

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

การศึกษามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 8 กลุ่ม มีจำนวน 236 บริษัท ข้อมูลระหว่างปี 2554-2558 จำนวน 1,180 ข้อมูล เมื่อทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติพรรณนา และสถิติเชิงอนุมานแล้วสามารถสรุปและอภิปรายผลการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด อัตราส่วนทางการเงินและผลตอบแทนหุ้นสามัญ สามารถสรุปผลได้ดังนี้

1. มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

พบว่าในปี 2555 มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 69.20 เท่า ปี 2557 มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.54 เท่า ซึ่งลดลงจากปี 2555 แต่เพิ่มขึ้นจากปี 2555 ในปี 2554 มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.18 เท่า ในปี 2556 มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -9.23 เท่า และปี 2558 มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -12.65 เท่า ตามลำดับ

2. มูลค่าเพิ่มทางการตลาด

พบว่าในปี 2555 มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 61.56 เท่า สูงสุด เพิ่มขึ้นจากปี 2554 มูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.08 เท่า ปี 2557 มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ย

อภิปรายผลการวิจัย

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับ ญัฐกานต์ กุ้วงศ์บัณฑิต (2551) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นแบบรายไตรมาสของ 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545-2547 รวม 12 บริษัท ผลของการศึกษาพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ เช่นเดียวกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย โดยผลที่ได้จากการทดสอบปรากฏว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่เมื่อมองภาพรวมของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมตามจำนวนบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์บริษัทที่มีผลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายเป็นบวก แต่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นลบเป็นจำนวนร้อยละ 74.31 ซึ่งหมายถึงกิจการมีผลการดำเนินงานแสดงผลกำไร แต่ไม่สามารถที่จะสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของธุรกิจได้คิดเป็นร้อยละ 74.31 ของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา จึงสะท้อนให้เห็นว่าการที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นบวกไม่อาจสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ ดังนั้นหากต้องการใช้ข้อมูลเพื่อมาตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้น กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายยังสามารถจะอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีอยู่ แต่เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดจากการลงทุนในตลาดหุ้น จึงควรพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ควบคู่ไปด้วย เพราะจะทำให้ทราบถึงกำไรที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งกำไรดังกล่าวก็มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์เช่นกัน และสอดคล้องกับ Degner Julia (2000) ได้ศึกษาเรื่อง “มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) และผลตอบแทนหลักทรัพย์” ได้ให้ความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของค่า EVA โดยการเพิ่มขึ้นของ EVA จะถูกมองว่าเป็นสาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น การวิเคราะห์นี้จึงมุ่งที่ประเด็นของ EVA และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยเลือกตัวอย่างเพื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยทั้งแบบ Multiple และ Simple จาก 3 กลุ่มตัวอย่าง ตัวอย่างแรกมาจาก 367 บริษัทใน S&P500 ใช้ข้อมูล

EVA ปี 1998 และผลตอบแทนรวมปี 1998-1999 กลุ่มที่ 2 มาจาก 30 บริษัทใน DJIA ใช้ข้อมูล EVA ปี 1998 และนำผลตอบแทนรวมของปี 1998-1999 กลุ่มที่ 3 มาจาก 55 บริษัทซึ่งสุ่มจาก S&P 500 โดยใช้ข้อมูล EVA และผลตอบแทนรวมของปี 1994-1998 ผลที่ได้รับคือ ความสัมพันธ์เป็นทิศทางตรงกันข้าม โดยตัวอย่างที่ 1 เกิดจากหลักทรัพย์ “New Economy” ใน S&P 500 ซึ่งอาจบิดเบือนผลลัพธ์ทำให้ความสัมพันธ์เป็นทิศทางตรงกันข้ามมากขึ้นหรือทำให้ EVA มีค่าต่ำลง แต่ผลตอบแทนรวมกลับมีค่าสูงขึ้นมา กรณตัวอย่างที่ 2 การเติบโตของ EVA ไม่มีผลต่อผลตอบแทนรวมที่ส่งผลในปีถัดไป จึงจะสนับสนุนสมมติฐานของตลาดประสิทธิภาพว่าถ้าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนรวมเป็นทิศทางเดียวกันแสดงว่า ข้อมูลของ EVA ถูกเผยแพร่ในปีเดียวกันแล้ว สำหรับตัวอย่างที่ 3 ผลลัพธ์คือ ไม่มีความสัมพันธ์กันเลยระหว่าง EVA และผลตอบแทนรวมในระยะสั้นดังนั้นแม้ EVA จะเป็นเครื่องมือที่ถูกยอมรับในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท แต่สามารถสะท้อนความสัมพันธ์ได้เพียงในระยะสั้นเท่านั้นและไม่อาจหาค่า EVA ใช้ในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้

มูลค่าเพิ่มทางการตลาด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับ Johannes de Wet และ John Henry Hall (2004) ได้ศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA, MVA และอัตราร้อยละการเปลี่ยนแปลง” โดยวิเคราะห์หาความสัมพันธ์จากการคำนวณแบบจำลอง 5 แบบซึ่งมียอดขายเท่ากัน แต่กำหนดให้ต้นทุนคงที่ ต้นทุนผันแปร หนี้สิน และทุนมีสัดส่วนต่างกัน แล้วนำมาคำนวณหากำไร, EVA และ MVA ปรากฏว่าทั้ง 3 รายการนี้มีจำนวนไม่แตกต่างกัน แต่เมื่อได้นำตัวเลขดังกล่าวของทั้ง 5 แบบจำลองมาคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงของการดำเนินงาน (Degree of Operating Leverage: DOL)ทางการเงิน (Degree of Financial Leverage: DFL) และ EVA (EVA Leverage Factor) ปรากฏว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของการดำเนินงาน (DOL) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับต้นทุนคงที่ อัตราการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์ทิศทางในทางเดียวกับสัดส่วนหนี้สิน แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงของ EVA (EVA Leverage Factor) กลับมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนหนี้สิน แต่เมื่อนำมาคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงทั้งหมดซึ่งรวม EVA เข้าไปด้วย (Total Leverage Including EVA) กลับมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับต้นทุนคงที่ แสดงให้เห็นว่าการบริหารการเงินสามารถใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนคงที่และต้นทุนส่วนของเจ้าของ เพื่อให้มีกำไรมากที่สุดได้ และผลของการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันผันแปรอื่น เช่น ยอดขายหรือต้นทุน ทำให้เกิดมูลค่าแก่ผู้มีส่วนได้เสีย

อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับ Yook และ McCabe (2001) ได้ทำการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่จากกำไรและมูลค่าทางบัญชี ซึ่งอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิถือเป็นข้อมูลทางการเงินที่เป็นมาตรฐานเปรียบเทียบมูลค่าหุ้นของบริษัทที่นักลงทุนถืออยู่กับมูลค่าหุ้นของบริษัทอื่น เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งเป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วย ซึ่งนักลงทุนจะเข้าใจว่าการซื้อหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (กำไรสุทธิ หรือมูลค่าทางบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น) ที่ต่ำกว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนตัวนี้สูง อย่างไรก็ตามงานวิจัยเรื่องนี้ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญ กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งถือเป็นของกลับของอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

ข้อเสนอแนะ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด และอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีความซับซ้อน ทำให้เกิดข้อจำกัดของการเก็บข้อมูลเพื่อมาวิเคราะห์ผลการศึกษา

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

สำหรับในการทำวิจัยครั้งต่อไปควรทำการศึกษาเรื่อง

1. อิทธิพลของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยให้ศึกษาทั้งตลาดแล้วทำการเปรียบเทียบแต่ละปีของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของธุรกิจขนาดกลางขนาดย่อมที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของธุรกิจขนาดกลางขนาดย่อมที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อวางแผนมูลค่าหุ้นสามัญในอนาคตต่อไป