บทที่ 2
แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะแยกออกเป็น 3 ส่วน ส่วนแรกจะกล่าวถึง แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) ในขณะที่ส่วนที่สองจะกล่าวถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) และส่วนที่สามจะกล่าวถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)

2.1 แนวคิด ทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)

2.1.1 ความหมายของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) เป็นการวัดความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มในช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ โดย EVA ได้ตั้งอยู่บนรากฐานของแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit) หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ซึ่งกล่าวว่าความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Costs) และต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ที่เกิดขึ้นทั้งหมดได้ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548)

2.1.2 การคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) คำนวณโดยนำกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) หักต้นทุนเงินทุน (Capital Charge) (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) มีสูตรดังนี้

$$EVA = NOPAT - Capital\,Charge$$

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\,Capital) \qquad \text{(สมการ 2.1)}$$

$$NOPAT = [S - COGS - SG\,\&\,A - D] \times (1 - t) \qquad \text{(สมการ 2.2)}$$

โดยที่

Capital Charge = ต้นทุนเงินทุน

Invested Capital = เงินทุนทั้งหมดที่นำมาใช้ลงทุนในกิจการ โดยนำหนี้สินที่มีภาระผูกพัน (Interest baring debt) บวก

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

		กับส่วนของเจ้าของ (Equity)
WACC	=	ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก
S	=	รายได้จากการขายและบริการ
COGS	=	ต้นทุนสินค้าที่ขาย
SG&A	=	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร
D	=	ค่าเสื่อมราคา
t	=	ภาษีเงินได้

2.1.3 การปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

1. วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงตัวเลขกำไร

วัตถุประสงค์โดยทั่วไปของการปรับปรุงตัวเลขกำไร เพื่อแก้ไขความโน้มเอียงหรือการบิดเบือนที่เกิดจากแนวโน้มของฝ่ายบริหารในการจัดแต่งตัวเลขทางบัญชี และที่เกิดจากจุดอ่อนของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ซึ่งรายการปรับปรุงทางบัญชีดังกล่าวนี้ไม่มีกฎเกณฑ์ที่แน่นอนตายตัวและเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป เพราะรายการปรับปรุงเหล่านี้มุ่งเน้นไปที่ประเด็นความหลากหลายของวิธีการบัญชี (Variety of Accounting) การวัดผลปฏิบัติงาน (Performance Measurement) และแรงจูงใจ (Incentive) (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548)

2. รายการปรับปรุงรายการกำไรทางการบัญชีให้เป็นกำไรในทางเศรษฐศาสตร์

การปรับปรุงงบการเงินนั้น เพื่อให้ได้ตัวเลขที่จะนำมาใช้วัดปริมาณของเงินลงทุนที่มาใช้ในการดำเนินงานให้มีความแม่นยำมากขึ้นและทำให้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากที่สุด เพราะตัวเลขหลายรายการที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินนั้นไม่เป็นค่าปัจจุบัน (เอกชัย บุญยาทิษฐาน, 2553) ซึ่งในการปรับปรุงจะดำเนินการตามหลักการขั้นพื้นฐานดังต่อไปนี้

2.1 ค่าใช้จ่ายที่เป็นการลงทุนใดๆ ที่จ่ายไปในปัจจุบัน แต่ผลจะเกิดขึ้นในอนาคต โดย EVA ได้มองว่าเป็นการลงทุนในอนาคตและจัดให้เป็นต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost) แทนที่จะเป็นค่าใช้จ่ายปัจจุบัน เช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Research and Development), ค่าความนิยม (Goodwill), ค่าลิขสิทธิ์ และค่าเครื่องหมายการค้า เป็นต้น

2.2 ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย สำหรับ EVA จะเน้นไปที่เหตุการณ์ต่างๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับเงินสด หากสิ่งใดที่ยังไม่ได้จ่ายออกไปแต่นำมาลงในรายการ EVA ถือว่าทำให้สมรรถนะที่แท้จริงบิดเบือนไป เช่น ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายทั้งหลายรายการที่จัดเตรียมไว้เกี่ยวกับหนี้สินที่น่าสงสัย ค่าภาษีล่วงหน้า (Deferred Tax) และของคงคลังที่หมดสภาพหรือล้าสมัย เป็นต้น

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2.3 รายการที่ไม่ใช่การดำเนินงาน (Non-operating Items) เนื่องจาก EVA เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานที่เป็นปัจจุบัน ดังนั้นรายการใดก็ตามที่มิใช่การดำเนินงานปกติของกิจการ EVA จะไม่นับรวม เช่น ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Interest Expense) เป็นต้น ตามปกติรายการที่เป็นรายการที่เป็นการดำเนินงาน (Operating Items) นั้นจะหมายถึงกิจกรรมที่ทำเป็นประจำวัน เช่น การขายและการบริหารจัดการ จึงจะนับรวมใน EVA

2.4 เหตุการณ์ผิดปกติธรรมดา (Non-recurring Event) ซึ่งรายการต่างๆ เหล่านี้จะถูกบันทึกแยกในงบการเงินเพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถคาดการณ์สิ่งต่างๆ ได้ใกล้เคียงมากขึ้น โดยระบุเป็นรายการที่ผิดปกติธรรมดา (Extraordinary Items) เช่น การขายทรัพย์สินถาวร เป็นต้น

2.1.4 ต้นทุนเงินทุนของเงินลงทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC)

ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเป็นต้นทุนของเงินทุนที่คำนวณได้จากโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจนั้น อันเกิดจากผลรวมระหว่างผลคูณของอัตราส่วนของเงินทุนแต่ละรายการในโครงสร้างเงินทุนกับต้นทุนหลังภาษีของรายการนั้นๆ (ฐาปนา ฉิ่นไพศาล, 2551) มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$WACC = w_d k_d + w_e k_e \qquad \text{(สมการ 2.3)}$$

โดยที่

WACC = ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

w_d = สัดส่วนของหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยในโครงสร้างเงินทุน

w_e = สัดส่วนของส่วนผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน

k_d = ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

k_e = ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

1. ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (k_d) เป็นการนำดอกเบี้ยที่จ่ายในแต่ละไตรมาสมาหารด้วยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย แล้วนำมาคิดลดเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษี มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$k_d = \frac{\text{Interest} \times 100}{\text{Debt}} \times (1 - t) \qquad \text{(สมการ 2.4)}$$

โดยที่

k_d = ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

t = อัตราภาษีเงินได้

2. ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น (k_e) คำนวณโดยใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยมีแนวคิดว่าอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของหุ้นสามัญตัวใดตัวหนึ่งจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) บวกอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Risk Premium) มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$k_e = R_m + \beta(R_m - R_f) \quad \text{(สมการ 2.5)}$$

โดยที่

k_e = ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

R_f = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

R_m = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

β = ค่าสัมประสิทธิ์ของหลักทรัพย์

2.2 แนวคิด ทฤษฎีเกี่ยวกับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตัวแปรหลายตัวหรือเป็นเทคนิคการหาสาเหตุหรือหาเหตุผล (Causal) ประกอบด้วย ตัวแปรตาม (Dependent Variable) จำนวน 1 ตัวและต้องเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ และตัวแปรอิสระ (Independent Variable) อย่างน้อย 2 ตัวหรือกล่าวในรูปทั่วไปว่ามีตัวแปรอิสระ k ตัว โดยที่ $k \geq 2$ โดยที่ตัวแปรอิสระสามารถผสมกันระหว่างตัวแปรเชิงกลุ่มกับตัวแปรเชิงปริมาณหรือตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นตัวแปรเชิงปริมาณก็ได้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2552) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \ldots + \beta_k x_k + e \quad \text{(สมการ 2.6)}$$

โดยที่

Y = ตัวแปรตาม

X_k = ตัวแปรอิสระ เมื่อ k = 1, …, n

β_0 = ส่วนตัดแกน Y เมื่อ $X_1 = X_2 = \ldots = X_k = 0$

β_i = สัมประสิทธิ์การถดถอย

e = ค่าคลาดเคลื่อน

สำหรับสัมประสิทธิ์การถดถอยเป็นค่าเฉลี่ยของตัวแปรตาม (Y) ที่เปลี่ยนไปเมื่อตัวแปรอิสระ (X_i) เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย โดยตัวแปรอิสระอื่นๆ มีค่าคงที่ โดยมีหน่วย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

เหมือนกับตัวแปรตามแต่ความหมายจะขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระด้วย กรณีที่ใช้ข้อมูลตัวอย่าง ขนาด n จะทำการประเมินค่า $\beta_0, \beta_1, \beta_2, ..., \beta_k$ ด้วยค่า a, $b_1, b_2, ..., b_k$ ตามลำดับ ซึ่งค่า b_k อาจจะมีเครื่องหมายบวกหรือลบก็ได้ ถ้า b_i เป็นบวกจะหมายถึง Y และ X_i มีความสัมพันธ์ในทางบวกหรือในทางเดียวกัน แต่หากถ้า b_i เป็นลบจะหมายถึง Y และ X_i มีความสัมพันธ์ในทางลบหรือในทางตรงกันข้าม

2.3 งานวิจัยในอดีต

การศึกษาวิจัยในอดีตเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) มีดังต่อไปนี้

2.3.1 งานวิจัยในต่างประเทศ

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&P500 โดยใช้ข้อมูล EVA และผลตอบแทนรวมของปี 1994-1998 ผลที่ได้รับคือ ความสัมพันธ์เป็นทิศทางตรงกันข้าม โดยตัวอย่างที่ 1 เกิดจากหลักทรัพย์ "New Economy" ใน S&P 500 ซึ่งอาจบิดเบือนผลลัพธ์ทำให้ความสัมพันธ์เป็นทิศทางตรงกันข้ามมากขึ้นหรือทำให้ EVA มีค่าต่ำลงแต่ผลตอบแทนรวมกลับมีค่าสูงขึ้นมาก กรณีตัวอย่างที่ 2 การเติบโตของ EVA ไม่มีผลต่อผลตอบแทนรวมที่ส่งผลในปีถัดไป จึงจะสนับสนุนสมมติฐานของตลาดประสิทธิภาพว่าถ้าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนรวมเป็นทิศทางเดียวกันแสดงว่า ข้อมูลของ EVA ถูกเผยแพร่ในปีเดียวกันแล้ว สำหรับตัวอย่างที่ 3 ผลลัพธ์คือ ไม่มีความสัมพันธ์กันเลยระหว่าง EVA และผลตอบแทนรวมในระยะสั้น ดังนั้นแม้ EVA จะเป็นเครื่องมือที่ถูกยอมรับในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท แต่สามารถสะท้อนความสัมพันธ์ได้เพียงในระยะสั้นเท่านั้นและไม่อาจหานำค่า EVA ใช้ในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้

Johannes de Wet และ John Henry Hall (2004) ได้ศึกษาเรื่อง "ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA, MVA และอัตราร้อยละการเปลี่ยนแปลง" โดยวิเคราะห์หาความสัมพันธ์

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

จากการคำนวณแบบจำลอง 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 อัตราการเปลี่ยนแปลงของทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์ทิศทางในทางเดียวกับสัดส่วนหนี้สิน แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงของ EVA (EVA leverage factor) กลับมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนหนี้สิน แต่เมื่อนำมาคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงทั้งหมดซึ่งรวม EVA เข้าไปด้วย (Total leverage including EVA) กลับมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับต้นทุนคงที่ แสดงให้เห็นว่าการบริหารการเงินสามารถใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนคงที่และต้นทุนส่วนของเจ้าของ เพื่อให้มีกำไรมากที่สุดได้ และผลของการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยผันแปรอื่น เช่น ยอดขายหรือต้นทุน ทำให้เกิดมูลค่าแก่ผู้มีส่วนได้เสีย

Otavio Ribeiro de Medeiros (2005) ได้ศึกษาเรื่อง "การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในประเทศบราซิล" การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล แต่เนื่องจากข้อมูลในการคำนวณ EVA นั้นไม่เพียงพอ จึงทำให้ได้บริษัทสำหรับการวิเคราะห์เพียง 6 บริษัท โดยมีข้อมูล EVA ในช่วงเวลา 4 ปี (1996-1999) ผลตอบแทนหลักทรัพย์มาจากการคำนวณ Δ logs ของค่าเฉลี่ยของราคาหุ้นรายปี สำหรับแหล่งข้อมูล EVA มาจากนิตยสารธุรกิจ Brizilian และเว็บไซต์ของ Stern & Stewart แหล่งข้อมูลราคาหุ้นมาจากฐานข้อมูลของ Economatica แล้วนำมาหาความสัมพันธ์โดย *t* statistics ผลของการศึกษาพบว่า EVA มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์แต่ไม่มีความสัมพันธ์กันโดยตรง โดยผลตอบแทนหลักทรัพย์มีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงใน EVA ที่ผ่านไปแล้ว 1 ปี ผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อ EVA ในอดีต แต่ข้อบกพร่องในการศึกษาครั้งนี้คือ ขนาดของตัวอย่างที่ใช้มีขนาดเล็กเกินไป

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2.3.2 งานวิจัยในประเทศไทย

สิริเกียรติ รัชชุศานติ (2546) ศึกษาเรื่อง "ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และมูลค่าส่วนเพิ่มทางเศรษฐกิจ" โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า การเพิ่มขึ้นและลดลงของ EVA โดยรวมของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละปีนั้นจะสอดคล้องกับ

แนวโน้มการปรับเพิ่มหรือลดลงของมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาเดียวกันหรือไม่และค่า EVA ของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละปีจะสามารถเป็นปัจจัยชี้นำ (Leading Indicator) ของแนวโน้มราคาหุ้นโดยรวมได้หรือไม่ การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปีพ.ศ. 2537-2543 จำนวน 20 บริษัทแรกที่อยู่ในดัชนี SET 50 ซึ่งมีมูลค่าตลาดประมาณร้อยละ 40-50 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์รวม โดยใช้บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET 50 ณ 31 ธันวาคม 2544 โดยใช้ Regression ในการพยากรณ์ความสัมพันธ์ระหว่างค่า EVA ที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทำได้กับมูลค่าตลาดโดยรวมด้วยสมการเส้นตรง (Linear Equation) และทำการทดสอบความสัมพันธ์ของสมการของค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05 ผลของการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์มีลักษณะผกผันซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน (Hypothesis) ที่ให้ EVA สามารถเป็นดัชนีชี้นำล่วงหน้าได้ และยังพบว่าความสัมพันธ์ของค่า EVA และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่มีระหว่างกันค่อนข้างน้อยและไม่สามารถใช้ในการพยากรณ์ความสัมพันธ์ระหว่าง ค่า EVA และมูลค่าตามราคาของตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนไปได้ และเมื่อได้นำมาพยากรณ์มูลค่าของตลาดหลักทรัพย์นั้นพบว่า มูลค่าตามราคาของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมไม่สอดคล้องกับการคำนวณที่ได้จากมูลค่าโดยรวมของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ แสดงถึง มูลค่าส่วนเพิ่มทางเศรษฐกิจที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทำได้ (ผลการดำเนินงาน) ให้กับนักลงทุนไม่สามารถเปรียบเทียบกับแนวโน้มของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างชัดเจนในระยะสั้นอย่างเด่นชัด

สุประวิน ณ เชียงใหม่ (2547) ศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาเฉพาะธนาคารพาณิชย์ที่ยังมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปีและงบการเงินรวมประจำปีพ.ศ. 2544-2546 ซึ่งข้อมูลดังกล่าวมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยธนาคารที่ได้ทำการศึกษามีจำนวน 10 แห่ง ผลของการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างค่า EVA ต่อสินทรัพย์รวมและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ทั้งกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กันน้อยมาก และเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นในทางทิศทางเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าค่า EVA ไม่ใช่ปัจจัยเพียงตัวเดียวที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์ (2548) ศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปีค.ศ. 2000 ถึง 2004” ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิง

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

เศรษฐศาสตร์กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาเฉพาะกลุ่มพลังงานที่ยังมีการซื้อขายของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปีและงบการเงินรวมประจำปีพ.ศ. 2543-2547 ซึ่งข้อมูลดังกล่าวมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยธุรกิจพลังงานที่ทำการศึกษามีจำนวน 9 แห่ง ผลของการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่ามูลค่าเพิ่มในทางเศรษฐศาสตร์กับราคาของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และมีความสัมพันธ์กันในหลายระดับทั้งที่มีความสัมพันธ์กันมาก มีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง มีความสัมพันธ์กันน้อยและไม่มีความสัมพันธ์กันเลย

ณัฐกานต์ กู้วงศ์บัณฑิต (2551) ศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์” ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นแบบรายไตรมาสของ 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545-2547 รวม 12 บริษัท ผลของการศึกษาพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย โดยผลที่ได้จากการทดสอบปรากฏว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่เมื่อมองภาพรวมของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมตามจำนวนบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ บริษัทที่มีผลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายเป็นบวก แต่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นลบ เป็นจำนวนร้อยละ 74.31 ซึ่งหมายถึงกิจการมีผลการดำเนินงานแสดงผลกำไร แต่ไม่สามารถที่จะสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของธุรกิจได้คิดเป็นร้อยละ 74.31 ของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา จึงสะท้อนให้เห็นว่าการที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นบวกไม่อาจสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ ดังนั้นหากต้องการใช้ข้อมูลเพื่อมาตัดสินใจลงทุนในตลาดทุน กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายยังสามารถจะอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีอยู่ แต่เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดจากการลงทุนในตลาดทุน จึงควรพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ควบคู่ไปด้วย เพราะจะทำให้ทราบถึงกำไรที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งกำไรดังกล่าวก็มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์เช่นกัน

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

จากแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์กันในหลายทิศทาง เนื่องจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์นั้นมาจากรายงานทางการเงินของแต่ละบริษัท ซึ่งแต่ละบริษัทย่อมถูกกระทบโดยปัจจัยภายนอกที่แตกต่างกันไป ทำให้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ของแต่ละบริษัทในตลาดหลักทรัพย์หรือแม้แต่บริษัทในกลุ่มเดียวกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือตรงข้ามกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552 โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ทั้งนี้เพื่อให้ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษามีความเหมาะสมให้ผลเป็นที่น่าเชื่อถือ และจากเหตุผลที่กล่าวในข้างต้น สามารถสรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาครั้งได้จำนวน 6 ตัวแปรดังต่อไปนี้

(1) อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP)

(2) อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(3) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

(4) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover)

(5) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของทุน (Return on Equity: ROE)

(6) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุน (Debt to Equity)

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved