

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรมกับการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวโดยสังเขป ได้ดังนี้

แนวคิด และทฤษฎี

ในการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังนี้

ความหมายของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2545)

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่การบริหารเน้นมูลค่า โดยนำมาใช้เป็นตัววัดทางการเงินของผลตอบแทนและมูลค่าในช่วงเวลาหนึ่ง มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดที่ว่าความมั่งคั่งจะเกิดขึ้น ก็ต่อเมื่อกิจการนั้นสามารถสร้างผลกำไรที่สามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Cost) และส่วนของต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) และมีกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ซึ่งถ้ากำไรในส่วนนี้มีมาก ความมั่งคั่งก็จะมีมากขึ้นตามไปด้วย

การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)

สามารถทำได้โดยนำกำไรจากการดำเนินงานหลักหักภาษี (NOPAT) ลบด้วย ต้นทุนเงินทุน (Capital Charge) มีสูตรดังนี้

$$EVA = NOPAT - \text{Capital charge}$$

$$NOPAT = [S - COGS - SG\&A - D] * (1-t)$$

S = รายได้จากการขายและบริการ

COGS = ต้นทุนสินค้าขาย

SG&A = ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

D = ค่าเสื่อมราคา

T = ภาษีจ่าย

Capital Charge(COC) = ต้นทุนเงินทุน คำนวณจาก

$$\text{COC} = (\text{after-tax debt cost} * \text{Debt weight}) + (\text{Equity Cost} * \text{Equity weight}) * C$$

C = เงินทุนทั้งหมด (Invested Capital) โดยจะคำนวณมาจาก ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) บวกด้วยเงินกู้ยืมที่มีภาระผูกพันทั้งหมด (Interest bearing debt)

การปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

1. วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงตัวเลขกำไร (วรัศคี ทุมมานนท์, 2545)

วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงเพื่อแก้ไขความโน้มเอียงหรือการบิดเบือนที่เกิดจากการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี รายการปรับปรุงทางบัญชีภายใต้การหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีกฎเกณฑ์ตายตัวที่เป็นที่ยอมรับขึ้นอยู่กับผู้ศึกษา

2. รายการปรับปรุงรายการกำไรทางบัญชีให้เป็นกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (พรสวรรค์ รุ่งเจริญกิจกุล, 2545)

ในการวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท เป็นเป้าหมายในการจัดทำข้อมูลทางบัญชีและการเงิน แต่ปัจจุบันนี้แนวคิดใหม่ๆ ในการวัดผลการดำเนินงานได้มีการพัฒนาไปมากเพื่อให้ทันกับภาวะทางเศรษฐกิจ และวิธีดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน เนื่องจากการวัดผลโดยใช้วิธีการทางบัญชีไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจได้

ในการวัดผลทางบัญชีขึ้นอยู่กับนโยบายบัญชี และมาตรฐานการบัญชีที่กิจการใช้ ปัจจุบันประเทศต่างๆ ไม่ได้ใช้มาตรฐานการบัญชีเดียวกัน เพราะฉะนั้นผลการดำเนินงานอาจแตกต่างกันได้

นอกจากนั้นปรัชญาการบริหารธุรกิจในปัจจุบัน จะมุ่งเน้นไปที่การสร้าง ความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ การพยายามวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการถือเป็นเป้าหมายในการจัดการเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่องค์กร จึงต้องการวิธีวัดผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกัน จึงทำให้มีการพัฒนาเครื่องมือวัดที่เรียกว่ากำไรทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเป็นการให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ตั้งอยู่บนความคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่ว่าความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อกิจการสามารถสร้างผลกำไรครอบคลุมต้นทุนการดำเนินงานและต้นทุนของเงินทุน

ต้นทุนเงินลงทุนถัวเฉลี่ย (WACC) (สุมาลี จิวมิตร, 2544)

ต้นทุนเงินลงทุนมีความสำคัญในเรื่องของงบลงทุน กิจการส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หนี้กู้ยืม, หนี้สามัญ หรือเงินกู้ยืม ซึ่งต้นทุนของเงินทุนในแต่ละแห่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้นจึงต้องเฉลี่ยต้นทุนเงินลงทุนทั้งจำนวน การคำนวณหาต้นทุนของเงินลงทุนถัวเฉลี่ยต้องพิจารณาถึงสัดส่วนรวมทั้งต้นทุนเงินกู้ยืมและทุนของกิจการ รวมทั้งภาษีที่สามารถประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่ายประกอบกัน มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$WACC = W_d k_d + W_e k_e$$

WACC	=	ต้นทุนของเงินลงทุนถัวเฉลี่ย
W_d	=	สัดส่วนของเงินกู้ยืมที่มีภาระผูกพัน
k_d	=	ต้นทุนของเงินกู้ยืม
W_e	=	สัดส่วนของผู้ถือหุ้น
k_e	=	ต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

1. ต้นทุนของในส่วนเงินกู้ยืมที่มีภาระดอกเบี้ย (k_d) จะเป็นการนำต้นทุนดอกเบี้ยที่จ่ายในแต่ละไตรมาสหารด้วยส่วนของเงินกู้ยืมทั้งหมด แล้วนำมาคิดลดเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษี

สูตรการคำนวณ

$$k_d = \frac{\text{Interest} * 100 (1-t)}{\text{Debt}}$$

2. ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ทางผู้ศึกษาได้ใช้แบบจำลองการคำนวณหาผลตอบแทน CAPM โดย CAPM มีแนวคิดว่าอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของหุ้นสามัญตัวใดตัวหนึ่งจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) บวกอัตรา

ผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Risk Premium) สมการของ CAPM ประกอบด้วย

$$K_c = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

โดยที่

K_c	=	อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ
R_f	=	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง
R_m	=	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด
β	=	ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์

ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

Stern Stewart & Co. (2003) ได้ศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในรูปของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1990-2000 พบว่าบริษัท 5 บริษัทที่มีผลงานการทำกำไรได้ดีที่สุด ได้แก่ Merck & Co., Wal Mart Stores, Cisco Systems Inc., Microsoft Corp. และ General Electric Co. แสดงให้เห็นถึงการสร้างการเจริญเติบโตของ MVA และ EVA ได้อย่างแข็งแกร่งในช่วงปี ค.ศ. 1990-2000 ในขณะที่บริษัทที่มีผลกำไรต่ำสุด 5 บริษัท ได้แก่ Cisco System, AT&T Corp., General Motors Corp., Lucent Technologies Inc. และ First Lenion Corp จากการศึกษาข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี พบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีค่าลดต่ำลงในตลอดช่วงระยะเวลาดังกล่าว ผลจากการศึกษาพบว่าบริษัทที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะเป็นเครื่องมือในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและจะสะท้อนกลับไปที่ราคาหุ้นของบริษัทนั้นๆ

James I. Grant (2003) การศึกษาผลกำไรของธุรกิจในแง่เศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างระหว่างผลกำไรที่เกิดขึ้นทางบัญชีเกิดจากการนำต้นทุนทางการเงินทางตรง (direct cost) มาคำนวณ ในขณะที่ผลกำไรในทางเศรษฐศาสตร์ที่เกิดขึ้น ต้นทุนทางการเงินจะมาจากต้นทุนทางการเงินทางตรง (direct cost) กับต้นทุนที่ต้องจ่ายให้กับส่วนของผู้ถือหุ้น (indirect cost) จึงจะถือว่าเป็นกำไรที่เกิดขึ้นจริงของธุรกิจ ปัจจุบันบริษัทชั้นนำได้นำหลักการของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มาประยุกต์ใช้กันอย่างแพร่หลาย เช่น บริษัท Coca Cola, Lilly (Eli) ได้มีการตั้ง Bonus และ Incentive ให้กับผู้จัดการที่สามารถเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ของธุรกิจ นอกจากนี้ Gopal

Management and Oppenheimer Capital ได้ใช้ตัววัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ในการคัดเลือกหุ้น (Stock Selection) และการจัดพอร์ตการลงทุน

สิริเกียรติ รัชชานติ(2546) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ และมูลค่าส่วนเพิ่มทางเศรษฐกิจ มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบความสามารถในการสร้างมูลค่าส่วนเพิ่มของกิจการในตลาดหลักทรัพย์โดยรวม กับแนวโน้มของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เปรียบเทียบถึงมูลค่าส่วนเพิ่มทางเศรษฐกิจที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทำได้ในแต่ละปี กับมูลค่าตามราคาของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวเปลี่ยนแปลงไปแต่ละปีว่ามีความสอดคล้องกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ การนำ EVA มาใช้ในการประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มที่แท้จริงให้กับผู้ถือหุ้น และการใช้ EVA ในการประเมินมูลค่าของกิจการและแนวโน้มดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2542 จำนวน 20 บริษัทแรกที่อยู่ในดัชนี SET 50 ซึ่งมีมูลค่าคาดประมาณร้อยละ 40-50 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์รวม โดยใช้บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET 50 ณ 31 ธันวาคม 2544 ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และ EVA มีความสัมพันธ์มีลักษณะผกผันซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ให้ EVA สามารถเป็นดัชนีชี้นำล่วงหน้าได้ และยังพบว่ามูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และ EVA ไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งหมายถึงความสัมพันธ์ของมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และ EVA มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างน้อย และไม่สามารถใช้ในการพยากรณ์ มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และ EVA ที่เปลี่ยนแปลงไปได้

สุประวิณ ณ เชียงใหม่ (2547) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ต่อราคาหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2544-2546 พบว่าค่าความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ต่อราคาหลักทรัพย์ และสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์น้อยมากและเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นทิศทางเดียวกันแสดงว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ไม่ใช่ปัจจัยเพียงตัวเดียวที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์