

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี
และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย



นางสาวจรรยาธรรม จิตวรพันธ์

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

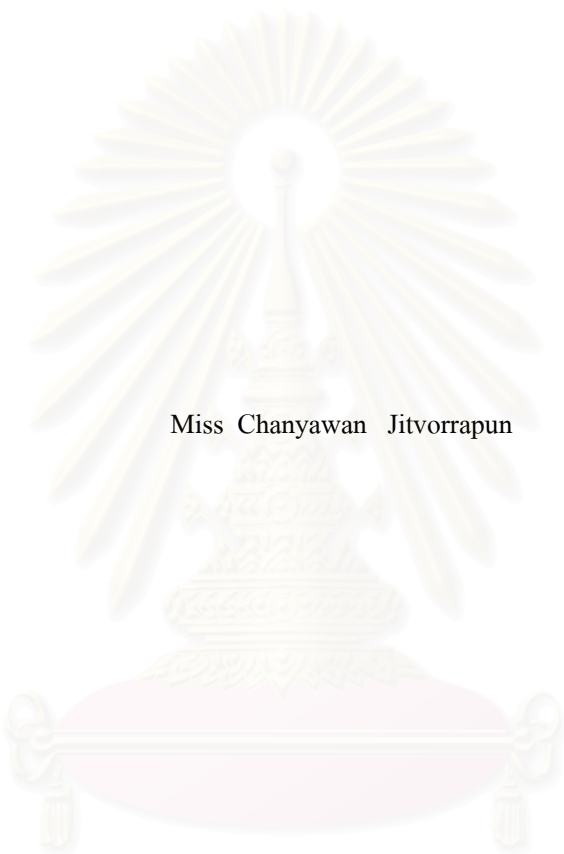
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2546

ISBN 974-171-631-1

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ECONOMIC VALUE ADDED, MARKET VALUE ADDED, ACCOUNTING RATIOS
AND STOCK RETURNS : EVIDENCE FROM THAILAND



Miss Chanyawan Jitvorrapun

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2003

ISBN 974-171-631-1

หัวข้อวิทยานิพนธ์ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี
และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย
โดย นางสาวจรรยาพรรณ จิตวรพันธ์
สาขาวิชา การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ถิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยานิพนธ์
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ถิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พรอนงค์ บุษราตระกูล)

สภาบัณฑิตศึกษาศึกษา
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จรรยาบรรณ จิตวรพันธ์ : มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย (ECONOMIC VALUE ADDED, MARKET VALUE ADDED, ACCOUNTING RATIOS AND STOCK RETURNS : EVIDENCE FROM THAILAND) อ.ที่ปรึกษา : ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์, 94 หน้า. ISBN 974-171-631-1.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 – พ.ศ. 2544 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย และศึกษาการเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้แนวคิดของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ได้มากกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่ม โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันได้มากที่สุด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตสูงสุด เมื่อแยกทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมก็พบว่าผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกันกับการทดสอบข้างต้น ยกเว้นแต่มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณได้จากกลุ่มพลังงาน และกลุ่มพาณิชย์ และมูลค่าตลาดเพิ่มจากกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ

สุดท้ายผลการศึกษาการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน พบว่า กลยุทธ์ที่สร้างจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าการใช้กลยุทธ์สร้างมูลค่า โดยที่กลยุทธ์สร้างมูลค่าที่แบ่งตามกำไรสุทธิต่อราคาตลาดของหุ้นให้อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุด ผลการศึกษาทั้งหมดสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนในประเทศไทยอาจไม่ได้ให้ความสนใจกับมาตรวัดที่นำความมั่งคั่งไปสู่ผู้ถือหุ้น ซึ่งได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มมากกว่าอัตราส่วนทางบัญชี

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

สาขาวิชา การเงิน

ปีการศึกษา 2546

ลายมือชื่อนิสิต.....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

4482189026 : MAJOR FINANCE

KEY WORD : ECONOMIC VALUE ADDED / MARKET VALUE ADDED / ACCOUNTING RATIOS / STOCK RETURNS

CHANYAWAN JITVORRAPUN : ECONOMIC VALUE ADDED, MARKET VALUE ADDED, ACCOUNTING RATIOS AND STOCK RETURNS : EVIDENCE FROM THAILAND.

THESIS ADVISOR : ASST. PROF. SUNTI TIRAPAT, Ph.D., 94 pp. ISBN 974-171-631-1.

This thesis uses data of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) from 1999 to 2001 to study the relation between stock returns and Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE) and Return on Sale (ROS). In addition, the study also compares stock returns of portfolios based on EVA and MVA theory with portfolios based on a growth strategy, a value strategy, and a dividend yield strategy.

The results of study, examining the correlation between stock returns and EVA, MVA, ROA, ROE and ROS of all companies, show that ROE can provide a better explanation for stock returns than EVA and MVA. ROA shows the most significant negative relation with expected stock returns. When examining industrial sectors, the same results are shown in almost every sector. Three exceptions are: EVA calculated from the energy and commercial sectors and MVA from property development sectors. For these sectors, EVA and MVA have significantly higher correlations with stock returns than the accounting ratios.

Lastly, the study shows that the EVA and MVA strategies give lower stock returns than the value strategy. Portfolios used for the value strategy are formed by selecting stocks with high earning per price ratios. These portfolios have the highest risk adjusted return. All of the results imply investors in Thailand are more concerned with accounting ratios than wealth creation measures like EVA and MVA.

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2003

Student's signature.....

Advisor's signature.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความช่วยเหลืออย่างดียิ่งของ ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่าง ๆ ในการวิจัยมาด้วยดี ตลอดจนแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งขอขอบพระคุณ ผศ. ดร. วิรัช อภิเมธีธารง ที่ได้สละเวลามาเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ ผศ. ดร. พรอนงค์ บุษราตระกูล กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำเพิ่มเติมอันเป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณ คุณพ่อและคุณแม่ ที่ได้ให้การสนับสนุนในทุก ๆ อย่าง คอยอยู่เคียงข้างและเป็นกำลังใจอย่างดียิ่ง จนทำให้ผู้เขียนสามารถทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี และขอขอบคุณ เพื่อน ๆ ในหลักสูตร ที่ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ประโยชน์อันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ขอมอบแด่ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่าน ที่ได้ให้ความรู้แก่ผู้เขียน ส่วนข้อผิดพลาดในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

จรรยวรรณ จิตวรพันธ์

กันยายน 2546

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อ ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิจกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.4 ข้อยกเว้นของการวิจัย.....	5
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์.....	6
2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าตลาดเพิ่ม.....	7
2.3 เอกสารและงานวิจัยเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่ม.....	8
2.3.1 งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้น ได้รับกับมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์.....	8
2.3.2 งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวกับการใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เป็นพื้นฐาน ในการวัดและจัดรูปแบบการดำเนินงานของบริษัท.....	14
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	19
3.1 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	19
3.2 วิธีดำเนินการวิจัย.....	19
3.2.1 การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์.....	19
3.2.2 การปรับปรุงตัวเลขจากหลักการบัญชีรับรองทั่วไป.....	20

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3.2.3	วิธีปรับปรุงทางบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับ ผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์.....21
3.2.4	ค่าของทุนของบริษัท (Weighted average cost of capital : WACC).....22
3.2.5	การคำนวณต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่ง.....23
3.2.6	การคำนวณมูลค่าตลาดเพิ่ม.....26
3.2.7	เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....27
4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....33
4.1	การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วน กำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย.....33
4.1.1	ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่ใช้ทดสอบ.....33
4.1.2	ผลของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient).....45
4.1.3	การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression analysis).....47
4.1.4	ผลสรุปค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ของ บริษัทกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิ ต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอัตราส่วนกำไร สุทธิต่อยอดขาย.....61
4.2	ลักษณะของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างโดยใช้กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ต่อหุ้น กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่มต่อหุ้น กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงสุด.....63
5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....67
5.1	สรุปผลการวิจัย.....67
5.2	ข้อเสนอแนะ.....69
	รายการอ้างอิง.....71
	ภาคผนวก.....74
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....94

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
4.1 ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรา ส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายแยกเป็นรายอุตสาหกรรม.....	35
4.2 ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ของบริษัท อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรา ส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายรวมทุกบริษัท.....	44
4.3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ของทุกบริษัทจดทะเบียน โดยวิธี Pearson Correlation Coefficient.....	46
4.4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ของกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 6 กลุ่ม โดยวิธี Pearson Correlation Coefficient.....	48
4.5 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของ ผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายของทุกบริษัท โดยใช้สมการถดถอย แบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression).....	51
4.6 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือ หุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายแยกเป็น กลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบ ภาคตัดขวาง (Cross sectional regression).....	54
4.7 ผลสรุปค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิ ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายเป็นจำนวนบริษัท.....	62

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
4.8 อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างจาก มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่ม กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล.....	64
4.9 อัตราผลตอบแทนที่ถูกรับด้วยค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ ที่สร้างจากมูลค่าเพิ่มทาง เศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล.....	66
ผ.1 รายละเอียดรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	75
ผ.2 ผลสรุปมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มของบริษัทจดทะเบียน.....	78
ผ.3 ผลสรุปต้นทุนของหนี้ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นและค่าของทุนของบริษัทจดทะเบียน.....	82
ผ.4 ค่าของทุนของผู้ถือหุ้นนี้ตามกลุ่มความเสี่ยง.....	86
ผ.5 วิธีการคำนวณต้นทุนของผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพ.....	88
ผ.6 รายละเอียดค่าของทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น.....	91
ผ.7 จำนวนบริษัทที่ปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับ ผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์.....	92

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การพิจารณาความสำเร็จในการบริหารธุรกิจย่อมต้องการเกณฑ์วัดผลการดำเนินงานที่สะท้อนความสามารถของผู้บริหารได้อย่างแท้จริง มาตรการวัดการบริหารที่ใช้กันมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน คือ การวัดผลกำไรและฐานะของกิจการทางบัญชี ซึ่งการวัดผลทางบัญชียุคนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายบัญชีและมาตรฐานการบัญชีของแต่ละกิจการใช้ ในปัจจุบันพบว่าประเทศต่าง ๆ ในโลกไม่ได้ใช้มาตรฐานการบัญชีเดียวกัน เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาใช้มาตรฐานการบัญชีของสหรัฐ (General Accounting Acceptance Principle: GAAP) ขณะที่ประเทศส่วนใหญ่ในยุโรปใช้มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standard : IAS) และสำหรับประเทศไทยนั้นใช้อ้างอิงจาก IAS ดังนั้นจึงทำให้บริษัทเดียวกันแต่อยู่ในประเทศที่แตกต่างกันก็อาจมีผลการดำเนินงานที่ตรงกันข้ามกันได้ อย่างไรก็ตามในปัจจุบันเกณฑ์วัดผลทางบัญชีถูกลดความสำคัญลงกว่าในอดีต เนื่องจากพบว่ามิชข้อ้อยหลายประการ คือ ผลกำไรที่แสดงในงบการเงินไม่ได้สะท้อนภาพสภาพคล่องของธุรกิจอย่างแท้จริง เพราะการจัดทำงบกำไรขาดทุนของบริษัทนักบัญชีต้องอาศัยข้อมูลจากรายการค่าที่บันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้างหรือเกณฑ์สิทธิ (Accrual Basis) ดังนั้นตัวเลขผลกำไรในงบกำไรขาดทุนจึงเป็นเพียงผลกำไรที่กิจการทำได้และมีสิทธิจะได้รับ แต่ไม่ได้แสดงว่าจะได้รับเมื่อไรและครบถ้วนหรือไม่ อีกทั้งมาตรฐานการบัญชีก็ยังมีช่องโหว่ให้สามารถตกแต่งตัวเลขได้ และที่สำคัญก็คือเกณฑ์วัดผลทางบัญชีได้มองข้ามการพิจารณาถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท

สิ่งที่เกิดขึ้นในอดีตผู้จัดการมักจะสนใจทางด้านส่วนแบ่งของตลาด (Market share) รายได้ (Revenue) กำไรขั้นต้น (Gross profit) การเติบโตของกำไร (Net income growth) อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิ (Price per earning) ซึ่งบ่อยครั้งทำให้ผู้จัดการลงทุนในธุรกิจที่มีความน่าดึงดูดใจแต่แท้ที่จริงกลับเป็นการทำลายมูลค่าของบริษัท เนื่องจากการพิจารณาเฉพาะตัวเลขจากงบกำไรขาดทุน ดังเช่น กำไรสุทธิ และกำไรขั้นต้นซึ่งมักจะเป็นแนวทางที่ทำให้เกิดการผลิตที่มากเกินไป (Over production) หรือการลงทุนที่มากเกินไป (Over investment) ด้วยเหตุที่มองข้ามต้นทุนเงินลงทุนที่แท้จริงของบริษัทไปนั่นเอง ซึ่งในความเป็นจริงแล้วแต่ละหน่วยธุรกิจต่างมีต้นทุนของเงินลงทุนที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้จัดการจึงควรให้ความสนใจต้นทุนเงินทุน (Capital cost) ของบริษัท นอกเหนือจากการคำนึงถึงเพียงต้นทุนในการดำเนินงาน (Operating cost) ใน

แบบเดิม เช่น ค่าแรงงาน ค่าวัตถุดิบ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร แต่อย่างไรก็ตามภายใต้ความ สับสนว่าจะใช้แนวคิดไหนเพื่อบรรลุการสร้างมูลค่าแก่กิจการ การตัดสินใจเพื่อเพิ่มมูลค่าที่แท้จริง ต่อหุ้นจึงน่าจะเป็นทางเลือกที่ควรคำนึงถึง และเพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์หลักของบริษัท เพื่อสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นสูงสุด ได้เกิดแนวคิดในการบริหารธุรกิจที่สร้างความมั่งคั่งให้กับ ผู้ถือหุ้นเป็นหลัก หรือที่เรียกว่า Value Based Management (VBM) ซึ่งคิดค้น โดย Louis Kelso และ Mortimer Adler

ในประเทศสหรัฐอเมริกาช่วง 1980s เป็นยุคที่บริษัทต่าง ๆ ตระหนักถึงผู้ถือหุ้นมากอย่างที่ไม่เคยเป็นมาก่อนและการเปลี่ยนแปลงได้กระจายไปสู่ยุโรป ละตินอเมริกา และเอเชียในที่สุด ซึ่งเป็นสิ่งที่ทำให้ผู้บริหารของบริษัทจำเป็นต้องทบทวนบทบาทหน้าที่ ที่มีต่อตนเองและต่อองค์กรใน รูปของการสร้างมูลค่า (Value creation) ให้แก่องค์กรทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในธุรกิจ (ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ ลูกค้า และพนักงาน) ตระหนักถึงเกณฑ์วัดผลการดำเนินงานที่สามารถวัดและสะท้อน ความเป็นจริงของสถานะทางเศรษฐกิจที่เป็นอยู่ของบริษัท อีกทั้งทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้ ถึงมูลค่าหุ้นเชิงเศรษฐกิจที่แท้จริงที่ตนเองถืออยู่ จึงเกิดมาตรวัดผลกำไรที่สะท้อนถึงสถานะทาง เศรษฐกิจมากขึ้น เรียกว่า Economic Profit หรือ กำไรทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเป็นการให้ความสำคัญ กับการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic value added: EVA)

EVA เป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ถูกนำไปใช้เป็นมาตรวัดด้านการเงินใน VBM และสามารถเป็นกลยุทธ์หลักเพื่อที่จะเชื่อมโยงแต่ละหน่วยงานภายในองค์กร โดยผู้จัดการที่นำไป ใช้จะต้องพยายามพัฒนามูลค่าในอนาคตของ EVA แต่ละปีให้สูงที่สุด และการจัดสรรเงินทุนอย่าง เหมาะสมจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งกับการใช้ EVA เนื่องจากเมื่อนำ EVA มาเชื่อมโยงกับระบบการ จ่ายผลตอบแทน (incentive pay) ของบริษัทจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้จัดการในการสร้างมูลค่า เพิ่มของการลงทุน จุดเด่นของ EVA คือ สามารถส่งผ่านไปยังฝ่ายดำเนินการและแผนกต่าง ๆ ดังนั้นงบประมาณของฝ่ายดำเนินการจะสัมพันธ์โดยตรงกับความต้องการจากตลาดหุ้น EVA เป็น เครื่องมือที่ใช้ในการสื่อสารได้อย่างมีประสิทธิภาพ เป็นทั้งแนวคิดในการสร้างมูลค่าที่สามารถทำ ความเข้าใจกับผู้จัดการเพื่อพัฒนาการดำเนินงานภายในองค์กรและสะท้อนไปยังตลาดหุ้นซึ่งเป็น ปัจจัยภายนอก

อย่างไรก็ตามจากเป้าหมายของการดำเนินธุรกิจคือการทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด จึงได้มีการพัฒนาเทคนิคใหม่เพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายดังกล่าวมากขึ้น เทคนิคดังกล่าวคือ EVA และทำให้เกิดแนวความคิดที่เปลี่ยนไปโดยจากเดิมที่มุ่งเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัท

(Market value) กลายมาเป็นการเพิ่มมูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA) ของบริษัทแทน

MVA ถือเป็นการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทจากภายนอก ซึ่งให้ที่ผลลัพธ์ชัดเจนกว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (การเปลี่ยนแปลงจากราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท รวมกับเงินปันผลที่ได้รับภายในช่วงเวลานั้น) เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดของหุ้นสามัญสามารถบอกได้แต่เพียงว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูงนั้นดีกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ต่ำกว่า แต่ผลลัพธ์ดังกล่าวไม่ได้พิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ได้มานั้นแต่ละบริษัทต่างก็มีต้นทุนของเงินทุนเพื่อการค้าซึ่งอัตราผลตอบแทนดังกล่าวที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงควรพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับตามความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ซึ่งก็หมายถึง ต้นทุนเงินทุนของบริษัท จึงจะถือว่าเป็นการสร้าง ความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น โดยความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจะเป็นความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจากตลาดทุน (มูลค่าตลาดของบริษัท) กับเงินทุนที่นักลงทุนได้ให้กับบริษัท ซึ่งก็คือ MVA นั่นเอง ดังนั้นการพิจารณาว่ามาตรวัดตัวใดที่จะสอดคล้องกับแนวคิดของการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท และมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนสำหรับผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริงจึงเป็นสิ่งจำเป็น

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ต้องการที่จะศึกษาถึงประสิทธิภาพของมาตรวัดผลการดำเนินงานที่มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นสูงสุด นั่นก็คือ EVA และ MVA โดยให้ความสนใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน และผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต กับ EVA และ MVA เพื่อศึกษาความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญจากมาตรวัดทั้ง 2 โดยเปรียบเทียบกับอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานที่ใช้ตัวเลขทางบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Return on asset: ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on sale: ROS) ซึ่งการทดสอบจะทดสอบรวมทุกบริษัททั้งหมดที่อยู่ภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแยกทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อพิจารณาความเหมาะสมของการใช้ EVA และ MVA ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม และสุดท้ายศึกษาการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งโดยใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA เป็นเกณฑ์ กลยุทธ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งโดยใช้มูลค่าตลาดเพิ่ม หรือ MVA เป็นเกณฑ์ กลยุทธ์เพื่อการเติบโต (Growth strategy) กลยุทธ์สร้างมูลค่า (Value strategy) กลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend yield) และใช้อัตราผลตอบแทนของ SET 50 INDEX เป็นกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน (Benchmark portfolio) โดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะศึกษาการถือครองกลุ่มหลักทรัพย์

ภายใต้การพิจารณาจากแนวคิดของ EVA และ MVA เมื่อเปรียบเทียบกับทางเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ โดยใช้กลยุทธ์ในแบบเดิมแล้ว กลยุทธ์ใดจะสามารถให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่สูงกว่ากัน พร้อมทั้งวัดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน และผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต กับ EVA MVA และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

2. ศึกษาว่า กลยุทธ์การเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ โดยใช้ EVA และ MVA เป็นเกณฑ์จะสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากลยุทธ์การเลือกกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้วิธีอื่นๆ ซึ่งได้แก่ กลยุทธ์เพื่อการเติบโต (Growth strategy) กลยุทธ์สร้างมูลค่า (Value strategy) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend yield)

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ คือ ส่วนแรกจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน และผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย และส่วนที่สองจะศึกษาการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ ภายใต้แนวคิดของ EVA และ MVA เปรียบเทียบกับกลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงสุด ว่ากลยุทธ์ใดจะสามารถให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้สูงที่สุดกว่ากัน โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบและข้อบังคับที่เหมือนกัน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 - 2544 รวม 3 ปี ของทุกบริษัทจดทะเบียน ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco)

1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544 รวม 3 ปี ของทุกบริษัทจดทะเบียน ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) ยกเว้น บริษัทที่ไม่ได้ปิดงบการเงิน ณ สิ้นปี (อ้างอิงข้อมูลจาก I-Sim ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) บริษัทที่มีต้นทุนในส่วนของเจ้าของที่ติดลบ จำนวน 4 บริษัท บริษัทที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ภายในช่วงจำนวน 15 บริษัท และบริษัทที่ออกหุ้นกู้แปลงสภาพภายในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาจำนวน 6 บริษัท รวมทั้งหมด 203 บริษัท

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ของ EVA และ MVA ที่มีต่อผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ
2. เพื่อเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนที่สามารถนำแนวคิด EVA และ MVA ไปใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจในการลงทุนต่อไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

Young และ O'Byrne (2001) กล่าวว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic value added: EVA) เป็นการวัดผลกำไรที่แท้จริง สิ่งนี้นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า กำไรที่ยังเหลืออยู่ (residual income) เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากมาตรวัดชนิดอื่น เนื่องจากได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ Young และ O'Byrne เชื่อว่า EVA ให้ผลที่มากกว่ามาตรผลการดำเนินงาน เนื่องจากการรวมแนวคิดของการจัดการทางการเงินที่สมบูรณ์ และสามารถใช้อัตราผลตอบแทนแก่พนักงาน (Compensation plan) ซึ่งจะทำให้พนักงานในฐานะผู้ปฏิบัติงานขององค์กรได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสมและคุ้มค่ากับการทุ่มเทเพื่อองค์กร อีกทั้งเป็นส่วนสำคัญของระบบธรรมาภิบาล (Corporate governance) นอกจากนั้นยังเป็นการพัฒนารูปแบบการทำงานของทุกคนภายในองค์กร เพื่อสร้างความสำเร็จและนำความมั่งคั่งไปสู่ผู้ถือหุ้น ลูกค้า และพนักงาน ตลอดจนทุกฝ่ายที่มีส่วนได้ส่วนเสียในองค์กรนั้น

EVA ทำหน้าที่เป็นหัวใจสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์เพื่อเชื่อมโยงแต่ละหน่วยงานภายในองค์กร เป็นแนวทางของทุกการตัดสินใจจากงบประมาณดำเนินงานประจำปีไปสู่การลงทุนในงบจ่ายลงทุน (Capital budgeting) การวางแผนกลยุทธ์ (Strategic planning) การควบรวมกิจการ (Acquisition) และการขายสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Divestitures) โดยผู้จัดการที่นำแนวคิดของ EVA ไปใช้จะต้องพยายามพัฒนามูลค่าของ EVA ในปัจจุบันและอนาคตให้สูงที่สุดภายใต้การจัดสรรเงินทุนอย่างเหมาะสม ซึ่งจะถือเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการนำ EVA มาใช้ เมื่อนำ EVA ไปเชื่อมโยงกับผลตอบแทนที่ฝ่ายบริหารจะได้รับ EVA จะเป็นสิ่งจูงใจให้ฝ่ายบริหารเลือกลงทุนในโครงการลงทุนที่จะก่อให้เกิดมูลค่ากลับมายังองค์กรอย่างแท้จริง โดยแนวคิดของ EVA ส่วนใหญ่ที่นำมาใช้จะมุ่งเน้นไปที่การนำ EVA มาผูกกับผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร จุดเด่นของ EVA ประการหนึ่งคือ เป้าหมายขององค์กรจะสามารถกระจายสู่ส่วนงานและแผนกต่าง ๆ ในองค์กร (ในบางครั้งไปในรูปของตัวผลิตภัณฑ์ EVA แทนที่จะเป็น EVA โดยตัวของมันตามลำพัง) ด้วยวิธีการเช่นนี้งบประมาณดำเนินงานขององค์กรจะสัมพันธ์โดยตรงกับความต้องการจากตลาด

Grant (1996) กล่าวว่า EVA เป็นเครื่องมือสื่อสารเพื่อการลงทุน โดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ใช้เป็นตัวชี้ว่าบริษัทสร้างความมั่งคั่งที่แท้จริงแก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ จะเห็นจากบริษัทที่มี EVA เป็นบวก ราคาหุ้นของบริษัทก็จะสูงขึ้น ซึ่งถือว่าเป็นการเพิ่มขึ้นของกำไรจากเงินทุนทั้งหมดของบริษัท ส่งผลให้มูลค่าทางตลาดของกิจการเพิ่ม (Market value of firm) และนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของมูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA) ในทางตรงกันข้าม ราคาหุ้นของบริษัทจะตกเนื่องมาจาก EVA นั้นมีค่าติดลบ แสดงว่า EVA นั้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัทซึ่งเท่ากับเป็นการทำลายความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

การเพิ่มขึ้นของ EVA นำไปสู่การเพิ่มของราคาหุ้นซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์เพิ่มขึ้น ส่วนทางด้านเจ้าหนี้ก็จะได้รับ Capital gain ผ่านการเพิ่มขึ้นของความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ของหุ้นกู้ ซึ่งจะทำให้นักลงทุนสามารถมองเห็นแนวโน้มของการลงทุนได้ ยิ่งไปกว่านั้นแนวคิดของ EVA ยังเสนอการประเมินมูลค่าที่สามารถเข้าใจได้อย่างชัดเจนสำหรับผู้จัดการกองทุน (Fund manager) เพื่อเป็นแนวทางในการออกแบบกลยุทธ์เพื่อการลงทุน โดย Grant กล่าวว่า ผู้จัดการกองทุนสามารถใช้แนวคิดของ EVA ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ซึ่งจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์อื่นภายใต้ความเสี่ยงที่เท่ากัน

2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าตลาดเพิ่ม

Stern Stewart ได้เสนอเครื่องมือที่ให้การประเมินถึงความสามารถของบริษัทในการสร้างมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้นภายใต้แนวคิดที่ว่า การสร้างมูลค่าจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทมีมูลค่าตลาดรวมสูงกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัท เรียกแนวคิดนี้ว่า มูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA)

Makelainen (1998) กล่าวว่า MVA คือมูลค่าตลาดรวมของบริษัทลบด้วยมูลค่าบัญชีของต้นทุนเงินทุนบริษัท แต่ไม่ใช่มูลค่าทางบัญชีตามการวัดผลทางบัญชี เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีรับรองทั่วไป (General Acceptance Accounting Principle: GAAP) นั้นมีแนวโน้มที่จะประมาณต้นทุนเงินทุนของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง Makelainen เชื่อว่าในบางครั้ง GAAP อาจทำให้เกิดความไม่เหมาะสมขึ้น เช่นการตัดจ่ายค่าวิจัยและพัฒนา (Research and Development: R&D) เป็นค่าใช้จ่ายเลยในปีนั้น ซึ่งจากแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ กล่าวว่า เงินไหลออกจากบริษัทที่ถูกคาดหวังเพื่อจะสร้างผลกำไรในอนาคต เช่น R&D ควรจะพิจารณานำเข้าไปรวมกับเงินลงทุนของบริษัทมากกว่าเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในปีนั้น และค่อยทำการตัดจ่ายเมื่อระยะเวลาผ่านไป

AI (1998) กล่าวว่า MVA ถือเป็นมาตรวัดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว (Risk adjusted) สามารถใช้เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทภายในอุตสาหกรรมที่แตกต่างหรือในประเทศที่ต่างกัน เนื่องจากได้พิจารณาถึงต้นทุนเงินทุนของแต่ละบริษัทเรียบร้อยแล้ว และถ้าพิจารณาบริษัทในลักษณะของการรวมโครงการลงทุนทุกโครงการภายในบริษัท MVA คือการประมาณจากตลาดทุนสำหรับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของทุกโครงการที่เกิดขึ้นและนักลงทุนคาดหวังว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต

นอกจากนั้น AI เชื่อว่า การเปลี่ยนแปลงของ MVA ระหว่างเวลา เช่น สำหรับ 1 ปี หรือ 5 ปี จะแสดงผลที่ชัดเจนสำหรับการวิเคราะห์มากกว่าการมอง MVA เพียง ณ จุดใดจุดหนึ่ง โดยการเปลี่ยนแปลงของ MVA นั้นมีได้หลายสาเหตุ เช่น การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหรือลดลง สำหรับความสัมพันธ์ระหว่าง MVA และ EVA นั้นคือ MVA เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของ EVA ในอนาคต (เท่ากับว่า MVA ณ ปัจจุบันจะเป็นผลมาจากการคาดหมายของ EVA ในอนาคตนั่นเอง) ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัท กับ MVA และ EVA คือมูลค่าตลาดของบริษัทจะเท่ากับ ผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุนตั้งแต่แรกของบริษัท กับมูลค่าปัจจุบันของ EVA ในอนาคต ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่ามูลค่าตลาดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ทั้งกับ EVA และ MVA

2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่ม

การศึกษาในอดีตจำนวนมากได้ศึกษาถึงแนวคิดของ EVA และ MVA ในฐานะเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานทางการเงินที่สามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น ทั้งในแง่ของการนำ EVA ไปเปรียบเทียบกับมาตรวัดทางบัญชีเพื่อดูความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหุ้น การใช้ EVA เป็นมาตรวัดเพื่อเชื่อมโยงกับผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร (Compensation plan) และการเปลี่ยนแปลงของบริษัทหลังจากนำแนวคิด EVA ไปใช้เป็นมาตรวัดภายในบริษัท ฯลฯ ดังนั้นจึงสรุปผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับทั้ง EVA และ MVA ไว้ดังนี้

2.3.1 งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับกับมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์

Grant (1996) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง MVA ซึ่งในที่นี้ถือว่าเป็นมาตรวัดที่ใช้ประเมินมูลค่าของบริษัทกับ EVA โดยถือว่า EVA เป็นมาตรวัดที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถ

ใช้บอกได้ว่าบริษัทได้สร้างความมั่งคั่งที่แท้จริงแก่ผู้ถือหุ้น ใช้ข้อมูลจาก Stern Stewart & Co. ของบริษัทขนาดใหญ่ (large capitalization) ในสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,000 บริษัท ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง MVA กับ EVA การทดสอบแสดงให้เห็นว่าความมั่งคั่งของบริษัทจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทสามารถสร้างกำไรที่เหลืออยู่ (Residual income) ให้มีค่าเป็นบวก หรือนั่นก็คือ บริษัทมีผลตอบแทนจากการลงทุนหลังภาษี (After tax return on invested capital) สูงกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัท ผลการศึกษายังสนับสนุนว่าการเพิ่มของผลตอบแทนที่ได้จากเงินทุนของบริษัทมีอิทธิพลต่อการเพิ่มของ MVA อย่างมากเช่นกัน ดังนั้นจึงเป็นไปได้ที่บริษัทที่ดีจะมีมูลค่าหุ้นสูงสุด เนื่องจากผลตอบแทนที่ได้จากเงินลงทุนสูงกว่าต้นทุนของบริษัท นอกจากนี้ Grant ยังพบว่าค่าของทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับ MVA แสดงว่า เมื่อบริษัทได้รับผลตอบแทนสูงย่อมต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นด้วย

ต่อมา Grant แยกทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง MVA กับ EVA โดยเลือกเฉพาะบริษัทที่มีค่า EVA สูงสุด 50 บริษัทแรก พบว่า 30 บริษัท ที่มี EVA สูงและมีค่าเป็นบวก จะมี MVA ที่สูงและมีค่าเป็นบวกเช่นกัน เขาจึงสรุปว่า การประกาศ EVA ที่เป็นบวกของบริษัท จะแสดงถึงข่าวดีของบริษัทและจะนำไปสู่กำไรจากราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลง (Capital gain) ซึ่งผลดังกล่าวเกิดจากตลาดได้รับรู้ถึงการเพิ่มของกำไรจากเงินทุนทั้งหมดของบริษัท จนนำไปสู่การเพิ่มของมูลค่าตลาดเพิ่มต่อไป ส่วนบริษัทที่มี EVA ติดลบ แต่มีค่า MVA ที่เป็นบวก แสดงว่าตลาดเห็นโอกาสที่บริษัทจะสามารถเติบโตได้ในอนาคต จึงให้ Premium กับราคาหุ้นที่สูงในปัจจุบัน แต่สำหรับการทดสอบบริษัท 50 บริษัทที่มีการทำลายมูลค่า เนื่องจากมีค่า EVA และ MVA ติดลบทั้งคู่ Grant กล่าวว่าบริษัทที่ให้ EVA เป็นลบในปัจจุบันจะส่งผลต่อข้อมูลของบริษัทในอนาคตที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องมาจากนักลงทุนได้รับรู้ถึงมูลค่าของ Residual return ที่ต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัทแล้ว โดยผลดังกล่าวพบ Adjust R² ที่ต่ำ (2.78%) ซึ่งแสดงว่านักลงทุนมักพอใจกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทมากกว่าที่จะถูกทำลายมูลค่า

Lebn และ Makhija (1997) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับ EVA และ MVA สำหรับบริษัทที่นำ EVA และ MVA ไปใช้เป็นมาตรวัดเพื่อกำหนดกลยุทธ์ภายในบริษัท โดยใช้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญเป็นตัววัดผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น พบสหสัมพันธ์ที่สูงระหว่างผลตอบแทนหุ้น กับ EVA และ MVA โดยวัดในรูปของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) มีค่าเท่ากับ 59% และ 58% ตามลำดับ ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย จะแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ต่ำกว่าการศึกษา

ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของ EVA มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากหุ้นสามัญมากกว่ามาตรวัดทางการบัญชี ต่อจากนั้น Lebn และ Makhija ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการออกจางานของ CEO (Chief executive officer) กับ EVA และ MVA เพื่อค้นหาว่ามาตรวัดผลการดำเนินงานตัวใดมีความสัมพันธ์กับการออกจางานของ CEO มากที่สุด เปรียบเทียบกับ ROA ROE และ ROS ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามระหว่างการออกจางานของ CEO กับ EVA และ MVA ซึ่ง Lebn และ Makhija กล่าวว่าบริษัทที่มีค่า EVA และ MVA ที่สูงจะพบจำนวนครั้งของการออกจางานของ CEO ที่ต่ำ (สาเหตุของการออกจางานของ CEO ไม่ได้เกี่ยวข้องกับปัญหาสุขภาพ การตาย หรือเกษียณอายุตามอายุงานของ CEO) แต่สำหรับความสัมพันธ์ของการออกจางานของ CEO กับ ROA ROE และ ROS ยังให้ผลลัพธ์ที่ไม่ชัดเจน เมื่อเปรียบเทียบกับ EVA Lebn และ Makhija จึงสรุปว่า EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพซึ่งสามารถวัดคุณภาพของการตัดสินใจใช้กลยุทธ์ภายในบริษัท โดยคุณภาพดังกล่าวจะถูกสะท้อนมาในรูปของผลตอบแทนจากหุ้นรวมไปถึงการออกจางานของผู้บริหารอีกด้วย

Biddle, Bowen และ Wallace (1997) ทำการศึกษาโดยต้องการทดสอบเพื่อยืนยันว่า EVA มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัทมากกว่าผลกำไรทางบัญชีหรือไม่ รวมทั้งต้องการศึกษาว่าองค์ประกอบใดของ EVA ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัทมากกว่ากัน ใช้ข้อมูลจาก Stern Stewart & Co. ในระหว่างปี 1984-1993 ซึ่งจากผลการศึกษาสรุปได้ว่า EVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้เหนือกว่ามาตรวัดทางการบัญชีในแบบเดิม โดยความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นกับกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษนั้นมากกว่า EVA โดยเฉพาะ และจากส่วนประกอบของ EVA ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการค้างจ่าย ต้นทุนเงินทุนและส่วนปรับปรุง พบว่าต้นทุนเงินทุนและส่วนปรับปรุงบัญชี ซึ่งเป็นส่วนประกอบของ EVA ที่นอกเหนือจากกำไรทางบัญชีในแบบเดิม แม้จะให้ข้อมูลส่วนเพิ่มเพื่ออธิบายผลตอบแทนหุ้น แต่ก็ไม่เพียงพอที่จะทำให้ EVA สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างชัดเจนเมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการค้างจ่ายซึ่งให้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนกว่า โดย Biddle, Bowen และ Wallace สรุปว่า EVA นั้นสามารถอธิบายได้เพียงข้อมูลในเบื้องต้น แต่กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษนั้นสามารถอธิบายได้ทั้งข้อมูลส่วนเพิ่มเติม (Incremental information) และข้อมูลในลักษณะเปรียบเทียบ (Relative information) และแสดงความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ EVA Residual income กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และแม้ว่า EVA จะเป็นเครื่องมือวัดที่มีประสิทธิภาพสำหรับใช้ตัดสินใจภายในและใช้สำหรับแผนสร้างแรงจูงใจแต่ EVA ก็ไม่สามารถใช้แทน

กำไรทางบัญชีในส่วนที่สัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหุ้นในตลาด บนพื้นฐานของข้อมูลจากบริษัทที่สุ่มขึ้นมาทดสอบ

Bacidore, Boquist, Milbourn และ Thakor (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return) กับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเชื่อว่ามาตรวัดที่ดีย่อมจะต้องมีความสัมพันธ์อย่างสูงกับผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และได้เสนอแนวคิดใหม่ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่สามารถสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นนอกเหนือจาก EVA นั่นก็คือ REVA¹ REVA เป็นเครื่องมือวัดการดำเนินงานสำหรับสร้างมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้น โดยเชื่อว่าตามทฤษฎีแล้วให้ผลลัพธ์ที่มากกว่าการเป็นเครื่องมือประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท เขาจึงทำการทดสอบโดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Abnormal return กับ REVA และ EVA พบว่าความสามารถในการทำนาย Abnormal return ของ REVA มีมากกว่า EVA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยบริษัทที่มีค่า REVA สูงสุดนั้น ให้ผลตอบแทนของหุ้น สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยบริษัทที่มี EVA สูงสุด ดังนั้นเขาจึงสรุปผลการศึกษาว่า แม้การพิจารณามูลค่าทางเศรษฐกิจของบริษัท (Economic book value) สำหรับ EVA จะให้ความถูกต้องมากกว่าหลักความระมัดระวังของต้นทุนในอดีต (Historical cost) จากมาตรฐานทางบัญชี แต่อย่างไรก็ตาม Economic book value ยังคงไม่ได้คำนึงถึงมูลค่าของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับโอกาสของการลงทุนในอนาคตจึงทำให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสขึ้น ซึ่งการพิจารณามูลค่าตลาดของบริษัทแทนต้นทุนเงินทุน (Invested capital) จะเป็นการรวมต้นทุนดังกล่าวไปแล้ว ดังนั้นจึงควรวัดต้นทุนเงินทุนของบริษัทโดยใช้มูลค่าตลาดของบริษัทแทน

Fernandez (2001) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของ MVA ในแต่ละปีกับ EVA MVA กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net operating profit after tax: NOPAT) และค่าของทุน (Weighted average cost of capital: WACC) ของบริษัทจำนวน 582 บริษัทภายในสหรัฐอเมริกา พบว่า บริษัทจำนวนถึง 296 บริษัทจาก 582 บริษัท มีความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มของ MVA กับ NOPAT ที่สูงกว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มของ MVA กับ EVA นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทจำนวนถึง 210 บริษัท ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มของ MVA กับ EVA ที่

¹ REVA คือ Refined economic value added เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่ Bacidore กล่าวว่าคำนึงถึงการประเมินมูลค่าของบริษัทจากตลาดหุ้นสำหรับโอกาสในอนาคตของบริษัท ซึ่งได้มาจาก กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี ลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัท (Net operating profit after tax - (Wacc * Market value of firm) โดยใช้ Market value of firm แทน Invested capital

เป็นไปได้ในทิศทางตรงกันข้าม โดย Fernandez พบค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มของ MVA กับ EVA NOPAT WACC มีค่าเท่ากับ 16%,21%,-21.4%

ตามลำดับ นอกจากนั้นยังพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยหุ้นของบริษัทที่มีค่า EVA สูงสุด 50 บริษัทในสหรัฐอเมริกา มีอัตราผลตอบแทนเพียง 0.2% ซึ่งต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนจาก S & P 500 Index และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยหุ้นของบริษัทที่มีการเพิ่มของ EVA สูงสุด 50 อันดับแรก ให้อัตราผลตอบแทนเพียง 0.3% ซึ่งต่ำกว่า S & P 500 Index เช่นกัน เขาจึงสรุปว่าไม่น่าเป็นไปได้ที่มาตรวัดซึ่งอาศัยข้อมูลจากตัวเลขทางบัญชี อันได้แก่ กำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic profit) และ EVA จะเป็นมาตรวัดที่สามารถสร้างมูลค่าให้แก่บริษัทได้ (แม้โดยทฤษฎีแล้วจะเป็นเช่นนั้น) แต่ EVA และกำไรทางเศรษฐศาสตร์ ยังมีข้อได้เปรียบจากมาตรวัดอื่น คือ ไม่เพียงแต่คำนึงถึงกำไรที่บริษัทสร้างได้ แต่ได้นำเอาต้นทุนเงินทุนที่ใช้สร้างกำไรดังกล่าวมาพิจารณาด้วย และยังสามารถนำไปกำหนดการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้มีส่วนร่วมในองค์กร (โบนัส) โดยประโยชน์ของการกำหนดการจ่ายโบนัสจาก EVA ก็คือ โบนัสจะถูกเก็บสะสมไว้บางส่วนทุกปีเพื่อป้องกันในปีที่บริษัทต้องประสบภาวะขาดทุน

อย่างไรก็ตาม Fernandez กล่าวว่า สิ่งสำคัญที่ต้องคำนึงถึง ก็คือ การเพิ่มของ EVA ในแต่ละปีนั้นอาจไม่ให้ผลในทางบวกกับบริษัท ถ้าสาเหตุในการเพิ่มนั้นมาจากการลดลงของค่าของทุน เนื่องจากการอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดที่ลดลง หรือมาจากการลดลงของสินทรัพย์ที่บริษัทมีอยู่ ซึ่งสาเหตุดังกล่าวไม่ได้แสดงถึงความสามารถในการบริหารจัดการที่แท้จริงของบริษัท

O'Byrne (1999) กล่าวว่า EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน ณ ช่วงเวลาหนึ่ง ๆ ที่มีความใกล้เคียงกับการประเมินมูลค่าของกิจการ โดยวิธีคิดลดกระแสเงินสดของบริษัท (Discounted cash flow valuation: DCF) และ EVA นั้นยังมีความสัมพันธ์ที่สูงกับมูลค่าตลาดของบริษัท แต่สำหรับผลกำไรทางบัญชีนั้นไม่สามารถนำมาใช้คำนวณมูลค่าบริษัทโดยวิธี DCF ได้โดยตรง เนื่องจากกำไรทางบัญชี คำนึงถึงเพียงต้นทุนของดอกเบี้ยจ่ายแต่ยังไม่ครอบคลุมถึงต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) นอกจากนั้นแม้ว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Free cash flow) จะสามารถนำมาคำนวณมูลค่าแบบ DCF ได้ แต่พบข้อบกพร่อง คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่ได้แสดงถึงความสอดคล้องระหว่างผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท กับค่าใช้จ่ายที่บริษัทใช้ในการลงทุน นอกจากนี้ O'Byrne ยังกล่าวว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นมีความหมายเช่นเดียวกันกับกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net operating profit after tax: NOPAT) ซึ่งสามารถใช้แทนกันได้

Ittner และ Larcker (2001) กล่าวว่า ข้อจำกัดของการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับ EVA นั้นมาจากการคำนวณของ EVA ที่จะต้องอาศัยส่วนปรับปรุงทางบัญชี (Accounting adjustment) เพื่อแก้ไขความไม่เพียงพอของแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานทางการเงินตามมาตรฐานการบัญชี และเพื่อที่จะส่งเสริมให้บริษัทประมาณกำไรทางเศรษฐศาสตร์ได้อย่างใกล้เคียง ซึ่งส่วนปรับปรุงทางบัญชีดังกล่าวอาจเป็นส่วนทำให้การวัดมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ที่แสดงออกมามีความไม่สมบูรณ์ เนื่องจากข้อมูลจากงบการเงินที่ปรากฏในปัจจุบัน ไม่ได้มีรายละเอียดของส่วนปรับปรุงนี้ไปด้วย อีกทั้งส่วนปรับปรุงทางบัญชีตาม Stern Stewart นั้นมีหลากหลายแนวทางให้นำไปปฏิบัติ จึงอาจทำให้ผู้นำไปใช้เกิดความสับสนว่าจะใช้ส่วนปรับปรุงใดถึงจะสอดคล้องกับแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์และเหมาะสมสำหรับบริษัทของตนเองมากที่สุด จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่แน่ชัดถึงการสรุปว่าบริษัทที่ใช้ EVA เป็นเครื่องมือวัดนั้นเหมาะสมกว่าบริษัทที่ไม่ได้ใช้

Yook และ McCabe (2001) กล่าวว่า นักลงทุนจะประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่ตนเองถืออยู่จากผลกำไรและมูลค่าทางบัญชี ซึ่งอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิถือเป็นข้อมูลทางการเงินที่ใช้เป็นมาตรวัดเปรียบเทียบมูลค่าหุ้นของบริษัทที่นักลงทุนถืออยู่กับมูลค่าหุ้นของบริษัทอื่น เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งเป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วย ซึ่งนักลงทุนจะเข้าใจว่าการซื้อหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (กำไรสุทธิ หรือมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น) ที่ต่ำกว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนตัวนี้สูง อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญ กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (ซึ่งถือเป็นส่วนกลับของอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น) โดยขั้นแรกทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient) ระหว่าง MVA กับ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta : β) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (B/P) ค่าลอการิทึมของขนาดบริษัท (lnME) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (E/P) พบว่า MVA มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สูงที่สุดกับ B/P และ lnME โดยแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามและทิศทางเดียวกัน ตามลำดับ ซึ่ง Yook และ McCabe กล่าวว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง MVA กับ B/P ที่เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามนั้น อาจเป็นไปตามตรรกวิทยา (logical) เพราะว่า MVA คือ มูลค่าตลาดรวมของบริษัทลบด้วยต้นทุนของบริษัท ในขณะที่ B/P คือ มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อจำนวนหุ้นที่ถูกหารด้วยราคาตลาด ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สูงระหว่าง MVA และ lnME เป็นเรื่องที่น่าสนใจเนื่องจาก MVA รวมของบริษัทควรมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สูงกับขนาดของบริษัท (ME) แต่

ไม่จำเป็นที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง MVA ต่อหุ้นกับ lnME จะต้องสูงตามไปด้วย ชั้นตอนต่อมา Yook และ McCabe ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบภาคตัดขวาง พบว่า MVA สามารถอธิบายผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมากกว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ โดยรูปแบบของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนในอนาคตของหุ้น กับ MVA นั้น เป็นไปในทิศทางที่ตรงกันข้ามและคงที่เมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น นอกจากนี้ยังพบว่า MVA และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กัน แต่ MVA และ B/P นั้นเป็นอิสระต่อกันในการอธิบายผลตอบแทนหุ้น

Yook และ McCabe จึงสรุปผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นว่า ตลาดทุนจะให้การตอบสนองในทางบวก (Premium) แก่ราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงเป็นไปได้ที่ราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทขนาดใหญ่จะมีราคาสูง ทำให้มี MVA ที่สูง และมี B/P ที่ต่ำ และเมื่อพิจารณาถึงผลตอบแทนในอนาคตแล้วจะพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กลับให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก และสำหรับในกรณีของ MVA Yook และ McCabe กล่าวว่า นักลงทุนสามารถใช้แนวคิดของ MVA สำหรับเป็นแนวทางที่สำคัญในด้านการบริหารและใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในอนาคตได้ โดยบริษัทที่มี MVA ที่ต่ำแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการใช้เงินทุนที่ไม่เหมาะสมในปัจจุบัน แต่เมื่อมองในอนาคตแล้วอาจมีผลประกอบการที่ดีขึ้น จึงส่งผลต่อราคาหุ้นที่มีโอกาสเพิ่มขึ้นในอนาคตด้วย นอกจากนี้ Yook และ McCabe ยังกล่าวว่า MVA ที่ต่ำแสดงถึงมูลค่าหุ้นที่แตกต่างไปจากมูลค่าที่แท้จริง (Miss priced) ดังนั้นเมื่อมองในอนาคตแล้วจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า บริษัทที่มี MVA สูงในปัจจุบัน

2.3.2 งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องการใช้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เป็นพื้นฐานในการวัดและจัดรูปแบบการดำเนินงานของบริษัท

Stewart (2000) ได้สรุปการสัมมนาเชิงแลกเปลี่ยนความคิดเห็น เกี่ยวกับการใช้ EVA ในประสบการณ์จริงของบุคคลในระดับผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องในวงการธุรกิจทั้งที่เป็นที่ปรึกษาและนักวิชาการ โดยเนื้อหาของการสัมมนาเป็นการวิเคราะห์ถึงการใช้ EVA ในแง่มุมต่าง ๆ ทั้งในแง่มุมของการทำงานจริง ปัจจัยเสริม แง่มุมของ นักลงทุน นักวิเคราะห์ รวมถึงข้อดี ข้อด้อยต่าง ๆ พบว่าส่วนใหญ่ผู้ที่เข้าร่วมการสัมมนาได้สนับสนุนการใช้ EVA เนื่องจาก การใช้ EVA นั้นเข้าใจได้ง่ายเมื่อเทียบกับการใช้มาตรวัดผลแบบอื่น ซึ่งจะนำไปสู่การอธิบายแก่พนักงานเพื่อการปฏิบัติได้ง่ายเช่นกัน นอกจากนี้ถ้านำ EVA ไปใช้ในระบบการให้ผลตอบแทนแบบจงใจ

(Compensation plan) ของพนักงาน จะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่าง ๆ ในองค์กรได้มีความรู้สึกเสมือนเป็นเจ้าของแทนที่จะรู้สึกเหมือนกับเป็นเพียงพนักงานในองค์กร เมื่อเป็นเช่นนั้น การตัดสินใจต่าง ๆ ของคนในองค์กรจะตระหนักถึงผลตอบแทนที่ตนจะได้รับมากขึ้น ซึ่งจะทำให้องค์กรบรรลุเป้าหมายได้ง่ายขึ้น

และจากการที่บริษัทในปัจจุบันมีขนาดใหญ่ และมีความซับซ้อนในการบริหารงานมากขึ้น เกินกว่าที่จะมีการบริหารจัดการจากส่วนกลางเพียงอย่างเดียว ทำให้ต้องมีการกระจายอำนาจจากฝ่ายบริหารไปสู่หน่วยงานต่าง ๆ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องสร้างแรงจูงใจให้แก่ระดับปฏิบัติการด้วย จึงเหมาะสมอย่างยิ่งที่จะนำกรอบของแนวคิด EVA มาใช้ ด้านการจ่ายลงทุนก็เช่นกันหากนำ EVA มาใช้พิจารณาก็จะยิ่งเพิ่มความชัดเจนมากขึ้น เนื่องจาก EVA ไม่ได้คำนึงถึงเพียงแต่ต้นทุนในส่วนที่ปรากฏให้เห็นชัดเจนเท่านั้น แต่ EVA สามารถวัดไปถึงส่วนที่ไม่ปรากฏชัดเจนด้วย เช่น ต้นทุนที่เกิดจากชั่วโมงว่างงานในขณะที่ปฏิบัติงาน ต้นทุนด้านความปลอดภัยที่จะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงาน ซึ่งทั้งหมดล้วนแต่จะส่งผลกระทบต่อเป้าหมาย MVA สูงสุดทั้งสิ้น EVA ยังสามารถเป็นเครื่องมือที่ใช้สื่อความเข้าใจในประสิทธิภาพการทำงาน ระหว่างองค์กรไปสู่ผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี ทำให้สามารถลดข้อขัดแย้งระหว่างกันได้ด้วย (Agency problem)

การควบคุมในด้านการผลิตก็เช่นเดียวกัน มีแนวโน้มที่ว่า EVA และ การจัดการกระบวนการผลิตโดยรวม (Total quality management: TQM) นั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เพราะว่าทั้ง EVA และ TQM ต่างคำนึงถึงความมีประสิทธิภาพของการดำเนินการ (Operation efficiency) เช่นกัน อย่างไรก็ตามแม้ว่า EVA จะมีแต่ข้อดีแต่ก็พบปัญหาบางประการ นั่นคือ การประมาณต้นทุนเงินทุน (Cost of capital) ที่ยาก โดยเฉพาะในบริษัทที่มีการกระจายอำนาจไปสู่ฝ่ายต่าง ๆ จำนวนมาก

Herzberg (1998) ได้ค้นพบวิธีการประเมินมูลค่าของบริษัทจากกำไรที่เหลืออยู่ (Residual income valuation model) ที่มุ่งเน้นไปที่ประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น แนวทางดังกล่าวเป็นการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (Intrinsic value) ซึ่งได้แก่ ผลรวมระหว่างมูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุนตั้งแตแรกกับมูลค่าปัจจุบันจากกำไรที่ผิดปกติ (Abnormal earnings คือ ความแตกต่างระหว่างผลกำไรที่เกิดขึ้นจริงกับผลกำไรที่คาดหมาย) ที่คาดหมายว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต Herzberg ได้พยายามใช้ Residual income ซึ่งเป็นต้นแบบของ EVA สำหรับประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ และใช้แนวคิดดังกล่าวสำหรับการเลือกหุ้นสามัญ โดยพิจารณาถึงระยะเวลาที่เหมาะสมในการถือครองหุ้นสามัญภายใต้การประเมินมูลค่าจากตัวแบบ Residual income valuation model

ผลการศึกษาของ Herzberg พบว่าช่วงเวลาระยะสั้นประมาณ 3 เดือนหรือต่ำกว่าจะเป็นช่วงที่หุ้นสามัญภายใต้การประเมินมูลค่าจาก Residual income valuation model จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุด โดยบริษัทขนาดเล็กที่อยู่ในช่วงกำลังเติบโต (Growth) จะสามารถสร้าง Abnormal return เป็นเวลานานกว่าบริษัทที่อยู่ในช่วงอิ่มตัว (Mature) นอกจากนี้ Herzberg ยังกล่าวไว้ว่า ตัวแบบ Residual income valuation model จะมีประสิทธิภาพอย่างมากสำหรับบริษัทซึ่งราคาของหุ้นสามัญนั้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Under priced) ซึ่งจะทำให้หุ้นมีแนวโน้มที่จะเติบโตและให้ผลกำไรที่สูงได้ในอนาคต

ส่วนการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นนั้นสามารถทำได้หลายทาง โดย Herzberg ได้สรุปแนวทางดังกล่าว ดังนี้

1. สร้างกำไรของบริษัทให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนที่มี
2. พยายามรักษาระดับการทำกำไรของบริษัทในขณะที่เดียวกันก็ลดต้นทุนเงินทุนควบคู่ไปด้วย
3. เลือกลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนกลับมาสูง
4. พยายามลดค่าของทุน

Wallace (1997) ได้ศึกษาความเปลี่ยนแปลงภายในบริษัทหลังจากนำกำไรที่เหลืออยู่ (Residual income) มาใช้ในระบบการจ่ายผลตอบแทน (Compensation plan) พบว่าจะช่วยลดต้นทุนของตัวการ ตัวแทน (Agency cost) และเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยแนวทางดังกล่าวจะช่วยในการตัดสินใจของผู้จัดการ เช่น ลดการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ (Net present value: NPV) เป็นบวกเพื่อหลีกเลี่ยงการเพิ่มขึ้นของต้นทุนเงินทุนทำให้ลดปัญหาการลงทุนที่มากเกินไป (Over investment) ที่เกิดจากการตัดสินใจภายใต้ข้อมูลจากตัวเลขทางบัญชีในแบบเดิมที่คำนึงเพียงต้นทุนของเจ้าหนี้ ซึ่ง Wallace ได้สรุปการเปลี่ยนแปลงของบริษัทภายหลังจากนำ EVA ไปใช้ ดังนี้

- บริษัทมีการลงทุนใหม่ที่ลดลงและพบว่าบริษัทมีสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น โดยการสร้าง Residual income จำเป็นที่จะต้องพิจารณาเฉพาะโครงการที่ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัท ดังนั้นจึงเป็นไปได้ที่ผู้จัดการจะลดการลงทุนที่มี NPV เป็นบวก เนื่องจากแนวคิดของ EVA (Residual income) มีแนวโน้มที่จะทำให้ก่อให้เกิดการลงทุนที่เป็น Under investment

- บริษัทมีการเพิ่มขึ้นของการจ่ายผลตอบแทนไปสู่ผู้ถือหุ้นผ่านการซื้อคืนหุ้นสามัญ (Share repurchase) ซึ่งเป็นทางเลือกของผู้จัดการสำหรับจ่าย Free cash flow และส่งมูลค่าไปให้แก่ผู้ถือหุ้นถือเป็นการลด Agency cost โดยที่ Share repurchase และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่เพิ่มขึ้นนั้นเนื่องจากบริษัทสามารถสร้างเงินสดส่วนเกินได้เหนือต้นทุนของเงินทุน ซึ่งก็หมายถึง EVA (Residual income) ที่เป็นบวกนั่นเอง
- บริษัทมีการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (Inventory turnover) การหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account receivable turnover) เพิ่มขึ้น และ การหมุนเวียนของเจ้าหนี้ (Account payable turnover) ลดลง แสดงถึงการพัฒนาและใช้ประโยชน์จากเงินลงทุนภายหลังจากนำ EVA (Residual income) มาใช้

Kleiman (1999) นำ EVA ใช้วัดในแผนสร้างแรงจูงใจ (Compensation plan) พบการเปลี่ยนแปลงของบริษัทภายหลังจากนำ EVA ไปใช้ว่ามีการลดลงของระยะเวลาการหมุนของเงินสด (Cash conversion cycle) แสดงให้เห็นว่าบริษัทพยายามที่จะพัฒนาการควบคุมเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ และพบว่าบริษัทได้เพิ่มการขายทรัพย์สิน อาคารและอุปกรณ์ ซึ่งเป็นไปได้ที่แนวคิดของ EVA จะมีแนวโน้มก่อให้เกิดการขายสินทรัพย์ที่พบว่าไม่สามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่บริษัทได้สูงกว่าค่าของเงินทุน และหลังทำการขายทอดสินทรัพย์พบว่าผลตอบแทนของหุ้นมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น คือ 2 วัน อย่างไรก็ตามงานวิจัยของ Kleiman ไม่ได้แสดงผลของการลงทุนใหม่ของบริษัทในช่วงทำการศึกษา แต่ Kleiman ได้สรุปว่าบริษัทจะลงทุนในโครงการใหม่ก็ต่อเมื่อคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนหลังภาษีสูงกว่าค่าของเงินทุนของบริษัท

นอกจากนี้ยังพบว่าการนำ EVA มาใช้จะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงทางการเงิน (Financial leverage) ที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อเงินทุนทั้งหมด แต่พบเปอร์เซ็นต์การเพิ่มเพียงเล็กน้อย และงานวิจัยนี้ยังพบว่าการเพิ่มของกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาต่อจำนวนพนักงาน โดย Kleiman กล่าวว่าผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นเป็นผลมาจากการพัฒนากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทไม่ใช่ผลของการลดลงจากจำนวนพนักงาน ดังนั้นจึงสรุปว่าการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นสูงสุดควรที่จะสร้างมาจากภายในองค์กร

Glassman (1999) แนะนำถึงการสร้างแผนแรงจูงใจที่มีประสิทธิภาพภายใต้แนวคิดของ EVA โดย Glassman กล่าวว่าบริษัทที่ใช้ EVA เป็นมาตรวัดแต่ยังคงใช้มาตรวัดแบบอื่น เช่น การเติบโตของยอดขายและกำไรสุทธิต่อหุ้น การกระทำเช่นนี้จะก่อให้เกิดความสับสนและนับซ้ำ

(Double count) ของกำไรและขาดทุน ดังนั้นจึงทำให้ประสิทธิภาพของ EVA ลดลงถ้าบริษัทยังคงใช้มาตรวัดตัวอื่นในการวัดประกอบด้วย แนวคิดของ EVA Bonus plan ต้องคำนึงถึง Bonus bank² เพื่อรักษาผู้บริหารที่มีฝีมือและกระตุ้นให้ผู้บริหารสร้างผลงานที่ต่อเนื่องซึ่งถ้าผู้บริหารสามารถทำผลงานได้ดีนานเท่าไร ในปีต่อ ๆ ไปก็จะได้รับผลตอบแทนมากขึ้นเป็นทวีคูณ แตกต่างจากการจ่ายโบนัสที่อ้างอิงจากกำไรสุทธิในแบบเดิมอาจมีการจำกัดการจ่ายผลตอบแทนที่ผู้บริหารควรจะได้รับ การกระทำเช่นนี้มีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการกระทำที่ผิดจริยธรรมในการบริหาร (Moral hazard)

Glassman ยังกล่าวว่า จากแนวคิดของ EVA กระบวนการวางแผนที่มีประสิทธิภาพ ระดับของโบนัสควรจะต้องตั้งไว้ล่วงหน้า ซึ่งจะหลีกเลี่ยงโอกาสที่ผู้จัดการจะทำให้เป้าหมายของโบนัสบิดเบือนไป ดังนั้นการเติบโตของโบนัสเป้าหมาย (Target bonus) จะส่งผลต่อผลตอบแทน (โบนัส) สำหรับผู้บริหารและนำไปสู่การเพิ่มของผลตอบแทนแก่นักลงทุนอย่างแท้จริง การพิจารณาโบนัสจาก EVA จะปราศจากการจำกัด Cap และ Floor บริษัทจะหักการจ่ายโบนัสจาก Bonus bank ดังนั้นถ้าบริษัทสร้าง EVA ได้ถึงระดับตามเป้าหมาย โบนัสจะถูกจ่ายจากโบนัสที่เป็นเป้าหมายบวกกับหนึ่งในสามของ Bonus bank ที่เหนือกว่าเป้าหมาย ส่วนที่เหลือจะถูกสำรองไว้สำหรับปีต่อไป แต่ถ้าบริษัทสร้าง EVA ได้ดีดลอบจะทำให้ Bonus bank ถูกลดลงไปด้วยและแทนที่จะได้โบนัส ก็จะถูกตัดโบนัสซึ่งจะเป็นอัตราเท่าไรก็ขึ้นอยู่กับตกลงระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยถ้า EVA ดีดลอบน้อยก็จะถูกตัดโบนัสน้อย แต่ถ้าดีดลอบมากก็จะถูกตัดโบนัสมาก และหากขาดทุนมาก ๆ อาจถึงขั้นที่ลดเงินเดือนและสวัสดิการของผู้บริหารในปีถัดไปด้วยก็ได้ จึงเท่ากับว่าเป็นแผนการจ่ายผลตอบแทนที่ยุติธรรม ผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์ ผู้บริหารก็จะได้ประโยชน์ด้วยเช่นกัน แต่ถ้าผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์ก็จะส่งผลต่อผู้บริหารในลักษณะเดียวกัน นอกจากนั้นการนำ EVA มาใช้จะช่วยลดปัญหา Parochial behavior³ และ Free rider⁴ เนื่องจากจะสามารถเชื่อมโยงแต่ละหน่วยงานให้สามารถแบ่งสรรทรัพยากรที่มีอยู่เพื่อประโยชน์สูงสุดและให้เกิดความสมดุลระหว่างความสำเร็จภายในแต่ละหน่วยธุรกิจกับความสำเร็จรวมของบริษัท

² Bonus bank คือ ส่วนของผลตอบแทนสำหรับพนักงานที่จะถูกกันเก็บไว้จากผลตอบแทนที่ควรจะได้รับในปีนั้นบางส่วนหรือทั้งหมด โดยจะทยอยจ่ายคืนให้ในปีถัด ๆ ไป

³ Parochial behavior คือ พฤติกรรมที่แต่ละหน่วยงานมุ่งไปสู่ความสำเร็จของตนเอง โดยบางทีทำให้ขาดการติดต่อเชื่อมโยงกันระหว่างหน่วยงานอื่น นอกจากนั้นหน่วยงานจะการเก็บทรัพยากรและข้อมูลที่สำคัญภายในหน่วยงานของตนเองไว้แทนที่จะแบ่งสรรไปยังหน่วยงานอื่นเพื่อผลประโยชน์สูงสุด

⁴ Free rider คือ ปัญหาที่เกิดจากการมีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในบริษัทจำนวนมาก ทำให้ต่างคนต่างคิดว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียรายอื่น ๆ มีการตรวจสอบการทำงานของบริษัทอยู่แล้ว จึงไม่มีความจำเป็นที่ตนจะต้องมาตรวจสอบอีก เมื่อทุกฝ่ายต่างคิดเช่นนั้นก็จะทำให้ไม่มีใครตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารเลย

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่สำคัญสำหรับการวิจัยครั้งนี้ ประกอบไปด้วยข้อมูลงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend yield) ของแต่ละหลักทรัพย์ ข้อมูลดัชนีหลักทรัพย์ และข้อมูลราคาตลาดของหุ้นสามัญในปี พ.ศ. 2542 - 2544 รวม 3 ปี ใช้แหล่งข้อมูลจาก I-Sims ซึ่งจัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลจาก Data stream และ Reuters

3.2 วิธีดำเนินการวิจัย

3.2.1 การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

$$EVA = FCF + ADJ_{op} - WACC * (Invested Capital + ADJ) \quad \text{หรือ}$$

$$EVA = NOPAT + DEPRE - CAPEX - WCR - CC + ADJ$$

โดยที่ :

EVA	คือ	มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์
FCF	คือ	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักค่าใช้จ่ายในการลงทุน คำนวณได้จาก $NOPAT + DEPRE - CAPEX - WCR$
DEPRE	คือ	ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่าย
CAPEX	คือ	ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน ⁵ (Capital Expenditure)

⁵ **Capital Expenditure** คือ รายจ่ายฝ่ายทุน ได้แก่ 1. รายจ่ายเพื่อประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคต (ตรงข้ามกับคำว่า รายจ่ายฝ่ายรายได้ - Revenue Expenditure ซึ่งเป็นรายจ่ายที่ให้ประโยชน์ในงวดปัจจุบัน) รายการเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินเป็นการเพิ่มทรัพย์สินถาวรหรือเป็นรายจ่ายที่มีผลต่อการเพิ่มประสิทธิภาพประสิทธิผลอายุการทำงาน หรือต่ออายุการใช้งาน (ทางเศรษฐกิจ) ของทรัพย์สินถาวร

WCR	คือ	การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ ⁶
CC	คือ	ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุน ซึ่งก็คือเงินทุนทั้งหมดของกิจการ (Invested capital) คูณด้วยค่าของทุนทั้งหมดของกิจการ (Weighted average cost of capital)
WACC	คือ	ค่าของทุนทั้งหมดของกิจการ
NOPAT	คือ	กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ คำนวณโดยการปรับปรุงที่กำไรสุทธิของกิจการ + รายการพิเศษ (ถ้ามี) + ดอกเบี้ยจ่าย - ภาษีเงินได้ (30%) ของดอกเบี้ยจ่าย
ADJ	คือ	รายการปรับปรุงทางการบัญชีตาม Stern Stewart
ADJ _{op}	คือ	รายการปรับปรุงทางการบัญชีที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
ADJ _c	คือ	รายการปรับปรุงทางการบัญชีที่เงินทุนทั้งหมดของกิจการ
Invested Capital	คือ	เงินทุนทั้งหมดของกิจการ โดย เท่ากับ สินทรัพย์รวม – หนี้สินระยะสั้นที่ไม่มีดอกเบี้ย หรือเท่ากับ หนี้สินระยะสั้น + หนี้สินระยะยาว + หนี้ระยะยาวอื่น + ส่วนของผู้ถือหุ้น

โดยเงินทุนทั้งหมดของกิจการที่นำมาคำนวณ EVA ในแต่ละปีนั้น ได้มาจากเงินทุนเฉลี่ยของกิจการในปีนั้นและปีก่อนหน้า

3.2.2 การปรับปรุงตัวเลขจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป

การปรับปรุงตัวเลขจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปใหม่ สำหรับการคำนวณ EVA นั้นเพื่อแก้ไขความไม่เพียงพอของแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานทางการเงินตามมาตรฐานการบัญชี ซึ่งจะช่วยให้การได้มาซึ่งตัวเลขของ EVA มีความน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น และแก้ไขความโน้มเอียงหรือการบิดเบือนที่เกิดจากการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีและที่เกิดจากจุดอ่อนของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป โดยมีรายการปรับปรุงทางบัญชี ได้แก่ ค่าความนิยม (Good will) ภาษีเงินได้รอดัดบัญชี (Deferred taxes) ค่าเพื่อการประกันสินค้าและหนี้สูญ (Provisions for warranties and bad debts) รายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ (Nonrecurring item) มูลค่าตามบัญชีของงานระหว่าง

⁶ **Net Working Capital Requirement** คือ เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ เป็นสินทรัพย์หมุนเวียนจากการดำเนินงาน สุทธิภายหลังจากหักภาระหนี้สินหมุนเวียนจากการดำเนินงาน (สินค้างเหลือ + ลูกหนี้ + สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น + เงินสดจากการดำเนินงาน) – (เจ้าหนี้ + ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย + เงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า + หนี้สินหมุนเวียนอื่น)

ก่อสร้างและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด (Book value of construction in progress and Book value of marketable securities)

3.2.3 วิธีปรับปรุงของส่วนปรับปรุงบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์

1. ค่าเพื่อการประกันสินค้าและค่าเผื่อหนี้สูญ (Provision for warranty and Provision for bad debt)

ภายใต้เกณฑ์คงค้างทางบัญชีบริษัทจำเป็นต้องตั้งค่าเผื่อสำหรับค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคต เพื่อเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับรายได้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ในกรณีของการตั้งค่าเพื่อการประกันสินค้า และตั้งค่าเผื่อหนี้สูญจะสูญ โดยให้บัญชีดังกล่าวเป็นบัญชีปรับมูลค่าของบัญชีแม่ เพื่อให้คงเหลือแต่มูลค่าสุทธิของลูกหนี้ (บัญชีแม่) ที่คาดหมายว่าจะเก็บได้ ซึ่งสำหรับแนวคิดของ EVA มองว่าค่าเผื่อเหล่านี้เป็นค่าใช้จ่ายที่มีใช้เงินสด ดังนั้นเพื่อจำกัดความสามารถของฝ่ายบริหารจากการใช้ค่าเผื่อเหล่านี้เพื่อปรับแต่งตัวเลขของผลกำไร จึงมีการปรับปรุงค่าเผื่อที่เกิดขึ้นของบริษัทในลักษณะเกณฑ์เงินสดเพื่อให้รับรู้ถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง

โดยถ้าค่าเผื่อนั้นเพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อนจะต้องไปบวกกลับ (หักออก) ที่ NOPAT (ค่าเผื่อนำมาปรับปรุงไม่ได้คิดภาษีเงินได้) และในส่วนของ Invested capital จะบวกกลับค่าเผื่อที่เกิดขึ้นในปีนั้นที่ Invested capital

2. ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (Deferred tax)

ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีเป็นผลต่างของภาษีเงินได้ที่คำนวณจากกำไรตามหลักการบัญชีกับกำไรตามประมวลรัษฎากร เมื่อมีความแตกต่างกันในเรื่องของการรับรู้รายได้หรือค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นการถาวร โดยการปรับปรุงในส่วนของ EVA นั้นพิจารณาว่าภาษีเงินได้รอตัดบัญชีไม่ใช่ต้นทุนเงินสด (Noncash charges)

โดยถ้าสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชียุติเพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อนจะต้องไปหักออก (บวกกลับ) ที่ NOPAT และถ้าหนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชีเพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อนให้นำไปบวกกลับ (หักออก) ที่ NOPAT ส่วนถ้ายอดภาษีเงินได้รอตัดบัญชีดุล (Balance) ที่หนี้สิน (สินทรัพย์) ให้บวกกลับ (หักออก) ที่ Invested capital

3. มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงานระหว่างก่อสร้าง (Book value of construction in progress and Book value of marketable securities)

แนวคิดของ EVA ถือว่ามูลค่าทางบัญชีทั้งสองไม่ใช่กิจกรรมจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในปีนั้น ดังนั้นควรนำมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและมูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้างหักออกจาก Invested capital

4. ขาดทุน หรือ กำไรที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ (Nonrecurring gains and losses)

รายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นจากการดำเนินงานปกติของบริษัท เช่น กำไร (ขาดทุน) ที่เกิดจากการปรับปรุงโครงสร้างของบริษัท และกำไร (ขาดทุน) จากการขายส่วนงาน ให้ปรับปรุงโดยนำไปบวกเข้าที่ NOPAT สำหรับผลขาดทุนและหักออกจาก NOPAT สำหรับกำไรที่เกิดขึ้น และปรับปรุงที่ Invested capital ให้นำผลขาดทุนที่ไม่เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการไปบวกกลับที่ Invested capital และหักออกจาก Invested capital ในกรณีของกำไร โดยทั้งขาดทุนและกำไรที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการที่นำมาปรับปรุงที่ NOPAT และ Invested capital ให้คิดจากยอดหลังภาษีแล้วทั้งสิ้น

5. ค่าความนิยม (Good will)

ค่าความนิยมจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทหนึ่งซื้อกิจการของบริษัทอื่นด้วยราคาที่เหนือกว่ามูลค่าตลาดยุติธรรม (Fair price) โดยแนวทางของ EVA ให้ตัดจ่ายค่าความนิยม เนื่องจากถือว่าเป็นรายการของค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด (Non cash item) โดยตัดจ่ายค่าความนิยมที่เกิดขึ้นและให้นำไปรวมกับ Invested capital

ดังนั้นการปรับปรุงสำหรับ EVA จะบวกกลับค่าความนิยมที่ตัดจ่ายในปีนั้นที่ NOPAT และบวกกลับในส่วนค่าความนิยมตัดจ่ายสะสมที่เกิดขึ้นในปีนั้นที่ Invested capital

3.2.4 ค่าของทุนของบริษัท (Weighted average cost of capital: WACC)

ค่าของทุนของบริษัทเป็นอัตราส่วนคิดลดกระแสเงินสดที่ใช้เป็นอัตรา Hurdle rate เพื่อใช้ประเมินโครงการบงจ่ายลงทุน (Capital budgeting) ที่มีความเสี่ยงเท่า ๆ กัน และประเมินมูลค่าของ

กิจการ (Value of firm) ซึ่งมูลค่าของกิจการจะสูงสุดได้ก็ต่อเมื่อมีค่าของทุนที่ต่ำที่สุด WACC จะรวมต้นทุนทั้งหมดของเงินทุนที่กิจการนำมาใช้ ตลอดจนผลของภาษีต่อการคาดคะเนต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่ง นอกจากนั้นต้นทุนของเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ ที่นำมาคำนวณ WACC นั้นเป็นต้นทุนหลังภาษีและเป็นต้นทุนใหม่ (Marginal cost) ไม่ใช่ต้นทุนในอดีต (Historical cost)

$$WACC = [k_D(1-T_c) \times (D_M / (D_M + E_M))] + [k_E \times (E_M / (D_M + E_M))]$$

โดยที่:

- D_M คือ มูลค่าตลาดของหนี้สินรวมของบริษัท (แต่ในที่นี้จะใช้มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน)
- E_M คือ มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นบริษัท : (ราคาตลาดของหุ้นสามัญ \times จำนวนหุ้นสามัญ) + ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย + มูลค่าตามบัญชีของหุ้นบุริมสิทธิ
- k_D คือ ค่าของทุนในส่วนต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of debt)
- k_E คือ ค่าของทุนในส่วนต้นทุนของเจ้าของ (Cost of equity)
- T_c คือ ภาษีเงินได้นิติบุคคล (ในที่นี้คิดเป็น 30% แต่ภาษีจะไม่มีผลกระทบต่อบริษัทที่อยู่ในภาวะขาดทุน)

D_M และ E_M ถือเป็นสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน ดังนั้นการคิด D_M และ E_M จากมูลค่าตลาดจะเหมาะสมกว่ามูลค่าทางบัญชี เนื่องจากค่าของทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งของบริษัทนั้นมาจากราคาตลาดทั้งสิ้น แต่อย่างไรก็ตามการประมาณมูลค่าตลาดของหนี้สินเป็นเรื่องยาก เนื่องจากมีบริษัทจำนวนไม่มากนักที่มีหนี้ซื้อขายกันอยู่ในตลาดจริง จึงทำให้ต้องใช้มูลค่าทางบัญชีของหนี้แทนมูลค่าทางตลาด

3.2.5 การคำนวณต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่ง

ต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of debt: k_D)

ต้นทุนของหนี้ที่นำมาคำนวณ WACC จะคิดเฉพาะต้นทุนของหนี้ระยะยาวเท่านั้น

(ยกเว้นต้นทุนของเงินทุนระยะสั้นที่เป็น Nonspontaneous⁷ ที่เอามาใช้เป็นเงินทุนระยะยาว) เนื่องจากต้นทุนเงินทุนจากหนี้ระยะสั้นมีระยะเวลาการชำระหนี้สั้นเร็ว แต่การประเมินมูลค่าของกิจการนั้นจะมองในระยะยาว

ต้นทุนของเจ้าหนี้จะคิดจากอัตราดอกเบี้ยของหนี้แต่ละประเภทของกิจการถัวเฉลี่ย โดยแบ่งเป็น 2 ประเภทใหญ่ ได้แก่ :

- **Straight bond or debt**⁸ อัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ปกติของบริษัท จะกำหนดขึ้นตามความเสี่ยงของแต่ละบริษัท โดยพิจารณาความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท คือ อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อภาระดอกเบี้ยจ่ายของบริษัท (Interest coverage ratio) เพื่อเป็นตัวกำหนดค่าความเสี่ยงของบริษัท (Private Corporate default spread) และหลังจากระบุความเสี่ยงที่เกิดขึ้นของแต่ละบริษัทแล้วจะจัดกลุ่มของบริษัทออกเป็น 3 ประเภทใหญ่ ได้แก่

1. กลุ่มของหนี้ชั้นดี คุณภาพเครดิตสูง (ความน่าเชื่อถือ - Rating ระดับ AAA ถึงระดับ BBB) ใช้อัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดี (Minimum loan rate: MLR) เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ทั้งหมดภายในประเทศไทย

2. กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง คุณภาพเครดิตต่ำ (ความน่าเชื่อถือ - Rating ระดับ BB ถึง ระดับ B+) ใช้ Company default spread ณ ระดับความเสี่ยงดังกล่าวบวกกับอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (Spot rate on US short term government bond + Thailand country default spread)

3. กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงมากหรือกำลังมีปัญหา ซึ่งอาจไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นคืนได้ (ความน่าเชื่อถือ - Rating ระดับ B ถึง ระดับ D) ใช้อัตราดอกเบี้ยสูงสุดเฉลี่ยที่ธนาคารพาณิชย์ทั้งหมดภายในประเทศไทยคิดแก่ลูกค้า

⁷ Nonspontaneous คือ แหล่งเงินทุนระยะสั้นที่มาจาก เจ้าหนี้การค้า ค่าจ้างค้างจ่าย และภาษีค้างจ่าย และรายการค้างจ่ายอื่น ๆ

⁸ รายละเอียดของการคิดต้นทุนของเจ้าหนี้ดูได้จากตารางที่ ผ. 4

- **Hybrid financing**⁹ เป็นลักษณะของหนี้ที่เป็นลูกผสมโดยให้สิทธิแก่ผู้ถือหนี้ประเภทนี้สามารถแปลงหนี้ดังกล่าวให้เป็นหุ้นสามัญของบริษัทได้ ซึ่งได้แก่ หุ้นกู้แปลงสภาพ

ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity: k_E)¹⁰

ใช้การประมาณต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น จากตัวแบบ ดังนี้

$$\text{Cost of equity} = (\text{Risk free rate} + \text{Country default spread}) + \beta (\text{US.Equity risk premium} \times (\text{S.D. of Thailand equity index} / \text{S.D. of S\&P equity index}))$$

อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงของประเทศไทย

$$= \text{Risk free rate} + \text{Country default spread}$$

ส่วนชดเชยความเสี่ยงของประเทศไทย

$$= (\text{US.Equity risk premium} \times (\text{S.D. of Thailand equity index} / \text{S.D. of S\&P equity index}))$$

โดยที่:

Risk free rate คือ อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงของสหรัฐอเมริกา
(ใช้ Spot rate on US short term government bond: 1 year
US zero curve)

⁹ เนื่องจากภายในช่วงเวลาที่ทำการศึกษามีบริษัทจำนวน 6 บริษัทที่ออกหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อปรับปรุงโครงสร้างหนี้และบริษัททั้ง 6 ต่างไม่มีหุ้นกู้ที่ทำการซื้อขายกันในตลาดจริง จึงไม่สามารถสืบค้นราคาตลาดของหุ้นกู้ของบริษัทดังกล่าวเพื่อนำมาคำนวณหาต้นทุนของหุ้นกู้แปลงสภาพได้ แต่อย่างไรก็ตามได้แสดงรายละเอียดของวิธีคำนวณต้นทุนของหุ้นกู้แปลงสภาพไว้ในภาคผนวกในตารางที่ ผ. 5

¹⁰ รายละเอียดของการคิดต้นทุนของผู้ถือหุ้นได้จากตารางที่ ผ. 6

Country default spread คือ ค่าความเสี่ยงของประเทศไทย

β คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ เป็นค่าความชันของสมการ

Market model $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ โดยที่ :

R_{it} = อัตราผลตอบแทนรายวันของหุ้นบริษัท i

ณ ช่วงเวลา t

α_i = ค่าอัลฟาของหุ้นบริษัท i

β_i = ค่าเบต้าของหุ้นบริษัท i

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลา t

(ข้อมูลจาก Reuter 3000)

US Equity risk premium คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงของประเทศไทย

S.D. of S&P equity index คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนี S&P 100 INDEX ในประเทศไทย

S.D. of Thailand equity index คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX)

ส่วนชดเชยความเสี่ยงของประเทศไทย (Thailand country risk premium) เป็นการนำเอา US.Equity risk premium มาคูณด้วยอัตราส่วนระหว่าง S.D. of Thailand equity index กับ S.D. of S&P equity index เพื่อปรับ US.Equity risk premium ที่ถือว่าเป็นส่วนชดเชยความเสี่ยงของประเทศไทยที่มีตลาดทุนเติบโตเต็มที่แล้ว (Mature market) มาทำให้เป็นส่วนชดเชยความเสี่ยงของประเทศไทย

3.2.6 คำนวณมูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA)

$$MVA = MV - \text{Invested capital}$$

โดยที่:

MV	คือ	มูลค่าตลาดของบริษัท (Market value of firm) คำนวณจาก (ราคาตลาดของหุ้น × จำนวนหุ้นของบริษัทที่ออกจำหน่าย) + มูลค่าตามบัญชีของหุ้นบุริมสิทธิ + ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย + หนี้สิน ระยะสั้น + หนี้สินระยะยาว + หนี้สินระยะยาวอื่น - มูลค่าบัญชี ของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด - มูลค่าบัญชีของงาน ระหว่างก่อสร้าง
Invested capital	คือ	เงินทุนทั้งหมดของกิจการ (คิดเฉพาะเงินทุนทั้งหมดของกิจการที่ เกิดขึ้น ณ ปีนั้น)

3.2.7 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

หลังจากคำนวณ EVA และ MVA มีวิธีและขั้นตอนในการศึกษาดังต่อไปนี้

ขั้นที่ 1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบัน ผลตอบแทนหุ้นในอนาคต กับ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อทรัพย์สินทั้งสิ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย โดยใช้วิธี

1.1 ใช้ Pearson correlation coefficient หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ที่สนใจ ควบคู่ไปกับการวิเคราะห์การถดถอย เพื่อให้ทราบว่าการพยากรณ์ตัวแปรตามโดยใช้ตัวแปรอิสระ จากสมการถดถอยที่ได้มีความถูกต้องเพียงใด โดยตัวแปรทั้งหมดประกอบไปด้วย มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic value added: EVA) ใช้ $EVA_{it}/Capital_{it}$ มูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA) ซึ่งใช้ $MVA_{it}/Capital_{it}$ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อทรัพย์สินทั้งสิ้น (Return on asset: ROA_{it}) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE_{it}) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on sale: ROS_{it}) ซึ่งทั้ง EVA และ MVA ถูกหารด้วยสินทรัพย์รวม (Total asset : $Capital_{it}$) โดยปรับค่าของตัวแปรด้วยขนาดของบริษัทเพื่อทำให้ตัวแปรทั้ง 2 เหมาะสมขึ้น แยกทดสอบเป็นรายปี และทดสอบรวมทั้งหมดในช่วงระยะเวลา 3 ปีที่ทำการศึกษา

1.2 ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อยืนยันว่า EVA และ MVA สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นของบริษัทได้มากกว่า ROA ROE และ ROS หรือไม่

โดยตัวแปรตาม (Y_{it}) ที่ใช้ในการทดสอบประกอบไปด้วย

- ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาที่ t (Stock return: Ret_{it}) ซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นสามัญภายในช่วงเวลา 1 ปี

- ผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต ณ เวลาที่ $t+1$ (Stock return: Ret_{it+1}) ซึ่งการทดสอบจะใช้ข้อมูลผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต อีก 6 เดือนข้างหน้า ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม นับจากสิ้นปีที่ t ถึงเดือนมิถุนายน ณ ปีที่ $t+2$ เพื่อให้แน่ใจว่าตัวแปรที่ใช้ตัวเลขทางบัญชีจะถูกรับรู้จากตลาดก่อนที่ผลตอบแทนหุ้นจะแสดงออกมา และลดผลกระทบที่เกิดจากความล่าช้าในการรายงานงบการเงินต่อตลาดหลักทรัพย์กับมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัท

และสำหรับตัวแปรอิสระ ประกอบไปด้วย $EVA_{it}/Capital_{it}$, $MVA_{it}/Capital_{it}$, ROA_{it} , ROE_{it} และ ROS_{it} ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย ดังนี้

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} EVA_{it}/Capital_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} MVA_{it}/Capital_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} ROS_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่:

Y_{it}	คือ	ตัวแปรตามที่ใช้ในการทดสอบ ประกอบไปด้วย Ret_{it} , Ret_{it+1}
Ret_{it}	คือ	ผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายปีของบริษัท i เป็นเวลา 1 ปี (260 วันทำการซื้อขายหลักทรัพย์) ณ เวลาสิ้นปีที่ t
Ret_{it+1}	คือ	ผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญรายปีของบริษัท i เป็นเวลา 1 ปี (260 วันทำการซื้อขายหลักทรัพย์) อีก 6 เดือน นับจาก ณ เวลาสิ้นปีที่ t
$EVA_{it}/Capital_{it}$	คือ	มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลาสิ้นปีที่ t
$MVA_{it}/Capital_{it}$	คือ	มูลค่าตลาดเพิ่มต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลาสิ้นปีที่ t
ROA_{it}	คือ	อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อทรัพย์สินทั้งสิ้นของบริษัท i ณ เวลาสิ้นปีที่ t
ROE_{it}	คือ	อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ เวลาสิ้นปีที่ t
ROS_{it}	คือ	อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายของบริษัท i ณ เวลาสิ้นปีที่ t

รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่ถือเป็นการวัดผลกำไรที่แท้จริงของบริษัท ความแตกต่างของ EVA จากมาตรวัดอื่น ก็คือ EVA ได้คำนึงถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งจากแนวคิดของ EVA นั้น บริษัทจะต้องสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัทจึงจะถือว่าเป็นการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังสามารถนำ EVA ไปใช้กำหนดกลยุทธ์ภายในของบริษัทเพื่อสร้างความสำเร็จไปสู่ทุกฝ่ายที่มีส่วนได้ส่วนเสียในองค์กรนั้น โดยเครื่องหมายของ EVA ถูกคาดหมายว่าเป็นบวก หรือ แสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตัวแปรตาม

MVA คือ มูลค่าตลาดรวมของบริษัทลบด้วยมูลค่าทางบัญชีของต้นทุนเงินทุนบริษัท และเพื่อให้สอดคล้องกับแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าทางบัญชีของต้นทุนเงินทุนบริษัทไม่ใช่มูลค่าทางบัญชีตามการวัดผลทางบัญชี แต่จำเป็นต้องปรับปรุงให้เหมาะสม อย่งไรก็ตาม MVA ถือเป็นมาตรวัดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว (Risk adjusted) สามารถใช้เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทภายในอุตสาหกรรมที่แตกต่างหรือในประเทศที่ต่างกัน เนื่องจากได้พิจารณาถึงต้นทุนเงินทุนของแต่ละบริษัทเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นความคาดหมายถึงเครื่องหมายของ MVA จะเป็นบวก เนื่องจากการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของ MVA ของบริษัทจะมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) ของผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาเดียวกัน และมูลค่าตลาดของบริษัท แต่คาดหมายเครื่องหมายของ MVA ว่าจะป็นลบ เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นกับ MVA

ROA ถือเป็นอัตราส่วนวัดความสามารถของการหากำไรจากเงินลงทุนในสินทรัพย์รวม โดยนักวิเคราะห์นิยมใช้อัตราส่วนนี้เพื่อดูประสิทธิภาพของการดำเนินงาน ตลอดจนประสิทธิภาพของการใช้สินทรัพย์ของบริษัท ดังนั้นความคาดหมายถึงเครื่องหมายของ ROA จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตัวแปรตาม

ROE เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมองในแง่ที่ว่าเป็นผลตอบแทนที่เจ้าของเงินทุนจะได้รับภายหลังจากนำเงินมาลงทุนในบริษัท และสามารถบอกถึงประสิทธิภาพการใช้ทรัพย์สินของบริษัท แสดงถึงความสามารถของผู้บริหารในการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ นอกจากนี้เป็นการวัดความสามารถของผู้บริหารในการควบคุมต้นทุนสินค้า ค่าใช้จ่ายในการขาย

และดำเนินงานเพื่อสร้างกำไรสุทธิ การคาดหมายเครื่องหมายของ ROE จะเป็นบวก โดยการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของ ROE จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของตัวแปรตามที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ROS อัตราส่วนนี้ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท ใช้เพื่อประเมินประสิทธิภาพทางการบริหารงานของฝ่ายบริหาร ในด้านการควบคุมค่าใช้จ่าย และการทำกำไรจากยอดขาย ดังนั้นเครื่องหมายของ ROS คาดว่าจะมีค่าเป็นบวก โดยการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของ ROS จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของตัวแปรตามที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

การทดสอบจะทดสอบรวมทุกบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้น กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่าง แก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) รวม 203 บริษัท และแยกทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมรวม 6 กลุ่มอุตสาหกรรม การแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมเป็น 6 กลุ่มนั้นมาจากการรวมอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกัน และประกอบธุรกิจที่คล้ายคลึงกันเข้าเป็นอุตสาหกรรมใหญ่ ดังนี้ :

- (1) เคมีภัณฑ์และเวชภัณฑ์ ประกอบไปด้วย กลุ่มเคมีภัณฑ์และพลาสติก กลุ่มบรรจุภัณฑ์ กลุ่ม เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง และ กลุ่มการแพทย์ มีบริษัทจำนวน 29 บริษัท
- (2) เกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตร ประกอบไปด้วย กลุ่มธุรกิจการเกษตร กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม กลุ่มสิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม กลุ่มเชื้อกระดาษและกระดาษ และกลุ่มคลังสินค้า มีบริษัทจำนวน 57 บริษัท
- (3) ก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประกอบไปด้วย กลุ่มวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มโรงแรมและบริการท่องเที่ยว กลุ่มเหมืองแร่ มีบริษัทจำนวน 43 บริษัท
- (4) พาณิชยกรรม ประกอบไปด้วย กลุ่มพาณิชยกรรม กลุ่มของใช้ในครัวเรือน กลุ่มเครื่องมือเครื่องจักร กลุ่มบันเทิงและสันทนาการ กลุ่มการพิมพ์สิ่งพิมพ์ กลุ่มอัญมณีและเครื่องประดับ กลุ่มบริการเฉพาะกิจ และกลุ่มอื่น ๆ มีบริษัทจำนวน 38 บริษัท
- (5) พลังงาน ประกอบไปด้วย กลุ่มพลังงาน กลุ่มขนส่ง กลุ่มพาหนะและอุปกรณ์ จำนวน 15บริษัท
- (6) สื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ ประกอบไปด้วย กลุ่มสื่อสาร กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า จำนวน 21 บริษัท

1.3 หากความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาที่ t ผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญ ณ เวลาที่ $t+1$ และมูลค่าตลาดของบริษัท และตัวแปรอิสระ ได้แก่ $EVA_{it}/Capital_{it}$, $MVA_{it}/Capital_{it}$, ROA_{it} , ROE_{it} และ ROS_{it} โดยแสดงผลลัพธ์ของความสัมพัทธ์ที่เกิดขึ้น เป็นจำนวนบริษัทที่อยู่ภายในช่วงของความสัมพัทธ์ตั้งแต่ -100% ถึง 100% เป็นช่วง ๆ ละ เท่า ๆ กัน

ขั้นที่ 2. สร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์ที่แบ่งตามค่า EVA กลยุทธ์ที่แบ่งตามค่า MVA กลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างโดยใช้กลยุทธ์เพื่อการเติบโต (Growth strategy) กลยุทธ์สร้างมูลค่า (Value strategy) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend yield strategy) โดยใช้อัตราผลตอบแทนของ SET 50 INDEX เป็นอัตราผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน (Bench-mark portfolio) จากนั้นเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ พร้อมทั้งวัดอัตราผลตอบแทนที่ถูกปรับด้วยค่าความเสี่ยงที่ใช้ Sharp ratio เป็นตัววัด รายละเอียดของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ มีดังนี้

- กลยุทธ์ที่แบ่งตามค่า EVA จะคิดจากบริษัทที่มี EVA ต่อจำนวนหุ้นสามัญ สูงที่สุด จนถึงต่ำที่สุด แบ่งเป็น 4 ควอไทล์ ๆ ละ เท่า ๆ กัน
- กลยุทธ์ที่แบ่งตามค่า MVA จะคิดจากบริษัทที่มี MVA ต่อจำนวนหุ้นสามัญสูงที่สุด จนถึงต่ำที่สุด แบ่งเป็น 4 ควอไทล์ ๆ ละ เท่า ๆ กัน
- กลยุทธ์เพื่อการเติบโต (Growth strategy) จะประกอบไปด้วยหุ้นที่มีราคาตลาดสูง โดยที่การเลือกหุ้นสามัญของกลยุทธ์นี้จะใช้อัตราส่วนวัดมูลค่าหลักทรัพย์ทางบัญชี คือ B/P และ E/P เป็นตัวกำหนด ดังนั้นลักษณะของหุ้นในกลุ่มนี้จะประกอบไปด้วยหุ้นที่มีค่าของอัตราส่วนทั้งสองนี้ต่ำที่สุด ซึ่งก็คือ ควอไทล์ที่ 3 และ 4
- กลยุทธ์สร้างมูลค่า (Value strategy) จะประกอบไปด้วยหุ้นที่มีราคาตลาดต่ำ โดยที่การเลือกหุ้นสามัญของกลยุทธ์นี้จะใช้อัตราส่วนวัดมูลค่าหลักทรัพย์ทางบัญชี ได้แก่ B/P และ E/P เป็นตัวกำหนด ดังนั้นลักษณะของหุ้นในกลุ่มนี้จะประกอบไปด้วยหุ้นที่มีค่าของอัตราส่วนทั้งสองนี้สูงที่สุด ซึ่งก็คือ ควอไทล์ที่ 1 และ 2
- กลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend yield strategy) จะประกอบไปด้วยหุ้นที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงที่สุด จนถึงต่ำที่สุด แบ่งเป็น 4 ควอไทล์ ๆ ละ เท่า ๆ กัน

โดยแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์จะแบ่งสัดส่วนการลงทุนภายใต้ข้อสมมติฐานที่ว่าจะลงทุนในหุ้นสามัญแต่ละตัวเป็นสัดส่วนที่เท่า ๆ กัน และไม่ได้คำนึงถึงค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนของหุ้น กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย และลักษณะของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างโดยกลยุทธ์ที่แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่ม กลยุทธ์สร้างมูลค่า กลยุทธ์เพื่อการเติบโต และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงที่สุดตามวิธีที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ขอบเขตของข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 – 2544 โดยผลการวิจัยจะแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกผลการศึกษาความสัมพันธ์โดยใช้วิธีทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient) วิธีทดสอบสมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross – sectional regression) และทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยแสดงเป็นจำนวนบริษัทภายในช่วงของความสัมพันธ์นั้น ๆ ส่วนที่สองผลการศึกษาลักษณะอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างจากกลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่มเปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์อื่น ๆ

4.1 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้น กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

4.1.1 ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่ใช้ทดสอบ

ภายหลังจากคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดเพิ่ม ตามวิธีที่ได้เสนอไว้ในบทที่ 3 แล้ว ในส่วนนี้เป็นการบรรยายถึงลักษณะทางสถิติที่สำคัญของตัวแปรต้นและตัวแปรตามที่ใช้เป็นข้อมูลสำหรับการทดสอบ เพื่อดูการกระจายและความเหมาะสมของข้อมูลก่อนที่จะนำไปทดสอบโดยใช้การวิเคราะห์จากสมการถดถอยซึ่งจะเป็นการวิเคราะห์ในส่วนต่อไป ขอบเขตของการศึกษาใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 – 2544 รวม 3 ปี ของทุกบริษัทจดทะเบียน จำนวน 203 บริษัท ยกเว้น กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco)

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลเชิงสถิติประกอบด้วย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic value added: EVA) มูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA) ต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of debt : k_D) ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity : k_E) ค่าของทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted average cost of capital : WACC) และตัวแปรที่นำมาทดสอบ ประกอบไปด้วย ตัวแปรตาม – อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาที่ t (Stock return: Ret_t) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาที่ $t+1$ (Stock return: Ret_{t+1}) และตัวแปรอิสระ – มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ต่อสินทรัพย์รวม ($EVA_t/Capital_t$) มูลค่าตลาดเพิ่ม ($MVA_t/Capital_t$) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Return on asset: ROA_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on sale: ROS_t) ณ สิ้นปีที่ t แยกเป็นรายอุตสาหกรรม รวม 22 อุตสาหกรรม (ยกเว้น กลุ่มบริการเฉพาะกิจจำนวน 1 บริษัท กลุ่มเครื่องมือเครื่องจักรจำนวน 2 บริษัท และกลุ่มอัญมณีจำนวน 2 บริษัท) พบว่า ค่าเฉลี่ยของ EVA ในกลุ่มบรรจุภัณฑ์มีค่าสูงที่สุด เนื่องจากโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทภายในอุตสาหกรรมประเภทนี้มีการใช้ต้นทุนเงินทุน (Capital charge : $Invested\ capital \times Cost\ of\ capital$) ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมประเภทอื่น รองลงมา ได้แก่ กลุ่มคลังสินค้า และกลุ่มการแพทย์ ตามลำดับ ส่วนกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยของ EVA ต่ำที่สุด ได้แก่ กลุ่มพลังงานเพราะบริษัทในกลุ่มพลังงานส่วนใหญ่มีการใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมากและเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงจึงทำให้บริษัทภายในกลุ่มพลังงานมีค่า $Invested\ capital$ และ k_E ที่ค่อนข้างสูง ค่ามัธยฐานของ EVA ที่สูงที่สุด คือ กลุ่มเยื่อกระดาษและกระดาษ รองลงมา คือ กลุ่มเกษตร และต่ำสุด คือ กลุ่มสื่อสาร นอกจากนั้นยังพบว่า บริษัทในกลุ่มพลังงานมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ EVA สูงที่สุด แสดงให้เห็นถึงการกระจายตัวของ EVA ของบริษัทในกลุ่มพลังงานนั้นมีสูงมาก โดยพบช่วงของข้อมูลที่มีตั้งแต่ 1,714 ล้านบาท จนถึง -390,690 ล้านบาท ในขณะที่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ EVA ที่ต่ำที่สุด คือ กลุ่มการแพทย์ ในส่วนของ MVA พบว่า กลุ่มสื่อสาร มีค่าเฉลี่ยของ MVA ที่สูงที่สุด เนื่องจากโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทภายในกลุ่มนี้มีมูลค่าตลาดที่สูงมากจึงทำให้เมื่อหักมูลค่าตลาดของบริษัทด้วยเงินทุนทั้งหมดของบริษัทแล้วยังให้ค่าที่เป็นบวกอยู่ตามมาด้วย กลุ่มบันเทิงและสันทนาการ และกลุ่มพลังงาน ส่วนกลุ่มธุรกิจการเกษตรนั้นพบว่ามีค่าเฉลี่ยของ MVA ที่ต่ำที่สุด ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ MVA ที่สูงที่สุด ได้แก่ กลุ่มสื่อสาร เนื่องจากความกว้างของช่วงข้อมูลมีมาก ตามมาด้วย กลุ่มพลังงานและกลุ่มบันเทิงและสันทนาการ ตามลำดับ และต่ำสุดคือ กลุ่มธุรกิจการแพทย์ ทางด้าน k_D พบว่า กลุ่มขนส่งจะมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด เนื่องจากว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มนี้ถูกจัดให้อยู่ในประเภทบริษัทที่มีความเสี่ยงในการก่อหนี้ที่สูงมาก และมีแนวโน้มที่กำลังมีปัญหา (Rating D ถึง B)

ตารางที่ 4.1

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าทางสถิติที่สำคัญ ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แยกเป็นรายอุตสาหกรรม จำนวน 22 อุตสาหกรรม สำหรับบรรยายลักษณะของตัวแปรที่ทำการศึกษา เมื่อ FCF คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน Invested capital คือ เงินทุนทั้งหมดของกิจการ K_0 คือ ค่าของทุนในส่วนต้นทุนของหนี้ K_e คือ ค่าของทุนในส่วนต้นทุนของเจ้าของ WACC คือ ค่าของทุนของกิจการ EVA คือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ คำนวณจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินลงทุนของบริษัท (Weighted average cost of capital \times Invested capital) MVA คือ มูลค่าตลาดเพิ่ม คำนวณจากมูลค่าตลาดรวมของบริษัทลบด้วยเงินลงทุนทั้งหมดของบริษัท (Total market value of firm – Invested capital) $Capital_t$ คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท รวม ROA_t คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ROE_t คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ROS_t คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ณ เวลาสั้นปีที่ t Ret_t คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ คิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นสามัญภายในระยะเวลา 1 ปีรวมกับรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน (เงินสดปันผล) Ret_{t+1} คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคตตั้งแต่เดือนก.ค. ณ ปีที่ t+2 ถึง เดือนมิ.ย. ณ ปีที่ t+3 ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 203 บริษัท ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) ระหว่างปี พ.ศ. 2542 – 2544

ประเภทอุตสาหกรรม	ตัวแปร					สิ่งก่อสร้าง					เคมีภัณฑ์				
	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)															
FCF	-5.198	665.343	74.186	910.850	-3,633.814	936.363	5,662.394	48.089	20,926.260	- 16,227.063	4.473	1,997.887	69.799	2,909.473	- 9,259.303
Invested Capital	3,745.437	9,371.719	1,228.778	46,537.334	367.326	22,314.451	54,588.955	3,121.296	248,332.875	575.039	9,054.517	8,878.850	7,704.899	28,125.382	266.279
K_0 (%)	7.054	1.822	6.279	13.269	5.446	10.037	3.607	9.817	14.032	4.200	9.016	3.166	8.971	14.032	5.500
K_e (%)	10.248	4.104	9.370	26.240	3.520	12.995	3.491	13.255	23.970	8.180	11.865	3.559	12.090	18.790	5.970
WACC (%)	8.855	2.687	8.182	19.618	5.553	11.372	2.459	11.824	14.627	7.274	10.696	2.926	9.904	17.073	6.237
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)															
EVA	-303.531	1233.840	-13.549	633.912	-6941.120	- 1,629.060	4,712.666	- 297.514	8,294.178	- 19,822.187	- 1,059.440	2,464.368	- 67.262	716.167	- 10,855.251
MVA	-1,044.576	3,650.670	-137.540	1,243.602	-20,405.689	- 25.540	7,684.358	- 338.228	33,217.680	- 23,380.910	- 433.291	2,259.210	- 279.551	5,554.720	- 7,434.044
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ															
EVA/ $Capital_t$	-0.057	0.270	-0.108	0.841	-0.392	- 0.084	0.137	- 0.088	0.228	- 0.492	- 0.079	0.139	- 0.055	0.096	- 0.705
MVA/ $Capital_t$	-0.057	0.271	-0.108	0.841	-0.393	- 0.129	0.309	- 0.107	0.826	- 0.698	- 0.155	0.242	- 0.156	0.460	- 0.531
ROA _t	0.109	0.086	0.091	0.403	-0.052	0.003	0.094	0.008	0.284	- 0.330	- 0.003	0.077	0.008	0.140	- 0.151
ROE _t	0.182	0.141	0.174	0.500	-0.300	0.026	1.065	0.038	6.492	- 1.988	- 0.187	0.509	0.023	0.209	- 1.784
ROS _t	0.071	0.075	0.046	0.419	-0.031	- 0.037	0.196	0.021	0.295	- 0.655	- 0.058	0.241	0.014	0.153	- 1.083
Ret _t (%)	39.457	97.832	22.388	450.000	-72.335	26.121	85.319	10.998	238.710	- 77.206	21.044	70.889	6.849	252.941	- 70.000
Ret _{t+1} (%)	16.070	79.961	-3.846	326.098	-90.988	43.249	100.821	8.478	366.988	- 88.737	20.503	45.867	15.190	150.485	- 55.155
จำนวนบริษัท	17	17	17	17	17	15	15	15	15	15	11	11	11	11	11

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	พาณิชย์					สื่อสาร					เครื่องใช้ไฟฟ้า				
	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ตัวแปร	เลขคณิต	มาตรฐาน				เลขคณิต	มาตรฐาน				เลขคณิต	มาตรฐาน			
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)															
FCF	-194.279	1,258.715	60.691	1,526.099	-5,337.052	-1,484.394	7,087.645	-42.004	8,735.674	-18,934.794	32.551	570.346	234.593	804.019	-1,318.971
Invested Capital	5,678.309	4,437.482	7,125.808	11,513.475	300.308	27,888.821	24,846.388	21,372.010	79,627.890	1,004.793	2,800.437	1,087.376	2,872.774	4,717.020	1,306.085
K _D (%)	7.440	2.756	6.130	14.025	5.645	8.740	3.210	8.190	14.032	3.920	10.789	3.614	13.269	14.032	5.645
K _E (%)	10.857	3.339	10.350	19.750	5.400	16.065	3.439	16.245	20.910	9.720	11.796	3.349	11.260	17.680	7.110
WACC (%)	9.564	2.375	9.328	15.227	5.418	11.828	2.717	11.562	17.303	5.420	11.435	2.910	12.001	16.159	6.558
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)															
EVA	-762.013	1,331.832	-215.665	423.523	-5,996.133	-4,741.416	7,988.945	-1,330.274	3,189.837	-25,618.735	-283.853	632.497	-98.940	314.851	-1,873.384
MVA	253.992	2,399.729	-58.460	5,853.127	-4,876.316	15,104.121	28,772.162	4,381.577	95,756.260	-32,391.280	-656.024	696.854	-359.864	482.660	-1,982.509
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ															
EVA/Capital _t	-0.048	0.150	-0.035	0.177	-0.528	-0.124	0.165	-0.121	0.206	-0.537	-0.059	0.138	-0.034	0.070	-0.424
MVA/Capital _t	-0.065	0.250	-0.022	0.304	-0.562	0.358	0.731	0.195	2.930	-0.518	-0.199	0.188	-0.152	0.148	-0.489
ROA _t	0.042	0.067	0.050	0.218	-0.126	0.031	0.105	0.022	0.399	-0.101	0.001	0.078	0.011	0.106	-0.207
ROE _t	-0.673	4.784	0.105	2.323	-24.477	-0.168	0.847	0.011	1.259	-3.358	-0.052	0.311	0.027	0.260	-0.801
ROS _t	0.035	0.097	0.034	0.343	-0.264	0.057	0.472	0.063	2.068	-0.662	0.012	0.066	0.007	0.117	-0.100
Ret _t (%)	34.326	88.930	20.976	340.000	-76.446	43.350	167.869	-26.626	760.000	-90.064	14.905	61.771	-2.083	133.333	-76.190
Ret _{t+1} (%)	18.508	47.064	12.500	136.364	-80.288	-23.027	38.106	-26.235	85.484	-91.860	4.437	42.255	-4.348	105.301	-42.857
จำนวนบริษัท	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	5	5	5	5	5

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อ
ยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	หุ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์					พลังงาน					บันเทิง				
	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
	ตัวแปร เลขคณิต	มาตรฐาน				ตัวแปร เลขคณิต	มาตรฐาน				ตัวแปร เลขคณิต	มาตรฐาน			
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)															
FCF	413.407	1,796.498	-19.135	7,036.302	-1,108.306	889.572	2,966.825	214.145	8,096.673	-1,108.306	78.874	772.796	41.971	1,815.047	-2,115.826
Invested Capital	5,061.842	4,283.533	4,811.135	16,112.722	570.582	23,524.605	24,540.181	13,710.662	69,266.525	570.582	3,294.401	1,834.539	3,026.191	6,668.015	991.800
K_D (%)	8.208	3.185	6.279	14.032	5.645	9.398	3.413	9.129	14.032	5.645	10.378	3.340	9.823	14.032	5.645
K_E (%)	13.259	3.003	13.260	18.340	8.760	12.259	3.284	13.140	16.750	8.760	14.324	5.225	13.290	32.170	7.560
WACC (%)	11.231	2.934	10.173	17.850	7.283	10.596	3.032	10.827	15.839	7.283	12.747	2.776	13.019	17.051	7.539
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)															
EVA	-157.184	1,503.032	-448.544	5,549.271	-1,403.998	-51,546.304	119,435.511	-209.755	2,475.555	-1,403.998	-340.251	821.042	-227.778	1,472.846	-2,730.217
MVA	2,971.010	9,076.675	-326.761	29,224.294	-12,471.449	4,082.832	14,745.697	-350.076	53,698.175	-12,471.449	6,770.588	12,636.160	776.290	33,912.817	-736.332
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ															
EVA/Capital_t	-0.124	0.169	-0.106	0.225	-0.462	-1.848	4.202	-0.072	0.175	-0.462	-0.105	0.160	-0.081	0.182	-0.629
MVA/Capital_t	0.276	0.886	-0.206	2.153	-0.500	-0.043	0.336	-0.026	1.006	-0.500	0.815	1.536	0.185	4.201	-0.666
ROA_t	0.078	0.112	0.062	0.266	-0.151	0.030	0.091	0.042	0.264	-0.151	-0.071	0.165	-0.082	0.188	-0.375
ROE_t	0.150	0.179	0.129	0.441	-0.170	0.047	0.272	0.102	0.419	-0.170	-0.230	0.403	-0.171	0.212	-1.208
ROS_t	0.052	0.130	0.071	0.274	-0.317	0.114	0.181	0.041	0.586	-0.317	-0.216	0.529	-0.126	0.402	-1.566
Ret_t (%)	8.108	75.036	-14.872	180.822	-85.586	11.743	52.201	9.201	128.571	-85.586	-2.258	60.570	-24.535	150.000	-74.040
Ret_{t+1} (%)	-24.740	36.720	-29.784	73.333	-86.250	19.476	60.274	12.924	171.038	-86.250	1.692	52.414	-11.382	126.950	-87.933
จำนวนบริษัท	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	อาหาร					การแพทย์					โรงแรม					
	ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย เลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย เลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย เลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																
FCF		1.494	985.682	78.706	1,033.048	- 6,537.169	29.010	72.325	39.727	172.310	- 173.444	-21.420	336.770	24.527	648.987	-1,022.507
Invested Capital		1,936.963	2,183.482	1,241.188	11,984.409	118.263	736.059	572.746	500.417	1,975.571	285.639	3,460.241	2,212.865	4,066.527	8,261.127	712.998
K _D (%)		8.062	2.979	6.279	14.032	5.554	8.600	2.707	8.329	14.032	5.645	8.617	3.427	6.279	14.032	5.645
K _E (%)		10.800	4.424	10.010	35.770	6.480	9.645	3.677	9.420	19.080	4.500	11.499	6.095	9.710	42.070	5.850
WACC (%)		9.788	2.531	9.489	17.865	6.344	9.512	2.620	9.680	14.503	4.556	10.758	4.113	9.429	27.839	5.812
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																
EVA		- 250.259	1,099.410	- 29.714	676.482	- 7,336.745	- 37.199	93.414	- 4.764	54.507	- 370.287	-399.450	439.620	-277.727	132.483	-1,506.808
MVA		- 27.029	1,009.061	-78.070	4,710.912	- 2,032.247	- 289.731	226.697	- 193.149	- 19.737	- 821.426	-105.790	1,359.596	-150.216	2,079.425	-4,018.815
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ																
EVA/Capital _t		- 0.066	0.180	- 0.044	0.323	- 0.672	- 0.033	0.095	- 0.008	0.112	- 0.267	-0.128	0.233	-0.093	0.097	-1.327
MVA/Capital _t		- 0.110	0.283	- 0.087	0.435	- 0.610	- 0.358	0.118	- 0.383	-0.032	- 0.498	0.178	0.578	-0.043	1.971	-0.485
ROA _t		0.062	0.080	0.068	0.253	- 0.142	0.016	0.052	0.014	0.112	- 0.116	0.034	0.107	0.041	0.259	-0.336
ROE _t		0.124	0.661	0.106	3.893	- 1.978	0.012	0.116	0.026	0.138	- 0.332	0.445	2.017	0.086	11.682	-0.834
ROS _t		0.044	0.090	0.052	0.254	- 0.299	- 0.015	0.147	0.029	0.117	- 0.488	-0.030	0.692	0.118	1.803	-3.034
Ret _t (%)		21.631	76.668	7.342	269.048	- 81.345	20.933	47.781	13.636	106.977	- 85.625	27.246	66.276	11.522	294.833	-46.341
Ret _{t+1} (%)		19.352	55.273	8.667	165.947	- 86.600	65.335	76.322	39.766	288.235	- 3.415	25.110	67.902	8.508	360.000	-28.205
จำนวนบริษัท		16	16	16	16	16	7	7	7	7	7	12	12	12	12	12

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ มูลค่าตลาดของบริษัท อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	ของใช้ในครัวเรือน					อื่น ๆ					บรรจุภัณฑ์					
	ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
	เลขคณิต	มาตรฐาน				เลขคณิต	มาตรฐาน				เลขคณิต	มาตรฐาน				
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																
FCF	131.411	389.410	168.939	833.925	-847.707	19.170	90.944	10.804	208.000	-139.166	57.175	361.303	36.793	398.466	-89.026	
Invested Capital	2,496.189	2,508.574	1,825.124	7,881.235	422.857	930.043	614.121	567.782	1,827.469	469.859	510.061	1,581.878	1,037.765	985.381	194.074	
K _b (%)	9.646	3.596	8.908	14.032	5.645	9.751	3.381	9.288	14.032	5.645	8.648	3.062	9.288	14.025	5.645	
K _e (%)	12.441	3.970	11.845	19.390	5.510	9.564	2.541	9.220	13.840	5.400	16.491	7.674	13.190	50.870	5.910	
WACC (%)	10.833	2.888	10.209	14.716	5.521	10.467	2.511	10.464	13.718	7.109	15.072	7.118	11.150	45.945	6.056	
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																
EVA	-144.091	530.043	-33.090	303.925	-1,937.188	-90.185	137.811	-67.269	164.270	-244.090	-16.728	411.850	-45.501	251.491	-436.159	
MVA	-509.233	1,200.728	-56.485	602.620	-3,561.874	-154.965	248.493	-93.802	93.252	-497.352	-241.676	281.695	-154.047	-149.491	-369.921	
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ																
EVA/Capital _t	-0.008	0.174	-0.025	0.337	-0.371	-0.060	0.121	-0.112	0.209	-0.204	-0.057	0.161	-0.040	0.238	-0.340	
MVA/Capital _t	-0.067	0.327	-0.054	0.672	-0.541	-0.064	0.178	-0.119	0.178	-0.269	-0.425	0.265	-0.148	-0.276	-0.702	
ROA _t	0.045	0.151	0.015	0.426	-0.159	0.053	0.067	0.030	0.164	-0.007	0.041	0.066	0.030	0.129	-0.033	
ROE _t	-1.524	8.649	0.051	7.244	-35.458	0.066	0.077	0.057	0.190	-0.025	0.069	0.572	0.079	0.229	-0.043	
ROS _t	-0.001	0.165	0.031	0.248	-0.331	0.034	0.042	0.032	0.108	-0.015	0.030	0.102	0.037	0.108	-0.063	
Ret _t (%)	73.769	173.145	44.767	691.304	-70.811	49.853	62.244	43.902	150.000	-28.571	43.331	64.751	27.202	127.778	-48.780	
Ret _{t-1} (%)	72.695	134.609	34.104	455.147	-60.684	14.249	76.848	48.780	159.211	-62.437	23.731	298.073	32.997	91.071	-17.864	
จำนวนบริษัท	6	6	6	6	6	3	3	3	3	3	9	9	9	9	9	

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ มูลค่าตลาดของบริษัท อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	การพิมพ์					พัฒนาอสังหาริมทรัพย์					เยื่อกระดาษ					
	ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย เลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย เลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย เลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																
FCF		-40.280	324.890	33.779	290.585	-1,294.088	94.718	876.676	20.249	2,666.048	-1,668.513	1,563.225	2,646.479	1,514.554	5,555.762	-4,667.860
Invested Capital		1,364.369	1,626.344	832.685	5,964.453	231.717	6,806.111	6,848.846	4,603.442	26,446.715	350.298	18,348.482	12,804.478	15,383.772	35,934.673	5,497.973
K _D (%)		8.472	3.358	6.279	14.032	4.900	10.535	3.114	9.823	16.754	4.856	9.202	3.170	9.129	14.032	5.645
K _E (%)		11.493	4.222	10.840	23.660	6.650	15.241	3.196	15.095	23.930	9.210	9.799	1.991	9.130	12.680	7.160
WACC (%)		10.726	3.187	10.045	16.568	6.577	12.059	2.488	12.030	17.182	6.787	9.749	2.426	8.946	13.349	6.878
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																
EVA		-181.280	472.289	-30.379	147.244	-1,844.881	-702.583	1,022.824	-412.728	1,613.087	-4,586.416	-118.128	2,937.172	317.449	3,901.793	-8,348.982
MVA		-147.533	637.270	-72.938	1,105.470	-1,613.660	47.576	2,046.206	-259.367	10,626.916	-3,174.160	1,877.313	4,970.117	-485.711	14,793.901	-3,064.780
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ																
EVA/Capital _t		-0.059	0.113	-0.073	0.140	-0.380	-0.117	0.215	-0.107	0.504	-0.667	0.002	0.123	0.020	0.167	-0.264
MVA/Capital _t		-0.134	0.458	-0.116	1.053	-0.939	-0.046	0.285	-0.082	0.894	-0.541	0.021	0.225	-0.067	0.572	-0.203
ROA _t		0.046	0.067	0.066	0.153	-0.111	-0.029	0.118	-0.021	0.307	-0.409	0.053	0.103	0.025	0.277	-0.102
ROE _t		0.012	0.257	0.077	0.278	-1.021	-0.072	1.562	-0.068	8.950	-3.967	0.095	0.244	0.107	0.507	-0.401
ROS _t		0.042	0.100	0.074	0.142	-0.294	-0.242	1.139	-0.093	4.101	-5.569	0.060	0.183	0.048	0.410	-0.287
Ret _t (%)		31.814	49.661	22.516	152.424	-30.769	38.774	106.169	12.666	448.276	-77.632	19.231	36.437	23.989	83.333	-44.595
Ret _{t-1} (%)		23.495	40.825	20.674	119.231	-44.322	60.549	119.292	20.625	420.115	-100.596	27.485	35.488	27.027	88.820	-21.176
จำนวนบริษัท		8	8	8	8	8	15	15	15	15	15	4	4	4	4	4

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อ
ยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	เสื้อผ้า					ขนส่ง					
	ตัวแปร	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
	มาตรฐาน					มาตรฐาน					
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)											
FCF	115.770	474.260	60.417	1,345.516	-1,961.114	408.516	1,816.257	5.866	4,863.708	-2,085.230	
Invested Capital	3,761.563	5,282.856	1,445.747	20,983.366	349.404	14,448.759	18,861.606	3,136.929	50,270.214	535.005	
K_D (%)	8.391	3.133	6.279	14.032	5.645	11.757	2.743	13.269	14.032	5.645	
K_E (%)	11.730	5.578	10.575	34.730	5.090	12.969	1.893	13.350	15.450	8.530	
WACC (%)	10.119	3.202	9.490	20.144	5.539	12.366	1.819	13.257	14.179	9.202	
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)											
EVA	-276.266	877.589	-61.909	560.816	-4,885.972	-1,390.642	1,844.500	-819.585	98.211	-7,060.771	
MVA	-928.080	1,605.336	-479.938	485.036	-7,446.117	-635.346	2,942.932	-111.171	2,551.691	-8,486.700	
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ											
$EVA_t/Capital_t$	-0.032	0.099	-0.039	0.172	-0.231	-0.247	0.404	-0.116	0.190	-1.430	
$MVA_t/Capital_t$	-0.219	0.140	-0.210	0.091	-0.510	-0.063	0.143	-0.055	0.124	-0.279	
ROA_t	0.032	0.074	0.053	0.152	-0.148	-0.027	0.074	-0.016	0.104	-0.195	
ROE_t	0.046	0.198	0.105	0.361	-0.519	0.616	2.725	-0.003	10.411	-0.815	
ROS_t	0.015	0.086	0.045	0.149	-0.290	-0.080	0.235	-0.027	0.167	-0.808	
Ret_t (%)	33.060	64.573	15.192	257.692	-57.647	10.134	61.153	-7.500	127.632	-67.568	
Ret_{t+1} (%)	4.521	59.883	4.939	152.727	-55.914	5.138	42.464	5.455	79.661	-63.793	
จำนวนบริษัท	16	16	16	16	16	5	5	5	5	5	

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อ ยอดขาย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	ยานยนต์					คลังสินค้า				
	ตัวแปร	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบน	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด
	มาตรฐาน					มาตรฐาน				
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)										
FCF	-8.340	276.598	63.212	444.733	-495.883	24.410	47.769	37.143	84.860	-59.381
Invested Capital	1,719.695	390.033	1,730.461	2,301.292	1,036.878	521.935	322.519	368.186	1,055.856	281.331
K_D (%)	6.018	0.283	6.130	6.279	5.645	7.437	2.660	6.130	14.025	5.645
K_E (%)	11.905	7.041	10.385	32.820	6.370	11.892	3.472	10.830	17.740	7.500
WACC (%)	10.884	6.267	9.097	29.294	6.298	10.886	2.806	10.192	15.174	7.368
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)										
EVA	-200.853	323.053	-56.035	184.231	-748.838	-33.544	71.390	-7.972	35.575	-217.584
MVA	-548.147	676.952	-635.748	1,298.837	-1,424.737	-175.162	256.217	-169.744	284.720	-627.230
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ										
$EVA_t/Capital_t$	-0.082	0.119	-0.031	0.061	-0.264	-0.052	0.130	-0.013	0.109	-0.319
$MVA_t/Capital_t$	-0.231	0.236	-0.268	0.435	-0.484	-0.208	0.443	-0.401	0.872	-0.564
ROA_t	0.083	0.058	0.069	0.213	0.012	0.053	0.102	0.057	0.189	-0.152
ROE_t	0.122	0.076	0.120	0.275	0.018	0.060	0.128	0.074	0.234	-0.187
ROS_t	0.086	0.054	0.077	0.195	0.012	0.148	0.293	0.300	0.360	-0.508
Ret_t (%)	33.572	82.236	9.665	208.824	-46.032	26.717	70.087	4.785	192.857	-62.778
Ret_{t+1} (%)	5.044	53.230	18.469	72.477	-82.061	26.188	54.717	22.938	125.000	-44.444
จำนวนบริษัท	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4

รองลงมาคือ กลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า และกลุ่มบันเทิงและสันทนาการตามลำดับ และต่ำสุด คือ กลุ่มพาหนะและอุปกรณ์ เนื่องจากบริษัททั้งหมดภายในกลุ่มพาหนะและอุปกรณ์จัดอยู่ในกลุ่มของลูกค้าชั้นดีมีความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ (Rating BBB ถึง AAA) นอกจากนั้นยังพบว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ k_D จากกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า มีค่าสูงที่สุด ในขณะที่ต่ำที่สุดคือ กลุ่มพาหนะและอุปกรณ์ กลุ่มสื่อสารมีค่าเฉลี่ยของ k_E สูงที่สุด รองลงมาคือ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสองประเภท มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบค่อนข้างสูง ส่วนกลุ่มเวชภัณฑ์และเครื่องสำอางมีค่าเฉลี่ยของ k_E ต่ำที่สุด ในขณะที่ค่า k_E ของกลุ่มบรรจุภัณฑ์มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงที่สุด

จากการวิเคราะห์ลักษณะทางสถิติของตัวแปรที่นำมาใช้ในการทดสอบสมการถดถอย (EVA/Capital, MVA/Capital, ROA, ROE, ROS) ภายในระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 – 2544 จำนวน 203 บริษัท ดังตารางที่ 4.2 พบว่า ROE มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงที่สุดรองลงมา คือ EVA/Capital MVA/Capital ROS และ ROA ตามลำดับ ROA มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตสูงที่สุด ตามมาด้วย ROS ROE (ตัวแปรทั้ง 2 ให้ค่าที่เท่ากัน) MVA/Capital และ EVA/Capital ตามลำดับ และ ROE มีค่ามัธยฐานสูงที่สุด ตามมาด้วย ROS ROA (ตัวแปรทั้ง 2 ให้ค่าที่เท่ากัน) EVA/Capital และ MVA/Capital ตามลำดับ นอกจากนั้นพบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว Ret_t และ Ret_{t+1} ของบริษัทในช่วงเวลา 3 ปีที่ทำการศึกษามีค่าเป็นบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสภาพตลาดหลักทรัพย์ในขณะนั้นเริ่มมีทิศทางที่ดีขึ้นนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ นอกจากนั้นยังพบว่าค่าเฉลี่ยเลขคณิตของ EVA ภายในช่วงเวลา 3 ปี มีค่าตั้งแต่ -2,279 ล้านบาท ถึง -1,520 ล้านบาท และ MVA มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตตั้งแต่ 167 ล้านบาท ถึง 2,160 ล้านบาท อย่างไรก็ตามพบว่า ค่าเฉลี่ยเลขคณิตและค่ามัธยฐานของ EVA เป็นค่าที่ติดลบทั้งสิ้น แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทจดทะเบียนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้เหนือไปกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัทได้ จึงเท่ากับว่าเป็นการลดมูลค่าของบริษัทและทำลายความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น นอกจากนั้นยังพบว่า บริษัทที่มี EVA ติดลบ แต่ MVA กลับมีค่าเป็นบวกแสดงว่าบริษัทมีโอกาสที่จะเติบโตในอนาคต ส่วนบริษัทที่มี EVA เป็นบวก แต่ MVA กลับมีค่าเป็นลบ อาจเป็นไปได้ว่าแม้บริษัทจะสามารถทำกำไรทางเศรษฐศาสตร์ได้ดี แต่หุ้นของบริษัทนั้นอาจเป็นหุ้นที่นักลงทุนไม่ค่อยให้ความสนใจ และสำหรับบริษัทที่มี EVA และ MVA ติดลบทั้งคู่แสดงว่า Grant (1996) บริษัทที่ให้ EVA เป็นลบในปัจจุบัน จะส่งผลต่อข้อมูลของบริษัทในอนาคตที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากนักลงทุนได้รับรู้ถึงมูลค่าของ Residual return ที่ต่ำกว่าต้นทุนของบริษัทแล้ว

ตารางที่ 4.2

ข้อมูลเชิงสถิติของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย รวมทุกบริษัท

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าทางสถิติที่สำคัญ ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อบรรยายลักษณะของตัวแปรที่ทำการศึกษา เมื่อ FCF คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน Invested capital คือ เงินทุนทั้งหมดของกิจการ K_b คือ ค่าของทุนในส่วนต้นทุนของหนี้ K_e คือ ค่าของทุนในส่วนต้นทุนของเจ้าของ WACC คือ ค่าของทุนของกิจการ EVA คือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ คำนวณจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนของบริษัท (Free cash flow – (Weighted average cost of capital × Invested capital)) MVA คือ มูลค่าตลาดเพิ่ม คำนวณจากมูลค่าตลาดรวมของบริษัทลบด้วยเงินทุนทั้งหมดของบริษัท (Total market value of firm – Invested capital) Capital_t คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท รวม ROA_t คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ROE_t คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ROS_t คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ณ เวลาสิ้นปีที่ t Ret_t คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ คัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นสามัญภายในระยะเวลา 1 ปีรวมกับรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน (เงินสดปันผล) Ret_{t-1} คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคตตั้งแต่เดือนก.ค. ณ ปีที่ t+2 ถึง เดือนมิ.ย. ณ ปีที่ t+3 ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 203 บริษัท กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) ระหว่างปี พ.ศ. 2542 – 2544

	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต				ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน				ค่ามัธยฐาน				ค่าสูงสุด				ค่าต่ำสุด			
	2542	2543	2544	2542-2544	2542	2543	2544	2542-2544	2542	2543	2544	2542-2544	2542	2543	2544	2542-2544	2542	2543	2544	2542-2544
ส่วนประกอบของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																				
FCF	-74.10	199.38	159.06	94.78	21,48.96	2,222.00	2,918.907	2,453.65	49.72	30.29	65.85	49.72	15,796.80	20,926.26	16,224.04	20,926.26	-16,227.06	-18,762.99	-18,934.79	-18934.79
Invested Capital	72,53.12	73,64.07	7,374.08	7,330.43	17,289.90	20242.24	19,590.857	19,052.64	1,953.34	1764.52	1,890.93	1,878.76	188,066.58	248,332.88	230,682.19	248,332.88	118.26	240.06	194.07	118.26
K_b (%)	9.55	9.05	7.89	8.83	3.22	3.28	2.972	3.23	8.99	8.76	5.65	8.07	14.03	16.75	13.27	16.75	4.20	3.92	4.55	3.92
K_e (%)	13.13	13.31	10.22	12.22	5.03	4.73	3.338	4.64	12.18	12.63	9.44	11.51	50.87	42.07	21.15	50.87	5.60	3.52	4.50	3.52
WACC (%)	11.66	11.22	9.19	10.69	3.83	2.93	2.689	3.36	11.03	10.52	8.41	10.14	45.95	27.88	17.07	45.95	5.90	5.55	4.56	4.56
มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (ล้านบาท)																				
EVA	-2,027.66	-2,278.99	-1,520.38	-1,942.35	18,760.23	27,249.37	18,299.783	21,795.17	-117.12	-154.64	-52.95	-97.50	34,437.29	42,251.46	44,576.56	44,576.56	-266,743.95	-390,690.17	-257,738.96	-390690.17
MVA	2,160.16	424.13	167.21	917.17	11,715.46	6,815.98	5,445.855	8,466.40	-139.19	-242.47	-178.67	-180.56	95,756.26	68,533.29	33,711.42	95,756.26	-11,679.07	-23,380.91	-32,391.28	-32391.28
ตัวแปรที่ใช้ทดสอบ																				
EVA _t /Capital _t	-0.12	-0.15	-0.10	-0.12	0.66	0.94	0.703	0.78	-0.07	-0.08	-0.03	-0.06	0.84	0.84	0.86	0.86	-9.19	-13.47	-9.77	-13.47
MVA _t /Capital _t	0.02	-0.10	-0.07	-0.05	0.59	0.45	0.450	0.50	-0.09	-0.16	-0.10	-0.12	4.20	4.05	4.16	4.20	-0.89	-0.94	-0.80	-0.94
ROA _t	0.01	0.03	0.05	0.03	0.11	0.10	0.090	0.10	0.02	0.04	0.05	0.04	0.40	0.40	0.43	0.43	-0.41	-0.34	-0.34	-0.41
ROE _t	-0.19	0.10	0.05	-0.01	2.59	1.01	2.003	1.98	0.05	0.08	0.10	0.08	8.95	10.41	11.68	11.68	-35.46	-1.78	-24.48	-35.46
ROS _t	-0.09	0.03	0.04	-0.01	0.56	0.39	0.274	0.42	0.02	0.04	0.05	0.04	2.07	4.10	0.64	4.10	-5.57	-1.36	-3.03	-5.57
Ret _t (%)	60.69	-15.12	44.34	29.97	94.16	48.06	90.197	86.48	41.30	-23.08	26.28	12.93	760.00	269.05	691.30	760.00	-85.63	-85.59	-90.06	-90.06
Ret _{t-1} (%)	-2.29	48.24	37.28	27.74	46.33	142.12	72.288	98.15	-6.17	23.81	22.73	8.85	288.24	1636.11	372.89	1636.11	-100.60	-91.86	-80.29	-100.60
MV _t /Capital _t	1.04	0.90	0.95	0.96	0.64	0.45	0.450	0.52	0.91	0.85	0.89	0.88	6.697	5.30	5.17	6.70	0.27	0.13	0.177	0.13
จำนวนบริษัท	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203

4.1.2 ผลของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient)

ใช้การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สนใจควบคู่ไปกับการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) เพื่อให้ทราบว่าการพยากรณ์ตัวแปรตามโดยตัวแปรอิสระจากสมการถดถอยที่ได้มีความถูกต้องมากน้อยเพียงใด โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามซึ่งประกอบไปด้วย Ret_t และ Ret_{t+1} กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ EVA/Capital, MVA/Capital, ROA, ROE และ ROS จำนวนกลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 203 บริษัท ซึ่งการศึกษาในส่วนนี้จะศึกษาถึงความสัมพันธ์โดยรวมของทุกบริษัท และแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งเป็น 6 อุตสาหกรรมใหญ่ตามที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 การแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมเกิดจากการรวมอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกันและประกอบธุรกิจที่คล้ายคลึงกัน

ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ จำนวน 203 บริษัท พบว่า อัตราส่วนทางบัญชี ซึ่งได้แก่ ROS มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับ Ret_t สูงที่สุด (0.039) รองลงมาคือ ROA EVA และ MVA (0.035, 0.015, 0.01) ตามลำดับ โดยลักษณะของความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับ Ret_t แต่กลับพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่าง Ret_t กับ ROE (-0.058) อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่าง Ret_t กับ EVA และ MVA นั้นไม่คงที่ในบางปี โดยพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่าง Ret_t กับ EVA MVA ในบางปี แตกต่างจาก ROA และ ROS ที่แสดงความสัมพันธ์เป็นบวกกับ Ret_t ตลอด 3 ปี ซึ่งผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นแสดงว่าอัตราส่วนทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นมากกว่ามาตรวัดที่นำความมั่งคั่งไปสู่ผู้ถือหุ้น ซึ่งก็คือ EVA และ MVA จากนั้นพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง Ret_{t+1} กับตัวแปรอิสระ พบว่า ROA มีสหสัมพันธ์ที่สูงกับ Ret_{t+1} ภายในช่วงเวลา 3 ปีที่ทำการศึกษา โดยแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต รองลงมาคือ ROS, MVA/Capital และ EVA/Capital ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงของมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัท ณ เวลาปัจจุบันมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหุ้นในอนาคตที่เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ROA ที่ยืนยันความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลตอบแทนหุ้นในอนาคตคงที่ตลอด และพบสิ่งที่น่าสนใจจากการศึกษาในครั้งนี้ คือ พบความสัมพันธ์ที่สูงระหว่าง MVA/Capital กับ ROA เมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น (0.125) แตกต่างจากกรณีของ EVA/Capital ที่กลับแสดงความสัมพันธ์กับ MVA/Capital ที่น้อยมาก ซึ่งผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นแตกต่างจากทฤษฎี เนื่องจากโดยทฤษฎีแล้ว MVA มีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของ EVA ที่

ตารางที่ 4.3

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ของทุกบริษัทจดทะเบียนโดยวิธี Pearson Correlation coefficient

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation coefficient) ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน (Ret_t) ผลตอบแทนหุ้นในอนาคต (Ret_{t+1}) (ภายในระยะเวลา 1 ปี) ณ สิ้นปีที่ t กับ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA_t) มูลค่าตลาดเพิ่ม (MVA_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on sale: ROS_t) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 203 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 – 2544

ปี พ.ศ. 2542							ปี พ.ศ. 2543							ปี พ.ศ. 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544							
Ret_t	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_t	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_t	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		
Ret_t	1	0.059	-0.029	0.036	0.046	0.104	Ret_{t+1}	1	-0.009	-0.022	-0.088	0.033	-0.051	Ret_t	1	0.069	-0.063	0.057	-0.009	0.012		Ret_t	1	-0.084	0.002	0.104	-0.168	0.081
EVA_t		1	0.006	0.174	0.043	0.075	EVA_t		1	0.012	0.157	0.036	0.051	EVA_t		1	0.028	0.117	0.002	0.021		EVA_t		1	-0.004	0.211	0.066	0.078
MVA_t			1	0.080	-0.019	0.003	MVA_t			1	0.125	-0.008	0.015	MVA_t			1	0.153	0.042	0.056		MVA_t			1	0.223	0.008	0.063
ROA_t				1	0.191	0.673	ROA_t				1	0.084	0.644	ROA_t				1	0.163	0.613		ROA_t				1	-0.137	0.660
ROE_t					1	0.137	ROE_t					1	0.046	ROE_t					1	0.175		ROE_t					1	-0.315
ROS_t						1	ROS_t						1	ROS_t						1		ROS_t						1

ปี พ.ศ. 2542							ปี พ.ศ. 2543							ปี พ.ศ. 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544							
Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		
Ret_{t+1}	1	0.048	-0.132	-0.019	0.063	-0.058	Ret_{t+1}	1	-0.017	0.016	-0.118	0.077	-0.047	Ret_{t+1}	1	-0.022	0.062	-0.037	-0.033	0.002		Ret_{t+1}	1	-0.009	-0.022	-0.088	0.033	-0.051
EVA_t		1	0.006	0.174	0.043	0.075	EVA_t		1	0.028	0.117	0.002	0.021	EVA_t		1	-0.004	0.211	0.066	0.078		EVA_t		1	0.012	0.157	0.036	0.051
MVA_t			1	0.080	-0.019	0.003	MVA_t			1	0.153	0.042	0.056	MVA_t			1	0.223	0.008	0.063		MVA_t			1	0.125	-0.008	0.015
ROA_t				1	0.191	0.673	ROA_t				1	0.163	0.613	ROA_t				1	-0.137	0.660		ROA_t				1	0.084	0.644
ROE_t					1	0.137	ROE_t					1	0.175	ROE_t					1	-0.315		ROE_t					1	0.046
ROS_t						1	ROS_t						1	ROS_t						1		ROS_t						1

เกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้ง 2 จึงน่าจะสูงเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น

ต่อมาแยกทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละตัวเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม รวม 6 กลุ่มอุตสาหกรรมใหญ่ ผลลัพธ์จากตารางที่ 4.4 พบว่า อัตราส่วนทางบัญชีแสดงความสัมพันธ์ที่สูงกับผลตอบแทนหุ้นของบริษัทเหนือกว่า EVA เกือบทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มพลังงานและกลุ่มพาณิชย์ที่พบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สูงที่สุดระหว่าง EVA/Capital กับ Ret_t (เท่ากับ 0.344 และ 0.206 ตามลำดับ) นอกจากนั้นพบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สูงและเป็นลบระหว่าง Ret_{t+1} กับ MVA/Capital โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน ภาคสื่อสาร (-0.165) ภาคพลังงาน (-0.162) ภาคก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (-0.161) และภาคพาณิชย์ (-0.11) จึงเป็นไปได้ที่ MVA อาจมีความเกี่ยวข้องกับราคาตลาดของหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) และพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่าง Ret_{t+1} กับตัวแปรอิสระอื่นที่ใช้ทดสอบนั้นมีค่าเป็นลบ สอดคล้องกับผลของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากตารางที่ 4.3 อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรบางตัวที่ทำการศึกษาในครั้งนี้แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ต่ำ จึงยังไม่สามารถสรุปผลของความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นได้อย่างชัดเจน

กล่าวโดยสรุปสำหรับผลจากตารางที่ 4.3 และ 4.4 ได้ว่านักลงทุนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้ให้ความสำคัญกับตัวเลขที่มาจาก EVA และ MVA จึงสะท้อนออกมาในรูปของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางบัญชี

4.1.3 การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression analysis)

จากการทดสอบข้างต้น พบว่า ทั้ง EVA และ MVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันและในอนาคตได้มากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชี ต่อมาเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับ EVA/Capital, MVA/Capital, ROA, ROE และ ROS โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อยืนยันว่า EVA/Capital หรือ MVA/Capital สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าตลาดของบริษัทได้มากไปกว่า ROA ROE ROS หรือไม่ โดยทั้ง EVA และ MVA ถูกหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท (Capital) ซึ่งถือเป็นการปรับค่าของตัวแปรด้วยขนาดของบริษัทก่อนที่จะนำมาทดสอบเพื่อทำให้ตัวแปรทั้ง 2 เหมาะสมขึ้น พร้อมทั้งแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) ค่า T – Statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่าสัมประสิทธิ์ตัวกำหนด

ตารางที่ 4.4

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ของกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 6 กลุ่ม โดยวิธี Pearson Correlation coefficient

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation coefficient) ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน (Ret_t) ผลตอบแทนหุ้นในอนาคต (Ret_{t+1}) (ภายในระยะเวลา 1 ปี) ณ ต้นปีที่ t กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA_t) มูลค่าตลาดเพิ่ม (MVA_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE_t) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on sale: ROS_t) แยกเป็นรายอุตสาหกรรม จำนวน 6 กลุ่ม ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 – 2544

กลุ่มที่ 1 เคมภัณฑ์และเวชภัณฑ์

ปี พ.ศ. 2542 - 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544						
	Ret_t	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t
Ret_t	1	-0.001	0.134	0.273	0.262	0.198	Ret_{t+1}	1	0.102	-0.005	-0.084	-0.335	0.010
EVA_t		1	-0.082	0.433	0.157	0.550	EVA_t		1	-0.082	0.433	0.157	0.550
MVA_t			1	-0.218	-0.160	-0.236	MVA_t			1	-0.218	-0.160	-0.236
ROA_t				1	0.405	0.806	ROA_t				1	0.405	0.806
ROE_t					1	0.329	ROE_t					1	0.329
ROS_t						1	ROS_t						1

กลุ่มที่ 2 เกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตร

ปี พ.ศ. 2542 - 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544						
	Ret_t	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t
Ret_t	1	0.236	0.203	0.344	0.136	0.219	Ret_{t+1}	1	-0.134	-0.085	-0.141	0.093	-0.057
EVA_t		1	0.039	0.489	0.209	0.442	EVA_t		1	0.039	0.489	0.209	0.442
MVA_t			1	0.248	0.094	0.063	MVA_t			1	0.248	0.094	0.063
ROA_t				1	0.478	0.798	ROA_t				1	0.478	0.798
ROE_t					1	0.418	ROE_t					1	0.418
ROS_t						1	ROS_t						1

กลุ่มที่ 3 ก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ปี พ.ศ. 2542 - 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544						
	Ret_t	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t		Ret_{t+1}	EVA_t	MVA_t	ROA_t	ROE_t	ROS_t
Ret_t	1	-0.112	0.165	0.066	-0.047	-0.053	Ret_{t+1}	1	-0.114	-0.161	-0.135	0.033	-0.047
EVA_t		1	-0.051	0.226	-0.006	0.129	EVA_t		1	-0.051	0.226	-0.006	0.129
MVA_t			1	0.123	0.007	-0.113	MVA_t			1	0.123	0.007	-0.113
ROA_t				1	0.017	0.765	ROA_t				1	0.017	0.765
ROE_t					1	0.026	ROE_t					1	0.026
ROS_t						1	ROS_t						1

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

ความสัมพันธ์สัมพัทธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ของกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 6 กลุ่ม โดยวิธี Pearson Correlation coefficient

กลุ่มที่ 4 พาณิชย์

ปี พ.ศ. 2542 - 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544						
Ret _t	EVA _t	MVA _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t		Ret _{t+1}	EVA _t	MVA _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t	
Ret _t	1	0.206	0.004	0.144	0.087	0.125	Ret _{t+1}	1	0.092	-0.110	-0.005	-0.001	0.075
EVA _t		1	0.048	0.536	0.367	0.397	EVA _t		1	0.048	0.536	0.367	0.397
MVA _t			1	0.063	-0.022	0.012	MVA _t			1	0.063	-0.022	0.012
ROA _t				1	0.079	0.762	ROA _t				1	0.079	0.762
ROE _t					1	0.065	ROE _t					1	0.065
ROS _t						1	ROS _t						1

กลุ่มที่ 5 พลังงาน

ปี พ.ศ. 2542 - 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544						
Ret _t	EVA _t	MVA _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t		Ret _{t+1}	EVA _t	MVA _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t	
Ret _t	1	0.344	0.141	0.276	-0.118	0.167	Ret _{t+1}	1	0.068	-0.162	-0.028	-0.124	-0.038
EVA _t		1	0.072	0.335	0.080	0.151	EVA _t		1	0.072	0.335	0.080	0.151
MVA _t			1	0.219	0.149	0.258	MVA _t			1	0.219	0.149	0.258
ROA _t				1	-0.138	0.834	ROA _t				1	-0.138	0.834
ROE _t					1	-0.072	ROE _t					1	-0.072
ROS _t						1	ROS _t						1

กลุ่มที่ 6 สื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์

ปี พ.ศ. 2542 - 2544							ปี พ.ศ. 2542 - 2544						
Ret _t	EVA _t	MVA _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t		Ret _{t+1}	EVA _t	MVA _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t	
Ret _t	1	-0.013	0.235	-0.144	-0.521	-0.521	Ret _{t+1}	1	0.005	-0.165	-0.005	0.031	0.034
EVA _t		1	0.060	0.359	0.118	0.191	EVA _t		1	0.060	0.359	0.118	0.191
MVA _t			1	0.372	0.158	0.456	MVA _t			1	0.372	0.158	0.456
ROA _t				1	0.549	0.679	ROA _t				1	0.549	0.679
ROE _t					1	0.532	ROE _t					1	0.532
ROS _t						1	ROS _t						1

ที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R²) ของแต่ละตัวแบบ (Model) ซึ่ง Adjusted R² ใช้วัดระดับความสัมพันธ์โดยเน้นที่ปริมาณความผิดพลาดในการพยากรณ์ค่าของตัวแปรตาม (ผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัท) นอกจากนี้แสดงค่า P – Value เพื่อยืนยันความมีนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปร โดยนำตัวแปรอิสระดังกล่าว (EVA/Capital, MVA/Capital, ROA, ROE และ ROS) มาทดสอบกับผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าตลาดของบริษัทที่ละตัว

การทดสอบแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ได้แก่ 1. ทดสอบการถดถอยโดยรวมของทุกบริษัท (203 บริษัท) และ 2. ทดสอบการถดถอยโดยแยกทดสอบเป็น 6 อุตสาหกรรมใหญ่ ผลจากตารางที่ 4.5 เป็นการทดสอบการถดถอยของทุกบริษัท จำนวน 203 บริษัท พบว่า อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาเดียวกันได้มากกว่า EVA และ MVA ภายในช่วงเวลา 3 ปีที่ทำการศึกษา ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาจากวิธี Pearson correlation coefficient โดย ROE สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาปัจจุบันได้มากที่สุด เนื่องจาก ROE ให้ค่า Adjusted R² ที่สูงที่สุด คือ 0.183% รองลงมาคือ ROS (-0.01%) ROA (-0.037%) EVA (-0.137%) และ MVA (-0.147%) ตามลำดับ ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยดังต่อไปนี้

Makelainen (1998) กล่าวว่า การเพิ่มขึ้นของ EVA จนได้ค่าที่เป็นบวกนั้นบริษัทจำเป็นต้องสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เหนือกว่าต้นทุนทั้งหมดที่บริษัทสร้างขึ้น ซึ่งการกระทำดังกล่าวยากกว่าการทำให้กำไรเพิ่มขึ้นจนเป็นบวก เนื่องจากตัวเลขทางบัญชีจะเป็นบวกได้นั้นก็การเพียงแค่สร้างกำไรให้มากกว่าต้นทุนของบริษัท ซึ่งต้นทุนทางบัญชีจะครอบคลุมเพียงต้นทุนจากดอกเบี้ยจ่ายซึ่งเป็นเพียงต้นทุนในส่วนของเจ้าหนี้เท่านั้น อีกทั้งตัวเลขที่มาจาก EVA และ MVA นั้นถือเป็นข้อมูลที่มีความซับซ้อน ดังนั้นทำให้ตลาดสามารถตอบสนองถึงการเพิ่มของตัวเลขทางบัญชีและสะท้อนมาที่ราคาตลาดได้ง่ายกว่าการที่นักลงทุนจะมาพิจารณาถึงการเพิ่มของ EVA และ MVA หรือกล่าวได้ว่านักลงทุนให้ความสนใจกับตัวเลขทางบัญชีมากกว่าที่จะพิจารณาจาก EVA และ MVA โดยไม่ได้คำนึงถึงว่าตัวเลขทางบัญชียุทธศาสตร์นั้นสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างแท้จริงหรือไม่

Biddle, Bowen และ Wallace (1997) และ Makelainen (1998) กล่าวว่า EVA ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันได้ดีนัก เนื่องจากการประเมินมูลค่าของบริษัทเกิดจากการคิดผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ (อาจอยู่ในรูปของเงินปันผลจ่าย, FCF หรือ

ตารางที่ 4.5

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายของทุกบริษัท โดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวกำหนดที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R²) ของตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัว ที่มีต่อตัวแปรตาม (Y_{it}) ซึ่งประกอบไปด้วยผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Ret_{it}) และผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญ (Ret_{it+1}) โดยใช้สมการดังนี้ :

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} EVA_{it} / Capital_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} MVA_{it} / Capital_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} ROA_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} ROE_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} ROS_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544																					
		ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ.2542 - 2544				
ตัวแปรตาม (Y _{it}):		<i>EVA/Asset</i>	<i>MVA/Asset</i>	<i>ROA_t</i>	<i>ROE_t</i>	<i>ROS_t</i>	<i>EVA/Asset</i>	<i>MVA/Asset</i>	<i>ROA_t</i>	<i>ROE_t</i>	<i>ROS_t</i>	<i>EVA/Asset</i>	<i>MVA/Asset</i>	<i>ROA_t</i>	<i>ROE_t</i>	<i>ROS_t</i>	<i>EVA/Asset</i>	<i>MVA/Asset</i>	<i>ROA_t</i>	<i>ROE_t</i>	<i>ROS_t</i>
Ret _t	Coefficeint	0.085	-0.047	0.316	0.017	0.177	0.035	-0.068	0.277	-0.004	0.015	-0.107	0.004	1.048	-0.076**	0.266	0.017	0.018	0.303	-0.026	0.079
	T-Stat	(0.850)	(-0.425)	(0.514)	(0.664)	(1.513)	(0.993)	(-0.917)	(0.824)	(-0.134)	(0.174)	(-1.209)	(0.025)	(1.514)	(-2.463)	(1.166)	(0.372)	(0.256)	(0.876)	(-1.468)	(0.969)
	P-Value	0.397	0.671	0.608	0.507	0.132	0.322	0.360	0.411	0.894	0.862	0.228	0.980	0.132	0.015	0.245	0.710	0.798	0.381	0.143	0.333
	Adjusted R ² (%)	-0.133	-0.394	-0.353	-0.268	61.370	-0.006	-0.076	-0.154	-0.472	-0.466	0.221	-0.481	0.614	2.367	0.172	-0.137	-0.147	-0.037	0.183	-0.010
Ret _{t+1}	Coefficeint	0.054	-0.166*	-0.135	0.018	-0.077	-0.026	0.049	-1.700*	0.109	-0.175	-0.015	0.065	-0.191	-0.008	0.003	-0.012	-0.044	-0.869**	0.016	-0.119
	T-Stat	(0.690)	(-1.914)	(-0.281)	(0.911)	(-0.841)	(-0.250)	(0.224)	(-1.712)	(1.112)	(-0.679)	(-0.322)	(0.896)	(-0.531)	(-0.472)	(0.022)	(-0.225)	(-0.555)	(-2.202)	(0.815)	(-1.283)
	P-Value	0.491	0.057	0.779	0.363	0.401	0.803	0.823	0.0883	0.268	0.498	0.748	0.372	0.596	0.638	0.983	0.822	0.579	0.028	0.415	0.200
	Adjusted R ² (%)	-0.251	1.259	-0.442	-0.081	-0.140	-0.451	-0.457	0.916	0.113	-0.259	-0.431	-0.095	-0.345	0.373	-0.481	-0.151	-0.110	0.608	-0.053	0.103
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง		209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209

* , ** , *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% , 95% , 99% ตามลำดับ

แม้กระทั่ง EVA) ดังนั้น EVA ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของ EVA ที่เกิดขึ้นในอนาคต ทำให้แม้ว่า EVA จะเป็นตัววัดที่ดีสำหรับผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ (Economic profit) แต่ในความเป็นจริงแล้ว EVA อาจไม่ใช่ตัววัดที่ดีกว่ากำไร ในแง่ที่ว่ากำไรนั้นสามารถใช้เป็นตัวทำนายกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคต เช่น Free cash flow (FCF) ได้ดีกว่าการใช้ FCF ในอดีตมาพยากรณ์ หรือแม้กระทั่งใช้ทำนาย EVA ในอนาคตได้ดีกว่าการใช้ค่า EVA ในอดีตมาพยากรณ์

Biddle, Bowen และ Wallace (1997) และ (1999) กล่าวว่า ความพยายามที่จะปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อให้ได้ตัวเลขที่เหมาะสมสำหรับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ เช่น การจัดรายการทางบัญชีที่ไม่ใช่เงินสดออกจากการคำนวณ EVA และ MVA การกระทำดังกล่าวอาจเป็นการจัดรายการที่นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลสำหรับอ้างอิงเกี่ยวกับสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท เช่น รายการพึงรับพึงจ่าย (Accrual) จึงทำให้ EVA และ MVA แม้ว่าจะเหมาะสมสำหรับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ แต่อาจลดความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหุ้นลงไป , Capital charge ซึ่งเป็นส่วนประกอบของ EVA ที่นอกเหนือจากกำไรทางบัญชี อาจเป็นสิ่งที่ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการอธิบายผลตอบแทนหุ้น เนื่องจากตลาดอาจประมาณค่าของทุนของบริษัทแตกต่างไปจากการข้อมูลค่าของทุนของงานวิจัยนี้ หรือแม้กระทั่งตลาดอาจยังไม่รับรู้ข้อมูลส่วนเพิ่มของ EVA ที่นอกเหนือไปกำไรทางบัญชีภายในช่วงที่ทำการศึกษา เช่น รายการค่าของทุน หรือรายการปรับปรุงทางบัญชี

ต่อมาศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นในอนาคตรายปี (คำนวณผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตจาก วันที่ 1 กรกฎาคม ณ ปีที่ $t+1$ นับจากสิ้นปีนั้น ๆ (ปีที่ t) ถึง 30 มิถุนายน ณ ปีที่ $t+2$ ในปีถัดไป) กับ EVA MVA ROA ROE ROS เพื่อให้เห็นตลาดหุ้นได้รับรู้ข้อมูลของบริษัทและเพื่อขจัดปัญหาที่บริษัทจดทะเบียนส่งงบการเงินแก่ตลาดหลักทรัพย์ล่าช้า ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นเป็นไปได้ในลักษณะเดียวกันกับเมื่อใช้ตัวแปรตามเป็นผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาปัจจุบัน ซึ่งก็คือ EVA นั้นไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นในอนาคตได้มากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชีไม่ว่าจะแยกพิจารณาเป็นรายปี หรือมองในภาพรวมทั้ง 3 ปีที่ทำการศึกษา แต่พบว่า ROA นั้นเป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเพียงตัวเดียวและมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น โดยแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นลบตามมาด้วย ROS ROE MVA และ EVA ตามลำดับ

ผลการศึกษาดังกล่าวทำให้ได้ข้อสรุปว่า นักลงทุนไม่ได้ให้ความสนใจข้อมูลของ EVA และ MVA แม้ว่าจะเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่พยายามจัดรายการรายการที่มีใช้

เงินสด รายการพิเศษอื่น ๆ ที่มีเข้ามาจากการดำเนินงานโดยตรงของบริษัท เพื่อให้ได้มาซึ่งตัวเลขที่เป็นผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างแท้จริง ตลอดจนคำนึงถึงต้นทุนทั้งหมดของบริษัทเพื่อ นำความมั่งคั่งไปสู่ผู้ถือหุ้นสูงสุด แต่นักลงทุนกลับให้ความสนใจเพียงผลการดำเนินงานในรูปของกำไรของกิจการเท่านั้น ว่าในปีหนึ่ง ๆ บริษัทมีผลการดำเนินงานที่เป็นกำไรหรือขาดทุนเท่าไร โดยไม่ได้ให้ความสนใจว่ากำไรที่บริษัททำให้อาจมาจากการผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทหรือมีคุณภาพหรือไม่ และตลาดอาจยังไม่รับรู้ข้อมูลส่วนเพิ่มของ EVA ที่นอกเหนือไปกว่ากำไรภายใน ช่วงที่ทำการศึกษานอกจากนั้นการสร้าง EVA และ MVA ให้เป็นบวกได้นั้นบริษัทจำเป็นต้องสร้างผลตอบแทนแก่นักลงทุนให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท จึงทำให้ตลาดตอบสนองต่อตัวเลขดังกล่าวได้ช้ากว่าทำให้ตัวเลขทางบัญชีจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากกว่า

ขั้นตอนต่อมาเป็นการวิเคราะห์การถดถอยถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นและมูลค่าตลาดของบริษัท กับ EVA MVA ROA ROE และ ROS โดยจะแยกทดสอบเป็นรายอุตสาหกรรมเพื่อให้สามารถวิเคราะห์สิ่งที่เกิดขึ้นได้อย่างชัดเจนและดูความเหมาะสมของการใช้ EVA และ MVA ภายในอุตสาหกรรมนั้น ๆ ผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 4.6 เป็นการแยกทดสอบแต่ละอุตสาหกรรม รวม 6 อุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเคมีภัณฑ์และเวชภัณฑ์ กลุ่มเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตร กลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มพาณิชย์ กลุ่มพลังงาน และภาคสื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ (รายละเอียดการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมในบทที่ 3) ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปในลักษณะเดียวกันกับผลการศึกษาจากตารางที่ 4.2 ถึง 4.5 คือ อัตราส่วนทางบัญชียังอธิบายผลตอบแทนหุ้นในปัจจุบันและในอนาคตได้มากกว่า EVA MVA โดยผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 4.6 มีดังนี้

EVA และ MVA จากกลุ่มเคมีภัณฑ์และเวชภัณฑ์ไม่แสดงความมีนัยสำคัญในการอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบันและในอนาคต แตกต่างจากภาคเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตรที่พบว่าทั้ง EVA และ MVA ต่างมีนัยสำคัญในการอธิบายผลตอบแทนหุ้น แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของ EVA MVA จากบริษัทภายในอุตสาหกรรมประเภทนี้ มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบันและในอนาคต แต่อย่างไรก็ตามทั้ง EVA และ MVA ยังไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบันได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชี นอกจากนี้ยังพบว่า MVA แสดงความสัมพันธ์ที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญ โดยเฉพาะในภาคก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และภาคเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจาก

ตารางที่ 4.6

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวกำหนดที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R²) ของตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัว ที่มีต่อตัวแปรตาม (Y_{it}) ซึ่งประกอบไปด้วยผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Ret_{it}) และผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญ (Ret_{it+1}) โดยใช้สมการดังนี้ :

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} EVA_{it} / Capital_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} MVA_{it} / Capital_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROA_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROE_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROS_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 1. เคมีภัณฑ์และเวชภัณฑ์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544																					
		ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ. 2542 - 2544				
ตัวแปรตาม (Y _{it}):		EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS	EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS	EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS	EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS
Ret _{it}	Coefficeint	0.260	0.770	2.334	0.224	0.818	1.101	-0.320	2.866***	0.146	1.314***	1.428*	0.026	4.102***	0.726***	1.303**	-0.007	0.348	2.714***	0.368**	0.749*
	T-Stat	(0.353)	(1.451)	(1.105)	(0.855)	(1.370)	(1.354)	(-1.261)	(3.445)	(1.138)	(2.845)	(1.796)	(0.075)	(3.541)	(3.197)	(2.195)	(-0.014)	(1.265)	(2.659)	(2.542)	(1.897)
	P-Value	0.727	0.158	0.279	0.400	0.182	0.187	0.218	0.002	0.265	0.008	0.083	0.941	0.001	0.003	0.037	0.989	0.209	0.009	0.013	0.061
	Adjusted R ² (%)	-3.113	3.670	0.754	-0.935	2.933	2.789	1.991	27.250	1.011	19.659	7.124	-3.551	28.464	24.130	11.637	-1.136	0.669	6.386	5.784	2.835
Ret _{it+1}	Coefficeint	0.550	-0.651**	1.184	0.196	0.435	7.639	1.651	-6.147	-3.057***	-1.356	-1.018	-0.625	-1.254	-0.543	-0.036	1.364	-0.034	-2.299	-1.287***	0.104
	T-Stat	(1.595)	(-2.731)	(1.151)	(1.579)	(1.504)	(1.100)	(0.757)	(-0.740)	(-3.238)	(-0.307)	(-0.762)	(-1.141)	(-0.562)	(-1.312)	(-0.035)	(0.964)	(-0.045)	(-0.795)	(-3.330)	(0.095)
	P-Value	0.122	0.011	0.259	0.126	0.144	0.281	0.456	0.465	0.003	0.761	0.453	0.264	0.578	0.200	0.972	0.338	0.964	0.429	0.001	0.925
	Adjusted R ² (%)	5.051	18.213	1.108	4.899	4.170	0.722	-1.495	1.584	24.648	-3.225	-1.470	1.031	-2.414	2.426	-3.567	-0.079	-1.134	-0.415	10.182	-1.126
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	90	90	90	90	90

* , ** , *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95%, 99% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} EVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} MVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROS_{it} + \epsilon_{it}$$

		ทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 2.เกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตร ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544																			
		ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ.2542 - 2544				
ตัวแปรตาม (Y _{it}):		EVA/Asset,	MVA/Asset,	ROA,	ROE,	ROS,	EVA/Asset,	MVA/Asset,	ROA,	ROE,	ROS,	EVA/Asset,	MVA/Asset,	ROA,	ROE,	ROS,	EVA/Asset,	MVA/Asset,	ROA,	ROE,	ROS,
Ret _t	Coefficient	0.936	0.202	2.396**	0.831**	1.361*	1.833	0.964***	3.766***	0.113	1.356*	-0.351	0.573**	2.882***	0.532**	0.986	1.269***	0.585***	3.055***	0.274*	1.419***
	T-Stat	(1.469)	(0.469)	(2.328)	(2.076)	(1.869)	(2.570)	(3.032)	(4.276)	(0.720)	(1.767)	(-0.616)	(2.171)	(2.998)	(2.145)	(1.300)	(3.181)	(2.705)	(4.861)	(1.830)	(2.942)
	P-Value	0.147	0.641	0.024	0.043	0.067	0.013	0.004	0.000	0.475	0.083	0.5403	0.034	0.004	0.036	0.199	0.002	0.008	0.000	0.069	0.004
	Adjusted R ² (%)	1.991	-1.388	7.199	5.488	4.188	8.953	12.569	23.264	-0.852	3.592	-1.100	6.117	12.294	5.941	1.195	5.036	3.543	11.627	1.347	4.261
Ret _{t-1}	Coefficient	-0.381	-0.203	-1.169	-0.625**	-0.535	0.389	-0.104	-0.851	0.324**	1.088	-0.311	-0.005	0.288	0.011	-0.032	-0.205	-0.460*	-0.202	0.150	-0.303
	T-Stat	(-0.785)	(-0.627)	(-1.468)	(-2.074)	(-0.955)	(0.533)	(-0.312)	(-0.871)	(2.207)	(1.449)	(-0.994)	(-0.033)	(0.509)	(0.075)	(-0.076)	(-0.608)	(-1.766)	(-1.116)	(1.213)	(-0.750)
	P-Value	0.437	0.533	0.148	0.043	0.344	0.597	0.756	0.388	0.031	0.153	0.324	0.974	0.613	0.941	0.940	0.544	0.079	0.266	0.227	0.455
	Adjusted R ² (%)	-0.685	-1.077	1.984	5.472	-0.155	-1.273	-1.609	-0.426	6.357	1.893	-0.020	-1.784	-1.317	-1.776	-1.775	-0.368	1.217	0.143	0.273	-0.255
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง		58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	174	174	174	174	174

*. **. *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%. 95%. 99% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} EVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} MVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} ROS_{it} + \epsilon_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3. ก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544

		ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ.2542 - 2544				
ตัวแปรตาม (Y _{it}):		EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS	EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS	EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS	EVA/Asset	MVA/Asset	ROA	ROE	ROS
Ret _t	Coefficient	0.035	0.106	-0.450	-0.063	-0.107	0.453	0.178	1.612***	0.310***	0.011	-1.387**	0.501	1.808	-0.063	0.498*	-0.502	0.364**	0.536	-0.026	-0.059
	T-Stat	(0.049)	(0.401)	(-0.446)	(-0.821)	(-0.906)	(1.544)	(1.218)	(3.434)	(3.673)	(0.149)	(-2.460)	(1.357)	(1.271)	(-0.937)	(1.832)	(-1.345)	(1.996)	(0.791)	(-0.556)	(-0.629)
	P-Value	0.961	0.690	0.658	0.416	0.370	0.130	0.229	0.001	0.001	0.882	0.018	0.182	0.210	0.353	0.073	0.181	0.048	0.430	0.579	0.530
	Adjusted R ² (%)	-2.169	-1.818	-1.734	-0.698	-0.384	2.857	1.020	18.675	20.997	-2.125	9.704	1.756	1.290	-0.258	4.775	0.563	2.045	-0.262	-0.486	-0.424
Ret _{t-1}	Coefficient	-0.424	-0.432	-0.805	0.175**	-0.003	-0.786	-0.763	-1.302	-0.030	-0.169	-0.459	0.160	-0.979	0.021	-0.121	-0.603	-0.419*	-1.290	0.022	-0.062
	T-Stat	(-0.540)	(-1.519)	(-0.727)	(2.154)	(-0.026)	(-0.759)	(-1.521)	(-0.720)	(-0.090)	(-0.681)	(-1.591)	(0.867)	(-1.399)	(0.623)	(-0.878)	(-1.365)	(-1.939)	(-1.620)	(0.395)	(-0.565)
	P-Value	0.592	0.136	0.471	0.037	0.980	0.451	0.135	0.476	0.928	0.499	0.118	0.390	0.169	0.537	0.384	0.174	0.055	0.108	0.694	0.573
	Adjusted R ² (%)	-1.529	2.708	-1.012	7.191	-2.173	-0.909	2.716	-1.037	-2.156	-1.153	3.158	-0.529	1.994	-1.320	-0.489	0.600	1.892	1.122	-0.594	-0.479
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง		46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	138	138	138	138	138

* , ** , *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% , 95% , 99% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} EVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} MVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROS_{it} + \epsilon_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 4. พาณิชย์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544																					
		ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ. 2542 - 2544				
ตัวแปรตาม (Y _{it}):		EVA/Asset _{it}	MVA/Asset _{it}	ROA _{it}	ROE _{it}	ROS _{it}	EVA/Asset _{it}	MVA/Asset _{it}	ROA _{it}	ROE _{it}	ROS _{it}	EVA/Asset _{it}	MVA/Asset _{it}	ROA _{it}	ROE _{it}	ROS _{it}	EVA/Asset _{it}	MVA/Asset _{it}	ROA _{it}	ROE _{it}	ROS _{it}
Ret _{it}	Coefficient	-0.276	0.038	-0.817	0.017	0.065	1.313**	-0.037	2.075***	-0.011	0.988***	2.301*	-0.051	2.841	0.058	1.827	1.317**	0.005	1.184	0.020	0.455
	T-Stat	(-0.340)	(0.263)	(-0.779)	(0.768)	(0.188)	(2.566)	(-0.391)	(3.557)	(-0.188)	(2.990)	(1.905)	(-0.198)	(1.664)	(1.198)	(1.562)	(2.375)	(0.043)	(1.642)	(0.986)	(1.415)
	P-Value	0.735	0.794	0.440	0.447	0.852	0.014	0.698	0.001	0.852	0.005	0.064	0.844	0.104	0.238	0.126	0.019	0.966	0.103	0.326	0.160
	Adjusted R ² (%)	-2.15	-2.267	-0.945	-0.985	-2.351	11.735	-2.059	21.714	-2.351	15.894	5.889	-2.341	4.041	1.024	3.318	3.498	-0.766	1.309	-0.022	0.777
Ret _{t-1}	Coefficient	0.994	-0.193	1.636	-0.028	0.610	0.906	-0.026	-0.475	0.509***	-0.157	0.203	-0.074	-0.290	0.004	-0.007	0.471	-0.104	-0.032	0.000	0.217
	T-Stat	(-1.207)	(-1.318)	(-1.544)	(-1.261)	(-1.764)	(-0.911)	(-0.147)	(-0.391)	(-6.951)	(-0.236)	(-0.536)	(-0.959)	(-0.549)	(-0.247)	(-0.020)	(-1.047)	(-1.246)	(-0.056)	(-0.006)	(-0.844)
	P-Value	0.234	0.195	0.130	0.215	0.085	0.368	0.884	0.698	0.000	0.815	0.595	0.343	0.587	0.807	0.984	0.297	0.215	0.956	0.995	0.400
	Adjusted R ² (%)	1.076	1.726	3.192	1.385	4.788	-0.408	-2.385	-2.059	52.974	-2.300	-1.727	-0.189	-1.697	-2.287	-2.438	0.074	0.429	-0.785	-0.787	-0.225
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง		43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	129	129	129	129	129

*, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95%, 99% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} EVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} MVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} ROS_{it} + \epsilon_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 5. พลังงาน ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544																					
		ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ. 2542 - 2544				
ตัวแปรตาม (Y _{it}):		EVA/Asset _t	MVA/Asset _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t	EVA/Asset _t	MVA/Asset _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t	EVA/Asset _t	MVA/Asset _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t	EVA/Asset _t	MVA/Asset _t	ROA _t	ROE _t	ROS _t
Ret _t	Coefficient	1.263	-0.489	-2.423	-0.050	-1.517	0.732	0.218	1.889*	-0.008	0.415	0.518	0.955*	2.666*	0.309	0.704	0.834**	0.338	2.008*	-0.048	0.539
	T-Stat	(1.104)	(-0.788)	(-0.819)	(-0.063)	(-1.065)	(1.667)	(0.434)	(2.032)	(-0.237)	(1.106)	(1.467)	(1.958)	(2.110)	(0.587)	(0.927)	(2.405)	(0.937)	(1.881)	(-0.779)	(1.109)
	P-Value	0.289	0.445	0.428	0.951	0.306	0.119	0.672	0.063	0.816	0.289	0.166	0.072	0.055	0.567	0.371	0.021	0.354	0.067	0.440	0.273
	Adjusted R ² (%)	1.536	2.780	-2.407	-7.659	0.954	11.283	-6.158	18.272	-7.229	1.576	7.610	16.827	19.786	-4.913	-1.019	9.810	-0.280	5.454	-0.902	0.523
Ret _{t-1}	Coefficient	1.106	-0.019	1.188	0.819	-0.011	1.243	0.319	0.548	-0.049	0.138	0.061	-0.107	-0.004	-0.109	0.145	0.135	-0.317	-0.168	-0.041	-0.102
	T-Stat	(1.129)	(-0.034)	(0.460)	(1.294)	(-0.009)	(1.517)	(0.344)	(0.280)	(-0.776)	(0.192)	(0.228)	(-0.282)	(-0.004)	(-0.290)	(0.261)	(0.447)	(-1.076)	(-0.185)	(-0.818)	(-0.252)
	P-Value	0.279	0.973	0.653	0.218	0.993	0.153	0.737	0.784	0.452	0.851	0.823	0.783	0.997	0.776	0.797	0.657	0.287	0.854	0.418	0.802
	Adjusted R ² (%)	1.919	-7.683	-5.967	4.592	-7.692	8.503	-6.724	-7.045	-2.923	-7.389	-7.264	-7.039	-7.692	-7.000	-7.129	-1.852	0.359	-2.244	-0.759	-2.175
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง		15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	45	45	45	45	45

* , ** , *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95%, 99% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย แยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional regression)

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} EVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} MVA_{it} / Capital_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} ROS_{it} + \epsilon_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 6. สื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544

ตัวแปรตาม (Y_{it}):	ปี พ.ศ. 2542					ปี พ.ศ. 2543					ปี พ.ศ. 2544					ปี พ.ศ. 2542 - 2544					
	$EVA/Asset_t$	$MVA/Asset_t$	ROA_t	ROE_t	ROS_t	$EVA/Asset_t$	$MVA/Asset_t$	ROA_t	ROE_t	ROS_t	$EVA/Asset_t$	$MVA/Asset_t$	ROA_t	ROE_t	ROS_t	$EVA/Asset_t$	$MVA/Asset_t$	ROA_t	ROE_t	ROS_t	
Ret_t	Coefficient	-2.761	0.121	-2.423	-0.050	-1.517	0.352	-0.063	0.416	0.295	0.275	0.225	-0.066*	0.300	-0.100	-0.304	-0.097	0.408*	-1.841	-1.070***	-0.322
	T-Stat	(-0.869)	(0.313)	(-0.819)	(-0.063)	(-1.065)	(0.552)	(-0.356)	(0.573)	(1.704)	(0.779)	(0.423)	(-0.265)	(0.171)	(-0.271)	(-0.357)	(-0.098)	(1.887)	(-1.140)	(-4.772)	(-0.665)
	P-Value	0.396	0.758	0.428	0.951	0.306	0.587	0.726	0.574	0.105	0.445	0.677	0.794	0.866	0.789	0.724	0.922	0.064	0.256	0.000	0.509
	Adjusted R ² (%)	-1.241	-4.722	-2.407	-7.659	0.954	-3.601	-4.567	-3.477	8.699	-1.999	-4.279	-4.874	-5.100	-4.858	-4.560	-1.623	3.968	0.482	25.988	-0.909
Ret_{t-1}	Coefficient	0.917	-0.104	-0.578	0.011	0.034	0.034*	-0.275	0.026	0.002	-0.006	-0.007	-0.071	1.188	0.174	0.367	0.013	-0.091	-0.023	0.020	0.041
	T-Stat	(1.039)	(-0.981)	(-0.605)	(0.092)	(0.164)	(-0.050)	(-1.567)	(0.034)	(0.009)	(-0.017)	(-0.020)	(-0.457)	(1.123)	(0.764)	(0.699)	(0.041)	(-1.306)	(-0.042)	(0.242)	(0.264)
	P-Value	0.312	0.339	0.552	0.928	0.872	0.961	0.134	0.973	0.993	0.986	0.984	0.653	0.275	0.454	0.493	0.967	0.196	0.966	0.809	0.793
	Adjusted R ² (%)	0.394	-0.188	-3.271	-5.216	-5.115	-5.115	6.785	-5.257	-5.263	-5.262	-5.261	-4.118	1.289	-2.128	-2.620	-1.637	1.127	-1.636	-1.542	-1.523
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	63	63	63	63	63

*, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95%, 99% ตามลำดับ

การเกษตร Yook และ McCabe (2001) กล่าวว่าเป็นไปได้ว่า MVA ที่ต่ำจะแสดงถึงราคาตลาดของหุ้นที่แตกต่างจากมูลค่าที่แท้จริง (Miss priced) โดยบริษัทที่มี MVA ต่ำแสดงถึงการใช้เงินทุนที่ไม่เหมาะสมในปัจจุบันแต่เมื่อมองไปในอนาคตแล้วจะให้ผลตอบแทนที่ดีขึ้น จึงส่งผลต่อราคาหุ้นที่มีโอกาสเพิ่มขึ้นได้ในอนาคต หรือกล่าวได้ว่า บริษัทที่มี MVA ต่ำนั้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาตลาดของหุ้นสามัญที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

สิ่งที่น่าสนใจ คือการที่ EVA ในกลุ่มพลังงานและกลุ่มพาณิชย์ สามารถอธิบาย ผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบัน ได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชี โดย EVA แสดงความสัมพันธ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ และ MVA ของบริษัทในกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบันมากที่สุด โดยแสดงความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญสาเหตุของสิ่งที่เกิดขึ้นจากการทดสอบแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น เนื่องจากปัจจัยที่นักลงทุนใช้เพื่อพิจารณาในอุตสาหกรรมแต่ละประเภทมีความแตกต่างกัน เช่น ในกลุ่มพลังงาน McCormack และ Gow (2001) กล่าวว่าธุรกิจประเภทนี้ตลาดจะสนใจเกี่ยวกับค่าของทุนของบริษัท และพยายามที่จะลดความผิดรูปทางบัญชี (Accounting distortion) นอกจากนี้ยังให้ความสนใจกับการเติบโตและขนาดของการลงทุนของกิจการ ซึ่งจากลักษณะของธุรกิจที่เป็น Capital intensive และมีความแตกต่างระหว่างช่วงเวลาของเงินลงทุนและช่วงเวลาของรายได้ที่เกิดขึ้นทำให้ตัวเลขทางบัญชียังไม่สามารถใช้ได้ดีนักสำหรับธุรกิจประเภทนี้ แต่สำหรับแนวคิดของ EVA ยิ่งบริษัทที่มีการลงทุนและสร้างผลตอบแทนจากเงินลงทุนให้เกิดขึ้น ย่อมจะเป็นประโยชน์สำหรับการนำแนวคิด EVA มาใช้ และจะเป็นประโยชน์ต่อการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าตัวเลขอื่น ซึ่งผลการศึกษาจากสมการถดถอยแสดงให้เห็นว่าตัวเลขจาก EVA ในกลุ่มพลังงานนั้นสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นในปัจจุบันได้มากที่สุดและมีนัยสำคัญทางสถิติ (Adjusted $R^2 = 9.81\%$) สอดคล้องกับงานวิจัยของ McCormack และ Vytheeswaran (1998) อย่างไรก็ตามพบว่าตัวแปรที่เป็นส่วนประกอบของ EVA ทั้ง FCF และ Capital charge (t-stat เท่ากับ 1.959 และ -1.7927 ตามลำดับ) นั้นสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นในปัจจุบันและมีนัยสำคัญทางสถิติ

ส่วนกลุ่มพาณิชย์ เมื่อพิจารณาแล้วพบว่า FCF เพียงตัวเดียวเท่านั้นที่แสดงความมีนัยสำคัญทางสถิติ (t-stat เท่ากับ 2.266) แต่สำหรับ Capital กลับไม่แสดงความมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อแยกส่วนประกอบของ FCF ก็พบว่า NOPAT เป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนหุ้น (t-stat เท่ากับ 2.055) แสดงให้เห็นว่าผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นในกลุ่มพาณิชย์นั้นมีอิทธิพลมาจากตัวเลขทางบัญชี แต่สำหรับข้อมูลของ Capital charge ซึ่งเป็นส่วนประกอบของ EVA ที่นอกเหนือกำไรทางบัญชีกลับไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม อย่างไรก็ตามสำหรับสิ่งที่เกิด

ขึ้นกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบัน กับ MVA ในกลุ่มก่อสร้างและพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ นั้นเนื่องมาจาก ธุรกิจประเภทนี้มีมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ (Market capitalization) จึงทำให้มูลค่าตลาดแสดงความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (t-stat เท่ากับ 1.822) เหนือกว่า Invested capital ซึ่งเมื่อวิเคราะห์ถึงผลลัพธ์ดังกล่าวนี้มาจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาธุรกิจประเภทนี้ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากสถานะเศรษฐกิจที่ถดถอย จึงทำให้นักลงทุนไม่สามารถพิจารณาตัวเลขทางบัญชีจากธุรกิจประเภทนี้ได้ ทำให้การซื้อขายหุ้นในกลุ่มนี้ขึ้นอยู่กับความคาดการณ์ของสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และตามข่าวสารที่เกิดขึ้นมากกว่าการพิจารณาจากตัวเลขผลประกอบการของบริษัท ดังนั้นจึงทำให้ตัวเลขที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีทั้งอัตราส่วนทางบัญชีและ EVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้ภายในช่วงเวลาดังกล่าว ส่งผลให้มูลค่าตลาดของบริษัทซึ่งเป็นสิ่งที่สะท้อนความคาดหมายของนักลงทุนต่อบริษัท แสดงความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นมากกว่า

กล่าวโดยสรุปว่า การแยกทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมยังคงยืนยันว่า EVA MVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่ากำไรทางบัญชี แม้จะมีบางอุตสาหกรรมที่ EVA MVA มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นมากที่สุด แต่ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นก็ยังคงเป็นเพียงส่วนน้อยและมีไม่กี่อุตสาหกรรมเท่านั้น (กลุ่มพลังงาน กลุ่มพาณิชย์ และกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์)

4.1.4 ผลสรุปค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ มูลค่าตลาดของบริษัท กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

ผลสรุปของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในรูปแบบจำนวนบริษัทภายในช่วงความสัมพันธ์ต่าง ๆ แสดงในตารางที่ 4.7 ซึ่งเป็นการสรุปผลของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน และผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคต กับ EVA, MVA, ROA, ROE, ROS จำนวน 203 บริษัท โดยกำหนดช่วงของค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละตัวกับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัท เป็นช่วง ๆ ระหว่าง -100% จนถึง 100% เท่า ๆ กัน แล้วแสดงผลลัพธ์เป็นจำนวนบริษัทที่อยู่ระหว่างช่วงของความสัมพันธ์นั้น ๆ ในตารางที่ 4.7 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาปัจจุบันกับ MVA ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในช่วงระหว่าง 80% ถึง 100% มีจำนวน

ตารางที่ 4.7

ผลสรุปค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย เป็นจำนวนบริษัท

ตารางข้างล่างแสดงผลสรุปของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic value added: EVA) มูลค่าตลาดเพิ่ม (Market value added: MVA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Return on total asset: ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on sale: ROS) ที่แสดงเป็นจำนวนบริษัทที่อยู่ในช่วงของความสัมพันธ์ตั้งแต่ -100% ถึง 100% สำหรับบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 203 บริษัท ระหว่าง พ.ศ. 2542 – 2544

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง	ผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบัน กับ					ผลตอบแทนหุ้นในอนาคต กับ				
	EVA	MVA	ROA	ROE	ROS	EVA	MVA	ROA	ROE	ROS
ระหว่าง 80 ถึง 100 %	43	74	50	46	46	49	44	38	38	34
ระหว่าง 60 ถึง 80 %	24	28	17	20	22	22	18	22	22	27
ระหว่าง 40 ถึง 60 %	17	21	14	14	10	10	10	16	17	14
ระหว่าง 20 ถึง 40 %	18	13	17	20	23	13	10	11	12	17
ระหว่าง 0 ถึง 20 %	14	11	24	23	19	9	17	16	9	16
ระหว่าง -20 ถึง 0 %	12	5	13	15	13	16	15	11	11	9
ระหว่าง -40 ถึง -20 %	10	11	14	11	16	9	12	16	19	10
ระหว่าง -60 ถึง -40 %	7	9	10	10	6	10	17	17	16	15
ระหว่าง -80 ถึง -60 %	20	10	9	12	15	15	28	13	21	19
ระหว่าง -100 ถึง -80 %	38	21	35	32	33	50	32	43	38	42
รวม	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203
ค่าเฉลี่ย (%)	7.80%	35.00%	11.51%	11.92%	10.35%	2.14%	0.94%	0.16%	-0.06%	0.66%
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (%)	70.47%	65.71%	68.24%	67.26%	68.28%	74.18%	70.33%	69.42%	70.02%	69.22%

ถึง 74 บริษัท ซึ่งมีจำนวนสูงสุดเมื่อเทียบกับตัวแปรอื่น รองลงมาคือ ROA (50 บริษัท) ROE และ ROS (46 บริษัท) สุดท้าย คือ EVA (43 บริษัท) นอกจากนั้นจำนวนของบริษัทที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่เป็นลบ (0 % ถึง -100%) สำหรับ EVA นั้นมีสูงถึง 87 บริษัท ซึ่งสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น ได้แก่ ROA, ROE, ROS ที่มีจำนวนบริษัทในช่วงดังกล่าวเท่ากับ 81, 80, 83 ตามลำดับ

ส่วนความสัมพันธ์ระหว่าง EVA, MVA, ROA, ROE, ROS กับผลตอบแทนหุ้นในอนาคตพบว่า ตัวแปรแต่ละตัวมีจำนวนบริษัทเป็นจำนวนมากที่อยู่ในช่วงของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่เป็นลบ ได้แก่ ROE (105), MVA (104), EVA (100), ROA (100), ROS (95) ตามลำดับ ผลลัพธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า EVA ยังคงมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นทั้งในปัจจุบันและอนาคตรองจากอัตราส่วนทางบัญชี

4.2 ลักษณะของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างโดยใช้กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ต่อหุ้น กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่มต่อหุ้น กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงสุด

ขั้นตอนสุดท้ายสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบด้วยบริษัทที่มีค่า EVA ต่อหุ้น และ MVA ต่อหุ้น กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่างกลยุทธ์ที่แตกต่างกัน ซึ่งจัดแบ่งบริษัทตามกลยุทธ์ต่าง ๆ เป็น 4 ควอไทล์ ๆ ละเท่า ๆ กัน และถือครองกลุ่มหลักทรัพย์ภายในช่วงเวลาตั้งแต่ พ.ศ. 2542 - 2544 โดยใช้อัตราผลตอบแทนจาก SET 50 INDEX เป็นกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน พร้อมทั้งแสดงผลตอบแทนที่ถูกรับด้วยค่าความเสี่ยงของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ (Sharp ratio) ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 203 บริษัท ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.8 ได้แสดงอัตราผลตอบแทนรายปีของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน พบว่า กลยุทธ์ที่แบ่งตาม EVA ต่อหุ้น และ MVA ต่อหุ้นสูงสุดนั้นไม่ได้ให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สูงกว่าการเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้กลยุทธ์ในแบบเดิม โดยการถือครองหลักทรัพย์ตามกลยุทธ์ EVA ที่สูง (ควอไทล์ที่ 1) จะมีแนวโน้มการให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์ EVA ที่ต่ำ แต่สำหรับกลยุทธ์ที่แบ่ง MVA ต่อหุ้นสามัญที่ต่ำ (ควอไทล์ที่ 3-4) กลับให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วย MVA ที่สูง (ควอไทล์ที่ 1) สอดคล้องกับผลการศึกษาจากสมการถดถอยที่แสดงให้เห็นว่า MVA ที่

ตารางที่ 4.8

อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างจาก มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาด เพิ่ม กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล

ตารางข้างล่างแสดงอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของกลุ่มหลักทรัพย์ ที่ใช้กลยุทธ์แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ต่อหุ้น กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่มต่อหุ้น กลยุทธ์เพื่อการเติบโต (Growth strategy) และกลยุทธ์สร้างมูลค่า (Value strategy) ที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (B/P) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (E/P) เป็นเกณฑ์ กลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่ละกลยุทธ์แบ่งเป็น 4 ควอไทล์ ๆ ละเท่า ๆ กัน และมีระยะเวลาการถือครองหลักทรัพย์ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 – 2544 และใช้ SET 50 INDEX เป็นอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน สำหรับบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 203 บริษัท

อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ (%)			
	กลยุทธ์ EVA	กลยุทธ์ MVA	กลยุทธ์สร้างมูลค่าและกลยุทธ์ เพื่อการเติบโต ที่แบ่งตาม B/P
Q1 (สูงสุด)	93.999	18.850	102.943
Q2	50.852	32.217	88.505
Q3	39.557	78.150	35.212
Q4 (ต่ำสุด)	16.998	71.106	-9.208
อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ (%)			
	กลยุทธ์สร้างมูลค่าและกลยุทธ์ เพื่อการเติบโต ที่แบ่งตาม E/P	กลยุทธ์การจ่ายเงินปันผล	กลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน SET 50 INDEX
Q1 (สูงสุด)	137.384	48.449	
Q2	61.019	39.436	
Q3	5.569	56.640	-32.24
Q4 (ต่ำสุด)	15.073	45.422	

ตำนาน่าจะมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง นอกจากนั้นยังพบว่า ทุกกลุ่มหลักทรัพย์ต่างให้อัตราผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน (SET 50 INDEX) ทั้งสิ้น โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์สร้างมูลค่าที่แบ่งตาม E/P สูงสุด (ควอไทล์ที่ 1) นั้นให้อัตราผลตอบแทนรายปีของหุ้นสามัญสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์จากกลยุทธ์อื่น ต่อมาพิจารณาความเสี่ยงที่เกิดขึ้นของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ในรูปอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยง (Risk adjusted return) โดยใช้ Sharp ratio เป็นตัววัด ผลการศึกษาจากตารางที่ 4.9 พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่เลือกโดยใช้ กลยุทธ์สร้างมูลค่าที่แบ่งตาม E/P จะให้ Risk adjusted return ที่สูงที่สุด รองลงมา คือ กลยุทธ์ที่แบ่งตาม EVA สูงสุด กลยุทธ์ที่แบ่งตาม B/P สูงสุด และ กลยุทธ์ที่แบ่งตามการจ่ายเงินปันผลสูงสุด

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการลงทุนตามกลยุทธ์ EVA และ MVA นั้นไม่ได้ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงไปกว่าการลงทุนตามกลยุทธ์ที่พิจารณาจากอัตราส่วนทางบัญชีเป็นเกณฑ์ นอกจากนี้ การลงทุนในหุ้นที่มี EVA ต่อหุ้นสูงจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในหุ้นที่มี EVA ต่ำ แต่สำหรับ MVA นั้น หุ้นที่มี MVA ต่อหุ้นต่ำมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นที่มี MVA ต่อหุ้นที่สูงกว่า

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.9

อัตราผลตอบแทนที่ถูกรับด้วยค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม กลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล

ตารางข้างล่างแสดงอัตราผลตอบแทนที่ถูกรับด้วยค่าความเสี่ยง (Sharp ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกลยุทธ์แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ถือหุ้น กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่มถือหุ้น กลยุทธ์เพื่อการเติบโต (Growth strategy) และกลยุทธ์สร้างมูลค่า (Value strategy) ที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (B/P) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (E/P) เป็นเกณฑ์ กลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่ละกลยุทธ์แบ่งเป็น 4 ควอไทล์ ๆ ละเท่า ๆ กัน และมีระยะเวลาการถือครองหลักทรัพย์ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 – 2544 และใช้ SET 50 INDEX เป็นอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน สำหรับบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 203 บริษัท

	Sharp ratios		
	กลยุทธ์ EVA	กลยุทธ์ MVA	กลยุทธ์สร้างมูลค่าและกลยุทธ์เพื่อการเติบโต ที่แบ่งตาม B/P
Q1 (สูงสุด)	1.767	0.285	1.312
Q2	0.919	0.563	1.358
Q3	0.657	1.375	0.811
Q4 (ต่ำสุด)	0.223	1.162	-0.299
	กลยุทธ์สร้างมูลค่าและกลยุทธ์เพื่อการเติบโต ที่แบ่งตาม E/P	กลยุทธ์การจ่ายเงินปันผล	กลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน SET 50 INDEX
Q1 (สูงสุด)	1.855	1.241	
Q2	1.277	0.738	-0.55
Q3	0.044	0.868	
Q4 (ต่ำสุด)	0.194	0.596	

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ มูลค่าตลาดของบริษัท กับ EVA MVA ROA ROE ROS ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปีพ.ศ. 2542 – 2544 โดยแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ คือ ชั้นแรกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท กับ EVA MVA ROA ROE และ ROS เพื่อตอบคำถามที่ว่า EVA หรือ MVA จะสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นของบริษัทได้มากกว่า ROA ROE ROS หรือไม่ โดยใช้วิธีทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient) วิธีทดสอบสมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง ทั้งการทดสอบรวมทุกบริษัทและแยกทดสอบเป็นรายอุตสาหกรรม และทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยแสดงผลลัพธ์เป็นจำนวนบริษัท ในส่วนสุดท้ายเป็นการศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุน โดยใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กลยุทธ์มูลค่าตลาดเพิ่ม กลยุทธ์สร้างมูลค่า กลยุทธ์เพื่อการเติบโต และกลยุทธ์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงที่สุด และใช้ SET 50 INDEX เป็นกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน

พบข้อสรุปของความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นว่า EVA และ MVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชี แม้ว่าในบางปีที่ทดสอบหรือในบางอุตสาหกรรมจะพบว่าตัวแปรทั้งสองสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนที่ใช้ตัวเลขทางบัญชี แต่ผลดังกล่าวนี้ไม่คงที่ จึงสรุปได้ว่านักลงทุนในประเทศไทยไม่ได้ให้ความสนใจในข้อมูลของ EVA และ MVA มากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชีในแบบเดิม

โดยสาเหตุของผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นนั้นสอดคล้องกับผลการวิจัย ดังนี้ Biddle, Bowen และ Wallace (1997) และ Makelainen (1998) ที่กล่าวว่า EVA ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันได้ดีนัก เนื่องจากการประเมินมูลค่าของบริษัทเกิดจากการคิดผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ (อาจอยู่ในรูปของเงินปันผลจ่าย, FCF หรือแม้กระทั่ง EVA) ดังนั้น EVA ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของ EVA ที่เกิดขึ้นในอนาคต ทำให้แม้ว่า EVA จะเป็นตัววัดที่ดีสำหรับผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ (Economic profit) แต่ในความเป็นจริง

แล้ว EVA อาจไม่ใช่ตัววัดที่ดีกว่ากำไร ในแง่ที่ว่ากำไรนั้นสามารถใช้เป็นตัวทำนายกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคต (FCF) ได้ดีกว่า FCF เอง หรือแม้กระทั่งใช้กำไรในการทำนาย EVA ในอนาคตได้ดีกว่า EVA เอง Biddle, Bowen และ Wallace (1997) และ (1999) ที่กล่าวว่าความพยายามที่จะปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อให้ได้ตัวเลขที่เหมาะสมสำหรับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ เช่น การขจัดรายการทางบัญชีที่ไม่ใช่เงินสดออกจากการคำนวณ EVA และ MVA การกระทำดังกล่าวอาจเป็นการขจัดรายการที่นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลสำหรับอ้างอิงเกี่ยวกับสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท จึงทำให้ EVA และ MVA แม้ว่าจะเหมาะสมสำหรับกำไรทางเศรษฐศาสตร์แต่อาจลดความเกี่ยวข้องของผลตอบแทนของหุ้นลงไป และ Makelainen (1998) ที่กล่าวว่า EVA จะมีค่าเป็นบวกได้ก็ต่อเมื่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจะต้องมีค่าเหนือกว่าเงินทุนทั้งหมดซึ่งการกระทำดังกล่าวนี้้นยากกว่าการทำให้ผลกำไรทางบัญชีจะมีค่าเป็นบวก ดังนั้นตลาดจะสามารถที่จะรับรู้ถึงการเพิ่มของตัวเลขทางบัญชีและสะท้อนในรูปแบบผลตอบแทนหุ้นได้ง่ายกว่าการที่นักลงทุนจะมาพิจารณาที่การเพิ่มของ EVA

อย่างไรก็ตามผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบโดยใช้สมการถดถอย เมื่อแยกทดสอบเป็นอุตสาหกรรมกลับพบว่า EVA จากกลุ่มพลังงานและกลุ่มพาณิชย์กลับสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาปัจจุบันได้มากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่นและมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วน MVA นั้น พบว่า MVA จากกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหุ้น ณ ปัจจุบันมากที่สุดและมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสาเหตุของผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นนั้นเกิดจากปัจจัยที่นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลสำหรับตัดสินใจลงทุนและความเหมาะสมสำหรับการใช้ EVA และ MVA แตกต่างไปในแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นการให้ความสำคัญกับตัวเลขที่มาจาก EVA และ MVA จึงแตกต่างกันตามลักษณะของนักลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ๆ

และพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนหุ้นในอนาคตกับ MVA ภายในภาคก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เมื่อโดยวิธีสมการถดถอยสอดคล้องกับการทดสอบโดยใช้ Pearson correlation coefficient โดย Yook และ McCabe (2001) กล่าวว่าเป็นไปได้ที่ MVA มีความเกี่ยวข้องกับราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Under priced) ทำให้บริษัทที่มี MVA ต่ำในปัจจุบันจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทที่มี MVA สูงในปัจจุบัน

ในส่วนสุดท้าย ศึกษาผลตอบแทนของหุ้นสามัญของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน พบว่าทุกกลุ่มหลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทน

ของกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐาน (SET 50 INDEX) โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์จากกลยุทธ์สร้างมูลค่าที่แบ่งตาม E/P ให้ค่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้วสูงที่สุด นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามกลยุทธ์ MVA ต่อหุ้นที่ต่ำจะให้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้วของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามกลยุทธ์ MVA ต่อหุ้นที่สูง ส่วนกลยุทธ์ที่แบ่งตาม EVA กลับให้อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ากลยุทธ์การเลือกกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราส่วนทางบัญชี

5.2 ข้อเสนอแนะ

เครื่องมือวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี เช่น ROA ROE ROS นั้นอาจจะเลยการพิจารณาถึงต้นทุนทั้งหมดของบริษัทและไม่ได้ตระหนักถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งก็คือ พิจารณาเพียงการเพิ่มของกำไรให้ได้สูงที่สุด อย่างไรก็ตามการกระทำเช่นนี้ไม่ได้หมายถึงการทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุดไปด้วย แต่สำหรับแนวคิดของ EVA และ MVA นั้นเป็นทางเลือกในการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจที่มุ่งเน้นความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นสูงสุด แม้ว่ามาตรวัดทั้ง 2 จะไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชี แต่บทบาทของ EVA ก็มีประโยชน์ต่อองค์กรมากมาย ดังนั้นจึงไม่ควรจำกัดการพิจารณา EVA เป็นเพียงตัววัดผลการปฏิบัติงานเท่านั้น เพราะ EVA ยังสามารถทำหน้าที่เป็นส่วนสำคัญของกระบวนการนำกลยุทธ์ไปปฏิบัติและเชื่อมโยงภายในองค์กร โดยสามารถนำ EVA ไปเชื่อมโยงกับผลตอบแทนที่ฝ่ายบริหารจะได้รับ (Compensation plan) ซึ่ง EVA จะเป็นสิ่งจูงใจแก่ฝ่ายบริหารให้พยายามเลือกลงทุนในโครงการที่จะก่อให้เกิดมูลค่ากลับมายังองค์กรอย่างแท้จริง และ EVA ยังสามารถใช้เพื่อประเมินการลงทุนในงบจ่ายลงทุนในลักษณะเดียวกันกับมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net present value: NPV) แต่ความหมายของ EVA มีประโยชน์มากกว่า NPV นอกจากนี้สามารถใช้ EVA ประเมินมูลค่าของบริษัทเพื่อเป็นแนวทางตัดสินใจก่อนการควบรวมกิจการ (Merge & Acquisition : M&A) หรือแม้แต่ใช้ประเมินมูลค่าของบริษัทภายหลังจาก M&A แล้วก็ย่อมได้

อย่างไรก็ตามผลกำไรทางบัญชีนั้นแตกต่างจาก EVA กล่าวคือกำไรทางบัญชีจะคำนึงถึงเพียงต้นทุนของเจ้าหนี้โดยมิได้รวมต้นทุนของเจ้าของ อีกทั้งกำไรทางบัญชีจำเป็นที่จะต้องขึ้นกับมาตรฐานการบัญชีรับรองทั่วไปเพื่อรายงานให้แก่บุคคลภายนอกบริษัทได้รับรู้ ดังนั้นกำไรทางบัญชี (อัตราส่วนทางบัญชี) จึงถือเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานเพื่อนำเสนอข้อมูลของบริษัทให้แก่ภายนอก ส่วน EVA นั้นควรที่จะใช้เป็นข้อมูลในเชิงวิเคราะห์เพื่อการวางแผนบริหารงานของกิจการมากกว่าจะเป็นข้อมูลที่ต้องเปิดเผยต่อสาธารณะชนที่ผู้สอบบัญชีต้องตรวจสอบ

สำหรับข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาเพิ่มเติมนอกจากนี้ คือ การศึกษาความเป็นไปได้ของการใช้ EVA เป็นมาตรวัดเพื่อกำหนด Compensation plan หรือศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับจากตลาดกับการเปลี่ยนแปลงของ EVA และ MVA แทนที่จะพิจารณา EVA และ MVA ณ จุดใดจุดหนึ่ง หรือแม้กระทั่งขยายช่วงเวลาของการทดสอบเพิ่มเป็น 5 ถึง 10 ปี ซึ่งไม่สามารถทำได้ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เนื่องจากมีข้อจำกัดทางด้านข้อมูล

อย่างไรก็ตามการนำ EVA และ MVA มาใช้จำเป็นที่จะต้องมีการเรียนรู้และทำการศึกษาให้เป็นอย่างดีก่อน เนื่องจากว่าการคำนวณของ EVA และ MVA นั้นยังไม่แพร่หลายและไม่ได้มีมาตรฐานเป็นที่ยอมรับดังเช่นมาตรฐานการบัญชี อีกทั้งการนำ EVA และ MVA มาใช้ยังต้องมีค่าใช้จ่ายเพื่อปรับเปลี่ยนแนวทางการวัดผลการดำเนินงานภายในบริษัทจึงทำให้มีต้นทุนเกิดขึ้นซึ่งอาจไม่คุ้มกับประโยชน์ที่ได้ ประกอบกับแนวคิดของ EVA ยังเป็นแนวคิดใหม่ที่ยังไม่แพร่หลายเท่าที่ควรดังนั้นจึงควรพิจารณาอย่างละเอียดก่อนที่จะนำ EVA และ MVA มาปรับใช้ในองค์กร



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

อัญญา ชันวิทย์. การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารหนี้ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์: โรงพิมพ์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541.

ภาษาอังกฤษ

Al, E. EVA : The Real Key to Creating Wealth New York: John Wiley & Sons, 1998.

Bacidore, J. S., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., and Thakor, A. V. The search for the best financial performance Measure. Financial Analysts Journal (1997): 11-20.

Biddle, G. C., Bowen, R. M., and Wallace, J. S. Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm value. Journal of Accounting and Economics 24 (1997): 301-336.

Biddle, G. C., Bowen, R. M., and Wallace, J. S. Evidence On EVA. Journal of Applied Corporate Finance 12 (1999): 69-79.

Mäkeläinen, E. Economic value added as a management tool (On-line serial). Helsinki School of Economics and Business Administration, (1998): 1-55.

Fernandez, P. EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation (Online-serial). IESE Business School, (2001): 1-18.

Glassman, D. Twelve ways to strengthen your incentive plan. Journal of Applied Corporate Finance 12 (1999): 107-117.

Grant, J. L. Foundation of EVA for investment managers. Journal of Portfolio Management 23 (1996): 41-48.

- Herzberg, M. M. Implementing EBO/EVA Analysis stock selection. Journal of The Investing (1998): 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.
- Kleiman, R. T. Some new evidence on EVA companies. Journal of Applied Corporate Finance 12 (1999): 80-89.
- Lehn, K., and Makhija, A. K. EVA, accounting profit, and CEO turnover: an empirical examination. Journal of Applied Corporate Finance 10 (1997): 90-97.
- McCormack, L., and Vytheeswarn, J. How to use EVA in the oil and gas industry. Journal of Applied Corporate Finance 11 (1998): 109-127.
- McCormack, L., and Gow, I. D. EVA in the E&P industry the case of Nuevo energy. Journal of Applied Corporate Finance 13 (2001): 76-86.
- O'Byrne, S. F. EVA and its critics. Journal of Applied Corporate Finance 12 (1999): 92-96.
- Stewart S. Stern stewart roundtable on EVA and corporate outsourcing. Journal of Applied Corporate Finance 13 (2000): 88-107.
- Wallace, J. S. Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?. Journal of Accounting & Economics 24 (1997): 275-300.
- Yook, K. C., and McCabe, G. M. MVA and cross-section of expect stock returns. Journal of Portfolio Management (2001) : 75-87.

Young, D., and O'Byrne, S. F. EVA The Value Base Management. New York: McGraw-Hill, 2001.



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ผ.1

รายละเอียดรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ ผ.1 แสดงรายละเอียดรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเภทอุตสาหกรรม	ลำดับที่	สัญลักษณ์บริษัท	รายชื่อบริษัทจดทะเบียน
ธุรกิจการเกษตร	1	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
	2	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
	3	STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	4	ASTL	บ.เครื่องสุขภัณฑ์อเมริกันสแตนดาร์ด(ประเทศไทย) จำกัด(มหาชน)
	5	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)
	6	SCCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทยนครหลวง จำกัด(มหาชน)
	7	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	8	ATC	บริษัท อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
	9	NFC	บริษัท ปุ๋ยแห่งชาติ จำกัด (มหาชน)
	10	NPC	บริษัท ปิโตรเคมีแห่งชาติ จำกัด (มหาชน)
พาณิชย์	11	BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
	12	BIG C	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
	13	LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)
	14	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
สื่อสาร	15	IEC	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นเนลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
	16	SATTEL	บริษัท ซินแซทเทลไลท์ จำกัด (มหาชน)
	17	TA	บริษัท เทเลคอมเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
	18	TT&T	บริษัท ไทยเทเลโฟนแอนด์เทเลคอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
	19	UCOM	บริษัท ยูไนเต็ดคอมมูนิเคชั่น อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
เครื่องใช้ไฟฟ้า	20	SINGER	บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
ชิ้นส่วน อิเล็กทรอนิกส์	21	CIRKIT	บริษัท เซอร์คิตอิเล็กทรอนิกส์อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
	22	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ ผ.1 (ต่อ)

รายละเอียดรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเภทอุตสาหกรรม	ลำดับที่	สัญลักษณ์ บริษัท	รายชื่อบริษัทจดทะเบียน
พลังงาน	23	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
	24	EGCOMP	บริษัท อีเล็กทริกซิตี เจเนอเรติ้ง จำกัด (มหาชน)
	25	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
บันเทิงและ สันทนาการ	26	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
	27	GRAMMY	บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)
	28	UBC	บ. ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
อาหารและ เครื่องดื่ม	29	MFG	บริษัท เดอะ ไมเนอร์ ฟู้ด กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
	30	S&P	บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
	31	SSC	บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)
การแพทย์	32	RAM	บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน)
	33	VIBHA	บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)
โรงแรมและบริการ ท่องเที่ยว	34	ASIA	บริษัท เอเชียโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
	35	SHANG	บริษัท แชงกรี-ลา โฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
ของใช้ในครัวเรือน	36	KARAT	บริษัท กระรัต สุขภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
	37	SITHAI	บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)
อัญมณีและเครื่อง ประดับ	38	PRANDA	บริษัท แพรนด้า จิวเวลรี่ จำกัด (มหาชน)
เครื่องมือและเครื่องจักร	39	PATKOL	บริษัท พัฒน์กล จำกัด (มหาชน)
เหมืองแร่	40	PDI	บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
อื่น ๆ	41	CWT	บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
บรรจุภัณฑ์	42	AJ	บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)
	43	TFI	บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
เวชภัณฑ์และ เครื่องสำอาง	44	S & J	บ.เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ ผ.1 (ต่อ)

รายละเอียดรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเภทอุตสาหกรรม	ลำดับที่	สัญลักษณ์ บริษัท	รายชื่อบริษัทจดทะเบียน
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	45	AMARIN	บริษัท อมรินทร์ พลาซ่า จำกัด (มหาชน)
	46	NATION	บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
	47	SE-ED	บริษัท ซีอีดียูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
บริการเฉพาะกิจ	48	P-FCB	บริษัท ประกิต โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	49	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
	50	ITD	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
	51	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
	52	SIRI	บริษัท แสตนลิวรี่ จำกัด (มหาชน)
เยื่อกระดาษและกระดาษ	53	AA	บริษัท แอ็ดวานซ์ อะโกรา จำกัด (มหาชน)
	54	SPP	บริษัท เยื่อกระดาษสยาม จำกัด (มหาชน)
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	55	BRC	บริษัท บางกอกরিบเบอร์ จำกัด (มหาชน)
	56	SUC	บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน)
	57	TUNTEX	บริษัท ทุนเท็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
ขนส่ง	58	BECL	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
ยานพาหนะและอุปกรณ์	59	GYT	บริษัท กู๊ดเยียร์ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
คลังสินค้าและโซโล	60	UST	บริษัท ยูไนเต็ด แสตนด์การ์ด เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ผ. 2

ผลสรุปมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มของบริษัทจดทะเบียน

ตารางที่ ผ. 2 แสดงมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดเพิ่ม ในแต่ละปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นรายอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิต และประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) จำนวน 60 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2542 – 2544

(หน่วย: ล้านบาท)

สัญลักษณ์ บริษัท ¹¹	EVA			MVA		
	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544
ธุรกิจการเกษตร						
1 CPF	-4954.2574	-6941.1176	-2012.705	-8522.323	-14798.957	-20405.689
2 GFPT	-690.171	-603.059	633.912	-1261.149	-1493.794	-244.925
3 STA	-508.680	-999.196	278.030	-958.710	-1512.195	-1468.657
วัสดุก่อสร้างและ ตกแต่ง						
4 ASTL	-226.791	120.377	32.582	522.505	130.130	-407.510
5 SCC	-6650.244	-13242.295	-1355.508	33217.680	-23380.910	520.866
6 SCCC	-19822.187	-980.909	1889.520	2390.735	16316.200	20123.089
7 TPIPL	-19242.462	-9172.841	8294.178	-11679.073	-11602.771	-11446.324
เคมีภัณฑ์และ พลาสติก						
8 ATC	-7259.344	-4855.401	-4879.498	-4900.350	-2940.490	-1590.920
9 NFC	-10855.251	-1994.483	-868.642	1143.097	-1130.669	180.348
10 NPC	449.031	716.167	568.100	1613.960	-3813.598	-7434.044
พาณิชย์						
11 BJC	155.203	-756.585	-755.539	-362.833	-2431.379	-270.898
12 BIGC	423.523	-1742.811	-3089.527	-1080.390	3329.236	5853.127
13 LOXLEY	-1331.136	-1912.159	-5996.133	2213.905	2692.562	711.704
14 MAKRO	-180.402	-420.897	-218.954	4862.960	3895.470	329.857
สื่อสาร						
15 IEC	-693.038	-322.115	-552.813	94.959	-76.666	-1171.829
16 SATTEL	-1186.460	-670.029	-1410.394	12593.395	8051.192	4999.504
17 TA	-14254.284	-25618.735	-2377.321	95756.260	32912.663	21160.418

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ. 1

ตารางที่ ผ. 2 (ต่อ)

ผลสรุปมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มของบริษัทจดทะเบียน

(หน่วย: ล้านบาท)

อุตสาหกรรม	ลำดับ	สัญลักษณ์ บริษัท ¹¹	EVA			MVA		
			พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544
สื่อสาร	18	TT&T	-3545.863	-2782.064	-18701.340	8547.670	1127.560	-1223.570
	19	UCOM	-12370.908	1898.395	1640.780	8655.892	6504.267	-3117.361
เครื่องใช้ไฟฟ้า	20	SINGER	314.851	4.921	269.992	-1462.360	-1982.509	-1525.698
ชิ้นส่วน อิเล็กทรอนิกส์	21	CIRKIT	-445.282	-947.239	-504.567	-794.310	-1919.954	-2285.914
	22	HANA	-848.189	371.107	-177.853	13820.872	13582.012	11413.396
พลังงาน	23	BCP	-266743.950	-390690.169	-257738.959	-7185.850	-6825.610	-645.770
	24	EGCOMP	1008.950	-4851.302	1714.555	1584.533	-1292.260	126.950
	25	PTTEP	-4283.023	2475.555	-7422.618	53698.175	6396.826	31092.535
บันเทิงและ สันทนาการ	26	BEC	-105.275	1122.035	1472.846	33912.817	33755.361	33711.428
	27	GRAMMY	-131.054	-264.605	-95.824	2841.422	776.290	1165.741
	28	UBC	-2730.217	-1150.350	-635.648	25632.867	7130.217	2869.863
อาหารและเครื่องดื่ม	29	MFG	-1141.749	-1016.301	-1961.862	770.321	45.243	102.576
	30	S&P	153.281	68.398	-92.135	408.288	499.754	441.944
	31	SSC	210.387	480.111	287.216	-848.212	-2032.247	-447.821
การแพทย์	32	RAM	-138.394	-370.287	32.578	-497.545	-821.426	-806.622
	33	VIBHA	-35.974	-69.923	-23.147	-580.817	-461.740	-462.948
โรงแรมและบริการ ท่องเที่ยว	34	ASIA	-459.456	-864.886	-1427.289	-1153.058	-955.655	225.685
	35	SHANG	-13.729	-315.911	-205.722	-583.993	-1195.863	414.317
ของใช้ในครัวเรือน	37	SITHAI	-1937.188	64.307	-235.820	-62.000	-3417.313	-3561.874
	36	KARAT	-997.363	-32.972	168.755	602.620	168.800	105.420

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ.1

ตารางที่ ผ. 2 (ต่อ)

ผลสรุปมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มของบริษัทจดทะเบียน

(หน่วย: ล้านบาท)

	สัญลักษณ์ บริษัท ¹¹	EVA			MVA			
		พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	
ของใช้ในครัว								
เรือน	37	SITHAI	-1937.188	64.307	-235.820	-62.000	-3417.313	-3561.874
อัญมณีและเครื่อง								
ประดับ	38	PRANDA	-482.830	41.619	267.890	-217.017	-524.773	-480.529
เครื่องมือและ								
เครื่องจักร	39	PATKOL	-326.254	-79.136	-123.361	-23.007	-68.945	-188.662
เหมืองแร่	40	PDI	-1282.173	-476.048	341.697	28.908	-1627.251	-1485.327
อื่นๆ	41	CWT	-244.090	-213.478	-233.067	-497.352	-496.158	-417.708
บรรจุภัณฑ์								
	42	AJ	11.483	61.413	180.041	230.148	-145.572	-150.175
	43	TFI	-765.813	-1029.252	-96.245	310.256	724.412	-157.919
เวชภัณฑ์และเครื่อง								
สำอาง	44	S & J	-36.624	-45.559	-179.733	-241.335	-92.774	-35.595
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์								
	45	AMARIN	-77.001	43.533	-76.765	-225.648	-361.483	-49.816
	46	NATION	-1844.881	-1253.527	-906.042	690.519	-232.098	-665.247
	47	SE-ED	-28.985	77.022	13.229	-31.803	-62.393	303.818
บริการเฉพาะกิจ								
	48	P-FCB	-58.594	-139.977	30.603	-210.918	-188.564	-187.727
พัฒนา								
อสังหาริมทรัพย์	49	CK	-924.388	1613.087	1371.103	473.099	1169.252	-1345.432
	50	ITD	-304.907	-2468.472	-2430.883	819.805	-1880.707	3738.285
	51	CPN	-328.926	62.332	-306.994	263.779	754.132	936.909
	52	SIRI	-1752.320	-1008.738	-275.943	2636.201	210.608	484.056
เยื่อกระดาษและ								
กระดาษ	53	AA	-8348.982	-913.508	180.544	4918.105	2729.241	2506.310
	54	SPP	1233.878	2076.477	3901.793	-3064.780	6439.700	14793.901

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ. 1

ตารางที่ ผ. 2 (ต่อ)

ผลสรุปมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มของบริษัทจดทะเบียน

(หน่วย: ล้านบาท)

บริษัท ¹¹	สัญลักษณ์	EVA			MVA			
		พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	
สิ่งทอเครื่อง								
นุ่มห่ม	55	BRC	-293.931	-349.972	377.511	-2444.162	-2815.110	-2527.363
	56	SUC	-685.910	-2092.625	287.896	-5591.940	-6513.024	-7446.117
	57	TUNTEX	-4885.972	-2688.671	-1267.344	-1800.383	485.036	-429.414
ขนส่ง								
ขนส่ง	58	BECL	-7060.771	-3117.244	-1641.097	1310.360	-8486.700	-6319.590
ยานพาหนะและ								
อุปกรณ์	59	GYT	-687.831	-1.618	167.563	-419.405	-759.851	-677.808
คลังสินค้า								
และโซโล	60	UST	-217.584	-73.771	-5.806	-472.478	-627.230	-435.790

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ. 1

ตารางที่ ผ.3

ผลสรุปต้นทุนของหนี้ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และค่าของทุนของบริษัทจดทะเบียน

ตารางที่ ผ. 3 แสดงต้นทุนของหนี้ (Cost of debt) ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) และค่าของทุน (Weighted average cost of capital: WACC) แต่ละปีของบริษัทจดทะเบียนภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแยกเป็นรายอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและ ประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) จำนวน 60 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2542 – 2544

(หน่วย: ล้านบาท)

อุตสาหกรรม	ลำดับ	ชื่อย่อ	Cost of debt (%)			Cost of equity (%)			WACC (%)		
			พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544
บริษัท¹¹											
ธุรกิจการเกษตร	1	CPF	8.985	7.946	6.282	11.090	13.620	8.130	8.985	7.946	6.282
	2	GFPT	6.279	8.402	5.645	11.930	12.630	8.890	8.469	9.497	8.176
	3	STA	6.279	9.823	5.645	11.180	11.780	8.210	8.696	10.386	6.572
วัสดุก่อสร้างและ											
ตกแต่ง	4	ASTL	6.279	6.130	5.645	10.100	8.560	9.270	9.623	8.413	8.912
	5	SCC	9.817	14.032	7.104	15.750	12.630	8.890	11.936	13.759	7.621
	6	SCCC	14.025	6.130	5.645	14.760	14.210	8.240	14.525	12.498	7.829
	7	TPIPL	14.025	14.032	9.288	16.000	20.240	13.420	14.349	14.627	9.887
เคมีภัณฑ์และ											
พลาสติก	8	ATC	14.025	14.032	13.269	16.500	17.220	14.900	14.443	14.192	13.330
	9	NFC	14.025	14.032	13.269	15.010	16.300	15.010	14.409	14.392	13.453
	10	NPC	6.279	6.130	5.645	14.090	14.200	8.930	11.023	10.822	7.746
พลาซิกซ์	11	BJC	6.279	6.130	5.645	10.350	10.930	9.150	9.065	8.554	7.835
	12	BIGC	14.025	6.130	5.645	10.510	13.550	8.640	11.282	12.267	7.965
	13	LOXLEY	14.025	9.823	9.288	19.750	18.600	14.330	15.227	10.496	9.731
	14	MAKRO	6.279	6.130	5.645	13.510	13.680	8.240	13.365	13.508	8.183
สื่อสาร											
	15	IEC	7.000	8.000	13.269	20.910	18.270	14.780	10.454	10.647	14.252
	16	SATTEL	13.000	5.600	5.645	14.670	17.420	9.780	14.229	13.604	8.225
	17	TA	14.025	3.920	13.269	19.250	18.730	16.320	17.303	9.091	14.065

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ. 1

ตารางที่ ผ.3 (ต่อ)

ผลสรุปต้นทุนของหนี้ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และค่าของทุนของบริษัทจดทะเบียน

(หน่วย: ล้านบาท)

อุตสาหกรรม	ลำดับ	ชื่อย่อ	Cost of debt (%)			Cost of equity (%)			WACC (%)		
			พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544
สัญญาหลักทรัพย์¹¹ บริษัท¹¹											
สื่อสาร	18	TT&T	9.817	9.823	9.288	20.170	20.370	16.430	13.825	11.303	10.744
	19	UCOM	8.050	8.050	5.645	20.660	9.750	12.050	10.842	9.071	8.712
เครื่องใช้ไฟฟ้า	20	SINGER	9.817	9.277	5.645	11.510	11.120	8.020	10.370	9.733	6.738
ชิ้นส่วน											
อิเล็กทรอนิกส์	21	CIRKIT	8.528	8.757	13.269	14.010	16.240	12.510	9.889	10.500	13.142
	22	HANA	6.279	6.130	5.645	11.680	15.910	12.220	10.142	12.494	9.619
พลังงาน	23	BCP	9.817	14.032	9.288	12.840	13.880	13.190	10.606	14.016	9.771
	24	EGCOMP	12.183	9.823	7.104	11.930	13.810	7.500	12.090	11.049	7.252
	25	PTTEP	6.279	4.550	5.645	13.510	15.320	8.870	11.383	9.775	7.722
บันเทิงและ											
สันทนาการ	26	BEC	6.279	6.130	5.645	11.510	13.290	7.620	11.510	13.288	7.616
	27	GRAMMY	6.279	6.130	5.645	9.760	11.850	7.560	9.757	11.810	7.539
	28	UBC	14.025	14.032	13.269	15.090	18.140	12.910	14.994	16.913	13.043
อาหารและ											
เครื่องคั่ว	29	MFG	6.279	9.277	9.288	9.260	10.800	7.220	8.489	10.065	8.385
	30	S&P	6.279	6.130	5.645	8.180	10.140	7.560	7.032	7.823	6.344
	31	SSC	6.279	6.131	5.645	8.600	11.260	6.710	8.514	10.856	6.653
การแพทย์											
	32	RAM	9.817	9.823	7.104	13.670	10.930	8.070	10.284	9.964	7.255
	33	VIBHA	6.279	6.130	8.329	12.260	7.590	6.420	8.309	6.754	7.428
โรงแรมและ											
บริการท่องเที่ยว	34	ASIA	14.025	14.032	13.269	9.870	9.740	9.070	13.555	13.656	13.109
	35	SHANG	6.279	6.130	5.645	7.770	9.160	8.470	7.704	9.145	8.442

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ. 1 ก

ตารางที่ ผ.3 (ต่อ)

ผลสรุปต้นทุนของหนี้ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และค่าของทุนของบริษัทจดทะเบียน

(หน่วย: ล้านบาท)

บัญชี บริษัท ¹¹	Cost of debt (%)			Cost of equity (%)			WACC (%)				
	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544		
ของใช้ใน ครัวเรือน	36	KARAT	14.025	14.032	11.899	15.510	10.930	19.390	14.208	13.690	12.775
	37	SITHAI	14.025	9.823	8.329	12.260	12.040	11.360	13.824	10.016	8.567
อัญมณีและเครื่อง ประดับ	38	PRANDA	9.817	8.757	5.645	9.180	13.090	10.120	9.769	9.224	7.216
เครื่องมือและ เครื่องจักร	39	PATKOL	9.817	9.823	5.645	20.750	18.790	10.690	11.413	11.345	6.996
เหมืองแร่	40	PDI	14.025	9.277	5.645	12.840	10.470	7.390	13.651	9.907	6.823
อื่น ๆ	41	CWT	14.025	14.032	13.269	11.340	9.220	11.430	13.718	13.654	13.037
บรรจุภัณฑ์	42	AJ	6.279	6.130	5.645	14.590	12.760	14.840	6.823	6.565	7.263
	43	TFI	14.025	14.032	13.269	18.170	12.170	13.990	14.360	13.967	13.353
เวชภัณฑ์และ เครื่องสำอาง	44	S & J	6.279	6.130	5.645	8.930	9.680	6.250	7.852	8.381	5.994
การพิมพ์และ สิ่งพิมพ์	45	AMARIN	6.279	6.130	5.645	19.840	9.750	6.820	16.165	9.656	6.800
	46	NATION	9.817	9.823	4.900	11.840	17.550	11.140	10.911	13.143	7.003
	47	SE-ED	9.817	9.823	5.645	8.930	10.540	7.110	9.242	10.433	7.067
บริการเฉพาะกิจ	48	P-FCB	6.279	6.130	5.645	9.850	14.210	5.400	9.744	13.459	5.432
พัฒนา อสังหาริมทรัพย์	49	CK	9.817	9.823	5.645	12.260	13.940	11.540	10.403	10.388	6.787
	50	ITD	8.750	8.750	9.288	15.260	17.810	13.420	11.358	10.124	10.234
	51	CPN	6.279	8.402	4.856	13.760	12.830	12.790	9.326	10.126	7.403
	52	SIRI	9.817	9.823	9.288	18.420	17.290	16.490	14.823	13.339	13.177

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ.1 ก.

ตารางที่ ผ.3 (ต่อ)

ผลสรุปต้นทุนของหนี้ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และค่าของทุนของบริษัทจดทะเบียน

(หน่วย: ล้านบาท)

สัญญาหลักทรัพย์ บริษัท ¹¹	Cost of debt (%)			Cost of equity (%)			WACC (%)				
	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544	พ.ศ. 2542	พ.ศ. 2543	พ.ศ. 2544		
เชื่อกฎหมายและ											
กระดาษ	53	AA	9.817	9.823	9.288	12.680	12.630	8.890	10.606	10.506	9.185
	54	SPP	7.653	6.130	5.645	8.180	9.360	7.730	7.865	7.733	7.003
สิ่งทอเครื่อง											
นุ่มห่ม	55	BRC	9.817	9.823	7.104	11.320	14.370	12.620	9.971	10.119	8.205
	56	SUC	6.279	6.130	5.645	12.180	11.190	7.670	9.518	9.011	7.026
	57	TUNTEX	14.025	14.032	13.269	13.530	12.630	8.890	13.939	13.883	12.844
ขนส่ง											
	58	BECL	14.025	14.032	13.269	12.930	15.450	11.260	13.740	14.179	12.940
ยานพาหนะและ											
อุปกรณ์	59	GYT	6.279	6.130	5.645	32.820	9.680	6.370	29.294	9.152	6.298
คลังสินค้าและ											
โซโถ	60	UST	14.025	10.502	5.645	16.750	15.710	10.570	15.147	12.086	8.621

¹¹ ดูรายชื่อบริษัทได้จากตารางที่ ผ.1 ก.

ตารางที่ ผ. 4

ค่าของทุนของเจ้าหนี้ตามกลุ่มความเสี่ยง

ตารางที่ ผ. 4 แสดงค่าของทุนของเจ้าหนี้ (Cost of debt: k_D) ที่แบ่งเป็นกลุ่ม ๆ 3 ประเภทใหญ่ ได้แก่ 1.กลุ่มของหนี้ชั้นดี คุณภาพเครดิตสูง 2. กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง คุณภาพเครดิตต่ำ 3. กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงมากหรือกำลังมีปัญหา และแบ่งเป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่

บริษัทขนาดเล็กถึงกลาง ยอดขายไม่เกิน 2,000 ล้านบาท

อัตราส่วนวัดความสามารถในการชำระดอกเบี้ย			อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของบริษัท (%)			
(Interest coverage ratio)						
มากกว่า	น้อยกว่า หรือเท่ากับ	อันดับความน่า เชื่อถือ	ปี พ.ศ. 2542	ปี พ.ศ. 2543	ปี พ.ศ. 2544	
(Rating)						
-100000	0.499999	D	14.03	14.032	13.269	
0.5	0.799999	C	14.03	14.032	13.269	
0.8	1.249999	CC	14.03	14.032	13.269	กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยง สูงมากหรือกำลังมีปัญหา
1.25	1.499999	CCC	14.03	14.032	13.269	
1.5	1.999999	B-	14.03	14.032	13.269	
2	2.499999	B	14.03	14.032	13.269	
2.5	2.999999	B+	12.18	13.25	10.15	กลุ่มของหนี้ที่มีความ เสี่ยงสูง คุณภาพเครดิตต่ำ
3	3.499999	BB	10.93	12	8.9	
3.5	4.499999	BBB	8.97	8.76	8.06	
4.5	5.999999	A-	8.97	8.76	8.06	
6	7.499999	A	8.97	8.76	8.06	กลุ่มของหนี้ชั้นดี คุณภาพเครดิตสูง
7.5	9.499999	A+	8.97	8.76	8.06	
9.5	12.499999	AA	8.97	8.76	8.06	
12.5	100,000	AAA	8.97	8.76	8.06	

ตารางที่ ผ. 4 (ต่อ)

ค่าของทุนของเจ้าหนี้ที่แบ่งตามกลุ่มความเสี่ยง

บริษัทขนาดใหญ่ ยอดขายตั้งแต่ 2,000 ล้านบาทขึ้นไป

อัตราส่วนวัดความสามารถในการชำระดอกเบี้ย			อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของบริษัท (%)			
เบี้ย	(Interest coverage ratio)	อันดับความน่าเชื่อถือ	ปี พ.ศ. 2542	ปี พ.ศ. 2543	ปี พ.ศ. 2544	
>	น้อยกว่าหรือเท่ากับ	(Rating)				
-100,000	0.199999	D	14.03	14.032	13.269	
0.2	0.649999	C	14.03	14.032	13.269	
0.65	0.799999	CC	14.03	14.032	13.269	กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงมากหรือกำลังมีปัญหา
0.8	1.249999	CCC	14.03	14.032	13.269	
1.25	1.499999	B-	14.03	14.032	13.269	
1.5	1.749999	B	14.03	14.032	13.269	
1.75	1.999999	B+	12.183	13.253	10.149	กลุ่มของหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง คุณภาพเครดิตต่ำ
2	2.499999	BB	10.933	12.003	8.899	
2.5	2.999999	BBB	8.97	8.76	8.06	
3	4.249999	A-	8.97	8.76	8.06	
4.25	5.499999	A	8.97	8.76	8.06	กลุ่มของหนี้ชั้นดี คุณภาพเครดิตสูง
5.5	6.499999	A+	8.97	8.76	8.06	
6.5	8.499999	AA	8.97	8.76	8.06	
8.5	100,000	AAA	8.97	8.76	8.06	

ตารางที่ ผ.5

วิธีคำนวณต้นทุนของหุ้นกู้แปลงสภาพ

ตารางที่ ผ.5 แสดงรายละเอียดของวิธีคำนวณต้นทุนของหุ้นกู้แปลงสภาพ

หุ้นกู้แปลงสภาพ คือ ตราสารหนี้ที่ผู้ถือจะได้รับดอกเบี้ยเป็นจำนวนตามที่ตราไว้ตราบเท่าที่ยังไม่มีการแปลงสภาพ และให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหุ้นสามัญตาม โดยเป็นการนำหุ้นกู้ไปแลกเปลี่ยนหุ้นสามัญตามเงื่อนไข ในจำนวน ราคาและเวลาที่กำหนด ดังนั้นพฤติกรรมของหุ้นกู้แปลงสภาพจะมี 2 ด้าน คือ 1. มีส่วนของหุ้นกู้ที่ผันแปรไปตามภาวะของอัตราผลตอบแทน เพราะเป็นตราสารหนี้ และ 2. มีส่วนของหุ้นสามัญ เพราะให้สิทธิในการแปลงสภาพผูกหุ้นกู้กับหุ้นสามัญ (Equity linked security) และเมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นกู้ปกติ หุ้นกู้แปลงสภาพจะมีราคาสูงกว่าเพราะให้สิทธิแก่นักลงทุนในการแปลงสภาพ แต่หากตรึงราคาหุ้นกู้ทั้ง 2 เอาไว้ระดับเดียวกัน หุ้นกู้แปลงสภาพจะเสนออัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าเพราะมีสิทธิแฝงอยู่ด้วย จึงแสดงวิธีการคำนวณต้นทุนของหนี้ชนิดนี้ ดังนี้:

ขั้นแรก ใช้ Black-Scholes option pricing model แบบ ไม่มีการจ่ายเงินปันผล สำหรับการประเมินมูลค่าของ call option ภายใต้สมมติฐาน ดังนี้

- ไม่มีต้นทุนของการซื้อขาย (Transactions cost) ไม่มีภาษี
- อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสถียรนั้นคงที่ตลอดช่วงเวลา
- เป็นนักลงทุนที่มีความคิดสมเหตุสมผล (Rational investor)
- มีการซื้อขาย (Trade) อย่างต่อเนื่อง
- ใช้ Log normal สำหรับผลตอบแทนหุ้นซึ่งหมายความว่าราคาหุ้นสามัญต้องมีการกระจายตัวแบบ Log normal distributed

$$C_0 = \left(\frac{N}{N/\gamma + M} \right) \left[\left(S + \frac{M}{N} W \right) N(d_1) - e^{-rt} X N(d_2) \right]$$

$$d_1 = \frac{\ln(S_0 / X) + (r + \sigma^2 / 2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S_0 / X) + (r - \sigma^2 / 2)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T}, S_0 = S + (M / N) \times W$$

โดยที่:

- C_0 คือ มูลค่า Call option ณ เวลาปัจจุบัน
- S คือ ราคาตลาดหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน
- S_0 คือ ราคาตลาดของวอร์เรนที่ปรับจากราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ เวลาปัจจุบัน
- M คือ จำนวนวอร์เรนที่มีอยู่ในตลาด (จำนวนหุ้นกู้ที่มีอยู่ในตลาด ณ เวลาปัจจุบัน)
- X คือ ราคาแปลงสภาพ (ราคาตราของหุ้นกู้/อัตราแปลงสภาพ¹²)
- γ คือ อัตราแปลงสภาพ
- N คือ จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายของบริษัท ณ เวลาปัจจุบัน
- r คือ อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (Yield to maturity ของ short term government bond)
- T คือ อายุของคงเหลือของหุ้นกู้
- σ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของทั้งหุ้นสามัญและวอร์เรนที่
- σ_v คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหุ้นสามัญ

หา σ และ σ_v ดังนี้:

$$\sigma = \left(\frac{S + \frac{M}{N}W}{S} \right) \left[1 - \left(\frac{M}{N/\gamma + M} \right) N(d_1) \right] \sigma_v$$

¹² อัตราแปลงสภาพ (Conversion ratio) หมายถึง จำนวนหุ้นสามัญที่ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับเมื่อนำหุ้นกู้ไปแปลงสภาพ

σ_v กำหนดจากผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอดีต (Historical data) ดังนี้:

$$u = \ln(s_i / s_{i-1})$$

$$\sigma_v = \sigma_0 \sqrt{T}$$

$$\sigma_0 = \sqrt{\frac{1}{(n-1)} \sum_{i=1}^n (u - \bar{u})^2}$$

โดยที่:

- u คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท ณ ปีปัจจุบัน
- s_i คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท i ณ ปีปัจจุบัน
- s_{i-1} คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท i ณ ปีก่อนหน้า

ขั้นที่ 2 ต้นทุนของหุ้นกึ่งแปลงสภาพ $k_{CV} = [k_{sb} \times (B_0^S / B_0^{CV})] + [k_w \times (RW_0 / B_0^{CV})]$

$$k_w = r_f + [\beta_w \times (E(r_m) - r_f)]:$$

$E(r_m)$ คือ อัตราผลตอบแทนจากตลาดหุ้น

B_0^{CV} คือ ราคาตลาดของหุ้นกึ่งบวกกับมูลค่า Call option

k_w คือ ค่าของทุนของวอร์เรน

B_0^S คือ ราคาตลาดของหุ้นกึ่งปกติ (Straight bond) ของบริษัท

k_{CV} คือ ค่าของทุนของหุ้นกึ่งแปลงสภาพ (Convertible bond)

k_{sb} คือ ค่าของทุนของหุ้นกึ่งปกติ

β_w คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของวอร์เรน มีค่าเท่ากับ $B_w = q N(d_1)(S_0 / W_0) \beta_s$

β_s คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นสามัญของบริษัท

q คือ Dilution factor $(N / (N + (\gamma \times M)))$

W_0 คือ ราคาวอร์เรนตามทฤษฎี ซึ่งต้องหามูลค่า Call option ที่เทียบเคียงกันกับวอร์เรังก่อน $(q \times \text{Call option})$

ตารางที่ ผ. 6

รายละเอียดค่าของทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ ผ. 6 แสดงรายละเอียดของค่าของทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity: k_E)

	อัตราดอกเบี้ยที่ ปราศจากความเสี่ยงของ สหรัฐอเมริกา	ความเสี่ยงของประเทศ ไทย (Company default spread)	อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจาก ความเสี่ยงของประเทศ ไทย	ส่วนชดเชยความเสี่ยง ของสหรัฐอเมริกา (US equity risk premium)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ไทย (S.D. SET Index)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ไทย (S.D. S&P Index)	ส่วนชดเชยความเสี่ยงของ สหรัฐอเมริกา (Thailand equity risk premium)
ปี พ.ศ. 2542	5.983	1.450	7.433	5.170	2.163	1.344	8.322
ปี พ.ศ. 2543	7.053	1.450	8.503	5.170	1.843	1.454	6.555
ปี พ.ศ. 2544	3.949	1.450	5.399	5.170	1.609	1.463	5.688

ตารางที่ ผ. 7

จำนวนบริษัทที่ปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์

ตารางที่ ผ. 7 แสดงจำนวนบริษัทที่ได้รับการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีสำหรับการคำนวณมูลค่าของ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดเพิ่ม แยกเป็นรายอุตสาหกรรมจำนวน 12 อุตสาหกรรมสำหรับ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) จำนวน 203 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2542 – 2544

ประเภทอุตสาหกรรม	ค่าความนิยม	ค่าเพื่อการประกันสินค้า	ค่าเพื่อหนีสงฆ์จะสูญ	ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี	มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์		ขาดทุนที่ไม่ได้ เกิดขึ้นเป็นปกติ	กำไรที่ไม่ได้ เกิดขึ้นเป็นปกติ
					ระหว่างก่อสร้าง	ใบความต้องการของตลาด		
ธุรกิจการเกษตร	7	0	16	0	16	9	3	3
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	2	0	14	1	12	7	3	7
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	2	0	9	1	8	5	0	1
พาณิชย์	5	0	9	1	8	6	1	2
สื่อสาร	8	0	10	0	9	6	0	4
เครื่องใช้ไฟฟ้า	1	0	3	1	3	3	1	0
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	2	0	6	0	6	2	1	1
พลังงาน	1	0	4	1	5	1	0	0
บันเทิงและสันทนาการ	3	0	7	1	6	2	0	1
อาหารและเครื่องดื่ม	8	0	14	0	14	7	1	3
การแพทย์	1	0	7	1	4	1	0	1
โรงแรมและบริการท่องเที่ยว	2	0	12	2	11	5	2	4

ตารางที่ ผ. 7 (ต่อ)

จำนวนบริษัทที่ปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อความเหมาะสมสำหรับผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์

ประเภทอุตสาหกรรม	ค่าความนิยม	ค่าเพื่อการประกันสินค้า	ค่าเพื่อหนี้สงสัยจะสูญ	กำไรเงินได้รอตัดบัญชี	มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์	มูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์	ขาดทุนที่ไม่ได้	กำไรที่ไม่ได้
					ระหว่างก่อสร้าง	ในความต้องการของตลาด	เกิดขึ้นเป็นปกติ	เกิดขึ้นเป็นปกติ
ของใช้ในครัวเรือน	1	0	5	1	4	3	0	3
อัญมณีและเครื่องประดับ	1	0	1	0	1	0	0	1
เครื่องมือเครื่องจักร	0	0	2	0	0	1	0	1
เหมืองแร่	0	0	1	0	1	0	0	0
อื่น ๆ	0	0	3	0	3	0	1	1
บรรจุกัญชา	2	0	10	0	8	5	0	4
เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง	2	0	2	0	2	2	0	0
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	3	4	8	1	4	5	0	1
บริการเฉพาะกิจ	1	0	1	0	0	1	0	0
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	6	1	11	1	11	6	3	5
เชื้อกระดาษและกระดาษ	2	0	4	1	4	2	0	2
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	4	1	9	1	12	12	2	2
ขนส่ง	1	0	4	0	4	2	0	0
ยานพาหนะและอุปกรณ์	2	0	4	0	4	2	0	0
คลังสินค้า	0	0	2	1	4	3	0	1
รวม	67	6	178	15	164	98	18	48

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวจรรยาวรรณ จิตวรพันธ์ เกิดวันที่ 26 พฤศจิกายน พ.ศ. 2522 จังหวัด กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนสตรีวิทยา ในปีการศึกษา 2539 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการเงิน จากคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปีการศึกษา 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2546



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย