



การประเมินผล การปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q

[บทคัดย่อ]

การประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กรเป็นสิ่งที่สำคัญและจำเป็นอย่างยิ่งในสภาวะแวดล้อมปัจจุบัน เนื่องจากโดยนัยแล้ว ตัววัดผลการปฏิบัติงาน (Performance Measures) นอกจากจะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานแล้วยังเป็นสิ่งที่ผลักดันให้เกิดมูลค่า (Value) อีกด้วย ซึ่งวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจที่จะทำให้องค์กรประสบความสำเร็จและสามารถแข่งขันได้ คือ การสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholder Value) ดังนั้น วิธีการประเมินผลการปฏิบัติงานที่ดีควรจะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาที่เกี่ยวข้อง

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบล สาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ.1981 Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งได้รับการยอมรับจากงานวิจัยทั้งทางด้านบัญชีและการเงินในการประเมินผลการปฏิบัติงานและ/หรือมูลค่าขององค์กร แต่ในทางปฏิบัติแล้ว การนำ Tobin's Q ไปใช้ในองค์กรยังไม่แพร่หลายมากนักเนื่องมาจากการคำนวณที่ซับซ้อนเมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดผลการปฏิบัติงานทางการเงินอื่นๆ บทความนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ความเข้าใจเกี่ยวกับแนวคิดของ Tobin's Q เพื่อเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ผู้บริหารสามารถนำมาใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงานและ/หรือมูลค่าขององค์กร

บทนำ

การสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholder Value) เป็นวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจที่จะทำให้องค์กรประสบความสำเร็จและสามารถแข่งขันในตลาดที่มีการแข่งขันสูงได้ เนื่องจากการลงทุนนั้น ผู้ถือหุ้นย่อมคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินลงทุน (Cost of Capital) ในปัจจุบันการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นที่มีความสำคัญมากขึ้น เนื่องจากการขยายตัวของตลาดทุน ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนสามารถเคลื่อนย้ายการลงทุนไปยังแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าได้อย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ การที่ผู้ถือหุ้นให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการที่โปร่งใส ส่งผลให้แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้องค์กรให้ความสำคัญต่อความคาดหวังของผู้ถือหุ้นมากขึ้น มีการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศที่สำคัญอย่างครบถ้วนถูกต้อง ผู้บริหารมีความรับผิดชอบต่อมากขึ้น รวมทั้งตัวผู้บริหารเองอาจต้องการป้องกันตัวจากการถูกควมรวบกิจการ หรือการโอนถ่ายอำนาจในการบริหาร ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้กดดันให้ผู้บริหารให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น

การประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กรจึงเป็นสิ่งที่สำคัญ เนื่องจากโดยนัยแล้วตัววัดผลการปฏิบัติงาน (Performance Measures) นอกจากจะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานแล้ว ยังเป็นสิ่งที่ผลักดันให้เกิดมูลค่า (Value) อีกด้วย (Gordon, 2000; Redding, 1997) ดังนั้น การประเมินผลการปฏิบัติงานจึงควรสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาที่เกี่ยวข้อง ซึ่งหากระบบการประเมินผลการปฏิบัติงานที่ใช้แสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงแล้ว ก็จะทำให้องค์กรดำเนินต่อไปในทิศทางที่ถูกต้องเหมาะสม เทคนิคและวิธีการต่างๆ ที่ใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงานจึงถูกคิดค้นออกมาเป็นจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการวัดผลการปฏิบัติงานที่เน้นเฉพาะตัวเลขทางบัญชีจากงบการเงิน ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าทางการตลาด ข้อมูลเชิงคุณภาพ หรือการผสมผสานข้อมูลจากแหล่งต่างๆ เข้าด้วยกัน บทความนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับแนวคิดของตัวชี้วัดที่เรียกว่า Tobin's Q ซึ่งเป็นทางเลือกหนึ่งที่ผู้บริหารสามารถนำมาใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงานและ/หรือมูลค่าขององค์กร

Tobin's Q: ความหมายและวัตถุประสงค์

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาวรรณศาสตร์ในปี ค.ศ.1981 Tobin's Q¹ เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหาราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลงแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น และหนี้สิน Professor Tobin เชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต ในทางปฏิบัติตัววัดนี้ไม่ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายเมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดอื่น เช่น อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) เนื่องจากความยากในการได้มาซึ่งมูลค่าทางการตลาดและราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ นอกจากนี้ ยังมีการนำ Tobin's Q ไปใช้ในการพิจารณาว่าองค์กรมีการจ่ายลงทุนที่มากเกินไปหรือต่ำเกินไปมากกว่าที่จะนำมาใช้ในการวัดผลการปฏิบัติงาน อย่างไรก็ตาม แม้ว่าแนวคิดนี้ได้ถูกนำเสนอมาเป็นเวลาเกือบ 30 ปีแล้ว ตัววัดดังกล่าวก็ไม่ได้มีความล้าสมัยลงไป เห็นได้จากการที่ Smithers & Co. ซึ่งเป็นบริษัทให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจให้กับสถาบันลงทุนขนาดใหญ่ 100 กว่าแห่งในประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่นได้ใช้ Tobin's Q ในการประเมินตลาดหุ้น Wall Street ของประเทศสหรัฐอเมริกา



¹ Q มาจากคำว่า Quotient ซึ่งหมายถึงผลลัพธ์ของการหาร

โดยคำนวณ Tobin's Q จากการหารมูลค่าของหลักทรัพย์ (Value of Equities) ด้วยต้นทุนที่ใช้ในการเปลี่ยนแทนหลักทรัพย์ นับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1900-2004 Smithers & Co. สรุปผลการวิเคราะห์ว่าค่าของ Tobin's Q ในอดีตสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของ Wall Street ในแต่ละช่วงเวลาได้ดีกว่าอัตราส่วน Price/Earnings (P/E Ratio) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่นิยมใช้กันมากกว่า ทั้งๆ ที่ตามทฤษฎีแล้ว P/E Ratio และ Tobin's Q มีแนวคิดที่ค่อนข้างคล้ายคลึงกัน คือ เป็นการประเมินมูลค่าขององค์กรโดยพิจารณาจากราคาตลาด โดย Smithers & Co. ได้ยกตัวอย่างเหตุการณ์ในช่วงต้นทศวรรษ 1930 ซึ่งเป็นช่วงที่บริษัทส่วนใหญ่ในสหรัฐอเมริกาทำกำไรลดลง ในช่วงนั้น ค่า P/E Ratio และ Tobin's Q แตกต่างกันอย่างค่อนข้างมาก โดยที่ค่า P/E Ratio จะค่อนข้างสูง (เนื่องจากกำไรที่เป็นตัวหารลดลง) ในขณะที่ค่า Tobin's Q จะค่อนข้างต่ำ (แสดงว่าในช่วงนั้นนักลงทุนยังไม่ควรลงทุน) ทำให้ตัววัดทั้งสองตัวสะท้อนข้อมูลที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ Smithers & Co. ยังสรุปว่าตลาดหุ้น Wall Street ในปัจจุบันมีมูลค่าที่สูงเกินไป (Overvalued) นั่นคือ หุ้นที่ซื้อขายกันอยู่ในตลาดหุ้นมีราคาตลาดที่สูงเกินไป และได้แนะนำให้ผู้ถือหุ้นขายหุ้นที่มีอยู่เพื่อลดความเสี่ยง

สำหรับประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ Tobin's Q ในการวิเคราะห์วัฏจักรและแนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน นอกจากนี้ ยังคงมีการใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานหรือเป็นตัววัดที่แสดงถึงมูลค่าของกิจการในงานวิจัยทางด้านบัญชีและการเงิน [เช่น งานวิจัยของ Landsman และ Shapiro (1995) Harney และ Tower (2003) Limpaphayom และ Connelly (2004) Nam และ Nam (2004) และ Villalonga (2004) เป็นต้น]

Lewellen และ Badrinath (1997) ให้ความเห็นว่าการใช้ราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการเป็นสิ่งที่สมเหตุสมผล เนื่องจากราคาเปลี่ยนแทนแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของสินทรัพย์นั้นๆ ที่สามารถนำไปใช้ในการลงทุนอื่น นั่นคือ ถ้าองค์กรไม่สามารถใช้สินทรัพย์ในการก่อให้เกิดมูลค่าทางการตลาดได้มากกว่าราคาเปลี่ยนแทน องค์กรควรจะนำสินทรัพย์นั้นไปใช้ในวัตถุประสงค์อื่น ดังนั้น องค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะแสดงว่าองค์กรมีจุดแข็งหรือข้อได้เปรียบบางประการในการบริหารงานที่ทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ซึ่งข้อได้เปรียบนี้ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์กรมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น ในทางตรงกันข้าม องค์กร

ที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่ กล่าวคือ ได้รับผลตอบแทนหรือกำไรจากการลงทุนต่ำ ดังนั้น มูลค่าของกิจการต่อผู้ถือหุ้นจึงมีค่าน้อยกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปในการลงทุน จะเห็นได้ว่าค่า Tobin's Q สะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการตัดสินใจจ่ายลงทุนที่ผ่านมาของผู้บริหารว่าสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทน (หรือกำไร) จากการลงทุนคุ้มค่าหรือไม่ รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโอกาสในการเจริญเติบโตในอนาคต

การคำนวณค่า Tobin's Q

นักวิจัยนิยมใช้ Tobin's Q ในการประเมินมูลค่าขององค์กร (เช่น Lewellen and Badrinath, 1997) โดยตัวเลขจะอยู่ในรูปของ Ratio ซึ่งคำนวณจากการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น แนวทางในการคำนวณ Tobin's Q ที่ใช้ในงานวิจัยส่วนใหญ่ประกอบด้วย

1. การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981)

ในการประมาณมูลค่าทางการตลาดขององค์กร Lindenberg และ Ross จัดประเภทหลักทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม คือ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิและหนี้สิน ราคาของหุ้นสามัญในวันสิ้นปีจะนำมาคำนวณมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิคำนวณจากการหารเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิด้วยดัชนีผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่จัดทำโดย Standard & Poors ส่วนหนี้สินจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม กลุ่มที่ครบกำหนดภายในปีถัดจากปีที่คำนวณจะมีราคาตลาดเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ราคาตลาดของหนี้สินกลุ่มที่เหลือจะใช้มูลค่าปัจจุบัน (ซึ่งจะขึ้นอยู่กับการอายุนั้นสิน อัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนเมื่อครบกำหนด) ซึ่งผลรวมมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สินจะเท่ากับมูลค่าทางการตลาดขององค์กร

ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์ Lindenberg และ Ross แบ่งสินทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม คือ อาคารและอุปกรณ์ สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์อื่น โดยตั้งสมมติฐานว่าสินทรัพย์อื่นมีราคาเปลี่ยนแทนเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ส่วนราคาเปลี่ยนแทนของอาคารและอุปกรณ์สุทธิจะเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลาขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี อัตราค่าเสื่อมราคาทางเศรษฐศาสตร์และการลงทุนใหม่ สำหรับสินค้าคงเหลือ จะต้อง

ปรับสินค้าคงเหลือในแต่ละปีด้วยดัชนีราคาที่เหมาะสมในกรณีที่ใช้การคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือวิธี LIFO (Last-in, First-out) แต่ถ้าองค์กรคำนวณต้นทุนโดยวิธี FIFO (First-in, First-out) ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และสำหรับยอดสินค้าคงเหลือที่คำนวณตามวิธีต้นทุนถัวเฉลี่ยนั้น จะถูกปรับปรุงด้วยการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาของปีนั้น

ปัญหาที่เกิดขึ้นในการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross ได้แก่ การใช้อัตราค่าเสื่อมราคาเพียงอัตราเดียวสำหรับสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องทุกประเภท และไม่ได้คำนึงว่าสินทรัพย์แต่ละประเภทนั้นได้มาในเวลาที่แตกต่างกัน ไม่มีการกำหนดอายุครบกําหนดของสินทรัพย์ นอกจากนี้ ราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์จะเป็นเท่าใดนั้นยังขึ้นอยู่กับปีที่เลือกมาเป็นพื้นฐานในการคำนวณ ปัญหาเหล่านี้ทำให้ค่าเสื่อมราคาที่ได้จากการคำนวณค่อนข้างสูง ส่งผลให้ค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางนี้มีค่าสูงเมื่อเปรียบเทียบกับแนวทางอื่น



2. การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ NBER (1988)

National Bureau of Economic Research โดย Hall และคณะ (1988) ได้จัดทำแฟ้มข้อมูลหลักของค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบริษัทการผลิตของสหรัฐอเมริกา และได้คำนวณค่า Tobin's Q โดยแบ่งหลักทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม เช่นเดียวกับแนวทางของ Lindenberg และ Ross มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญจะคำนวณโดยใช้ราคาตลาดของหุ้นมูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิได้มาจากการหารเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิด้วยอัตราเงินปันผลที่ออกโดย Moody's ของบริษัทที่มีอัตราความเสี่ยงเท่ากับค่ากลางมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะสั้นเท่ากับมูลค่าตามบัญชีสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนในการประมาณมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาวจะ

สมมติว่าหนี้สินนั้นเป็นหุ้นอายุ 20 ปี และคำนวณราคาของหุ้นนั้นเป็นมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว มูลค่าทางการตลาดขององค์กรจะเท่ากับผลรวมมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาว

ราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ได้มาจากการรวมของอาคารและอุปกรณ์สุทธิปรับตัวด้วยอัตราเงินเฟ้อ สินค้าคงเหลือที่ปรับระดับเงินเฟ้อแล้ว เงินลงทุนในกิจการอื่นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน และเงินลงทุนอื่นๆ ที่ปรับตัวด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้ว วิธีการประมาณราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะคล้ายคลึงกับวิธีของ

Lindenberg และ Ross กล่าวคือ ถ้ากิจการคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือโดยใช้วิธี FIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี แต่ถ้ากิจการใช้วิธี LIFO มูลค่าของสินค้าคงเหลือจะถูกปรับด้วยระดับดัชนีราคาของสินค้า ส่วนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรจะได้มาจากการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรด้วยผลิตภัณฑ์ประชาชาติ (Gross National Product, GNP)² อย่างไรก็ตาม อายุโดยเฉลี่ย

ของสินทรัพย์ค่อนข้างจะสูงเกินไปเนื่องจากแนวทางนี้ ไม่ได้กำหนดอายุครบกําหนดของสินทรัพย์

3. การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994)

การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross นั้นต้องใช้เวลาและการลงทุนที่ค่อนข้างสูง เนื่องจากการเก็บและประมวลข้อมูลเป็นจำนวนมากด้วยวิธีการคำนวณที่ซับซ้อน Chung และ Pruitt ได้ปรับปรุงในการคำนวณ Tobin's Q ให้ง่ายขึ้น โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ)

² มูลค่าของสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายทั้งหมดที่ผลิตขึ้นในระยะเวลาหนึ่ง โดยใช้ทรัพยากรที่คนประเทศนั้นๆ เป็นเจ้าของ



และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์

เนื่องจากการคำนวณค่า Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross ได้รับการยอมรับว่ามีความถูกต้องตามหลักทฤษฎี Chung และ Pruitt จึงทำการวิจัยเพื่อทดสอบว่าค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้จะมีค่าใกล้เคียงกับค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross หรือไม่ ผลการวิจัยเปิดเผยว่าทั้งสองค่ามีความใกล้เคียงกันมาก (มีความคล้ายคลึงกันอย่างน้อย 96%) ดังนั้น ผู้ที่ต้องการใช้ค่า Tobin's Q สามารถใช้ค่า Q ที่ได้จากการปรับสูตรให้ง่ายขึ้นได้อย่างมั่นใจพอสมควร

4. การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath (1997)

ในปี 1997 Lewellen และ Badrinath ได้ศึกษาวิธีการคำนวณค่า Tobin's Q โดยใช้ข้อมูลที่สามารถหาได้จากฐานข้อมูล Computstat และ CRSP (the Center for Research in Security Prices) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญจะคำนวณโดยคูณราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิจะได้จากอัตราส่วนระหว่างเงินปันผล

ประจำปี และผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่มีระดับความเสี่ยงปานกลาง (ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณที่คล้ายกับแนวทางของ NBER) มูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะสั้นจะถือว่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ส่วนมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาวนั้นคำนวณโดยมีสมมติฐานว่าหนี้สินที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันจะมีโครงสร้างการครบกำหนดเหมือนกัน ณ วันที่เริ่มคำนวณและหนี้สินนั้นได้ออกในราคาตามมูลค่า มีอายุครบกำหนด 20 ปี อัตราดอกเบี้ยเท่ากับผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่ออกใหม่และมีระดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่จัดโดย Moody's เท่ากับ Baa และใช้อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้นั้นในการคำนวณมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว

สำหรับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น จะรวมถึงราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรและเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ ถ้ากิจการคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือโดยใช้ FIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชีโดยประมาณ แต่ถ้ากิจการคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือโดยใช้ LIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะได้มาจากการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินค้าด้วย LIFO Reserve ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรนั้น ขั้นแรกจะต้องคำนวณเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี โดยจะเริ่มจากปีที่ต้องการประมาณค่าแล้วคำนวณย้อนกลับ ซึ่งจะเท่ากับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ถาวรสุทธิบวกด้วยค่าเสื่อมราคาประจำปี เมื่อใดก็ตามที่ผลรวมของ

การลงทุนในแต่ละปีมีค่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรในวันที่มีการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลง ก็จะปรับการลงทุนในแต่ละปีด้วยอัตราเงินเฟ้อและประมาณการค่าเสื่อมราคา จากนั้นให้รวมการลงทุนสุทธิทั้งสิ้นเป็นค่าประมาณของราคาเปลี่ยนแปลง

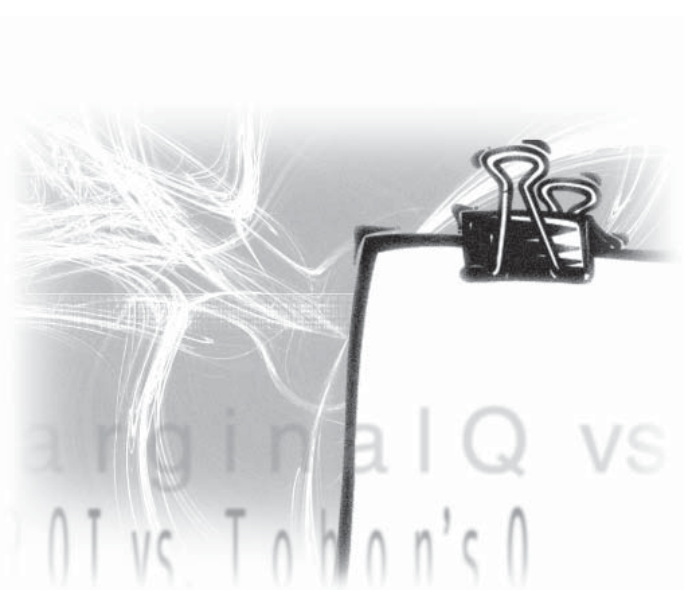
การคำนวณตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath จะมีปัญหาเนื่องจากข้อมูลอาจไม่ครอบคลุมระยะเวลานานเพียงพอที่จะใช้ในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร Lee และ Tompkins (1999) จึงได้ปรับสูตรในการคำนวณโดยใช้ค่าเฉลี่ยของเงินลงทุนแทนการใช้เงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี และผลการวิจัยแสดงว่า Tobin's Q ที่ปรับสูตรการคำนวณแล้วมีค่าไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญจากค่าที่คำนวณตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath

ในปัจจุบันแม้ว่าจะมีการใช้ Tobin's Q ในงานวิจัยอย่างแพร่หลาย แต่ก็ยังไม่มีแนวทางการคำนวณใดที่ได้รับการยอมรับอย่างเป็นทางการว่าเป็นวิธีที่เป็นวิธีที่ทำให้ได้ค่า Tobin's Q ที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรอย่างถูกต้องแม่นยำ ในทางปฏิบัติแล้ว นักวิจัยจะใช้ข้อมูลที่ต้องเปิดเผยต่อบุคคลภายนอก ดังนั้น จึงนิยมการคำนวณในรูปแบบที่ง่ายที่สุด คือ ใช้มูลค่าทางบัญชีเป็นตัวแทนของมูลค่าทางการตลาดสำหรับตัวแปรบางตัว ดังเช่นวิธีการคำนวณตามแนวทางของ Chung และ Pruitt

ปัญหาในการคำนวณ Tobin's Q

แม้ว่านักวิจัยจะนิยมใช้ Tobin's Q ในการประเมินมูลค่าขององค์กร แต่ในส่วนขององค์กรธุรกิจกลับมีการนำ Tobin's Q มาประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติค่อนข้างน้อย เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินอื่น เช่น อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value) ทั้งนี้เนื่องจากแนวทางที่ใช้ในการคำนวณ Tobin's Q ที่ค่อนข้างซับซ้อน นั่นคือจะต้องประมาณทั้งราคาตลาดและราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์องค์กร

ในการประมาณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น งานวิจัยในอดีตจะใช้ข้อมูลราคาเปลี่ยนแปลงที่นำเสนอในงบการเงิน เนื่องจาก Financial Accounting Standards (FAS) ฉบับที่ 33 กำหนดให้บริษัทขนาดใหญ่เปิดเผยข้อมูลราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ แต่มาตรฐานฉบับนี้ได้ถูกยกเลิกไปในปี ค.ศ.1986 นักวิจัยจึงได้พยายามศึกษาวิธีการในการประมาณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ขึ้นมา แต่ปัญหายากก็ยังไม่หมดไปเนื่องจากมี



ปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ เช่น ในกรณีที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์คงเหลือและสินทรัพย์ถาวรจะแตกต่างจากราคาเปลี่ยนแปลงอย่างมาก ถ้ากิจการใช้การคำนวณต้นทุนสินทรัพย์คงเหลือวิธี LIFO มูลค่าตามบัญชีจะต่ำกว่าราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ เนื่องจากสินทรัพย์คงเหลือจะถูกบันทึกในราคาทุนเดิมไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปตามราคาตลาดที่เพิ่มสูงขึ้น หรือถ้าสินทรัพย์ถาวรชนิดเดียวกันมีราคาตลาดสูงขึ้น จำนวนที่บันทึกอยู่ในบัญชีจะต่ำกว่าราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรที่ซื้อมาในงวดก่อนๆ แต่ยังคงใช้อยู่ในปัจจุบัน

สำหรับการประมาณมูลค่าทางการตลาดของสินทรัพย์นั้นไม่ค่อยมีปัญหาในทางปฏิบัติมากนัก เนื่องจากการคำนวณจะอ้างอิงจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ซึ่งเป็นข้อมูลที่หาได้ไม่ยากนัก ดังนั้น แนวทางต่างๆ ที่ใช้ในการคำนวณ Tobin's Q จะเน้นที่การประมาณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์มากกว่ามูลค่าทางการตลาดของสินทรัพย์

Marginal Q vs. Average Q

Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางต่างๆ ข้างต้นเป็นค่าเฉลี่ย (Average Q) แต่ได้มีงานวิจัย เช่น งานวิจัยของ Blose

และ Shieh, 1997 และ Hayashi, 1982 ที่แสดงให้เห็นว่าการใช้อัตราส่วน Tobin's Q ส่วนเพิ่ม (Marginal Q) จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนในอนาคตที่ดีกว่าการใช้อัตราส่วน Tobin's Q ตัวเฉลี่ย เพราะ Tobin's Q ส่วนเพิ่มจะแสดงถึงมูลค่าทางการตลาดของกิจการ “ส่วนที่เพิ่มขึ้น” เปรียบเทียบกับราคาเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนนั้น ดังนั้น ในระบบตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ถ้าองค์กรมีค่า Tobin's Q ส่วนเพิ่มสูงกว่า 1 แสดงว่าองค์กรนั้นสามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของตนได้โดยการเพิ่มการลงทุน (เช่น เพิ่มการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ หรือ NPV เป็นบวก) จะเห็นได้ว่าตามแนวคิดนี้ กิจการที่ต้องการเพิ่มมูลค่าให้สูงสุดจะลงทุนเพิ่มก็ต่อเมื่อ Q มากกว่า 1 ควรหยุดการลงทุนในโครงการใหม่เมื่อ Q เท่ากับ 1 และควรขายสินทรัพย์ลงทุนออกไปเมื่อ Q น้อยกว่า 1 อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อมูลที่มีอยู่ มีความเป็นไปได้เล็กน้อยที่จะคำนวณ Tobin's Q ส่วนเพิ่มสิ่งที่คำนวณได้โดยอาศัยข้อมูลที่มีอยู่จะเป็น Tobin's Q ตัวเฉลี่ย (เช่น อัตรามูลค่าทางการตลาดของเงินลงทุน “ที่มีอยู่” ซึ่งไม่สามารถแยกได้ว่าเป็นมูลค่าทางการตลาดที่มีอยู่เดิมและเป็นส่วนที่เพิ่มขึ้นจากเดิมเท่าใด เปรียบเทียบกับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์)

ในทางทฤษฎี Marginal Q มีค่าไม่เท่ากับ Average Q Tobin และ Brainard (1977) ได้ทำการวิจัยและพบว่าองค์กรที่มีอำนาจผูกขาดค่อนข้างมากหรือมีข้อได้เปรียบจะมีค่า Average Q สูงกว่าค่า Marginal Q ซึ่งผลต่างจะเกิดจากมูลค่าทางการตลาดของกำไรที่เกิดจากข้อได้เปรียบ ค่าความนิยมหรืออำนาจผูกขาด ในทางตรงกันข้าม ค่า Average Q จะต่ำกว่าค่า Marginal Q ในกรณีที่ระดับความเสี่ยงของการลงทุนใหม่และการลงทุนเดิมแตกต่างกันหรือในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงทางด้านนวัตกรรมอย่างรวดเร็ว แม้ว่าจะมีความแตกต่างกันในทางทฤษฎี งานวิจัยส่วนใหญ่ทั้งทางด้านบัญชีและการเงินใช้ Average Q เป็นตัวแทนของ Marginal Q ในการประเมินโอกาสในการลงทุน เนื่องจากด้วยเหตุผลที่ว่า การคำนวณค่า Marginal Q เป็นไปได้อย่างยาก นักวิจัยได้พยายามศึกษาเงื่อนไขที่ทำให้ค่า Average Q เท่ากับ Marginal Q ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Gordon และ Myers (1998) เปิดเผยว่าค่า Average Q ที่น้อยกว่า 1 จะเป็นตัวแทนที่ดีของค่า Marginal Q ที่น้อยกว่า 1 ดังนั้น การใช้ค่า Average Q ที่น้อยกว่า 1 ในการประเมินว่าองค์กรมีการลงทุนที่มากเกินไป (Overinvesting) หรือไม่ จะได้รับการยอมรับในวงการวิจัยเนื่องจากมีผลการวิจัยสนับสนุน อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีผลงานวิจัยใดที่แสดงว่าค่า Average Q ที่มากกว่าหรือเท่ากับ 1 จะเป็นตัวแทนที่ดีของค่า Marginal Q ที่มากกว่าหรือเท่ากับ 1

ความสัมพันธ์ระหว่าง ROI และ Tobin's Q

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment หรือ ROI) เป็นอัตราผลตอบแทนที่นิยมใช้เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงาน ซึ่งคำนวณจากการหารกำไรทางบัญชีด้วยเงินลงทุน (หรือสินทรัพย์) Landsman และ Shapiro (1995) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนทางบัญชี (วัดโดย ROI) และผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ (วัดโดย Tobin's Q) จากการวิจัยพบว่า Tobin's Q และ ROI มีความสัมพันธ์ที่สูงและมีความสำคัญ ดังนั้น Landsman และ Shapiro (1995) จึงสรุปว่าข้อมูลจากงบการเงินและตัวเลขทางบัญชีนั้นไม่ได้ไร้ประโยชน์เสียทีเดียว แต่ยังสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจและผลการปฏิบัติงานที่แท้จริงขององค์กร

จากผลการวิจัยของ Landsman และ Shapiro (1995) ที่แสดงให้เห็นว่า Tobin's Q และ ROI มีความสัมพันธ์กัน ดังนั้น ในการเลือกใช้อัตราส่วนทั้งสองในการวัดผลการปฏิบัติงานผู้บริหารสามารถเลือกเพียงอัตราส่วนใดอัตราส่วนหนึ่งก็ได้ ข้อดีของการใช้ ROI ในการวัดผลการปฏิบัติงานก็ค่อนข้างต่อการคำนวณใช้เพียงข้อมูลตัวเลขทางบัญชีเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ยังมีงานวิจัยจำนวนมากที่ยังคงใช้ Tobin's Q เนื่องจากเห็นว่า Tobin's Q เป็นอัตราส่วนที่มีการผสมผสานกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าทางการตลาดขององค์กร มีการใช้ตัวเลขที่แสดงถึงมูลค่าทางการตลาด เช่น ราคาตลาดของหุ้น ซึ่งได้รวมทั้งข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและข้อมูลที่รวมการคาดการณ์ของนักลงทุนเกี่ยวกับโอกาสในอนาคต แต่ ROI เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่มองย้อนหลัง คือ ใช้เฉพาะข้อมูลทางบัญชีที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต นอกจากนี้ ราคาหุ้นของสินทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณค่า ROI นั้นได้รับผลกระทบจากการคำนวณค่าเสื่อมราคา เมื่อสินทรัพย์บางประเภทคิดค่าเสื่อมราคาจนหมดแล้ว จะทำให้ ROI ที่คำนวณได้มีค่าสูงขึ้น แม้ว่าองค์กรจะไม่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากสินทรัพย์ที่ใช้เป็นส่วนในการคำนวณ ROI ได้ลดลงอย่างเป็นสาระสำคัญ ทำให้การใช้ ROI ในการเปรียบเทียบผลการปฏิบัติงานระหว่างหน่วยงานเป็นไปอย่างไม่ถูกต้อง ดังนั้น เมื่อเปรียบเทียบกันแล้ว Tobin's Q น่าจะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรและ/หรือการตัดสินใจลงทุนของผู้บริหารได้ดีกว่า ROI

นอกจากนี้ จากการที่ ROI เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดขึ้นแล้ว ทำให้การใช้ ROI มีปัญหาในทางปฏิบัติ คือ ผู้บริหารอาจปรับอัตรา ROI ให้เพิ่มขึ้นหรือลดลงตามที่ต้องการ

ตัวอย่างเช่น ผู้บริหารอาจเลื่อนการลงทุนที่จำเป็นออกไปในกรณีที่ต้องการให้อัตรา ROI ในปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้น (อันเป็นผลมาจากการลดลงของสินทรัพย์ที่เป็นตัวส่วนในการคำนวณ) แม้ว่า การลงทุนใหม่จะส่งผลดีต่อองค์กรในระยะยาว แต่การลงทุนใหม่ อาจจะทำให้ค่า ROI โดยรวมลดลง นอกจากนี้ ผู้บริหารอาจจะไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value หรือ NPV) เป็นบวก เนื่องจากโครงการที่มี NPV เป็นบวกอาจให้ผลตอบแทนในระยะสั้นต่ำ ส่งผลให้ ROI ลดลง ดังนั้น ในการตัดสินใจจ่ายลงทุนผู้บริหารอาจพิจารณาเพียงโครงการที่ทำให้ ROI เพิ่มขึ้น โดยมีได้พิจารณาว่าโครงการนั้นมี NPV เป็นบวกหรือไม่ ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นอีกประการหนึ่งคือ ในการพิจารณาโครงการลงทุน ผู้บริหารอาจไม่เลือกโครงการที่ให้ผลตอบแทนเป็นที่น่าพอใจและครอบคลุมต้นทุนของเงินลงทุน เพียงเพราะว่า การเลือกโครงการนั้นจะทำให้ ROI รวมของหน่วยงานลดลง ก่อให้เกิดการลงทุนที่ต่ำเกินไป (Underinvestment) ซึ่งการใช้ Tobin's Q น่าจะช่วยลดปัญหาการลงทุนที่สูงเกินไปหรือต่ำเกินไปเนื่องจาก ตัวเลขที่ใช้ในการคำนวณไม่ได้มาจากตัวเลขทางบัญชีเพียงอย่างเดียว แต่ยังรวมถึงตัวเลขที่แสดงถึงการคาดการณ์ของ นักลงทุนเกี่ยวกับโอกาส/การเจริญเติบโตในอนาคตขององค์กรด้วย (เช่น ราคาหุ้น)

Tobin's Q และการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

เมื่อเร็วๆ นี้ Limpaphayom และ Connelly (2004) ได้จัดทำงานวิจัยเรื่อง Corporate Governance in Thailand โดยวัตถุประสงค์ข้อหนึ่งเพื่อศึกษาว่าการมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้องค์กรมีผลการปฏิบัติงานที่ดีขึ้นหรือไม่

Limpaphayom และ Connelly ได้คำนวณคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากผลของแบบสอบถามของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 61 บริษัท พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีคะแนนเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการเท่ากับ 67 คะแนน และไม่มีบริษัทใดมีคะแนนต่ำกว่า 51 คะแนน แสดงว่าระบบการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในประเทศไทยสามารถปกป้องสิทธิ์และผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี จากนั้น คณะวิจัยได้เปรียบเทียบหาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q ซึ่งในที่นี้ใช้เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานทางการเงินขององค์กรที่ได้พิจารณาทั้งตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าทางการตลาด (คำนวณโดยการหารมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญและมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์) ตารางที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q

จากตารางจะเห็นว่า แม้ว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูง (เช่น 70-100 คะแนน) จะมีค่า Tobin's Q สูงกว่าบริษัทกลุ่มอื่นแต่ก็ยังบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการน้อย (เช่น 40-50 คะแนน) แต่มีค่า Tobin's Q สูง นอกจากนี้ ผลทางสถิติแสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีสาระสำคัญ ซึ่งคณะวิจัยได้อธิบายว่าเป็นเพราะบริษัทตัวอย่างมีจำนวนน้อย นักลงทุนอาจไม่ได้ติดตามบริษัทตัวอย่าง และหุ้นของบริษัทตัวอย่างอาจมีสภาพคล่องน้อย อย่างไรก็ตาม เมื่อคณะวิจัยได้ตัดบริษัทตัวอย่างออกไป 4 บริษัท ซึ่งมีลักษณะที่แตกต่างไปจากบริษัทอื่น (เป็นบริษัทขนาดเล็ก 2 บริษัท และขนาดใหญ่ 2 บริษัท) กลับพบว่า การกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q
[คัดลอกและดัดแปลงจาก Limpaphayom และ Connelly (2004)]

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	จำนวนบริษัท	Tobin's Q เฉลี่ย
70-100	6	1.175
60-70	20	0.997
50-60	29	0.988
40-50	6	1.356

อย่างมีสาระสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% นอกจากนี้ เมื่อคณะผู้วิจัยเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างและวิธีการคำนวณคะแนนการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้คะแนนจากผลของแบบสอบถามที่จัดทำในปี ค.ศ. 2002³ ซึ่งกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 234 บริษัท ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่าการมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าให้เพิ่มขึ้นได้

นอกจากนี้ Nam และ Nam (2004) ได้จัดทำงานวิจัยในแนวทางเดียวกันเรื่อง Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand, and Malaysia โดยการเก็บข้อมูลเกิดจากความร่วมมือขององค์กรในแต่ละประเทศ (Forum for Corporate Governance in Indonesia, KDI School of Public Policy and Management (Korea), Thai Institute of Directors Association และ the Malaysian Institute of Corporate Governance) Tobin's Q ที่คำนวณได้ของทุกประเทศ (ยกเว้นเกาหลี) จะมีค่ากลางเท่ากับ 1 ประเทศเกาหลีจะมีค่ากลางของ Tobin's Q น้อยกว่า 0.8 แต่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์สูงที่สุด แสดงว่ามูลค่าทางการตลาดของบริษัทเกาหลีมีค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งอาจเป็นเพราะการมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีหรือไม่เพียงพอในการเปรียบเทียบระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรนั้น ผลการวิจัยสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Limpaphayom และ Connelly (2004) ที่แสดงว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้องค์กรมีการดำเนินงาน (วัดจาก Tobin's Q) ที่ดีขึ้น

สรุป

การใช้อัตราส่วน Tobin's Q ในงานวิจัยทางด้านบัญชีและการเงินสำหรับการประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กรและ/หรือมูลค่าขององค์กรเป็นไปอย่างต่อเนื่องและได้รับการยอมรับพอสมควร แต่ในทางปฏิบัติแล้ว ยังไม่มีการนำ Tobin's Q มาใช้อย่างแพร่หลายมากนักอันเนื่องมาจากความยากในการประเมินมูลค่าทางการตลาดขององค์กรและราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยเปิดเผยว่า Tobin's Q ที่ได้จากการประมาณขึ้นมาจากข้อมูลที่มีอยู่แล้ว ทั้งข้อมูลตัวเลขทางบัญชีจากงบการเงินและข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าทางการตลาด แม้จะไม่ถูกต้องแม่นยำ 100% แต่องค์กรสามารถใช้อัตราส่วนดังกล่าวในการประเมินผลการปฏิบัติงานเชิงเปรียบเทียบและ/หรือมูลค่าองค์กรได้อย่างถูกต้องพอสมควร และเมื่อเปรียบเทียบกับ ROI แล้ว Tobin's Q มีข้อได้เปรียบที่ไม่จูงใจให้ผู้บริหารเลือกระดับการลงทุนที่ไม่เหมาะสม ดังนั้น Tobin's Q จึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ผู้บริหารสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงานและ/หรือมูลค่าขององค์กรได้

³ "Strengthening Corporate Governance Practices in Thailand, 2002 Survey", The Thai Institute of Directors Association.

บรรณานุกรม

- American Institute of Certified Public Accountants (2005), <http://www.aicpa.org/cefm/measuring.asp> (April, 12, 2005)
- Blose, Laurence E. and Shieh, Joseph C.P. (1997), "Tobin's Q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements", **The Financial Review**, Vol.32, No.3, 449-476.
- Chung, Kee H. and Pruitt, Stephen W. (1994), "A Simple Approximation of Tobin's Q", **Financial Management**, Vol.23, No.3, 70-74.
- Gordon, Lawrence A. (2000), **Managerial Accounting: Concepts and Empirical Evidence**, 5th ed, New York: McGraw-Hill, 186-206.
- Gordon, Lawrence A. and Myers, Mary D. (1998), "Tobin's Q and Overinvestment", **Applied Economics Letters**, Vol.5, 1-4.
- Hall, Bronwyn H., Cummins, Clint, Laderman, Elizabeth S. and Mundy, Joy. (1988), "The R&D Master File Documentation", **NBER working paper**, no. 72.
- Harney, Matthew and Tower, Edward. (2003), "Predicting Equity Returns Using Tobin's Q and Price-Earnings Ratios", **Journal of Investing**, Vol.12, No.3, 58-69.
- Hayashi, Fumio. (1982), "Tobi's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation", **Econometrica**, Vol.50, No.1, 213-224.
- Landsman, Wayne R. and Shapiro, Alan C. (1995), "Tobin's Q and the Relation between Accounting ROI and Economic Return", **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, Vol.10, No.1, 103-118.
- Lee, Darrell E. and Tompkins, James G. (1999), "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q", **Financial Management**, Vol.28, No.1, 20-31.
- Lewellen, Wilbur G. and Badrinath, S.G. (1997), "On the Measurement of Tobin's Q", **Journal of Financial Economics**, Vol.44, 77-122.
- Limpaphayom, Piman and Connelly J.T. (2004), "Corporate Governance in Thailand", **Working Paper**, Thai Institute of Directors Association, 1-54.
- Lindenberg, Eric B. and Ross, Stephen A. (1981). "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization", **Journal of Business**, Vol.54, No.1, 1-32.
- Nam, Sang-Woo and Nam Il Chong. (2004). "Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand, and Malaysia", **Working Paper**, Asian Development Bank Institute, 1-154.
- Reddin, George H. (1997), "Value Drivers: Enhancing the Value of Your Quarry", **Pit & Quarry**, Vol.9, No.11, 20-22.
- Tobin, James and Brainard, William C. (1977), "Asset Markets and the Cost of Capital", **Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner**, edited by B. Belassa and R. Nelson, Amsterdam: North Holland.
- Villalonga, Belén. (2004), "Intangible Resources, Tobin's Q, and Sustainability of Performance Differences", **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol.54, 205-230.