

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

การศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อจำกัดในการศึกษา ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ รายละเอียดดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษานี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเริ่มจากการคำนวณค่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ที่ได้มาจากผลต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) กับ ต้นทุนของเงินทุน (Capital Charge) กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) นั้นจะหามาจากการนำเอากำไรทางบัญชีมาปรับปรุงด้วยรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานปกติ เช่น ค่าเผื่อต่างๆ กำไร (ขาดทุน) ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน จะได้ออกมาเป็นกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีในแง่ของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ ส่วนต้นทุนของเงินทุนจะคำนวณมาจากการคูณจำนวนเงินทุนที่ลงทุน (Invested Capital) จากแต่ละแหล่งด้วยต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) โดยเงินทุนที่ลงทุน (Invested Capital) คำนวณจากการนำหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นมาปรับปรุงกับรายการหนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย รายการที่เกิดจากการประมาณการ เช่นค่าเผื่อต่างๆ รายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ส่วนต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) มาจากการนำเงินทุนทั้งหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้นคูณด้วยต้นทุนของเงินทุน โดยต้นทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเป็นต้นทุนที่เกิดจากหนี้สินส่วนที่ไปกู้มาซึ่งเป็นหนี้สินส่วนที่มีภาระดอกเบี้ย ส่วนต้นทุนของเงินลงทุนผู้ถือหุ้นมาจากการคำนวณโดย CAPM

การหาค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อหาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ต้นปี คือ วันที่ 1 มกราคมและราคาปิดของหลักทรัพย์ปลายปี คือ วันที่ 31 ธันวาคม ของแต่ละปีที่ศึกษาเทียบกับราคาหลักทรัพย์ต้นปี คูณด้วย 100 ก็จะได้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้ศึกษาได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยผู้ศึกษาได้ทำการวิเคราะห์โดยแบ่งข้อมูลตามช่วงระยะเวลา 3 กลุ่ม ตั้งแต่ปี 2545 ถึง 2552

จำนวน 8 ปี ตั้งแต่ปี 2548 ถึง 2552 จำนวน 5 ปี และรายปีได้แก่ 2548 2550 และ 2552 ซึ่งเป็นปีที่อัตราผลตอบแทนของตลาดไม่มีค่าติดลบ รวมถึงมีการตัดตัวแปรตัวแปรควบคุมที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ คือตัวแปร TA_{it} และ ROE_{it} ออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งผลจากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณทั้งหมดที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ยังคงให้ผลเหมือนกันคือ ค่า Coefficient ของ EVA มีค่าเท่ากับ 0.000 และค่า Prob. มากกว่า 0.05 สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การที่ผลการศึกษาออกมาเช่นนี้อาจเนื่องมาจากหุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มเป็นธุรกิจที่จะได้รับผลกระทบน้อย (Non-Cyclical Stock) จากภาวะเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะสถานการณ์ทางเศรษฐกิจจะเป็นเช่นไร ธุรกิจนี้ยังคงมีความสำคัญต่อการดำรงชีวิตของมนุษย์ แต่ในขณะที่เดียวกันได้เกิดเหตุการณ์จากภายนอกที่กระทบต่ออุตสาหกรรมนี้ เช่น การก่อการร้าย การแพร่ระบาดของโรคติดต่อแบบเฉียบพลัน รวมถึงภัยธรรมชาติ จึงส่งผลกระทบต่อต้นทุนวัตถุดิบที่มีความหลากหลายและค่อนข้างผันผวนทางด้านราคา ทำให้ผลประกอบการของบริษัทในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มดังกล่าวมีความผันผวนเช่นกัน แต่ปัจจัยความเสี่ยงจากภายนอกดังกล่าวไม่อาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว เนื่องจากผลกระทบนี้ส่งผลเป็นวงกว้างไม่เพียงเฉพาะประเทศไทยเท่านั้นแต่รวมถึงประเทศอื่นๆ ด้วยเช่นกัน

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาค้นคว้าที่พบว่ามีผลการศึกษาของ สุเวช ปิยะรัตนวัฒน์ ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานช่วงระหว่างปี พ.ศ.2543-2547 มีความสัมพันธ์กันแบบไม่สมมาตร และมีความขัดแย้งกับการศึกษาของ สิริเกียรติ รัชชานันติ พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในลักษณะผกผัน แต่ผลการศึกษาที่ได้มีคล้ายคลึงกับการศึกษาของ สุประวิณ ณ เชียงใหม่ ที่พบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ช่วงระหว่างปี พ.ศ.2544-2547 ไม่มีความสัมพันธ์กัน เนื่องมาจากการศึกษาระยะเวลาเพียง 3 ปี ทำให้ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ผลมีน้อยเกินไป

5.3 ข้อจำกัดในการศึกษา

1. รายการปรับปรุงที่ใช้ในการคำนวณ NOPAT และ Invested Capital ไม่มีการกำหนดเป็นเกณฑ์ไว้อย่างตายตัวถึงจำนวนและประเภทของรายการปรับปรุง ขึ้นอยู่กับวิจารณญาณของผู้

ศึกษาในการพิจารณาข้อมูลที่น่ามาใช้ปรับปรุง ส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ที่คำนวณได้

2. ในการศึกษางบการเงินของบริษัทจดทะเบียนพบว่ามีความแตกต่างกันในการลงบันทึกในระบบบัญชี อันเนื่องมาจากการใช้มาตรฐานการบัญชีที่แตกต่างกัน

3. การแสดงรายการในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการแสดงรายการตามข้อกำหนดทางมาตรฐานบัญชีของแต่ละบริษัทเลือกใช้ ทำให้การแจกแจงข้อมูลมีความแตกต่างและหลากหลาย ทำให้การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) มีความน่าเชื่อถือลดลง

4. รายการปรับปรุงเพื่อการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์นำมาจากข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงิน ทั้งนี้เนื่องการแสดงรายการในหมายเหตุประกอบงบการเงินนั้นแต่ละบริษัทจะเปิดเผยตามข้อกำหนดทางมาตรฐานบัญชีของแต่ละบริษัทเลือกใช้นั้น แต่การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ให้มีความน่าเชื่อถือและถูกต้องจำเป็นต้องใช้ข้อมูลที่มีความละเอียด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวส่วนใหญ่จะเป็นข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ภายในของบริษัทเท่านั้น มิได้มีการเปิดเผยสู่สาธารณชนในหมายเหตุประกอบงบการเงิน จึงอาจทำให้ค่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ที่คำนวณได้ไม่สมบูรณ์เนื่องจากการใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยในงบการเงินเท่านั้น

5. ประมาณการต้นทุนของเงินลงทุนผู้ถือหุ้นการใช้ CAPM เพื่อประมาณค่าเป็นข้อจำกัดอย่างหนึ่ง เนื่องจาก CAPM นั้นจะใช้ได้ก็ต่อเมื่อตลาดทุนนั้นเป็นตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจึงจะสามารถสะท้อนให้เห็นผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยยังมีตลาดสมบูรณ์และมีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง จึงยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่กระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งในการศึกษาพบว่าต้นทุนของผู้ถือหุ้นในบางปีมีจำนวนติดลบ เป็นผลมาจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดมีค่าติดลบ จึงทำให้ต้นทุนของผู้ถือหุ้นติดลบไปด้วย ซึ่งต้นทุนไม่ควรจะติดลบ จึงส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของต้นทุนของเงินลงทุนผู้ถือหุ้น

6. ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ไม่มีการระบุถึงต้นทุนของเงินและอัตราอัตราดอกเบี้ยของเงินทุนแต่ละประเภท ทำให้ผลของต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยในแต่ละปีอาจคลาดเคลื่อนไปได้

7. การได้รับสิทธิประโยชน์บางอย่างในการลงทุน เช่น การยกเว้นภาษีเงินได้จะมีผลต่อการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) มาก ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษาคคลาดเคลื่อนไปได้

5.3 ข้อค้นพบ

1. ในการศึกษาพบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทที่มีขนาดต่างกันจะแตกต่างกัน การจะนำมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) มาเปรียบเทียบกับ โดยตรงอาจไม่เหมาะสม
2. ผลการศึกษาในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเป็นไปตามหลักทฤษฎีเพียงบางส่วน นั้นหมายถึงปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์อาจจะมีตัวแปรอื่นร่วมด้วย

5.5 ข้อเสนอแนะ

1. การนำมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ไปใช้เป็นเครื่องมือประกอบที่ช่วยให้ผู้บริหารหรือนักลงทุนในการตัดสินใจเพื่อการบริหารหรือลงทุน น่าจะเหมาะสมกว่าการใช้ข้อมูลทางการเงินแบบเดิม เนื่องจากในการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) นั้นได้ปรับปรุงรายการที่เกิดจากความโน้มเอียงของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักความระมัดระวังออกไป ทำให้สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่ากำไรทางบัญชี
2. การศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาเลือกศึกษาหุ้นในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ทำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบผลของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ว่าดีกว่าหรือไม่ จึงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ด้วย
3. ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจเพิ่มตัวแปรอิสระที่นอกเหนือจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) เพื่อทำการศึกษาว่าเมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระตัวอื่นเข้าไปในการศึกษา จะทำให้สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้เพิ่มมากขึ้นหรือไม่ และเป็นไปในทิศทางใด