

บทที่ 5

สรุปและอภิปรายผล

สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้ได้ทำการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเรื่อง ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนจากการเงินที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2547 รวมระยะเวลา 3 ปี โดยการศึกษาจะใช้ตัวเลขในงบการเงินของทุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาดังกล่าว ยกเว้นจะไม่ศึกษาในกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากทั้ง 3 กลุ่มนี้มีลักษณะการดำเนินงานและการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานที่แตกต่างไปจากกลุ่มอื่น และยกเว้นบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มนี้ไม่มีความสัมพันธ์กับข้อมูลทางบัญชี ทำให้ผู้วิจัยต้องการทราบว่า ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในปีปัจจุบันได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระหรือไม่ เพราะตัวแปรทั้งสองต่างก็เป็นตัววัดผลการดำเนินงานภายในขององค์กร ในการพัฒนาแนวทางวัดผลการดำเนินงานให้สอดคล้องกับแนวคิดใหม่ทางด้านการบริหาร ที่มุ่งเน้นการสร้างมูลค่าเพิ่มไปยังผู้ถือหุ้นและใช้เป็นเกณฑ์ในการกำหนดแผนการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล ซึ่งความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นและจะทำให้สะท้อนถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้นของกิจการด้วย รวมถึงเพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการที่จะประโยชน์ต่อผู้บริหารของกิจการและผู้สนใจโดยทั่วไป

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วยข้อมูลในงบการเงิน(ได้แก่ งบดุล งบกำไรขาดทุน และหมายเหตุประกอบงบการเงิน เป็นต้น) ที่บริษัทนำส่งงบการเงินต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีการคำนวณค่าของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 ถึง 2547 จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างรวมจำนวน 678 บริษัท แบ่งเป็นจำนวน 213 224 241 บริษัทตามลำดับ

วิธีการศึกษาได้ใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง ค่าสถิติที่ใช้คือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ (Incremental F) เป็นการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Beta) ของตัวแปรอิสระทั้งแบบจำลองรวมและตัวแบบแยก เพื่อ

คำนวณหาค่า R^2 ส่วนเพิ่มของแบบจำลองรวมและแบบจำลองแบบแยก แล้วนำมาเปรียบเทียบความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว

ในการศึกษาในส่วนวิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระ พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์สูงมากกว่ากระแสเงินสดอิสระ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอย พบว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจแตกต่างกันกับกระแสเงินสดอิสระ หมายความว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดอิสระ

เมื่อทดสอบความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระ พบว่ากลุ่มกิจการที่จ่ายเงินปันผล (DIV) และกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล (NDIV) ผลการศึกษา พบว่า กลุ่มกิจการที่จ่ายเงินปันผล มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดอิสระ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดอิสระ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่กลับไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า กลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล ควรมีลักษณะตรงข้ามกับผลการวิจัยของกิจการที่จ่ายเงินปันผล ตามหลักตรรกศาสตร์ (อุมารินทร์ ปิ่นตบแต่ง, 2547) นั่นคือกลุ่มกิจการที่จ่ายเงินปันผล (DIV) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ จะมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดอิสระ แต่ในทางตรงข้ามกับกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล (NDIV) กระแสเงินสดอิสระจะมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ หรือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดอิสระแต่ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งจากผลการวิจัยในกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลไม่มีลักษณะตรงข้ามกับผลการวิจัยกลุ่มกิจการที่จ่ายเงินปันผล ทำให้ปฏิเสธสมมติฐาน

ข้อจำกัดในการศึกษา

1. ในการประเมินต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ CAPM และ BETA นั้นมีข้อจำกัดหลายประการ ส่วนใหญ่ในการบริหารทางการเงินของกิจการและการบริหารเงินลงทุนในหลักทรัพย์ ด้วยลักษณะของตลาดทุนไทยที่กำลังพัฒนา ซึ่งตลาดทุนอาจไม่มีประสิทธิภาพหลักทรัพย์มีสภาพคล่องต่ำและราคาที่เกิดการซื้อขายอาจไม่สะท้อนราคาที่เหมาะสมและเป็นราคาหลักทรัพย์อาจเคลื่อนไหวไม่เป็นอิสระ รวมถึงลักษณะอื่นๆทำให้ในการประเมินค่าต่างๆในการนำเอา CAPM ไปใช้ทำได้ไม่เต็มที่เท่าที่ควรและอาจทำให้เกิดความผิดพลาด

ข้อจำกัดของข้อมูลเพื่อหาค่า BETA ในอดีตเพื่อนำมาเป็นตัวแทน สำหรับใช้ใน CAPM เนื่องจากการที่ต้องประเมินหาค่า BETA เพื่อใช้งานนั้นต้องทำการวิเคราะห์หาตัวแทน โดยการใช้ข้อมูลในอดีตคือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และผลตอบแทนจากตลาดโดยเฉลี่ยในช่วงระยะเวลาเดียวกันทำให้ได้ข้อมูลไม่ครบถ้วน เพราะไม่ได้มีการนำเอาผลประโยชน์จาก Warrant การเพิ่มทุนมาคำนวณด้วย และค่า BETA ที่หาได้จากข้อมูลในอดีตอาจจะใช้ไม่ได้เพราะค่า BETA ของแต่ละหลักทรัพย์นั้นอาจไม่มีเสถียรภาพ โดยเฉพาะในระยะสั้น ข้อมูลที่ได้จากการประเมินค่าในอดีตอาจจะผิดพลาดไปด้วยหลายๆสาเหตุ ดังนั้นจึงควรใช้วิธีการของนักวิเคราะห์ประกอบด้วยเสมอ เพราะข้อจำกัดมีมากมายอีกทั้งนักวิเคราะห์ใช้วิธีในการคำนวณที่แตกต่างกัน ใช้ฐานข้อมูลที่แตกต่างกันซึ่งจะส่งผลให้ค่าที่ได้ออกมาไม่สอดคล้องกัน

2. รายการปรับปรุงทางบัญชีที่ใช้ในการคำนวณ NOPAT และเงินทุนที่ลงไปนั้น ไม่มีการกำหนดเป็นเกณฑ์อย่างชัดเจนถึงจำนวนและประเภทของรายการปรับปรุงที่ควรนำมาใช้ อีกทั้งยังมีความหลากหลายในประเภทของรายการ ทำให้เป็นข้อจำกัดที่สำคัญในการคำนวณ NOPAT และเงินทุนที่ลงไป ของงานวิจัยฉบับนี้ ทำให้การเลือกรายการที่นำมาปรับปรุงดังกล่าวขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้นำไปใช้เป็นอย่างมากและจะส่งผลต่อการคำนวณ EVA เนื่องจากการแสดงรายการในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงความครบถ้วนและเพียงพอของรายงานทางการเงินที่ปรากฏอยู่ในฐานข้อมูล I-SIM นั้น ไม่ได้แสดงรายละเอียดในแต่ละรายการทางบัญชีอย่างเห็นได้ชัด เพื่อให้ข้อมูลมีความน่าเชื่อถือ มีความครบถ้วนและถูกต้องนั้นจำเป็นต้องใช้ข้อมูลที่มีความละเอียด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะเป็นข้อมูลทางบัญชีที่ใช้อยู่ภายในกิจการ และไม่ได้มีการเปิดเผยไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินอย่างละเอียด จึงเป็นข้อจำกัดในงานวิจัยนี้ ดังนั้น การนำ EVA ไปใช้เป็นเครื่องมือที่ช่วยในการตัดสินใจเพื่อการบริหารกิจการจึงน่าจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจดังกล่าว

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ควรพิจารณาเลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างที่มีมูลค่าราคาตลาดสูง ๆ มีการซื้อขายมาก สม่ำเสมอและราคาเสนอซื้อกับเสนอขายไม่ห่างกันมากเกินไป ซึ่งจะช่วยให้ได้ข้อมูลราคาซื้อขายที่จะนำมาใช้ในการประเมินต้นทุนส่วนของเจ้าของ โดยการใช้ CAPM และ BETA นั้นจะสามารถทำได้ถูกต้องมากยิ่งขึ้น ควรเลือกหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายอย่างน้อย 5 ปีเพราะในการคำนวณจะได้มีฐานของราคาซึ่งจะนำไปสู่การคำนวณผลตอบแทนและ ค่า BETA ในหลายช่วงเวลา หากสามารถแบ่งช่วงเวลาได้มากกว่า 1 ช่วงเวลา ก็ควรวิเคราะห์ด้วยเนื่องจากในแต่ละประเทศมีการทดสอบและพบว่าค่า BETA นั้นจะมีการเปลี่ยนแปลงไปเมื่อเวลาผ่านไป และควรทำการศึกษาและหาข้อสรุปสำหรับ

วิธีการประมาณค่า BETA และวิธีการ Adjust Beta ที่เหมาะสมกับเมืองไทยเพื่อใช้เป็นแนวทางในการใช้ที่มีมาตรฐาน

2. ควรศึกษาในกลุ่มหลักทรัพย์ คำนีราคา SET 50 และดัชนีราคา SET 100 เป็นดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 และ 100 ตัวที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านเกณฑ์ที่กำหนด นั้นหมายถึงจะเป็นประโยชน์ในการคำนวณหาค่า CAPM และ BETA อีกทั้งการใช้หลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี SET 100 ก็จะช่วยอำนวยความสะดวกให้กับนักวิเคราะห์ และเป็นเครื่องมือในการประชาสัมพันธ์ให้กับนักลงทุนมีความสนใจในการลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ จะส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นตลาดที่น่าลงทุนยิ่งขึ้น

3. เนื่องจากเครื่องวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี (เช่น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย เป็นต้น) นั้นพิจารณาแต่เพียงการเพิ่มขึ้นของกำไรให้ได้สูงสุด โดยไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนทั้งหมดของกิจการและไม่ได้คำนึงถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระนั้นต่างคำนึงถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่จะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการ อย่างไรก็ตามควรศึกษาเพิ่มเติมในส่วนเครื่องวัดผลการดำเนินงานอื่น ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์นอกเหนือจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและกระแสเงินสดอิสระ ที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาข้างต้นแล้ว เพื่อจะได้ใช้เป็นเครื่องมือวัดผลและวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการ เพิ่มเติมจากตัวชี้วัดทางบัญชีเดิม ซึ่งจะชี้ให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริงและใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในอนาคต