

บทที่ 1 บทนำ

1.1 ที่มา และความสำคัญของปัญหา

เป็นที่ทราบดีว่า เป้าหมายหลักทางการเงินขององค์กรธุรกิจ คือ การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) เนื่องด้วยผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลที่สนับสนุนในด้านการเงินของบริษัทในรูปของเงินทุน ย่อมต้องการผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งอยู่ในรูปของเงินปันผล (Dividend) และกำไรส่วนเกิน (Capital Gain) ด้วยเหตุผลดังกล่าว องค์กรซึ่งบริหารจัดการโดยฝ่ายบริหารในฐานะที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น จึงจำเป็นต้องดำเนินงานโดยมีเป้าหมายไปที่การสร้าง ความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น โดยหากตลาดการเงินมีประสิทธิภาพตามสมมติฐาน (Efficient Market Hypothesis) ผลตอบแทนจากการลงทุน จะถูกสะท้อนมาจากผลการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัท (Farsio, Degal, and Degner, 2000)

อนึ่ง ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นตัวสะท้อนผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทนี้ มักถูกวัดจากกำไรในรูปของ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) หรือ จากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit After Taxes หรือ NOPAT) หรือ จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow หรือ FCF) เช่นเดียวกับอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ซึ่งตัวเลขในการวัดผลการดำเนินงานเหล่านี้ ล้วนอยู่บนพื้นฐานของตัวเลขทางการเงินที่ถูกคำนวณขึ้นจากงบการเงินภายใต้หลักการบัญชีที่รองรับทั่วไป (General Accepted Accounting Principles: GAAP) ซึ่งเปิดโอกาสให้ผู้บริหารเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่แตกต่างกันในการแสดงผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นผู้บริหารอาจเลือกใช้นโยบายการบัญชีในการตกแต่งกำไร (Earnings Manipulation) ให้บรรลุเป้าหมายกำไรที่ต้องการแทนที่จะคำนึงถึงการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท

นอกจากนี้มาตรวัดทางการบัญชีที่คำนวณจากงบการเงินไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดมูลค่า (Fundamental determinants of value creation) ซึ่งได้แก่ จำนวนระยะเวลา และความเสี่ยง หรือ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินในอนาคตของบริษัท (Magnitude, Timing, and Degree of Uncertainty of Future Cash Flows) อีกทั้งหลักการบัญชียังได้ถูกวิจารณ์ว่าไม่ได้ให้ความสำคัญในเรื่องของการบริหารมูลค่ากิจการ (Value-based

Management) และไม่ได้ให้ความสำคัญในเรื่องของต้นทุนทางการเงิน (Cost of Invested Capital) ซึ่ง Hamilton (1777) and Marshall (1890) (อ้างถึงใน Biddle, Bowen, and Wallace, 1997) ได้ลงความเห็นว่าการที่องค์กรจะสร้างมูลค่าได้นั้น องค์กรจำเป็นต้องสร้างรายได้ หรือมีผลประกอบการที่สูงกว่าต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ในทำนองเดียวกันกับ Young and O'Byrne (2000) ที่มองว่า ความมั่งคั่ง (Wealth) จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อองค์กรสามารถสร้างรายได้ที่ครอบคลุมทั้งต้นทุนในการดำเนินงาน (Operating Costs) และต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital)

จากการให้ความสำคัญในเรื่องต้นทุนทางการเงินในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท มาตราวัดทางการเงินต่างๆ จึงได้ถูกคิดค้นขึ้นในช่วงกว่าทศวรรษที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่ได้ถูกสร้างขึ้นบนกรอบแนวคิดเดียวกัน กล่าวคือ เป็นการพิจารณาว่า ในการสร้างมูลค่าหรือความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นนั้น องค์กรธุรกิจจำเป็นต้องสร้างรายได้หรือผลตอบแทนจากเงินลงทุน ที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) โดยตัวอย่างของมาตราวัดทางการเงินเหล่านี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สุทธิ (Return on Net Assets: RONA) อัตราผลตอบแทนของกระแสเงินสดต่อเงินลงทุน (Cash Flow Return on Investment: CFROI) และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA[®]) เป็นต้น (Young and O'Byrne, 2000)

ทั้งนี้ สาเหตุหลักที่ประเด็นของการสร้างมูลค่า (Value Creation) ได้ถูกหยิบยกขึ้นมาพิจารณากันมากขึ้น เป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ กล่าวคือ หากย้อนกลับไปในอดีต การจัดสรรเงินทุนของนักลงทุนมุ่งไปที่การแสวงหาผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงที่สุด ในขณะที่เดียวกัน องค์กรธุรกิจก็สามารถบริหารงานเพื่อสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนตามที่ต้องการได้ โดยไม่ต้องคำนึงถึงเรื่องความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่เป็นไปอย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำทั่วโลก (Great Depression) ทำให้องค์กรต่างๆ สามารถสร้างรายได้ และ ผลตอบแทนให้กับนักลงทุนตามที่ต้องการ ผนวกกับข้อจำกัดต่างๆ ในตลาดทุนทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดการเงินต่ำ ดังนั้น แรงกดดันที่มีต่อการบริหารงานของผู้บริหารจึงค่อนข้างน้อย ต่อมา ในช่วงสองถึงสามทศวรรษที่ผ่านมาด้วยสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป อันเป็นผลพวงมาจากกระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization) การผ่อนคลายกฎระเบียบต่างๆ ในตลาดการเงิน ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสารสนเทศ การเติบโตของนักลงทุนสถาบันต่างๆ รวมถึงการเปลี่ยนแปลงในทัศนคติ

ของคนรุ่นใหม่ที่มีต่อการออมและการลงทุน บัจจัยต่างๆ เหล่านี้ได้เป็นตัวผลักดันให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายไปยังแหล่งที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอย่างรวดเร็ว ดังนั้นประเด็นการสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจึงได้รับความสนใจมากขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากการที่องค์กรจะดำรงอยู่ได้ในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในปัจจุบัน ไม่เพียงแต่ต้องสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันจากตัวสินค้า หรือบริการขององค์กรเท่านั้น ความได้เปรียบในด้านเงินทุนก็เป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งที่มีต่อความอยู่รอด และความสำเร็จขององค์กร ดังนั้นผู้บริหารจึงต้องพิจารณาปรับเปลี่ยนบทบาทของตัวเองในการบริหารงาน โดยมุ่งที่การสร้าง ความมั่งคั่งให้กับองค์กร (Young and O'Byrne, 2000)

สำหรับประเทศไทยนั้น แนวคิดในการวัดผลการดำเนินงานซึ่งคำนึงถึงการสร้างมูลค่าเพิ่มที่วัดในรูปของ EVA[®] นี้มีเพียงองค์กรเพียงไม่กี่แห่งที่นำเครื่องมือดังกล่าวมาใช้อย่างจริงจัง โดยถูกนำมาใช้เป็นหนึ่งเป้าหมายทางการเงินขององค์กร พร้อมทั้งเป็นเครื่องมือในการให้ผลตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Management Compensation) ตัวอย่างเช่น องค์กรรัฐวิสาหกิจ ธนาคารเพื่อวิสาหกิจขนาดกลาง และขนาดย่อม (SME Bank) ธนาคารกสิกรไทย เป็นต้น ทั้งนี้ ในส่วนขององค์กรรัฐวิสาหกิจ การนำ EVA[®] มาใช้เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน เป็นผลสืบเนื่องมาจากนโยบายของภาครัฐบาลที่ต้องการสร้างความเข้มแข็งให้กับภาครัฐวิสาหกิจ ให้สามารถแข่งขันกับภาคเอกชน และสอดคล้องกับสภาวะพลวัตทางธุรกิจ โดยเล็งเห็นว่าระบบการบริหารจัดการเพื่อสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Management) ซึ่งใช้ EVA[®] เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานนี้ เป็นการนำเอาปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องในการดำเนินธุรกิจขององค์กรมาพิจารณาอย่างครบถ้วน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากทรัพยากรต่างๆ ขององค์กร อีกทั้งยังใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุนโดยมีเป้าหมายมุ่งไปที่การสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กร เป็นต้น (สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, กระทรวงการคลัง, 2549)

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าประเด็นสำคัญที่ทำให้มาตรวัดทางการเงิน EVA[®] แตกต่างจากมาตรวัดทางการเงินอื่นๆ คือ การคำนึงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้น โดยมีเป้าหมายของการใช้ EVA[®] เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน เพื่อที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น ในขณะที่มาตรวัดทางการเงินที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานขององค์กรในการจัดสรรเงินลงทุนของนักลงทุนนั้น มักพิจารณาจากตัวเลขที่มาจากงบการเงินภายใต้หลักการบัญชีที่รองรับทั่วไป ซึ่งไม่ได้ให้ความสำคัญในประเด็นของต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้น ดังนั้น จาก

ความสำคัญในเรื่องของการสร้างมูลค่า (Value Creation) ของมาตรวัดทางการเงิน EVA[®] จะเห็นว่าเป็นประโยชน์อยู่ไม่น้อยหากเรานำมาตรวัดทางการเงิน EVA[®] มาศึกษาความสัมพันธ์ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยพิจารณาเปรียบเทียบกับมาตรวัดทางการเงินแบบดั้งเดิม

ในการนี้ ได้มีงานวิจัยทั้งในต่างประเทศ และในประเทศไทย ที่ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมาตรวัดทางการเงิน EVA[®] โดยศึกษาเปรียบเทียบกับมาตรวัดทางการเงินที่ถูกคำนวณขึ้นจากงบการเงิน ผลงานวิจัยที่เกิดขึ้นมีทั้งที่แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดทางการเงิน EVA[®] กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เช่นเดียวกับมาตรวัดทางการเงินอื่น และที่แสดงให้เห็นว่าไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ในส่วนของประเทศไทย ไม่พบว่ามีการศึกษาวิจัยใดที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการปรับปรุงซึ่งใช้ในการคำนวณหา EVA[®] ที่มีต่อการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA[®] กับ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท โดยทำการศึกษาจากหุ้นสามัญของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 และเปรียบเทียบความสัมพันธ์ดังกล่าวกับมาตรวัดผลทางการเงินอื่น ๆ ที่ถูกคำนวณขึ้นจากงบการเงิน (ทั้งนี้ในการคำนวณ EVA[®] จะทำการปรับปรุงรายการทางบัญชีต่างๆ ตามแนวคิดของ Stern Stewart เพื่อขจัดความแตกต่างทางด้านนโยบายการบัญชีที่เลือกใช้) อีกทั้งยังทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการปรับปรุงทางบัญชีในการคำนวณหา EVA[®] ที่มีต่อการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 กับมาตรวัดทางการเงิน EVA[®] อัตราส่วนการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (P/B Ratio) รวมทั้งทำการศึกษารายการปรับปรุงทางบัญชีในการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) รายการใดที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ข้อมูลที่น่ามาใช้ในการศึกษาประกอบด้วยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 ทั้งนี้เพื่อให้ได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานเดียวกันภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีเหตุผลในการเลือกหลักทรัพย์ที่ถูกคำนวณในดัชนีดังกล่าว จากลักษณะของดัชนีราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) สูง ดังนั้นดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 จึงสามารถสะท้อนระดับราคาของบริษัทที่มีขนาดกลางถึงใหญ่ได้ อีกทั้งเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงอย่างสม่ำเสมอ ประกอบกับมีสภาพคล่องสูง เมื่อเทียบกับมูลค่าตลาด และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของทั้งตลาดโดยรวม นอกจากนี้ การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น หลักทรัพย์ที่ถูกนำมาใช้เป็นข้อมูลในการศึกษาจึงสามารถที่จะสะท้อนหรือเป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมได้

อนึ่ง จากข้อมูลการจัดทำดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 ในช่วงระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 พบว่าจำนวนบริษัทและมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่ถูกนำมารวมในการคำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 สามารถแบ่งออกได้ตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังแสดงในตารางที่ 1.1

ตารางที่ 1.1.

จำนวนบริษัทและมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่ถูกนำมารวมในการคำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์

SET50 จำแนกตามรายอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	สัดส่วนต่อ SET50* (%)	จำนวนบริษัท	รายชื่อย่อของหลักทรัพย์
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	37.95%	8	BANPU, EGCOMP, GLOW, PTT, PTTEP, RATCH, RRC, TOP
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	20.21%	9	BAY, BBL, KBANK, KK, KTB, SCB, SCIB, TCAP, TMB
กลุ่มวัสดุก่อสร้าง	8.99%	4	SCC, SCCC, SSI, TPIPL
กลุ่มปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	8.19%	4	ATC, PTTCH, TPC,IRPC
กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	6.45%	2	ADVANC, TRUE
กลุ่มขนส่งและโลจิสติกส์	5.77%	6	AOT, BECL, PSL, RCL, THAI, TTA
กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	3.62%	4	AMATA, CPN, ITD, LH
กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม	1.76%	3	MINT, TUF, KSL
กลุ่มการแพทย์	1.71%	2	BGH, BH
กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	1.58%	3	CCET, DELTA, HANA
กลุ่มพาณิชย์	1.53%	2	CP7-11, MAKRO
กลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์	1.49%	2	BEC, MCOT
กลุ่มธุรกิจการเกษตร	0.79%	1	CPF
รวม	100%	50	

หมายเหตุ: *สัดส่วนต่อ SET50 หมายถึง สัดส่วนของมูลค่าตลาดของแต่ละอุตสาหกรรม ต่อมูลค่าตลาดของทุกบริษัทที่อยู่ในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (รายละเอียดของมูลค่าตลาดถูกแสดงในภาคผนวก ก)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2549

สำหรับช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาคือตั้งแต่ปีพ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2549 รวมระยะเวลาของข้อมูลที่ทำการศึกษาทั้งสิ้น 6 ปี โดยศึกษาทุกกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ถูกรวมในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 ยกเว้นกลุ่มสถาบันการเงิน ซึ่งได้แก่ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคารและบริษัทหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabilitation Companies) ทั้งนี้ เนื่องจากโครงสร้างต้นทุนและค่าใช้จ่ายของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคารและบริษัทหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย มีลักษณะที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งส่งผลต่อการคำนวณตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาที่แตกต่างออกไป

1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2549 รวมระยะเวลา 6 ปี จำนวนทั้งสิ้น 212 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นการจำกัดขอบเขตของข้อมูลว่าเป็นการศึกษาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ท้องถิ่นและเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ ในขณะที่นักลงทุนบางราย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหมู่นักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) เลือกกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ และสินทรัพย์อื่นๆ ดังนั้น ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาอาจไม่สามารถเป็นตัวแทนสำหรับการวิเคราะห์การลงทุนในมุมมองของนักลงทุนในกลุ่มดังกล่าวได้

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อให้ทราบถึงระดับความสัมพันธ์ของ EVA[®] ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเมื่อเทียบกับมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีอื่น ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (P/B Ratio) รวมทั้งทำการตรวจสอบว่ารายการปรับปรุงทางบัญชีรายการใดในขั้นตอนของการคำนวณหา EVA[®] สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เพิ่มขึ้น