

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งวัดต่อหนึ่งหน่วยของเงินทุนทั้งหมดของกิจการ (EVA/Invested Capital) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (P/B Ratio) ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ พบว่า EVA[®] ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ามาตรวัดทางการเงินบัญชี เช่น NOPAT หรือ ROA

เมื่อทำการทดสอบโดยแยกเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ามีเพียงกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรเท่านั้นที่ NOPAT/Invested Capital และ ROA มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และมีค่า Adjusted R² ที่สูงขึ้นกว่าการทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างทั้ง 212 ตัวอย่าง แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็น NOPAT/ Invested Capital EVA/Invested Capital และอัตราส่วนทางการเงิน ROA และ ROE

นอกจากนี้ ถึงแม้จะทำการทดสอบโดยพิจารณาเฉพาะกลุ่มบริษัทที่นักลงทุนมีความคาดหวังต่อการเติบโตของบริษัทสูง (P/E Ratio สูงกว่าค่ามัธยฐานของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด) บริษัทที่มีระดับความเสี่ยงอยู่ในระดับสูง (ค่าเบต้าสูงกว่าค่ามัธยฐานของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด) และบริษัทที่มีขนาดใหญ่ (ค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดสูงกว่าค่ามัธยฐานของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด) ก็ยังคงไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติเพิ่มขึ้นกว่าเดิมแต่อย่างใด ซึ่งอธิบายได้ว่านักลงทุนในตลาดยังคงให้ความสำคัญกับมาตรวัดทางบัญชี ซึ่งเป็นข้อมูลเปิดเผยเป็นการทั่วไป (Public Information) และปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ มากกว่า EVA[®] ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทต่างๆ ไม่ได้ทำการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นการทั่วไปเช่นเดียวกับมาตรวัดทางบัญชี ด้วยเหตุนี้จึงทำให้นักลงทุนมิได้นำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือองค์ประกอบต่างๆ ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ดังกล่าวมาเป็นเครื่องมือหรือปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญ

เมื่อพิจารณาร่วมกับการทดสอบด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่ามีเพียง NOPAT/Invested Capital และ ROA เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทน

ของหุ้นสามัญ จะพบว่าสอดคล้องกับผลการทดสอบจากการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้ ยังพบว่า NOPAT/Invested Capital มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับ EVA/Invested Capital ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Balachandran and Mohanram (2006) ที่กล่าวว่า กำไรส่วนที่เหลือและกำไรทางบัญชีนั้นควรนำมาใช้เป็นข้อพิจารณาในผลตอบแทนของหลักทรัพย์แบบประกอบกัน ไม่ใช่แบบเปรียบเทียบกัน อย่างไรก็ตามเมื่อนำ EVA/Invested Capital และ NOPAT/Invested Capital มาทดสอบในสมการถดถอยเดียวกันจะพบว่าไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีขึ้นแต่อย่างใด ทั้งนี้เนื่องจากตัว EVA/Invested Capital นั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญ และเมื่อนำมาพิจารณาในแบบจำลองเดียวกับ NOPAT/Invested Capital จึงไม่ทำให้สมการอธิบายอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญได้ดีขึ้น

ในงานวิจัยนี้ยังได้ทำการทดสอบถึงองค์ประกอบในการคำนวณ EVA[®] ในส่วนที่เป็นรายการปรับปรุงทางบัญชี อันได้แก่ Goodwill/Invested Capital, Minority Interest/Invested Capital และ Reserves/Invested Capital จะพบว่า มีเพียง Reserves/Invested Capital ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญ และเมื่อนำ NOPAT/Invested Capital และ Reserves/Invested Capital มาทดสอบกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในสมการเดียวกันจะพบว่าค่า Adjusted R² มีค่าเพิ่มขึ้นกว่าการทดสอบด้วย NOPAT/Invested Capital เพียงตัวแปรเดียว จึงสามารถสรุปได้ว่าค่าเผื่อสำรองและสำรองเพื่อการสูญเสีย นั้นเป็นเพียงองค์ประกอบเดียวที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ โดยผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle et al. (1997) และ West and Worthington (1999) ที่ให้ข้อสรุปว่าองค์ประกอบบางตัวของ EVA[®] ให้ข้อมูลเพิ่มขึ้น (Incremental Information) ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ทั้งนี้สามารถอธิบายได้ด้วยแม่บทการบัญชี

ภายใต้แม่บทการบัญชานั้น ในกรณีที่มีเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนที่บริษัทจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคต บริษัทต้องเลือกไม่รับรู้สินทรัพย์ในงบดุลและไม่รับรู้รายได้ในงบกำไรขาดทุน ทั้งนี้เพื่อไม่ให้แสดงสินทรัพย์ และกำไรด้วยยอดที่สูงเกินไปโดยสอดคล้องกับหลักความระมัดระวัง (Conservatism Principle) แต่อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่มีความเป็นไปได้ค่อนข้างแน่นอนที่บริษัทจะต้องสูญเสียประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคต บริษัทต้องรับรู้หนี้สินในงบดุลหรือรายจ่ายในงบกำไรขาดทุนด้วยมูลค่าที่น่าเชื่อถือ ทั้งนี้เพื่อให้บริษัทแสดงข้อมูลที่น่าเชื่อถือแก่ผู้ใช้งบการเงินรวมถึงนักลงทุน

กรณีค่าเผื่อสำรองและสำรองเผื่อการสูญเสียซึ่งเป็นการตั้งขึ้นบนพื้นฐานของหลักความระมัดระวังนั้น ถึงแม้ว่าเหตุการณ์ดังกล่าวยังไม่เกิดขึ้นจริงนั้นอาจเป็นการทำให้ตัวเลขกำไรทางการเงินบัญชีไม่ได้สะท้อนกำไรที่แท้จริงของบริษัทในปัจจุบัน ซึ่งทำให้นักลงทุนไม่ได้รับรู้ข้อมูลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัทที่แท้จริง ในทำนองกลับกัน กรณีที่บริษัทไม่ได้ตั้งค่าเผื่อหรือสำรองในงบการเงิน นักลงทุนก็สามารถใช้การพิจารณาโดยคำนึงถึงปัจจัยดังกล่าวเองได้ในการตัดสินใจลงทุนหรือการใช้ข้อมูลจากงบการเงิน ด้วยเหตุนี้เมื่อมีการบวกกลับผลกระทบของค่าเผื่อสำรองและสำรองเผื่อการสูญเสียไปในกำไรทางบัญชี จึงทำให้ค่าเผื่อและสำรองเผื่อการสูญเสียนั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เพิ่มขึ้น

ในส่วนของการปรับปรุงเกี่ยวกับค่าความนิยมนั้น ถึงแม้ว่าค่าความนิยมจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ แต่จากมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 43 (ปรับปรุง 2550) เรื่อง การรวมธุรกิจได้ระบุว่า ค่าความนิยมที่เกิดจากการซื้อธุรกิจจะถูกบันทึกเป็นสินทรัพย์และไม่มี การตัดจำหน่ายอีกต่อไป แต่ต้องมีการทดสอบการด้อยค่าแทนทุกปี หากมีเหตุการณ์ที่เป็นตัวบ่งชี้การด้อยค่าตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 36 (ปรับปรุง 2550) เรื่อง “การด้อยค่าของสินทรัพย์” ดังนั้น จะเห็นได้ว่าการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่พิจารณาว่าผลประโยชน์จากค่าความนิยมนั้นมีอายุที่ไม่จำกัด ดังนั้น ควรนับค่าความนิยมเป็นการลงทุนถาวรในธุรกิจ แต่จะมีการบันทึกการด้อยค่าแทนหากมีเหตุการณ์ที่บ่งชี้การด้อยค่า ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า จากการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีนี้ จะเห็นได้ว่าแนวคิดเชิงเศรษฐศาสตร์นั้นได้ถูกนำมาพิจารณาในการรับรู้รายการบัญชีแล้ว

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาองค์ประกอบทั้งหมดของ EVA[®] ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ พบว่ายังไม่เพียงพอที่จะสรุปได้ว่า EVA[®] สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ามาตรวัดทางการเงินอื่นๆได้

จากผลงานวิจัยทั้งหมดให้ข้อสรุปว่ายังไม่มีความชัดเจนที่ว่า EVA[®] จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ามาตรวัดทางการเงินอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาในบทที่ 4 ที่พบว่า NOPAT/Invested Capital จะมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่สูงกว่า ROA จึงเป็นที่น่าสังเกตว่าการปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อให้เป็นแนวคิดเชิงเศรษฐศาสตร์ เช่น การใช้ Invested Capital (ซึ่งต้องมีการปรับปรุงรายการทางบัญชี ดังได้กล่าวถึงในหัวข้อ 3.2.1.6) แทนการใช้สินทรัพย์รวมในการพิจารณาถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้น

สามัญนั้น สามารถทำให้ NOPAT/Invested Capital อธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่า ROA จึงอาจกล่าวได้ว่าองค์ประกอบบางส่วนในการปรับปรุงรายการตามแนวคิดเชิงเศรษฐศาสตร์นั้นสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ เนื่องจากมีข้อจำกัดในงานวิจัยหลายๆ อย่างในการคำนวณ EVA[®] อาทิเช่น ข้อจำกัดทางด้านข้อมูลรายการปรับปรุงทางการบัญชี โดยคณะผู้วิจัยเลือกมาใช้เพียงบางรายการที่ได้ถูกเปิดเผยแก่สาธารณชน (Public Information) เท่านั้น อีกทั้งวิธีการคำนวณต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ที่ต้องอาศัยการประมาณการ ซึ่งแตกต่างจาก Stern Stewart ที่มีข้อมูลเชิงลึกกว่าในการคำนวณ EVA[®] และข้อมูลบางอย่างที่ Stern Stewart ไม่ได้เปิดเผย ซึ่งเป็นข้อจำกัดในงานวิจัยในลักษณะเดียวกับงานวิจัยหลายๆ งานในต่างประเทศ อาทิ เช่น Biddle et al. (1997) หรืองานวิจัยของ Sparling and Turvey (2003) ที่ระบุว่า การคำนวณหา EVA[®] จำเป็นต้องปรับปรุงกำไรทางบัญชีที่บันทึกตามหลัก GAAP โดยเป็นการใช้ดุลยพินิจเป็นหลัก เช่นเดียวกับข้อจำกัดในส่วนของการคำนวณตัวอย่าง ซึ่งครอบคลุมเพียง 212 ตัวอย่าง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็อาจไม่เพียงพอที่จะให้ข้อสรุปได้เช่นกัน เนื่องจากงานวิจัยในต่างประเทศที่ให้ข้อสรุปได้อย่างชัดเจนหลายๆ ประเด็นได้รับข้อมูลจากทาง Stern Stewart ซึ่งเป็นผู้คิดค้น EVA[®] เช่น งานวิจัยของ Biddle et al. (1997) ที่ทำการศึกษาจากตัวอย่างของหลักทรัพย์จำนวนถึง 773 บริษัท

นอกจากข้อจำกัดด้านการคำนวณ EVA[®] ดังกล่าวข้างต้นแล้ว ตลาดยังจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ อีก ทั้งนี้พิจารณาได้จากของค่า Adjusted R² ที่ได้ของค่า NOPAT/Invested Capital และ ROA ของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าค่อนข้างน้อยแม้จะมีนัยสำคัญทางสถิติก็ตาม ซึ่งอธิบายได้ตามแนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน ที่เป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุน ตัวอย่างของปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ดังกล่าวได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง นอกเหนือไปจากปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งปัจจัยอื่นๆ เหล่านี้ไม่ได้อยู่ในขอบเขตของงานวิจัยนี้

5.2 ข้อเสนอแนะ

ถึงแม้ว่าผลการวิจัยที่ได้จะไม่มีข้อสรุปที่บ่งชี้ว่า EVA[®] สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่าอัตราส่วนทางการเงินก็ตาม แต่บริษัทต่างๆ โดยเฉพาะในประเทศไทยในปัจจุบันเริ่มมีการนำ EVA[®] มาใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารเชิงกลยุทธ์ (Strategic Implementation) มากขึ้น เช่น สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (สคร.) นำระบบการบริหารจัดการเพื่อสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ หรือ (Economic Value Management: EVM) มาเป็นเครื่องมือในการประเมินผลงานขององค์กรเมื่อปี พ.ศ.2549 ในส่วนของภาคเอกชนที่นำ EVM มาใช้อาทิเช่น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และบริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) เป็นต้น แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของ EVA[®] ในบริบทของเครื่องมือทางการบริหารเชิงกลยุทธ์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Young และ O'Byrne (2001) ที่ได้ให้ข้อสรุปว่าหาก EVA[®] มีการนำไปใช้อย่างถูกต้องเหมาะสมจะช่วยให้องค์กรสามารถบริหารเพื่อสร้างมูลค่า (Value-based Management: VBM) ได้อย่างเบ็ดเสร็จ และหากมอง EVA[®] ในลักษณะที่รวมทุกอย่างเข้าด้วยกันเช่นนี้ EVA[®] ก็จะเกิดความกลมกลืนไปกับแนวคิดในการบริหารเพื่อสร้างมูลค่า (VBM) โดยปริยาย

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเหตุผลประการหนึ่งที่ส่งผลให้ EVA[®] ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่าอัตราส่วนทางการเงินนั้นเกิดจากการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนนั้น ดังนั้น หากบริษัทต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์เป็นการทั่วไปในอนาคต ซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลเหล่านี้ได้โดยง่ายนั้น ข้อสรุปเกี่ยวกับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญและผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดผลโดยใช้มาตรฐานเชิงเศรษฐกิจศาสตร์อาจมีการเปลี่ยนแปลงไป

ในส่วนของรายการปรับปรุงทางบัญชีต่างๆ ทั้งในส่วนรายการปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ (NOPAT) ให้เป็นกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ การคำนวณค่า WACC ทั้งในส่วนต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) และต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) เพื่อให้ได้กำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ ก็จำเป็นจะต้องได้ข้อมูลภายในที่บางครั้งไม่มีการเปิดเผยสู่สาธารณะ จึงทำให้ตัวเลขทางบัญชีที่ใช้ในการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์อยู่อาจไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ อีกทั้งควรมีการใช้รายการปรับปรุงทางบัญชีที่เหมาะสมยิ่งขึ้นเพื่อให้เหมาะสมกับรายบริษัทและรายอุตสาหกรรม ทั้งนี้เพื่อให้ได้ตัวเลขกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้เนื่องจากงานวิจัยมีข้อจำกัดในการใช้จำนวนตัวอย่างจากบริษัทที่ถูกรวมอยู่ในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 และช่วงระยะเวลา พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2549 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี ซึ่งขนาดตัวอย่างอาจไม่เพียงพอที่จะสรุปผลได้ ดังนั้น ในงานวิจัยถัดๆ ไปอาจจะปรับปรุงหรือขยายผลไปยังกลุ่มตัวอย่างที่ครอบคลุมจำนวนตัวอย่างที่มากขึ้น นอกจากนี้ เป็นที่น่าสนใจว่าเพราะเหตุใด ROA จึงเป็นอัตราส่วนทางการเงินเดียวที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญ ขณะที่ ROE P/E Ratio และ P/B Ratio กลับไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญแต่อย่างใด และเป็นที่น่าสนใจว่าบริษัทที่อยู่ในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 และถูกรวมอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรจึงมีค่า Adjusted R² ของ NOPAT/Invested Capital และ ROA ที่สูงในการอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญเมื่อเปรียบเทียบกับทดสอบจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และทดสอบว่าจะได้ผลลักษณะเดียวกันหรือไม่กับกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด

สุดท้ายนี้ ในเรื่องของการหาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับตัวแปรอิสระที่เป็นมาตรวัดทางการเงินเพียงอย่างเดียวคงไม่เพียงพอที่จะอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ แต่ยังคงคำนึงถึงปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ อีกด้วย ไม่ว่าจะเป็นภาวะเศรษฐกิจ ภาวะทางการเมือง เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นปัจจัยภายนอกของบริษัทที่ไม่สามารถที่จะระบุเป็นตัวเลขเพื่อใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญได้อย่างชัดเจน ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากปัจจัยเหล่านี้อาจกระทบแต่ละบริษัทไม่เท่ากันและไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้ การที่จะจัดปัจจัยดังกล่าวเหล่านี้ออกไปเพื่อให้การคำนวณ EVA[®] จึงเป็นไปได้ยาก