

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์



นางสาวณัฐกานต์ กู้วงศ์บัณฑิต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ISBN 974-14-2013-7

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET PRICES AND ECONOMIC VALUE ADDED



Miss Natthakarn Kuwongbundit

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy
Faculty of Commerce and Accountancy
Chulalongkorn University
Academic Year 2006
ISBN 974-14-2013-7

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

โดย

นางสาวณัฐกานต์ กุ้ววงศ์บัณฑิต


สาขาวิชา

การบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษา


อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับ
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต


..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ตนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์


..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ วีรวรรณ พูลพิพัฒน์)


..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์)


..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ กิระนันท์)

สถาบันธุรกิจ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ณัฐกานต์ กุวงศ์บัณฑิต : ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET PRICES AND ECONOMIC VALUE ADDED). อ.ที่ปรึกษา : อ. ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์. 57 หน้า. ISBN 974-14-2013-7

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2545 - 2547 มีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ (1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และ(2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย รายไตรมาสของ 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร รวม 12 บริษัท

ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย โดยผลที่ได้จากการทดสอบปรากฏว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย สามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่เมื่อมองภาพรวมของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมตามจำนวนบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ บริษัทที่มีผลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นบวก แต่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นลบ อยู่ร้อยละ 74.31 ซึ่งหมายถึงกิจการมีผลการดำเนินงานแสดงผลกำไร แต่ไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เห็นว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของกิจการได้ คิดเป็นร้อยละ 74.31 ของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นบวก อาจไม่ได้สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ ดังนั้นหากต้องการใช้ข้อมูลเพื่อตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้น กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ยังสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีอยู่ แต่เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดจากการลงทุนในตลาดหุ้น ควรพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ควบคู่ไปด้วย เพราะจะทำให้ทราบถึงกำไรที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งกำไรดังกล่าวก็มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์เช่นกัน

ภาควิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่อนิสิต.....
สาขาวิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ปีการศึกษา.....2549.....

4682233026 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: ECONOMIC VALUE ADDED, EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND AMORTIZATION, STOCK MARKET PRICES

NATTHAKARN KUWONGBUNDIT : THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK MARKET PRICES AND ECONOMIC VALUE ADDED. THESIS ADVISOR: VORASAK TOOMMANON, Ph.D. 57 pp. ISBN 974-14-2013-7

Information used in this thesis is from Stock Exchange of Thailand (SET) from 2002 – 2004. There are two main objectives: (1) to study the relationship between Stock Market Prices and Economic Value Added and (2) to study the relationship between Stock market prices and Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) in quarterly period of 2 industrial groups: energy and communication, 12 companies in total.

The result of the study shows that Economic Value Added can be used to explain Stock market prices as well as EBITDA. The result shows that EBITDA can be used to explain Stock Market Prices better than Economic Value Added. However, when we look at the whole picture of both industrial groups according to the number of companies divided by Economic Value Added, we can see that 74.31 % of companies have positive EBITDA and negative Economic Value Added which mean that those companies can produce profit but cannot enable operational cash flow to exceed cost of capital. It shows that the positive EBITDA may not reflect actual operation of the companies. Therefore, if you need information in order to make decision before investing in the market, EBITDA is still suitable to explain Stock market prices. However, in order to decrease the risk from investment, Economic Value Added should be considered as well because it will show the real profit of business which has a relationship with Stock market prices.

Department.....Accountancy..... Student's signature *Natthakarn Kuwongbundit*
Field of study.....Accountancy..... Advisor's signature *Vorajak Toommanon*
Academic year.....2006.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้ สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลือจากหลาย ๆ ท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกษาค้นคว้า ตลอดจนการตรวจสอบแก้ไขให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้เรียบร้อยสมบูรณ์อย่างยิ่ง ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ และขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ วีรวรรณ พูลพิพัฒน์ที่ท่านได้กรุณาเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำดี ๆ ที่มีต่อการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ รวมถึงกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ กิระนันท์ ที่ท่านได้ให้คำแนะนำเกี่ยวกับวิธีการศึกษาค้นคว้าวิเคราะห์ผลการศึกษาที่ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีทุกท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณแม่และพี่น้องในครอบครัวของข้าพเจ้า ที่เป็นกำลังใจ และแรงผลักดันในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเพื่อน ๆ ทุกคนที่ได้ให้คำแนะนำดี ๆ สนับสนุนและช่วยเหลือเป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าด้วยดีตลอดมา

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
1.3 สมมติฐานการวิจัย.....	4
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	5
1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	6
1.6 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	7
1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	7
1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	9
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์.....	9
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	12
2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสำคัญของ EBITDA และ EVA.....	12
2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับกำไร ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย.....	14
2.2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์.....	15
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	19
3.1 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	19
3.2 วิธีดำเนินการวิจัย.....	19

บทที่ 3	วิธีดำเนินการวิจัย....(ต่อ).....	
	3.2.1 การคำนวณ EBITDA.....	19
	3.2.2 การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์.....	19
	3.2.3 การปรับปรุงตัวเลขจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป.....	20
	3.2.4 วิธีปรับปรุงของส่วนปรับปรุงบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับ ผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์.....	24
	3.2.5 ตัวแปรที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์.....	26
	3.3 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	34
	3.3.1 ประชากร.....	34
	3.3.2 กลุ่มตัวอย่าง.....	35
	3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	35
	3.5 แนวการวิเคราะห์ข้อมูล.....	36
	3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา.....	36
	3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน.....	36
บทที่ 4	ผลการวิจัยและการวิเคราะห์ข้อมูล.....	38
	4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา.....	39
	4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร.....	43
	4.3 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	48
บทที่ 5	สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	49
	5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย.....	50
	5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย.....	52
	5.3 ข้อเสนอแนะ.....	53
	รายการอ้างอิง.....	54
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	57

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 การคำนวณ NOPAT.....	28
3.2 การคำนวณเงินลงทุน.....	30
3.3 ประชากรในการศึกษา.....	34
4.1 สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร.....	38
4.2 ข้อมูลเชิงสถิติของราคาตลาดของหลักทรัพย์ EBITDA และ EVA แยกเป็นรายอุตสาหกรรม.....	40
4.3 จำนวนของบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของ EVA.....	42
4.4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EBITDA.....	44
4.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA.....	46

สารบัญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคาของตลาดหลักทรัพย์กับ EBITDA.....	6
1.2 กรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA.....	6



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากราคาตลาดของหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียวย่อมมีความเสี่ยงสูงกว่าลงทุนโดยการวิเคราะห์งบการเงินประกอบการตัดสินใจ จึงทำให้ผู้ซึ่งงบการเงินมีความสนใจในผลกำไร ซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงานของกิจการในรอบระยะเวลาหนึ่ง ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกำไรเป็นข้อมูลทางการบัญชี ทั้งนี้เพื่อใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ ลักษณะของข้อมูลจึงควรเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนและให้สินเชื่อ การประเมินกระแสเงินสด ข้อมูลเกี่ยวกับทรัพยากรทางเศรษฐกิจของกิจการ ผลการดำเนินงานประจำงวด ข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบของผู้บริหารที่มีต่อเจ้าของตลอดจนให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงในการลงทุน

ในการวิเคราะห์งบการเงิน การให้ความสนใจในตัวเลขกำไรของกิจการเพียงอย่างเดียว โดยไม่ได้คำนึงถึงตัวชี้ชี้นำอื่น ๆ ในการวัดผลประกอบการของกิจการอาจเป็นความคิดที่ไม่ถูกต้องนัก เพราะเนื่องจากตัวเลขกำไรสุทธิเป็นเพียงบทสรุปสุดท้ายที่ผ่านหลาย ๆ ขั้นตอนตามกระบวนการทางบัญชี ยกตัวอย่างเช่น รายการพิเศษ หรือรายการที่เกิดจากการปรับโครงสร้าง หรือรายการที่เกิดจากการตัดจำหน่ายสินทรัพย์ของกิจการ ก็สามารถมีผลกระทบอย่างมากต่อกำไรของกิจการ และด้วยแนวคิดตามแม่บทการบัญชีที่กำหนดข้อสมมติในการจัดทำและนำเสนองบการเงินให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) และการดำเนินงานต่อเนื่อง (Going Concern) ทั้งนี้กิจการย่อมมีดุลพินิจในการเลือกวิธีปฏิบัติทางการบัญชี ซึ่งต้องอยู่บนพื้นฐานของหลักความระมัดระวัง (Prudence)

ปัจจุบันนี้ การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นส่วนหนึ่งที่จะทำให้ทราบถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจว่าประสบผลสำเร็จหรือไม่ โดยมีแนวคิดที่เกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานใหม่ ๆ เกิดขึ้นอย่างมากมายเพื่อให้รับกับสถานะเศรษฐกิจและกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป โดยแนวความคิดในด้านการจัดการวิธีที่กำลังเป็นที่กล่าวถึงคือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA (Economic Value Added) ผู้ที่มีส่วนได้เสียในธุรกิจเริ่มที่จะตระหนักว่า การวัดผลการดำเนินงานโดยอาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจได้ เพราะหลักการบัญชีที่รับรอง

ทั่วไปนั้นไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจได้อย่างเต็มที่ เนื่องจากไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนเงินของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้เป้าหมายของการดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน คือการมุ่งเน้นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด จึงมีการพัฒนาเทคนิคใหม่ ๆ เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายดังกล่าวมากขึ้น กล่าวอีกนัยหนึ่ง **EVA** คือ กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหักด้วยต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการลงทุนในสวนหุ้น โดยที่ **EVA** เป็นเครื่องมือที่นิยมกันมากในการใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจทางการเงิน **Stern** และ **Stewart** ผู้ซึ่งเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์เครื่องหมายการค้า **EVA** กล่าวว่า กำไร, กำไรต่อหุ้น หรือการเติบโตของกำไร ทำให้เข้าใจผลการดำเนินงานของกิจการผิดไปหากเราใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นตัววัด เนื่องจากว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตัวนี้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ที่ใกล้เคียงกับกำไรทางเศรษฐกิจของกิจการ และเป็นตัววัดประสิทธิภาพในการสวนของผู้ถือหุ้น

มีงานวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้น กับกำไรทางบัญชีขึ้นมาจำนวนมาก ซึ่งทำให้เราทราบถึงคุณค่าของข้อมูลของงบกำไรขาดทุนในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้น มีงานวิจัยศึกษาพบว่า **EBITDA** สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก **EBITDA** เป็นกำไรที่สะท้อนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งคำนวณได้จากการนำรายได้หักด้วยต้นทุนขาย และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อีกนัยหนึ่งหมายถึงกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักด้วยดอกเบี้ยจ่าย และภาษีเงินได้ สำหรับค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายนั้นจะไม่ถูกรวมอยู่ในต้นทุน ดังนั้นหากกำไรที่ใช้วัดความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหุ้น สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการเท่าไร ก็ยังทำให้สามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้เท่านั้น และ **EBITDA** เป็นการประมาณค่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ ที่อยู่บนพื้นฐานของข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนของกิจการ กำไรตัวนี้จะเหมาะสมเป็นพิเศษสำหรับกิจการที่มีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก เนื่องจากมีค่าเสื่อมราคาที่สูงเช่นเดียวกัน เช่น ธุรกิจผลิต หรือบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนจำนวนมาก เนื่องจากก่อให้เกิดค่าตัดจำหน่ายที่มากตามไปด้วย เช่น บริษัทที่ได้มาซึ่งตราสินค้า ซึ่งในปัจจุบันมีกิจการแบบนี้อยู่จำนวนมาก ซึ่งความบิดเบือนทางบัญชี (**Accounting Distortion**) และผลกระทบด้านการเงินในกำไรของกิจการจะไม่เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อ **EBITDA** จึงเป็นสิ่งที่ดีหากนำไปเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกิจการ โดยทั่วไป **EBITDA** จะเป็นประโยชน์สำหรับกิจการที่มีทรัพย์สินจำนวนมาก และ/หรือกิจการที่มีจำนวนหนี้สินจากการจัดหาเงินจำนวนมาก ไม่ค่อยพบในการใช้ประเมินมูลค่าสำหรับกิจการที่มีการกู้ยืมเงินน้อย บางครั้งจะเรียก **EBITDA** ว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (**Operational Cash flow**)

EBITDA กลายเป็นตัววัดผลที่ได้รับความนิยมอย่างยิ่ง โดยเฉพาะในหมู่นักวิเคราะห์ นักวิเคราะห์หลายรายจะอิงคำแนะนำในการซื้อขายหุ้นอยู่กับราคาหุ้นต่อ **EBITDA** (จำนวนเท่า) เนื่องจาก **EBITDA** มีความเชื่อมโยงกับ **EBIT** **EBITDA** จึงทำหน้าที่เป็นองค์ประกอบอันหนึ่งของกำไรส่วนที่เหลือ แต่มีการมอง **EBITDA** ไปในทางที่ไม่ถูกต้องว่าช่วยให้เกิดการเชื่อมโยงกับการวัดกระแสเงินสด ข้อได้เปรียบประการหนึ่งของ **EBITDA** คือ **EBITDA** ขจัดความแตกต่างในนโยบายบัญชีเกี่ยวกับการคิดค่าเสื่อมราคาระหว่างบริษัทต่าง ๆ ซึ่งอาจสันนิษฐานว่าทำให้การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัททำได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้เนื่องจาก **EBITDA** บวกค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายกลับไปยังกำไรจากการดำเนินงาน นักวิเคราะห์จึงมองว่า **EBITDA** เป็นตัวแทนของกระแสเงินสด จึงเป็นที่มาที่ต้องการศึกษากำไรที่แท้จริงของกิจการกับผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งมาตรวัดผลการดำเนินงานที่สะท้อนกำไรที่แท้จริงของกิจการที่สนใจคือ **EVA** เนื่องจาก **EVA** เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แสดงให้เห็นถึงมูลค่าของบริษัทในเชิงเศรษฐศาสตร์ และยังเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่สามารถเชื่อมโยงให้เห็นถึงการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี โดย **EVA** นั้นเป็นเครื่องมือทางการบริหารที่ให้ข้อมูลแก่ผู้บริหารเพื่อจูงใจให้ผู้บริหารทำการตัดสินใจในการบริหารงาน เพื่อประโยชน์ในการสร้างมูลค่า หรือความร่ำรวยให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ต้องการที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ **EBITDA** และความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (**EVA**) เพื่อต้องการทราบว่าการใช้ **EBITDA** เพื่ออธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์เพียงพอหรือไม่ที่จะช่วยสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ เพื่อเป็นประโยชน์ ในการนำ **EVA** มาใช้ในการตัดสินใจลงทุนต่อไป หาก **EVA** ก็สามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกัน ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ **EBITDA** จะได้กล่าวในส่วนถัดไป

1.2 วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ **EBITDA**
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ **EVA**

1.3 สมมติฐาน

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า **EBITDA** เป็นกำไรที่สะท้อนกระแสเงินสดของกิจการที่ใกล้เคียงเกณฑ์เงินสดตัวหนึ่ง และมีผลต่อผลตอบแทนจากหุ้น และเป็นข้อมูลสำคัญที่ผู้ใช้งบการเงินจะนำมาประกอบในการพิจารณาตัดสินใจทำธุรกรรมกับกิจการ ในขณะที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ก็เป็นสิ่งสำคัญที่ควรคำนึงถึง เพราะสะท้อนถึงมูลค่าการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการและมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสะท้อนได้จากกระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งส่วนหนึ่งจะเกิดจากการปรับปรุงรายการทางบัญชี จากเหตุผลดังกล่าวจึงเป็นที่มาของสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

1. กรณีศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EBITDA

H0 : ราคาตลาดของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

H1 : ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

2. กรณีศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA

H0 : ราคาตลาดของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H1 : ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระของสมมติฐานของการวิจัย ดังต่อไปนี้

1. กรณีศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EBITDA

- ตัวแปรตาม คือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์
- ตัวแปรอิสระ คือ EBITDA

2. กรณีศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA

- ตัวแปรตาม คือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์
- ตัวแปรอิสระ คือ EVA

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

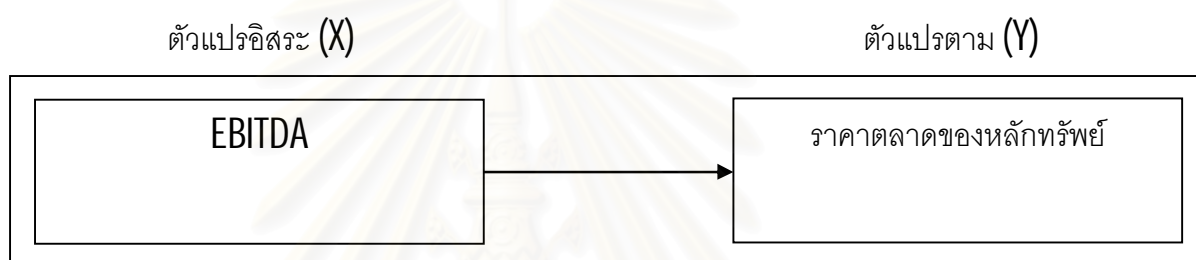
การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EVA มีเป้าหมายที่จะศึกษาข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน และสื่อสาร เนื่องจากมีผลงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาแล้วพบว่า EBITDA เป็นตัวแปรที่เหมาะสมสำหรับสองกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้กล่าวมาแล้ว ว่าสะท้อนสภาพตลาดได้ดีที่สุด (Francis, Schipper และ Vincent, 2003) และในตลาดทุนปัจจุบันสองกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีการซื้อขายมากที่สุด อ้างอิงจากข้อมูลสถิติประจำเดือนปีที่ 31 ธันวาคม 2548 หมวดอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด 20 อันดับ และหมวดอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุด 20 อันดับ ทั้งนี้ไม่รวมถึงข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสั่งการให้มีการแก้ไขข้อมูลในงบการเงิน และกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจะคัดเลือกด้วยวิธีเจาะจง (Specific Sampling) ซึ่งต้องเข้าใจใหม่ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลการนำส่งงบการเงินและการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นระยะเวลาตั้งแต่ปี 2545-2547 ซึ่งมีบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกจำนวน 12 บริษัท และจัดเก็บข้อมูลรายไตรมาสรวม 3 ปี เนื่องจากต้องการศึกษาข้อมูลแบบ time-series จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างมีทั้งหมด 144 ตัวอย่าง โดยเข้าใจการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างมีดังนี้

- ต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนที่มีวันสิ้นงวดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาแล้วไม่น้อยกว่า 3 ปี เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน และการเปรียบเทียบผลการวิจัยได้
- ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation Companies: REHABCO) เพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูล และถ้าใช้กลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการนั้นอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน
- ต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีการดำเนินการแยกหุ้นสามัญ (Stock Split) หรือเปลี่ยนแปลงราคาตามบัญชีหรือราคาพาร์ ในช่วงเวลาของการประกาศรายงานทางบัญชี และช่วงเวลาในการประมาณค่า เพราะการแยกหุ้นสามัญนั้นจะทำให้ราคาต่อหุ้นสามัญลดลง ซึ่งจะมีผลโดยตรงต่องานวิจัย

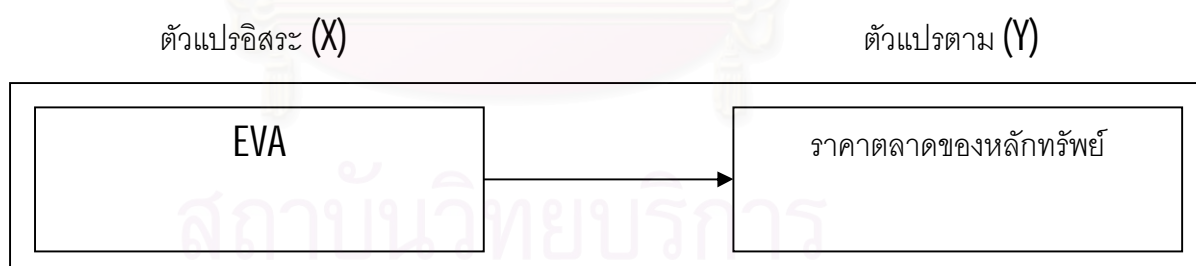
1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA โดยสามารถจำแนกรอบแนวคิดของการวิจัยออกเป็น 2 แนวคิด ซึ่งรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดแสดงไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3)

รูปที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคาของตลาดหลักทรัพย์กับ EBITDA



รูปที่ 1.2 กรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EVA



1.6 ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มสื่อสาร และกลุ่มพลังงาน มิได้ครอบคลุมถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้จึงไม่สามารถอธิบายได้กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย เนื่องจากลักษณะการนำเสนองบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน เพราะบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้รับยกเว้น TAS 7 ฉบับ และในการตัดสินใจเลือกรายการปรับปรุงทางบัญชีเพื่อใช้ในการคำนวณ EVA ไม่ได้มีข้อกำหนดไว้อย่างชัดเจน อาจทำให้ EVA ที่ได้มีค่าแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับเหตุผลในการปรับปรุงรายการ ซึ่งงานวิจัยเรื่องนี้ได้ทำการปรับปรุงตัวเลข 5 รายการปรับปรุงหลักๆ คือ ค่าความนิยม ภาษีเงินได้รอดัดบัญชี ค่าเผื่อ มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด และมูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้าง และกำไร(ขาดทุน)ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ

1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

หมายถึง กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กล่าวคือ เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นกำไรที่สะท้อนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งคำนวณได้จากการนำรายได้หักด้วยต้นทุนขาย และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อีกนัยหนึ่งหมายถึงกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักด้วยดอกเบี้ยจ่าย และภาษีเงินได้ สำหรับค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายนั้นจะไม่ถูกรวมอยู่ในต้นทุน โดยในส่วนของเนื้อหาทั้งหมดจะใช้คำว่า "EBITDA" แทนคำว่า "กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)"

Economic Value Added (EVA)

หมายถึง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กล่าวคือ เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่ถือเป็นการวัดผลกำไรที่แท้จริงของบริษัท ความแตกต่างของ EVA จากมาตรวัดอื่น คือ EVA ได้คำนึงถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งจากแนวคิดของ EVA นั้น บริษัทจะต้องสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัทจึงจะถือว่าการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น โดยเครื่องหมายของ EVA ถูกคาดหมายว่าเป็นบวก หรือแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตัวแปรตาม โดยในส่วนของเนื้อหาทั้งหมดจะใช้คำว่า "EVA" แทนคำว่า "มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)"

1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EBITDA
2. ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EVA
3. ช่วยให้นักวิเคราะห์ และนักลงทุนให้ความสนใจกับแนวความคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจลงทุนต่อไป



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นเรื่องที่น่าสนใจทางบัญชีได้ให้ความสำคัญและความสนใจเป็นอย่างมากในต่างประเทศ สำหรับการศึกษารายการในประเทศไทยในอดีตนั้น ได้ทำการศึกษารายการผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม และอัตราส่วนทางบัญชี ยังไม่มีการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เพื่อต้องการทราบถึงตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้อธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่นิยมใช้กันอยู่ในประเทศไทย ที่สามารถสะท้อนสภาพตลาดได้ดีนั้น เพียงพอต่อการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ เพราะมีแนวคิดเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานใหม่ๆ เกิดขึ้นอย่างมากมาย ซึ่งแนวคิดด้านการจัดการที่กำลังนิยมในต่างประเทศ ก็คือ EVA ที่กล่าวว่า เป็นกำไรที่แท้จริงของกิจการ สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานได้ดีกว่ามาตรวัดผลการดำเนินงานที่ใช้ในอดีต จึงอยากทราบว่า มีผลอย่างไรกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ สำหรับตลาดหุ้นในประเทศไทย เพื่อเป็นประโยชน์ในการนำ EVA มาใช้เป็นข้อมูลเพื่อลดความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิดเกี่ยวกับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาครั้งนี้

2.1 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่หลักการบริหารที่เน้นมูลค่า (VBM) นำมาใช้เป็นมาตรวัดด้านการเงินของผลตอบแทนและมูลค่าในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ๆ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดของกำไรเศรษฐกิจ (Economic Profit) ที่เรียกกันว่า "กำไรส่วนที่เหลือ" (Residual Income) ซึ่งกล่าวว่าความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Costs) และต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ได้จดหมดสิ้น ซึ่งแนวความคิดของกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) มีมานานกว่า 75 ปี แต่ได้ถูกละเลยไป จนกระทั่งในช่วงปี 1990 เป็นต้นมา ผู้บริหารได้รับความกดดันให้ต้องสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นมากขึ้นจากวัตถุประสงค์ของบริษัทที่ต้องการความมั่งคั่งสูงสุด และนักลงทุนได้จัดเรียงลำดับบริษัทที่สามารถสร้างคุณค่า โดยได้หาสิ่งที่จะนำมาวัดผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งต้องดีกว่าผลตอบแทนที่แสดงทางบัญชี ซึ่งทำให้กำไรส่วนที่

เหลือได้ถูกรื้อฟื้นขึ้นมา และปรับปรุงใหม่ให้อยู่ในรูปของ EVA ดังนั้น EVA จึงไม่ใช่แนวความคิดใหม่เพราะคือความต้องการกำไรให้มากกว่าต้นทุนเงินทุนซึ่งเป็นแนวความคิดเก่าแก่ในธุรกิจ

Marshall (1890) ได้ให้ความหมายของ กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ไว้ว่า กำไรส่วนที่เหลือเท่ากับกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีลบด้วยค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน ซึ่งก็คือคุณค่า (Value) ที่สร้างโดยบริษัทระหว่างช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นนั้นไม่เป็นเพียงแต่ค่าใช้จ่ายที่บันทึกทางบัญชีแต่รวมค่าเสียโอกาสในต้นทุนของทุนที่ลงไป (Capital Employed) ในธุรกิจด้วย

Young (1999) กล่าวว่า การปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit) และทุนที่ลงไป (Invested Capital) เพื่อมิให้มีการบิดเบือนทางบัญชีนั้นเป็นสิ่งที่ทำให้ EVA เป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ดีกว่าการวัดผลการดำเนินงานที่อยู่บนพื้นฐานของ GAAP ซึ่งถ้าไม่มีการปรับปรุงทางบัญชี ก็จะทำให้ EVA ก็คือ กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ด้วยความหมายแคบ ๆ เช่นนี้ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อันที่จริงแล้วจึงเป็นเพียงทางเลือกหนึ่งในการมองผลการปฏิบัติงานขององค์กร อย่างไรก็ตามการมองมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เช่นนี้จะแคบเกินไป เนื่องจากมุมมองดังกล่าวมองข้ามคุณประโยชน์ที่สำคัญ ๆ ที่ EVA ก่อให้เกิดขึ้น กับการบริหารองค์กรที่มุ่งเน้นการสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value-Driven Firm)

หากมองอย่างพื้นฐานที่สุดอาจกล่าวว่า EVA เป็นตัววัดผลปฏิบัติงานตัวหนึ่ง แต่ไม่น่าจะเป็นเรื่องที่ถูกต้องหากจะจำกัดบทบาทของ EVA ไว้เพียงแค่วัดผลการปฏิบัติงาน ทั้งนี้เพราะ EVA ทำหน้าที่เป็นหัวใจสำคัญของกระบวนการนำกลยุทธ์ไปปฏิบัติโดยการเชื่อมโยงองค์ประกอบต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมาข้างต้นเข้าด้วยกัน กล่าวคือเมื่อผู้บริหารกำหนดกลยุทธ์ขึ้นพวกเขาควรจะต้องกำหนดขึ้นโดยมีเป้าหมายในการสร้างกระแสมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) สูงสุดในอนาคตกลับมายังกิจการ

การจัดสรรทุนก็เช่นกันต่างได้รับประโยชน์จากการนำ EVA มาใช้ เนื่องจากเมื่อนำ EVA ไปเชื่อมกับผลตอบแทนที่ฝ่ายบริหารจะได้รับ EVA จะเป็นสิ่งจูงใจฝ่ายบริหารที่เหนียวแน่นในอันที่จะค้นหาและเลือกลงทุนในโครงการที่จะก่อให้เกิดมูลค่ากลับมายังองค์กร อันที่จริงแล้วแนวทางของ EVA ส่วนใหญ่ที่นำมาใช้จะมุ่งเน้นไปที่การนำ EVA มาผูกโยงกับผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร

ข้อดีของ EVA ประการหนึ่งคือ เป้าหมายจะสามารถกระจายสู่ส่วนงานและแผนกต่าง ๆ ในองค์กร (ในบางครั้งนำไปใช้ในรูปของตัวผลักดัน EVA แทนที่จะเป็น EVA โดยตัวของมันตามลำพัง) ด้วยวิธีการเช่นนี้งบประมาณดำเนินงานขององค์กรซึ่งรวมถึงงบประมาณที่จัดสรรไปยังหน่วยงานย่อยที่อยู่ในระดับที่ลดลงไปในระดับสายงานต่าง ๆ ในองค์กรจะสามารถเชื่อมโยงโดยเข้ากับข้อกำหนดต่าง ๆ ของตลาดทุน

ประการสุดท้าย EVA เป็นเครื่องมือในการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพสูงอันหนึ่ง ทั้งในแง่ของ (1) การทำให้แนวคิดการสร้างมูลค่ากระจายไปสู่ผู้บริหารในแนวตั้ง (Line) ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันให้เกิดผลการปฏิบัติงานในองค์กรขึ้นในที่สุด และ (2) การติดต่อสื่อสารกับตลาดทุน

ตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) สามารถสรุปประโยชน์ที่ได้จากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ดังนี้

1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหลักหักภาษีและต้นทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ต้นทุนการเงินของหนี้สิน (Cost of Debt) และต้นทุนการเงินของส่วนทุน (Cost of Equity) ซึ่งถือเป็นต้นทุนที่แท้จริงของบริษัท ทำให้ค่าที่ได้ถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจริง ๆ ซึ่งแตกต่างจากกำไรสุทธิ เนื่องจากการคำนวณกำไรสุทธิไม่มีการนำค่าของทุนของเจ้าของมาคิดด้วย ดังนั้นจึงทำให้กำไรสุทธิที่ได้จึงไม่ใช่อัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจริง
2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) สามารถบอกถึงกระแสเงินสดสุทธิที่บริษัทได้จากการดำเนินงาน
3. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ช่วยในการตัดสินใจด้านนโยบายการลงทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งนโยบายดังกล่าว ล้วนมีผลกระทบโดยตรงต่อดุลเงินสด (Cash Balance) และการตัดสินใจด้านการเงินของบริษัท
4. การที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีผลต่อราคาหุ้น (Stock Price) ด้วย เนื่องจากอัตราเงินปันผลจ่ายถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน

อย่างไรก็ตาม การนำ EVA มาใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท ก็มีข้อจำกัดบางประการ ดังนี้

1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) คำนวณมาจากตัวเลขทางบัญชี ซึ่งเป็นตัวเลขในอดีต ในบางครั้งจึงอาจทำให้เกิดการตัดสินใจที่ผิดพลาดได้ เช่น ต้นทุนด้านการวิจัยและพัฒนา ในทางบัญชีถือว่าเป็นค่าใช้จ่าย ดังนั้น การตัดค่าใช้จ่ายส่วนนี้ออกเพื่อให้ค่าใช้จ่ายโดยรวมลดลงและกำไรจะ得以เพิ่มขึ้นในระยะสั้นนั้น ในความเป็นจริงแล้ว ต้นทุนด้านการวิจัยและพัฒนาถือเป็นการลงทุนที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนแก่บริษัทในระยะยาว
2. ความคลาดเคลื่อนของช่วงเวลาในการลงทุน ก็มีผลต่อการคำนวณ EVA เนื่องจากถ้าคำนวณ EVA ในช่วงเริ่มลงทุนกำไรจากการดำเนินงานก็จะน้อย ซึ่งมีผลทำให้ EVA ที่ได้มีค่าน้อยตามไปด้วย ในขณะที่ ถ้าเริ่มลงทุนมาระยะหนึ่งแล้ว ผลที่ได้จากการลงทุนก็จะทำให้กำไรจากการดำเนินงานสูงขึ้น EVA ที่ได้ ก็จะมีค่าเพิ่มขึ้น ดังนั้น ในการพิจารณา EVA จะต้องพิจารณาองค์ประกอบเหล่านี้ด้วย

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในที่นี้จะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน

- 2.2.1 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสำคัญของ EBITDA และ EVA
- 2.2.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย
- 2.2.3 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

2.2.1 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสำคัญของ EBITDA และ EVA

Ehrbar (1999) ได้กล่าวสรุปในผลงานวิจัยเรื่องการใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในการประเมินผลและกำหนดกลยุทธ์ว่า ไม่มีตัวประเมินผลตัวไหนที่ถูกต้องและไม่ผิดพลาดมากเกินไปกว่าการวัดผลโดยใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นกำไรหรือขาดทุนหลังหักภาษีจากกำไรจากการดำเนินงานสำหรับต้นทุนเสียโอกาสของทุนทั้งหมด ที่ใช้สร้างกำไร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีประสิทธิภาพมาก บริษัททั้งหลายได้รับผลตอบแทนและประโยชน์จากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เมื่อบริษัทใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในการประเมินผลในระบบการบริหารทางการเงิน และกำหนดปัจจัยในการตัดสินใจของธุรกิจ มูลค่าเพิ่มเชิง

เศรษฐศาสตร์ไม่เพียงแต่เชื่อถือได้และเป็นแนวคิดที่ช่วยพัฒนาอย่างต่อเนื่อง และยังมี ความสัมพันธ์โดยตรงกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาด ในการใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็น เครื่องมือสำหรับการจัดทำงบประมาณเกี่ยวกับทุนและการวางแผนกลยุทธ์

Prober, Larry M. (2000) ศึกษาพบว่า EVA เป็นเครื่องมือในการรายงานทางการเงินที่ดีที่สุดที่ถูกใช้ใน USA เพราะใช้หลักการที่มุ่งเน้นความสำเร็จขององค์กรเป็นหลัก (Successful Firm) และบริษัทควรต้องได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) และการปรับปรุงของ EVA นั้นพยายามที่จะแปลงกำไรทางบัญชี (รายได้หักค่าใช้จ่าย) ไปให้ใกล้เคียงกับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Income) มากที่สุดและการปรับปรุงนี้เพื่อขจัดการบิดเบือนของเกณฑ์คงค้าง ซึ่งจะได้เป็นกระแสเงินสดส่วนเกินจากค่าเสียโอกาสในต้นทุนเงินทุน ที่การคิดเงินทุนของบริษัทนั้นจะต้องคิดทั้งส่วนของหนี้สินและส่วนของเจ้าของ

Young และ O'Byrne (2001) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) หรือ EVA เป็นการวัดผลกำไรที่แท้จริง สิ่งนี้นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า กำไรที่เหลืออยู่ (Residual Income) เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากมาตรวัดชนิดอื่น เนื่องจากได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ

ชูฤทัย ผลสุวรรณ (2544) ได้ทำการศึกษาลักษณะและวิธีการประเมินผลการดำเนินงานขององค์กร โดยใช้แนวความคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มาใช้ประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทแอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) และเปรียบเทียบกับ การประเมินผลการดำเนินงานโดยใช้เกณฑ์ด้านบัญชีและการเงิน ผลการศึกษา สามารถสรุปได้ว่าการประเมินผลการดำเนินงานตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ช่วยให้องค์กรสามารถมองเห็นภาพของการดำเนินธุรกิจและทำให้ทราบว่าการดำเนินงานต่าง ๆ ที่องค์กรนำมาใช้ สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้นได้มากเพียงใด

ธีรยุส วัฒนาสุภโชค (2545) กล่าวถึงมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินสมัยใหม่ซึ่งทุกองค์กรไม่ควรมองข้าม และสามารถช่วยลดข้อบกพร่องต่าง ๆ ของตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม ดังนั้นองค์กรที่ใช้ Balanced Scorecard และกำหนดตัวชี้วัดต่าง ๆ (KPIs) ขึ้นมาก็คงหลีกเลี่ยงไม่ได้เลยว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) คงเป็นตัววัดชนิดหลักอันหนึ่ง

องค์การจะใช้ในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ อันเป็นจุดสูงสุดที่องค์การต้องการและเป็นการสร้างคุณค่าแก่องค์การโดยรวม และใช้ในการพิจารณาประกอบกับตัวชี้วัด (KPIs) อื่น ๆ ที่ไม่ใช่ทางการเงินด้วย เพื่อที่จะสามารถมองภาพรวมและประเมินผลทางการเงินขององค์การได้อย่างมีประสิทธิภาพในแต่ละงวดของการดำเนินงานขององค์การ

2.2.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

Vincent (1999) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งได้แก่ กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) เงินสดจากการดำเนินงาน (Cash from Operations: CFO) และ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กับผลตอบแทนจากหุ้น (Stock Return) สำหรับธุรกิจประเภทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผลสรุปว่า มาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์มากที่สุด ถึงแม้ว่า EBITDA จะสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหุ้นน้อยกว่ากำไรต่อหุ้น แต่ในด้านการบริหารงาน EBITDA จะเป็นตัวที่บอกให้นักลงทุนทราบเกี่ยวกับการดำเนินงานเกี่ยวกับทรัพย์สินของกิจการ เนื่องจากกำไรดังกล่าวไม่รวมต้นทุนในการจัดหาเงินและรายจ่ายที่ไม่ใช่ตัวเงิน

Francis, Schipper และ Vincent (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ กำไรก่อนรายการพิเศษ (Earnings before Extraordinary Items) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash from Operations) กับผลตอบแทนจากการลงทุน และคุณค่าของข้อมูลหากแยกมาตรวัดการดำเนินงานแต่ละประเภทสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ผลว่าหากใช้ EBITDA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานวัดความสัมพันธ์กับสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาล สื่อสาร และพลังงานกับผลตอบแทนจากหุ้น จะให้คุณค่าของข้อมูลมากกว่าใช้ EBITDA กับอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากโครงสร้างการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาล พลังงาน และสื่อสารประกอบด้วยสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก ทำให้เกิดค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายจำนวนมากตามไปด้วย เพื่อขจัดความบิดเบือนทางบัญชีที่เกิดจากนโยบายการบัญชีในการคำนวณค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย EBITDA จึงสะท้อนผลการดำเนินงานสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวได้ดีกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

2.2.3 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Tully (1993) ได้ทำการศึกษาว่า EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานด้านการจัดการมีความสัมพันธ์สูงสุดหรือไม่กับราคาหุ้น (Stock prices) หากเทียบกับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งได้แก่ สินทรัพย์รวม ราคาตลาดของหุ้น กำไรก่อนรายการพิเศษ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผลการศึกษาพบว่า EVA มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นมากที่สุดหากเทียบกับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี

Leh และ Makhija (1996) ได้ทำการศึกษาว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และมูลค่าเพิ่มของราคาหุ้นในตลาด (MVA) สามารถนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานและเป็นสัญญาณสำหรับการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์ขององค์กร โดยได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 241 บริษัท ในช่วงปี 1992, 1993, 1997 และ 1998 พบว่า วิธีวัดทั้ง 2 วิธีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Stock prices) และยังเป็นความสัมพันธ์ที่เป็นบวกมากกว่าการใช้วิธีวัดผลการดำเนินงานที่นิยมใช้กันในอดีต เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset หรือ ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (Return on Equity หรือ ROE) และอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (Return on Sales หรือ ROS) และยังพบว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับกิจกรรมทางธุรกิจมาก ๆ จะมีมูลค่าเพิ่มของราคาหุ้นในตลาด (MVA) ที่สูงกว่า นอกจากนี้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และมูลค่าเพิ่มของราคาหุ้นในตลาด (MVA) ยังมีผลต่อการวัดผลการดำเนินงานขององค์กร ในแง่ของการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเลือกใช้กลยุทธ์ขององค์กรอีกด้วย

Biddle, Bowen และ Wallace (1997) ทำการศึกษาโดยต้องการทดสอบเพื่อยืนยันว่า EVA มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัทมากกว่าผลกำไรทางบัญชีหรือไม่ รวมทั้งต้องการศึกษาว่าองค์ประกอบใดของ EVA ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัทมากกว่ากัน ใช้ข้อมูลจาก Stern Stewart & Co. ในระหว่างปี 1984 - 1993 ซึ่งจากผลการศึกษาสรุปได้ว่า EVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้เหนือกว่ามาตรวัดทางการบัญชีในแบบเดิม โดยความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกับกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษนั้นมากกว่า EVA โดยเฉลี่ย และจากส่วนประกอบของ EVA ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการค้างจ่าย ต้นทุนเงินทุนและส่วนปรับปรุง พบว่าต้นทุน

เงินทุนและส่วนปรับปรุงบัญชี ซึ่งเป็นส่วนประกอบของ EVA ที่นอกเหนือจากกำไรทางบัญชีในแบบเดิม แม้จะให้ข้อมูลส่วนเพิ่มเพื่ออธิบายผลตอบแทนจากหุ้น แต่ก็ไม่เพียงพอที่จะทำให้ EVA สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างชัดเจน เมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการค้างจ่าย ซึ่งให้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนกว่า โดย Biddle, Bowen และ Wallace สรุปว่า EVA นั้นสามารถอธิบายได้เพียงข้อมูลในเบื้องต้น แต่กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษนั้นสามารถอธิบายได้ทั้งข้อมูลส่วนเพิ่มเติม (Incremental Information) และข้อมูลในลักษณะเปรียบเทียบ (Relative Information) และแสดงความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นอย่างมีนัยสำคัญมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ EVA กำไรที่เหลืออยู่ (Residual Income) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และแม้ว่า EVA จะเป็นเครื่องมือวัดที่มีประสิทธิภาพสำหรับใช้ตัดสินใจภายในและใช้สำหรับวางแผนสร้างแรงจูงใจแต่ EVA ก็ไม่สามารถใช้แทนกำไรทางบัญชีในส่วนที่สัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหุ้นในตลาด บนพื้นฐานของข้อมูลจากบริษัทที่สุ่มมาทดสอบ

O'Byrne (1999) กล่าวว่า EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน ณ ช่วงเวลาหนึ่ง ๆ ที่มีความใกล้เคียงกับการประเมินมูลค่าของกิจการโดยวิธีคิดลดกระแสเงินสดของบริษัท Discounted Cash flow Valuation: DCF) และ EVA นั้นยังมีความสำคัญที่สูงกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Stock prices) แต่สำหรับผลกำไรทางบัญชีนั้นไม่สามารถนำมาใช้คำนวณมูลค่าบริษัทโดยวิธี DCF ได้โดยตรง เนื่องจากกำไรทางบัญชี คำนึงถึงเพียงต้นทุนของดอกเบี้ยจ่าย แต่ยังไม่ครอบคลุมถึงต้นทุนเงินทุนในส่วนของเจ้าของ (Cost of Equity) นอกจากนี้แม้ว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Free Cash flow) จะสามารถนำมาคำนวณมูลค่าแบบ DCF ได้ แต่พบข้อบกพร่อง คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่ได้แสดงถึงความสอดคล้องระหว่างผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท กับค่าใช้จ่ายที่บริษัทใช้ในการลงทุน นอกจากนี้ O'Byrne ยังกล่าวว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นมีความหมายเช่นเดียวกันกับ กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit after Tax: NOPAT) ซึ่งสามารถใช้แทนกันได้

Ittner และ Larcker (2001) กล่าวว่า ข้อจำกัดของการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสัมฤทธิ์กับ EVA นั้นมาจากการคำนวณของ EVA ที่จะต้องอาศัยส่วนปรับปรุงทางบัญชี (Accounting Adjustment) เพื่อแก้ไขความไม่เพียงพอของแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานทางการเงินตามมาตรฐานบัญชี และเพื่อที่จะส่งเสริมให้บริษัทประมาณกำไรทางเศรษฐศาสตร์ได้อย่างใกล้เคียง ซึ่งส่วนปรับปรุงทางบัญชียังกล่าวอาจเป็นส่วนทำให้การวัดมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ที่แสดงออกมามีความไม่สมบูรณ์ เนื่องจากข้อมูล

จากงบการเงินที่ปรากฏในปัจจุบันไม่ได้มีรายละเอียดของส่วนปรับปรุงนี้ไปด้วย อีกทั้งส่วนปรับปรุงทางบัญชีตาม Stern และ Stewart นั้นมีหลากหลายแนวทางให้นำไปปฏิบัติ จึงอาจทำให้ผู้นำไปใช้เกิดความสับสนว่าจะใช้ส่วนปรับปรุงใดถึงจะสอดคล้องกับแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์และเหมาะสมสำหรับบริษัทของตนเองมากที่สุด จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่แน่ชัดถึงการสรุปว่าบริษัทที่ใช้ EVA เป็นเครื่องมือวัดนั้นเหมาะสมมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้ใช้

McCormack และ Gow (2001) กล่าวว่าธุรกิจประเภทพลังงานจะสนใจเกี่ยวกับค่าของทุนของบริษัท และพยายามที่จะลดความบิดเบือนทางบัญชี (Accounting Distortion) นอกจากนั้นยังให้ความสนใจกับการเติบโตและขนาดของการลงทุนของกิจการ ซึ่งจากลักษณะของธุรกิจที่เป็น Capital Intensive และมีความแตกต่างระหว่างช่วงเวลาของเงินลงทุนและช่วงเวลาของรายได้ที่เกิดขึ้นทำให้ตัวเลขทางบัญชียังไม่สามารถใช้ได้ดีนักสำหรับธุรกิจประเภทนี้ ซึ่งแนวคิดของ EVA เป็นประโยชน์ต่อการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการลงทุนและสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนให้เกิดขึ้น

จรรยาบรรณ (2546) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มูลค่าเพิ่มตลาด อัตราส่วนกำไรต่อสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย กับผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ โดยแยกออกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม ผลของการศึกษาพบว่าอัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้มากกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่ม โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันได้มากที่สุด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมแสดงความสัมพันธ์เป็นลบกับผลตอบแทนหุ้นในอนาคตสูงสุด เมื่อแยกทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมก็พบว่าผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกันกับการทดสอบข้างต้น ยกเว้นแต่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณได้จากกลุ่มพลังงานที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ

Andrew และ Tracey (2004) ได้ทำการศึกษาเพื่อยืนยันว่า EVA มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญมากกว่ามาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีแบบเดิม ซึ่งได้แก่ กำไรที่เหลืออยู่ (Residual Income) กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ และกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานหรือไม่ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นแบบโดยพิจารณาทั้งแบบ time-series และ cross-sectional ผลที่ได้คือ EVA สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้ดีกว่า กำไรส่วนที่เหลือ

(Residual income) กำไรก่อนรายการพิเศษ และกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน และ
คุณค่าของข้อมูลของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added : EVA) สามารถ
อธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้ดีกว่ามาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีแบบเดิม ซึ่งได้แก่ กำไรที่
เหลืออยู่ (Residual Income) กำไรก่อนรายการพิเศษ และกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ จะเป็นไปตามขั้นตอนของระเบียบวิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research Methodology) โดยจะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอย (Simple Regression Analysis) เป็นตัวแบบในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยที่ EBITDA และ EVA จะเป็นตัวแปรอิสระ (Explanatory Variable) เมื่อเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable)

3.1 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่สำคัญสำหรับใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ประกอบไปด้วยข้อมูลงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลดัชนีหลักทรัพย์ และข้อมูลราคาตลาดของหุ้นสามัญรายไตรมาสของปี พ.ศ. 2545 – 2547 รวม 3 ปี ใช้แหล่งข้อมูลจาก I – Sims ซึ่งจัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 วิธีดำเนินการวิจัย

3.2.1 การคำนวณ EBITDA

$$\text{EBITDA} = \text{กำไรจากการดำเนินงาน} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} + \text{ภาษีเงินได้} + \text{ค่าเสื่อมราคา} + \text{ค่าตัดจำหน่าย}$$

3.2.2 การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์

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

โดยที่

EVA	=	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
NOPAT	=	กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit after Tax)
WACC	=	ต้นทุนเงินทุนเงินลงทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital)
Invested Capital	=	เงินทุนทั้งหมดของกิจการ

ทั้งนี้การแสดงค่ากำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และ เงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) นั้นควรเป็นค่าที่หลังจากการปรับปรุงทางบัญชีแล้ว รายการปรับปรุงทางบัญชีจะทำให้ EVA มีความน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ไขความโน้มเอียง หรือการบิดเบือนที่เกิดจากแนวโน้มของฝ่ายจัดการในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีและแก้ไขจุดอ่อนของหลักการทางบัญชีที่รับรองทั่วไป เพื่อให้กำไรที่ได้นั้นมีความสม่ำเสมอ

3.2.3 การปรับปรุงตัวเลขจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาผู้บริหารกิจการมองว่าการบัญชีกำลังเกิดความล้มเหลว เนื่องจากการบัญชีไม่ได้สะท้อนถึงสิ่งที่คุณค่าได้ตัดสินใจไปอย่างแท้จริง พวกเขาารู้ดีว่าการตัดสินใจอันชาญฉลาดที่สุดของพวกเขา นั้น กำลังทำให้กำไรของกิจการที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุนลดลงอย่างน้อยที่สุดก็ในระยะเริ่มแรก ตัวอย่างเช่น การเพิ่มรายจ่ายในการวิจัยไปที่ละขั้น ๆ การพัฒนาสินค้าใหม่ การลงทุนอย่างหนักหน่วงในโปรแกรม Six-Sigma เพื่อปรับปรุงทางด้านคุณภาพ พวกเขายังตระหนักดีด้วยว่า พวกเขาสามารถที่จะนำกลยุทธ์บางอย่างมาใช้ในการทำตัวเลขกำไรของพวกเขาให้สูงขึ้นโดยไม่มีใครล่วงรู้ การชะลอการปรับโครงสร้างองค์กรหรือการอัดฉีดเม็ดเงินเพิ่มขึ้นไปในหน่วยธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนต่ำ ถือเป็นตัวอย่างคลาสสิกของการตัดสินใจที่เลวร้ายที่การบัญชีได้ทำให้การตัดสินใจดังกล่าวกลายเป็นเรื่องที่ชอบธรรม ผู้บริหารที่ชาญฉลาดได้ออกโรงโต้ตอบโดยเลือกที่จะไม่ใส่ใจกับระบบบัญชีอีกต่อไป และหันไปใช้ตัววัดผลอื่น ๆ แทน เช่น ประเมินการกำไร (Pro-forma Income) กำไรแกน (Core Earnings) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ตลอดจนระบบการวัดผลดุลยภาพ (Balanced Scorecard)

ตัววัดผลที่เสนอแนะขึ้นในระยะหลัง ๆ จึงเป็นเครื่องยืนยันความถูกต้องของมุมมองที่ว่า ความผิดพลาดอย่างเป็นระบบกำลังเกิดขึ้นกับการบัญชี และการโต้ตอบอย่างเป็นระบบจึงเป็นสิ่งจำเป็น การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ขึ้นมาทดแทน ทำให้เกิดผลลัพธ์ที่ไม่พึงปรารถนา ตามมา เนื่องจากหากการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์นั้นไม่ทำให้การบัญชีนำไปสู่การสะท้อนที่สอดคล้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value) แล้ว การเปลี่ยนแปลงนั้นก็เท่ากับเป็นการเตรียมพร้อมเพื่อไปสู่ข่าวร้ายทางบัญชีรอบต่อไป การปฏิรูปหลักการบัญชีครั้งใหญ่จึงเป็นสิ่งจำเป็นในช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อเช่นนี้ สิ่งที่สาธารณชนต้องการและอันที่จริงแล้วเป็นสิ่งจำเป็นคือ ตัววัดกำไรที่สามารถบ่งบอกได้อย่างน่าเชื่อถือถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการในทุก ๆ ช่วงเวลา

ผู้ที่นำ EVA ไปใช้บางรายจะปรับปรุงตัวเลขกำไรที่คำนวณขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปเสียใหม่ เพื่อแก้ไขความไม่เพียงพอของแนวทางปฏิบัติในการรายงานทางการเงินที่ใช้เป็นบรรทัดฐานอยู่ในปัจจุบัน พวกเขาเชื่อว่ารายการปรับปรุงดังกล่าวจะทำให้ EVA มีความน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น วัตถุประสงค์โดยทั่วไปของการปรับปรุงตัวเลขกำไรดังกล่าวก็เพื่อที่จะแก้ไขความไม่แม่นยำหรือการบิดเบือนที่เกิดจากแนวโน้มของฝ่ายบริหารในการจัดตั้งตัวเลขทางบัญชี และที่เกิดจากจุดอ่อนของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป เช่น การไม่นำเงินลงทุนในทุนทางปัญญา (Intellectual Capital) มาบันทึกบัญชีให้ถูกต้องเหมาะสม เป็นต้น อาจกล่าวได้ว่าในสายตาของผู้ที่นำ EVA ไปใช้ EVA เป็นตัววัดกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ดีกว่ากำไรส่วนเกิน (Residual Income) ที่เคยใช้อยู่

Joel Stern และ Bennett Stewart ซึ่งเป็นผู้คิดค้น EVA วิเคราะห์ว่าแม้ว่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนเกิน (Residual Income) จะถือเป็นวิวัฒนาการครั้งสำคัญของกำไรทางบัญชีที่ใช้มาแต่ดั้งเดิม แต่พวกเขามองว่ามีบางสิ่งบางอย่างที่กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ยังขาดหายไปอยู่ดี พวกเขาโต้แย้งว่ากิจกรรมทางบัญชีดั้งเดิมหลายอย่างไม่ตรงประเด็นแม้แต่บ่อยหากจะนำไปใช้อธิบายการสร้างมูลค่า ในสายตาของ Stern และ Stewart นักบัญชีมีส่วนช่วยเหลือในบางหน้าที่งานที่สำคัญ ๆ แต่ในส่วนของการให้แนวทางที่จำเป็นต่อฝ่ายบริหารในอันที่จะทราบถึงว่ากิจการกำลังสร้าง หรือทำลายมูลค่าหรือไม่นั้นกลับไม่มีอยู่ในส่วนของความช่วยเหลือนั้นเลย เนื่องจากผู้ลงทุนไม่ได้ให้ความสนใจในผลกำไรแต่จะสนใจในกระแสเงินสดเสียมากกว่า คุณค่าของการตั้งรายการค้างรับค้างจ่าย ตลอดจนค่าเผื่อและประมาณการต่าง ๆ ที่นักบัญชีจัดทำขึ้นจึงเป็นเรื่องที่น่าสงสัย เมื่อพิจารณาจากมุมมองทางด้านเศรษฐศาสตร์ Stern และ Stewart เห็นว่าการตั้งรายการค้างรับค้างจ่าย ตลอดจนค่าเผื่อและประมาณการต่าง ๆ เหล่านี้กลายเป็นอุปสรรคต่อการเข้าใจถึงว่ากิจการดำเนินไปอย่างไร พวกเขาเชื่อว่าตัวรบกวน (Noise) หรือตัวบิดเบือน

(Distortion) เหล่านี้ควรต้องขจัดออกจากการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการและทุนที่ผู้ลงทุนลงทุนไปในกิจการ พวกเขาไม่สนับสนุนให้นักวิเคราะห์นำกำไรทางบัญชีที่ใช้มาแต่ดั้งเดิม ตลอดจนราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ตามที่ปรากฏในงบดุลมาใช้

วัตถุประสงค์หรือเหตุผลของรายการปรับปรุงทางบัญชี

รายการปรับปรุงทางบัญชีที่ทำขึ้นกับ EVA นั้นมีวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

1. โอนกลับความโน้มเอียงที่มีอยู่ในหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปซึ่งตั้งอยู่บนหลักความระมัดระวัง (Conservative Bias in GAAP) ซึ่งสนับสนุนหลักการบัญชีความพยายามที่เป็นผลสำเร็จ (Successful Efforts Accounting) และกำหนดให้ตัดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาเป็นค่าใช้จ่ายประจำงวดโดยหันไปสู่หลักการบัญชีต้นทุนเดิมและเกณฑ์เงินสด (Full Cost, Cash Accounting) และบันทึกรายจ่ายลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) เป็นรายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในงบดุล (Balance Sheet Capital)
2. ทำให้อัตราผลตอบแทน (ทางบัญชี) จากการลงทุน (Accounting Return on Capital) เป็นตัวสะท้อนอัตราผลตอบแทนภายในหรืออัตราผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ (Economic or Internal Rate of Return) ที่ดีขึ้นโดยใช้วิธีกองทุนจม (Sinking Fund Method) แทนที่จะใช้วิธีเส้นตรง (Straight-Line Method) ในการคิดค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ตลอดจนรับรู้รายจ่ายที่ต้องจ่ายเงินสดในงวดอนาคต (Future Period Cash Costs) โดยใช้มูลค่าปัจจุบัน (Present Value Basis) (ตัวอย่างเช่น ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี หนี้สงสัยจะสูญ และค่าใช้จ่ายในการรับประกันคุณภาพสินค้า)
3. เพิ่มความรู้รับผิดชอบต่อผลงานตามหน้าที่ของฝ่ายบริหาร (Accountability) ที่มีต่อเงินทุนของผู้ถือหุ้นโดยตัดวิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interest Accounting) ทิ้งไปรับรู้รายการหนี้สินนอกงบดุล (Off-Balance Sheet Debt) ตลอดจนรับรู้ Stock Options เป็นค่าใช้จ่ายของกิจการ
4. นำสินทรัพย์และหนี้สินผลประโยชน์พนักงาน (Pension Assets and Liabilities) มาสะท้อนบนงบดุล พร้อมทั้งตัดกำไรและขาดทุนจากกองทุนผลประโยชน์พนักงานที่เป็นการเก็งกำไร (Speculative Pension Fund Gains and Losses) ออกจากการคำนวณกำไรจากการดำเนินงาน

5. จำกัดขีดความสามารถของฝ่ายบริหารในการจัดตั้งกำไรโดยตัดการตั้งหนี้สงสัยจะสูญและประมาณการหนี้สินจากการรับประกันคุณภาพสินค้าทิ้งไป
6. ตัดค่าใช้จ่ายที่มีไม่ใช่เงินสด (Noncash Charges) ทิ้งไป ตัวอย่างเช่น การตัดจำหน่ายค่าความนิยม ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี
7. ทำให้ EVA ที่ใช้อยู่ในปัจจุบันเป็นตัววัดมูลค่าตลาด (Market Value) ที่ดีขึ้นโดยการบันทึกค่าใช้จ่ายในการปรับโครงสร้างและรายการพิเศษอื่น ๆ เป็นค่าใช้จ่ายรอการตัดบัญชี โดยตัดรายได้และสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน (Non-operating Income and Assets) ทิ้งไปและตั้งค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุน (Capital Charge) บางส่วนเป็นต้นทุนสินทรัพย์

แม้ว่า EVA ยังคงเป็นตัววัดกำไร แต่ EVA ไม่ได้ถูกจำกัดไปด้วยแนวคิดทางบัญชี กล่าวคือ หากหลักการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป (GAAP) ทำให้การวัดทุนที่ลงไปหรือกำไรจากการดำเนินงานบิดเบือน ผู้นำ EVA ไปใช้สามารถจัดทำรายการปรับปรุงใด ๆ ที่จำเป็นต่อการเพิ่มความถูกต้องของ EVA ในฐานะที่เป็นตัววัดการสร้างมูลค่า อันที่จริงแล้วข้อสมมติที่อยู่เบื้องหลังที่มักจะถูกนำมากล่าวอ้างเมื่อเทียบกับตัววัดกำไรส่วนที่เหลือที่เกิดขึ้นก่อนหน้า คือแนวคิดที่ว่าถ้าจะให้ตัววัดกำไรในระยะสั้นใดซึ่งรวมถึง EVA มีสหสัมพันธ์สูงกับราคาหุ้น รายการปรับปรุงย่อมเป็นสิ่งจำเป็นภายใต้ GAAP ผู้จัดการย่อมมีอิสระทางความคิด

เพื่อแก้ไขข้อบกพร่องของแนวทางปฏิบัติในการรายงานทางการเงินแบบเดิม ผู้นำ EVA ไปใช้บางรายจะปรับปรุงกำไรที่อิงอยู่กับ GAAP โดยเชื่อว่ารายการปรับปรุงดังกล่าวช่วยให้ได้มาซึ่งตัวเลข EVA ที่เชื่อถือมากขึ้น ตัวอย่างเช่น รายการจ่ายลงทุนในการวิจัยและพัฒนาอาจนำไปตั้งเป็นสินทรัพย์ ซึ่งตรงข้ามกับแนวทางปฏิบัติแบบเดิมที่ตัดจำหน่ายรายการดังกล่าวเป็นรายการประจำงวด นอกจากนี้สัญญาเช่าชนิดดำเนินงาน (Operating Leases) อาจนำมาตั้งเป็นสินทรัพย์เพื่อให้สัญญาเช่าดังกล่าวซึ่งเป็นรูปแบบยอดนิยมของรายการจัดหาเงินนอกงบดุล ถูกรวมอยู่ในทุนที่ลงไป โดยรวม ๆ แล้วรายการปรับปรุงทางบัญชีที่เป็นไปได้มีมากกว่า 150 รายการ รายการปรับปรุงหลายรายการช่วยให้ความถูกต้องแม่นยำของการวัดผลดำเนินงานทางบัญชีมีมากขึ้น แต่รายการปรับปรุงทางบัญชีเหล่านี้มีต้นทุนแฝงอยู่ รายการปรับปรุงทางบัญชีบางรายการมีความซับซ้อนและยากต่อการที่ผู้จัดการสายปฏิบัติการจะเข้าใจได้ นอกจากนี้รายการปรับปรุงบางรายการยังจำเป็นต้องอาศัยข้อสมมติบางประการ เกี่ยวกับผลดำเนินงานในอนาคตที่ผู้ให้แหล่งเงินทุนหรือกรรมการบริษัทอาจไม่เห็นด้วย ดังนั้นในการกำหนดกลุ่มของรายการปรับปรุงทางบัญชี จึงจำเป็น

ที่จะต้องมี การประเมินข้อดีและข้อเสียต่าง ๆ เหล่านี้ อย่างไรก็ตามผู้ที่นำ EVA ไปใช้จำเป็นจะต้องทราบว่าการที่จะต้องมี การกำหนดนโยบายที่ชัดเจน เกี่ยวกับระดับของความถูกต้องแม่นยำของวิธีคำนวณ EVA เพื่อความโปร่งใสหากจะต้องจัดทำรายการปรับปรุงทางบัญชีขึ้น จะต้องมี การสื่อสารรายการปรับปรุงเหล่านั้นที่ชัดเจนไปยังผู้จัดการโดยเฉพาะผู้ที่ได้รับโบนัสที่ผูกโยงกับ EVA

3.2.4 วิธีปรับปรุงของส่วนปรับปรุงบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับผลตอบแทนทางเศรษฐกิจศาสตร์

ในการปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และ เงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) ด้วยรายการปรับปรุงทางบัญชีที่สำคัญ ก็เพื่อลดความเป็นไปได้ที่จะมีการบิดเบือนข้อมูลจากวิธีการบันทึกบัญชีตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ตามแนวความคิดของ EVA โดยรายการปรับปรุงที่สำคัญทางบัญชีสำหรับการศึกษานี้ พร้อมเหตุผลในการปรับปรุงรายการต่าง ๆ ดังนี้

1. ค่าความนิยม (Goodwill)

ค่าความนิยมเกิดขึ้นเมื่อกิจการซื้อกิจการอื่น ๆ โดยราคาจ่ายซื้อสูงกว่ามูลค่ายุติธรรม (Fair Value) ของกิจการนั้น ๆ ส่วนเกินดังกล่าวเรียกว่า ค่าความนิยม ซึ่งวิธีปฏิบัติทางบัญชีสำหรับค่าความนิยมที่เกิดขึ้น แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ เช่น บางประเทศให้ตัดจำหน่ายค่าความนิยมทั้งจำนวนทันที ในขณะที่บางประเทศ (รวมถึงสหรัฐอเมริกา) ให้บันทึกค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์และทยอยตัดจำหน่ายในช่วงเวลาหนึ่ง เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ตามแนวคิด EVA ไม่ว่าจะ เป็นวิธีหนึ่งวิธีใดจาก 2 วิธีดังกล่าว เป็นวิธีการที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากค่าความนิยมไม่ใช่รายการ (ต้นทุน) ที่เป็นเงินสด ดังนั้น สำหรับแนวความคิดของ EVA แล้ว การบวกลบรายการตัดจำหน่ายค่าความนิยมสำหรับปีเข้ากับกำไรสุทธิทางบัญชี เพื่อคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และบวกลบค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสมเข้ากับสินทรัพย์ถาวรเพื่อคำนวณ เงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) จะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการได้ดีขึ้น

2. ภาษีเงินได้รอดัดบัญชี (Deferred Tax)

ภาษีเงินได้รอดัดบัญชีเกิดจากความแตกต่างระหว่างภาษีเงินได้ที่คำนวณจากกำไรทางบัญชี (ตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป) และภาษีเงินได้ที่คำนวณจากกำไรทางภาษี (ตามประมวลรัษฎากร) ความแตกต่างเกิดขึ้นจากวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่ไม่เหมือนกับวิธีปฏิบัติทางภาษี

อากร เช่น วิธีการคิดค่าเสื่อมราคาทรัพย์สินถาวร ค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ เป็นต้น เนื่องจากภาษีเงินได้รอดัดบัญชีที่เกิดขึ้นนั้น ไม่ใช่รายการที่เป็นเงินสดซึ่งกิจการจะต้องจ่ายออกไปในอนาคต รายการปรับปรุงเกี่ยวกับภาษีเงินได้รอดัดบัญชี เป็นการลดผลกระทบจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ต่อค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ และเป็นผลให้ตัวเลขกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) ที่จะนำมาคำนวณหา EVA สะท้อนให้เห็นถึงภาษีเงินได้ที่กิจการจะต้องจ่ายใกล้เคียงกับความจริงมากยิ่งขึ้น

3. ค่าเผื่อ (Allowance)

ค่าเผื่อต่าง ๆ ที่แสดงอยู่ในงบการเงินของกิจการ เป็นตัวเลขที่ประมาณการโดยผู้บริหารของกิจการถึงความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสียหาย หรือสูญเสียด้านทรัพย์สินต่าง ๆ ของกิจการในอนาคต เช่น ค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ ค่าเผื่อสินค้าสูญหายและเสียหาย เป็นต้น การบันทึกค่าเผื่อดังกล่าว ทำให้กำไรสุทธิทางบัญชีแตกต่างจากกระแสเงินสดของกิจการ เนื่องจาก ค่าเผื่อเป็นตัวเลขที่ประมาณการโดยผู้บริหารของกิจการ การบันทึกรายการค่าเผื่อ จึงเป็นช่องทางที่อาจก่อให้เกิดการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีของผู้บริหารกิจการได้ ดังนั้น การบวกกลับค่าเผื่อที่ถูกต้องขึ้นในระหว่างปีเข้ากับกำไรสุทธิทางบัญชี และบวกกลับยอดคงเหลือของบัญชีค่าเผื่อเข้ากับสินทรัพย์รวม เพื่อคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และ เงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) ตามลำดับ จึงทำให้รายการที่ไม่เป็นเงินสดถูกขจัดออกไปจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และ เงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) และทำให้ EVA ที่คำนวณได้แสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ

4. มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงานระหว่างก่อสร้าง (Book Value of Construction in Progress and Book Value of Marketable Securities)

แนวคิดของ EVA ถือว่ามูลค่าทางบัญชีทั้งสองไม่ใช่กิจกรรมจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในปีนั้น ดังนั้นควรนำมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและมูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้างหักออกจากเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital)

5. กำไร (ขาดทุน) ที่ไม่ได้ขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring Gains and Losses)

กำไรขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ เป็นรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหลักของกิจการ เช่น ขาดทุนจากไฟไหม้คลังสินค้า กำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ เป็นต้น รายการเหล่านี้ถูกรวมในการคำนวณกำไรสุทธิทางบัญชีของกิจการ ซึ่งทำให้กำไรสุทธิทางบัญชีไม่สะท้อน

ให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือ มูลค่าของกิจการได้ ดังนั้น ในการคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) เพื่อหา EVA รายการกำไร (ขาดทุน) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำจึงถูกนำมาหัก (บวก) จากกำไรสุทธิทางบัญชี

3.2.5 ตัวแปรที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการคำนวณหา EVA ประกอบด้วยกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) เงินลงทุน (Invested Capital) และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งเราสามารถหาตัวแปรต่าง ๆ ได้ดังนี้

โดยที่การคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) อาจทำได้ 2 วิธี วิธีที่ 1 พิจารณาจากมุมมองทางด้านการจัดหาเงิน และวิธีที่ 2 พิจารณาจากมุมมองทางด้านการดำเนินงาน ซึ่งทั้งสองมุมมองต่างให้ผลลัพธ์ที่เท่ากัน สามารถคำนวณได้ดังนี้

1. การคำนวณหากำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT)

การคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) มุมมองทางด้านการจัดหาเงิน การคำนวณเริ่มต้นด้วยกำไรสุทธิและบวกกลับกำไรสุทธิด้วยค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทั้งหมด และดอกรับ ตัวอย่างเช่น ดอกเบี้ยจ่าย เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินยังรวมถึงดอกเบี้ยจ่ายตามหนี้ที่เกี่ยวข้องกับสัญญาเช่าระยะยาวชนิดดำเนินงาน รายการปรับปรุงเหล่านี้ทั้งหมดจะถูกปรับปรุงใหม่เพื่อให้สะท้อนยอดสุทธิจากภาษีเงินได้ จากนั้นจึงจะนำจำนวนดังกล่าวไปบวกกับการเพิ่มขึ้นทั้งหมดของรายการปรับปรุงทางบัญชีเพื่อ (1) แปลงจากเกณฑ์คงค้างไปเป็นเป็นเกณฑ์เงินสด อันได้แก่ การเพิ่มขึ้นในค่าเผื่อและประมาณการหนี้สิน รายได้รอการตัดบัญชี และค่าตัดจำหน่ายค่าความนิยม และ (2) ตัดผลกระทบของรายการกำไรที่ไม่ปกติออกจากผลการคำนวณ

การคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) มุมมองทางด้านการดำเนินงาน การคำนวณเริ่มต้นด้วยกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีเงินได้ และบวกกลับกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีเงินได้ดังกล่าวด้วยดอกเบี้ยจ่ายตามหนี้ของสัญญาเช่าระยะยาว

ชนิดดำเนินงานสุทธิจากภาษีเงินได้ จากนั้นจึงจะแปลงภาษีเงินได้ที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างไปเป็นภาษีเงินได้ตามเกณฑ์เงินสด การคำนวณยังคำนึงถึงผลกระทบทางภาษีของต้นทุนการจัดหาเงิน (Financing Costs) และรายการกำไรที่ไม่ปกติ ขั้นตอนสุดท้าย การเพิ่มขึ้นในรายการปรับปรุงทางบัญชีต่าง ๆ จะนำมารวมกันเพื่อแปลงจากเกณฑ์คงค้างไปเป็นเกณฑ์เงินสด

แนวทางสำหรับการคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) สรุปได้ดังตาราง 3.1 ซึ่งอาจไม่สามารถนำรายการปรับปรุงทางบัญชีทั้งหมดที่เป็นไปได้มาแสดงไว้ ณ ที่นี้ ในกรณีส่วนใหญ่ รายการปรับปรุงทางบัญชีที่แสดงไว้ในที่นี้ก็น่าจะเป็นรายการปรับปรุงที่สำคัญ ๆ



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.1 ตารางแสดงการคำนวณ NOPAT

มุมมองทางด้านการจัดหาเงิน	มุมมองทางด้านการดำเนินงาน
<p>กำไรสุทธิ</p> <p>+ ดอกเบี้ยจ่ายสุทธิจากภาษีเงินได้</p> <p>+ ดอกเบี้ยจ่ายตามนัย (Implied Interest Expense) ซึ่งรวมอยู่ในสัญญาเช่าระยะยาวชนิดดำเนินงาน (Non-Capitalized Leases) สุทธิจากภาษีเงินได้</p> <p>- ดอกเบี้ยรับและรายได้จากการลงทุนในบริษัทอื่น ๆ สุทธิจากภาษีเงินได้</p> <p>+ เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ</p> <p>+ กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</p> <p>+ การเปลี่ยนแปลงในรายการปรับปรุงทางบัญชี</p> <p> การเพิ่มขึ้นในค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี</p> <p> การเพิ่มขึ้นในสำรอง LIFO</p> <p> ค่าตัดจำหน่ายค่าความนิยม</p> <p> การเพิ่มขึ้นในค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ</p> <p> การเพิ่มขึ้นในผลสะสมสุทธิของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ที่ได้ตัดเป็นค่าใช้จ่าย เช่น รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา และการพัฒนาผลิตภัณฑ์</p> <p> รายการขาดทุน (กำไร) ไม่ปกติสุทธิจากภาษีเงินได้</p> <p> การเพิ่มขึ้นในค่าเผื่อหรือประมาณการหนี้สินอื่น ๆ เช่น ค่าเผื่อสินค้าล้าสมัย ประมาณการหนี้สินภายใต้สัญญารับประกันคุณภาพสินค้า รายได้รอการตัดบัญชี</p> <p>= NOPAT</p>	<p>กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีเงินได้ (ไม่รวมถึงรายการขาดทุนหรือกำไรที่ไม่ปกติ)</p> <p>+ ดอกเบี้ยจ่ายตามนัยซึ่งรวมอยู่ในสัญญาเช่าระยะยาวดำเนินงาน</p> <p>- ภาษีเงินได้ที่จ่ายเป็นเงินสด</p> <p> ภาษีเงินได้</p> <p> - การเพิ่มขึ้นในค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี</p> <p> + ภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้ (จ่ายเพิ่ม) จากรายการขาดทุน (กำไร) ไม่ปกติ</p> <p> + ภาษีเงินได้ที่ประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากเงินกู้และจากดอกเบี้ยจ่ายตามนัยซึ่งรวมอยู่ในสัญญาเช่าระยะยาวชนิดดำเนินงาน</p> <p>- ภาษีเงินได้ที่จ่ายเพิ่มขึ้นจากดอกเบี้ยรับและรายได้จากการลงทุนในบริษัทอื่น</p> <p>+ การเปลี่ยนแปลงในรายการปรับปรุงทางบัญชี</p> <p> การเพิ่มขึ้นในสำรอง LIFO</p> <p> ค่าตัดจำหน่ายค่าความนิยม</p> <p> การเพิ่มขึ้นในค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ</p> <p> การเพิ่มขึ้นในผลสะสมสุทธิของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ที่ได้ตัดเป็นค่าใช้จ่าย เช่น รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา และการพัฒนาผลิตภัณฑ์</p> <p> การเพิ่มขึ้นในค่าเผื่อหรือประมาณการหนี้สินอื่น ๆ เช่น ค่าเผื่อสินค้าล้าสมัย ประมาณการหนี้สินภายใต้สัญญารับประกันคุณภาพสินค้า รายได้รอการตัดบัญชี</p> <p>= NOPAT</p>

2. การคำนวณเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) อาจทำได้ 2 วิธี ซึ่งให้ผลลัพธ์ที่เท่ากัน ได้แก่

การคำนวณเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) มุมมองทางด้านการจัดหาเงิน การคำนวณเงินลงทุนที่ลงไปเริ่มต้นด้วยเงินลงทุนที่ลงไปโดยผู้ถือหุ้น และรวมแหล่งที่มาทั้งหมดของหนี้สิน (ยกเว้นหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (ตัวอย่างเช่น เจ้าหนี้การค้า ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย)) ตลอดจนหุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเข้าด้วยกัน สินทรัพย์ใดที่ไม่ได้ใช้ในการดำเนินงาน (ในกรณีนี้คือหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด) จะถูกนำมาหักออก ขั้นตอนสุดท้าย รายการปรับปรุงทางบัญชีจะนำมาบวกกลับไม่เพียงแต่จำนวนที่เพิ่มขึ้นดังเช่นในขั้นตอนการคำนวณ NOPAT เท่านั้น แต่บวกกลับด้วยจำนวนทั้งหมด (Total Amounts)

การคำนวณเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) มุมมองทางด้านการดำเนินงาน การคำนวณเงินลงทุนที่ลงไปเริ่มต้นด้วยยอดสินทรัพย์รวมตามที่ปรากฏในงบดุล จากนั้นจึงหักหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและหนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ยออกจากยอดสินทรัพย์รวม แล้วบวกด้วยมูลค่าปัจจุบันของภาระผูกพันภายใต้สัญญาเช่าระยะยาวชนิดดำเนินงาน ในขั้นตอนสุดท้าย รายการปรับปรุงทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับบัญชีสินทรัพย์ของกิจการถูกนำมารวม เช่น ค่าความนิยมติดจำหน่ายและผลสะสมของรายการกำไรที่ไม่ปกติ

ซึ่งแนวทางในการคำนวณเงินลงทุนที่ลงไป อาจคำนวณได้ดังตารางที่ 3.2

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.2 ตารางแสดงการคำนวณเงินลงทุน

มุมมองทางด้านการจัดหาเงิน	มุมมองทางด้านการดำเนินงาน
<p>ส่วนของผู้ถือหุ้น</p> <p>+หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย</p> <p>+มูลค่าปัจจุบันของหนี้สินภายใต้สัญญาเช่าระยะยาว ชนิดดำเนินงาน</p> <p>+หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าระยะยาวชนิดการเงิน</p> <p>- หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงาน ระหว่างก่อสร้าง</p> <p>+หุ้นบุริมสิทธิ</p> <p>+ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</p> <p>+รายการปรับปรุงทางบัญชี</p> <p>ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี</p> <p>สำรอง LIFO</p> <p>ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ</p> <p>ค่าตัดจำหน่ายค่าความนิยมสะสม</p> <p>ค่าความนิยมที่ไม่ได้มีการบันทึกไว้ (Unrecorded Goodwill)</p> <p>ผลสะสมสุทธิของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ได้ตัดเป็น ค่าใช้จ่าย เช่น รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา และ การพัฒนาผลิตภัณฑ์</p> <p>ผลสะสมของรายการขาดทุน (กำไร) ไม่ปกติสุทธิจาก ภาษีเงินได้</p> <p>รายการตั้งค่าเผื่อหรือประมาณการหนี้สินอื่น ๆ เช่น ค่าเผื่อสินค้าล้าสมัย ประมาณการหนี้สินภายใต้ สัญญารับประกันคุณภาพสินค้า รายได้รอการตัด บัญชี</p> <p>=ทุนที่ลงไป</p>	<p>สินทรัพย์รวม</p> <p>- หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงาน ระหว่างก่อสร้าง</p> <p>- หนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย</p> <p>+มูลค่าปัจจุบันของค่าเช่าภายใต้สัญญาเช่าระยะยาว ชนิดดำเนินงาน</p> <p>+รายการปรับปรุงทางบัญชี</p> <p>สำรอง LIFO</p> <p>ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ</p> <p>ค่าตัดจำหน่ายค่าความนิยมสะสม</p> <p>ค่าความนิยมที่ไม่ได้มีการบันทึกไว้</p> <p>ผลสะสมสุทธิของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ได้ตัดเป็น</p> <p>ค่าใช้จ่าย เช่น รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา และ การพัฒนาผลิตภัณฑ์</p> <p>ผลสะสมของรายการขาดทุน (กำไร) ไม่ปกติสุทธิจาก ภาษีเงินได้</p> <p>รายการตั้งค่าเผื่ออื่น ๆ เช่น ค่าเผื่อสินค้าล้าสมัย</p> <p>=ทุนที่ลงไป</p>

3. การคำนวณหาต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก(WACC)

EVA ตั้งอยู่บนรากฐานของแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือกำไรจากมุมมองทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งแตกต่างไปจากกำไรจากมุมมองทางบัญชีในแง่ที่ว่ากำไรทางเศรษฐศาสตร์ กิจการต้องไม่เพียงแต่จะชดเชยค่าใช้จ่ายดำเนินงานทั้งหมดได้เท่านั้น แต่ต้องชดเชยต้นทุนเงินทุนทั้งหมดได้ด้วย ต้นทุนทางการเงินดังกล่าวไม่ได้มีแต่เฉพาะองค์ประกอบที่มองเห็นได้ชัดอย่างเช่นรายจากดอกเบี้ยให้แก่นาคารและผู้ถือหุ้นกู้เท่านั้น แต่ยังหมายรวมถึงต้นทุนเสียโอกาสของเงินทุนที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงในกิจการด้วย ในการวัด **EVA** จำเป็นที่กิจการจะต้องประมาณองค์ประกอบดังกล่าวของต้นทุนเงินทุนด้วย

เนื่องจากรูปแบบของการจัดหาเงินที่แตกต่างกันย่อมทำให้ผู้ให้แหล่งเงินทุนแบกรับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ผู้ให้แหล่งเงินทุนจึงต้องแบกรับต้นทุนเงินที่แตกต่างกันไปสำหรับกิจการที่จัดหาเงินด้วยรูปแบบที่แตกต่างกันนั้น ต้นทุนเงินทุนของกิจการหรือต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (**Weighted Average Cost of Capital หรือ WACC**) จึงควรรวมต้นทุนที่เกิดขึ้นจากแหล่งเงินทุนทั้งหมดไม่ว่าจะได้มาจากการก่อหนี้หรือผู้ถือหุ้น มักมีความเข้าใจผิด ๆ ว่า อัตราดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมของการก่อหนี้ที่ควรถือเป็นต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยเฉพาะเมื่อกิจการจัดหาเงินทุนมาลงทุนโดยใช้วิธีก่อหนี้เพียงวิธีเดียว ความคิดเช่นนี้ไม่ถูกต้อง เนื่องจากการที่กิจการเพิ่มระดับของการก่อหนี้ย่อมมีผลทำให้เกิดต้นทุนแอบแฝง (**Implicit Costs**) แก่ผู้ถือหุ้นขึ้นอันเป็นผลมาจากความเสี่ยงของกิจการที่มีเพิ่มขึ้น กล่าวคือผู้ให้แหล่งเงินทุนย่อมต้องการผลตอบแทนจากการถือหุ้นของกิจการใดกิจการหนึ่งในอัตราที่สูงกว่ากรณีที่ทำให้กู้ยืมเงินแก่กิจการ เนื่องจากการถือหุ้นของกิจการย่อมมีความเสี่ยงสูงกว่าการให้กู้ยืมเงินแก่กิจการ ดังนั้นต้นทุนเงินทุนของกิจการจึงไม่ได้ขึ้นอยู่กับต้นทุนของการก่อหนี้และต้นทุนของการจัดหาเงินจากผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังขึ้นอยู่กับสัดส่วนของการก่อหนี้และการจัดหาเงินจากผู้ถือหุ้นที่รวมอยู่ในโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่ามีมากน้อยเพียงใด ดังนั้นต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งจึงต้องถ่วงน้ำหนักโดยใช้สัดส่วนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นเมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนทั้งหมดของกิจการ ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักคำนวณได้ดังนี้

$$WACC = \left(\frac{V_D}{V_D + V_E} \right) \times r_D(1-T) + \left(\frac{V_E}{V_D + V_E} \right) \times r_E$$

โดยที่ V_D = มูลค่าตลาดของหนี้สินรวม (แต่ในที่นี้จะใช้มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน)

V_E = มูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น

r_D = ต้นทุนเงินทุนส่วนหนี้สิน

r_E = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

- ต้นทุนเงินทุนส่วนหนี้สิน (Cost of Debt : r_D) เป็นอัตราดอกเบี้ยก่อนภาษีที่กิจการต้องจ่ายให้แก่ผู้ให้กู้ หากกิจการมีแหล่งเงินทุนที่จัดหามาจากการก่อหนี้หลายแหล่ง และแต่ละแหล่งมีอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน ต้นทุนของหนี้สินที่จะนำมาคำนวณในสูตรของ WACC คือ ต้นทุนถัวเฉลี่ยของหนี้สินจากแต่ละแหล่ง โดยคำนวณได้จากนำดอกเบี้ยจ่ายทั้งหมด ซึ่งรวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่รวมเป็นต้นทุนของสินทรัพย์ หารด้วย หนี้สินรวมของกิจการ เฉพาะส่วนที่มีดอกเบี้ย

- ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity : r_E) เป็นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นจากการนำเงินมาลงทุนในกิจการ อย่างไรก็ตาม ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นเป็นสิ่งที่ยากที่จะกำหนดขึ้นมา แตกต่างจากต้นทุนของหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยที่สามารถทราบได้อย่างแน่นอน จากอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนดไว้ในสัญญาเงินกู้ เป็นต้น ดังนั้น จึงมีสูตรในการคำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นที่นิยม คือ แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ในการลงทุน (Capital Asset Pricing Model) หรือ CAPM ซึ่งคำนวณโดยได้ดังนี้

$$r_E = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i$$

โดยที่

$E(R_m)$ = อัตราผลตอบแทนของตลาดคำนวณจาก
 $(SET_t - SET_{t-1}) / SET_{t-1} \times 100$

SET_t = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET index) ในเดือน t

SET_{t-1} = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET index) ในเดือน t-1

R_f = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

β_1 = ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ คำนวณโดยใช้การวิเคราะห์แบบถดถอย (Regression Analysis) โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท ในช่วงรอบบัญชีที่ทำการศึกษา

- การประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate : R_f) อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือ กลุ่มของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระ (Default Risk) และไม่มีความสัมพันธ์อย่างหนึ่งอย่างใดกับผลตอบแทนของสิ่งใด ๆ ในเศรษฐกิจในทางทฤษฎี การประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงที่ดีที่สุด คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าเป็นศูนย์ แต่ด้วยเหตุของความซับซ้อนและต้นทุนในการฟอร์มกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าเป็นศูนย์ การประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงจึงไม่ใช้วิธีดังกล่าว

การประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงที่นิยมใช้ (ในประเทศสหรัฐอเมริกา) มีอยู่หลายทาง เช่น (1) ใช้อัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลัง (Treasury Bills) (2) ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และ (3) ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 30 ปี ซึ่งอัตราดอกเบี้ยที่เลือกใช้คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของปีที่ทำการศึกษา คือปี 2545 - 2547 ข้อมูลดังกล่าวได้มาจากเว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยมีเหตุผลสนับสนุนดังต่อไปนี้

1. อัตราดอกเบี้ยระยะยาวนั้นจะสอดคล้องกับช่วงเวลาของการเกิดขึ้นของกระแสเงินสดของบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่า โดยที่อัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลังซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยในระยะไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าของบริษัท
2. อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ไม่อ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราเงินเฟ้อที่ไม่คาดหวัง และดังนั้น จึงมีค่าเบต้าที่น้อยกว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 30 ปี และส่วนชดเชยสภาพคล่องที่แฝงอยู่ในอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 10 ปี จึงมีน้อยกว่าในอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 30 ปี

- การประมาณค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium : $R_m - R_f$) ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มของหลักทรัพย์ของทั้งตลาด และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง โดยการประมาณค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาดควรคำนึงถึงการให้ช่วงระยะเวลายาวนานเพื่อขจัดผลกระทบ

ของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลานั้น ๆ ส่วนชุดเซตความเสี่ยงของตลาดควรที่จะแสดงค่าที่เป็นบวก แต่จากคำนวณจาก SET Index ในปี 2545 - 2547 แต่ละปีนั้นกลับได้ค่าติดลบ จึงทำการคำนวณย้อนหลังไปเป็นเวลา 10 ปี 15 ปี และ 20 ปี ส่วนชุดเซตความเสี่ยงของตลาดหากคำนวณย้อนหลังไปเป็นเวลา 20 ปี จะได้ค่าที่เป็นบวก จึงเลือกค่าที่ได้นี้มาใช้ในการคำนวณ

- การประมาณค่า β ของหลักทรัพย์ สัมประสิทธิ์ **beta** เป็นการวัดค่าการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง เปรียบเทียบกับการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ซึ่งอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปนั้น จะวัดได้โดยการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และ ค่าความเสี่ยง (Beta) ของตลาดจะเท่ากับ 1

ในการคำนวณค่าเบต้าของหลักทรัพย์ จึงนำผลตอบแทนเป็นรายวันของแต่ละบริษัทของปี 2545 - 2547 มาหาความสัมพันธ์โดยใช้การวิเคราะห์แบบถดถอย (Regression Analysis) ในรูปของสมการเส้นตรง โดยจะได้ค่าเบต้าของแต่ละหลักทรัพย์จำนวนหลักทรัพย์ละ 12 ค่า เนื่องจาก EVA เป็นการคำนวณรายไตรมาส จึงต้องใช้ค่าเบต้าเป็นรายไตรมาสเพื่อใช้ในการคำนวณ ซึ่งค่าที่ได้เป็นการประมาณค่าจากการใช้ Market Model

3.3 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.3.1 ประชากร

คือ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสาร และพลังงาน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการนำส่งงบการเงินระหว่างปี 2545 - 2547 โดยมีทั้งหมด 23 บริษัท ตามที่ได้นำเสนอไว้ใน ตาราง 3.3

ตารางที่ 3.3 ประชากรในการศึกษา

กลุ่มที่	หมวดธุรกิจ	จำนวนบริษัท
1.	พลังงาน	11
2.	สื่อสาร	12
	รวม	23

3.3.2 กลุ่มตัวอย่าง

คือ มีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาคือ เป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2545 - 2547 ไม่รวมถึงข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสั่งการให้มีการแก้ไขข้อมูลในงบการเงิน และกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจะคัดเลือกด้วยวิธีเจาะจง (Specific Sampling) จึงได้กลุ่มตัวอย่าง 12 บริษัท รวม 144 ตัวอย่าง ซึ่งต้องเข้าใจเงื่อนไขในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างดังนี้

1. ต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนที่มีวันสิ้นงวดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาแล้วไม่น้อยกว่า 3 ปี เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน และการเปรียบเทียบผลการวิจัยได้
2. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation Companies: REHABCO) เพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูล และถ้าใช้กลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการนั้นอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน
3. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีการดำเนินการแยกหุ้นสามัญ (Stock Split) หรือเปลี่ยนแปลงราคาตามบัญชีหรือราคาพาร์ ในช่วงเวลาของการประกาศรายงานทางบัญชี และช่วงเวลาในการประมาณค่า เพราะการแยกหุ้นสามัญนั้นจะทำให้ราคาต่อหุ้นสามัญลดลง ซึ่งจะมีผลโดยตรงต่องานวิจัย

3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งแหล่งข้อมูลได้มาจากการทบทวนเอกสาร ตำรา รายงานการวิจัย เว็บไซต์และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งข้อมูลทุติยภูมิที่สำคัญและจำเป็นต้องใช้ในการศึกษา ส่วนมากได้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ I-SIMS (Integrated-SET Information Management Systems) ทั้งนี้เพื่อให้ข้อมูลผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ เพื่อทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ต่อไป ซึ่งข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ข้อมูลในงบการเงินปี 2545 - 2547 รายไตรมาส

3.5 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษา จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องใช้เทคนิคทางสถิติในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ จำแนกตามเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ อันประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ความสำคัญของเทคนิคทางสถิติแต่ละชนิดสามารถสรุปพอสังเขปได้ดังนี้

3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปแบบของค่าสถิติพื้นฐาน เกี่ยวกับข้อมูลทั่วไปของกิจการ เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนำเสนอข้อมูลในการศึกษานี้ประกอบด้วย (1) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) (2) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) (3) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และ (4) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และ (5) จำนวนร้อยละของบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของ EVA

3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วยเทคนิคที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอย (Simple Regression analysis) สาเหตุที่วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ การวิเคราะห์ความถดถอย เนื่องจากผู้วิจัยมุ่งที่จะตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EBITDA และราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA ซึ่งตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรต่อเนื่อง (Dependent Continuous Variable) มีการแจกแจงแบบปกติ

ตามที่ได้กล่าวไว้ในเบื้องต้นแล้วว่าการวิเคราะห์ความถดถอยเป็นเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยที่นิยมมากสำหรับตัวแบบที่มีตัวแปรตามเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณ สาเหตุสำคัญของเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอย ก็เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามที่ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษา เพียง 1 ตัว พร้อมทั้งศึกษาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว

สำหรับการศึกษาคั้งนี้นำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม หรือเพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในทิศทางใด ทั้งนี้พิจารณาจากทิศทางสัญลักษณ์ของค่าสหสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบอาจเป็นบวกหรือลบ จะเห็นว่าเทคนิคดังกล่าวสามารถตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยนี้ได้ครบถ้วน สำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาจะนำเสนอไว้ในบทที่ 4 และ บทที่ 5 เป็นลำดับถัดไป



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการวิจัยการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EBITDA และความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA ตามที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ขอบเขตของข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2545 - 2547 หลังจากการเก็บรวบรวมข้อมูลวันที่นำส่งงบการเงินและข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์จากกลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติที่ต้องการและผ่านเงื่อนไขในการกำจัดอิทธิพลจากข้อมูลอื่นแล้ว ซึ่งมีจำนวน 12 บริษัท หรือ 144 ตัวอย่าง จึงนำข้อมูลดังกล่าวมาประมวลผลและวิเคราะห์ผล โดยแยกแแสดงการวิเคราะห์ผลเป็น 3 ส่วน ดังนี้

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา

4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร

4.3 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ก่อนที่จะนำเสนอผลการวิจัย ผู้วิจัยขอสรุปสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ เป็นลำดับแรก เนื่องจากสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต้องใช้ในการวิเคราะห์ และตีความหมายในเกือบทุกส่วนของการนำเสนอผลการวิจัย และเพื่อให้เกิดความเข้าใจในสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ ผู้วิจัยจึงขอแนะนำเสนอไว้ในตาราง 4.1

ตาราง 4.1 สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
r_e	ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น
r_d	ต้นทุนของเจ้าหนี้
WACC	ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก
$EBITDA_{it}$	กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของ บริษัท i ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t
EVA_{it}	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัท i ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t
P_{it}	ราคาตลาดของหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของบริษัท i 5 วันทำการก่อนหลังการประกาศผลการดำเนินงาน ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ภายหลังจากคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ตามวิธีที่ได้เสนอไว้ในบทที่ 3 ในส่วนนี้เป็นการบรรยายถึงลักษณะทางสถิติที่สำคัญของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระตามที่ใช้เป็นข้อมูลสำหรับการทดสอบ เพื่อดูการกระจายและความเหมาะสมของข้อมูลก่อนที่จะนำไปทดสอบ โดยใช้การวิเคราะห์จากสมการถดถอยซึ่งจะเป็นการวิเคราะห์ในส่วนต่อไป

ตารางที่ 4.2 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาหรือค่าสถิติพื้นฐานประกอบด้วย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร ได้แก่ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ EBITDA EVA ต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of Debt : r_D) ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity : r_E) ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) ของ 2 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มพลังงานและกลุ่มสื่อสาร พบว่า โดยเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (r_E) อยู่ที่ 15.46% ซึ่งบางบริษัทใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 5.25% (min) และบางบริษัทมีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 35.83% (max) และมีต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.21% เนื่องจากว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสองประเภทนี้มีค่าความเสี่ยงค่อนข้างสูงจึงทำให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงตามไปด้วย และค่าเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (r_D) อยู่ที่ 2.50% ยังพบว่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.94% แสดงให้เห็นถึงการกระจายตัวของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีต่ำ โดยพบช่วงของข้อมูลที่มีตั้งแต่ 0% - 14.80% เหตุผลที่ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 0% เนื่องจากบางบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีการก่อหนี้ และมีค่าเฉลี่ยของต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เท่ากับ 10.51% โดยต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.77% แสดงให้เห็นถึงการกระจายตัวของต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่อนข้างต่ำ โดยอยู่ในช่วง 1.82% - 27.85% สาเหตุของการแตกต่างกันในต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักก็เนื่องจากความเสี่ยงของการดำเนินงาน ความเสี่ยงของตลาด และการพึ่งพิงเงินทุนเกือบทั้งหมดอยู่กับผู้ถือหุ้นซึ่งมีต้นทุนเงินทุนสูงเพื่อนำมาลงทุนในสินทรัพย์ และมีค่าเฉลี่ยของ EBITDA อยู่ที่ 10,709.71 ล้านบาท โดย EBITDA ต่ำสุดอยู่ที่ 37.88 ล้านบาท และสูงสุดอยู่ที่ 111,099.14 ล้านบาท โดยมี EBITDA เบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 17,234.38 ล้านบาท บอกระดับผลการดำเนินงานของอุตสาหกรรมพลังงานและสื่อสารว่าทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีผลการดำเนินงานที่เป็นกำไร ซึ่งกำไรที่ว่าเป็นการวัดกำไรที่เป็นอิสระจากการวัดโครงสร้างเงินทุน เช่นเดียวกับ NOPAT แต่การวัดกำไรของ EBITDA จะดีกว่าเนื่องจากเป็นการมองกำไรก่อนหัก

รายการที่ไม่เป็นตัวเงิน จึงเป็นการมองการวัดผลกำไรที่สามารถมองเห็นกำไรในรูปแบบของเงินสด ได้ดีกว่า ส่วนค่าเฉลี่ย EVA อยู่ที่ (-5,995.07) ล้านบาท แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมภายในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาก็ไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ได้เหนือไปกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัทได้ จึงเท่ากับว่าเป็นการลดมูลค่าของบริษัทและทำลายความมั่นคงของผู้ถือหุ้น โดยที่ EVA เบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 16,970.72 ล้านบาท แสดงให้เห็นถึงการกระจายตัวของ EVA ที่มีค่อนข้างสูง โดยข้อมูลอยู่ในช่วง (-104,287.12) - 21,887.03 ล้านบาท บ่งบอกถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการหากมองในมุมมองมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กิจการที่มีค่า EBITDA ที่เป็นบวกอาจมีผลการดำเนินงานที่แท้จริงที่เป็นลบก็ได้ เนื่องจาก EBITDA ไม่ได้มองถึงการสร้างมูลค่าเพิ่ม มองเพียงแต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเท่านั้น และค่าเฉลี่ยราคาตลาดของหลักทรัพย์อยู่ที่ 51.93 บาท โดยค่าต่ำสุดของราคาตลาดของหลักทรัพย์อยู่ที่ 2.32 บาท และสูงสุดอยู่ที่ 314.55 บาท โดยราคาตลาดของหลักทรัพย์เบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 64.13 บาท

ตารางที่ 4.2

ข้อมูลเชิงสถิติของราคาตลาดของหลักทรัพย์ EBITDA และ EVA แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าทางสถิติที่สำคัญ ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน จำนวน 2 อุตสาหกรรม สำหรับบรรยายลักษณะของตัวแปรที่ทำการศึกษา เมื่อ Invested capital คือ เงินทุนทั้งหมดของกิจการ r_e คือ ค่าของทุนในส่วนต้นของหนี้ r_d คือ ค่าของทุนในส่วนต้นของเจ้าของ WACC คือ ค่าของทุนของกิจการ Stock market prices คือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ EBITDA คือ กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย EVA คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ยเลข คณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
r_e (%)	5.25	35.83	15.46	7.21
r_d (%)	.00	14.80	2.50	1.94
WACC (%)	1.82	27.85	10.51	5.77
EBITDA (ล้านบาท)	37.88	111,099.14	10,709.71	17,234.38
EVA (ล้านบาท)	-104,287.12	21,887.03	-5,995.07	16,970.72
Stock market prices (บาท)	2.32	314.55	51.93	64.13

จากการคำนวณ EVA ตามขั้นตอนต่าง ๆ ข้างต้นที่อธิบายมาแล้ว ผู้เขียนได้สรุปผลการคำนวณ EVA โดยแยกผลการคำนวณ EVA ตามสัญลักษณ์ของ EVA ที่คำนวณได้ และนำไปเปรียบเทียบกับ EBITDA ของกิจการนั้น ๆ เพื่ออธิบายถึงความสอดคล้องและความขัดแย้งของผลการดำเนินงานของกิจการที่แสดงโดย EVA และ EBITDA ของกิจการ

ตารางที่ 4.3 แสดงจำนวนของบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของ EVA ที่คำนวณได้ จากตาราง ทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร แสดง EBITDA เป็นบวกทั้ง 144 ตัวอย่าง (ร้อยละ 100) ในปี 2547 2546 และ 2545 เนื่องมาจาก 2 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีการซื้อขายมากที่สุด อ้างอิงจากข้อมูลสถิติประจำเดือนปีที่ 31 ฉบับที่ 3 กรกฎาคม 2548 หมวดอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด 20 อันดับ และหมวดอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุด 20 อันดับ

หากพิจารณาถึง EVA ของบริษัทที่แสดง EBITDA เป็นบวก จะเห็นได้ว่า บริษัทที่มี EBITDA เป็นบวกแต่มี EVA เป็นลบมีจำนวนระหว่างร้อยละ 45.83 ถึงร้อยละ 75 สำหรับกลุ่มพลังงาน ในขณะที่อัตราร้อยละของกลุ่มสื่อสารที่มี EVA เป็นลบ (โดยมี EBITDA เป็นบวก) มีจำนวนระหว่างร้อยละ 74.31 ถึงร้อยละ 100 สำหรับช่วงปีที่ทำการศึกษา และเมื่อมองภาพรวมของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม บริษัทที่มีผล EBITDA เป็นบวก แต่มี EVA เป็นลบ สูงถึงร้อยละ 74.31 ผลลัพธ์ที่ได้ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า มีจำนวนของบริษัทจดทะเบียนในสัดส่วนที่เป็นสาระสำคัญที่แสดง EBITDA เป็นบวก นั่นคือผลการดำเนินงานของกิจการแสดงผลกำไร แต่กลับไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่ม หรือ ความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ เนื่องจากกิจการไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของกิจการ กล่าวคือ บริษัทเหล่านั้นล้มเหลวที่จะสร้างผลตอบแทนในส่วนที่เกินกว่าผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการได้ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการที่ EBITDA เป็นบวก อาจไม่ได้แสดงว่ากิจการนั้นมีผลการดำเนินงานที่ดี ดังนั้นหากต้องการใช้ข้อมูลเพื่อตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหุ้น ควรพิจารณา EVA ควบคู่ไปด้วย เพราะจะทำให้ทราบถึงกำไรที่แท้จริงของกิจการ

ตารางที่ 4.3 แสดงจำนวนของบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของ EVA

	กลุ่มพลังงาน						กลุ่มสื่อสาร						รวม	
	2547		2546		2545		2547		2546		2545			
	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
บริษัทที่แสดง EBITDA เป็นบวก (+)	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	144	100
บริษัทที่แสดง EBITDA เป็นลบ (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
รวม	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	144	100
บริษัทที่มี EVA เป็นบวก (+)	6	25	11	45.83	13	54.17	0	0	1	4.17	6	25	37	25.69
บริษัทที่มี EVA เป็นลบ (-)	18	75	13	54.17	11	45.83	24	100	23	95.83	18	75	107	74.31
รวม	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	144	100
บริษัทที่แสดง EBITDA เป็นบวก (+)														
และบริษัทที่มี EVA เป็นบวก (+)	6	25	11	45.83	13	54.17	0	0	1	4.17	6	25	37	25.69
บริษัทที่แสดง EBITDA เป็นบวก (+)														
และบริษัทที่มี EVA เป็นลบ (-)	18	75	13	54.17	11	45.83	24	100	23	95.83	18	75	107	74.31
บริษัทที่แสดง EBITDA เป็นลบ (-)														
และบริษัทที่มี EVA เป็นบวก (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
บริษัทที่แสดง EBITDA เป็นลบ (-)														
และบริษัทที่มี EVA เป็นลบ (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
รวม	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	24	100	144	100

4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร

ใช้การวิเคราะห์ความถดถอย (Simple Regression analysis) เพื่อให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สนใจ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามซึ่งประกอบไปด้วย ราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ EBITDA และ EVA จำนวนกลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 144 ตัวอย่าง ซึ่งการศึกษาในส่วนนี้จะศึกษาถึงความสัมพันธ์โดยรวมของทุกบริษัทใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงานและกลุ่มสื่อสาร ตามที่เสนอไว้ในบทที่ 3

4.2.1 การวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ และตัวแปรอิสระ ได้แก่ EBITDA โดยใช้ตัวแบบที่ 1 ในการทดสอบดังนี้

$$P_{it} = b_0 + b_1 \text{EBITDA}_{it} + e_{it}$$

โดยที่

P_{it} = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของบริษัท i 5 วันทำการ ก่อนหลังประกาศผลการดำเนินงาน ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t

EBITDA_{it} = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายของบริษัท i ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง 4.4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EBITDA

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง (Predicted relation)	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (β)	ค่าผิดพลาด มาตรฐาน (Standard errors)	p-value
INTERCEPT	None	30.691	5.348	.000
EBITDA	+	0.02	.000	.000

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 144 ตัวอย่าง,

$R^2 = 0.632$

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1

จากตาราง 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ที่ว่า:

H1 : ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่า EBITDA มีทิศทางความสัมพันธ์ตามที่คาดหวัง คือ และผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย อย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1

ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 1

ตัวแบบมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า ระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบสมมติฐานที่ว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย จากผลการทดสอบทำให้ยอมรับสมมติฐานดังกล่าว จึงสามารถสรุปได้ว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายเมื่อพิจารณาค่า $R^2 = 63\%$ สามารถ

อธิบายได้ว่า 63 % ของราคาตลาดของหลักทรัพย์สามารถอธิบายได้ด้วยกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

ผลการทดสอบนี้สอดคล้อง กับการศึกษาของ Francis, Schipper และ Vincent (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ กำไรก่อนรายการพิเศษ (Earnings before Extraordinary Items) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash from Operations) กับผลตอบแทนจากการลงทุน และคุณค่าของข้อมูลหากแยกมาตรวัดการดำเนินงานแต่ละประเภท สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ผลว่าหากใช้ EBITDA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานวัดความสัมพันธ์กับสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาล สื่อสาร และพลังงานกับผลตอบแทนจากหุ้น จะให้คุณค่าของข้อมูลมากกว่าใช้ EBITDA กับอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งจากการศึกษากลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร ก็พบว่า 2 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้ EBITDA มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์

4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ และตัวแปรอิสระ ได้แก่ EVA โดยใช้ตัวแบบที่ 2 ในการทดสอบดังนี้

$$P_{it} = b_0 + b_1EVA_{it} + e_{it}$$

โดยที่

P_{it} = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของบริษัท i 5 วันทำการ ก่อนหลังประกาศผลการดำเนินงาน ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t

EVA_{it} = มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัท i ณ เวลาสิ้นไตรมาสที่ t

ตาราง 4.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง (Predicted relation)	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (β)	ค่าผิดพลาด มาตรฐาน (Standard errors)	p-value
INTERCEPT	None	46,288	5,511	.000
EVA	+	.941	.000	.003

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 144 ตัวอย่าง,

 $R^2 = 0.25$

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2

จากตาราง 4.5 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ที่ว่า:

H1 : ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่า EVA มีทิศทางความสัมพันธ์ตามที่คาดหวัง คือ และผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 2

ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 2

ตัวแบบมีค่า p-value เท่ากับ 0.003 ซึ่งน้อยกว่า ระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบสมมติฐานที่ว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จากผลการทดสอบทำให้ยอมรับสมมติฐานดังกล่าว จึงสามารถสรุปได้ว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เมื่อพิจารณาค่า $R^2 = 25\%$ สามารถอธิบายได้ว่า 25 % ของราคาตลาดของหลักทรัพย์สามารถอธิบายได้ด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากผลการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สรุปได้ว่ากำไรที่แท้จริงของกิจการตามงานวิจัยของ Prober, Larry M. (2000) ที่ศึกษาพบว่า EVA เป็นเครื่องมือในการรายงานทางการเงินที่ดีที่สุดที่ถูกใช้ใน USA เพราะใช้หลักการบริหารงานแบบมุ่งเน้นความสำเร็จขององค์กรเป็นหลัก (Successful Firm) และบริษัทควรต้องได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) และการปรับปรุงของ EVA นั้นพยายามที่จะแปลงกำไรทางบัญชี (รายได้หักค่าใช้จ่าย) ไปให้ใกล้เคียงกับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Income) มากที่สุดและการปรับปรุงนี้เพื่อขจัดการบิดเบือนของเกณฑ์คงค้าง ซึ่งจะได้เป็นกระแสเงินสดส่วนเกินจากค่าเสียโอกาสในต้นทุนเงินทุน ที่การคิดเงินทุนของบริษัทนั้นจะต้องคิดทั้งส่วนของหนี้สินและส่วนของเจ้าของ และงานวิจัยของ Young และ O'Byrne (2001) ที่พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) หรือ EVA เป็นการวัดผลกำไรที่แท้จริง สิ่งนี้นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า กำไรที่เหลืออยู่ (Residual Income) เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากมาตรวัดชนิดอื่น เนื่องจากได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ ซึ่งทั้งสองแนวคิดนี้มีความเห็นตรงกันว่า EVA สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ดีที่สุด หากเทียบกับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี รวมทั้งงานวิจัยของ ชูฤทัย ผลสุวรรณ (2544) ที่ได้ทำการศึกษาลักษณะและวิธีการประเมินผลการดำเนินงานขององค์กร โดยใช้แนวความคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มาใช้ประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทแอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) และเปรียบเทียบกับวิธีการประเมินผลการดำเนินงานโดยใช้เกณฑ์ด้านบัญชีและการเงิน ผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า การประเมินผลการดำเนินงานตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ช่วยให้องค์กรสามารถมองเห็นภาพของการดำเนินธุรกิจและทำให้ทราบว่าการลงทุนต่าง ๆ ที่องค์กรนำมาใช้ สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้นได้มากเพียงใด และงานวิจัยของ ธีรยุส วัฒนาศุภโชค (2545) พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินสมัยใหม่ซึ่งทุกองค์กรไม่ควรมองข้าม และสามารถช่วยลดข้อบกพร่องต่าง ๆ ของตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม ดังนั้นองค์กรที่ใช้ Balanced Scorecard และกำหนดตัวชี้วัดต่าง ๆ (KPIs) ขึ้นมาก็จะหลีกเลี่ยงไม่ได้เลยว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) คงเป็นตัวดัชนีหลักอันหนึ่งที่องค์กรจะใช้ในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ อันเป็นจุดสูงสุดที่องค์กรต้องการและเป็นการสร้างคุณค่าแก่องค์กรโดยรวม และใช้ในการพิจารณาประกอบกับตัว (KPIs) อื่น ๆ ที่ไม่ใช่ทางการเงินด้วย เพื่อที่จะสามารถมองภาพรวมและประเมินผลทางการเงินขององค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในแต่ละงวดของการดำเนินงานขององค์กร เมื่อ EVA มีความสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการตามที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น และผลการทดสอบความสัมพันธ์กับราคาตลาดของ

หลักทรัพย์ สรุปได้ว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่าง มีนัยสำคัญทางสถิติ

4.3 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากสมมติฐานทั้ง 2 เป็นการยืนยันว่า EBITDA ยังคงเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่ใช้ เพื่ออธิบายราคาหุ้นได้ดีอยู่ และจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้ง 2 ค่า R^2 ที่ได้จากตัว แบบทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EBITDA ให้ค่าสูงกว่าตัวแบบที่ใช้ ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA ซึ่งหมายความว่า EBITDA สามารถใช้อธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีกว่า EVA อาจไม่ต้องคำนวณ EVA ให้ยุ่งยาก เพราะเนื่องจาก EBITDA มีความซับซ้อนน้อยกว่า ง่ายต่อการนำมาใช้วิเคราะห์ข้อมูลเพื่อ ประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่จากจากความสำคัญของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ที่ช่วย ในการตัดสินใจด้านนโยบายการลงทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งนโยบายดังกล่าว ล้วนมี ผลกระทบโดยตรงต่อดุลเงินสด (Cash Balance) และการตัดสินใจด้านการเงินของบริษัท และการ ที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ทำให้มูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีผลต่อราคาหุ้น (Stock Price) ด้วย เนื่องจากอัตราเงินปันผลจ่ายถือเป็น ปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน และประกอบกับผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วย สถิติเชิงพรรณนา ที่แสดงร้อยละของของบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของ EVA ค่าที่ได้คือ ใน ภาพรวมของทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมดมีค่า EBITDA เป็นบวก คือ ร้อยละ 100 แต่มีค่า EVA เป็นลบ ถึงร้อยละ 74.31 ซึ่งหมายถึง ร้อยละ 74.31 ของจำนวนตัวอย่าง ทั้งหมดที่ทำการศึกษาผลการดำเนินงานแสดงผลกำไร (EBITDA เป็นบวก) แต่เมื่อมองมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ กิจการไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้เหนือกว่าต้นทุน เงินทุนทั้งหมดของกิจการ กล่าวคือ กิจการไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มและความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น ได้ ดังนั้นต้องระมัดระวังหากต้องการลงทุนในตลาดทุนโดยอาศัยข้อมูลพื้นฐานในการตัดสินใจ ประกอบกับ EBITDA โดยไม่คำนึงถึง EVA เนื่องจากมีความเสี่ยงที่กำไรดังกล่าวจะไม่สะท้อนผล การดำเนินงานที่แท้จริง

EVA จึงเป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่ผู้ลงทุนไม่ควรมองข้าม อาจพิจารณาควบคู่กับมาตรวัดผล การดำเนินงานทางบัญชีควบคู่กันไป เพื่อเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุน

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง "ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์" มีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ

1. เพื่อศึกษาสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับ EBITDA
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EBITDA กับ EVA

สำหรับรูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงานและกลุ่มสื่อสาร โดยพิจารณาเป็นไตรมาส รวม 3 ปี ตั้งแต่ปี 2545 - 2547 เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นพบว่ามี 23 บริษัท (276 ตัวอย่าง) ในจำนวนนี้สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ 12 บริษัท (144 ตัวอย่าง) เนื่องจากในการพิจารณาจะไม่รวมถึงข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสั่งการให้มีการแก้ไขข้อมูลในงบการเงิน และต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนที่มีวันสิ้นสุดบัญชีตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม และต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ และต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีการดำเนินการแยกหุ้นสามัญ หรือเปลี่ยนแปลงราคาตามบัญชีหรือราคาพาร์ ตามเงื่อนไขในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่กล่าวไว้ในบทที่ 3

ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science Version 13.0 (SPSS for Windows 13.0) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ซึ่งแสดงอยู่ในรูปของ ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ทั้งนี้เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ ประกอบด้วย การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ โดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอย (Simple Regression Analysis)

5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ในส่วนบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย ผู้วิจัยจะแบ่งประเด็นของการนำเสนอเกี่ยวกับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยจัดเรียงตามสมมติฐานการวิจัย บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยในแต่ละส่วนมีสาระโดยสังเขปดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า "ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย"

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยในตัวแบบที่ 1 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยดังกล่าว ทั้งนี้ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Francis, Schipper และ Vincent (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ กำไรก่อนรายการพิเศษ (Earnings before Extraordinary Items) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash from Operations) กับผลตอบแทนจากการลงทุน และคุณค่าของข้อมูลหากแยกมาตรวัดการดำเนินงานแต่ละประเภทสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ผลว่าหากใช้ EBITDA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานวัดความสัมพันธ์กับสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาล สื่อสาร และพลังงานกับผลตอบแทนจากหุ้น จะให้คุณค่าของข้อมูลมากกว่าใช้ EBITDA กับอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งจากการศึกษากลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร ก็พบว่า 2 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้ EBITDA มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัยที่ 2

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์หรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์”

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยในตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยดังกล่าว ซึ่งก็สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tully (1993) ที่ได้ทำการศึกษาว่า EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานด้านการจัดการมีความสัมพันธ์สูงสุดหรือไม่กับราคาหุ้น (Stock prices) หากเทียบกับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งได้แก่ สินทรัพย์รวม ราคาตลาดของหุ้น กำไรก่อนรายการพิเศษ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผลการศึกษาพบว่า EVA มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นมากที่สุดหากเทียบกับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Leh และ Makhija (1996) ได้ทำการศึกษาว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) และมูลค่าเพิ่มของราคาหุ้นในตลาด (MVA) สามารถนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานและเป็นสัญญาณสำหรับการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์ขององค์กร โดยได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 241 บริษัท ในช่วงปี 1992, 1993, 1997 และ 1998 พบว่า วิธีวัดทั้ง 2 วิธีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Stock prices) และยังเป็นความสัมพันธ์ที่เป็นบวกมากกว่าการใช้วิธีวัดผลการดำเนินงานที่นิยมใช้กันในอดีต เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (Return on Sales หรือ ROS) และยังพบว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับกิจกรรมทางธุรกิจมาก ๆ จะมีมูลค่าเพิ่มของราคาหุ้นในตลาด (MVA) ที่สูงกว่า นอกจากนี้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) และมูลค่าเพิ่มของราคาหุ้นในตลาด (MVA) ยังมีผลต่อการวัดผลการดำเนินงานขององค์กร ในแง่ของการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเลือกใช้กลยุทธ์ขององค์กรอีกด้วย

แต่ก็มีก็มีข้อควรพิจารณาอยู่ตรงที่ความสามารถในการอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ ทั้ง EBITDA และ EVA ถึงแม้ว่า EBITDA จะสามารถอธิบายได้ดีกว่า แต่เมื่อประกอบกับร้อยละของการแสดงจำนวนของบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของ EVA ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน และ

สื่อสาร ที่แสดง EBITDA เป็นบวก ทั้ง 144 ตัวอย่าง (ร้อยละ 100) แต่ในภาพรวมของทั้งสองอุตสาหกรรมมีค่า EVA เป็นลบถึงร้อยละ 74.31 ซึ่งหมายถึง EBITDA ที่ใช้อธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น อาจไม่ได้สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งหากต้องการข้อมูลเพื่อตัดสินใจลงทุนในตลาดทุน ก็ควรพิจารณาถึงกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ด้วย เพราะสามารถบอกถึงมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่ากำไรทางบัญชี

จากการศึกษาชี้ให้เห็นว่า นอกเหนือจากตัวชี้วัดการดำเนินงานทางบัญชีที่ถูกใช้อย่างกว้างขวางในกลุ่มนักลงทุน นักวิเคราะห์ และกลุ่มผู้บริหารของกิจการต่าง ๆ การใช้ EVA เป็นเครื่องมือวัดและวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการ เพิ่มเติมจากตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี จะช่วยชี้ให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการและการสร้างมูลค่าเพิ่มกลับไปยังผู้ถือหุ้นได้ดีมากยิ่งขึ้น อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุน ควรต้องนำไปใช้เพื่อการพิจารณาตัดสินใจในด้านต่าง ๆ ควบคู่ไปกับการพิจารณาตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่เคยใช้อยู่ในปัจจุบัน

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มสื่อสาร และกลุ่มพลังงาน มิได้ครอบคลุมถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้จึงไม่สามารถอธิบายได้กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากลักษณะการนำเสนองบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน
2. รายการปรับปรุงที่ใช้ในการคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) เนื่องจากรายการปรับปรุงที่ใช้ในการคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) เพื่อคำนวณหา EVA นั้น ไม่มีการกำหนดเป็นเกณฑ์ไว้อย่างตายตัวถึงจำนวนและประเภทของรายการปรับปรุงที่ควรใช้ อีกทั้งยังมีความหลากหลายของประเภทของรายการปรับปรุงในการศึกษาและตำราต่าง ๆ ทำให้เป็นข้อจำกัดในการกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) และเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) ที่สำคัญประการหนึ่ง ทำให้การเลือกรายการปรับปรุงที่จะนำมาใช้ในการคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

(NOPAT) และเงินลงทุนที่ลงไป (Invested Capital) ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้นำไปเป็นอย่างมากและส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของ EVA ที่คำนวณได้

3. ความครบถ้วนและเพียงพอของข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงิน ข้อจำกัดในการศึกษาอีกประการหนึ่ง คือ ความครบถ้วนและเพียงพอของข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงิน ทั้งนี้ เนื่องจาก การคำนวณ EVA ให้มีความน่าเชื่อถือ และมีความถูกต้องตามที่ควรนั้น จำเป็นต้องใช้ข้อมูลที่มีความละเอียด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นข้อมูลทางบัญชีที่ใช้อยู่ภายในกิจการ นอกจากนี้ ข้อมูลบางอย่างที่ต้องใช้ในการคำนวณ EVA ไม่มีการเปิดเผยไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงิน อีกทั้ง รายการบัญชีและวิธีการบัญชีของบางบริษัท มีความซับซ้อนเกินกว่าที่จะใช้ข้อมูลที่เปิดเผยไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินมาคำนวณ EVA ได้ จึงเป็นผลให้ EVA ที่คำนวณได้นั้น บิดเบือนไปจากความเป็นจริง
4. การประมาณค่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น การใช้ CAPM เพื่อประมาณค่าต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นข้อจำกัดอีกอย่างหนึ่ง เนื่องจาก CAPM นั้นจะใช้ได้ดี ก็ต่อเมื่อตลาดทุนเป็นตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ในตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการได้

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

จากการศึกษาครั้งนี้ เป็นการแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EBITDA และ ราคาตลาดของหลักทรัพย์กับ EVA แต่เนื่องจากผลการศึกษาพบข้อสังเกตว่า มีบริษัทที่แสดง EBITDA เป็นบวก แต่เมื่อคำนวณ EVA แล้วได้ค่าเป็นลบ จำนวนมากขึ้นในช่วง 3 ปีที่ได้ทำการศึกษา ซึ่งบริษัทเหล่านี้มีความเสี่ยงที่จะทำให้นักลงทุนไม่สามารถได้รับผลตอบแทนตรงตามที่คาดหวังไว้ ดังนั้นในการศึกษาเพิ่มเติมในลำดับถัดไป ควรมีการศึกษาว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นได้มีการประเมินค่าบริษัทที่มีความเสี่ยงน้อยอย่างไร และทราบหรือไม่ว่าบริษัทเหล่านี้ล้วนมีความเสี่ยงแฝงอยู่ ในขณะที่เขาไม่ได้ใช้การคำนวณ EVA ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งการศึกษาถัดไปนั้นสามารถดูได้ว่าราคาหุ้นของบริษัทเหล่านี้มีปัจจัยร่วมใดบ้างที่มีความคล้ายคลึงกัน ซึ่งจะทำให้เป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนในอนาคตต่อไปที่จะสามารถสังเกตแนวโน้มของอัตราความเสี่ยงหลักทรัพย์ที่นักลงทุนได้ถือครองอยู่ได้

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

จรรยาบรรณ จิตบรรณพันธ์. มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มตลาด อัตราส่วนทางการบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ: การศึกษาจากประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาามหาบัณฑิต, ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.

ชูฤทัย ผลสุวรรณ. วิธีการประเมินผลการดำเนินงานขององค์กรตามแนวความคิด Economic Value Added : EVA : กรณีศึกษา : บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน). คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การเงินธุรกิจ. กรุงเทพฯ, 2548.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลสถิติประจำเดือน. 31,3 (กรกฎาคม 2548).

ธีรยุทธ วัฒนาศุภโชค. ความสัมพันธ์เชิงกลยุทธ์ระหว่าง Balance Scorecard, Key Performance Indicators (KPIs), Economic Value Added (EVA) กับการประเมินผลการปฏิบัติงาน : กรณีศึกษาคำคัญของการพัฒนามูลค่าเพิ่มขององค์กร. จุฬาลงกรณ์วิวิว. (กรกฎาคม - กันยายน 2545) : 19 - 29.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. คุณรู้จักมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added) แล้วหรือยัง?,วารสารนักบัญชี. (เม.ย. - ก.ค. 2545) :119 - 142.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ : มิติใหม่ของการสร้างมูลค่ากิจการ และการสร้างระบบตอบแทนพนักงาน. กรุงเทพมหานคร, 2548.

ภาษาอังกฤษ

Aboody, D. 'Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK', Journal of Accounting and Economics, 26(1999) : 149 - 78.

Biddle, G.C., Bowen, R.M. & Wallace, J.S. 'Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values', Journal of Accounting and Economics, 24,3(1997) : 301 - 36.

Chen, S. & Dodd, J.L. 'Economic value added (EVA): An empirical examination of a new corporate performance measure', Journal of Managerial Issues, 9,3(1997) : 318 - 33.

- Ehrbar, Al. 'Using EVA to Measure Performance and Assess Strategy', Strategy & Leadership, 27(1999).
- Francis, J., Schipper, K. and Vincent, L. 'The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns.' Contemporary Accounting Research, 20,1(Spring 2003) : 121 - 64.
- Garvey, G.T. & Milbourn, T.T. 'EVA versus earnings: Does it matter which is more highly correlated with stock returns?', Journal of Accounting Research, 38(Supplement 2000) : 209 - 45.
- Greene, W.H. Econometric Analysis, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, (1993) : 612 - 38.
- Herzberg, M.M. 'Implementing EBO/EVA analysis in stock selection', Journal of Investing, 7(Spring1998) : 45 - 53.
- Ittner, C.D., and Larcker, D.F. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-base management perspective. Journal of Accounting and Economics, 32(2001) : 349 - 410.
- Lehn, K., and A. K. Makhija., 'EVA & MVA as Performance Measures and Signals for Strategic Change.' Strategy and Leadership. (1996) : 34 - 38.
- Lipe, R. 'The information contained in the components of earnings', Journal of Accounting Research, 24(1986) : 37 - 64.
- Marshall, A. 'Principles of Economics', Vol. 1, New York: MacMillan & Co, (1890).
- McCormack, J. and Gow, D. 'EVA in the E&P industry: The case of Nuevo Energy', The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance, 13,4(2001) : 76 - 86.
- O'Byrne, S.F. EVA and its critics, Journal of Applied Corporate Finance, 12(1999) : 92 - 96.
- Ohlson, J.A. and S.H. Penman. 'Disaggregated accounting data as explanatory variables of returns', Journal of Accounting, Auditing and Finance, 7(1992) : 553 - 73.
- Prober, L.M. 'EVA: A better Financial Reporting Tool' Pennsylvania CPA Journal, 71, 3(fall 2000) : 27 - 34.

- Ramakrishnan, R.T.S and J.K. Thomas. 'Valuation of permanent, transitory and price-irrelevant components of reported earnings', Working Paper, Columbia University, USA. (1995).
- Stern Stewart & Co. 1999, WWW <<http://www.sternstewart.com/>>, Accessed February 1999.
- Stewart, G.B. The Quest for value, Harper, New York. (1991)
- Stewart, G.B. 'EVA: Fact and fantasy', Journal of Applied Corporate Finance, 7,2(1994) : 71 - 84.
- Tully, Shawn.,. 'The Real Key to Creating Wealth.' Fortune (29 September 1993) : 38-49.
- Vincent, L. 'The information content of funds from operations (FFO) for real estate investment trusts (REITs)', Journal of Accounting and Economics, 26(1999) : 69 -104.
- Worthington, Andrew and West, Tracey. 'Economic value-added: A review of the theoretical and empirical literature', Asian Reviews of Accounting, 9,1(2001) : 67 - 86.
- Worthington, Andrew and West, Tracey. 'Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added', Australian Journal of Management, 29,2(2004) : 201 - 24.
- Young S.D., 'Some reflections on accounting adjustments and economic value added'. Journal of Financial Statement Analysis, New York, (Winter 1999).
- Young, S.D., and O'Byrne, S.F. 'EVA The Value Base Management, New York: McGraw-Hill. (2001).

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวณัฐกานต์ กิ่งวงศ์บัณฑิต เกิดวันที่ 25 กันยายน พ.ศ. 2524 จังหวัด กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับประกาศนียบัตรวิชาชีพ (ปวช.) สาขาการบัญชี สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร สำเร็จการศึกษาระดับประกาศนียบัตรวิชาชีพชั้นสูง (ปวส.) สาขาการบัญชี สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี คณะบริหารธุรกิจ สาขาการบัญชี-ต้นทุน เกียรตินิยมอันดับ 2 สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร และเข้าศึกษาต่อในระดับปริญญาโท บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชีบริหาร คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย