

การวัดประสิทธิภาพของธุรกิจโดยใช้มูลค่าเพิ่ม ทางเศรษฐศาสตร์: กรณีศึกษากลุ่มธุรกิจเกษตร

Business Performance Measurement by Economic Value Added: Case Study of Agri-Business Group

ธนโชติ บุญวรโชติ
Tanachote Boonvorachote

ABSTRACT

This research shows benefits of Economic Value Added (EVA) for public firms paying dividends regularly in the stock exchange of Thailand (SET). Data were collected from 41 firms of Agro and Food Industrial groups on 2007. The sample size contains 26 positive-EVA companies and 15 negative-EVA ones. Not only EVA can show firm profitability, but high EVA firms also have lower costs of capital (WACC) and higher stock value (P/BV). However, larger firms show lower EVA. SET should promote EVA announcement for Thai listed companies. Public firms can gain benefits of lower fund-raising costs and enhancement of their stock values. Moreover, high-EVA firms will pay dividends at high yields. These stocks are beneficial for investors who prefer dividend payments.

Keywords: economic value added, profitability, management performance

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาประโยชน์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) ที่มีต่อหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชนที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) โดยใช้งบการเงินของกลุ่มบริษัทเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารประจำปี 2550 จำนวน 41 บริษัท ซึ่งแบ่งเป็น กลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวก (26 บริษัท) และกลุ่มบริษัทที่มี EVA ติดลบ (15 บริษัท)

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นประโยชน์ของการรายงานค่า EVA โดยกล่าวได้ว่า EVA เป็นเทคนิคการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่ดี บริษัทที่มี EVA สูง สามารถระดมทุนด้วยต้นทุนการเงิน (WACC) ที่ต่ำ ทั้งยังมีมูลค่าหลักทรัพย์ (P/BV) ที่สูง อย่างไรก็ดี ขนาดกิจการที่ใหญ่ขึ้นจะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานลดลง ตลท.ควรส่งเสริมการรายงาน EVA ในการวัดประสิทธิภาพของบริษัทมหาชนให้แพร่หลายมากขึ้น โดยชี้ให้เห็นประโยชน์ในการลดต้นทุนการเงินให้แก่บริษัทมหาชนทั้งยังเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่หลักทรัพย์

ด้วย ทั้งนี้บริษัทที่มี EVA สูงยังมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ซึ่งบริษัทมหาชนเหล่านี้จะเป็นหลักทรัพย์ที่ดีสำหรับนักลงทุนที่ต้องการหลักทรัพย์คุณภาพแบบจ่ายเงินปันผล

คำสำคัญ: มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถของฝ่ายบริหาร

คำนำ

ภายใต้เป้าหมายหลักของบริษัทที่ต้องการความมั่งคั่งสูงสุด (Stockholder wealth maximization) เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัทพิจารณาเลือกผู้จัดการที่มีประสิทธิภาพในด้านการบริหารจัดการดำเนินธุรกิจให้เป็นไปตามแนวทางที่สามารถทำให้เกิดความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัท เนื่องจากผู้จัดการจะได้รับการมอบอำนาจการตัดสินใจจากผู้ถือหุ้น ไม่ว่าจะเป็นการพยากรณ์ การวางแผนกลยุทธ์ การตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน การจัดหาเงินทุน การประสานงาน การอำนวยการ การควบคุม การติดต่อกับตลาดการเงิน และการจัดการเกี่ยวกับความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจจากอำนาจดังกล่าวที่ผู้จัดการได้รับมอบหมาย ทำให้ในบางครั้งอาจจะก่อให้เกิดความขัดแย้งในแง่ของประสิทธิภาพการบริหารจัดการและผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัทที่ควรจะได้รับ กล่าวคือ จะมั่นใจได้อย่างไร หรือมีดัชนีชี้วัดอย่างไรว่า ผู้บริหารมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการบริษัทและทำให้เกิดประสิทธิภาพของบริษัท ซึ่งเป็นผลประโยชน์ตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น นอกจากนั้น นักลงทุนในตลาดตอบสนองอย่างไรต่อประสิทธิภาพของการบริหารจัดการเหล่านั้น ทั้งนี้ หากผู้บริหารมีมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการบริษัทได้ดี นักลงทุนในตลาดควรตอบสนองด้วยการคาดหวังผลตอบแทนของการลงทุนที่ลดลงเนื่องจากความเสี่ยงของบริษัทลดลง ผลลัพธ์นี้ควรจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลง และเป็นผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท

ในตลาดสูงขึ้น

อย่างไรก็ดี การวัดประสิทธิภาพของบริษัทสามารถวัดได้โดยดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัท (Firm performance) โดยใช้ดัชนีชี้วัดทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการวัดราคาหุ้น อัตราส่วนรายได้ต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อต้นทุนที่ถูกลงไป (ROCE) และ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (ความหมายของสัญลักษณ์และคำย่อของตัวแปรต่างๆ มีอธิบายในตารางที่ 1) ซึ่งจากที่กล่าวมาเป็นดัชนีชี้วัดแบบดั้งเดิม (Traditional Finance Indicators) (ธีรยุส, 2545) ซึ่งค่อนข้างมีจุดอ่อนหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นปัญหาจากการตกแต่งบัญชี การตีค่าราคาทรัพย์สิน หรือแม้กระทั่งสินค้าคงเหลือที่เกินจริง การรับรู้รายได้ก่อนได้รับเงินสด ทำให้เกิดข้อสงสัยว่ารายได้ที่รับมา หรือ การประเมินทางการเงินที่เกิดขึ้นนั้น ก่อให้เกิดคุณค่าหรือประโยชน์ต่อองค์กรอย่างแท้จริงหรือไม่ และอาจจะก่อให้เกิดการประเมินประสิทธิภาพขององค์กรหรือบริษัทคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง จากเหตุผลดังกล่าวทำให้เกิดแนวคิดของดัชนีชี้วัดทางการเงินสมัยใหม่ (Modern Finance Indicators) ซึ่งเน้นถึงการจัดการเพื่อก่อให้เกิดมูลค่าแก่องค์กรโดยรวม (Value-Based Management) หรือแสดงถึงประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ (Management performance) อย่างแท้จริง และยังสะท้อนไปถึงประสิทธิภาพของบริษัทในเรื่องอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ตัวอย่างบางดัชนีชี้วัดที่กล่าวถึงดังกล่าวคือ กำไรทางเศรษฐศาสตร์ หรือที่เรียกว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added, EVA) ปัจจุบันได้มีการนำดัชนีชี้วัด EVA มาใช้ในการวัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ เพื่อสะท้อนถึง ประสิทธิภาพของบริษัท (Firm Performance) (ธีรยุส, 2545 และ นนทพัท, 2548)

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้ทำการศึกษาได้เล็งเห็นประโยชน์จากการใช้ดัชนีชี้วัด EVA ในการนำมาประยุกต์ใช้เพื่อสะท้อนให้เห็นประสิทธิภาพของบริษัทภายใต้พื้นฐานการบริหารจัดการที่ดีจึงได้

ตารางที่ 1 ตัวอย่างของตัวแปรต่างๆ

คำอธิบาย	คำย่อ
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี	Net Operating Profit after Tax
กำไรของบริษัทก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	Profit before Interest and Tax
ต้นทุนของกำไรสะสม	Cost of Retained Earnings
ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ	Cost of Preferred Stocks
ต้นทุนของหนี้สินก่อนหักภาษี	Cost of Debt
มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์	Economic Value Added
ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน	Weighted Average Cost of Capital
สัดส่วนของหนี้สิน	Weight of Debt
สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิ	Weight of Preferred Stocks
สัดส่วนของกำไรสะสม	Weight of Retained Earnings
ทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงาน	Capital Employed
อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	Dividend Yield
อัตราส่วนรายได้ต่อหุ้น	Earning per Share
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อต้นทุนที่ถูกใช้ไป	Return on Capital Employed
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	Return on Equity
อัตราส่วนราคาปิดต่อรายได้ต่อหุ้น	Price/Earnings Ratio
อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี	Market / Book Ratio

คำอธิบาย

1. อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity, ROE)

การวิเคราะห์ ROE สามารถแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ในด้านการบริหารจัดการการเงิน ส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อให้เกิดกำไรแก่กิจการ ยิ่งกิจการที่มีค่า ROE ที่สูงๆ ยิ่งแสดงถึงบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โดยมีการบริหารจัดการการเงินในส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้น}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

2. การวัดโดยวิเคราะห์อัตราส่วนรายได้ต่อหุ้น (Earning per Share, EPS)

EPS เป็นการวิเคราะห์เพื่อให้ทราบถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการดำเนินงาน หรือการบริหารเพื่อให้เกิดกำไร โดยหากบริษัทมีอัตราส่วน EPS ที่มีค่าสูงๆ แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์โดยใช้ดัชนี EPS ไม่ได้พิจารณาถึง ต้นทุนการเงิน (Cost of capital) อาจจะทำให้มีการดำเนินงานเพิ่มการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อสร้างกำไรที่สูงขึ้นซึ่งจะทำให้ต้นทุนการเงินมีค่าสูงขึ้นไปด้วยและเป็นการเพิ่มภาระต้นทุนของเงินทุนแก่บริษัท ในอนาคต แสดงโดย พายัพ (2549) และ Higgins (2007)

$$EPS = \frac{\text{กำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว}}$$

3. อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield, DIY)

DIY เป็นอัตราเปรียบเทียบเงินปันผลต่อหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญเพื่อ ดูผลตอบแทนว่าหากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลคิดเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของราคาดังกล่าว แสดงโดยบริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด (2009)

4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (Price/Book Value, P/BV)

P/BV เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญหนึ่งหุ้น ตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งแสดงราคาหุ้น ณ ขณะนั้นเป็นกึ่งหนึ่งของมูลค่าทางบัญชี โดยบริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด (2009)

ทำการศึกษาเปรียบเทียบการใช้งานของดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัทโดยดัชนีชี้วัดทางการเงินกับดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการโดยใช้ดัชนี EVA และศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพทั้งสองประเภทว่ามีแนวโน้มเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อเป็นประโยชน์แก่บริษัทที่มีการประยุกต์ใช้งานดัชนีชี้วัด EVA ควบคู่ไปกับดัชนีชี้วัดทางการเงินและเพื่อให้เห็นประโยชน์ของการนำดัชนี EVA มาใช้งานเพื่อสะท้อนไปถึงประสิทธิภาพของบริษัทอย่างแท้จริง ตลอดจนศึกษาภาพสะท้อนของดัชนี EVA ที่มีต่อข้อมูลราคาตลาดของมูลค่าหุ้น โดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี EVA กับ อัตราส่วนราคาปิดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (P/BV) และ อัตราส่วนเงินปันผลต่อผลตอบแทน (DIY) เพื่อให้ทราบถึงบริษัทที่มีประสิทธิภาพของการบริหารจัดการที่ดีจะสะท้อนถึงผลลัพธ์ของมูลค่าหุ้นอย่างไร ซึ่งเป็นดัชนีทางการเงินที่นักลงทุนใช้ในการช่วยตัดสินใจในการลงทุน

วรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าหลักทรัพย์แสดงทั้งความสัมพันธ์ในทางเดียวกันและการไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าหลักทรัพย์ งานวิจัยนี้จึงศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ ตลอดจนผลของ EVA ต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนกลุ่มเกษตรโดยการใช้งบการเงินในปี พ.ศ. 2550 เนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจหลักของประเทศไทย และได้รับผลกระทบทางธุรกิจจากภาวะเศรษฐกิจผันผวนของเศรษฐกิจโลกไม่มากนักเนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจอาหารและการเกษตร นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนกลุ่มเกษตรยังเป็นกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสม่ำเสมอ ดังนั้น หากดัชนี EVA สามารถสะท้อนความสามารถที่ดีของฝ่ายบริหาร โดยแสดงออกมาในรูปหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอหรือการที่บริษัท

จดทะเบียนเหล่านี้สามารถระดมเงินทุนด้วยต้นทุนเงินทุนที่ต่ำจะทำให้ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ดัชนี EVA ในการคัดเลือกหลักทรัพย์คุณภาพเพื่อการลงทุน

จากผลการวิจัย ผู้ศึกษาได้พบว่า ประสิทธิภาพการจัดการของบริษัทจากดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการโดยใช้ดัชนีมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ในกลุ่มบริษัทธุรกิจเกษตรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี 2550 จำนวน 41 บริษัท ซึ่งแบ่งเป็น กลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวก (26 บริษัท) และกลุ่มบริษัทที่มี EVA ติดลบ (15 บริษัท) จากผลการวิจัยในครั้งนี้สามารถชี้ให้เห็นประโยชน์จากการประยุกต์ใช้ EVA โดยกล่าวได้ว่า EVA เป็นเทคนิคการวัดประสิทธิภาพของบริษัทที่ดี เนื่องจากบริษัทที่มี EVA สูง นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะสะท้อนผ่านต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน (WACC) ที่ต่ำ และมีมูลค่าหลักทรัพย์ที่สูง (P/BV) อย่างไรก็ดี ขนาดกิจการที่ใหญ่เกินไปจะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานลดลง โดยสะท้อนผ่านความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง EVA และขนาดกิจการ

ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ควรส่งเสริมใช้ดัชนีชี้วัด EVA ในการวัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการของบริษัท เพื่อเป็นการลดต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน (WACC) และเพิ่มมูลค่าให้แก่หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน

การตรวจเอกสาร

อนัญนภัส (ม.ป.ป.) แสดงการประยุกต์ใช้งาน EVA ในประเทศ โดย EVA ถูกนำมาประยุกต์ใช้งานในด้านการเป็น KPI (Key Performance Index) ใน บมจ. ปตท. ได้นำเรื่องการประเมินประสิทธิภาพบนพื้นฐานการจัดการ (Performance Based Management, PBMS) ซึ่งประกอบไปด้วยการใช้ค่า EVA เป็นตัววัดผลการดำเนินงานและการให้ความสำคัญในระดับองค์กรและกลุ่มธุรกิจตั้งแต่ปี 2539 จนถึงปัจจุบัน

สามารถ (ม.ป.ป.) รายงานการประยุกต์ใช้ EVA ในการบริหารงานของวิสาหกิจภาคเอกชน โดยเฉพาะวิสาหกิจด้านการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ ได้มีการประยุกต์ใช้ EVA ในการบริหารงานเช่นกัน เช่น ธนาคารพาณิชย์ Standard Charter Bank อีกทั้งยังมีธนาคารพาณิชย์อื่น ๆ กำลังศึกษาแนวทางในการประยุกต์ใช้ EVA ในการประเมินประสิทธิภาพการจัดการ

Lehn and Makhija (1996) พบว่า EVA และ MVA สามารถนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานและเป็นสัญญาณสำหรับการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์ขององค์กร และพบว่าวิธีวัดทั้งสองมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนจากหุ้น (stock return) และยังเป็นความสัมพันธ์ที่เป็นบวกมากกว่าการใช้วิธีวัดผลการดำเนินงานที่นิยมใช้กันในอดีต เช่น ROA ROE และ ROS (return on sale) ซึ่งขัดแย้งกับ Clinton and Chen (1998) ที่พบว่าวิธีการวัดผลการดำเนินงานด้วยวิธีพื้นฐานจากการวิเคราะห์เงินสดธรรมดาทำให้ผลดีเท่าๆ กันกับ EVA ในการบ่งบอกความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์

ธีรยุส (2545) แสดงความสำคัญของ EVA ที่มีต่อการดำเนินงานทางธุรกิจ โดย EVA ช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารจัดการบริษัทกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และ EVA สามารถนำมาใช้ปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การจัดสรรทรัพยากรการบริหารผลงานเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ทั้งนี้ EVA ช่วยสร้างแรงจูงใจ หากสามารถเชื่อมโยงผลตอบแทนของการบริหารงานเข้ากับ EVA เช่น การแบ่งเงินกำไรหลังหักต้นทุนทุกด้านให้เป็นเงินโบนัสหรือค่าตอบแทนขวัญและกำลังใจพนักงานและยังช่วยให้เกิดประสิทธิภาพในการบริหารจัดการหรือทำงานได้มากขึ้น

เกตนัสรี (2546) พบว่าวิธีการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ด้วย EVA มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเพิ่มระหว่าง

ราคาตลาดกับราคาทางบัญชีของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (MVA) ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงในค่า EVA สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มหลักทรัพย์ได้สูงถึงร้อยละ 71 แต่การวัดผลทางการเงินอื่นๆ เช่น กำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นกลับไม่มีนัยสำคัญต่อค่า MVA ซึ่งขัดแย้งกับรุจิภาณจน์ (2547) ที่พบว่า EVA ไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัท สยามพาณิชย์ลีสซิ่ง และบริษัท ไทรีเซนไทย เอเยนซีส์

De Wet (2004) ชี้ว่า EVA เป็นตัวชี้วัดที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการของผู้บริหารจัดการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของผู้บริหารจัดการบริษัทนั้นๆ มีทิศทางหรือแนวโน้มในการดำเนินกิจกรรมเพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่ม (Creating value of the firm) หรือลดมูลค่าของบริษัทให้ลดน้อยลง (Destroying value of the firm)

Keown et al. (2005) แสดงว่า EVA ชี้ให้เห็นถึงต้นทุนที่แท้จริงของธุรกิจ (Capital charge) เนื่องจากการคำนวณค่า EVA นั้นจำเป็นต้องมีการรวบรวมคำนวณต้นทุนในด้านต่างๆ มารวมกัน ซึ่งทำให้กำไรที่ได้รับมานั้นเป็นกำไรที่แท้จริงทางเศรษฐศาสตร์และ EVA เป็นตัวดัชนีชี้วัดที่สามารถอธิบายได้โดยง่ายแก่การเข้าใจ เนื่องจากการมองภาพที่ผลกำไรตอบแทนที่เกิดจากการบริหารทรัพย์สินหรือทุนที่มีอยู่ให้มีประสิทธิภาพเกิดมูลค่าเพิ่ม

Brigham and Houston (2007) และ Lokanandha (2005) ชี้ว่าการวัดประสิทธิภาพของบริษัท (firm performance) แสดงด้วยราคาหลักทรัพย์ในตลาดและอัตราส่วนทางการเงิน ดัชนีสำคัญที่นิยมใช้ได้แก่ ราคาหุ้น (Stock Price) EPS ROCE และ ROE อย่างไรก็ดี Higgins (2007) แสดงว่าการวิเคราะห์ ROE มีลักษณะอย่างหนึ่งที่เหมือนกับ ROCE คือ ไม่มีการพิจารณาถึงต้นทุนการเงินทำให้พบข้อจำกัดในลักษณะเดียวกัน Lokanandha (2005) ให้ความเห็นว่าการวัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ (Management performance)

เป็นการวัดประสิทธิภาพหรือความสามารถของผู้บริหารจัดการที่เป็นตัวแทนองค์กรหรือบริษัท(Agency) ที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของได้มอบหมายให้มาบริหารทรัพย์สินของส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อให้เกิดความมั่งคั่งของทรัพย์สิน โดยการวัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการนั้น ส่วนใหญ่นิยมการใช้ค่า EVA เป็นดัชนีชี้วัด

จากภาพรวมของวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าหลักทรัพย์พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันและการไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าหลักทรัพย์ จึงเกิดคำถามว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอจะพบความสัมพันธ์ระหว่างEVA และมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ ตลอดจนผลของ EVA ต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ

วิธีดำเนินการวิจัย

ศึกษาการวิเคราะห์ข้อมูลงบการเงิน ดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัทและดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ ตลอดจนวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้อง

ค้นหาข้อมูลงบการเงินและวิเคราะห์ข้อมูลบัญชีของบริษัทในกลุ่มเกษตรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประจำปี 2550 จาก ข้อมูลงบการเงินจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(2550) ประกอบไปด้วยมูลค่าหุ้นกำไรสุทธิ P/BV DIY EPS ROEจากงบการเงินที่สืบค้น

วิเคราะห์สถิติพรรณนาเพื่อสรุปลักษณะของกลุ่มข้อมูลซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลที่ได้มาจากการสืบค้น ตัวอย่างของสถิติเชิงพรรณนา เช่น จำนวน ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือแม้แต่การสรุปในรูปแบบของรูปภาพเพื่อให้เกิดความเข้าใจต่อความเข้าใจ

วิเคราะห์ความสัมพันธ์และสหสัมพันธ์ระหว่างค่า EVA และข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้อง โดยทำการ

พิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์และสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ใช้วัดความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและแสดงทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยผลจากการวิเคราะห์จะถูกนำมาเสนอในรูปแบบของตารางแสดงเมตริกซ์สหสัมพันธ์ (Correlation matrix) และทำการคัดเลือกตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับค่าEVA โดยที่ตัวแปรอิสระที่ได้ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูง

วิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเพื่อการศึกษาทั้งขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างค่า EVA และตัวแปรอิสระทางการเงินในลักษณะ cross sectional analysis เนื่องจากข้อมูลการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์มีลักษณะเป็นจุดของเวลาคือข้อมูลในปี พ.ศ. 2550

การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

Damodaran (1997) แสดงค่า EVA เป็นเครื่องมือวัดผลงานหรือประสิทธิภาพของการบริหารจัดการซึ่งพัฒนาขึ้นในช่วงปลายทศวรรษ 1980's โดยบริษัทที่ปรึกษาอเมริกัน Stern Stewart Consulting Group แสดงให้เห็นถึงกำไรทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งประกอบไปด้วยเทอมที่พิจารณา คือ 1) กำไรที่ได้จากการดำเนินการปรับค่าแล้ว (Adjusted Net Operating Profit After Tax, NOPAT) และ 2) ต้นทุนของเงินทุนที่ลงทุน (Capital Cost) ซึ่งแสดงออกมาในรูปความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$EVA = NOPAT - Capital Cost$$

โดย $Capital Cost = CE \times WACC$ เมื่อค่า CE คือทรัพย์สินที่มีการใช้ และ WACC คือ ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน ซึ่ง WACC สามารถคำนวณได้ตามสมการดังนี้

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

เมื่อ W_d คือ สัดส่วนของหนี้สิน

R_d คือ ต้นทุนของหนี้สิน

W_s คือ สัดส่วนของกำไรสะสม

R_s คือ ต้นทุนของกำไรสะสม

สมการทางการเงินที่เกี่ยวข้องในการวิเคราะห์ดัชนี EVA ต่อต้นทุนการเงินและมูลค่าหลักทรัพย์

1. ต้นทุนของหนี้สินหลังหักภาษี $= R_d(1-T)$, เมื่อ R_d คือ ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และ $1-T$ เป็นเทอมหลังหักภาษี R_d วัดด้วย ดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยจำนวนหนี้สิน

2. ต้นทุนของกำไรสะสม $R_s = R_d + RP$, เมื่อ R_d คือ ต้นทุนของหนี้สิน และ RP คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงสำหรับผู้ถือหุ้นสามัญ กำหนดให้เท่ากับ 3 เปอร์เซ็นต์ สำหรับธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตร

3. กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีสุทธิ (Net Operating Profit After Tax, NOPAT)

NOPAT เป็นกำไรที่บริษัทได้รับจากการดำเนินการ ไม่นับรวมค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุน เช่น ต้นทุนของเงินทุนและไม่นับรวมทรัพย์สินทางการเงินที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานตามปกติ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) โดยสามารถคำนวณค่า NOPAT ได้ดังนี้

$$NOPAT = EBIT(1-T)$$

เมื่อ $(1-T)$ คือ เทอมที่ใช้ในการคำนวณหลังหักภาษี คือ $(1-\text{อัตราภาษี})$

EBIT คือ กำไรของบริษัทก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี

CE หมายถึง ทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงาน
T หมายถึง อัตราภาษี

4. อัตราส่วนผลตอบแทนต่อต้นทุนที่ถูกใช้ไป (Return on Capital Employed, ROCE)

ROCE ถูกนำมาใช้เพื่อแสดงถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทในด้านการบริหารทรัพย์สินเพื่อก่อให้เกิดกำไร หากพบค่า ROCE ที่มีค่าน้อยก็ไม่ได้แสดงว่าบริษัทไม่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เนื่องจากมีความเป็นไปได้ว่าในช่วงเริ่มแรกของการลงทุนมีต้นทุนสินทรัพย์ที่ใช้ไปในการดำเนินงาน (CE) ที่ถูกใช้ไปในปริมาณสูง ประกอบกับบริษัทยังมีกำไรสุทธิจากการดำเนินการที่น้อย (แสดงไว้โดย Bob (2004) และ Lokanadha (2005))

$$ROCE = \frac{NOPAT}{CE} = \frac{EBIT(1-T)}{CE}$$

ผลตอบแทนที่กล่าวถึงเป็นการนำค่ากำไรสุทธิจากการดำเนินการหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax) ที่เรียกสั้นๆว่า NOPAT มาเปรียบเทียบกับทรัพย์สินหรือต้นทุนที่นำมาใช้ดำเนินการ (Capital Employed, CE) ที่เกิดจากผลรวมของทรัพย์สินถาวรสุทธิและทรัพย์สินหมุนเวียนสุทธิ

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกเปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นลบ

ผู้ทำการวิจัยได้ทำการศึกษาดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัท โดยใช้วิธีการวัดอัตราส่วนทางการเงิน ประกอบไปด้วย กำไรสุทธิ (Net Income) NOPAT CE EPS ROCE และ ROE และดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ โดยใช้การวัดค่า EVA อีกทั้งยังได้ทำการศึกษาค่าข้อมูลอื่นๆ คือ ราคาหุ้น (Stock price) EPS P/BV และ DIY ตลอดจนข้อมูลทางการเงินที่มีความเกี่ยวข้องกับการคำนวณค่า EVA เพิ่มเติม ได้แก่ ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน (WACC) ต้นทุนของกำไรสะสม (R_s) ต้นทุนของหนี้สิน (R_d) และได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมเกษตรในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวน 41 บริษัท โดยผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลดังแสดงในตารางที่ 2

จากผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของข้อมูลต่างๆระหว่างกลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวก (26บริษัท) และกลุ่มบริษัทที่มี EVA ติดลบ (15 บริษัท) พบข้อสังเกตของข้อมูลต่างๆได้ดังนี้

กลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกจะมีค่าเฉลี่ย EVA ที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .01 แม้ว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกมีการใช้ทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงานไม่แตกต่างจากกลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นลบก็ตาม แต่

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ข้อมูล กลุ่มบริษัทที่ทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินเป็นกลุ่มบริษัทในธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตร โดยแยกกลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวก และกลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นลบ

กลุ่ม EVA (+) 26 บริษัท	(ล้านบาท)				Baht Baht/หุ้น เท่า								
	EVA	Net Income	NOPAT	CE	ROCE	ROE	WACC	Rs	Rd	Stock price	EPS	P/BV	DIY
ค่าเฉลี่ย	524.26	717.70	802.58	4,130.44	23.49%	17.81%	6.76%	8.26%	4.48%	51.34	4.51	1.92	5.95%
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1,636.36	2,084.31	2,313.54	10,718.16	27.60%	16.01%	1.50%	1.93%	1.25%	98.45	6.16	2.93	4.27%
ค่าน้อยที่สุด	3.61	1.13	24.89	153.39	5.39%	0.05%	4.27%	5.38%	1.38%	1.06	0.01	0.46	0.00%
ค่ามากที่สุด	8,441.10	10,777.63	11,978.33	55,407.27	135.71%	72.98%	10.66%	13.43%	6.97%	504.00	29.28	15.77	18.87%
ค่ามัธยฐาน	144.24	208.55	278.68	1,592.02	14.12%	11.45%	6.64%	7.70%	4.50%	20.45	1.97	1.28	4.93%

กลุ่ม EVA (+) 15 บริษัท	(ล้านบาท)				Baht Baht/หุ้น เท่า								
	EVA	Net Income	NOPAT	CE	ROCE	ROE	WACC	Rs	Rd	Stock price	EPS	P/BV	DIY
ค่าเฉลี่ย	-163.29	-101.81	-70.04	1,169.79	-11.45%	-31.45%	7.73%	9.85%	5.65%	13.23	-2.24	2.50	2.51%
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	212.40	224.94	213.15	869.89	21.97%	46.21%	1.93%	1.08%	0.96%	22.58	5.45	4.84	3.79%
ค่าน้อยที่สุด	-804.78	-780.29	-680.85	173.55	-78.76%	-142.70%	4.83%	7.99%	3.99%	1.42	-19.51	0.24	0.00%
ค่ามากที่สุด	-22.05	151.62	214.02	3,243.18	8.96%	8.96%	11.41%	11.91%	7.11%	90.00	2.53	19.13	8.85%
ค่ามัธยฐาน	-72.77	-65.96	-27.97	1,153.73	-4.29%	-6.58%	7.79%	9.98%	5.49%	4.04	-0.36	0.58	0.00%

การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย

กลุ่ม EVA (+) มากกว่า กลุ่ม EVA (-)														
t Stat	2.11	1.98	1.91	1.40		4.46	3.99	-1.67	-3.36	-3.36	1.89	3.64	- 0.42	2.67
Sig. level (one-tailed)	5%	5%	5%	10%		1%	1%	10%	1%	1%	5%	1%	insig.	1%

เมื่อพิจารณาถึงคำมัธยฐานพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่าEVA เป็นบวกมีการใช้ทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงานที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นลบ อีกทั้งยังพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกนั้นมีกำไรสุทธิเฉลี่ยและกำไรจากการดำเนินงานเฉลี่ยค่อนข้างสูงและมีค่า R_s และ R_d ที่ต่ำ ส่งผลให้ต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนต่ำ ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นลบพบว่ามีการกำไรสุทธิเฉลี่ยและกำไรสุทธิจากการดำเนินงานเฉลี่ยที่มีค่าเป็นลบ อีกทั้งมีต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนที่สูง

เมื่อพิจารณาถึงดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัท (ดังที่แสดงในตารางที่ 2) ของกลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวก โดยพิจารณาจากค่า EPS ROE และ ROCE จะเห็นว่า มีค่าเป็นบวก ในขณะที่กลุ่มบริษัท EVA เป็นลบนั้นกลับมีค่า EPS ROE และ ROCE ที่มีค่าเป็นลบ แสดงให้เห็นว่า กลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการนั้น (มีค่าEVAเป็นบวก) จะพบว่า มีค่า EPS ROE ROCE ที่เป็นบวกหรือมีประสิทธิภาพของบริษัทในเชิงบวกเช่นเดียวกัน และยังอาจกล่าวได้ว่า ประสิทธิภาพของบริษัท มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันกับประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ

เมื่อพิจารณาถึงข้อมูลราคาตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ ดังที่แสดงในตารางที่ 2 พบว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกนั้นจะมีค่า Stock price และ DIY ที่สูง ซึ่งสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นลบอย่างเห็นได้ชัดและเมื่อพิจารณาในมุมมองข้อมูลในส่วนของ Stock price และ DIY จะเห็นภาพทิศทางของความสัมพันธ์กับแต่ละกลุ่มบริษัท กล่าวคือ สามารถพบค่า Stock price และ DIY ที่สูงในกลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพการบริหารจัดการที่ดี (มีค่า EVA เป็นบวก) และ พบค่า Stock price และ DIY ที่ต่ำในกลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพการบริหารจัดการไม่ดี (EVA เป็นลบ) จึงสามารถกล่าวได้ว่า โดยภาพรวมแล้ว ดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการสามารถสะท้อนไปถึงข้อมูลราคาตลาดของหุ้นบริษัทได้ โดยสะท้อนขึ้นไปถึง ค่า Stock price และ DIY แม้กระนั้นผู้วิจัยไม่

พบความแตกต่างของค่า P/BV ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวก และกลุ่มที่มี EVA เป็นลบ แต่เมื่อพิจารณาจากคำมัธยฐาน พบว่า กลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวก มี P/BV ที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นลบ ซึ่งจะสะท้อนถึงการมีมูลค่าตลาดที่สูงกว่า

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์อย่างง่าย (simple correlation analysis)

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรข้อมูลอื่นๆ ที่มีต่อค่า EVA (ดังตารางที่ 3) พบว่าตัวแปร EVA (ในที่นี้ใช้ EVA/CE) มีความสัมพันธ์กันไปในทิศทางเดียวกันกับตัวแปรในการทำกำไร ได้แก่ ROCE ROE และ EPS อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เนื่องจาก EVA สร้างมาจาก NOPAT แสดงให้เห็นว่าค่า EVA มีความสามารถในการสะท้อนให้เห็นถึงบริษัทที่มีประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่ดีเกิดจากบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการใช้งานใช้ทรัพย์สินที่ค่อนข้างสูงเพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่ดี มีอัตราส่วนรายได้ต่อหุ้นสูง ส่งผลให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงตามไปด้วย แม้ว่า EVA จะสัมพันธ์กับมูลค่าทางตลาดของหลักทรัพย์ (ซึ่งวัดด้วย P/BV) เพียงแค้อยู่ระดับ 1.5 อย่างไม่มีนัยสำคัญ แต่สิ่งที่น่าสนใจคือ ความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ P/BV เป็นไปในทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .05 แสดงว่า ROE ไม่ได้สะท้อนมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์เสมอไป (ข้อจำกัดของ ROE) อย่างไรก็ตามบริษัทที่ทำกำไรสูงซึ่งมี EVA สูงจะจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงเช่นกัน โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ DIY

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis)

เนื่องจากข้อมูลในการวิเคราะห์อยู่ในลักษณะ cross sectional analysis ซึ่งเป็นข้อมูลการเงินในปี พ.ศ. 2550 ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม(EVA/CE)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation matrix) ระหว่าง EVA และตัวแปรข้อมูลอื่นๆที่เกี่ยวข้อง
ตัวเลขในวงเล็บ หมายถึง ค่า p-value (n = 41)

	EVACE	ROCE	ROE	WACC	EPS	P/BV
ROCE	0.9985*** (0.0000)					
ROE	0.6985*** (0.0000)	0.7143*** (0.0000)				
WACC	-0.2126 (0.1821)	-0.1598 (0.3182)	0.1466 (0.3603)			
EPS	0.4686*** (0.0020)	0.4779*** (0.0016)	0.4888*** (0.0012)	0.0848 (0.5982)		
P/BV	0.0154 (0.9240)	0.0137 (0.9323)	-0.3176** (0.0431)	-0.0274 (0.8652)	0.1244 (0.4383)	
DIY	0.0805 (0.6168)	0.0897 (0.5769)	0.3395** (0.0299)	0.1319 (0.4111)	0.1596 (0.3188)	-0.2861* (0.0697)

หมายเหตุ

EVACE หมายถึง EVA/CE

*** p < .01

** p < .05

* p < .10

กับตัวแปรอิสระ (ตารางที่ 4) ซึ่งประกอบไปด้วย WACC P/BV DIY ROE และ InCE พบว่า EVA สามารถอธิบายได้ด้วย WACC P/BV DIY ROE และ InCE กล่าวคือ บริษัทที่มี EVA มากจะมีต้นทุนการเงินต่ำ ค่าสัมประสิทธิ์ของ WACC เป็นลบ และมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสถิติพรรณนา (descriptive statistics) บริษัทที่มี EVA มาก ตลาดจะสะท้อนราคาตลาดที่สูง (ค่าสัมประสิทธิ์ของ P/BV เป็นบวก) อัตราจ่ายเงินปันผล (DIY) ไม่มีความสัมพันธ์กับ EVA ทั้งนี้ ROE จะเป็นตัวแปรควบคุม (วัดการกำกับ) และ InCE (วัดขนาดกิจการ) พบว่าขนาดกิจการใหญ่ขึ้น แต่จะมี EVA ลดลง แสดงว่ากิจการขนาดใหญ่เกินไปมีผลต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงาน

บทสรุปและวิจารณ์ผล

จากการวิเคราะห์ประสิทธิภาพของบริษัทและประสิทธิภาพของการบริหารจัดการในกลุ่มธุรกิจเกษตรของบริษัทยักษ์ใหญ่ที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี 2550 สามารถแบ่งกลุ่มบริษัททั้งหมดจาก 41 บริษัทออกเป็นสองกลุ่มบริษัท คือ กลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นบวกจำนวน 26 บริษัท และกลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นลบจำนวน 15 บริษัท โดยพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกนั้น มีค่า EVA ที่สูง ซึ่งมีขนาดกิจการที่ใหญ่กว่าสามารถใช้ทรัพย์สินที่ใช้ในการดำเนินงานเพื่อก่อให้เกิดกำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงานที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มี EVA เป็นลบ ซึ่งมีผลทำให้บริษัทมีเกิดมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์โดยเฉลี่ยที่สูง ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA ติดลบนั้น ไม่สามารถบริหาร

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหการถดถอยพหุคูณที่มีผลต่อระดับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของกลุ่มบริษัททั้งหมด
(n = 41)

Dependent Variable	EVA/CE	EVA/CE
Intercept	0.4331 (3.27)	1.836 (3.041)
WACC	-5.7485 (-3.24)	-5.83 (-3.521)
P/BV	0.0210 (2.41)	0.02 (2.528)
DIY	-0.6814 (-0.92)	
ROE	0.6882 (8.04)	0.74 (8.893)
lnCE		-0.068 (-2.414)
Adjusted R Square	0.63	0.67

หมายเหตุ lnCE หมายถึง ค่าล็อกการิทึมของ CE

ให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ได้โดยพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีการขาดทุนสุทธิ เป็นผลให้ทำให้บริษัทมี EVA ที่ติดลบ

ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพของบริษัทโดยใช้วิธีการวัดอัตราส่วนทางการเงิน กลุ่มบริษัทที่มีกำไรสุทธิ และกำไรจากการดำเนินงานที่สูง จะแสดงออกถึงค่า EPS ROCE และ ROE ที่สูงเช่นเดียวกัน และเป็นไปในทิศทางที่เป็นบวกโดยกลุ่มบริษัทที่มีค่า EVA เป็นบวกจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงเมื่อเทียบกับทรัพย์สินลงทุน ส่งผลให้สามารถทำกำไรให้แก่เจ้าของได้สูง โดยที่ตลาดสะท้อนด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่มีภาวะการขาดทุนจะมีลักษณะตรงกันข้ามคือมีค่า EPS ROCE และ ROE เป็นไปในทิศทางที่ติดลบเช่นเดียวกับ EVA ซึ่งชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของการบริหารจัดการของผู้บริหารสามารถสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการดำเนินงานเพื่อบริหารทรัพย์สินและต้นทุนของส่วนเจ้าของเพื่อก่อให้เกิดกำไร

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์อย่างง่ายพบว่า ประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ (EVA/CE) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 กับตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ค่า ROCE ROE และ EPS) ซึ่งชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการของผู้บริหาร โดยมีความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

รวมทั้งจากผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นยังชี้ให้เห็นว่า EVA สามารถถูกอธิบายด้วย WACC P/BV DIY ROE และ lnCE กล่าวคือบริษัทที่มีค่า EVA สูงจะมีต้นทุนทางการเงินต่ำ สะท้อนมูลค่าหลักทรัพย์ที่สูงซึ่งอาจไม่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง กิจกรรมที่มีขนาดใหญ่เกินไปมีผลต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงาน ซึ่งเห็นได้จากค่า EVA ที่ลดลง ดังนั้นจะเห็นได้ว่าประสิทธิภาพของการบริหารจัดการที่ดีของผู้จัดการ (EVA สูง) ทำให้บริษัทมีต้นทุนการเงินที่ต่ำ และราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่สูง

ซึ่งจากผลการศึกษาทั้งหมดที่กล่าวมานั้น สามารถกล่าวได้ว่าประสิทธิภาพของบริษัทในการดำเนินงานที่ได้นั้นเกิดจากผู้บริหารมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการที่ดี หรือสามารถกล่าวได้อีกนัยหนึ่งเพื่อให้เข้าใจได้ง่ายขึ้น คือ บริษัทที่มีประสิทธิภาพของการบริหารจัดการที่ดี (มีค่า EVA เป็นบวก) ย่อมส่งผลให้บริษัทมีสุขภาพทางการเงินที่ดี มีอัตราส่วนทางการเงิน ROE EPS และ มี NOPAT ที่สูง ทั้งนี้ดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการ และดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัท ต่างก็เป็นเกณฑ์ที่ใช้ชี้วัดประสิทธิภาพทั้งคู่ แตกต่างกันที่ดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของบริษัทใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่ดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของการบริหารจัดการใช้ประเมินประสิทธิภาพของผู้บริหาร แต่อย่างไรก็ตามทั้ง 2 ดัชนีต่างก็มีความเกี่ยวข้องกับกำไรสุทธิ ในแง่ที่กำไรสุทธิเป็นตัวแปรที่นำมาใช้ในการคำนวณค่า EVA ROE ROCE และ EPS และยังมีความเกี่ยวข้องในมุมมองของบริษัทที่มีประสิทธิภาพการบริหารจัดการของผู้บริหารที่ดีนั้นเป็นผลมาจากการที่บริษัทมีประสิทธิภาพในการบริหารทรัพย์สินและต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนที่ต่ำเพื่อก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งปัจจัย ROCE ที่สูงเป็นตัวแปรที่ส่งเสริมให้ค่า EVA มีทิศทางไปในทางบวก

ทั้งนี้จากการวิจัยที่ได้ในครั้งนี้อาจชี้ให้เห็นถึงการประยุกต์ใช้ EVA โดยกล่าวได้ว่า EVA เป็นเทคนิคการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีของบริษัทมหาชนที่มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอเนื่องจากบริษัทที่มี EVA สูง ตลาดหลักทรัพย์จะสะท้อนผ่านต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน (WACC) ที่ต่ำและมีมูลค่าหลักทรัพย์ที่สูง (P/BV) อย่างไรก็ดีขนาดกิจการที่ใหญ่เกินไป จะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทลดลงโดยสะท้อนผ่านความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง EVA และขนาดกิจการ ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรส่งเสริมการใช้งาน EVA ในการวัดประสิทธิภาพของบริษัทมหาชนให้แพร่หลาย เพราะบริษัทที่มี EVA

สูงนอกจากจะมีต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนที่ต่ำและมูลค่าหลักทรัพย์ที่สูงแล้วยังมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงซึ่งบริษัทมหาชนเหล่านี้จะเป็นหลักทรัพย์ที่ดีสำหรับนักลงทุนที่ต้องการหลักทรัพย์คุณภาพแบบจ่ายเงินปันผล

เอกสารอ้างอิง

- เกตนสิริ วงษ์โกวิท. 2546. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Market Value Added (MVA) กับ Economic Value Added (EVA). กรุงเทพฯ: ภาคนิพนธ์ปริญญาโท สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- ธีรยุทธ วัฒนาศุโขภ. 2545. ความสัมพันธ์เชิงกลยุทธ์ระหว่าง Balanced Scorecard, Key Performance Indicators (KPIs), Economic Value Added (EVA) กับการประเมินผลการปฏิบัติงาน: กรณีศึกษาคอรัลคัลของการพัฒนามูลค่าเพิ่มขององค์กร. กรุงเทพฯ: วิทยานิพนธ์ปริญญาโท, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นนทพัทธ์ ดวงมณี. 2548. การวัดผลการดำเนินงานด้วยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) กรณีศึกษาบริษัทการบินไทยจำกัด (มหาชน). กรุงเทพฯ: สารนิพนธ์ปริญญาโท, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- บริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด. 2009. สูตรค่าสถิติ. แหล่งที่มา http://www.btsecurities.com/formula_pe.php, ธันวาคม 2552.
- พายัพ ขาวเหลือง. 2549. การจัดการการเงินด้วย Excel. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์ เคทีพี
- รู้จักงานจัดสรรสัมพันธ์สูง. 2547. ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมูลค่าขององค์กรจากการประเมินแนวคิด Economic Value Added: EVA กรณีศึกษา: บริษัท สยามพาณิชย์ ลีสซิ่ง และบริษัท ไทรีเซนไทย เอเยนซีส์ กรุงเทพฯ: ภาคนิพนธ์ปริญญาโท สถาบันบัณฑิต

- พัฒนาบริหารศาสตร์.
สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. *การเงินธุรกิจ (Corporate Finance)*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
สามารถ หงส์วิไล. ม.ป.ป. *EVA กับกลุ่มพัฒนาคุณภาพงาน*. ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายวิชาการ ธนาคารอาคารสงเคราะห์
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2550 แหล่งที่มา ข้อมูลงบการเงิน http://capital.sec.or.th/webapp/corp_fin/cgi-bin/findFS.php, ตุลาคม 2550.
อนัญณภัต ชิงห์. ม.ป.ป. *มารู้จัก EVA และการคำนวณกันแบบง่ายๆ กันดีกว่า*. ส่วนบริหารผลการดำเนินงานสังกัดผู้ช่วยรองกรรมการผู้จัดการใหญ่แผนและกลยุทธ์องค์กร (ผกญ.)
Bob, R. 2004. *Finance and Accounting for Business*. Croatia: Thomson learning.
Brigham, E F. and J. F. Houston. 2007. *Essentials of Financial Management*. Bangkok: Thomson Asia Pte Ltd.
Clinton, D. B. and S. Chen. 1998. "Do New Performance Measures Measure Up?" *Management Accounting*, 80: 38-43.
Damodaran, A. 1997. *Corporate Finance Theory and Practical*. NewYork: John Wiley&Sons, Inc.
De Wet, J. H. 2004. *Chapter 3; EVA and MVA and Adjustments to Financial Statements to Reflect Value Creation*. Pretoria: University of Pretoria Ltd.
Higgins, R C. 2007. *Analysis for Financial Management*. 8th ed. Singapore: McGraw-Hill Company.
Keown, A. J., J. D., Martin, J. W., Petty and D. F., Scott. 2005. *Financial Management: Principles and Applications*. 10th ed. Singapore: Pearson Prentice Hall.
Lehn, K. and A. K. Makhija. 1996. EVA and MVA as Performance Measures and Signals for Strategic Change, *Strategy and Leadership*, 24(3): 34-38.
Lokanandha, R. I. 2005. "EVA: The Right Measure of Managerial Performance". *Indian Journal of Accounting & Finance*, 119(2).