008 0.926	0.098 0.256	-0.246*** (0.004)	0.292*** (0.001)	-0.259*** (0.002)	1

หมายเหตุ () แสดงค่า P-value

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4 ตารางแสดงการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regression) (n = 137)

Dependent Variable	Negative-MVA		Positive-MVA		All MVA	
	MVA/CE	V/CE	MVA/CE	V/CE	MVA/CE	V/CE
Intercept	-82.692** (0.028)	-81.692** (0.030)	18.796 0.335	19.097 0.328	1.149 0.952	1.609 0.933
EVA/CE	13.101*** (0.000)	13.101*** (0.000)	1.104* (0.054)	1.105* (0.054)	2.306*** (0.001)	2.307*** (0.001)
WACC	53.800 0.199	53.800 0.199	25.520 0.864	26.138 0.861	-3.564 0.931	-3.548 0.932
DIY	-5.780** (0.008)	-5.780** (0.008)	1.627* (0.099)	1.622* (0.101)	0.391 0.728	0.389 0.729
ROA	-0.646**	-0.646**	-0.762***	-0.764***	-0.503**	-0.505**



Dependent Variable	Negative-MVA		Positive-MVA		All MVA	
	MVA/CE	V/CE	MVA/CE	V/CE	MVA/CE	V/CE
	(0.023)	(0.023)	(0.000)	(0.000)	(0.014)	(0.014)
Ln CE	6.106**	6.106**	-1.635	-1.582	-0.299	-0.257
	(0.034)	(0.034)	0.198	0.213	0.841	0.863
R Square	0.539	0.539	0.322	0.321	0.140	0.140
Adjusted R Square	0.505	0.505	0.273	0.272	0.108	0.108

หมายเหตุ () แสดงค่า P-value

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

5. บทสรุป

จากการวิเคราะห์และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับมูลค่าเพิ่มทางตลาดของกิจการ (MVA) ของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวนทั้งหมด 137 บริษัท สามารถแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มได้แก่ กลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวกจำนวน 62 บริษัท และกลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบจำนวน 75 บริษัท กลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวก จะมีค่า MVA สูง มีขนาดกิจการที่ใหญ่กว่าโดยใช้ทรัพย์สินในการดำเนินงานเพื่อก่อให้เกิดกำไรสุทธิ และกำไรในการดำเนินงาน รวมถึงค่า EVA โดยเฉลี่ยที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ที่ว่าตัวแปรค่า EVA มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันในทิศทางบวกกับค่า MVA และผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณยังชี้ให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มทางตลาดของกิจการ (MVA) กับมูลค่าทางตลาด (V) สามารถอธิบายได้ด้วย EVA/CE, WACC, DIY, ROA และ Ln CE กล่าวคือ กลุ่มบริษัทที่มีค่า MVA เป็นบวกนั้นจะมีต้นทุนการเงินที่ต่ำ แต่อาจจะไม่ได้จ่ายปันผลในอัตราที่สูง โดยขนาดของกิจการที่มีขนาดใหญ่ขึ้นจนอาจจะมีขนาดใหญ่เกินไปนั้นจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงานจะทำให้มูลค่า EVA ลดลง (ชน โขติ บุญวร โขติ, 2553)

ทั้งนี้จากการวิจัยสามารถชี้ให้เห็นถึงการประยุกต์ใช้ค่า EVA ซึ่งเป็นเทคนิคการวัดประสิทธิภาพการทำกำไรที่ดีของบริษัท และหากบริษัทที่มีประสิทธิภาพของการบริหารจัดการที่ดีของผู้จัดการ หรืออีกนัยหนึ่ง คือ มีความสามารถในการสร้างมูลค่า EVA ที่สูงจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มทางตลาดของทรัพย์สิน และมูลค่าตลาดของกิจการได้สูงเช่นกัน หรือสร้างโอกาสในการเจริญเติบโตที่ยั่งยืนของบริษัทได้ด้วย ดังนั้นพบว่า การพิจารณาความสัมพันธ์ของค่า EVA และค่า MVA นั้นสามารถใช้ในการประเมิน วัดประสิทธิภาพและความสามารถในการสร้างกำไร ความสามารถในการสร้างความมั่งคั่ง และโอกาสในการเติบโตที่ยั่งยืนของบริษัท เพื่อช่วยคัดเลือกหลักทรัพย์ที่นำลงทุนอยู่ในหมวดของธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร รวมไปถึงธุรกิจอื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้



6. กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ผู้วิจัยกราบขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษา รศ.ดร.ชนโชติ บุญวรโชติ ที่ได้เมตตาและสละเวลาชี้แนะแนวทางในการเป็นที่ปรึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ และขอขอบพระคุณอาจารย์คณาจารย์ประจำสาขาการจัดการเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร คณะอุตสาหกรรมเกษตรทุกท่าน ที่มอบความรู้ คำแนะนำด้านวิชาการอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในงานวิจัย

7. เอกสารอ้างอิง

- ชนโชติ บุญวรโชติ. (2553). การวัดประสิทธิภาพของธุรกิจโดยใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์: กรณีศึกษากลุ่มธุรกิจเกษตรวารสารวิทยาศาสตร์สาขาสังคม, 31, 356-368 .
- นฤมล ปั่นทอง. (2552). ความคิดเห็นของนักลงทุนต่อตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วิทยานิพนธ์ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา และ เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์. (2550). รายงานการจัดอันดับ MVA ของบริษัทจดทะเบียนประจำปี 2550. วารสารบริหารธุรกิจ, 51(4), 48-81.
- ภูเบศ มาโก้. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด กระแสเงินสดอิสระกับอัตราเติบโตอย่างยั่งยืน. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, สาขาวิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- Abate, J. A., Grant, J. L., & Stewart, G. B. (2004). The EVA style of investing. *The Journal of Portfolio Management*, 30(4), 61-72.