

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ทางเลือกในการลงทุนมีหลายรูปแบบ แต่รูปแบบหนึ่งที่มีผู้สนใจคือ ทางเลือกในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือการลงทุนในหลักทรัพย์ (หุ้น) แต่การตัดสินใจว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์นั้นหรือไม่ จะมีหลักในการวิเคราะห์และเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ รวมถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องและข้อจำกัดต่าง ๆ ทั้งผลตอบแทน ความเสี่ยงและสภาพคล่องในการลงทุน เมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานดีหรือมีศักยภาพทางธุรกิจ จะส่งผลให้หลักทรัพย์ของบริษัทมีความน่าสนใจลงทุน ราคาหลักทรัพย์ก็อาจปรับตัวสูงขึ้น ทำให้นักลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนได้แก่เงินปันผลที่บริษัทนำกำไรสุทธิจากการดำเนินงานมาจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นและกำไรจากการขายหลักทรัพย์ เมื่อผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อมา การลงทุนซื้อหลักทรัพย์ทำให้นักลงทุนมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของในบริษัทนั้นๆ ตามสัดส่วนของหุ้นที่ถือ ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนผันแปรไปตามผลประกอบการของบริษัท ดังนั้นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุนต้องติดตามได้แก่ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจะพิจารณาได้จากข้อมูลในงบการเงิน ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงพยายามให้ความสำคัญกับข้อมูลทางบัญชี โดยนักลงทุนสามารถนำข้อมูลทางบัญชีไปเพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์เพื่อการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนจึงให้ความสนใจต่อข้อมูลกำไรทางบัญชีเป็นอย่างมาก

การล้มละลายของ Enron Corp พบว่า มีการปกปิดข้อมูลทางบัญชี จึงมีคำถามตามมาว่า งบการเงินที่บริษัททั่วไปได้แสดงออกมานั้นแสดงถึงฐานะทางการเงินที่แท้จริงหรือไม่ อีกทั้งเกณฑ์ในการวัดผลทางการเงินของกิจการถูกลดความสำคัญลงไปมาก ผลกำไรที่แสดงในงบการเงินไม่ได้สะท้อนถึงสภาพคล่องของธุรกิจอย่างแท้จริง ในการจัดทำงบการเงินต้องบันทึกบัญชีเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์คงค้าง รวมถึงมาตรฐานการบัญชีซึ่งมีทางเลือกให้ปฏิบัติทำให้สามารถตกแต่งตัวเลขโดยใช้วิธีการบัญชีต่าง ๆ ได้ เช่น นโยบายในการคิดค่าเสื่อมราคา Keating, Zimmerman and Simon (1999) ศึกษาทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกาประมาณ 4,000 บริษัท ช่วงปี 1972-1994 พบว่า ผู้บริหารได้เปลี่ยนแปลงนโยบายค่าเสื่อมราคา มีเหตุผลเพื่อ 1. ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงกฎหมายทางภาษีและลดภาษีของกิจการ 2. ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น และ 3. ตอบสนองต่อโอกาสในการลงทุนซึ่งเป็นการปรับแต่งกำไรอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นกำไรทางบัญชีของกิจการที่คำนวณขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปไม่สามารถชี้ให้เห็นถึงการสร้าง

มูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างเพียงพอและประเด็นที่สำคัญ คือ เกณฑ์ในการวัดผลทางการเงินบัญชีได้มองข้ามในเรื่องต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด

การพยายามวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่ง ซึ่งจะอาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวนั้น ไม่เพียงพอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้ เพราะหลักการบัญชีอาจมีช่องโหว่ที่ทำให้มีการตกแต่งตัวเลขในงบการเงิน ดังนั้นหลักแนวความคิดทางเศรษฐศาสตร์จะเน้นที่การสร้างคามมั่นคงแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนทั้งหมด (ไพบุลย์ เสรีวัฒนา เอกชัย นิติยาเกษตรวัฒน์ และ วิยะดา นิติยาเกษตรวัฒน์, 2548) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจะเป็นตัววัดผลการดำเนินงานภายในที่ทิศทางด้านการบริหาร อีกทั้งยังสามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการกำหนดแผนการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารได้ด้วย ซึ่งผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นโดยอยู่ในรูปของโบนัสหรือเงินเดือนที่เพิ่มขึ้น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) จึงถือเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในแง่แนวคิดการสร้างมูลค่าเพื่อกระจายไปสู่ในระดับต่าง ๆ ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันให้เกิดการปฏิบัติงานในองค์กรและการติดต่อสื่อสารกับตลาดทุน กล่าวคือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจจะสะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น ซึ่งนักลงทุนจะนำมาเป็นองค์ประกอบในการตัดสินใจลงทุน

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow: FCF) เป็นข้อมูลหนึ่งที่สำคัญที่ใช้ในการวิเคราะห์ทางการเงินและการประเมินมูลค่าของกิจการที่แท้จริง โดยเฉพาะนักลงทุนและเจ้าหนี้ให้ความสนใจเป็นอย่างมาก กิจการมีวัตถุประสงค์ที่จะมุ่งเน้นในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ดังนั้นจึงเสนอให้จัดทำกระแสเงินสดอิสระ เพื่อที่จะใช้วิเคราะห์หาผลตอบแทนในการจ่ายเงินที่เหลือให้แก่ส่วนของผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล The Wall Street Journal , Barron's, and Dow Jones Newswires ตั้งแต่ปี 1996 จนถึง 31 มีนาคม 2004 พบว่า การให้ความสนใจของกระแสเงินสดอิสระในปี 1996 มีเพียง 15 กลุ่ม ปี 1997 จำนวน 55 กลุ่ม ปี 2000 จำนวน 108 กลุ่ม ปี 2003 จำนวน 322 กลุ่มและสิ้นสุดไตรมาสที่ 1 ปี 2004 จำนวน 136 กลุ่ม (ทั้งปี 2004 เป็นจำนวน 544 กลุ่ม) แสดงว่านักลงทุนและเจ้าหนี้ รวมถึงนักวิเคราะห์สนใจเรื่องนี้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับการบริหารกำไรของ Enron Corp. ที่เกิดขึ้นในปี 2001 ซึ่ง Enron Corp. ไม่ใช่บริษัทที่มีความผิดพลาดทางบัญชีเป็นบริษัทแรก ยังมีบริษัทอื่น ๆ เช่น Cendant Corp., Sunbeam Corp., และ Xerox Corp. เหล่านี้เป็นเรื่องเกี่ยวกับความผิดพลาดทางบัญชีและการบริหารกำไร เช่นเดียวกับ Dynergy , Inc. Adelphia Communications Corp., และ World Com, Inc., ที่เป็นข่าวอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนเจ้าหนี้และนักวิเคราะห์เริ่มมีคำถามเกี่ยวกับรายการกำไรมากขึ้น ดังคำกล่าวที่ว่า “เงินสดเป็นความจริงและกำไรทางบัญชีเป็นเพียงความคิดเห็น”

ในการวัดผลดำเนินงานที่อาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอแล้ว เพราะหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปนั้น ไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจได้ ผู้ถือหุ้น และนักลงทุนไม่สามารถประเมินได้ว่าที่แท้จริงแล้วมูลค่าของหุ้นนั้นจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงในเชิงเศรษฐกิจอย่างไร เมื่อนักลงทุนตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัท ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อต้องการความมั่งคั่ง (Maximize Wealth) นั่นก็คือ มูลค่าของบริษัท (Value of Firm) สูงนั่นเอง และมูลค่าของบริษัทจะสูงขึ้นได้ บริษัทนั้นต้องมีผลการดำเนินงานที่ดี มีกำไร สามารถจ่ายเงินปันผลได้มากก็จะดึงดูดใจนักลงทุนให้อยากมาลงทุนในหุ้นของบริษัท ราคาหุ้นก็จะสูงขึ้น (ปิยสุดา ศรีหยังษ์, 2545) ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาในเรื่องการเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของตัววัดผลในเชิงบัญชีบริหาร ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และวิเคราะห์เปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของตัวแปรทั้งสองเมื่อมีปัจจัยการจ่ายปันผล โดยจะทำการศึกษาดังความสัมพันธ์ ดังนี้

1. กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow: FCF) เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการ ซึ่งแสดงถึงเงินสดที่กิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคตซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการของบริษัท กระแสเงินสดอิสระเกิดจากกำไรสุทธิ บวกค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย หักการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ หักค่าใช้จ่ายในการลงทุน

2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริง ตามหลักแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่ว่า วัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันไม่ใช่การทำให้กำไรสูงสุด แต่ควรจะเป็นการทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นมีมูลค่าสูงสุด นั่นก็คือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถสร้างรายได้มาชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนของเงินทุนได้จนหมดสิ้น จึงทำให้สะท้อนถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้นด้วย

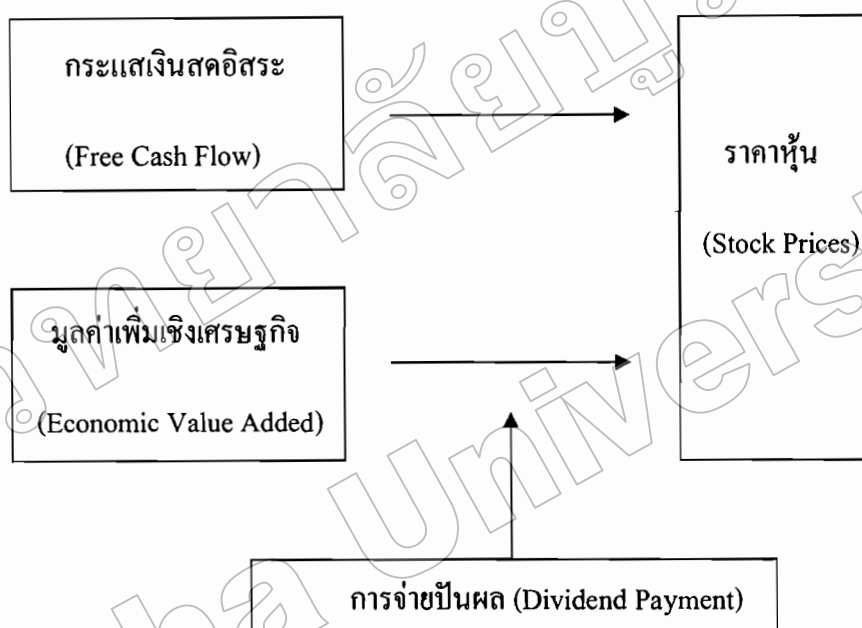
วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

1. เพื่อเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่างตัววัดผลในเชิงบัญชีบริหาร ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาว่าการจ่ายเงินปันผล เป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเลือกใช้เครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงานดังกล่าวอย่างเหมาะสม

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

คำถามของการวิจัย

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดอิสระหรือไม่ และการจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระหรือไม่

สมมติฐานของการวิจัย

เป้าหมายของกิจการคือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งเครื่องมือที่ใช้เป็นตัววัดผลในเชิงบัญชีบริหาร ได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระ ที่จะใช้

ประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ รวมถึงใช้ประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุน เพื่อศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัย ดังนี้

1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน
2. การจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1. ทำให้ทราบลักษณะความสามารถและความสามารถส่วนเพิ่มที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ
2. ทำให้ทราบว่า การจ่ายเงินปันผลว่าเป็นปัจจัยที่มีผลทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มมากกว่ากระแสเงินสดอิสระ
3. เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเลือกใช้ตัววัดผลในเชิงบัญชีบริหาร ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ อย่างเหมาะสม เพื่อประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์และเพื่อผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนมากขึ้น

ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ครอบคลุมข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2547 รวมระยะเวลา 3 ปี โดยใช้ตัวเลขจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาดังกล่าว ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม แต่ไม่ศึกษาในกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย และประกันชีวิต เนื่องจากทั้ง 3 กลุ่มนี้มีลักษณะการดำเนินงานและการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานที่แตกต่างไปจากกลุ่มอื่น และไม่ศึกษาในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มนี้ไม่มีความสัมพันธ์กับข้อมูลทางบัญชี

นิยามศัพท์เฉพาะ

1. กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่สามารถนำไปใช้ในการดำเนินงาน โดยปลดภาระต่างๆ เช่น รายจ่ายฝ่ายทุน (การซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์) เพราะรายจ่ายฝ่ายทุน เป็นการซื้อสินทรัพย์เพื่อทดแทนกำลังการผลิตที่มีในปัจจุบัน และเพื่อรองรับการเจริญเติบโตของกิจการ โดยไม่รวมการลงทุนในเงินลงทุนและการลงทุนใน

สินทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์อื่น และกระแสเงินสดอิสระที่เหลือก็จะนำไปจ่ายคืนให้กับเจ้าหนี้ในรูปแบบของการจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจ่าย ส่วนที่เหลือจะให้กับผู้ถือหุ้นก็จะอยู่ในรูปของเงินปันผลจ่าย และอาจมีการซื้อหุ้นของกิจการกลับคืน (อรพิน เหล่าประเสริฐ, 2547)

2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added) หมายถึง ตัววัดผลการปฏิบัติงานในการบริหารที่เน้นมูลค่า ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จะเน้นที่การสร้าง ความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว และความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชย ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้น ได้จนหมดสิ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548)

3. ข้อมูลที่มีประโยชน์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Value Relevance) หมายถึง การพิจารณาในความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ แนวทางตามงานวิจัยของ Feltham และ Ohlson (1995) โดยสนใจตัววัดมูลค่าของข้อมูลหรือกลุ่มของข้อมูลทางบัญชีว่า การเปลี่ยนแปลงของตัววัดมูลค่าเหล่านั้นอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้หรือไม่ อย่างไร (ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545)