

ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระหว่างปี พ.ศ. 2551–2555

Relationship Between Economic Value Added and Rate of Return of Real Estate
Development Securities in The Stock Exchange of Thailand
Between 2008 – 2012

พลวุฒิ ตันศิริวัฒนกุล* และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย**

บทคัดย่อ

การค้นคว้าแบบอิสระนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2551–2555 โดยศึกษาเฉพาะในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ การเก็บข้อมูลได้มาจากราคาปิดหลักทรัพย์เป็นรายปี รายงานประจำปี และงบการเงินรวมประจำปี พ.ศ. 2551 ถึง 2555 ซึ่งข้อมูลดังกล่าวได้มาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยธุรกิจในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการศึกษามีจำนวน 54 บริษัทในการศึกษานั้นได้คำนวณหาค่ามูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของเจ้าของ 2 วิธี คือ วิธี CAPM และวิธี Gordon Growth Model เพื่อนำไปหาความสัมพันธ์ การหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วยวิธีการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยการศึกษาครั้งนี้ได้แบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 ส่วน คือ วิเคราะห์ภาพรวมของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และวิเคราะห์เป็นรายบริษัท ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์จากการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ทั้ง 2 วิธี ได้ผลเหมือนกันคือระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และเมื่อวิเคราะห์ภาพรวมของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แต่เมื่อวิเคราะห์เป็นรายบริษัทจะพบว่าความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันจะมีระดับความสัมพันธ์ที่สูงกว่าทิศทางตรงกันข้าม จึงสรุปได้ว่ามูลค่าทางเศรษฐศาสตร์นั้นมีความสัมพันธ์ไปทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์

ABSTRACT

The objective of this independent was to study the correlation of Economic Value Added (EVA) and return of Real Estate Development Securities in The Stock Exchange of Thailand Between 2008 – 2012. Data were collected

* นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สำหรับผู้บริหาร จังหวัดสมุทรสาคร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

from annual closing price of stocks of 54 companies during 2008 to 2012 and consolidated financial data from their annual reports. In this study had 2 methods to find cost of equity is CAPM and Gordon Growth Model to calculate Economic Value Added. To finding the relationship between Economic Value Added and return of stock, correlation analysis was employed. In this study, the data were analyzed by 2 types: by overall real estate business and individual company. The study results found that Economic Value Added from cost of equity 2 methods and return of stock had rather low relationship and same way in overall real estate business. However Economic Value Added and return of stock had more relationship in same way more than negative way. It concludes Economic Value Added and return of stock had relationship.

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่มีการพัฒนาและขยายตัวอย่างรวดเร็วอีกทั้งเป็นกลไกที่ช่วยระดมทุนและการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา ดังนั้นในการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศต้องอาศัยการลงทุนเป็นจำนวนมากและแหล่งเงินทุนควรเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว โดยตลาดหลักทรัพย์นั้นทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยธุรกิจที่ต้องการระดมทุนสามารถเข้ามาระดมทุนได้ โดยเฉพาะธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นธุรกิจที่มีการเข้ามาระดมทุนด้วยมูลค่าตลาดเป็นอันดับ 3 จากกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556: ออนไลน์) เนื่องจากเป็นธุรกิจที่เกี่ยวกับโครงการก่อสร้างต่างๆ ซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ เช่น บ้านจัดสรร คอนโดมิเนียม ห้างชุดให้เช่า สำนักงานเช่า ศูนย์การค้า และนิคมอุตสาหกรรม เป็นต้น ในส่วนของตลาดอสังหาริมทรัพย์นั้นมีแนวโน้มที่จะเติบโตได้ต่อเนื่อง โดยในปี 2558 นั้นมีการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ซึ่งเป็นตัวผลักดันทำให้เกิดการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของรัฐที่เชื่อมโยงทั้งในประเทศและระหว่างประเทศ ดังนั้นความเป็นเมืองและชุมชนก็จะเกิดขึ้นตามมา (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, 2555: ออนไลน์)

นอกจากนี้จากข้อมูลหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ มีนั้นเมื่อวันที่ 2 มกราคม 2551 มีมูลค่าการซื้อขายเท่ากับ 1,222.36 ล้านบาท ขณะที่มูลค่าตลาดการซื้อขายเท่ากับ 12,900.04 ล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 9.48 ของมูลค่าการซื้อขายของตลาดเปรียบเทียบกับเมื่อวันที่ 28 ธันวาคม 2555 มูลค่าการซื้อขายของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็น 8,709.95 ล้านบาท ขณะที่ ตลาดมีมูลค่าการซื้อขาย 34,624.011 ล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 25.16 ของมูลค่าการซื้อขายของตลาด ซึ่งหากคิดอัตราการเติบโตแล้วพบว่ามูลค่าการซื้อขายของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในปี 2555 มีการขยายตัวปริมาณ 6 เท่าของ ปี 2551 ในขณะที่มูลค่าการซื้อขายของตลาดมีการขยายตัวร้อยละ 168.40 จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นการเติบโตของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในปี พ.ศ. 2551-2555 มีอัตราการเติบโตของมูลค่าตลาดที่สูงมาก (บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), 2556: ออนไลน์) ปัจจุบันนี้มีหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีจำนวนทั้งหมด 66 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556: ออนไลน์)

ในปัจจุบันนักลงทุนนั้นจะมีการพิจารณาในการเลือกลงทุนในธุรกิจใดต้องวิเคราะห์ปัจจัยภายนอกและภายในที่มีผลกระทบต่อธุรกิจนั้น ๆ สำหรับปัจจัยภายในที่มักนำมาประเมินความสามารถในการบริหารงาน เช่น ผลประกอบการ

อัตราผลการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านั้นไม่สามารถนำมาประเมินความสามารถขององค์กรได้ทั้งหมด จึงมีแนวคิดที่น่าสนใจเกิดขึ้นมาคือ แนวคิดของทฤษฎีมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) (James L. Grant, 2546: 1-4) ที่กล่าวว่าผลกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานที่แท้จริงจะเป็นกำไรที่เกิดขึ้นหลังหักภาษีและต้นทุนเงินทุน ซึ่งสามารถนำมาเป็นดัชนีชี้วัดตัวหนึ่งในการประเมินด้านการเงินซึ่งมีประสิทธิภาพที่สูงกว่าการใช้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินแบบเดิม และมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์นั้นยังสามารถวัดได้ถึงผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งสร้างคุณค่าให้กับองค์กรโดยรวม และสามารถนำไปใช้ร่วมกับดัชนีวัดผลสำเร็จที่ไม่ใช้การเงินด้วยอีกด้วย จึงเป็นที่นิยมใช้เป็นดัชนีชี้วัดอย่างแพร่หลายเช่น AT&T GE จอห์นสันแอนด์จอห์นสัน และวอลสท์มาร์ท เป็นต้น (โกศล ดีศีลธรรม, 2552: 16-20) ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์นั้นเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญต่อองค์กร ทำให้เป็นตัวแปรหนึ่งที่น่าสนใจต่อการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง

จากข้อมูลการเติบโตของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นแรงจูงใจในการลงทุน แต่ในทุกการลงทุนนั้นมีความเสี่ยง ดังนั้นจึงต้องหาเครื่องมือทางการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจที่สามารถลดความเสี่ยงได้ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์จึงเป็นตัวเลือกหนึ่งที่น่าสนใจ ผู้ศึกษาจึงต้องการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อหาความสัมพันธ์ว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งมาจากความสามารถทำกำไรของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์กันหรือไม่

แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

ความหมายของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) (James L. Grant, 2546: 1-4)

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA เป็นเครื่องมือวิเคราะห์ที่ถูกพัฒนาในปี 1982 โดยทีมที่ปรึกษาของบริษัท Joel Stern และ G. Bennett Stewart III. โดย EVA เป็นตัวชี้วัดที่ได้รับความนิยมอย่างรวดเร็วเพราะว่าเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่ช่วยหาค่าไรที่แท้จริงของบริษัท ไม่เหมือนการวัดการทำกำไรแบบเก่า เช่น EBIT, EBITDA และกำไรสุทธิ EVA นั้นสามารถหา “ผลกำไรส่วนที่เหลือ (residual profitability)” ได้ ซึ่งเกิดจากต้นทุนทางตรงของทุนหนี้ และต้นทุนทางอ้อมของทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น EVA จึงทำหน้าที่เป็นตัววัดที่ทันสมัยของความล้มเหลวขององค์กรเพราะว่ามันมีความสอดคล้องกับความต้องการคือความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Shareholder Wealth-Maximization)

หากมองอย่างพื้นฐานที่สุดอาจกล่าวได้ว่า EVA เป็นตัววัดผลปฏิบัติงานตัวหนึ่ง แต่ไม่น่าจะเป็นเรื่องที่ต้องหากจะจำกัดบทบาท EVA ไว้เพียงแค่วัดผลการปฏิบัติงาน ทั้งนี้ เพราะ EVA ทำหน้าที่เป็นหัวใจสำคัญของกระบวนการนำกลยุทธ์ไปปฏิบัติโดยการเชื่อมโยงองค์ประกอบต่างๆ ที่ได้กล่าวมาข้างต้นเข้าด้วยกัน กล่าวคือเมื่อผู้บริหารกำหนดกลยุทธ์ขึ้นพวกเขาควรจะต้องกำหนดขึ้นโดยมีเป้าหมายในการสร้างกระแส EVA สูงสุดในอนาคตกลับมายังกิจการ

การจัดสรรทุนก็เช่นกัน ต่างได้รับประโยชน์จากการนำ EVA มาใช้ เนื่องจากเมื่อนำ EVA ไปเชื่อมโยงกับผลตอบแทนที่ฝ่ายบริหารจะได้รับ EVA จะเป็นสิ่งจูงใจฝ่ายบริหารที่เหนียวแน่นในอันที่จะค้นหาและเลือกลงทุนใน

โครงการลงทุนที่จะก่อให้เกิดมูลค่ากลับมาอย่างองค์กร อันที่จริงแล้วแนวทางของ EVA ส่วนใหญ่ที่นำมาใช้จะมุ่งเน้นไปที่การนำ EVA มาผูกโยงกับผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร

ข้อดีของ EVA ประการหนึ่งคือเป้าหมายจะสามารถกระจายสู่ส่วนงานและแผนกต่างๆ ในองค์กร (ในบางครั้งไปในรูปของตัวผลิตภัณฑ์ EVA แทนที่จะเป็น EVA โดยตัวของมันตามลำพัง) ด้วยวิธีการเช่นนี้ งบประมาณดำเนินงานขององค์กรซึ่งรวมถึงงบประมาณที่จัดสรรไปยังหน่วยงานย่อยที่อยู่ในระดับที่ลดลงไปในระดับสายงานต่างๆ ในองค์กรจะสามารถเชื่อมโยงโดยตรงเข้ากับข้อกำหนดต่างๆ ของตลาดทุน

ประการสุดท้าย EVA เป็นเครื่องมือในการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพสูงอันหนึ่ง ทั้งในแง่ของการทำให้แนวคิดการสร้างมูลค่ากระจายไปสู่ผู้บริหารในระดับ Line ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันให้เกิดผลการปฏิบัติงานในองค์กรขึ้นในที่สุด และการติดต่อสื่อสารกับตลาดทุน

การคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

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

$$EVA = NOPAT - Capital Charge$$

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Invested Capital)$$

โดยที่

$$Capital Charge = \text{ต้นทุนเงินทุน}$$

$$Invested Capital = \text{เงินทุนทั้งหมดที่นำมาใช้ลงทุนในกิจการ}$$

โดยนำหนี้สินที่มีภาระผูกพัน (Interest bearing debt) บวกกับส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)

$$WACC = \text{ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}$$

เนื่องจากการทำบัญชีขององค์กรต่างๆนั้น ต้องจัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP) อาจมีการประมาณการสิ่งที่จะเกิดขึ้นและสามารถวัดมูลค่าได้ในงบการเงิน ดังนั้นเพื่อให้ได้ตัวเลขที่จะนำมาใช้วัดปริมาณของเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงานให้มีความแม่นยำมากขึ้นและทำให้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากที่สุดจึงมีความจำเป็นที่จะต้องปรับปรุงตัวเลขกำไรในงบการเงิน เพราะตัวเลขหลายรายการที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินนั้นไม่เป็นค่าปัจจุบัน ซึ่งในการปรับปรุงจะดำเนินการตามหลักการขั้นพื้นฐานดังต่อไปนี้

การปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

1) วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงตัวเลขกำไร

วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงเพื่อแก้ไขความไม่เที่ยงหรือบิดเบือนที่เกิดจากการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี และที่เกิดจากจุดอ่อนของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ซึ่งรายการปรับปรุงทางบัญชีภายใต้การหาค่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีกฎเกณฑ์ตายตัวที่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป เพราะรายการปรับปรุงเหล่านี้มุ่งเน้นไปที่ประเด็นความ

หลากหลายของวิธีการบัญชี (Variety of Accounting) การวัดผลปฏิบัติการ (Performance Measurement) และแรงจูงใจ (Incentive)

2) รายการปรับปรุงรายการรายการกำไรทางการบัญชีให้เป็นกำไรในทางเศรษฐศาสตร์ (เอกชัย บุญญาภิษฐาน, 2553)

2.1) ค่าใช้จ่ายที่เป็นทุนใดๆ ที่จ่ายไปในปัจจุบัน แต่ผลจะเกิดขึ้นในอนาคต โดย EVA ได้มองว่าเป็นการลงทุนในอนาคตและจัดให้เป็นต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost) แทนที่เป็นค่าใช้จ่ายในปัจจุบัน เช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) ค่าความนิยม (Goodwill) ค่าลิขสิทธิ์ (license) และค่าเครื่องหมายทางการค้า (Brand Value) เป็นต้น

2.2) ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย สำหรับ EVA จะเน้นไปที่เหตุการณ์ต่าง ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับเงินสด หากสิ่งใดที่ยังไม่ได้จ่ายออกไปแต่นำมาลงในรายการ EVA ถือว่าทำให้สมรรถนะที่แท้จริงบิดเบือนไป เช่น ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายทั้งหลายรายการที่จัดเตรียมไว้เกี่ยวกับหนี้สินที่นำส่งเสีย ค่าภาษีล่วงหน้า (Deferred Tax) และของคงคลังที่หมดสภาพหรือล้าสมัย เป็นต้น

2.3) รายการที่ไม่ใช่การดำเนินงาน (Non-operating Items) เนื่องจาก EVA เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานที่เป็นปัจจุบัน ดังนั้นรายการใดก็ตามที่มีใช้การดำเนินงานปกติของกิจการ EVA จะไม่นับรวม เช่น ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Interest Expense) เป็นต้น ตามปกติรายการที่เป็นรายการการดำเนินงาน (Operation Items) นั้นจะหมายถึงกิจกรรมที่ทำเป็นประจำวัน เช่น การขายและบริหารการจัดการ จึงจะนับรวมใน EVA

2.4) เหตุการณ์ผิดปกติธรรมดา (Non-recurring Event) ซึ่งรายการต่างๆ เหล่านี้จะถูกบันทึกแยกในงบการเงินเพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องสามารถคาดการณ์สิ่งต่าง ๆ ได้ใกล้เคียงมากขึ้น โดยระบุเป็นรายการที่ผิดปกติธรรมดา (Extraordinary Items) เช่น การขายสินทรัพย์ถาวร เป็นต้น

ต้นทุนเงินลงทุนของเงินลงทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted average cost of capital: WACC) (สุมาลี จิระมิตร, 2544)

ต้นทุนเงินลงทุนมีความสำคัญในเรื่องของงบลงทุน กิจการส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หุ้นกู้ หนี้สามัญ หรือเงินกู้ยืม ซึ่งต้นทุนของเงินทุนในแต่ละแห่งนั้นจะมีต้นทุนไม่เท่ากัน ดังนั้นจึงต้องเฉลี่ยต้นทุนเงินลงทุนของเงินทุนทั้งจำนวน การคำนวณหาต้นทุนของเงินลงทุนถ่วงเฉลี่ยต้องพิจารณาถึงสัดส่วนรวมทั้งต้นทุนเงินกู้ยืมและทุนของกิจการ รวมทั้งภาษีที่สามารถประหยัดได้จากดอกเบี้ยจ่ายประกอบกัน มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$WACC = W_d k_d(1-T) + W_e k_e + W_p k_p$$

โดยที่

WACC = ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

W_d = สัดส่วนของเงินกู้ยืมที่มีภาระผูกพัน

k_d = ต้นทุนเงินกู้ยืม

W_e = สัดส่วนของผู้ถือหุ้น

k_e = ต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

W_p = สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ

k_p = ต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ

T = อัตราภาษีเงินได้

1) ต้นทุนของในส่วนของเงินกู้ยืมที่มีภาระดอกเบี้ย (k_d) จะเป็นการนำต้นทุนดอกเบี้ยที่จ่ายในแต่ละไตรมาสหารด้วย ส่วนของเงินกู้ยืมทั้งหมด แล้วนำมาคิดลดเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษี

โดยที่

$$k_d = \text{ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย}$$

2) ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (k_e) คือผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ ซึ่งหาได้จากการคิดต้นทุนกำไรสะสมนั้น สามารถทำได้หลายวิธีด้วยกันแต่ในการศึกษานี้ได้ใช้วิธีการคำนวณ 2 วิธี คือ

2.1) วิธี Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดย William Sharpe and John Lintner การคำนวณโดยใช้ CAPM นั้นมีข้อสมมติฐานหลายประการ เกี่ยวกับพฤติกรรมของผู้ลงทุน ข้อสมมติฐานที่สำคัญๆ ได้แก่ ผู้ลงทุนไม่ชอบความเสี่ยง และผู้ลงทุนเลือกการกระจายความเสี่ยง (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอาจเรียกได้ว่าเป็น ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการลงทุนในกิจการ โดยค่า Beta (β) จะเป็นตัววัดความผันผวนของราคาหุ้น และส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

โดยที่

$$R_f = \text{อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง} \\ \text{(Risk Free Rate)}$$

$$R_m = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate)}$$

โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของหลักทรัพย์ (β) นั้นหาได้จากค่าสัมประสิทธิ์เป็นการวัดค่าการ เคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเปรียบเทียบกับ การเคลื่อนไหวของอัตรา ผลตอบแทนของตลาดโดยรวม ซึ่งอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทั่วไปนั้น จะวัดได้โดยการเคลื่อนไหวของดัชนี

ตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และ beta ของตลาดจะเท่ากับ 1 ซึ่งสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ มาจากการแทนค่าในสูตรการคำนวณดังนี้

$$\beta = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\sigma_{R_m}^2}$$

2.2) วิธี Gordon Growth Model (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556: ออนไลน์) อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับนั้นขึ้นอยู่กับเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับจากหุ้นสามัญ ถือเป็นต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัท แต่เงินปันผลนั้นจะมีการเติบโตในอัตราคงที่ (Constant Growth Dividend) ทำให้สามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

โดยที่

D_1	=	เงินปันผลในปลายปีที่ 1
P_0	=	ราคาตลาดปัจจุบันของหุ้นสามัญ
g	=	อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล

โดยการคำนวณหาการคาดการณ์อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลนั้นสามารถหาได้จากวิธี Retention rate เป็นสมการดังนี้

$$g = b(\text{ROE})$$

โดยที่

b	=	retention rate (อัตราที่เหลือของกำไร หลังจากจ่ายเงินปันผลแล้ว)
	=	$1 - \text{payout ratio}$
ROE	=	Return on common stock equity (อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ)

อัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout ratio) (พันธุมณี เตชะธาดา, 2556) บอกถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ว่าบริษัทนั้นมีนโยบายจ่ายปันผลเท่าใด ตัวอย่างเช่น บริษัท A มีกำไร อยู่ที่ 2 บาท ขณะเดียวกัน นักลงทุนได้รับเงินปันผลจากบริษัทเป็นจำนวนเงิน 1 บาท นั้นหมายความว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นอยู่ที่ 50 % โดยสูตรคำนวณจาก

$$\text{PayoutRatio} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

โดยที่

DPS	=	เงินปันผลต่อหุ้น
EPS	=	กำไรสุทธิต่อหุ้น

3) ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ (k_p) หุ้นบุริมสิทธิมีอัตราเงินปันผลที่ระบุไว้คงที่ และเงินปันผลจ่ายถือเป็นรายจ่ายหรือต้นทุนของการธุรกิจที่ได้เงินจากการออกหุ้นบุริมสิทธิเข้ามาในการลงทุนต้องจ่ายที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิเป็นรายจ่ายที่ธุรกิจไม่สามารถนำไปหักภาษีได้ ดังนั้นการคำนวณต้นทุนหุ้นบุริมสิทธิไม่ต้องคำนวณต้นทุนหลังหักภาษี

$$k_p = \frac{d_p}{m_p}$$

โดยที่

$$\begin{aligned} d_p &= \text{เงินปันผลหุ้น} \\ m_p &= \text{จำนวนเงินสุทธิที่ได้จากการออกหุ้นบุริมสิทธิ} \end{aligned}$$

แนวคิดการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากราคาหุ้น (Capital Gain Yield) (เพชรี ชุมทรัพย์, 2544)

คือ ส่วนต่างของราคาหุ้น ณ เวลาปัจจุบัน (t) กับราคาหุ้น ณ เวลาอดีต ($t-1$) มักแสดงในรูปร้อยละ คำนวณได้จาก

$$Y_{c,i} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \times 100$$

$$\text{เมื่อ } Y_{c,i} = \text{Capital Gain Yield ของหุ้นสามัญ } i$$

อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) (ฝ่ายสื่อความรู้และห้องสมุด สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

คือ เป็นค่าสถิติที่บอกให้ผู้ลงทุนทราบว่า หากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดในปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลซึ่งเป็นผลตอบแทนจากการลงทุน โดยคิดเป็นอัตราร้อยละราคาหุ้นที่ซื้อ ซึ่งมีสูตรคำนวณ ดังนี้

$$\text{อัตราเงินปันผลตอบแทน} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดของหุ้น}} \times 100$$

แนวคิด อัตราผลตอบแทนของนักลงทุน (Thai Stock Tutor: เล่นหุ้นสไตล์ตีวเตอร้หุ้น, 2557: ออนไลน์)

เนื่องจากการลงทุนนั้นนักลงทุนได้รับกำไรไม่ใช้แค่ส่วนอัตราเงินปันผลเท่านั้น แต่ได้รับผลตอบแทนอีกรูปแบบหนึ่งคือส่วนต่างราคา ซึ่งก็สะท้อนความสามารถในการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของกำไรบริษัท ดังนั้นจึงมีแนวคิดในการนำ อัตราผลตอบแทนจากราคาหุ้นร่วมกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งจะได้อัตราผลตอบแทนของนักลงทุนที่ควรจะได้รับซึ่งมีการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนรวม} = \text{อัตราผลตอบแทนจากราคาหุ้น} + \text{อัตราเงินปันผลตอบแทน}$$

แนวคิด ทฤษฎีเกี่ยวกับการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (นพพร ธนะชัยพันธ์, 2555)

ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) เป็นสถิติที่ใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร เช่น หาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างเจตคติวิชาคณิตศาสตร์ กับผลสัมฤทธิ์ทางการเรียน หาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างขวัญและกำลังใจในการทำงานกับประสิทธิภาพในการทำงาน เป็นต้น ซึ่งค่าสหสัมพันธ์ที่คำนวณได้ เรียกว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ซึ่งสถิติสำหรับการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีหลายชนิด ซึ่งการเลือกใช้แบบใดนั้นขึ้นอยู่กับเงื่อนไขหลายประการ การคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียงส่วน หรือบางครั้งเรียกว่า สหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation) โดยใช้สัญลักษณ์ r ข้อมูลหรือระดับการวัดของตัวแปรแต่มาตราอันตรภาค ถึง มาตราอัตราส่วน โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรนั้นมักจะใช้สัญลักษณ์ของตัวแปรเป็นตัวแปร X และ Y โดยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) จะมีคุณสมบัติดังนี้

1. ถ้า r เป็นการวัดความสัมพันธ์เชิงเส้น
2. ถ้า r จะอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1
3. ถ้า r จะมีลักษณะเหมือนความชันของเส้นการถดถอย
4. ถ้า r จะไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อตัวแปรอิสระ (X) และตัวแปรตาม (Y) เปลี่ยนไปแบบเดียวกัน
5. ถ้า r จะไม่เปลี่ยนแปลงถ้าค่าสเกล (Scale) ของตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งเปลี่ยนไป (ค่าของตัวแปร X หรือ Y)
6. ถ้า r มีการแจกแจงแบบเดียวกับที่ (Student t distribution)

การคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน r หรือ r_{xy} นั้นมีสูตรการคำนวณดังต่อไปนี้

$$r_{xy} = \frac{N \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{\{N \sum X^2 - (\sum X)^2\} \{N \sum Y^2 - (\sum Y)^2\}}}$$

โดยที่

r_{xy}	=	แทนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน
$\sum X$	=	แทนผลรวมของข้อมูลทั้งหมดตัวแปร X
$\sum Y$	=	แทนผลรวมของข้อมูลทั้งหมดตัวแปร Y
$\sum XY$	=	แทนค่าผลคูณระหว่างข้อมูลในตัวแปร X และ Y
$\sum X^2$	=	แทนผลรวมกำลังสองของข้อมูลทั้งหมดตัวแปร X
$\sum Y^2$	=	แทนผลรวมกำลังสองของข้อมูลทั้งหมดตัวแปร Y
N	=	แทนจำนวนข้อมูลในแต่ละตัวแปร

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ณัฐกานต์ กิ่งวงศ์บัณฑิต (2549) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เก็บรวบรวมข้อมูลจาก แหล่งข้อมูลจาก I-Sims ซึ่งจัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูล 12 บริษัท และใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย (Simple Regression Analysis) พบว่า ราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) 63% และอีก 25% ของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นดัชนีหนึ่งที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นนักลงทุนไม่ควรมองข้ามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์โดยอาจพิจารณาควบคู่กับมาตรฐานวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีควบคู่ไป เพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุน

นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2551) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล : กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เก็บรวบรวมข้อมูลจาก แหล่งข้อมูลเว็บไซต์ของสำนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) โดยเก็บข้อมูล 28 บริษัท และใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย (Simple Regression Analysis) พบว่า โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันและสามารถนำมาใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดี อย่างไรก็ตาม เมื่อแยกพิจารณาแต่ละตัวพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทใช้หนี้เป็นสัดส่วนที่น้อยกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น สำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ เมื่อนำโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาเปรียบเทียบกันเพื่อดูความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายได้ดีกว่าโครงสร้างเงินทุน

อังคณา บุญจิต (2554) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552 เก็บรวบรวมข้อมูลจาก แหล่งข้อมูลเว็บไซต์ของสำนักงานของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.sec.or.th) โดยเก็บข้อมูล 25 บริษัท และใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) พบว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การที่ผลการศึกษาออกมาเช่นนี้ อาจเนื่องมาจากหุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มเป็นธุรกิจที่จะได้รับผลกระทบน้อย (Non-Cyclical Stock) จากภาวะเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะสถานการณ์ทางเศรษฐกิจจะเป็นเช่นไร ธุรกิจนี้ยังคงมีความสำคัญต่อการดำรงชีวิตมนุษย์ แต่กลุ่มอุตสาหกรรมนี้จะเกิดผลกระทบจากเหตุการณ์ภายนอกมากกว่า เช่น การก่อการร้าย โรคระบาด และภัยธรรมชาติ เป็นต้น

วิธีการศึกษา

1. ขอบเขตการศึกษา

เนื้อหาในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยวิธีการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

2. ขั้นตอนการศึกษา

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวไว้ข้างต้น ทำให้ผู้ศึกษาได้ทำการคำนวณค่ามูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ 2 วิธี คือจากการคำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยวิธี CAPM และ Gordon Growth Model และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แล้วนำมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์จากค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เพียร์สัน

3. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษาครั้งนี้ จะศึกษาจากประชากรทั้งหมดคือ บริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 66 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556: ออนไลน์) ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551-2555 โดยทำการศึกษาเป็นรายปี เนื่องจากโดยปกติแล้วการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะเป็นแผนระยะยาว และลักษณะธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นการลงทุนในโครงการระยะยาว การซื้อขายขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น อุปสงค์และอุปทานของตลาด สภาพเศรษฐกิจ และกฎหมายภาษี เป็นต้น

ในการศึกษานี้ประชากรที่ศึกษามีจำนวน 54 บริษัท เนื่องจากอีก 12 บริษัทไม่สามารถรวบรวมข้อมูลงบการเงินภายในช่วง 5 ปีติดต่อกัน ระหว่างปีพ.ศ. 2551-2555 จากงบการเงิน แบบฟอร์มการเปิดเผยข้อมูลแบบ 56-1 (แบบรายงานข้อมูลประจำปี) และรายงานประจำปีบริษัท และไม่สามารถรวบรวมราคาของหลักทรัพย์ภายในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555

4. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลหลักของการศึกษานี้ คือ ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการสืบค้นจากข้อมูลงบการเงินจากฐานข้อมูลสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลราคาหุ้นย้อนหลังได้เก็บเป็น 2 ส่วน คือรายปีและรายไตรมาสช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2555 เนื่องจากการหาค่า β นั้นทำการคำนวณจากข้อมูลรายไตรมาส (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556: ออนไลน์)

ในส่วนของข้อมูลอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend yield) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (ROE) เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) เก็บเป็นรายปี และข้อมูลราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์นั้นได้เก็บเป็น 2 ส่วนคือเป็นรายปีและรายไตรมาสในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2555 เนื่องจากการหาค่า β นั้นทำการคำนวณจากข้อมูลรายไตรมาส (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557: ออนไลน์)

ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 4 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี CAPM กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยรวม

2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี Gordon Growth Model กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยรวม

3. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี CAPM กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายบริษัท

4. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี Gordon Growth Model กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายบริษัท

1. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี CAPM กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยรวม

ตารางที่ 1 แสดงผลวิเคราะห์ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์โดยการคำนวณต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้นด้วยวิธี CAPM กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ($p=0.05$)

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	0.227
Significant	0.154

จากตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน(r) มีค่าเท่ากับ 0.227 ตัวแปรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน มีความสัมพันธ์ในระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างน้อย และไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี Gordon Growth Model กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยรวม

ตารางที่ 2 แสดงผลวิเคราะห์ความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์โดยการคำนวณต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้นด้วยวิธีของ Gordon Growth Model กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ($p=0.05$)

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	0.332
Significant	0.396

จากตารางที่ 35 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน(r) มีค่าเท่ากับ 0.332 ตัวแปรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน มีความสัมพันธ์ในระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างน้อย และไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี CAPM กับ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายบริษัท

เนื่องจากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์นั้น มีสัมประสิทธิ์เพียร์สันมีค่าเป็นบวกและลบ จึงได้ทำการวิเคราะห์เป็น 2 ส่วน ดังตารางนี้

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ระดับความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์โดยการคำนวณต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้น ด้วยวิธี CAPM กับ อัตราผลตอบแทนรวม

ระดับความสัมพันธ์	ความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน		ความสัมพันธ์ทิศทางสวนทางกัน	
	จำนวนบริษัท	ร้อยละ	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
มาก	17	68.00	8	40.00
ค่อนข้างมาก	3	12.00	2	10.00
ปานกลาง	1	4.00	4	20.00
ค่อนข้างน้อย	3	12.00	5	25.00
น้อย	1	4.00	1	5.00
รวม	25	100.00	20	100.00

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ระดับความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์โดยการคำนวณต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้นด้วยวิธี CAPM กับ อัตราผลตอบแทน ได้ว่า ในความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน ความสัมพันธ์กันระดับมากมีจำนวน 17 บริษัท หรือร้อยละ 68.00 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์ไปทางเดียวกัน และความสัมพันธ์ค่อนข้างมากมีจำนวน 3 บริษัท หรือร้อยละ 12.00 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์ไปทางเดียวกัน

ในส่วนความสัมพันธ์ทิศทางสวนทางกันนั้น ระดับความสัมพันธ์มากมี 8 บริษัท หรือร้อยละ 40.00 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์สวนทางกัน และสัมพันธ์ค่อนข้างมากมี 2 บริษัทหรือร้อยละ 10.00 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์สวนทางกัน

จากผลตารางจะพบว่ามูลค่าทางเศรษฐศาสตร์มีแนวโน้มที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันจะมีระดับความสัมพันธ์ออกไปทางด้านความสัมพันธ์กันมาก มากกว่าทางด้านสวนทางกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนรวม นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันมากกว่า

4. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์จากการคำนวณต้นทุนด้วยวิธี Gordon Growth Model กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายบริษัท

เนื่องจากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์นั้น มีสัมประสิทธิ์เพียร์สันมีค่าเป็นบวกและลบ จึงได้ทำการวิเคราะห์เป็น 2 ส่วน ดังตารางนี้

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ระดับความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์โดยการคำนวณต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้นด้วยวิธีของ Gordon Growth Model กับ อัตราผลตอบแทนรวม

ระดับความสัมพันธ์	ความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน		ความสัมพันธ์ทิศทางสวนทางกัน	
	จำนวนบริษัท	ร้อยละ	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
มาก	8	27.59	7	33.33
ค่อนข้างมาก	10	34.48	4	19.05
ปานกลาง	6	20.69	3	14.29
ค่อนข้างน้อย	3	10.34	0	0.00
น้อย	2	6.90	7	33.33
รวม	29	100.00	21	100.00

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ระดับความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์โดยการคำนวณต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้นด้วยวิธีของ Gordon Growth Model กับ อัตราผลตอบแทน ได้ว่า ในความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน ความสัมพันธ์กันระดับมากมีจำนวน 8 บริษัท หรือร้อยละ 27.59 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์ไปทางเดียวกัน และความสัมพันธ์ค่อนข้างมากมีจำนวน 10 บริษัท หรือร้อยละ 34.48 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์ไปทางเดียวกัน

ในส่วนความสัมพันธ์ทิศทางสวนทางกันนั้น ระดับความสัมพันธ์มากมี 7 บริษัท หรือร้อยละ 33.33 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์สวนทางกัน และสัมพันธ์ค่อนข้างมากมี 4 บริษัทหรือร้อยละ 19.05 ของบริษัทในกลุ่มที่ความสัมพันธ์สวนทางกัน

จากผลตารางจะพบว่ามูลค่าทางเศรษฐศาสตร์มีแนวโน้มที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันจะมีระดับความสัมพันธ์ออกไปทางด้านความสัมพันธ์กันมาก มากกว่าทางด้านสวนทางกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนรวม นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันมากกว่า

การอภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์พบว่ามีความขัดแย้งกับผลการศึกษาของอังคณา บุญคิด (2554) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552 ไม่มีความสัมพันธ์กัน เนื่องจากจากหุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม เป็นธุรกิจที่จะได้รับผลกระทบน้อย (Non-Cyclical Stock) จากภาวะเศรษฐกิจ ไม่ว่าสถานการณ์ทางเศรษฐกิจจะเป็นเช่นไร ธุรกิจนี้ยังคงมีความสำคัญต่อการดำรงชีวิตมนุษย์ แต่กลุ่มอุตสาหกรรมนี้จะเกิดผลกระทบจากเหตุการณ์ภายนอกมากกว่าเช่น การก่อการร้าย โรคระบาด และภัยธรรมชาติ เป็นต้น แต่ผลการศึกษาที่ได้มีความคล้ายคลึงกับผลการศึกษาของณัฐกานต์ กุ้ววงษ์บัณฑิต (2549) ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ กับมูลค่าเพิ่ม

เชิงเศรษฐศาสตร์ มีความสัมพันธ์กัน และ นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2551) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล : กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะ

1. การนำมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ไปใช้เป็นเครื่องมือประกอบที่ช่วยให้ผู้บริหารหรือนักลงทุนในการตัดสินใจเพื่อการบริหารหรือลงทุน มีความเหมาะสมกว่าการใช้ข้อมูลแบบเดิม เนื่องจากในการคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) นั้นได้ปรับปรุงรายการที่เกิดจากความโน้มเอียงของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักความระมัดระวังออกไปทำให้สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่ากำไรทางบัญชี
2. การศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาเลือกศึกษาหุ้นในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ทำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบผลของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับอุตสาหกรรมอื่นๆ ว่าดีกว่าหรือไม่จึงควรจะมีการศึกษาเพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ด้วย

บรรณานุกรม

- โกศล ดีศีลธรรม. (2552). การบริหารเพื่อสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์. *ส่งเสริมเทคโนโลยี*, 36(205), 16–20.
- ณัฐกานต์ กุ้ววงศ์บัณฑิต. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI). (2556). *การประเมินราคาหุ้น*. ค้นเมื่อ 30 กรกฎาคม 2557, จาก http://www.tsithailand.org/yfs/2013/Download/YFS2013_Reading02.pdf
- นพพร ธนะชัยพันธ์. (2555). *สถิติเบื้องต้นสำหรับการวิจัย*. กรุงเทพฯ: วิจัยพัฒนา.
- นริศรา นันทาภิวัฒน์. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา: บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- เพชร ชุมทรัพย์. (2544). *หลักการลงทุน* (พิมพ์ครั้งที่ 12). กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ไพศาล หวังพานิช. (2526). *การวัดผลการศึกษา*. กรุงเทพฯ: ไทยวัฒนาพานิช.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (2548). *มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ: มิติใหม่ของการสร้างมูลค่ากิจการและการสร้างระบบผลตอบแทนพนักงาน*. กรุงเทพฯ: ธรรมนิติ เพรส.
- สุมาลี จิวงมิตร์. (2544). *การบริหารการเงิน เล่ม 1*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์. (2548). *การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ. 2000–2004*. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจ มหาลัยเชียงใหม่).

อังคณา บุญคิด. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอาหาร และเครื่องใช้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552*. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).

เอกชัย บุญยาพิษฐาน. (2553). *การบริหารมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดยูเคชั่น.

GRANT J. L. (2546). *Foundations of Economic Value Added* (2nd ed). NJ: John Wiley & Sons.