



การกำหนดราคา ควบซื้อกิจการ ด้วยกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์

[ABSTRACT]

IN valuating target firms, the net present value or NPV has generally been the accepted method. The method is based upon the value calculated from discounted cash flow, giving impression to investors that this is the value if the firm operates as planned. The economic profit the firm earns in each year also provides the same meaning as the annual net present value. Thus, the sum total of the present value of economic profit over time is equivalent to the net present value of the firm. But the concept of valuating target firms using economic profit, which gives emphasis on important value drivers, will lead to a better understanding of the way to create value from economic profit - which is an annual value creation. It will also facilitate the setting of assumptions to calculate appropriate value of target firms.

[บทคัดย่อ]

วิธีการกำหนดราคาควบซื้อกิจการที่ปฏิบัติกันโดยทั่วไป เป็นวิธีประเมินจากมูลค่าปัจจุบันสุทธิ หรือ NPV ซึ่งอยู่บนฐานของมูลค่าที่คำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุนที่คาดว่าจะได้รับจากกิจการเป้าหมาย อย่างไรก็ตาม ค่ากำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ที่กิจการสร้างได้ในแต่ละปี ให้ความหมายเช่นเดียวกับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของปี ดังนั้น ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ จึงมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกิจการ แต่แนวคิดในการประเมินมูลค่าโดยวิธีกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ ที่มุ่งเน้นความสำคัญต่อปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่ม ทำให้การประเมินมูลค่าจากกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ นำไปสู่ความเข้าใจในรูปแบบการสร้างมูลค่าเพิ่มที่มาจากกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ซึ่งเป็นมูลค่าเพิ่มรายปี และทำให้การกำหนดข้อสมมติฐานเพื่อคำนวณมูลค่ากิจการเป้าหมายเป็นไปอย่างเหมาะสมขึ้น

บทนำ

การควบรวมกิจการ เป็นกลยุทธ์การขยายขอบเขตธุรกิจซึ่งอาจเป็นไปในลักษณะแผ่กว้างจากฐานธุรกิจเดิม หรือลงลึกเพื่อครอบคลุมสายกระบวนการผลิต การส่งผ่านวัตถุดิบมายังกิจการ และการกระจายผลิตภัณฑ์ไปยังลูกค้า เพื่อหวังผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และเพื่อการบรรลุผลสำเร็จทางการตลาดที่สอดคล้องกับพันธกิจหลักของกิจการ ทำให้กิจการบรรลุวัตถุประสงค์การสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ อย่างไรก็ตาม การควบรวมกิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการผู้ซื้อ หากราคาที่จ่ายซื้อเป็นราคาที่ไม่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของกิจการเป้าหมาย และหากกิจการผู้ซื้อสามารถกำหนดราคาในระดับที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น การกำหนดราคาควบซื้อกิจการที่อยู่บนฐานของข้อสมมติฐานของตัวแปรต่างๆ ที่เป็นปัจจัยกำหนดมูลค่ากิจการเป้าหมาย จึงเป็นประเด็นสำคัญที่กิจการผู้ซื้อต้องให้ความสนใจ

แนวปฏิบัติทั่วไปที่ใช้ในการกำหนดราคาควบซื้อกิจการมักอยู่บนฐานของมูลค่าที่คำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน (Free Cash Flow to Firm หรือ FCFF) ที่คาดว่ากิจการผู้ซื้อจะได้รับจากกิจการเป้าหมาย การประเมินมูลค่าดังกล่าวอยู่บนพื้นฐานเดียวกันกับการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value หรือ NPV) อย่างไรก็ตาม มาตรฐานวัดมูลค่าเพิ่มของปี หรือกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit หรือ EP) ที่คาดว่าจะได้รับจากกิจการเป้าหมาย สามารถนำมาใช้เป็นฐานในการคำนวณมูลค่าเพื่อกำหนดราคาควบซื้อกิจการได้ แม้ว่าตามหลักทฤษฎีนั้นมูลค่าที่คำนวณบนฐานกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน และฐานกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จะเป็นค่าที่เท่ากัน แต่การใช้กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นฐานในการกำหนดมูลค่ากิจการ เป็นแนวคิดที่สอดคล้องกับการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่เจ้าของ และเป็นแนวคิดที่เอื้อต่อการวิเคราะห์ปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่า ทำให้สามารถประเมินมูลค่ากิจการเป้าหมาย ได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น

เนื้อหาในส่วนแรกของบทความนี้ เป็นการจำแนกองค์ประกอบของมูลค่ากิจการเป้าหมาย การทบทวนแนวคิดที่ใช้ในการประเมินมูลค่าควบซื้อกิจการ เพื่อวิเคราะห์เปรียบเทียบการประเมินมูลค่าโดยการคิดลดกระแสเงินสด กับการคิดลดกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ และในที่สุดท้ายเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยขับเคลื่อน

เคลื่อนมูลค่าของกิจการเป้าหมายตามแนวความคิดการประเมินมูลค่าด้วยกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

มูลค่าของกิจการเป้าหมาย

การขยายขอบเขตของธุรกิจโดยการควบรวมกิจการ อาจมีวัตถุประสงค์ทางการตลาด ทางการดำเนินงาน และทางการเงิน ทั้งนี้ วัตถุประสงค์ทางการตลาดของการควบรวมกิจการ เป็นการควบรวมกิจการเพื่อเพิ่มพูนรายได้ โดยการขยายพื้นที่ธุรกิจไปต่างถิ่น การขยายสายผลิตภัณฑ์ การเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด การเพิ่มฐานลูกค้า และการเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่าย ส่วนวัตถุประสงค์ทางการดำเนินงานเป็นวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มขนาดในการผลิตหรือการดำเนินงานเพื่อลดต้นทุนการผลิตต่อหน่วย และต้นทุนการดำเนินงานเนื่องจากการเพิ่มคุณค่าของห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) เช่น การซื้อวัตถุดิบเป็นจำนวนมากขึ้นทำให้ต้นทุนต่อหน่วยลดลง การมีประสิทธิภาพจากการใช้เครื่องจักร โรงงาน และปัจจัยพื้นฐานทางการดำเนินงานอื่นๆ รวมทั้งการเพิ่มประสิทธิภาพของช่องทางการจัดจำหน่ายต่างๆ ตลอดจนการดำเนินงานหลังการควบรวมกิจการทำให้ความผันผวนของวัฏจักรธุรกิจลดลง อันเป็นการลดความเสี่ยงด้านตลาดลง ผลของการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพขึ้น รวมทั้งการบรรลุผลสำเร็จทางการตลาดที่สอดคล้องกับพันธกิจหลักของกิจการ ทำให้กิจการบรรลุวัตถุประสงค์ทางการเงินของการควบรวมกิจการ อันได้แก่การสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ



กิจการผู้เข้าควบรวมกิจการ มักมุ่งที่จะประเมินความน่า
สนใจของกิจการเป้าหมายจากมูลค่าที่เกิดจากผลของการควบ
รวมกิจการ หรือที่เรียกว่า มูลค่าจาก Synergies ซึ่งเป็นมูลค่าส่วน
ที่สูงขึ้นมา (อันเนื่องมาจากผลของการควบรวมกิจการ) เมื่อเทียบ
กับมูลค่ากิจการเดี่ยวของสองกิจการรวมกัน มูลค่าจาก Synergies
จึงนับเป็นส่วนเกินที่กิจการผู้ซื้อกำหนดค่าเพื่อรวมเป็นราคาขั้นสูง
ที่สามารถจ่ายซื้อกิจการเป้าหมายได้ ทั้งนี้หากกิจการผู้ซื้อมีส่วน
ร่วมในการควบคุมกิจการเป้าหมาย ผู้ซื้อย่อมเต็มใจจ่ายราคา
ส่วนเพิ่ม แต่ถ้ากิจการผู้ซื้อเป็นเพียงผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและไม่มี
อำนาจในการควบคุมจะส่งผลให้ราคาที่กิจการเต็มใจจ่ายซื้อลดลง



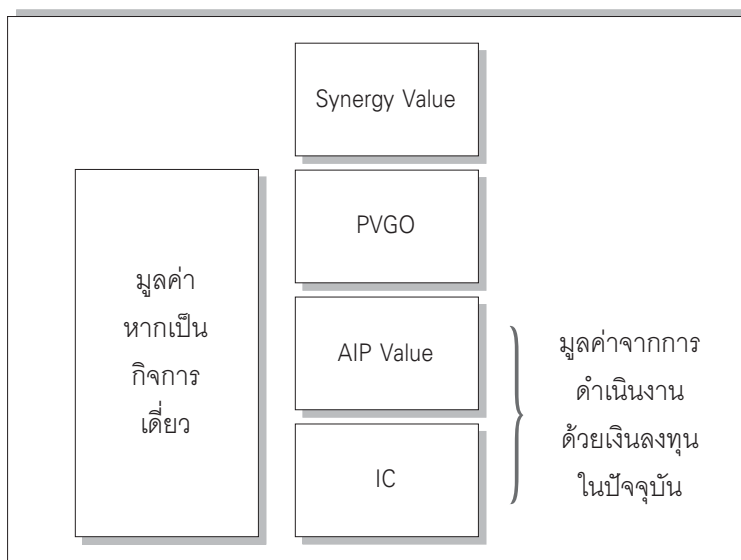
มูลค่ากิจการเป้าหมายหากไม่มีการควบรวมกิจการถูก
กำหนดจากองค์ประกอบ 2 ส่วน ได้แก่

- มูลค่าจากการดำเนินงานปัจจุบัน ประกอบด้วยเงิน
ลงทุนในปัจจุบัน (Invested Capital หรือ IC) และมูลค่า
ที่เกิดจากเงินลงทุนในปัจจุบัน (Value of Asset in Place
หรือ AIP Value)
- มูลค่าอันเกิดจากการเติบโตหรือการขยายตัวในอนาคต
คิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน (Present Value of Growth
Opportunity หรือ PVGO)

มีข้อพึงระมัดระวังว่า ในขั้นตอนของการประเมินมูลค่า
กิจการเป้าหมายในลักษณะกิจการเดี่ยวหรือหากถือว่าไม่มีการ

ควบรวมกิจการ ผู้ประเมินมักได้รวมการพิจารณาเรื่องการ
ปรับปรุงกิจการเป้าหมายให้ดีขึ้นเข้าไปด้วย ดังนั้น การประเมิน
มูลค่าจึงต้องแยกแยะระหว่างมูลค่าอันเกิดจากการปรับปรุง
กิจการตามระดับที่พึงเป็น (Base-Line Valuation) กับมูลค่าอันเกิด
จาก Synergies มิเช่นนั้น จะเป็นการนับมูลค่าซ้ำ ทำให้ราคาจ่าย
ซื้อแพงกว่าที่ควรจะเป็น

องค์ประกอบทั้งสองส่วนนี้ เมื่อนำมารวมกับมูลค่าจาก
Synergies จะได้เป็นมูลค่าเพื่อกำหนดราคาควบซื้อกิจการเป้าหมาย
รูปที่ 1 แสดงการจำแนกองค์ประกอบของมูลค่ากิจการเป้าหมาย
ตามแนวคิดข้างต้น



รูปที่ 1 จำแนกองค์ประกอบของมูลค่ากิจการเป้าหมาย

การกำหนดมูลค่ากิจการตามแนวคิดเดิม

หลักทั่วไปในการกำหนดมูลค่าของทรัพย์สินใดๆที่ใช้อยู่เดิม ได้แก่มูลค่าที่แท้จริงของทรัพย์สินนั้น ณ เวลาปัจจุบัน เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่เกิดจากทรัพย์สินนั้น ตั้งแต่ปีที่ 1 เป็นระยะเวลาตามอายุของทรัพย์สิน คิดลดด้วยอัตราผลตอบแทน ที่ผู้ลงทุนต้องการจากทรัพย์สินนั้น ตามสมการที่ (1)

$$\text{มูลค่าของทรัพย์สิน} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{กระแสเงินสดจากทรัพย์สินในปีที่ } t}{(1+\text{อัตราคิดลด})^t} \quad (1)$$

หลักการนี้ใช้สำหรับการกำหนดมูลค่าทรัพย์สินทางการเงิน เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ และใช้ในการกำหนดมูลค่าของโครงการลงทุน ตลอดจนมูลค่าของกิจการ

กรณีการกำหนดมูลค่ากิจการเป้าหมายเพื่อกำหนดราคาควบซื้อกิจการ มักกำหนดมูลค่าโดยการพยากรณ์กระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน (FCFF) ที่คาดว่าจะเกิดจากกิจการเป้าหมาย นับแต่วันนี้เรื่อยไปโดยตลอด ตามข้อสมมติฐานการดำรงอยู่โดยตลอด (Going Concern) ของกิจการ แล้วคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่กิจการผู้ซื้อต้องการจากการลงทุนในกิจการเป้าหมาย ซึ่งคำนวณในรูปอัตราต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital หรือ WACC) ของกิจการเป้าหมาย ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคตที่กิจการสามารถสร้างได้ คือ มูลค่าจากการดำเนินงานของกิจการ ดังที่พรรณนาในสมการที่ (2)

$$\begin{matrix} \text{มูลค่าจากการ} \\ \text{ดำเนินงานของกิจการ} \end{matrix} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} \quad (2)$$



กรณีที่กิจการมีการลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ และหรือหุ้นสามัญของกิจการอื่น กิจการสามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เหล่านั้นและนำมารวมกับมูลค่าจากการดำเนินงาน เพื่อให้ได้มูลค่ารวมทั้งสิ้นของกิจการ (Enterprise Value) และหากต้องการคำนวณเฉพาะมูลค่าส่วนของผู้เจ้าของ ทำได้โดยการหักส่วนของหนี้สินออกจากมูลค่ารวมทั้งสิ้นของกิจการ ดังที่พรรณนาในสมการที่ (3) และ (4)

$$\begin{aligned} \text{มูลค่ารวมทั้งสิ้นของกิจการ} &= \text{มูลค่าจากการดำเนินงาน} \\ &+ \text{มูลค่าหลักทรัพย์} \quad (3) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าส่วนของผู้เจ้าของ} &= \text{มูลค่ารวมทั้งสิ้นของ} \\ &\text{กิจการ} - \text{มูลค่าหนี้สิน} \quad (4) \end{aligned}$$

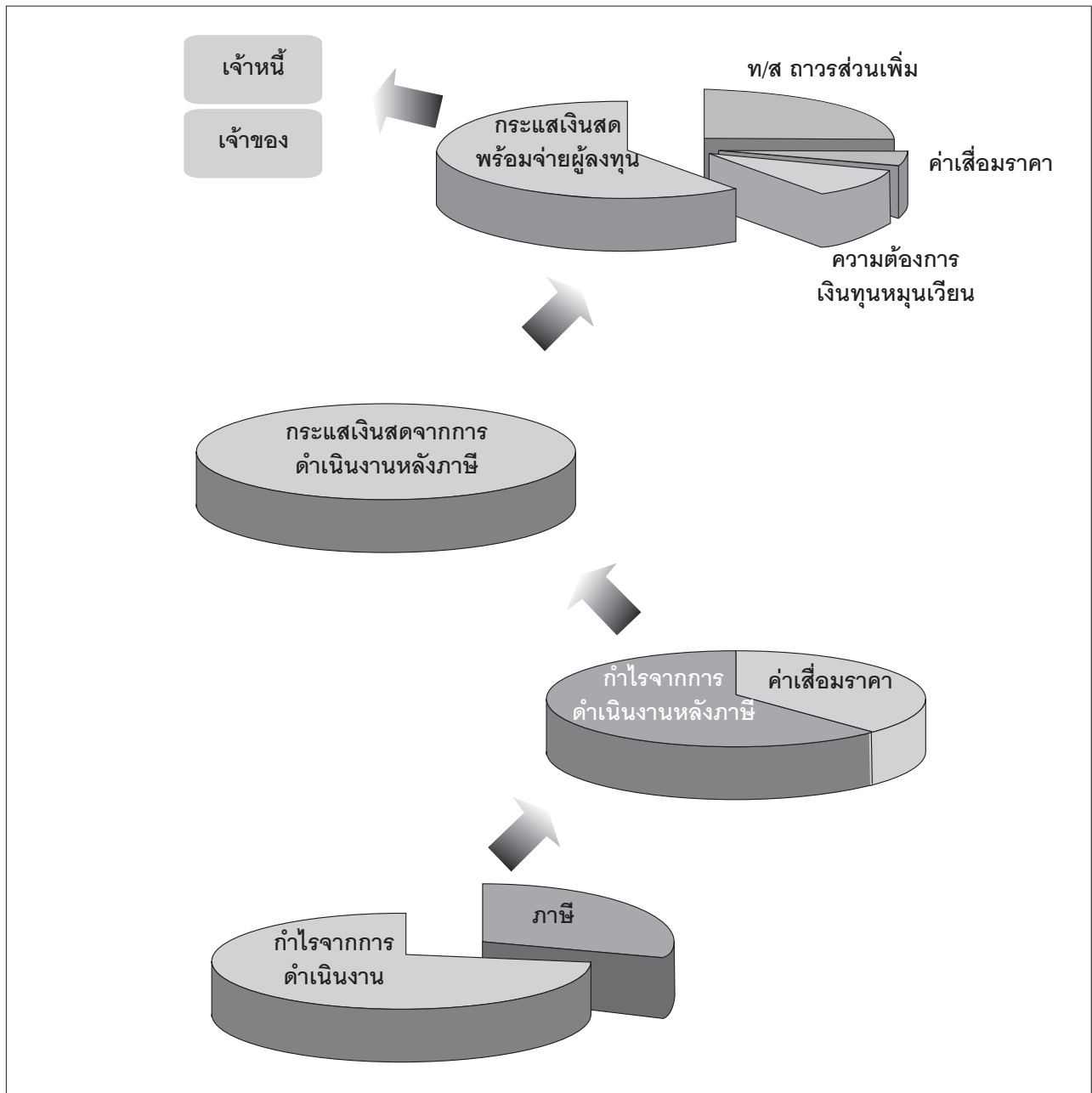
การกำหนดราคาซื้อกิจการ ผู้ซื้อจะพิจารณาตัดสินใจซื้อหากราคาที่ต้องตกลงซื้อ มีระดับต่ำกว่ามูลค่ากิจการที่ประเมินได้ ซึ่งเป็นกรณีที่มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value หรือ NPV) เป็นบวก จึงมักเรียกวิธีการประเมินมูลค่ากิจการเป้าหมายด้วยวิธีนี้ว่า วิธี NPV

กระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน

ในการกำหนดค่ากระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน (FCFF) พยากรณ์จากค่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังภาษี แล้วหักด้วยค่าประมาณการในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในทรัพย์สินถาวร และความต้องการเงินทุนหมุนเวียน หรือ

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{ค่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังภาษี} \\ &- \text{เงินลงทุนส่วนเพิ่มในทรัพย์สินถาวร} \\ &\text{ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน} \quad (5) \end{aligned}$$

รูปที่ 2 แสดงความหมายของกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน ที่เริ่มจากค่ากำไรจากการดำเนินงานหักด้วยภาษี (เป็นภาษีที่คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี) แล้วจึงบวกกลับด้วยค่าเสื่อมราคา เพื่อให้สะท้อนค่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังภาษี จากนั้นจึงหักด้วยเงินลงทุนในทรัพย์สินถาวรที่คำนวณจากทรัพย์สินถาวรส่วนเพิ่ม และความต้องการเงินลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน ผลที่ได้คือ กระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุนที่ประกอบด้วยเจ้าหนี้และเจ้าของ



รูปที่ 2 ความหมายของกระแสด้านเงินสตรพร้อมจ่ายผู้ลงทุน

จะเห็นได้ว่า ระดับและเครื่องหมายของกระแสด้านเงินสตรพร้อมจ่ายผู้ลงทุนรายปี ให้ความหมายในเชิงมูลค่าที่กิจการสร้างได้ คือ กระแสด้านเงินสตรพร้อมจ่ายผู้ลงทุนที่มีค่าเป็นบวก บ่งว่า การทำธุรกรรมดำเนินงานของกิจการ สามารถสร้างกระแสด้านเงินสตรที่มากกว่าการกันเงินเพื่อการลงทุนต่อภายในกิจการ ทำให้เกิดกระแสด้านเงินสตรส่วนเพิ่มสำหรับจ่ายให้เจ้านี่และเจ้าของ อันเป็นสภาวะการณ์ที่กระแสด้านเงินสตรที่เจ้าของเงินทุนรับสิทธิจากกิจการมากกว่ากระแสด้านเงินสตรที่เจ้าของเงินทุนจ่ายสิทธิให้กิจการ

กระแสด้านเงินสตรพร้อมจ่ายผู้ลงทุนที่มีค่าเป็นลบ บ่งว่า การทำธุรกรรมดำเนินงานของกิจการ สามารถสร้างกระแสด้านเงินสตรที่น้อยกว่าการกันเงินเพื่อการลงทุนต่อภายในกิจการ เจ้านี่และเจ้าของจึงต้องจ่ายกระแสด้านเงินสตรส่วนเพิ่มให้กิจการ ส่วนกระแสด้านเงินสตรพร้อมจ่ายผู้ลงทุนที่มีค่าเป็นศูนย์ บ่งว่า การทำธุรกรรมดำเนินงานของกิจการ สามารถสร้างกระแสด้านเงินสตรเท่ากับการกันเงินเพื่อการลงทุนต่อภายในกิจการ เจ้านี่และเจ้าของจึงไม่ได้รับกระแสด้านเงินสตรส่วนเพิ่มจากกิจการ

กระแสเงินสดพร้อมจ่ายกับมูลค่าเพิ่มในระยะยาว

ตามหลักการกำหนดมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีคิดลดกระแสเงินสดที่ทรัพย์สินนั้นที่เกิดจากทรัพย์สินนั้นตามที่กล่าวข้างต้น มูลค่าดังกล่าวมักเรียกว่า “มูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)” ของทรัพย์สินนั้น ตามข้อสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) เชื่อว่า ราคาตลาดของทรัพย์สินจะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริง หากตลาดยังมีประสิทธิภาพในระดับสูง อันเป็นภาวะที่ข้อมูลข่าวสารในตลาดถูกส่งไปยังผู้ลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึง ราคาตลาดของทรัพย์สินนั้น จะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริงอย่างรวดเร็ว

ตามแนวคิดการบริหารกิจการที่มุ่งสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value-Based Management หรือ VBM) อันเป็นแนวคิดการบริหารจัดการองค์กรด้วยตัวแบบจำลองเทคนิคและ/หรือวิธีการใดๆ ที่จะทำให้กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการในระดับที่สูงที่สุด โดยมุ่งเน้นการตัดสินใจที่อยู่บนรากฐานของปัจจัยต่างๆ ที่เป็นปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่มของกิจการ สามารถวัดมูลค่าเพิ่มของกิจการในระยะยาวที่วัด ณ เวลาปัจจุบันได้จากค่ามูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม (Market Value Added หรือ MVA) ณ เวลาปัจจุบัน (ในเบื้องต้นนี้ วิเคราะห์เฉพาะมูลค่าอันเกิดจากการดำเนินงาน ซึ่งเป็นส่วนต่างระหว่าง มูลค่าจากการดำเนินงานของกิจการ กับมูลค่าเงินลงทุน ณ ปัจจุบัน

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ณ ปัจจุบัน} &= \text{มูลค่าจากการดำเนินงาน} \\ &- \text{มูลค่าเงินลงทุน ณ ปัจจุบัน} \end{aligned} \quad (6)$$

ตามสมการที่ (6) บ่งถึงมูลค่าของกิจการส่วนที่เพิ่มหรือเกินมาจากเงินลงทุน ที่กิจการระดมมาจากแหล่งนี้และแหล่งของเจ้าของ เพื่อนำมาลงทุนในทรัพย์สินเพื่อการดำเนินงาน อันได้แก่

ทรัพย์สินระยะยาวและทรัพย์สินหมุนเวียนสุทธิ หากพิจารณาเฉพาะมูลค่าอันเกิดจากการดำเนินงานของกิจการ พจน์ “มูลค่ากิจการ” ตามสมการที่ (6) เป็นมูลค่าที่กำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน (FCFF) ดังนั้น มูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ณ ปัจจุบัน จึงมีวิธีการกำหนดค่าและมีความหมายเดียวกันกับมูลค่าปัจจุบันสุทธิหรือ NPV นั่นเอง

มูลค่ากิจการกับราคาหุ้น

ในกรณีที่กิจการมีหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ และราคาหุ้นในตลาดสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารของกิจการ มูลค่ากิจการจะเป็นตัวกำหนดราคาตลาดของหุ้น และสามารถหามูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือของหุ้นสามัญได้จากส่วนต่างระหว่างผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นทั้งสิ้นและหนี้สิน กับมูลค่าเงินลงทุนต้นงวด

ปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่า

จากแนวคิดการกำหนดมูลค่าจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดพร้อม

จ่าย มูลค่าของกิจการกำหนดจากการมูลค่าจากเงินลงทุนที่มีอยู่ในปัจจุบัน (Asset in Place) และมูลค่าปัจจุบันสุทธิของการเติบโตในอนาคต (Present Value of Growth Opportunity หรือ PVGO) สมการที่ (7) ต่อไปนี้¹ แสดงองค์ประกอบของปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าที่สำคัญในตัวแบบกำหนดมูลค่ากิจการตามแนวคิดการคิดลดกระแสเงินสดพร้อมจ่าย โดยสมมติว่ากระแสเงินสดพร้อมจ่ายเพิ่มขึ้นในอัตราคงที่ตลอดไป และอัตราต้นทุนของเงินทุน (WACC) สูงกว่าอัตราเพิ่มของกระแสเงินสดพร้อมจ่าย (g)

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าจากการดำเนินงาน} \\ &= \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี}_1 \left(1 - \frac{g}{\text{อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน}} \right)}{\text{WACC}} \end{aligned} \quad (7)$$

¹ Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels, *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc., p. 62.

จากสมการที่ (7) ข้างต้น กิจกรรมสามารถสร้างมูลค่าผ่าน ปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่า ดังนี้

- เพิ่มประสิทธิภาพของฐานการดำเนินงานเดิม เพื่อเพิ่มระดับกำไรจากการดำเนินงานที่สร้างขึ้นจากเงินลงทุนที่มีอยู่ในปัจจุบัน
- การลดความต้องการเงินลงทุนลง โดยยุบหรือตัดขายทรัพย์สินบางแผนกหรือบางสายผลิตภัณฑ์ลง หรือลดการถือครองเงินทุนหมุนเวียนลง
- ลงทุนในโครงการใหม่ที่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าต้นทุนของเงินทุน เพื่อเพิ่มอัตราการเติบโตรวมทั้งการยืดระยะเวลาการเติบโตให้นานที่สุด
- ปรับโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและบริหารความเสี่ยง เพื่อลดอัตราต้นทุนของเงินทุนลง

การกำหนดมูลค่ากิจการจากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

เนื้อหาในส่วนที่ผ่านมา ได้วิเคราะห์ถึงการกำหนดมูลค่าและมูลค่าเพิ่มของกิจการ ตามแนวคิดการคิดลดกระแสเงินสด การกำหนดมูลค่าด้วยวิธีการดังกล่าวสามารถปรับใช้ได้กับการกำหนดมูลค่ากิจการเป้าหมาย ที่กิจการผู้ซื้อจะเข้าครอบครอง อย่างไรก็ตาม แนวคิดการบริหารกิจการที่มุ่งสร้างมูลค่าเพิ่ม หรือ VBM นอกจากกำหนดวิธีกำหนดมูลค่ากิจการจากกระแสเงินสดของกิจการแล้ว VBM อีกแนวคิดหนึ่ง ได้วางแนวทางการวัดและ

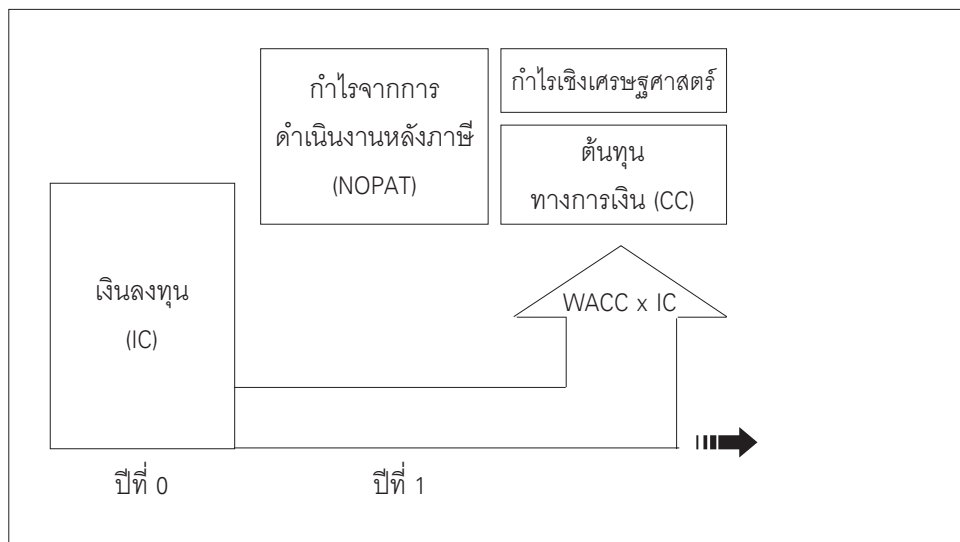
กำหนดมูลค่าและมูลค่าเพิ่มของกิจการด้วยค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit หรือ EP)

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ หมายถึง กำไรจากการดำเนินงานสุทธิจากภาษี และเป็นส่วนที่เหลือจากการจ่ายต้นทุนทางการเงินให้แก่เจ้าหนี้และเจ้าของแล้ว ตามที่พรรณนาในสมการที่ (8)

$$\begin{aligned} \text{กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์} \\ = \text{กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี} - \text{ต้นทุนทางการเงิน} \end{aligned} \quad (8)$$

ตามสมการที่ (8) กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ของปีที่ t คำนวณจากผลต่างของกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit After Tax หรือ NOPAT) ปีที่ t กับต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge หรือ CC) ปีที่ t โดยต้นทุนทางการเงินปีที่ t เท่ากับอัตราต้นทุนของเงินทุน (WACC) คูณกับเงินลงทุนปีที่ 0 (IC0) (ในทางปฏิบัติอาจใช้ค่าเฉลี่ยของเงินลงทุนต้นงวดกับปลายงวด) รูปที่ 3 แสดงความหมายของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ตามแนวทางการคำนวณข้างต้น ดังนั้น หากในแต่ละปีกิจการมีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นบวก เท่ากับกิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มของปีได้ แต่ถ้าปีใดกิจการมีค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นลบ แสดงถึงการดำเนินงานที่ทำลายมูลค่าในปีนั้น

รูปที่ 3 ความหมายของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์



การกำหนดราคาควมซื้อกิจการ ด้วยกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงเป็นกำไรส่วนที่เหลือจากการหักต้นทุน ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และต้นทุนค่าเสียโอกาส และส่วนขาดเซยความเสี่ยงของผู้ลงทุนในกิจการ (เจ้าหนี้และเจ้าของ) ดังนั้น หากปีใดกิจการสามารถทำกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นบวก จึงบ่งถึงการสร้างกำไรจากการดำเนินงาน (สุทธิจากภาษี) ที่สูงกว่าผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง จึงเท่ากับว่า ในปีนั้นกิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มของปีได้ และกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่เป็นลบจึงบ่งว่า ผู้ลงทุนในกิจการ (เจ้าหนี้และเจ้าของ) ไม่ได้รับผลตอบแทนที่คุ้มกับความเสี่ยงจากความหมายดังกล่าว กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของปีของกิจการ จึงสะท้อนถึงค่า NPV เฉพาะของปีนั้นของกิจการ

เนื่องจาก

$$\begin{aligned} & \text{อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน}_t \\ &= \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี}}{\text{เงินลงทุน}_{t-1}} \end{aligned} \quad (9)$$

สมการกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถเขียนอีกรูปแบบหนึ่ง อันเป็นรูปแบบที่แสดงส่วนห่าง (spread) ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนกับอัตราต้นทุนของเงินทุน ดังนี้

$$\begin{aligned} & \text{กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์}_t \\ &= (\text{อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน}_t \\ & \quad - \text{อัตราต้นทุนของเงินทุน}_t) \times \text{เงินลงทุน}_{t-1} \end{aligned} \quad (10)$$

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าเพิ่มในระยะยาว

กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มของปีได้ โดยการดำเนินงานให้มีกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี สูงกว่าต้นทุนทางการเงิน นั่นคือ เมื่อพิจารณาการสร้างมูลค่าในแต่ละปี สามารถวัดมูลค่าเพิ่มของปีได้จากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ กิจการที่มีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของปีเป็นบวก สะท้อนถึงการดำเนินงานของปีของกิจการนั้นให้ค่า NPV ที่เป็นบวก หากกิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มของปีหรือมีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นบวกได้สม่ำเสมอตลอดไป แสดงว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาวได้ ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่กิจการจะสร้างได้ในอนาคตตลอดไป แสดงถึง มูลค่าเพิ่มในระยะยาวของ

กิจการ ณ ปัจจุบัน หรือที่เรียกว่า มูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม (Market Value Added หรือ MVA) แต่ถ้ากิจการมีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นลบอย่างสม่ำเสมอตลอดไป แสดงว่ากิจการดำเนินงานโดยทำลายมูลค่าในระยะยาว ดังนั้น สามารถประเมินมูลค่ากิจการจากฐานกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้ดังสมการต่อไปนี้

$$\begin{aligned} & \text{มูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ณ ปัจจุบัน} = \\ & \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์}_t}{(1+WACC)^t} \end{aligned} \quad (11)$$

และ

$$\begin{aligned} & \text{มูลค่าจากการดำเนินงานของกิจการ} \\ &= \text{มูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ณ ปัจจุบัน} + \text{เงินลงทุน} \end{aligned} \quad (12)$$

สมการที่ (11) พรรณนาถึงมาตรวัดมูลค่าเพิ่มระยะยาวของกิจการ ที่วัดด้วยมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ณ ปัจจุบัน อันเกิดจากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของปี คิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบันด้วยอัตราต้นทุนของเงินทุน (WACC) การใช้ WACC เป็นอัตราคิดลด เนื่องจากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นมูลค่าเพิ่มที่เกิดจากเงินลงทุนที่มาจากทั้งแหล่งหนี้และแหล่งของเจ้าของ ดังนั้นอัตราคิดลดที่เหมาะสมจึงเป็นอัตราต้นทุนของเงินทุนทุกแหล่งที่กิจการระดมเงินทุนมาเพื่อลงทุนในทรัพย์สินเพื่อการดำเนินงาน

สมการที่ (12) พรรณนาถึงมาตรวัดมูลค่าของกิจการตามแนวคิดกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ เมื่อนำมูลค่าเงินลงทุน ณ ปัจจุบัน รวมกับมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ณ ปัจจุบัน ผลที่ได้คือมูลค่าจากการดำเนินงานของกิจการ ณ ปัจจุบัน

มูลค่าเพิ่มในระยะสั้นกับมูลค่าเพิ่มในระยะยาว

แม้ว่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งเป็นมาตรวัดมูลค่าเพิ่มของปีเป็นตัวแปรกำหนดมูลค่าเพิ่มในระยะยาวที่วัดโดยมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม (MVA) แต่มิใช่ทุกกิจการที่สามารถสร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงในปัจจุบันและสามารถสร้างมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มที่สูงด้วยตัวอย่างต่อไป นี้ จำลองสถานการณ์การสร้างมูลค่าเพิ่มในปัจจุบันที่วัดด้วยค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของปีกับการสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว ที่วัดด้วยมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม

- บริษัทเอ สามารถสร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันในระดับสูง และมีโอกาสสร้างการเติบโตในอนาคตในระดับสูง จึงมีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันในระดับสูง และมีมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มสูง
- บริษัทบี สามารถสร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันในระดับสูง แต่กลับเป็นการทำลายมูลค่าในอนาคต เนื่องจากไม่มีโอกาสเติบโตในอนาคต และมีได้ดำรงประสิทธิภาพของฐานการดำเนินงานเดิมไว้ ทำให้มูลค่าตลาดส่วนเพิ่มอยู่ในระดับต่ำหรือเป็นการทำลายมูลค่าในระยะยาว
- บริษัทซี ไม่สามารถสร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันให้อยู่ในระดับสูงได้ เนื่องจากปัจจุบันมีการลงทุนเป็นจำนวนมากและการลงทุนนั้นยังไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ในระยะเวลาอันใกล้ แต่มีโอกาสสร้างการเติบโตขึ้นในอนาคต อันเป็นลักษณะอุปสรรคที่แฝงอยู่ในกิจการ จึงมีมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มสูง ทั้งที่กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำ
- บริษัทดี ไม่สามารถสร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันให้อยู่ในระดับสูงได้ เนื่องจากปัจจุบันมีการลงทุนเป็นจำนวนมากและการลงทุนนั้นไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ อีกทั้งยังไม่มีโอกาสที่จะเติบโตได้ในอนาคต จึงมีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันในระดับต่ำและมีมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มต่ำ

เมื่อประยุกต์ใช้ใช้กรอบแนวคิดการจำแนกธุรกิจเป็นแมทริกซ์ของ BCG (Boston Consulting Group) โดยให้แกนตั้งเป็นระดับของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์โดยระดับกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงอยู่ด้านบนและระดับต่ำอยู่ด้านล่าง ส่วนแกนนอนเป็นระดับของมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม โดยระดับสูงอยู่ด้านซ้ายและระดับต่ำอยู่ด้านขวา ดังแสดงในรูปที่ 4 สามารถจำแนกกิจการต่างๆ ตามระดับของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม ดังนี้

- กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์สูง และมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มอยู่ในระดับสูง เป็นกิจการที่มีลักษณะเป็นดาวเด่น (Stars หรือ Winners) เช่น บริษัทเอ
- กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์สูง แต่มูลค่าตลาดส่วนเพิ่มอยู่ในระดับต่ำ เป็นกิจการที่มีลักษณะมีปัญหา (Question Marks หรือ Problem Children) เช่น บริษัทบี
- กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ต่ำ แต่มูลค่าตลาดส่วนเพิ่มอยู่ในระดับสูง เป็นกิจการที่มีลักษณะเป็นตัวทำเงิน (Cash Cows) เช่น บริษัทซี
- กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ต่ำ แต่มูลค่าตลาดส่วนเพิ่มอยู่ในระดับต่ำ เป็นกิจการผู้พ่ายแพ้ (Dogs หรือ Losers) เช่น บริษัทดี

รูปที่ 4 แฉงจำแนกกิจการตามระดับกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม



เปรียบเทียบการกำหนดราคาควมซื้อกิจการตามแนวคิด มูลค่าปัจจุบันสุทธิกับแนวคิดกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

จากแนวคิดและวิธีการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงทำให้ค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของปีของกิจการให้ความหมายเช่นเดียวกับมูลค่าปัจจุบันสุทธิหรือ NPV ของปีของกิจการ ดังนั้น ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงมีค่าเท่ากับ NPV ของกิจการ รายละเอียดการพิสูจน์ว่าผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงมีค่าเท่ากับ NPV ปรากฏในภาคผนวก ทั้งนี้ การประเมินโครงการจ่ายลงทุนหรือการประเมินมูลค่ากิจการ ทั้งวิธีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์และวิธี NPV ต่างใช้เกณฑ์เดียวกัน คือ โครงการหรือกิจการที่มีค่า NPV ที่เป็นบวก หรือมีมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่เป็นบวก เป็นโครงการหรือกิจการที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ลงทุน

แม้ว่าผลการคำนวณจากสองวิธีจะมีค่าเท่ากัน แต่การประเมินโครงการหรือกิจการตามแนวคิดกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์จะ

นำไปสู่การวิเคราะห์ปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่มได้ชัดเจนขึ้น ส่งผลให้การประเมินมูลค่าของกิจการเป้าหมายมีความคลาดเคลื่อนน้อยลง และประจักษ์ชัดถึงอุปสรรคในกิจการ ทำให้ราคาซื้อกิจการเป้าหมายใกล้เคียงกับราคาที่เหมาะสม

ค่าที่เท่ากันของมูลค่าปัจจุบันสุทธิกับมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

เนื่องจากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของปี คือค่า NPV ของปี ดังนั้นการประเมินมูลค่าโครงการหรือมูลค่ากิจการโดยวิธี NPV กับวิธีมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงให้มูลค่าของโครงการที่เท่ากัน ตัวอย่างต่อไปนี้เป็นกรณีการประเมินมูลค่าโครงการลงทุนที่มีเงินลงทุนเริ่มแรก 2,000 ล้านบาท ตัดค่าเสื่อมราคาหมดภายในอายุโครงการคือ 10 ปี กำหนดให้ อัตราต้นทุนของเงินทุน (WACC) เท่ากับ 12.65% สามารถกำหนดค่ากระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุนซึ่งในกรณีนี้คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังภาษี ค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ตามตารางที่ 1 และ 2 และคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิได้เท่ากับ 444.92 ล้านบาท เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

ตารางที่ 1 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของโครงการลงทุน

หน่วย: ล้านบาท

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
เงินลงทุนเริ่มแรก	2,000										
ค่าเสื่อมราคา		200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี		400	360	320	280	240	200	80	60	40	20
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังภาษี		600	560	520	480	440	400	280	260	240	220
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ	444.92										

ตารางที่ 2 กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของโครงการลงทุน

หน่วย: ล้านบาท

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
เงินลงทุนเริ่มแรก	2,000										
ค่าเสื่อมราคา		200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
มูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุน	2,000	1,800	1,600	1,400	1,200	1,000	800	600	400	200	0
กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี		400	360	320	280	240	200	80	60	40	20
ต้นทุนทางการเงิน		253.00	227.70	202.40	177.10	151.80	126.50	101.20	75.90	50.60	25.30
กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์		147.00	132.30	117.60	102.90	88.20	73.50	(21.20)	(15.90)	(10.60)	(5.30)
มูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์	444.92										

เกณฑ์การตัดสินใจอยู่บนฐานเดียวกัน

เกณฑ์การตัดสินใจลงทุนตามแนวคิด NPV และกำไรเชิงเศรษฐกิจอยู่บนฐานเดียวกัน คือ (1) เป็นเกณฑ์ที่มีการปรับค่าของเงินตามเวลา (2) มีการปรับด้วยค่าความเสี่ยง โดยใช้อัตราคิดลดที่สะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการเป้าหมาย (3) เป็นการวิเคราะห์จากกระแสเงินสดส่วนเพิ่มหรือกำไรเชิงเศรษฐกิจซึ่งเป็นกำไรส่วนที่เหลือของทั้งโครงการหรือตลอดอายุกิจการ มิใช่บางส่วน และ (4) เกณฑ์การตัดสินใจไปถึงมูลค่าเพิ่มของกิจการ กล่าวคือ รับโครงการที่ผู้ลงทุน (ทั้งเจ้าหนี้และเจ้าของ) ได้รับอัตราผลตอบแทนไม่ต่ำกว่าที่ต้องการ

เกณฑ์การตัดสินใจลงทุนตามแนวคิด NPV

มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นมาตรวัดมูลค่าส่วนเพิ่มของโครงการซึ่งสะท้อนมาจากค่าอัตราผลตอบแทนของโครงการ (Internal Rate of Return หรือ IRR) เปรียบเทียบกับอัตราต้นทุนของเงินทุน (WACC) ดังนี้

เปรียบเทียบอัตรา	เปรียบเทียบมูลค่า	ค่าของ NPV	มูลค่ากิจการ
IRR > WACC	ผลรวมของ PV(CF) > IC	+	มีมูลค่าเพิ่ม
IRR < WACC	ผลรวมของ PV(CF) < IC	-	ลดมูลค่าลง
IRR = WACC	ผลรวมของ PV(CF) = IC	0	ไม่เปลี่ยนแปลง

การที่กิจการลงทุนในโครงการที่มี IRR สูงกว่า WACC มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก จึงเป็นการเพิ่มมูลค่ากิจการให้สูงขึ้น แต่ถ้ากิจการลงทุนในโครงการที่มี IRR ต่ำกว่า WACC มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบ จึงเป็นการลดมูลค่ากิจการให้ต่ำลง ในขณะที่การลงทุนในโครงการที่มี IRR เท่ากับ WACC มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นศูนย์ ไม่ได้ส่งผลให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลง

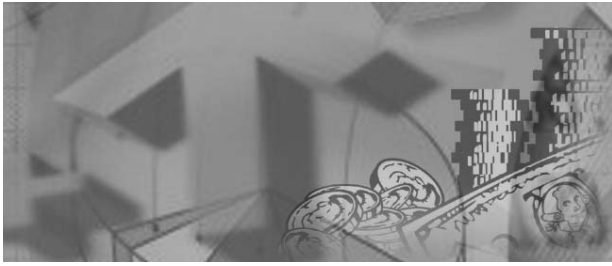
เกณฑ์การตัดสินใจลงทุนตามแนวคิดกำไรเชิงเศรษฐกิจ

กำไรเชิงเศรษฐกิจของปี เป็นการวัดผลต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานสุทธิจากภาษีเงินได้นิติบุคคลของปี กับต้นทุนทางการเงินของปี เมื่อคาดการณ์กำไรเชิงเศรษฐกิจ

เปรียบเทียบอัตรา	เปรียบเทียบมูลค่า	ค่าของ EP	PV ของ EP	มูลค่ากิจการ
ROIC > WACC	NOPAT > CC	+	+	มีมูลค่าเพิ่ม
ROIC < WACC	NOPAT < CC	-	-	ลดมูลค่าลง
ROIC = WACC	NOPAT = CC	0	0	ไม่เปลี่ยนแปลง



จากการลงทุนเพิ่มของปีได้แล้วคำนวณเป็นมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจของแต่ละโครงการลงทุนเพิ่ม ในกรณีที่กำไรเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอ ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจของโครงการจะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น แต่ถ้ากำไรเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นลบอย่างสม่ำเสมอ ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจของโครงการจะทำให้มูลค่ากิจการลดลง และในกรณีที่กำไรเชิงเศรษฐกิจมีค่าเป็นศูนย์ตลอด ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจของโครงการจะไม่ทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลง



จะเห็นได้ว่า เกณฑ์การตัดสินใจทั้งสองเกณฑ์ อยู่ในแนวคิดการสร้างมูลค่าเพิ่มเหมือนกัน โดยผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ได้จากโครงการในแต่ละปี จะเท่ากับมูลค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ

ความแตกต่างในการปฏิบัติต่อเงินลงทุน

แม้ว่าผลลัพธ์สุดท้ายของการคำนวณค่า NPV กับมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์จะเท่ากัน แต่วิธีการวิเคราะห์การลงทุนทั้งสองวิธีมีความแตกต่างอยู่บางประการ ความแตกต่างหลักของการคำนวณค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์กับกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน อยู่ที่การปฏิบัติต่อเงินลงทุน ในการคำนวณกระแสเงินสดพร้อมจ่ายผู้ลงทุน ถือว่าเงินลงทุนเป็นเหมือนกระแสเงินสดรายการอื่นๆ และเป็นค่าลบหรือจ่ายออกเต็มจำนวน ณงวดที่จ่าย ในขณะที่การคำนวณกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ถือหลักกระจายต้นทุนของเงินลงทุนไปตลอดอายุของโครงการ ดังนั้นมูลค่าปัจจุบันของค่าเสื่อมราคารวมกับมูลค่าปัจจุบันของต้นทุนทางการเงิน จึงมีค่าเท่ากับเงินลงทุน ตามกรณีตัวอย่างที่ผ่านมา มูลค่าปัจจุบันของค่าเสื่อมราคาเท่ากับ 1,100.60 ล้านบาท และมูลค่าปัจจุบันของต้นทุนทางการเงินเท่ากับ 899.40 ล้านบาท รวมเท่ากับ 2,000 ล้านบาท เท่ากับมูลค่าเงินลงทุนต้นงวด ดังปรากฏในตารางที่ 3

แนวคิดกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์นำไปสู่ความเข้าใจต่อปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าได้ชัดเจนขึ้น

การประเมินมูลค่ากิจการจากกระแสเงินสดพร้อมจ่าย มักมุ่งเน้นมูลค่า NPV ของโครงการลงทุนและ/หรือค่าอัตราผลตอบแทนของโครงการลงทุน (IRR) เพื่อประเมินว่าโครงการหรือกิจการเป้าหมายสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้หรือไม่ ในทางตรงข้ามกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เปรียบเสมือน NPV รายปี ซึ่งช่วยให้ผู้วิเคราะห์โครงการลงทุนเข้าใจรูปแบบของการสร้างมูลค่าเพิ่มรายปีตลอดอายุโครงการได้ชัดเจนขึ้น รูปที่ 4 แสดงรูปแบบของกระแสเงินสดพร้อมจ่ายและกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์รายปีของโครงการตัวอย่างข้างต้น แม้ว่าค่า NPV และมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของโครงการนี้เป็นบวก (+444.92 ล้านบาท) แต่โครงการนี้สร้างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่เป็นบวกเพียง 6 ปีแรกของการดำเนินโครงการ หลังจากนั้นค่ากำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ มีค่าเป็นลบ ทั้งที่โครงการยังสร้างกระแสเงินสดที่เป็นบวกอยู่ต่อไป

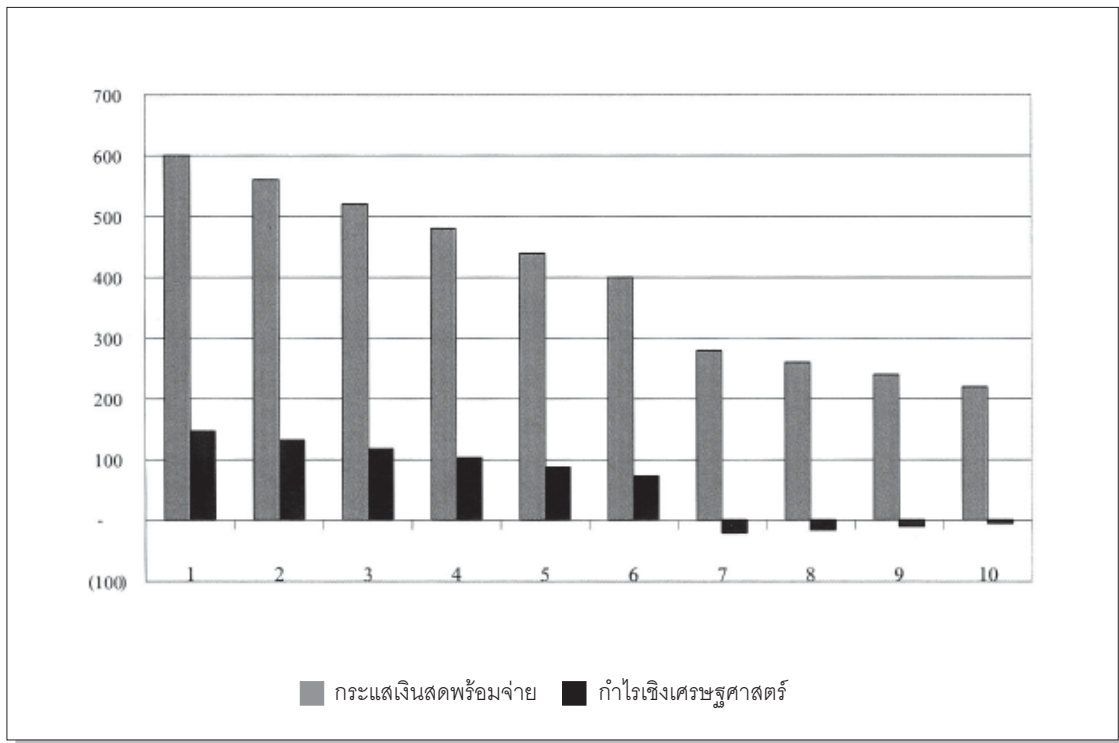
การเข้าใจในรูปแบบของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ตามตัวอย่างในรูปที่ 5 ทำให้เกิดคำถามเชิงกลยุทธ์ 3 คำถาม ได้แก่ “ปัจจัยใดเป็นปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าในช่วง 6 ปีแรก” “จะลดการทำลายมูลค่าในช่วงปีหลังๆ ได้อย่างไร” และคำถามที่ว่า “ควรเตรียมแผนการออกจากโครงการลงทุนนี้หลังปีที่ 6 หรือไม่”

ด้วยลักษณะของการแสดงมูลค่าเพิ่มเป็นรายปีของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ การประเมินมูลค่าด้วยกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงช่วยให้ผู้ประเมินสามารถวิเคราะห์ลึกไปถึงช่วงเวลาของการสร้างและทำลายมูลค่าของกิจการเป้าหมายได้ และนำไปสู่ข้อสังเกตแห่งมูลค่าที่สร้างขึ้นหรือทำลายลงได้ชัดเจนขึ้น

ตารางที่ 3 แสดงมูลค่าปัจจุบันของค่าเสื่อมราคาและต้นทุนทางการเงิน

หน่วย: ล้านบาท

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
เงินลงทุนเริ่มแรก	2,000.00										
ค่าเสื่อมราคา		200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
มูลค่าปัจจุบันของค่าเสื่อมราคา	1,100.60										
ต้นทุนทางการเงิน		253.00	227.70	202.40	177.10	151.80	126.50	101.20	75.90	50.60	25
มูลค่าปัจจุบันของต้นทุนทางการเงิน	899.40										



รูปที่ 5 เปรียบเทียบกระแสเงินสดพร้อมจ่ายและกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์รายปีของโครงการ ตัวอย่าง

ตามแนวคิดการบริหารกิจการที่มุ่งสร้างมูลค่าเพิ่ม (VBM) ตั้งเป้าหมายที่จะทำให้กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มในระดับที่สูงที่สุด โดยมุ่งเน้นการตัดสินใจที่อยู่บนรากฐานของปัจจัยต่างๆ ที่เป็นปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่มของกิจการการประเมินการลงทุนโดยใช้เกณฑ์มูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ ภายใต้ข้อสมมติฐานว่า กำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ของกิจการเพิ่มขึ้นในอัตราคงที่ตลอด และอัตราต้นทุนของเงินทุน (WACC) สูงกว่าอัตราเพิ่มของยอดขาย (g) สามารถสร้างสมการซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่มต่างๆ กับมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มดังนี้²



$$MVA_0 = \left[\frac{\text{ยอดขาย}_0 (1+g)}{WACC-g} \right] \left[\frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี}_1}{\text{ยอดขาย}_1} - WACC \left(\frac{\text{เงินลงทุน}_0 / \text{ยอดขาย}_1}{(1+g)} \right) \right] \quad (13)$$

² ประยุกต์จาก Eugene F. Brigham and Phillip R. Daves, *Intermediate Financial Management*, 8th Edition, Thomson-South-Western, p.346.

การกำหนดราคาควบซื้อกิจการ ด้วยกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

ตามสมการที่ (13) ข้างต้น การสร้างมูลค่าเพิ่ม จึงสามารถทำได้โดย

- เพิ่มประสิทธิภาพของฐานการดำเนินงานเดิม เพื่อเพิ่มระดับกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี ที่สร้างขึ้นจากเงินลงทุนที่มีอยู่ในปัจจุบัน (Asset in Place)
- เพิ่มยอดขาย เฉพาะภายใต้สถานการณ์ที่กิจการมีอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนสูงกว่าต้นทุนของเงินลงทุนที่ต้องจัดหาเงินทุนเพิ่ม อันทำให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของการเติบโต (Present Value of Growth Opportunity) เป็นบวก ในทางกลับกัน หากกิจการขยายตัวโดยที่ผลตอบแทนต่อเงินลงทุนต่ำกว่าต้นทุนของเงินลงทุนที่ต้องจัดหาเงินทุนเพิ่ม จะเป็นการขยายตัวเพื่อทำลายมูลค่า
- ลดความต้องการใช้ทรัพย์สินเพื่อการดำเนินงาน ทำให้ลดความต้องการเงินลงทุนต่อยอดขาย 1 หน่วยลง
- ปรับโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและบริหารความเสี่ยง เพื่อลดอัตราต้นทุนของเงินทุน

เมื่อระบุปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าที่สำคัญได้แล้ว สามารถนำไปสู่การวิเคราะห์ความเสี่ยงของการลงทุนโดยการเปลี่ยนค่าปัจจัยขับเคลื่อนเหล่านี้ ตามความน่าจะเป็น เพื่อคำนวณระดับต่างๆ ของมูลค่าเพิ่มและค่าที่คาดหวังของมูลค่าเพิ่ม โดยใช้เครื่องมือการวิเคราะห์ Sensitivity หรือการวิเคราะห์ Scenario หรือการทำ Simulation โดยวิธีวิเคราะห์ Monte Carlo เป็นต้น

ข้อสมมติฐานเพื่อกำหนดมูลค่าปลายงวด

มูลค่ากิจการเป้าหมาย เป็นมูลค่าที่ประเมินโดยมีข้อสมมติฐานการดำรงอยู่ตลอดไปของกิจการ ดังนั้น จำนวนงวดเวลาที่นำมาประเมินมูลค่า จึงเป็นงวดเวลาตั้งแต่ปีที่ 1 ไปจน

ไม่มีที่สิ้นสุด โดยมักจำแนกมูลค่าตามงวดเวลาเป็น “มูลค่าในช่วงระยะเวลาพยากรณ์” กับ “มูลค่าปลายงวด” (Terminal Value) ซึ่งเป็นมูลค่าอันเกิดจากกระแสเงินสดพร้อมจ่ายหรือกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์หลังช่วงเวลาพยากรณ์ไปโดยไม่มีที่สิ้นสุด ดังนั้น ในการประเมินมูลค่าอันเกิดจากกระแสเงินสดพร้อมจ่าย ผู้ประเมินจะกำหนดข้อสมมติฐานว่าช่วงระยะเวลาดังกล่าวรูปแบบของกระแสเงินสดพร้อมจ่ายจะเติบโตในลักษณะใด เช่น เติบโตในอัตราคงที่หรืออัตราการเติบโตเท่ากับศูนย์ หรือกำหนดมูลค่าปลายงวดด้วยตัวคูณมูลค่า (Multiples หรือ Relatives) เช่น อัตราส่วนราคาต่อกำไร อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก่อนภาษี เป็นต้น

โดยทั่วไปมูลค่าปลายงวดเป็นส่วนประกอบที่สำคัญในมูลค่ารวมที่ประเมิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมินมูลค่ากิจการเป้าหมายที่อยู่ในธุรกิจที่มีอัตราการเติบโตสูง มูลค่าปลายงวดมักครองสัดส่วนที่สูงในมูลค่ารวมของกิจการเป้าหมาย ดังนั้น หากกำหนดมูลค่าปลายงวดคลาดเคลื่อนจากค่าที่แท้จริง จะส่งผลเป็นอย่างมากในการกำหนดราคาควบซื้อกิจการเป้าหมาย

วิธีการประเมินมูลค่ากิจการจากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มุ่งเน้นปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่า จะทำให้ผู้ประเมินมุ่งความสนใจในการกำหนดข้อสมมติฐานต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรที่สำคัญในการกำหนดมูลค่าปลายงวด สมการต่อไปนี้จะแสดงองค์ประกอบที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปลายงวดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ณ เวลาลิ้นงวดระยะเวลาพยากรณ์ ในกรณีข้อสมมติฐานกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีมียอดคงที่เท่ากับ g โดยอัตราต้นทุนของเงินลงทุน (WACC) มีค่ามากกว่าอัตราเพิ่มดังกล่าว

$$\text{มูลค่าปลายงวด}_T = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี}_{T+1}}{\text{WACC} - g} \left(1 - \frac{g}{\text{อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน}} \right) - \text{เงินลงทุนตามมูลค่าบัญชี}_T \quad (14)$$

³ ประยุกต์จาก Stern Stewart Research, “EV Aluating Mergers and Acquisitions-How to Avoid Overpaying,” EV Aluation, Volume 3 Issue 8 November 2001 p.6. และ Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc., p. 62.

ตามสมการที่ 1(14) มูลค่าปลายงวดของกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ ณ ปีที่ T ซึ่งคำนวณจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดพร้อมจ่าย ที่มาจกมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนจากการลงทุนต่อในกิจการ แล้วจึงหักด้วยเงินลงทุนตามมูลค่าบัญชี ณ ปีที่ T

การวิเคราะห์ปัจจัยขับเคลื่อนซึ่งเป็นตัวกำหนดมูลค่าปลายงวดของกิจการเป้าหมาย นับเป็นพื้นฐานสำคัญในการตั้งข้อสมมติฐานต่างๆ ในการประเมินมูลค่าปลายงวด เช่น ข้อสมมติฐานเรื่องอัตราการลงทุนต่อ เป็นข้อสมมติฐานถึงอัตราส่วนของเงินลงทุนเพิ่มต่อกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี อันนำไปสู่อัตราเพิ่มของกำไรจากการดำเนินงานที่คาดไว้ กล่าวคือ

$$\begin{aligned} \text{อัตราการเติบโต} &= \text{อัตราการลงทุนต่อ} \times \\ &\quad \text{อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนต่อ} \end{aligned} \tag{15}$$

โดย

$$\begin{aligned} \text{อัตราการลงทุนต่อ} &= \frac{\text{การเปลี่ยนแปลงในทรัพย์สินถาวร} \\ &\quad - \text{ค่าเสื่อมราคา} \\ &\quad + \text{ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน}}{\text{กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี}} \end{aligned} \tag{16}$$

การวิเคราะห์ออปชั่นแฝง

โครงการลงทุนหรือกิจการใดๆ อาจมีคุณค่าของทางเลือกหรือออปชั่น (Options) ที่แฝงอยู่ในโครงการลงทุนเหล่านั้น การควบซื้อกิจการอาจเป็นการเปิดทางเลือกในการบริหารจัดการได้หลากหลายขึ้น เช่น การขยายผลิตภัณฑ์ใหม่ การเข้าสู่ตลาดใหม่ หรือขยายฐานลูกค้าในพื้นที่ใหม่ การปรับใช้เทคโนโลยีใหม่ การชะลอการดำเนินงาน หรือแม้แต่ว่าทางเลือกในการหยุดดำเนินงาน ในบางแผนก ลดกำลังการผลิตในบางสายการผลิต ทางเลือกของผู้บริหารเช่นนี้ นับเป็นออปชั่นแฝง หรือ “Real Options” ในกิจการซึ่งสามารถประเมินมูลค่าได้

ออปชั่นแฝงจะมีมูลค่าสูงหรือต่ำขึ้นกับส่วนประกอบหลักสองส่วน คือ (1) ระดับความไม่แน่นอนหรือความผันผวนของกระแสเงินสดที่เกิดจากโครงการลงทุนของกิจการ (Cash Flow Uncertainty) และ (2) ความยืดหยุ่นของการจัดการของผู้บริหาร (Managerial Flexibility) ทั้งนี้ หากโครงการหรือกิจการมีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง หรือคาดว่ากระแสเงินสดมีความผันผวนรุนแรง มูลค่าออปชั่นแฝงจะสูงกว่ากรณีที่กระแสเงินสดมีความแน่นอนกว่า ส่วนในประเด็นของความยืดหยุ่น หากการบริหารจัดการมีความยืดหยุ่นสูง หรือผู้บริหารสามารถใช้ดุลพินิจในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และการดำเนินงานได้คล่องตัว ตามทางเลือกในการบริหารงานที่มีอยู่มูลค่าออปชั่นแฝงจะสูงกว่ากรณีที่ผู้บริหารขาดความยืดหยุ่นในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์หรือการดำเนินงาน รูปที่ 6 แสดงแผนจำแนกระดับมูลค่าโดยเปรียบเทียบของออปชั่นแฝง ตามระดับของความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และความยืดหยุ่นในการจัดการ

ระดับความยืดหยุ่นของการจัดการ	ระดับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่คาดไว้	
	ไม่ผันผวน	ผันผวนรุนแรง
ยืดหยุ่นน้อย	ออปชั่นแฝงมีมูลค่าต่ำ เนื่องจากกระแสเงินสดที่ไม่ผันผวนและการขาดความยืดหยุ่นในการจัดการ	ออปชั่นแฝงมีมูลค่าปานกลาง เนื่องจากขาดการใช้ดุลพินิจในการตัดสินใจเลือกทางเลือกที่เหมาะสมที่สุด
ยืดหยุ่นมาก	ออปชั่นแฝงมีมูลค่าต่ำ เนื่องจากกระแสเงินสดที่ไม่ผันผวน แม้ว่าจะมีความยืดหยุ่นในการจัดการ	ออปชั่นแฝงมีมูลค่าสูง เนื่องจากกระแสเงินสดมีความผันผวนสูง และผู้บริหารสามารถใช้ดุลพินิจในการเลือกทางเลือกที่เหมาะสมที่สุดได้

รูปที่ 6 แผนจำแนกระดับมูลค่าโดยเปรียบเทียบของออปชั่นแฝง

การกำหนดราคาควมซื้อกิจการ ด้วยกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

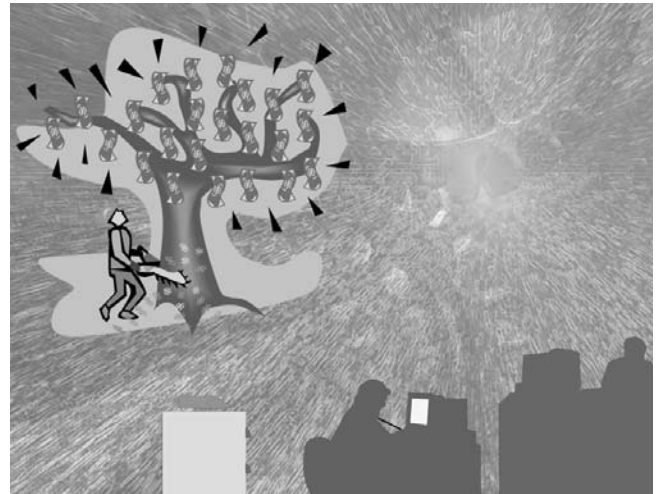
ดังนั้น ในกรณีนี้ที่กิจการหรือโครงการลงทุนมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่คาดไว้ค่อนข้างรุนแรงและการบริหารจัดการมีความยืดหยุ่นสูง มูลค่าออปชันแฝงที่มีอยู่ในกิจการหรือโครงการก็จะสูง อันอาจส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ลงทุน

การวิเคราะห์การลงทุนโดยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ แม้ว่าได้นำความเป็นไปได้ในการเกิดข้อมูลใหม่ระหว่างการดำเนินโครงการเข้ามารวมด้วย โดยการใช้วิธีต่างๆ เช่น การสร้างฉากเหตุการณ์ที่อาจเกิดขึ้น (Scenarios) การทำกิ่งทางเลือกการตัดสินใจภายใต้เงื่อนไขต่างๆ (Decision Trees) และการสร้างตัวแบบจำลองสถานการณ์ตามวิธีมอนติคาร์โล (Monte Carlo) อย่างไรก็ตาม แต่ละวิธีล้วนคำนวณผลต่อมูลค่าโครงการภายใต้ความน่าจะเป็นต่างๆ แล้วคิดมูลค่าอยู่ในรูปมูลค่าที่คาดไว้ ในขณะที่การวิเคราะห์การลงทุนโดยวิธีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ แม้ว่าจะปฏิบัติต่อออปชันแฝงด้วยวิธีที่ไม่ต่างจากวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ แต่การวิเคราะห์การลงทุนโดยวิธีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ จะคำนึงถึงกลยุทธ์การเพิ่มมูลค่ากิจการอยู่ในแต่ละขั้นตอนของการประเมิน จะทำให้กระบวนการคิดวิเคราะห์มีความครอบคลุมประเด็นต่างๆ มากขึ้น ทำให้กิจการไม่ละทิ้งโอกาสที่สำคัญในการกำหนดกลยุทธ์การเพิ่มมูลค่า

ดังนั้น การประเมินมูลค่าโครงการหรือกิจการด้วยวิธี NPV เป็นการประเมินที่มักจะละเลยมูลค่าที่เกิดจากออปชันแฝงในโครงการหรือกิจการ ในขณะที่ วิธีการประเมินมูลค่ากิจการเป้าหมายด้วยกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มุ่งเน้นปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเป็นสำคัญ เป็นการลดโอกาสที่ผู้ประเมินจะละเลยออปชันแฝงต่างๆ ไปได้

บทสรุป: กำหนดราคาซื้อจากปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่า

แม้ว่าตามหลักทฤษฎีของการประเมินมูลค่า มูลค่าที่ได้จากโดยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) จะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ และเกณฑ์การตัดสินใจลงทุนอยู่บนพื้นฐานเดียวกัน คือลงทุนเมื่อมูลค่าเป็นบวก แต่การประเมินมูลค่าทั้งสองวิธีมีความแตกต่างในการปฏิบัติต่อเงินลงทุน และแนวคิดในการประเมินมูลค่าโดยวิธีกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ที่มุ่งเน้นในปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่ม ทำให้การประเมินมูลค่าจากกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์นำไปสู่เข้าใจในรูปแบบการสร้างมูลค่าเพิ่มที่มาจากมูลค่าเพิ่มรายปี และทำให้การกำหนดข้อสมมติฐานเพื่อคำนวณมูลค่าปลายงวดเป็นไปอย่างเหมาะสมขึ้น รวมทั้งการไม่ละเลยมูลค่าของออปชันแฝง ในการกำหนดราคาซื้อกิจการเป้าหมาย



ภาคผนวก

การพิสูจน์ว่าผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์มีค่าเท่ากับ NPV

กำหนดให้กิจการมีลักษณะดังนี้

- ก. เงินลงทุนเริ่มแรกของกิจการเท่ากับ IC บาท อายุของกิจการที่คาดไว้เท่ากับ n ปี ในปีที่ t โครงการมีค่าเสื่อมราคาเท่ากับ $Depr_t$ ให้มูลค่าซาก ณ ปีที่ n มีค่าเท่ากับ SV_n บาท
- ข. กิจการจะก่อให้เกิดกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและหลังภาษีภาษี (net operating profit after taxes หรือ NOPAT) ในปีที่ t เท่ากับ $NOPAT_t$
- ค. อัตราต้นทุนของเงินทุนของกิจการเท่ากับร้อยละ WACC

มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ พรรณนามตามสมการ ดังนี้

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{[NOPAT_t + Depr_t]}{(1+WACC)^t} + \frac{SV_n}{(1+WACC)^n} - IC \quad (n-1)$$

สำหรับกิจการที่มีเงินลงทุนเริ่มแรกเท่ากับ IC บาท ได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับต้นทุนของเงินทุน และต้องการลงทุนใหม่ ณ ปีที่ n เพื่อทดแทนมูลค่าซาก มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกิจการนี้มีค่าเท่ากับศูนย์

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{WACC \cdot IC}{(1+WACC)^t} + \frac{IC}{(1+WACC)^n} - IC = 0 \quad (n-2)$$

มูลค่าเงินลงทุนของกิจการหรือ I มีค่าเท่ากับ

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{WACC \cdot IC}{(1+WACC)^t} + \frac{IC}{(1+WACC)^n} \quad (n-3)$$

แทนค่าสมการ (n-3) ลงในสมการที่ (n-1) จะได้มูลค่าปัจจุบันของโครงการลงทุนแรก ดังนี้

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{[NOPAT_t + Depr_t]}{(1+WACC)^t} + \frac{SV_n}{(1+WACC)^n} - \sum_{t=1}^n \frac{WACC \cdot IC}{(1+WACC)^t} - \frac{IC}{(1+WACC)^n} \quad (n-4)$$

ต่อไปสมมติว่า กิจการมีมูลค่าซากเท่ากับศูนย์ และมูลค่าปัจจุบันของค่าเสื่อมราคา เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินลงทุนเริ่มแรก คิดลดกลับมาตลอดอายุของกิจการ นั่นคือ เป็นการสมมติว่ากระแสเงินสดที่เกิดจากค่าเสื่อมราคาเท่ากับเงินทุนที่กลับมายังกิจการพอดีตามข้อสมมติดังกล่าว มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการจะเท่ากับ

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{NOPAT_t}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{WACC \cdot IC}{(1+WACC)^t} \quad (n-5)$$

หรือ

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{NOPAT_t - WACC \cdot IC}{(1+WACC)^t} \quad (n-6)$$

เนื่องจากกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ เท่ากับ กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี หักด้วยต้นทุนทางการเงิน โดยต้นทุนทางการเงินเท่ากับ อัตราต้นทุนของเงินทุนคุณเงินลงทุน ดังนั้น สมการ (n-6) จึงเท่ากับ

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (n-7)$$

นั่นคือ ภายใต้ข้อสมมติฐานหนึ่ง มูลค่าปัจจุบันสุทธิหรือ NPV ของการดำเนินงานของกิจการ ก็คือมูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ที่เกิดจากโครงการตลอดช่วงอายุโครงการ⁴ การตัดสินใจเลือกโครงการลงทุนโดยใช้เครื่องมือมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จึงให้ผลต่อมูลค่ากิจการเช่นเดียวกับการใช้เครื่องมือกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์

⁴ ในกรณีที่มูลค่าซากมีค่ามากและหรือเมื่อมูลค่าปัจจุบันของประโยชน์ที่ได้รับจากภาษีอันเกิดจากค่าเสื่อมราคามีค่ามากกว่าหรือน้อยกว่ามูลค่าปัจจุบันของเงินลงทุน จะทำให้มูลค่าปัจจุบันของกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ไม่เท่ากับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ

บรรณานุกรม

Eugene F. Brigham and Phillip R. Daves, *Intermediate Financial Management*, 8th Edition, Thomson-South-Western, p. 346.

Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc., p. 62.

Stern Stewart Research, "EVALuating Mergers and Acquisitions-How to Avoid Overpaying," *EVALuation*, Volume 3 Issue 8 November 2001 p. 6.