

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

การศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อจำกัดทางการศึกษา ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ รายละเอียดดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเริ่มจากการคำนวณค่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ที่ได้มาจากผลต่างทางกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) กับต้นทุนของเงินทุน (Capital Charge) กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) นั้นจะมาจากการนำกำไรทางบัญชีมาปรับปรุงด้วยรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานปกติ เช่น ค่าเผื่อต่างๆ กำไร(ขาดทุน) ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน จะได้ออกมาเป็นกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ในแง่ทางเศรษฐศาสตร์ ส่วนต้นทุนของเงินทุนมาจากการคูณจำนวนเงินลงทุนที่ลงทุนไป (Invested Capital) จากแต่ละแหล่งด้วยต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) โดยเงินทุนที่ลงทุน (Invested Capital) คำนวณจากการนำหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นมาปรับปรุงกับรายการหนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย รายการที่เกิดจากการประมาณการ เช่น ค่าเผื่อต่างๆ รายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ส่วนต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) มาจากการนำเงินทุนทั้งหนี้สินที่มีดอกเบี้ยเป็นต้นทุนที่เกิดจากหนี้สินส่วนที่มีภาระดอกเบี้ย ส่วนต้นทุนของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นมาจากการคำนวณ CAPM และการคำนวณด้วยวิธีของ Gordon Growth Model

การหาค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อหาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ต้นปีคือวันที่ 1 มกราคม และราคาปิดของหลักทรัพย์ปลายปี คือ 31 ธันวาคม ของแต่ละปีที่ศึกษาเทียบกับราคาหลักทรัพย์ต้นปี คูณด้วย 100 ก็จะได้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แล้วนำมาบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน แล้วจะได้อัตราผลตอบแทนรวมแล้วนำไปวิเคราะห์ความสัมพันธ์

ผู้ศึกษาได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วยวิธีการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อทดสอบ

สมมติฐานว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมีการแบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 วิธี คือวิเคราะห์โดยรวมของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และวิเคราะห์เป็นรายหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และนอกจากนั้นได้ทำการคำนวณต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ 2 วิธี คือการประมาณจาก CAMP และการคำนวณด้วยวิธีของ Gordon Growth Model ทำให้ได้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์จาก 2 วิธี โดยสรุปได้ว่า จากการวิเคราะห์โดยภาพรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยการคำนวณต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยวิธี CAPM พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.227 และค่า Prob. เท่ากับ 0.154 สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ มีความสัมพันธ์ในระดับค่อนข้างน้อย และความสัมพันธ์แบบทางเดียวกัน และเมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณด้วยวิธีของ Gordon Growth Model พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.332 และค่า Prob. เท่ากับ 0.398 สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าความสัมพันธ์ในระดับค่อนข้างน้อย และความสัมพันธ์แบบไปทางเดียวกัน ซึ่งผลจากการคำนวณจากทั้ง 2 วิธี ให้ผลเหมือนกัน และผู้ศึกษาได้ศึกษาเป็นรายบริษัทพบว่าด้วยมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยวิธี CAPM พบว่ามีความสัมพันธ์ที่ไปในทิศทางเดียวกันและสวนทางกัน โดยมีบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอยู่ร้อยละ 46.30 และบริษัทที่มีความสัมพันธ์สวนทางกัน เป็นร้อยละ 37.03 แล้ววัดระดับความสัมพันธ์โดยแบ่งบริษัทที่ไปในทิศทางเดียวกันและสวนทางกัน ได้ว่าบริษัทที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันนั้นจะมีระดับความสัมพันธ์มากและค่อนข้างมาก รวมร้อยละ 80.00 ซึ่งมากกว่า ระดับความสัมพันธ์มากของความสัมพันธ์ในทิศทางสวนทางกัน รวมร้อยละ 50.00 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนรวมไปในทิศทางเดียวกันจะมีความสัมพันธ์ที่มากกว่า และเมื่อคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณต้นทุนด้วยวิธีของ Gordon Growth Model พบว่ามีความสัมพันธ์ที่ไปในทิศทางเดียวกันและสวนทางกัน โดยมีบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอยู่ร้อยละ 53.70 และบริษัทที่มีความสัมพันธ์สวนทางกัน เป็นร้อยละ 38.89 แล้ววัดระดับความสัมพันธ์โดยแบ่งบริษัทที่ไปในทิศทางเดียวกันและสวนทางกัน ได้ว่าบริษัทที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันนั้นจะมีระดับความสัมพันธ์มากและค่อนข้างมาก รวมร้อยละ 62.07 ซึ่งมากกว่า ระดับความสัมพันธ์มากของความสัมพันธ์ในทิศทางสวนทางกัน รวมร้อยละ 52.38 ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทางด้านบวกมากกว่า และจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยวิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์จากต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นทั้ง 2

วิธี ให้ผลเหมือนกันคือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนมีจำนวนบริษัทมากกว่าไปในทิศทางสวนทางกัน

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์พบว่ามีความคล้ายคลึงกับทั้ง 3 ผลการศึกษาคือของ อังคณา บุญคิด (2554) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552 ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากหุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มเป็นธุรกิจที่จะได้รับผลกระทบน้อย (Non-Cyclical Stock) จากภาวะเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะสถานการณ์ทางเศรษฐกิจจะเป็นเช่นไร ธุรกิจนี้ยังคงมีความสำคัญต่อการดำรงชีวิตมนุษย์ แต่กลุ่มอุตสาหกรรมนี้จะเกิดผลกระทบจากเหตุการณ์ภายนอกมากกว่าเช่น การก่อการร้าย โรคระบาด และภัยธรรมชาติ เป็นต้น และในส่วนของผลการศึกษาของ ณิชฎกานต์ กุ้วงษ์บัณฑิต (2549) ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน และ นริศรา นันทากิวัฒน์ (2551) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล : กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ แต่ต่างกันที่ของทั้ง 2 นั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติด้วย

5.3 ข้อค้นพบ

5.3.1 ในการศึกษาพบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกัน จะแตกต่างกัน การจะนำมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) มาเปรียบเทียบกับโดยตรงอาจไม่เหมาะสม

5.3.2 ในการคำนวณต้นทุนของส่วนของเจ้าด้วยวิธี CAPM นั้นเหมาะสมกับตลาดทุนที่มีอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เป็นบวกเท่านั้น เพราะถ้าปีใดอัตราผลตอบแทนเป็นลบจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนส่วนของเจ้าของเป็นลบตามไปด้วย ซึ่งไม่สามารถนำมาคำนวณได้ เพราะต้นทุนไม่ควรจะมีค่าติดลบ

5.3.3 ในการศึกษาพบว่าวิธีการคำนวณต้นทุนส่วนของเจ้าของนั้นใช้วิธี Gordon Growth Model ให้ผลดีกว่าการคำนวณด้วยวิธีการ CAPM เพราะสามารถหาค่าต้นทุนของเงินทุนได้ทุกปีแล้ว ยังมีวิธีการคำนวณง่าย และสะดวกกว่า CAPM อีกด้วย

5.4 ข้อเสนอแนะ

ถึงแม้การศึกษามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นจะมีผลออกมาเป็น ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ แต่จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นบวกนั้น แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางเศรษฐศาสตร์นั้นยังมีความสัมพันธ์ที่ไปในทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์นั้นเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่มีประโยชน์ในการวางแผนธุรกิจ เพราะว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์นั้นสามารถแสดงให้เห็นถึงกำไรที่แท้จริงที่ได้จากการดำเนินงานขององค์กร แล้วยังสามารถอธิบายถึงผลกำไรที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานของบริษัทที่กระจายเงินทุนไปส่วนงานต่างๆ ว่ามีประสิทธิภาพ และประสิทธิผลอย่างไร ไม่เพียงเท่านั้นมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์สามารถใช้ในการวางแผนกลยุทธ์ให้แก่ฝ่ายต่างๆ รวมถึงการจัดสรรงบประมาณให้แก่แผนกต่างๆ ได้อีกด้วย ซึ่งถ้าบริษัทได้มีการรายงานให้ทราบเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์จะช่วยให้พนักงานลงทุนตัดสินใจในการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved