

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎี

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ กระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งมีทฤษฎีและแนวคิด ได้แก่

แนวคิดของกระแสเงินสดอิสระ

กระแสเงินสดปลอดภาระ (กระแสเงินสดอิสระ) (อรพิน เหล่าประเสริฐ, 2547) หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่สามารถนำไปใช้ในการดำเนินงาน โดยปลอดภาระต่าง ๆ เช่น รายจ่ายฝ่ายทุน (การซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์) เพราะรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditures) เป็นการซื้อสินทรัพย์เพื่อทดแทนกำลังการผลิตที่มีในปัจจุบันและเพื่อรองรับการเจริญเติบโตของ กิจการ ไม่ว่าจะลงทุนด้วยเงินสดหรือไม่ก็ตาม (รายจ่ายฝ่ายทุนจะพิจารณาเฉพาะการลงทุนใน สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่วัตถุประสงค์เพื่อสร้างรายได้หลักให้กับกิจการ เช่น การลงทุนใน เครื่องจักรหรือที่ดินเพื่อสร้างโรงงาน เป็นต้น โดยไม่รวมการลงทุนในเงินลงทุนและการลงทุนใน สินทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์อื่น) และกระแสเงินสดอิสระที่เหลือก็จะสามารถนำไปจ่ายคืนให้กับ เจ้าหนี้ในรูปของการจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยจ่าย ส่วนที่เหลือจะให้กับผู้ถือหุ้นก็จะอยู่ในรูปของ เงินปันผลจ่าย และอาจมีการซื้อหุ้นของกิจการกลับคืน อย่างไรก็ตามกิจการควรรักษากระแสเงินสด อิสระเหล่านี้ไว้เพื่ออาจมีความต้องการในการที่จะนำไปลงทุนใหม่

Penman and Yehuda (2004 อ้างถึงใน อรพิน เหล่าประเสริฐ, 2547) พบว่ากระแสเงินสด อิสระที่นำมาหาความสัมพันธ์กับราคาหุ้น นั้นเป็นเงินสดที่กิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืน ให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคตซึ่งเป็นการ สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการของบริษัท จึงได้นิยามคำว่า กระแสเงินสดอิสระเป็นกระแสเงินสดจาก การดำเนินงานสุทธิหักด้วยค่าใช้จ่ายในการลงทุน

Buffer (2000 อ้างถึงใน อรพิน เหล่าประเสริฐ, 2547) กล่าวว่า การใช้กระแสเงินสดอิสระ ในการประเมินมูลค่าของกิจการที่ต้องการจะลงทุน กระแสเงินสดอิสระมีความสำคัญมากในการ วิเคราะห์ทางการเงินและนักลงทุนจะใช้ดูสภาพคล่องของกิจการ

Mulford and Comiskey (2005) นิยามว่า กระแสเงินสดอิสระ (สำหรับส่วนของผู้อถือหุ้น) เท่ากับกำไรสุทธิบวกค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายหักด้วยการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน สุทธิหักค่าใช้จ่ายในการลงทุน

จิตูพร กองแก้ว (2548) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียนอย่างสมัครใจออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มที่เพิกถอนหลักทรัพย์โดยความสมัครใจจำนวน 31 บริษัทและกลุ่มที่ยังคงเป็นบริษัทจดทะเบียนจำนวน 31 บริษัท โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์จำแนกประเภททั้งสองกลุ่มกับตัวแปรอิสระซึ่งเป็นข้อมูลทางการเงินจากงบการเงิน และข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added = Market Value of Stock – Equity Capital Supplied by Shareholders) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow = กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี - เงินลงทุนในการดำเนินงานสุทธิ) จากผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาดหลักทรัพย์โดยสมัครใจและกระแสเงินสดอิสระสามารถที่จะเป็นตัวแทนของการวัดมูลค่าของกิจการได้เนื่องจากถือเป็นตัวแสดงถึงเงินสดที่กิจการสามารถนำเงินดังกล่าวไปจ่ายคืนให้กับผู้อถือหุ้นในรูปของเงินปันผลและนำไปขยายการลงทุนในด้านอื่น ๆ ในอนาคตซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการของบริษัท

Jensen (1986) กล่าวว่า หากผู้จัดการ ไม่ได้คำนึงถึงเป้าหมายที่กำหนดไว้เพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้อถือหุ้นแล้วสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ผู้จัดการมีโอกาสมากที่จะทำตามความต้องการของตัวเอง เช่นมีการลงทุนสร้างหรือซื้อสิ่งอำนวยความสะดวกในสำนักงานเกินความจำเป็น หรือ ไม่มีการควบคุมภายในที่ดี การขาดการควบคุมที่จะนำมาสู่พฤติกรรมที่สามารถทำให้ผู้จัดการใช้จ่ายอย่างไม่มีประสิทธิภาพ สิ่งเหล่านี้ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายมากขึ้นโดยไม่จำเป็นและไม่ได้มีส่วนทำให้รายได้เพิ่มขึ้นแต่อย่างใด แต่มีผลทำให้ผลกำไรที่ผู้อถือหุ้นควรได้รับกลับลดน้อยลง ซึ่งการกระทำเช่นนี้ก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น แต่ก็สามารถป้องกันได้ โดยอาจเปิดโอกาสให้ผู้จัดการได้ซื้อหุ้นสามัญตามแผนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนให้พนักงานเป็นสิทธิเลือกซื้อหุ้น (Employee Stock Option Plan: ESOP) โดยเมื่อเปลี่ยนสถานะเป็นผู้อถือหุ้นรวมถึงการเพิ่มในส่วนของการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นกลับคืน

แนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

การบริหารธุรกิจในปัจจุบันจะมุ่งเน้นไปที่การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ที่เรียกว่า Value-Based Management (VBM) จึงต้องการวิธีวัดผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกัน ทำให้มีการพัฒนาหลักการวัดผลกำไรที่สะท้อนถึงสถานะทางเศรษฐกิจมากขึ้น เรียกว่า กำไรทางเศรษฐกิจ (Economic Profit) ซึ่งเป็นการให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ที่เรียกว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (วรสักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) นั่นเอง

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ เป็นแนวคิดในการวัดความสามารถของกิจการในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ๆ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจได้พัฒนาขึ้นโดย Stern Stewart ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาระหว่างประเทศ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ที่ว่า “ความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นได้จนหมดสิ้น”

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์แตกต่างไปจากกำไรทางบัญชี (Accounting Profits) ตามแนวคิดของนักบัญชีในแง่ที่ว่ากำไรทางบัญชีคำนวณได้จากรายได้ หักด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หักด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้ในรูปของดอกเบี้ยโดยรับรู้แต่เฉพาะดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้นเป็นต้นทุนเงินทุนและถือว่าเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นเป็นศูนย์ เมื่อได้หักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและดอกเบี้ยจ่ายออกจากรายได้แล้ว กำไรที่เหลือนั้นก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับนักเศรษฐศาสตร์แล้วกิจการจะยังคงไม่มีกำไรจนกว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินลงทุนทั้งหมด (รวมถึงผู้ถือหุ้น) จะได้รับการชดเชยหมดสิ้น กล่าวคือกำไรที่แท้จริง (True Profits) ซึ่งจะเกิดขึ้นเมื่อได้รับการหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้หรือต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นออกจากรายได้จนหมดสิ้นซึ่งเป็นกำไรที่จะเพิ่มมูลค่าแก่นักลงทุนที่แท้จริง ต้นทุนเงินทุนในที่นี้หมายถึงต้นทุนเสียโอกาสของเงินทุนที่จะเกิดขึ้น หากเงินทุนนั้นถูกนำไปใช้ลงทุนในอีกกิจการหนึ่งที่มีความเสี่ยงคล้ายคลึงกัน ผู้สนับสนุนกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์เชื่อว่ากิจการต้องไม่ประกอบกิจกรรมทางธุรกิจเพียงเพื่อให้คุ้มทุนเท่านั้น แต่กิจกรรมทางธุรกิจนั้นต้องช่วยให้กิจกรรมมีรายได้เพียงพอที่จะชดเชยเงินทุนเงินทุนทั้งหมดที่นำมาใช้ในการประกอบกิจกรรมนั้นๆ จึงจะถือว่าคุ้มทุน กำไรทางบัญชีและกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างกันดังนี้

$$\begin{aligned} \text{กำไรทางบัญชี} &= \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย (บริการ)} - \text{ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน} \\ &\quad - \text{ดอกเบี้ยจ่าย} - \text{ภาษีเงินได้} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{กำไรทางเศรษฐศาสตร์} &= \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย (บริการ)} - \text{ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน} - \text{ภาษีเงินได้} \\ &\quad - \text{ต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดที่นำมาลงทุนในกิจการ} \end{aligned}$$

ต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่นำมาลงทุนในกิจการในที่นี้ ประกอบด้วย (1) ดอกเบี้ยจ่ายซึ่งเกิดมาจากการกู้ยืม และ (2) ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นของกิจการ อย่างไรก็ตาม กำไรทางบัญชีของกิจการที่คำนวณขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปไม่สามารถชี้ให้เห็นถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นได้อย่างเพียงพอ นั่นเป็นเพราะข้อจำกัดของกำไรทางบัญชีที่จะนำมาเป็นเกณฑ์ในการบริหารมูลค่าของผู้ถือหุ้น

ข้อจำกัดที่ 1 กำไรทางบัญชีไม่ได้เป็นตัวสะท้อนกระแสเงินสด ในการบริหารเพื่อสร้างมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งสิ่งที่ผู้ถือหุ้นให้ความสนใจนั้นไม่ใช่กำไรแต่เป็นเงินสด ตัววัดผลทางบัญชีจะใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นตัววัดผลทางด้านการเงิน แต่ก็มีข้อบกพร่องเพราะไม่ได้เป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงผลตอบแทนเชิงเศรษฐศาสตร์ที่เหมาะสมต่อการตัดสินใจทางธุรกิจได้

ข้อจำกัดที่ 2 กำไรทางบัญชีไม่ได้บ่งบอกถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงานของกิจการ เพราะกำไรทางบัญชีจะสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นไปแล้ว เช่น หากกิจการมีการก่อหนี้โดยการกู้ยืมเงินเพื่อนำไปลงทุนในกิจการ ซึ่งต้องจ่ายดอกเบี้ยแต่กิจการไม่ได้ใช้ความเสี่ยงทางการเงินให้เป็นประโยชน์ จึงมีผลทำให้กำไรต่อหุ้นของกิจการมีความอ่อนไหวมากขึ้นต่อการเปลี่ยนแปลงในกำไรขาดทุนจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ ทำให้กำไรมีความผันผวนมากขึ้น และกำไรทางบัญชีไม่คำนึงถึงต้นทุนเสียโอกาสของผู้ถือหุ้น

ข้อจำกัดที่ 3 การคำนวณกำไรทางบัญชีไม่ได้คำนึงถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ แต่จะคำนึงเฉพาะดอกเบี้ยจ่ายและเงินปันผลหุ้นเท่านั้น การไม่นำต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นเข้ามาประกอบการคำนวณกำไรนั้นหมายถึงกำไรทางบัญชีที่รายงานอาจมีผลทำให้กำไรจากการดำเนินงานในงวดนั้นสูงเกินจริง

ข้อจำกัดที่ 4 วิธีปฏิบัติทางบัญชีย่อมแตกต่างกันไปในแต่ละกิจการ ไม่ว่าจะเป็นวิธีการตีราคาสินค้าคงเหลือซึ่งมีให้เลือกหลายวิธี (เช่น วิธีเข้าก่อนออกก่อน (FIFO) วิธีเข้าหลังออกก่อน (LIFO)) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงค่ารายการที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ วิธีการปฏิบัติทางบัญชีเหล่านี้แทบไม่มีความหมายใดๆ ในแง่ของการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ แต่ในส่วน of ผลกระทบของวิธีการปฏิบัติทางบัญชีเหล่านี้ที่มีผลต่อกระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อกำไรที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุน

ข้อจำกัดที่ 5 กำไรทางบัญชีไม่ได้ปรับปรุงด้วยผลกระทบของมูลค่าของเงินตามช่วงเวลา มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่แฝงอยู่ในแบบจำลองเชิงเศรษฐกิจของกิจการจะคำนึงถึงจังหวะเวลา จำนวนและความเสี่ยงของกระแสเงินสดในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจะสะท้อนถึงทั้งความเสี่ยงของกระแสเงินสดในอนาคตและอัตราเงินเฟ้อที่คาดหมาย กำไรทางบัญชีที่คำนวณขึ้นมานั้นจึงไม่ได้ให้สัญญาณที่เชื่อถือได้แก่ผู้บริหารที่มุ่งมั่นต่อการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

ดังนั้นจากข้อจำกัดของกำไรทางบัญชีที่ในปัจจุบันผู้บริหารองค์กรส่วนใหญ่ได้มุ่งเน้นไปที่การสร้างมูลค่าของผู้ถือหุ้น Friedman (1953 อ้างถึงใน วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) และ Bain (1956 อ้างถึงใน วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) กล่าวถึงบทบาทในอดีตของผู้บริหารต้องบริหารโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นภายใต้ข้อสมมติฐานที่ว่าจะต้องทำให้กิจการมีกำไรสูงสุด ในปัจจุบันการบริหารจะมุ่งเน้นไปที่การสร้างคามมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นหลัก เมื่อมีการนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจไปใช้จึงต้องมีการปรับปรุงตัวเลขกำไรที่คำนวณขึ้นตามตามหลักการที่รับรองทั่วไปเสียใหม่เพื่อแก้ไขความไม่พอเพียงของแนวทางในการปฏิบัติในการรายงานทางการเงิน เพื่อให้การทำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น วัตถุประสงค์โดยทั่วไปของการปรับปรุงตัวเลขกำไรดังกล่าวก็เพื่อที่จะแก้ไขความโน้มเอียงหรือการบิดเบือนที่เกิดจากแนวโน้มของฝ่ายบริหารในการจัดแต่งตัวเลขทางบัญชีที่เกิดจากจุดอ่อนของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ในการตั้งรายการค้างรับค้างจ่าย ตลอดจนค่าเผื่อและประมาณการต่างๆที่นักบัญชีจัดทำขึ้นนั้นเป็นเรื่องที่น่าสงสัย จึงเห็นว่าการตั้งรายการค้างรับค้างจ่าย ตลอดจนค่าเผื่อและประมาณการต่างๆเหล่านั้นกลายเป็นอุปสรรคต่อการเข้าใจถึงว่ากิจการกำลังดำเนินไปอย่างไร ข้อมูลที่บิดเบือน (Distortion) เหล่านี้ควรขจัดออกจากการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์

ในปี 1989 Joel Stern and Bennett Stewart ซึ่งเป็นผู้คิดค้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ บริษัทที่ปรึกษาทางธุรกิจ Stern Stewart and Co. ได้นำแนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาใช้เป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงาน (Tully, 1993) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจถือเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริงของธุรกิจ และเป็นเทคนิคในการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อพิจารณาว่าธุรกิจนั้นกำลังสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนในทุนที่ลงไปกลับไปได้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นมูลค่าเชิงเศรษฐกิจจึงถือเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่สำคัญทางเศรษฐกิจในการสร้างมูลค่าในการดำเนินธุรกิจ

Tully (1993) ได้กล่าวว่ามีความเป็นไปได้ในการใช้เพื่อบรรลุดูวัตถุประสงค์ในการประเมินมูลค่าซึ่งสามารถกระทำได้หลายวิธี หนึ่งในกลุ่มวิธีที่มีความสำคัญที่สุดและมีการนำไปใช้มากที่สุด ก็คือ วิธีอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Yield Methods) ที่เรียกว่า กระแสเงินสดคิดลด (Discounted Cash Flow) มูลค่าของกิจการนั้นได้มาจากมูลค่าปัจจุบันของรายได้ในอนาคตที่มีต่อเจ้าของบริษัท โมเดลนี้เป็นการทำงานโดยใช้เส้นราคาของรายได้ในอนาคตเพื่อที่นักลงทุนจะนำไปพิจารณาการลงทุน มีความเป็นไปได้ที่จะใช้วิธีคิดลดของกระแสเงินสด หรือกรณีการจ่ายเงินปันผล มีหลายโมเดลที่เป็นที่รู้จักกันดี ดังนั้นเป้าหมายของบทความนี้จะมุ่งเน้นไปที่มีการนำ EVA ไปใช้มากที่สุดสำหรับนักลงทุนที่กำลังมาจากการพัฒนาตลาดเศรษฐกิจ

Grant (1996) กล่าวว่า EVA เป็นเครื่องมือสื่อสารเพื่อการลงทุน โดยนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ใช้เป็นตัวชี้วัดว่า บริษัทมีความมั่งคั่งที่แท้จริงแก่ผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ จะเห็นได้ว่าบริษัทที่มี EVA เป็นบวกนั้น ราคาหุ้นของบริษัทก็จะสูงขึ้นถือว่าการเพิ่มขึ้นของกำไรจากเงินลงทุนทั้งหมดของบริษัท ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดของกิจการเพิ่ม ในทางตรงกันข้าม ราคาหุ้นของบริษัทจะตกต่ำเนื่องมาจาก EVA มีค่าติดลบ แสดงว่า EVA นั้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัทซึ่งเท่ากับเป็นการทำลายความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น การเพิ่มขึ้นของ EVA นำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

Wallace (1997) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงภายในบริษัทหลังจากนำกำไรส่วนที่เหลือ (Residual return) มาใช้ในระบบการจ่ายผลตอบแทนพบว่า ช่วยลดต้นทุนของตัวการตัวแทนและพบว่าเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยแนวทางดังกล่าวจะช่วยในการตัดสินใจของผู้จัดการ Wallace ได้สรุปการเปลี่ยนแปลงของบริษัทที่นำ EVA ไปใช้ว่า บริษัทมีการลงทุนใหม่ที่ลดลงและพบว่ามีสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น โดยการสร้างกำไรส่วนที่เหลือจำเป็นต้องพิจารณาเฉพาะโครงการที่ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าเงินลงทุนของบริษัท ดังนั้นจึงเป็นไปได้ที่ผู้จัดการจะลดการลงทุนที่มี NPV เป็นบวก เนื่องจากแนวคิด EVA มีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการลงทุนที่เป็นน้อยกว่าระดับที่เหมาะสม (Under Investment) และบริษัทมีการเพิ่มขึ้นของการจ่ายผลตอบแทนไปสู่ผู้ถือหุ้นที่มีการซื้อคืนในหุ้นสามัญซึ่งเป็นทางเลือกของผู้จัดการสำหรับการจ่ายกระแสเงินสดอิสระและส่งมูลค่าไปให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นการลดต้นทุนตัวแทน (Agent Cost) โดยที่การซื้อคืนในหุ้นสามัญและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่เพิ่มขึ้นนั้นเนื่องจากบริษัทสามารถสร้างเงินสดส่วนเกินได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุน ซึ่งก็หมายถึง EVA ที่เป็นบวกนั่นเอง

แนวคิดของต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC)

ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย เกิดจากผลรวมของต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้ (ทั้งระยะสั้นและระยะยาว) กับต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นที่ได้มีการถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วน โดยเปรียบเทียบของ โครงสร้างเงินทุนระหว่างหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้นที่คำนวณขึ้นตามราคาตลาด วัดค่าโดย (อภิชาติ พงศ์สุพรรณ, 2547)

$$WACC = K_d \times (1-t) D / (D + E)] + [K_e \times E / (D + E)]$$

โดย D = เงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt)

E = เงินทุนของเจ้าของ (Equity)

K_d	=	ต้นทุนของหนี้สิน (The Cost of Debt)
K_e	=	ต้นทุนของเจ้าของ (The Cost of Equity)
T	=	ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax rate)

การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย

(1) K_d = ต้นทุนของหนี้สิน

ต้นทุนของหนี้สิน คือ ดอกเบี้ย (Interest) ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่สามารถนำไปหักภาษีได้ ดังนั้นต้นทุนที่แท้จริงหลังภาษีของหนี้สิน $= K_d \times (1-t)$ โดยที่ K_d คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ หรืออัตราผลตอบแทนที่ถือไว้จนครบกำหนด (Yield to maturity)

(2) K_e = ต้นทุนของเจ้าของ (ส่วนของผู้อถือหุ้น)

ต้นทุนของเจ้าของ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นต้องการ สามารถคำนวณได้ 2 วิธี

1. ใช้สมการ Gordon Model

สมการ Gordon Model (ผู้คิดสมการนี้ คือ Myron J. Gordon) โดยที่ $K_e = \frac{D_1}{P_0}$ โดยที่ D_1 คือเงินปันผลของหุ้นสามัญ และ P_0 คือราคาหุ้นสามัญ

ในการคำนวณค่าจากสมการของ Gordon Model ค่า K_e = Dividend Yield

(Leopold A. Bernstein, John J. Wild., 1998) $\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividends per share}}{\text{Market Price per share}}$

2. ใช้สมการแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model

ต่อไปจะเรียกว่า CAPM)

สมการแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เป็นแบบจำลองที่กำหนดความคาดหวังของนักลงทุนหรืออัตราผลตอบแทนขั้นต่ำของหุ้นสามัญที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุน ซึ่งสมการนี้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง ความเสี่ยง และอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำของสินทรัพย์ โดยกำหนดให้อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำของหุ้นสามัญ (Required rate of return on common stock) เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk free rate) บวกด้วย ส่วนชดเชยความเสี่ยงสำหรับความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นสามัญ (Risk premium for the common stock's systematic risk) ดังสมการ

$$K_e = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) \beta_1$$

โดย

- K_e = ต้นทุนของเจ้าของ (The Cost of Equity)
 K_{RF} = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงของพันธบัตรรัฐบาล (Risk free rate)
 K_M = อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำของสินทรัพย์ (Required rate of return on the Average asset) หรืออัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate of Return)
 $K_M - K_{RF}$ = ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk premium)
 β_1 = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta coefficient)
 ค่าเบต้าของบริษัทเป็นดัชนีชี้วัดความเสี่ยงของหุ้นเมื่อเทียบกับตลาด ถ้าค่าเบต้าสูง ความเสี่ยงก็มาก ต้นทุนของเงินทุนก็สูงตาม

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Grant (1996) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ที่ใช้ในการประเมินมูลค่าของบริษัท โดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้นำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นตัววัดที่บอกได้ว่าบริษัทได้สร้างความมั่งคั่งที่แท้จริงให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยใช้ข้อมูลจาก Stern Stewart & Co. บริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,000 บริษัท ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง MVA กับ EVA การทดสอบแสดงให้เห็นว่าความมั่งคั่งของบริษัทจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทสามารถสร้างกำไรส่วนที่เหลืออยู่ให้มีค่าเป็นบวก นั่นก็คือบริษัทมีผลตอบแทนจากการลงทุนหลังภาษีสูงกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัท ผลการศึกษายังสนับสนุนว่าการเพิ่มของผลตอบแทนที่ได้จากเงินทุนของบริษัทมีอิทธิพลต่อการเพิ่มของ MVA เป็นอย่างมาก ดังนั้นบริษัทที่ดีก็จะมีมูลค่าหุ้นสูงสุด เนื่องจากผลตอบแทนที่ได้มาจากเงินลงทุนสูงกว่าต้นทุนของบริษัท และค่าของทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับ MVA แสดงว่าเมื่อบริษัทได้รับผลตอบแทนสูงย่อมต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นด้วย

ต่อมา Grant ได้ทดสอบแยกความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ MVA โดยเลือกเฉพาะบริษัทที่มีค่า EVA สูงสุด 50 บริษัทแรก พบว่า 30 บริษัทที่มีค่า EVA สูงและมีค่าเป็นบวก จะมีค่า MVA ที่สูงและมีค่าเป็นบวกเช่นกัน สรุปได้ว่า การประกาศ EVA ที่เป็นบวกของบริษัทจะแสดงข่าวดีของบริษัทและนำไปสู่กำไรจากราคาหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลง (Capital gain) ส่วนบริษัทที่มีค่า EVA ติดลบ แต่มีค่า MVA ที่เป็นบวก แสดงว่าตลาดเห็นโอกาสที่บริษัทจะสามารถเติบโตได้ในอนาคต จึงให้เกิดส่วนต่าง (Premium) กับราคาหุ้นที่สูงในปัจจุบัน และได้ทดสอบบริษัท 50 บริษัท

ที่มีการทำลายมูลค่า เนื่องจากมีค่า EVA และ MVA ติดลบทั้งคู่ แสดงว่าบริษัทที่ให้ EVA เป็นลบ นั้นในปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทในอนาคตที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากนักลงทุนได้รับรู้ถึงมูลค่าของผลตอบแทนส่วนที่เหลือ (Residual return) ต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนของบริษัท ผลการทดสอบพบว่าที่ Adjust R² ที่ต่ำ (2.78%) ซึ่งแสดงว่านักลงทุนพอใจการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทมากกว่าที่มูลค่าของบริษัทจะถูกทำลาย

Biddle, Bowen and Wallace (1997) ศึกษาเพื่อยืนยันว่า EVA มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัทมากกว่าผลกำไรทางบัญชีหรือไม่ รวมทั้งศึกษาว่าองค์ประกอบใดของ EVA ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญและมูลค่าตลาดของบริษัทมากกว่ากัน โดยใช้ข้อมูลจาก Stern Stewart & Co. ปี 1984-1993 สรุปได้ว่า EVA ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้ดีกว่าตัววัดทางบัญชีในแบบเดิม โดยความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นกับกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษมากกว่า EVA โดยเฉลี่ย และจากส่วนประกอบของ EVA ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการค้างจ่าย ต้นทุนเงินลงทุน และส่วนปรับปรุง พบว่าต้นทุนเงินลงทุนและส่วนปรับปรุงบัญชี ซึ่งเป็นส่วนประกอบของ EVA ที่นอกเหนือจากกำไรทางบัญชีในแบบเดิม แม้จะให้ข้อมูลส่วนเพิ่มเพื่ออธิบายผลตอบแทนหุ้น แต่ก็ไม่ใช่เพียงพอที่จะทำให้ EVA สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างชัดเจน ทำให้สรุปได้ว่า EVA สามารถอธิบายได้เพียงข้อมูลในเบื้องต้น แต่กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษนั้นสามารถอธิบายได้ทั้งข้อมูลส่วนเพิ่มเติมและข้อมูลในลักษณะเปรียบเทียบและแสดงความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญมากกว่า

Biddle, Bowen and Wallace (1997) ทดสอบเพิ่มเติม พบว่า EVA ที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันได้ดีนัก เนื่องจากการประเมินมูลค่าของบริษัทเกิดจากการคิดลดผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ อาจอยู่ในรูปเงินปันผลจ่าย ดังนั้น EVA ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของ EVA ที่เกิดขึ้นในอนาคต แม้ว่า EVA จะเป็นตัววัดที่ดีในทางเศรษฐศาสตร์ แต่ในความเป็นจริง EVA ไม่ใช่ตัววัดที่ดีไปกว่ากำไร ในมุมมองที่ว่ากำไรนั้นสามารถใช้เป็นตัวทำนายกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคตได้ดีกว่าการใช้กระแสเงินสดอิสระหรือแม้ว่าใช้ทำนาย EVA ในอนาคตได้ดีกว่าการใช้ค่า EVA ในอดีตมาพยากรณ์

Lehn and Makhija (1996) ได้ศึกษาพบว่า EVA และ MVA สามารถนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานและเป็นสัญญาณสำหรับการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์ขององค์กร โดยได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 241 บริษัท ในช่วงปี 1992, 1993, 1997 และ 1998 พบว่า วิธีการวัดทั้ง 2 วิธีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนจากหุ้น (Stock Return) และยัง

เป็นความสัมพันธ์ที่เป็นบวกมากกว่าการใช้วิธีวัดผลการดำเนินงานที่นิยมใช้กันในอดีต เช่น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนต่อยอดขาย ซึ่งพบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญกับกิจกรรมทางธุรกิจมากจะมีค่า MVA สูงกว่า EVA นอกจากนี้ตัววัดผลทั้งสองยังมีผลต่อการวัดผลการดำเนินงานขององค์กร ในแง่ของการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการเลือกใช้กลยุทธ์ขององค์กรอีกด้วย และต่อมา Lehn and Makhija (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับ EVA และ MVA โดยผลตอบแทนของหุ้นสามัญเป็นตัวชี้วัดผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น พบความสัมพันธ์ที่สูงระหว่างผลตอบแทนหุ้น กับ EVA และ MVA โดยวัดในรูปค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 59% และ 58% ตามลำดับ ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย จะแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ต่ำกว่าการศึกษาดังกล่าว แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของ EVA มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากหุ้นสามัญมากกว่ามาตรวัดทางบัญชี

O'Byrne (1999) กล่าวว่า EVA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน ณ ช่วงเวลาหนึ่งๆที่มีความใกล้เคียงกับการประเมินมูลค่าของกิจการ โดยวิธีคิดลดของกระแสเงินสดและ EVA นั้นยังมีความสัมพันธ์ที่สูงกับมูลค่าตลาดของบริษัท แต่กำไรทางบัญชีนั้นไม่สามารถนำมาใช้คำนวณมูลค่าของบริษัท แต่วิธีคิดลดของกระแสเงินสดสามารถนำมาใช้คำนวณมูลค่าของบริษัทได้โดยตรง เนื่องจากว่ากำไรทางบัญชี คำนึงถึงเพียงต้นทุนของดอกเบี้ยจ่ายแต่ยังไม่ครอบคลุมถึงต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนั้นแม้ว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จะสามารถนำมาคำนวณมูลค่าแบบวิธีคิดลดของกระแสเงินสดได้ แต่พบข้อบกพร่องคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่ได้แสดงถึงความสอดคล้องระหว่างผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท กับค่าใช้จ่ายที่บริษัทใช้ในการลงทุน นอกจากนี้ O'Byrne กล่าวว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นมีความหมายเช่นเดียวกับกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) ซึ่งสามารถใช้แทนกันได้

Young and O'Byrne (2001 อ้างถึงใน วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) กล่าวว่า EVA เป็นการวัดผลกำไรที่แท้จริง เป็นสิ่งนี้นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า กำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากมาตรวัดชนิดอื่น เนื่องจากได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท และเชื่อว่า EVA ให้ผลที่มากกว่ามาตรวัดผลการดำเนินงาน เนื่องจากการรวมแนวคิดของการจัดการทางการเงินที่สมบูรณ์และสามารถใช้วัดผลตอบแทนแก่พนักงาน ซึ่งจะทำให้พนักงานในฐานะผู้ปฏิบัติงานขององค์กรได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสมและคุ้มค่ากับการทุ่มเทเพื่อองค์กร อีกทั้งยังเป็นส่วนสำคัญของระบบธรรมาภิบาล

นอกจากนั้นยังเป็นการพัฒนา รูปแบบการทำงานของทุกคนในองค์กร เพื่อสร้างความสำเร็จและความมั่งคั่งไปสู่ผู้ถือหุ้น ลูกค้าและพนักงาน ตลอดจนทุกฝ่ายที่มีส่วนได้ส่วนเสียในองค์กรนั้น

ศุนนรี ชิริศรีโชติ (2545) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานอื่นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มของ SET 50 (SET 50 แสดงถึงดัชนีราคาหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์จัดทำขึ้นอีกตัวหนึ่ง เพื่อใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัวที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ) ได้ทำการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542-2544 พบว่า EVA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) โดยตัวชี้วัดเหล่านี้สามารถอธิบายมูลค่า EVA ได้ประมาณ 20-40% โดย EVA มีความสัมพันธ์กับ ROE มากที่สุดทั้งนี้ น่าจะมาจากการที่มีปัจจัยพื้นฐานการคำนวณที่คล้ายกันและ จากผลการศึกษข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดพบว่า บริษัทที่แสดงผลกำไรสุทธิเป็นบวก แต่มี EVA เป็นลบ มีจำนวนถึงประมาณ 50% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ดังนั้นผลการศึกษจึงสามารถใช้สนับสนุนข้อพึงระวังของการใช้ข้อมูลในงบการเงินอย่างเดียวเป็นตัววัดผลการดำเนินงาน

รวินันท์ เอกลักษณ์านนท์ (2545) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น (MVA) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงที่สุด 30 บริษัทกับบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุด 30 บริษัท พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ MVA ของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงที่สุดนั้น มีมากกว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ MVA ของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุด และเมื่อเปรียบเทียบปี พ.ศ.2545 กับปี พ.ศ.2544 ระหว่าง EVA กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีอื่นได้แก่ กำไรต่อหุ้น (EPS) ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่าในกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุด พบว่ามีความไม่สอดคล้องกันมีจำนวนเพิ่มขึ้น

จรรยาบรรณ จิตวรพันธ์ (2546) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับ EVA มูลค่าตลาดเพิ่ม (MVA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (ROS) และศึกษาการเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้แนวคิดของ EVA และมูลค่าตลาดเพิ่มเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2542 - 2544 พบว่า อัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่า EVA และมูลค่าตลาดเพิ่ม โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้น ณ เวลาเดียวกันได้มากที่สุด และอัตราส่วน

ถ้าไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตสูงสุด เมื่อแยกทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมก็พบว่าผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกันกับการทดสอบข้างต้น ยกเว้นแต่ EVA ที่คำนวณได้จากกลุ่มพลังงาน และกลุ่มพาณิชย์ และมูลค่าตลาดเพิ่มจากกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ

ปีสุตา ศรีหงษ์ (2545) กล่าวว่า เมื่อนักลงทุนตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัท ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อต้องการความมั่งคั่ง (Maximize Wealth) นั่นก็คือ มูลค่าของบริษัท (Value of Firm) สูงนั่นเอง ซึ่งในการที่มูลค่าของบริษัทจะสูงขึ้นได้ บริษัทนั้นต้องมีผลการดำเนินงานที่ดี มีกำไร สามารถจ่ายเงินปันผลได้มากก็จะดึงดูดใจนักลงทุนให้อยากมาลงทุนในหุ้นของบริษัท ราคาหุ้นก็จะสูงขึ้น และการจ่ายเงินปันผลสูงๆก็จะมีผลทำให้มูลค่าหุ้นสามัญสูงขึ้น (High Dividends Increase Stock Value) โดยผู้ที่นำเสนอแนวคิดนี้ คือ John Linter and Myron J.Gordon ที่เป็นเช่นนั้นเพราะนักลงทุน (ผู้ถือหุ้น) จะรู้สึกพอใจถ้าได้รับเงินปันผลมาก เพราะมีความแน่นอนและถ้าหากบริษัทสามารถควบคุมในเรื่องต้นทุนของเงินทุนและผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามารถต้องการได้ การจ่ายเงินปันผลที่สูงก็จะทำให้ราคาหุ้นสูงตาม

สรุปแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจนั้นเพื่อต้องการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น จึงมีการศึกษาตัววัดผลการดำเนินงานภายในขององค์กร เพื่อหาคำตอบว่า บริษัทสามารถสร้างความมั่งคั่งที่แท้จริงให้แก่ผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ โดยงานวิจัยส่วนใหญ่ได้หาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับตัววัดผลการดำเนินงานอื่น ๆ (เช่น มูลค่าเพิ่มทางการตลาด ถ้าไรต่อหุ้น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นต้น) ที่จะนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล ทำให้สะท้อนถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้นของกิจการด้วย ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาตัววัดผลในเชิงบัญชีบริหาร ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ เพื่อใช้ในการวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจและอธิบายถึงมูลค่าราคาหลักทรัพย์ รวมถึงใช้ในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่สะท้อนถึงราคาหุ้น และเพื่อหาข้อสรุปมาใช้เป็นแนวทางที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน