

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ตัววัดผลดำเนินงาน

ทางบัญชี มูลค่าเพิ่มทางตลาด และมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น:

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationships among Economic Value Added, Accounting Performance

Measures, Market Value Added, and Shareholder Value Added:

Evidence from Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

¹พนัชนิชา รุจิโรจน์สกุล, ²พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

³ศิริเดช คำสุพรหม และ ⁴พนารัตน์ ปานมณี

¹Panchitta Rujirojsakul, ²Pattanant Petchchedchoo

³Siridech Kumsuporm, and ⁴Panarat Panmanee

^{1, 2, 3}วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

^{1, 2, 3}College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University. Thailand

⁴คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยศิลปากร

⁴Faculty of Management Science, Silpakorn University, Thailand

E-mail: ¹panchita.ruj@gmail.com, ²pattanant.peo@dpu.ac.th

³siridech.kum@dpu.ac.th, ⁴panarat.tu@gmail.com

Received September 21, 2025; Revised December 16, 2025; Accepted December 28, 2025

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี มูลค่าเพิ่มทางตลาด และมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในช่วงปี พ.ศ. 2556–2565 รวมทั้งสิ้น 2,730 ตัวอย่าง การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล และสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และการวิเคราะห์เส้นทาง เพื่อทดสอบอิทธิพลเชิงสาเหตุระหว่างตัวแปร ผลการวิจัย พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และมูลค่าเพิ่มทางตลาด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์เส้นทางยังชี้ให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อัตราผลตอบแทน

ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรต่อหุ้น มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้นผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตัววัดผลดำเนินงานทั้งเชิงบัญชีและเชิงเศรษฐศาสตร์มีบทบาทสำคัญต่อการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นผลการวิจัยครั้งนี้ช่วยเสริมสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้นในระดับองค์กร และสามารถใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนในการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงิน การบริหารผลการดำเนินงาน และการตัดสินใจลงทุนของผู้บริหาร นักลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์; วัดผลดำเนินงานทางบัญชี; มูลค่าเพิ่มทางตลาด; มูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น

Abstract

This article aimed to examine the relationships among Economic Value Added (EVA), accounting performance measures, Market Value Added (MVA), and Shareholder Value Added (SVA) of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Secondary data were collected from the financial statements of listed companies during the period 2013–2022, totaling 2,730 firm–year observations. Descriptive statistics were employed to describe the general characteristics of the data, while inferential statistics—specifically Pearson’s correlation analysis and path analysis—were used to investigate the relationships and causal influences among variables. The results revealed that EVA, return on equity (ROE), earnings per share (EPS), and MVA were positively correlated with SVA, whereas return on assets (ROA) exhibited a negative relationship with SVA. Furthermore, the findings from the path analysis indicated that EVA, ROE, and EPS indirectly influenced SVA through MVA. These results suggest that both accounting–based and value–based performance measures play significant roles in enhancing shareholder value. This research contributes to a deeper understanding of the factors influencing shareholder value creation in Thai listed firms. The findings provide valuable implications for corporate executives, investors, and other stakeholders in developing financial strategies, improving performance management, and making investment decisions that promote sustainable shareholder value.

Keywords: Economic Value Added; Accounting Performance Measure; Return on Assets; Market Value Added; Shareholder Value Added

บทนำ

ในยุคที่การแข่งขันทางธุรกิจทวีความรุนแรงมากขึ้น การสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น (Shareholder Value Added: SVA) ถือเป็นเป้าหมายหลักขององค์กรธุรกิจในทุกอุตสาหกรรม เนื่องจากการเพิ่มมูลค่าผู้ถือหุ้นสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของผู้บริหาร และความสามารถขององค์กรในการสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืน (McTaggart et al., 1994; Young & O'Byrne, 2001) อย่างไรก็ตาม ตัวชี้วัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) หรืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แม้จะเป็นที่นิยม แต่มีข้อจำกัดในการสะท้อนมูลค่าทางเศรษฐกิจที่แท้จริงขององค์กร (Stewart, 1991; Shad & Lai, 2015) เนื่องจากไม่คำนึงถึงต้นทุนของเงินทุน (Stewart, 1991; Goel & Oswal, 2020) มุ่งเน้นผลประโยชน์มากกว่าความยั่งยืน (Faiteh & Aasri, 2023) และได้รับอิทธิพลจากนโยบายทางบัญชีซึ่งอาจบิดเบือนข้อมูลทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ROA และ ROE ยังไม่สะท้อนมูลค่าตลาดและความคาดหวังของนักลงทุนที่มองไปสู่นอนาคต (Gupta & Kumar, 2016) ด้วยเหตุนี้ นักวิชาการจึงเสนอให้ใช้ตัวชี้วัดเชิงเศรษฐศาสตร์ เช่น Economic Value Added (EVA) ซึ่งคำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนและสามารถสะท้อนมูลค่าเพิ่มที่แท้จริงขององค์กรได้ดีกว่า (Stewart, 1991; Grant, 2003)

ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา มีการเสนอแนวคิด “มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์” (Economic Value Added: EVA) เพื่อเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพทางการเงินที่รวมต้นทุนของเงินทุนเข้าไว้ด้วย ซึ่งช่วยให้สามารถวัดความสามารถขององค์กรในการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจได้ดีกว่าตัววัดทางบัญชีทั่วไป (Stewart, 1994; Bhasin & Shaikh, 2013; Abu Wadi & Saqfalhait, 2016) งานวิจัยจำนวนมากในต่างประเทศพบว่า EVA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) และมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) (Chattopadhyay & Rakshit, 2010; Abu Wadi & Saqfalhait, 2016) อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์ดังกล่าวยังไม่สอดคล้องกันในแต่ละบริบทของประเทศและอุตสาหกรรม โดยเฉพาะในตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย ซึ่งยังมีจำนวนน้อยของงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างระหว่าง EVA ตัววัดผลทางบัญชี MVA และ SVA อย่างครบถ้วนในช่วงเวลาที่ยาวนาน

งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่เน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (เช่น อัตราส่วนทางการเงิน หรือราคาหุ้น) แต่ยังขาดการวิเคราะห์เชิงบูรณาการที่เชื่อมโยงมิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าทางตลาด และมูลค่าผู้ถือหุ้นในภาพรวมของระบบการสร้างมูลค่า ซึ่งเป็นช่องว่างสำคัญที่ควรได้รับการศึกษาเพิ่มเติม เพื่อทำความเข้าใจกลไกการสร้างมูลค่าขององค์กรในบริบทของตลาดทุนไทย

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ตัววัดผลดำเนินงานทางบัญชี มูลค่าเพิ่มทางตลาด และมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์เชิงสาเหตุผ่านแบบจำลองเส้นทาง (Path

Analysis) เพื่ออธิบายกลไกและอิทธิพลของตัวแปรต่าง ๆ ที่มีต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างเป็นระบบ ซึ่งคาดว่าจะช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการและเป็นประโยชน์ต่อการบริหารจัดการเชิงกลยุทธ์ขององค์กรไทยในระยะยาว

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรต่อหุ้น (EPS) กับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) กับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
5. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้ผู้ถือหุ้น

การสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นถือเป็นเป้าหมายหลักของการดำเนินธุรกิจในยุคปัจจุบัน เนื่องจากผู้ถือหุ้นเป็นผู้ลงทุนและมีความคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลและการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหุ้น หากบริษัทไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมได้ ก็อาจสูญเสียความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและไม่สามารถเติบโตอย่างยั่งยืน การบริหารที่มุ่งเน้น “การเพิ่มความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น” (Maximizing Shareholder Wealth) จึงเป็นแนวคิดหลักในการกำหนดกลยุทธ์และการตัดสินใจทางธุรกิจ โดยผู้ถือหุ้นไม่ได้เป็นเพียงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มเดียว แต่ยังมีความสัมพันธ์กับพนักงาน ลูกค้า และซัพพลายเออร์ที่ต้องได้รับประโยชน์ไปพร้อมกันด้วย

ในแง่นี้ การวัดผลการดำเนินงานและการประเมินศักยภาพในการสร้างมูลค่าจึงเป็นหัวใจสำคัญที่ช่วยให้นักลงทุนและผู้บริหารตัดสินใจได้อย่างมีเหตุผล อย่างไรก็ตาม เครื่องมือการวัดผลที่ใช้กันมาอย่างยาวนาน เช่น ROA, ROE และ EPS มีข้อจำกัดหลายประการ โดยเฉพาะการสะท้อนเพียงตัวเลขทางบัญชี ซึ่งอาจไม่เพียงพอต่อการประเมินความสามารถที่แท้จริงในการสร้างความมั่งคั่ง

ตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม

ตัวชี้วัดทางการเงินดั้งเดิม (Traditional Performance Measures) เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ถือเป็นมาตรฐานที่ใช้ประเมินความสามารถในการทำกำไรและการจัดการต้นทุนของบริษัทมาอย่างยาวนาน ตัวชี้วัดเหล่านี้สะท้อนความสามารถของผู้บริหารในการใช้ทรัพยากรทางการเงินเพื่อสร้างรายได้ และมักเป็นตัวเลขที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนระยะสั้น

อย่างไรก็ตาม ข้อวิจารณ์ที่สำคัญคือ ตัวชี้วัดเหล่านี้พึ่งพาระบบบัญชีเป็นหลัก และมีความอ่อนไหวต่อวิธีการบันทึกบัญชีหรือมาตรฐานบัญชีที่แตกต่างกัน (Shad & Lai, 2015) ผลกำไรทางบัญชีจึงอาจไม่สะท้อนศักยภาพที่แท้จริงในการสร้างกระแสเงินสดหรือมูลค่าของกิจการ และไม่สามารถวัดผลด้านความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับสภาพเศรษฐกิจที่ผันผวนได้

ข้อจำกัดของการวัดผลแบบดั้งเดิม

ข้อจำกัดหลักของตัวชี้วัดทางบัญชี คือไม่สามารถเชื่อมโยงผลการดำเนินงานกับการสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นในระยะยาวได้ ผลลัพธ์ทางบัญชี เช่น ROE หรือ EPS อาจสูงขึ้นในบางปี แต่ไม่ได้หมายความว่าบริษัทสร้างคุณค่าอย่างแท้จริงให้กับนักลงทุน อีกทั้งยังไม่สามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงด้านการลงทุนและความผันผวนของตลาดหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Shad & Lai, 2015)

การพึ่งพาตัวเลขผลกำไรทางบัญชีเพียงอย่างเดียวอาจนำไปสู่การตัดสินใจที่ไม่เหมาะสม เช่น การมุ่งเพิ่มกำไรระยะสั้นโดยละเลยการลงทุนเชิงกลยุทธ์ที่สร้างมูลค่าในระยะยาว ผลลัพธ์ดังกล่าวทำให้เกิดการพัฒนาตัวชี้วัดใหม่ที่มุ่งเน้นการสะท้อนมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มากขึ้น

การพัฒนาตัวชี้วัดสมัยใหม่

เพื่อแก้ไขข้อจำกัดของตัวชี้วัดแบบดั้งเดิม ได้มีการพัฒนาตัวชี้วัดสมัยใหม่ เช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA), มูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) และมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (Shareholder Value Added: SVA) โดยบริษัทที่ปรึกษา Stern Stewart & Co. (Abu Wadi & Saqfalhait, 2016)

EVA ถือเป็นนวัตกรรมสำคัญที่พิจารณาความแตกต่างระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) หาก NOPAT มากกว่า WACC แสดงว่าบริษัทสร้างมูลค่าเพิ่ม แต่หากน้อยกว่าถือว่ามูลค่าลดลง (Stewart, 1994) ดังนั้น EVA สามารถสะท้อนศักยภาพที่แท้จริงในการสร้างความมั่งคั่งได้ดีกว่ากำไรบัญชี

MVA ในอีกมิติหนึ่ง ใช้ประเมินการสร้าง ความมั่งคั่งโดยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของบริษัทกับทุนที่ลงทุนไป หาก MVA เป็นบวก บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มและมีความเสี่ยงต่ำลง ในขณะที่ MVA เป็นลบสะท้อนการขาดความสามารถในการสร้างคุณค่า (Abu Wadi & Saqfalhait, 2016) ส่วน SVA ใช้ประเมินความสำเร็จในการตอบสนองต่อความคาดหวังของผู้ถือหุ้นโดยตรง

ระบบการจัดการตามมูลค่า (Value Based Management: VBM)

แนวคิด Value Based Management (VBM) ได้รับการพัฒนาเพื่อเชื่อมโยงกลยุทธ์ของบริษัทเข้ากับการสร้างมูลค่าให้ผู้ถือหุ้น (McTaggart et al., 1994) ระบบนี้ผสมผสานทั้งทฤษฎีการเงิน เศรษฐศาสตร์ และกลยุทธ์องค์กร โดยมุ่งเน้นให้ทุกการตัดสินใจและกิจกรรมภายในบริษัทสร้างคุณค่าอย่างยั่งยืน

VBM มีปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญ ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ การวางแผนเชิงกลยุทธ์ การจัดสรรทรัพยากร การจัดการผลการปฏิบัติงาน และการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร (Young & O'Byrne, 2001) EVA ถือเป็นหัวใจหลักในกระบวนการนี้ เนื่องจากสามารถเชื่อมโยงกลยุทธ์กับผลลัพธ์ทางการเงินได้โดยตรง และส่งสัญญาณไปยัง ROE ซึ่งสะท้อนความสามารถในการสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Vijaykumar, 2011)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยหลายชิ้นสนับสนุนว่า EVA เป็นตัวชี้วัดที่มีประสิทธิภาพสูงสุดในการอธิบายการสร้าง ความมั่งคั่ง โดย Uyemura, Kantor and Pettit (1996) ได้ชี้ว่า EVA สามารถเชื่อมโยงผลการดำเนินงาน กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในอีกด้านหนึ่ง งานวิจัยบางส่วนกลับให้ผลตรงกันข้าม โดยพบว่า EVA ไม่ได้แตกต่างจากตัวชี้วัดดั้งเดิมในการอธิบายการสร้างมูลค่า และบางกรณี มีประสิทธิภาพน้อยกว่า ทำให้เกิดข้อถกเถียงเชิงวิชาการต่อความเหมาะสมของ EVA ว่าเป็นมาตรการ ที่ดีที่สุดจริงหรือไม่

ความแตกต่างของผลการวิจัยเหล่านี้อาจมาจากปัจจัยหลายด้าน เช่น สภาวะเศรษฐกิจของ ประเทศ ตัวอย่างที่ใช้ศึกษา ระยะเวลาการเก็บข้อมูล และโครงสร้างของอุตสาหกรรม ดังนั้น การศึกษา เพิ่มเติมในบริบทเฉพาะ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีความสำคัญต่อการทำความเข้าใจ ประสิทธิภาพของ EVA และตัวชี้วัดสมัยใหม่อื่น ๆ ในการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น

จากที่กล่าวมาทั้งหมดสามารถสรุปได้ว่า แนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้ผู้ถือหุ้นมีความสำคัญ ต่อความอยู่รอดและการเติบโตของบริษัท ตัวชี้วัดดั้งเดิมแม้จะใช้อย่างกว้างขวาง แต่มีข้อจำกัดที่ไม่ สามารถสะท้อนมูลค่าแท้จริงได้ การพัฒนาตัวชี้วัดสมัยใหม่ เช่น EVA, MVA และ SVA รวมทั้งการนำ ระบบ VBM เข้ามาใช้ จึงเป็นแนวทางที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น แม้ว่าการวิจัยที่ผ่านมาจะให้ผลลัพธ์ที่ หลากหลาย แต่สิ่งนี้ยังสะท้อนความจำเป็นในการศึกษาต่อยอดเพื่อยืนยันความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัด ทางการเงินสมัยใหม่กับความสามารถในการสร้างมูลค่าในแต่ละบริษัท

สมมติฐานการวิจัย

แนวคิดเรื่องการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น (Shareholder Value Added: SVA) เป็นหัวใจ สำคัญของแนวทางการบริหารจัดการโดยใช้มูลค่าเป็นฐาน (Value-Based Management: VBM) ซึ่งมุ่งเน้นให้การตัดสินใจของผู้บริหารทุกระดับนำไปสู่การเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นในระยะยาว

(Stewart, 1994; O'Byrne, 1996) เพื่ออธิบายกลไกการสร้างมูลค่าดังกล่าว นักวิชาการได้เสนอให้พิจารณาตัวชี้วัดทางเศรษฐศาสตร์ เช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งสะท้อนความสามารถในการสร้างผลตอบแทนหลังหักต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด และเป็นตัวบ่งชี้ที่สัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการ (Vijaykumar, 2011)

งานวิจัยจำนวนมากพบว่า EVA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) ซึ่งเป็นตัวแทนของการประเมินค่าของตลาดหุ้นต่อความสามารถของบริษัทในการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจ (Uyemura et al., 1996; Panigrahi, Zainuddin & Azizan, 2014) ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานที่ 1 ดังนี้

H1: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA)

ในทำนองเดียวกัน ตัวชี้วัดทางบัญชี เช่น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ได้รับการยอมรับว่าเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนและกระทบต่อราคาหุ้น การปรับตัวของ ROE และ EPS ที่สูงขึ้นจึงมีแนวโน้มส่งผลเชิงบวกต่อ MVA ตามสมมติฐานที่ 2 และ 3 ดังนี้

H2: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA)

H3: กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA)

ส่วนมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) สะท้อนการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับศักยภาพในการสร้างมูลค่าขององค์กร ซึ่งเป็นปัจจัยเชื่อมโยงระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) งานของ Vijaykumar (2010), and O'Byrne (1996) ชี้ว่า MVA เป็นตัวกลางสำคัญที่แปลงค่าทางเศรษฐกิจให้กลายเป็นความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น จึงตั้งสมมติฐานที่ 4 ดังนี้

H4: มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

ในด้านความสัมพันธ์โดยตรง ตัวแปร EVA, ROA, ROE และ EPS ต่างเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานที่สะท้อนประสิทธิภาพของการใช้ทรัพยากรและการบริหารทุนของบริษัท ซึ่งหลายงานวิจัยระบุว่าส่งผลต่อมูลค่าผู้ถือหุ้นโดยตรง (Parvaei & Farhadi, 2013) ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานที่ 5–8 ดังนี้

H5: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

H6: อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

H7: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

H8: กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

ท้ายที่สุดงานวิจัยเชิงโครงสร้างเช่นของ Panigrahi et al. (2014), and Vijaykumar (2011) พบว่า MVA มีบทบาทเป็นตัวแปรส่งผ่าน (mediator) ระหว่าง EVA, ROE และ EPS กับ SVA กล่าวคือประสิทธิภาพภายในองค์กรส่งผลต่อการรับรู้ของตลาดหุ้น และท้ายที่สุดสะท้อนออกมาในมูลค่าผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานที่ 9 – 11 ดังนี้

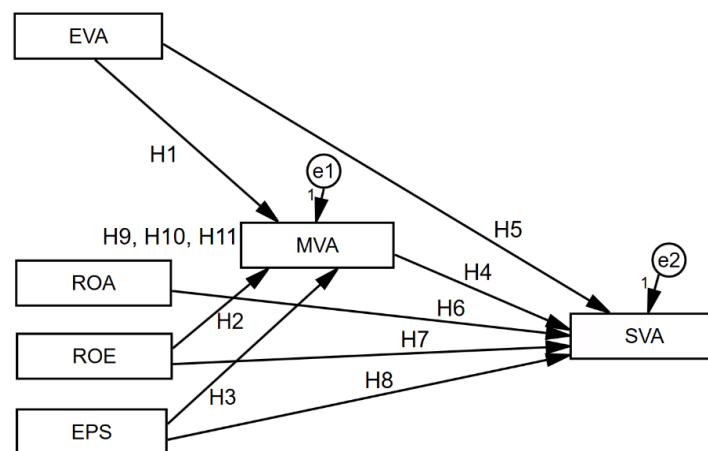
H9: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

H10: อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

H11: กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual Framework)

โดยที่

SVA = มูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น

MVA = มูลค่าเพิ่มทางตลาด

EVA = มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ROA = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ROE = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

EPS = กำไรสุทธิต่อหุ้น

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2565 เป็นระยะเวลา 10 ปี จำนวน 675 บริษัท ทั้งนี้ ไม่รวมถึงหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจการเงิน ทั้งหมดธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากมีลักษณะทางการเงินเฉพาะตัวที่แตกต่างจากภาคธุรกิจทั่วไป ทั้งในด้านโครงสร้างงบการเงิน กฎเกณฑ์การ

กำกับดูแล และการคำนวณตัวชี้วัดทางการเงิน เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ หรือดอกเบี้ย ซึ่งในธุรกิจการเงินถือเป็นรายได้หลักไม่ใช่ค่าใช้จ่าย (Proud & Suhendra, 2023; Stewart, 1991) การรวมข้อมูลของบริษัทเหล่านี้อาจทำให้เกิด ความเอนเอียง (bias) และทำให้ผลการวิเคราะห์ไม่สามารถเปรียบเทียบได้อย่างถูกต้องกับภาคธุรกิจอื่น และไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน เพื่อรักษาความถูกต้องและความสมบูรณ์ของแบบจำลองเชิงสถิติ เนื่องจากการขาดข้อมูลอาจส่งผลต่อการคำนวณตัวชี้วัดสำคัญ เช่น EVA หรือ MVA และทำให้ผลการวิเคราะห์เชิงอนุมานคลาดเคลื่อนได้ (Hair et al., 2019)

ตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้จึงมีจำนวนทั้งหมด 273 บริษัท โดยเก็บข้อมูลของบริษัทต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการวิจัยจากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูล Bloomberg ณ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปี 2556-2565)	จำนวน บริษัทต่อปี	จำนวน ตัวอย่าง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	675	6,750
หัก กลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน กองทุนรวม กองทรัสต์ และหมวดฟื้นฟู	(137)	(1,370)
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	(265)	(2,650)
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ทำการศึกษา	273	2,730

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูล Bloomberg ณ ห่องสมุดมารวย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงเวลาที่เก็บระหว่างปี 2556 ถึงปี 2565

ตัวแบบการศึกษา

ตัวแบบการศึกษามีดังนี้

$$MVA = \alpha_1 + \beta_1 EVA + \beta_2 ROE + \beta_3 EPS + \varepsilon_1$$

$$SVA = \alpha_2 + \beta_4 MVA + \beta_5 EVA + \beta_6 ROA + \beta_7 ROE + \beta_8 EPS + \varepsilon_2$$

$$SVA = \alpha_3 + \beta_9 EVA \times MVA + \beta_{10} ROE \times MVA + \beta_{11} EPS \times MVA + \varepsilon_3$$

ตารางที่ 2 นิยามเชิงปฏิบัติการของตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	ชื่อตัวแปร	คำอธิบาย / ความหมายทางทฤษฎี	วิธีการวัดค่า
SVA	มูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ ปีที่ t	ตัวชี้วัดความมั่งคั่งที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการดำเนินงานของบริษัท วัดจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง (O'Byrne, 1996)	ส่วนต่างของมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นระหว่างสิ้นงวดกับต้นงวด (บาท)
MVA	มูลค่าเพิ่มทางตลาดของบริษัท i ณ ปีที่ t	ผลต่างระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value of Equity + Debt) กับมูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุนทั้งหมด แสดงถึงการประเมินของตลาดต่อความสามารถในการสร้างมูลค่า (Stewart, 1991)	มูลค่าตลาดรวม - มูลค่าทางบัญชีของทุน (บาท)
EVA	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัท i ณ ปีที่ t	ผลตอบแทนทางเศรษฐกิจที่แท้จริงหลังหักต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด แสดงถึงมูลค่าที่กิจการสร้างได้เกินจากต้นทุนทุน (Stewart, 1991)	$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital Employed})$
ROA	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ ปีที่ t	วัดประสิทธิภาพของบริษัทในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างกำไรสุทธิ	กำไรสุทธิ ÷ สินทรัพย์รวมเฉลี่ย (ร้อยละ)
ROE	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ ปีที่ t	วัดประสิทธิภาพของการใช้เงินทุนของผู้ถือหุ้นในการสร้างกำไรสุทธิ	กำไรสุทธิ ÷ ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ร้อยละ)
EPS	กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท i ณ ปีที่ t	ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับต่อหนึ่งหน่วยของหุ้นสามัญ คำนวณตามมาตรฐานการบัญชี IAS 33	กำไรสุทธิ ÷ จำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (บาทต่อหุ้น)
$\alpha_{1,2,3}$	ค่าคงที่	แสดงถึงค่าของตัวแปรตาม (Dependent Variable) เมื่อค่าของตัวแปรอิสระทุกตัวเท่ากับศูนย์ เป็นจุดตัดแกนของสมการถดถอยในแต่ละสมการย่อย	
$\beta_{1,...,11}$	ค่าสัมประสิทธิ์	แสดงอิทธิพลหรือความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตาม โดยค่าบวกหมายถึงความสัมพันธ์เชิงบวก และค่าลบหมายถึงความสัมพันธ์เชิงลบ	
$\epsilon_{1,2,3}$	ค่าความคลาดเคลื่อน	แสดงส่วนของความแปรปรวนในตัวแปรตามที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระในสมการ เป็นตัวแทนของปัจจัยอื่นที่ไม่อยู่ในแบบจำลอง (Hair et al., 2019)	

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

1. **สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)** ใช้เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลและตัวแปรที่ศึกษา โดยนำเสนอค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบน

มาตรฐาน (Standard Deviation: SD) ของแต่ละตัวแปร เพื่อให้เห็นการกระจายและแนวโน้มของข้อมูลเบื้องต้นก่อนการวิเคราะห์เชิงอนุมาน

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ประกอบด้วยการวิเคราะห์สองขั้นตอนหลัก ได้แก่

2.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) ใช้เพื่อตรวจสอบระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตาม และใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ก่อนการวิเคราะห์แบบจำลองเชิงสาเหตุ

2.2 การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modelling: SEM) การวิเคราะห์ SEM ทำโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ผ่านโปรแกรม AMOS ซึ่งช่วยให้สามารถตรวจสอบอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัวแปรได้ในเวลาเดียวกัน โดยในแบบจำลองนี้จะวิเคราะห์อิทธิพลของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)

การเลือกใช้วิธี SEM มีความเหมาะสมเนื่องจากเป็นเทคนิคทางสถิติที่สามารถ วิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างหลายตัวแปรได้พร้อมกัน และยังสามารถแยกอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้อย่างเป็นระบบ (Hair et al., 2019; Kline, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการศึกษานี้ที่มุ่งตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงซ้อนระหว่างตัวแปรด้านผลการดำเนินงานทางเศรษฐศาสตร์ การบัญชี และมูลค่าผู้ถือหุ้น

การประเมินความสอดคล้องของแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Model Fit) จะพิจารณาจาก ดัชนีความสอดคล้อง (Fit Indices) หลายรายการ ได้แก่ ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df), ค่า Goodness-of-Fit Index (GFI), Comparative Fit Index (CFI), Tucker-Lewis Index (TLI) และ Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA) ซึ่งสะท้อนระดับความเหมาะสมของแบบจำลองที่สร้างขึ้นเมื่อเทียบกับข้อมูลจริง (Hair et al., 2019)

ผลการวิเคราะห์จากโปรแกรม AMOS จะถูกใช้เพื่อสรุปความสัมพันธ์เชิงสาเหตุและแปลผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัย และสำหรับการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองมีเกณฑ์การพิจารณาตามตารางดังนี้

ตารางที่ 3 เกณฑ์การพิจารณาความสอดคล้องของแบบจำลอง

ดัชนีความสอดคล้อง	เกณฑ์พิจารณา	อ้างอิง
χ^2/df	< 3.00	Bollen (1989), Schumacker and Lomax (2010)
CMIN/df		
χ^2	p-value $\geq$ 0.05	Bollen (1989), Kelloway (2015)
TLI	$\geq$ 0.95	Fan and Sivo (2005)
CFI (Comparative Fit Index)	$\geq$ 0.95	Fan and Sivo (2005)
RMSEA (Root Mean Square Error of pproximation)	< 0.06	Fan and Sivo (2005), Kelloway (2015)
GFI (Goodness of Fit Index)	> .90	Hoyle (1995)
HOELTER (p-value =0.05)	$\geq$ 200	Bollen (1989)

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลตัวอย่างที่ใช้ศึกษา ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อเป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่นำมาศึกษา ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์ได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	Std. Deviation
SVA	2,730	-42,971.9588	20,793.1576	75.8704	1,691.3476
MVA	2,730	-246.8045	1,079.3194	13.9522	62.2964
EVA	2,730	-868,201.6225	353,634.2090	243.1556	21,899.0756
ROA	2,730	-64.8943	63.3931	3.8491	8.8761
ROE	2,730	-275.7990	174.5469	5.8397	23.2836
EPS	2,730	-64.6800	60.7200	1.3611	5.2092

จากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในตารางที่ 4 พบว่า SVA มีค่าต่ำสุด -42,971.9588 และค่าสูงสุด 20,793.1576 ค่าเฉลี่ย 75.8704 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1,691.3476 แสดงถึงความแตกต่างสูงในการสร้างมูลค่าให้ผู้ถือหุ้นระหว่างบริษัทต่าง ๆ ส่วน MVA มีค่าต่ำสุด -246.8045 และค่าสูงสุด 1,079.3194 ค่าเฉลี่ย 13.9522 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 62.2964 สะท้อนความแตกต่างในการประเมินมูลค่าทางการตลาดของแต่ละบริษัท โดยบางแห่งมีมูลค่าตลาดสูงกว่าทุนที่ลงทุน ขณะที่บางแห่งมีมูลค่าลดลง สำหรับ EVA มีค่าต่ำสุด -868,201.6225 และค่าสูงสุด 353,634.2090 ค่าเฉลี่ย 243.1556 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 21,899.0756 ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีการกระจายตัวมากที่สุดในช่วงข้อมูล สะท้อนถึงความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในด้านประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจหลังหักต้นทุนของเงินทุนแล้ว

ในส่วนของผู้ถือหุ้นพบว่า ROA มีค่าต่ำสุด -64.8943 ค่าสูงสุด 63.3931 ค่าเฉลี่ย 3.8491 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 8.8761 แสดงว่าประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของบริษัทส่วนใหญ่อยู่ในระดับปานกลาง ขณะที่ ROE มีค่าต่ำสุด -275.7990 และค่าสูงสุด 174.5469 ค่าเฉลี่ย 5.8397 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 23.2836 แสดงให้เห็นความแตกต่างสูงในการสร้างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งบางบริษัทอาจมีผลตอบแทนสูง แต่บางบริษัทอาจขาดทุนอย่างมาก และสุดท้าย EPS มีค่าต่ำสุด -64.6800 และค่าสูงสุด 60.7200 ค่าเฉลี่ย 1.3611 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 5.2092 บ่งชี้ว่าความสามารถในการสร้างกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนแตกต่างกันมาก โดยบริษัทส่วนใหญ่ยังมีค่าเฉลี่ยค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีผลประกอบการสูงสุด

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเพื่อทดสอบความสัมพันธ์รายคู่ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม และระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง ผลการวิเคราะห์สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)

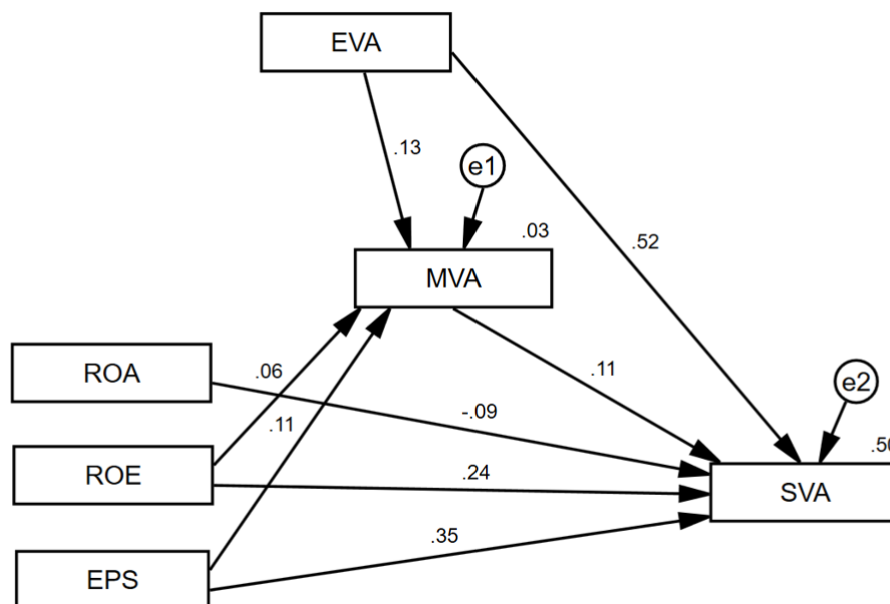
	Correlation	SVA	MVA	EVA	ROA	ROE
MVA	Pearson Correlation	.255**	1			
	Sig. (2-tailed)	.001				
EVA	Pearson Correlation	.595**	.157**	1		
	Sig. (2-tailed)	.001	.267			
ROA	Pearson Correlation	-.239**	.093**	.061**	1	
	Sig. (2-tailed)	.001	.001	.362		
ROE	Pearson Correlation	-.284**	.094**	.077**	.799**	1
	Sig. (2-tailed)	.001	.001	.789	.001	
EPS	Pearson Correlation	.461**	.146**	.165**	.290***	.206***
	Sig. (2-tailed)	.001	.001	.001	.001	.001

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

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันแสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ($r = 0.255$, $p < 0.01$) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ($r = 0.595$, $p < 0.01$) สะท้อนว่าหาก SVA เพิ่มขึ้น ย่อมส่งผลให้ MVA และ EVA เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ขณะเดียวกัน SVA ยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ($r = 0.461$, $p < 0.01$) แสดงถึงศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนที่แท้จริงให้ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม SVA กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ($r = -0.239$, $p < 0.01$) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ($r = -0.284$, $p < 0.01$) สะท้อนให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของ SVA อาจไม่สอดคล้องกับการเพิ่มผลตอบแทนทางบัญชีดั้งเดิม นอกจากนี้ จากการตรวจสอบไม่พบปัญหา

Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ เนื่องจากค่าความสัมพันธ์ไม่เกิน ± 0.800 จึงยืนยันได้ว่าผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือและสามารถใช้ในการตีความได้อย่างเหมาะสม

การวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ผู้วิจัยได้ทำการพัฒนาแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) และมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามหลักการของแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ด้วยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ซึ่งตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย 1) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) 2) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) 3) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) 4) กำไรต่อหุ้น (EPS) ตัวแปรส่งผ่าน ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) และตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) จากการวิเคราะห์ตัวแบบการศึกษาด้วยวิธีการวิเคราะห์เส้นทาง ผลการวิเคราะห์แสดงได้ดังภาพที่ 2



Chi-square = 3112.076, Chi-square/df = 444.582, df = 7, p = .000, GFI = .789

TLI = -.258, CFI = .413, RMR = 575765.843, RMSEA = .403, NFI = .413

ภาพที่ 2 ผลการวิเคราะห์เส้นทางตามตัวแบบที่ศึกษา

จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่า ตัวแบบการศึกษามีความไม่กลมกลืนหรือไม่เหมาะสมโดยได้พิจารณาค่า Goodness of Fit ของตัวแบบการศึกษาเนื่องจากค่าทางสถิติ (ก่อนการปรับโมเดล) ยังไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด ทั้งนี้ แสดงผลประมาณค่าสถิติจากการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 5 แสดงผลประมาณค่าสถิติจากการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (ก่อนปรับตัวแบบการศึกษา)

ตารางที่ 6 แสดงผลประมาณค่าสถิติจากการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (ก่อนปรับตัวแบบการศึกษา)

Indicator	Factor	Standardized Regression Weights (λ)	Squared Multiple Correlations (R^2)	Model Fit Indices		Cut-off Value Requirement
MVA	← EVA	0.135***	0.034	χ^2/df	444.582	<3.00
MVA	← ROE	0.061**		p-value	0.000	>0.05
MVA	← EPS	0.112***		TLI	-0.258	≥ 0.95
SVA	← MVA	0.114***	0.504	CFI	0.413	≥ 0.95
SVA	← EVA	0.524***		RMSEA	0.403	<0.06
SVA	← ROA	-0.091***		HOELTER	13	≥ 200
SVA	← ROE	0.243***		p-value	0.05	
SVA	← EPS	0.348***		Multivariate normal distribution test		
				kurtosis	2349.030	
				Critical ratios	6263.316	>1.96

หมายเหตุ. *** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$

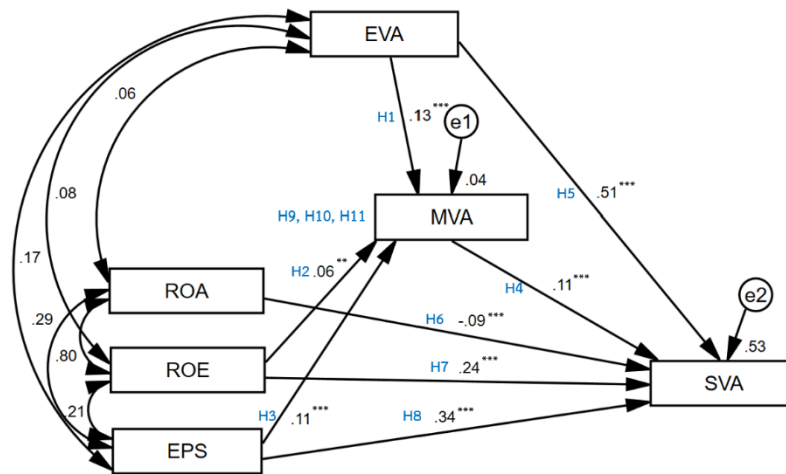
จากตารางที่ 6 พบว่า ตัวแบบการศึกษา (เริ่มต้น) ถูกปฏิเสธเนื่องจากไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องดำเนินการปรับตัวแบบการศึกษาโดยพิจารณาจากค่า Goodness of Fit โดยพบว่า $\chi^2/df > 3$, p-value of $\chi^2/df < 0.05$, TLI < 0.95, CFI < 0.95, RMSEA > 0.06, และ HOELTER < 200 ผวนกับค่าที่เสนอแนะในการปรับจาก modification Indices ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องพิจารณาปรับแก้ไขตัวแบบการศึกษาตามที่โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติแนะนำ จากการปรับเปลี่ยนตัวแบบการศึกษาดังกล่าว ผู้วิจัยดำเนินการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ทั้งสิ้น 6 คู่ ซึ่งประกอบด้วย คู่ที่หนึ่ง EVA และ ROA คู่ที่สอง EVA และ ROE คู่ที่สาม EVA และ EPS คู่ที่สี่ ROA และ ROE คู่ห้า ROA และ EPS และคู่ที่หก ROE และ EPS ตามตารางที่ 7

ตารางที่ 7 แสดงการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ของ Covariances

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
EPS	<-->	ROE	24.939	2.370	10.525	***	par_7
ROA	<-->	EVA	11807.614	3726.389	3.169	.002	par_8
EVA	<-->	EPS	18865.004	2212.592	8.526	***	par_9
ROA	<-->	EPS	13.394	0.921	14.540	***	par_10
ROA	<-->	ROE	165.181	5.063	32.623	***	par_11
EVA	<-->	ROE	39108.961	9785.667	3.997	***	par_12

หมายเหตุ. *** คือ ค่านัยสำคัญที่ 0.001

จากตารางที่ 7 ผู้วิจัยได้ปรับตัวแบบการศึกษาโดยเชื่อมโยงตัวแปรเพิ่มเติมตาม Modification Indices ของโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ และได้ทำการวิเคราะห์ผลใหม่จึงนำมาสู่ผลลัพธ์ดังภาพที่ 3 และตารางที่ 8



Chi-square = .110, Chi-square/df = .110, df = 1, p = .740, GFI = 1.000

TLI = 1.003, CFI = 1.000, RMR = 45.385, RMSEA = 0.000, NFI = 1.000

หมายเหตุ: H1 ถึง H8 พิจารณาจากอิทธิพลทางตรง (Direct Effect), H9 ถึง H11 พิจารณาจากอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect)

*** p < 0.001, ** p < 0.01, * p < 0.05

ภาพที่ 3 ผลการวิเคราะห์เส้นทางตามตัวแบบที่ศึกษาหลังการปรับปรุง

ตารางที่ 8 แสดงผลประมาณค่าสถิติจากการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังปรับตัวแบบการศึกษา

Indicator	Factor	Standardized Regression Weights (λ)		Sig.	Squared Multiple Correlations (R^2)		Model Fit Indices		Cut-off Value Requirement
		Before	After		Before	After	Before	After	
MVA	← EVA	0.135***	0.134***	Yes			χ^2/df	444.582	<3.00
MVA	← ROE	0.061**	0.061**	Yes	0.034	0.043	p-value	0.000	>0.05
MVA	← EPS	0.112***	0.112***	Yes			TLI	-0.258	≥ 0.95
SVA	← MVA	0.114***	0.112***	Yes			CFI	0.413	≥ 0.95
SVA	← EVA	0.524***	0.508***	Yes	0.504	0.532	RMSEA	0.403	<0.06
SVA	← ROA	-0.091***	-0.088***	Yes			HOELTER	13.00	≥ 200
SVA	← ROE	0.243***	0.236***	Yes			p-value 0.05		
SVA	← EPS	0.348***	0.337***	Yes			Multivariate normal distribution test		
							kurtosis	2349.030	2349.030
							Critical ratios	6263.316	6263.316
									>1.96

หมายเหตุ *** คือ คำนัยสำคัญที่ 0.001 ** คือ คำนัยสำคัญที่ 0.01 * คือ คำนัยสำคัญที่ 0.05

จากภาพที่ 3 และตารางที่ 8 แสดงถึงการวิเคราะห์เส้นทางหลังการปรับตัวแบบการศึกษา ทั้งนี้ ตัวแบบการศึกษาหลังปรับการแก้ไขดังกล่าวผ่านเกณฑ์ทางสถิติทุกตัวที่กำหนด ซึ่งประกอบด้วย $\chi^2/df = 0.110$, p-value of $\chi^2/df = 0.740$, TLI = 1.003, CFI = 1.000, RMSEA = 0.000, HOELTER = 95514 ในระดับนัยสำคัญที่ 95% และจากการวิเคราะห์ดังกล่าวผู้วิจัยสามารถแสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมาตรฐาน (Standardized Path Coefficient) ได้ดังตารางที่ 9

ตารางที่ 9 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมาตรฐานหลังปรับตัวแบบการศึกษา

Exogenous Variables	Endogenous Variables	Parameter Coefficient	Market Value Added (MVA)			Shareholder Value Added (SVA)			Results
			Total	Indirect	Direct	Total	Indirect	Direct	
			Effect	Effect	Effect	Effect	Effect	Effect	
			(TE)	(IE)	(DE)	(TE)	(IE)	(DE)	
Economic Value Added (EVA)	Unstandardized		0.000	n/a	0.000	0.040**	0.001	0.039**	Supported
	Standardized		0.134***	n/a	0.134***	0.523**	0.015*	0.508***	H1, H5, H9
Return on Assets (ROA)	Unstandardized		n/a	n/a	n/a	-16.851***	n/a	-16.851***	Supported
	Standardized		n/a	n/a	n/a	-0.088***	n/a	-0.088***	H6
Return on Equity (ROE)	Unstandardized		0.162**	n/a	0.162**	17.603***	0.491***	17.112***	Supported
	Standardized		0.061**	n/a	0.061**	0.242***	0.007*	0.236***	H2, H7, H10
Earnings per share (EPS)	Unstandardized		1.335***	n/a	1.335***	113.618***	4.044***	109.574***	Supported
	Standardized		0.112***	n/a	0.112***	0.350***	0.012*	0.337***	H3, H8, H11
Market Value Added (MVA)	Unstandardized		n/a	n/a	n/a	3.029***	n/a	3.029***	Supported
	Standardized		n/a	n/a	n/a	0.112***	n/a	0.112***	H4
Squared Multiple Correlations									
Variables		Market Value Added (MVA)			Shareholder Value Added (SVA)				
R ²		0.043			0.532				

หมายเหตุ *** คือ คำนัยสำคัญที่ 0.001 ** คือ คำนัยสำคัญที่ 0.01 * คือ คำนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 9 พบว่า ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE, Coefficient = 0.061, p-value < 0.01) กำไรต่อหุ้น (EPS, Coefficient = 0.112, p-value < 0.01) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA, Coefficient = 0.134, p-value < 0.01) เมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรง (DE) และอิทธิพลรวม (TE) พบว่า ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA, Coefficient of DE = 0.112, Coefficient of TE = 0.112, p-value < 0.001) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA, Coefficient of DE = 0.508, Coefficient of TE = 0.523, p-value < 0.001) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE, Coefficient of DE = 0.236, Coefficient of TE = 0.236, p-value < 0.001) และกำไรต่อหุ้น (EPS, Coefficient of DE = 0.337, Coefficient of TE = 0.350, p-

value < 0.001) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA, Coefficient of DE = -0.088, Coefficient of TE = -0.088, p-value < 0.001) และพิจารณาอิทธิทางอ้อม (IE) พบว่า ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ได้แก่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE, Coefficient of IE = 0.007, p-value < 0.05) และกำไรต่อหุ้น (EPS, Coefficient of IE = 0.012, p-value < 0.001) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA, Coefficient of IE = 0.015, p-value < 0.05)

ดังนั้น ผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลสูงสุดต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) รองลงมาคือ กำไรต่อหุ้น (EPS) และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าผู้ถือหุ้น ขณะที่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีผลในทิศทางตรงข้ามกับ SVA สะท้อนให้เห็นว่าการใช้สินทรัพย์โดยรวมไม่ได้มีส่วนช่วยในการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในเชิงเศรษฐศาสตร์และตลาดทุน

จากการทดสอบสมมติฐานการวิจัยผู้วิจัยสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ได้ดังตารางที่ 10

ตารางที่ 10 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย	การคาดการณ์	ผลการทดสอบ
สมมติฐานการวิจัยที่ 1	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 2	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 3	กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 4	มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 5	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 6	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ปฏิเสธ
สมมติฐานการวิจัยที่ 7	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 8	กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 9	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 10	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ
สมมติฐานการวิจัยที่ 11	กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลที่ส่งผลผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA)	ยอมรับ

อภิปรายผลการวิจัย

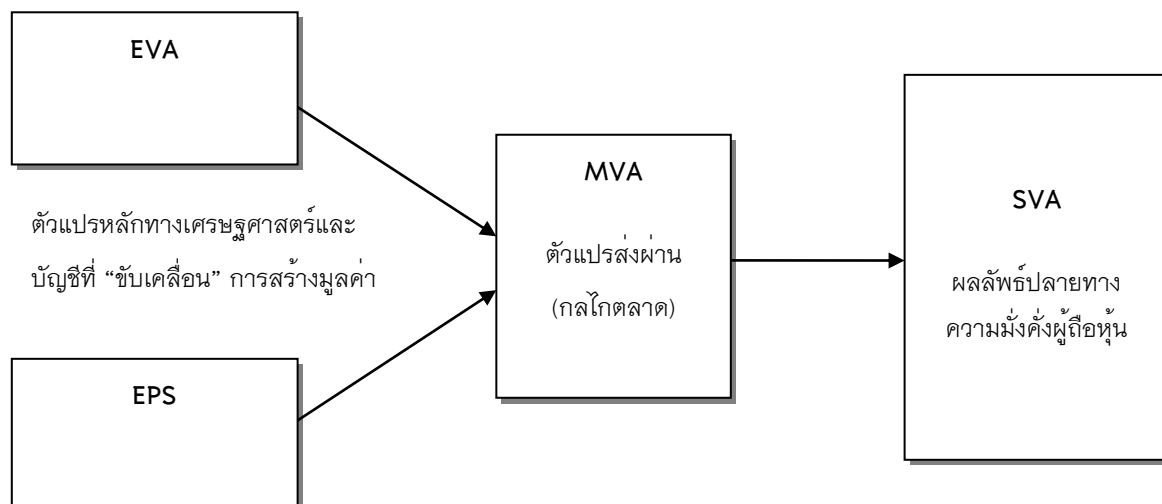
ผลการวิจัยพบว่า ความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขึ้นอยู่กับปฏิสัมพันธ์ของตัวชี้วัดเชิงเศรษฐศาสตร์และเชิงตลาดมากกว่าตัวชี้วัดทางบัญชี โดยเฉพาะมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ซึ่งมีอิทธิพลสูงสุดต่อ SVA ทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ผลดังกล่าวสะท้อนว่า EVA ซึ่งคำนึงถึงต้นทุนเงินทุน ช่วยวัดผลตอบแทนทางเศรษฐกิจได้แม่นยำกว่ามาตรวัดทางบัญชีทั่วไป สอดคล้องกับงานของ Bao and Bao (1998) ที่ชี้ว่า EVA สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงคุณค่าผู้ถือหุ้นได้ดีกว่า ROA หรือ ROE แต่ต่างจาก Biddle et al. (1997) ที่พบว่า EVA ไม่ได้ให้ข้อมูลเพิ่มเติมเหนือกว่ามาตรวัดทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ

ขณะเดียวกัน EPS มีบทบาทสำคัญในฐานะตัวชี้วัดที่นักลงทุนเข้าใจง่ายและตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้รวดเร็ว ส่งผลให้เชื่อมโยงกับ SVA ผ่านกลไกของตลาดทุนอย่างชัดเจน สอดคล้องกับงานของ Panigrahi et al. (2014) ที่ระบุว่า EPS เป็นตัวบ่งชี้ความมั่งคั่งผู้ถือหุ้นที่ตลาดใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ ในทางตรงข้าม ROA มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ SVA แสดงถึงข้อจำกัดของมาตรวัดที่อิงสินทรัพย์ในการสะท้อนคุณค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ในระยะยาว ซึ่งคล้ายกับผลของ Alipour and Pejman (2015)

นอกจากนี้ การวิเคราะห์ยังพบบทบาทเชิงส่งผ่านของ MVA ระหว่างตัวแปรประสิทธิภาพ (EVA, ROE, EPS) และ SVA โดยเมื่อ EVA หรือ EPS สูงขึ้น ตลาดจะสะท้อนผลดังกล่าวผ่านการเพิ่มขึ้นของมูลค่าบริษัท ซึ่งสุดท้ายเปลี่ยนเป็นความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น กลไกนี้สอดคล้องกับแนวคิด Value-Based Management ที่มุ่งเน้นการสร้างมูลค่าในสายตานักลงทุน (Young & O'Byrne, 2001; Grant, 2003) และได้รับการยืนยันในบริบทตลาดเกิดใหม่ เช่นงานของ Basana et al. (2020)

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

จากผลการวิจัยสามารถสรุปองค์ความรู้ใหม่ที่สำคัญได้ว่า การสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (SVA) ไม่ได้เกิดจากตัวชี้วัดทางบัญชีเพียงลำพัง แต่เกิดจากการผสมผสานของตัวชี้วัดเชิงมูลค่าและเชิงตลาด โดยเฉพาะมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และ กำไรต่อหุ้น (EPS) ซึ่งเป็นตัวแปรหลักที่มีอิทธิพลสูงสุดต่อการเพิ่มมูลค่าผู้ถือหุ้น ทั้งโดยตรงและโดยอ้อมผ่าน มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่าน (mediator) อย่างมีนัยสำคัญ



องค์ความรู้นี้ขยายความเข้าใจในแนวคิด Value-Based Management (VBM) โดยยืนยันว่าการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นต้องพิจารณาทั้ง ผลการดำเนินงานภายใน (EVA และ EPS) และการรับรู้ของตลาดภายนอก (MVA) ซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการแปลงมูลค่าทางเศรษฐกิจให้เป็นมูลค่าหุ้นในตลาดทุน ผลการวิจัยจึงเสนอว่า MVA มีบทบาทสำคัญในการเชื่อมโยงประสิทธิภาพทางการเงินกับความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการเพิ่มมิติใหม่ให้กับกรอบแนวคิด VBM

ในเชิงปฏิบัติ องค์ความรู้นี้ช่วยให้ ผู้บริหารองค์กร สามารถใช้ EVA และ EPS เป็นเครื่องมือหลักในการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินและการลงทุนที่มุ่งเน้นการสร้างมูลค่าที่ยั่งยืน ขณะเดียวกัน นักลงทุน สามารถใช้ MVA เป็นสัญญาณประเมินศักยภาพการสร้างมูลค่าของกิจการในระยะยาวได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

สรุป

การสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น (SVA) ต้องอาศัยการผสมผสานของตัวชี้วัดเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ตัวชี้วัดทางบัญชี (ROE, EPS) และตัวชี้วัดเชิงตลาด (MVA) ร่วมกัน โดย EVA และ EPS เป็นตัวแปรหลักที่มีอิทธิพลสูงสุดต่อ SVA ในขณะที่ MVA ทำหน้าที่เป็นกลไกเชื่อมโยงสำคัญระหว่างประสิทธิภาพทางการเงินภายในกับการประเมินค่าของตลาดทุน ซึ่งช่วยสะท้อนภาพรวมของการสร้างความมั่งคั่งผู้ถือหุ้นได้อย่างครอบคลุมและยั่งยืน

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ เมื่อกิจการ

มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นบวกแสดงว่า กิจกรรมการบริหารงานได้ผลกำไรมากกว่าต้นทุนเงินทุน หากมีค่าเป็นลบแสดงว่า กิจกรรมไม่สามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะสร้างผลกำไรให้ครอบคลุมต้นทุนเงินทุนได้ กล่าวได้ว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) สามารถสะท้อนผลกำไรหรือมูลค่าเพิ่มของกิจการอย่างแท้จริง ดังนั้นกิจการควรเน้นการดำเนินงานที่เพิ่มผลกำไรที่แท้จริงหลังหักต้นทุนเงินทุน เช่น ปรับปรุงประสิทธิภาพในการทำงาน, สร้างนวัตกรรมใหม่ๆ, บริหารจัดการทรัพยากร และสินทรัพย์ให้คุ้มค่า และลดต้นทุนที่ไม่จำเป็น เพื่อให้เกิดการเติบโตอย่างยั่งยืนและให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ในขณะที่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ เมื่อกิจการมีกำไรเพิ่มขึ้น จะดึงดูดให้ลงทุนเข้ามาซื้อหุ้นของกิจการมากขึ้น กิจการควรเปิดเผยข้อมูลทางการเงินด้วยความโปร่งใส และทันต่อเวลาเพื่อให้การลงทุนเกิดความเชื่อมั่นและตัดสินใจในการลงทุนง่ายขึ้นทำให้เกิดสภาพคล่องของหุ้นในตลาด และ ควรปรับปรุงการบริหารสินทรัพย์ เมื่อพบว่าสินทรัพย์บางรายการใช้งานอย่างไม่มีประสิทธิภาพควรพิจารณาปรับปรุงเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดในการใช้งาน หรือพิจารณาขาย และเน้นการลงทุนในสินทรัพย์ที่สร้างมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ในระยะยาว

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 3 พบว่ามูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มุ่งสร้างผลตอบแทนโดยตรงต่อผู้ถือหุ้น เมื่อราคาหุ้นสูงขึ้นเป็นผลมาจากการบริหารงานของกิจการมีประสิทธิภาพสูงสุด สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้อย่างยั่งยืน ตามแนวคิดการบริหารเชิงมูลค่า เป็นการบริหารที่มุ่งเน้นเพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว (Young & O'Byrne, 2001)

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 4 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีอิทธิพลที่ส่งผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของกิจการ ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ กิจการควรให้ความสำคัญกับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นอย่างมาก ในขณะที่การวัดประสิทธิภาพ หรือการสร้างมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น และองค์กรในขณะที่ยุทธกิจกำลังก้าวไปสู่ความโปร่งใสและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่า ดังนั้นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในสถานการณ์ปัจจุบันสำหรับผลการดำเนินงานและการจัดการองค์กร

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 5 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ กำไรต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลที่ส่งผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ต่อเนื่องไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของกิจการ ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการ ดังนี้ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้

ผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลส่งผ่านมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ต่อเนื่องไปยังมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ของกิจการ

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยนี้ได้ข้อค้นพบ การสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (SVA) ไม่ได้เกิดจากตัวชี้วัดทางบัญชีเพียงลำพัง แต่เกิดจากการผสมผสานของตัวชี้วัดเชิงมูลค่าและเชิงตลาด โดยเฉพาะ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และ กำไรต่อหุ้น (EPS) ซึ่งเป็นตัวแปรหลักที่มีอิทธิพลสูงสุดต่อการเพิ่มมูลค่าผู้ถือหุ้น ทั้งโดยตรงและโดยอ้อมผ่าน มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่าน (mediator) อย่างมีนัยสำคัญ ที่สำคัญ คือ ผู้บริหารองค์กรควรใช้ EVA และ EPS เป็นเครื่องมือหลักในการวัดและประเมินประสิทธิภาพทางการเงิน เนื่องจากสะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนเกินกว่าต้นทุนทุนและสร้างกำไรต่อหุ้นได้อย่างแท้จริง ซึ่งช่วยให้การตัดสินใจด้านการลงทุนและการจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้น สามารถนำไปประยุกต์ใช้กับองค์กร โดยควรให้ความสำคัญกับการใช้ EVA และ EPS เป็นเกณฑ์ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเฉพาะในระยะยาว บริษัทที่มี EVA และ EPS ในระดับสูงมักมีแนวโน้มในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่อง และเป็นสัญญาณของคุณภาพทางการเงินที่ยั่งยืน สำหรับประเด็นในการวิจัยครั้งต่อไปควรทำวิจัยในประเด็นเกี่ยวกับการแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งอาจทำให้ผลลัพธ์ไม่สะท้อนลักษณะเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรวิเคราะห์แบบแยกกลุ่ม เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เจาะลึกและแม่นยำยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ควรพิจารณาใช้ตัวชี้วัดทางการเงินและไม่ใช่ทางการเงินเพิ่มเติม เช่น Tobin's Q, กระแสเงินสดสุทธิ, AEVA หรือ CVA รวมถึงการเพิ่มตัวแปรควบคุม เพื่อขยายกรอบการวิเคราะห์หรือมุ่งเน้นไปที่อุตสาหกรรมการเงินซึ่งไม่ได้ถูกครอบคลุมในการศึกษานี้ อีกทั้งอาจใช้วิธีการเปรียบเทียบระหว่างขนาดธุรกิจ กลุ่ม SET50, SET100, MAI หรือแม้แต่การเปรียบเทียบข้ามประเทศ เพื่อให้เห็นภาพในระดับสากลมากยิ่งขึ้น สุดท้าย การเก็บข้อมูลเชิงคุณภาพ เช่น นโยบายของผู้บริหารหรือมุมมองของนักลงทุน อาจช่วยให้เข้าใจปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้น (SVA) ได้อย่างรอบด้านยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- Abu Wadi, R., & Saqfalhait, N. (2016). Economic added value as a complementary tool to evaluate the performance of the Jordanian commercial banks. *An-Najah University Journal for Research-B (Humanities)*, 30(12), 2493–2520. <https://doi.org/10.35552/0247-030-012-007>
- Alipour, M., & Pejman, M. E. (2015). The impact of performance measures, leverage and efficiency on market value added: Evidence from Iran. *Global Economics and Management Review*, 20(1), 6–14. <https://doi.org/10.1016/j.gemrev.2015.04.001>

- Basana, S. R., Julio, R., & Soehono, C. (2020). *Economic value added and profitability on created shareholders value in manufacturing sectors. SHS Web of Conference* 76, 1–10.
<https://doi.org/10.1051/shsconf/20207601051>
- Bhasin, M. L., & Shaikh, J. M. (2013). Economic value added and shareholders' wealth creation: The portrait of a developing Asian country. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 5(2), 107–137. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2013.053208>
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301–336.
- Bollen, K. A. (1989). *Structural equations with latent variables*. Wiley.
- Bao, B-H., & Bao, D-H. (1998). Usefulness of value added and abnormal economic earnings: An empirical examination. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(12), 251–265.
- Chattopadhyay, A., & Rakshit, D. (2010). Measures of shareholders' value creation: An assessment. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 15(3), 5–21. Retrieved from <http://inet.vidyasagar.ac.in:8080/jspui/handle/123456789/997>
- 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. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(1\).2023.13](https://doi.org/10.21511/imfi.20(1).2023.13)
- Goel, K., & Oswal, S. (2020). EVA-based financial performance measurement: An evidential study of selected emerging country companies. *Corporate Ownership & Control*, 18(1), 179–195.
<https://doi.org/10.22495/cocv18i1art14>
- Grant, J. L. (2003). *Foundations of economic value added* (2nd ed.). Wiley.
- Gupta, V. K., & Kumar, P. V. (2016). Value-creation of EVA and traditional accounting measures: Indian evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 65(4), 436–459. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-01-2014-0008>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Hoyle, R. H. (Ed.). (1995). *Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications*. SAGE.
- Kelloway, E. K. (2015). *Using Mplus for structural equation modeling: A researcher's guide*. SAGE.
- Kline, R. B. (2016). *Principles and practice of structural equation modeling* (4th ed.). Guilford Press.
- McTaggart, J. M., Kontes, P. W., & Mankins, M. C. (1994). *The value imperative: Managing for superior shareholder returns*. Free Press.

- O'Byrne, S. F. (1996). EVA® and market value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116–126. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00109.x>
- Panigrahi, S., Zainuddin, Y., & Azizan, A. (2014). Comparing traditional and economic performance measures for creating shareholder's value: A perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(4), 360–372. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i4/1345>
- Parvaei, A., & Farhadi, S. (2013). The ability of explaining and predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income (NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE). *International Journal of Economics and Finance*, 5(2), 67–77. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v5n2p67>
- Proud, L. M., & Suhendra, E. S. (2023). Financial performance and company values: A study in the banking sector. *Indatu Journal of Management and Accounting*, 1(2), 60–68. <https://doi.org/10.60084/ijma.v1i2.96>
- Schumacker, R. E., & Lomax, R. G., (2010). *A beginner's guide to structural equation modeling* (3rd ed.). Lawrence Erlbaum Associates.
- Shad, M. K., & Lai, F. W. (2015). Enterprise risk management firm performance validated through economic value added factors. *International Journal of Economics and Statistics*, 5(3), 148–154. Retrieved from <https://shorturl.asia/1LBP3>
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business.
- Stewart, G. B. (1994). EVA: Fact or fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 71–84.
- Uyemura, D. G., Kantor, C. C., & Pettit, J. M. (1996). EVA for banks: Value creation, risk management, and profitability measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2), 94–109. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00118.x>
- Vijaykumar, A. (2010). Economic value added and market value added: An empirical study of relationship. *College Sadhana*, 2(2), 141–148.
- Vijaykumar, A. (2011). Economic value added (EVA) and shareholders wealth creation: A factor analytic approach. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(12), 22–37. Retrieved from <https://iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/1294/1214>
- Young, D. S., & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA and value based management: A practical guide to implementation*. McGraw–Hill.