

## บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เนื้อหาในบทนี้เป็น การนำเสนอแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA<sup>®</sup>) และปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยคณะผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

### 2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์

Stern Stewart & Co. ผู้คิดค้นและเป็นเจ้าของเครื่องหมายการค้า EVA<sup>®</sup> ได้ให้ความหมายของ Economic Value Added เอาไว้ในเว็บไซต์อย่างเป็นทางการว่า<sup>1</sup>

EVA<sup>®</sup> เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานทางการเงินที่สามารถวัดกำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์<sup>2</sup> (Economic Profit) ขององค์กรได้ใกล้เคียงกว่ามาตรวัดผลการดำเนินงานอื่นๆ อีกทั้ง EVA<sup>®</sup> ยังเป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่เชื่อมโยงโดยตรงกับการเพิ่มมูลค่าของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ Stern Stewart & Co. ซึ่งเป็นบริษัทที่ให้บริการการปรึกษาทางธุรกิจ ได้แนะนำให้ลูกค้าของบริษัทประยุกต์ใช้ EVA<sup>®</sup> เพื่อเป็นเครื่องมือในระบบการวัดผลตอบแทนของผู้บริหารและเพื่อเป็นการจูงใจให้การตัดสินใจใด ๆ ของผู้บริหารเป็นไปเพื่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นสูงสุด ไม่ว่าจะบริษัทมหาชนหรือบริษัทเอกชนก็ตาม

EVA<sup>®</sup> ตามนิยามของ Stern Stewart คือ กำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Profit) หักด้วยต้นทุนค่าเสียโอกาสของเงินลงทุนทั้งหมดของกิจการ กล่าวอีกนัยหนึ่ง EVA<sup>®</sup> คือ

<sup>1</sup> ที่มา: <http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php> (downloaded on November 15, 2007)

<sup>2</sup> กำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (Economic Profit) คำนวณจากรายได้ของบริษัท หักด้วยต้นทุนแจ้งชัด (Explicit Costs) หรือต้นทุนทางบัญชี (Accounting Costs) และต้นทุนแฝง (Implicit Costs) ในขณะที่ กำไรทางธุรกิจ (Business Profit) หรือกำไรทางบัญชี (Accounting Profit) คำนวณจากรายได้ของบริษัท หักด้วยต้นทุนแจ้งชัดเท่านั้น ทั้งนี้ ต้นทุนแจ้งชัด หรือต้นทุนทางบัญชี หมายถึง ต้นทุนที่มีการจ่ายออกไปเป็นตัวเงิน (Out-of-pocket Expenditures) เพื่อจัดซื้อปัจจัยมาใช้ในการกระบวนการผลิตสินค้า หรือ บริการ ส่วนต้นทุนแฝง คือ มูลค่าของปัจจัยการผลิตซึ่งบริษัทเป็นเจ้าของ และใช้ในกระบวนการผลิต ซึ่งไม่ได้มีการจ่ายออกไปเป็นตัวเงิน (Salvatore, 2004)

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือส่วนเกินหรือขาดจากอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ จะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์อื่น ที่มีความเสี่ยงระดับเดียวกัน

ต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge) ที่ถูกนำมาพิจารณาในการคำนวณ EVA<sup>®</sup> เป็น ประการสำคัญที่สุดที่ทำให้ EVA<sup>®</sup> ต่างจากมาตรวัดผลการดำเนินงานทางการเงินอื่นๆ ทั้งนี้ ภายใต้ หลักการบัญชีโดยปกตินั้น จะพบว่าหลายๆ บริษัทมีผลกำไร แต่ในความเป็นจริงกลับไม่เป็น เช่นนั้น Peter Drucker ได้กล่าวเอาไว้ในบทความว่า "ธุรกิจจะประสบภาวะขาดทุนจนกระทั่งธุรกิจ ให้ผลตอบแทนที่เกินกว่า ต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge) ตราบใดที่ธุรกิจยังคงมี ผลตอบแทนที่น้อยกว่ากำไรทางเศรษฐศาสตร์ก็เท่ากับว่าธุรกิจนั้นๆ ยังคงใช้ทรัพยากรของตัวเอง อย่างไม่คุ้มค่า และไม่ถือเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นแต่อย่างใด ซ้ำยังกลายเป็นการ ทำลายมากกว่า" ดังนั้น EVA<sup>®</sup> จึงเป็นการแก้ไขข้อผิดพลาดดังกล่าวด้วยการแสดงตัวเลขที่ผู้บริหาร ตัดสินใจจ่ายลงทุนชัดเจนออกมา

การที่รวบรวมเอาต้นทุนของเงินลงทุนทั้งหมดเข้ามารวม แม้กระทั่งต้นทุนของส่วนของ เจ้าของ (Cost of Equity) ทำให้ EVA<sup>®</sup> แสดงถึงมูลค่าที่เป็นตัวเงินที่ธุรกิจสามารถเพิ่ม หรือทำลาย ในแต่ละรอบบัญชี หรือกล่าวอีกในหนึ่งว่า EVA<sup>®</sup> เป็นกำไรในมุมมองของผู้ถือหุ้น

Stern Stewart ได้พัฒนา EVA<sup>®</sup> ขึ้นมาเพื่อช่วยผู้บริหารรวบรวมหลักพื้นฐานทางการเงิน สองประการเข้าด้วยกันในการตัดสินใจ ประการแรก คือ เป้าหมายทางการเงินที่สำคัญที่สุดของ กิจการ คือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น และประการที่สอง คือ มูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับ สิ่งที่นักลงทุนคาดหวัง ว่าองค์กรจะสามารถสร้างผลกำไรในอนาคตได้มาก หรือน้อยกว่าต้นทุน ของเงินลงทุน และด้วยคำนิยามนี้จะแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นอย่างยั่งยืนของ EVA<sup>®</sup> จะนำมาสู่ การเพิ่มขึ้นของมูลค่าทางตลาด (Market Value) ของบริษัท

นอกจากนี้ EVA<sup>®</sup> ยังมีข้อดี คือ สามารถอธิบายให้กับผู้บริหารที่ไม่ได้อยู่ในสายงานการเงิน สามารถเข้าใจเป้าหมายทางการเงินของบริษัทได้ง่ายขึ้น เพราะเริ่มจากการนำกำไรจากการ ดำเนินงานซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้บริหารเหล่านั้นคุ้นเคย มาหักกับต้นทุนการลงทุนที่บริษัทได้ลงไป ไม่ว่าจะ พิจารณาในระดับของหน่วยธุรกิจ โรงงาน สำนักงาน หรือสายการผลิตใดๆ และจากการคำนึงถึง

ต้นทุนของเงินลงทุน ทำให้ผู้บริหารให้ความสนใจในการบริหารสินทรัพย์ของตนมากขึ้นเสมือนกับ  
กำไรทางการเงินซึ่งเป็นการตัดสินใจของผู้บริหารโดยตรงว่าจะให้น้ำหนักสิ่งใดมากกว่ากัน

บริษัทส่วนใหญ่จะใช้มาตรวัดทางการเงินที่หลากหลาย ในการกำหนดเป็นวัตถุประสงค์  
และเป้าหมายทางการเงินของบริษัท ตัวอย่างเช่น แผนกลยุทธ์ต่างๆ ของบริษัทจะอยู่บนพื้นฐาน  
ของการเติบโตของยอดขายหรือส่วนแบ่งทางการตลาด ขณะที่การประเมินสายผลิตภัณฑ์ หรือ  
สายธุรกิจ (Product Lines or Business Lines) หนึ่งๆ จะอยู่บนพื้นฐานของกำไรขั้นต้นหรือ  
กระแสเงินสด ในขณะที่ ระดับหน่วยธุรกิจ (Business Units) อาจจะถูกประเมินผลงานบนพื้นฐาน  
ของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) หรือถูกประเมินโดยเทียบกับงบประมาณที่จัดทำ  
ไว้ ในขณะที่แผนการเงินโดยปกติวิเคราะห์การลงทุนในรูปของมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present  
Value) และให้น้ำหนักกับการลงทุนในอนาคตตามกำไรของกิจการที่เจริญเติบโตขึ้น และหัวหน้า  
แผนกต่าง ๆ ก็จะพิจารณางบประมาณการลงทุนเป็นรายปีโดยประมาณจากกำไรที่คาดว่าจะได้รับ  
ท้ายที่สุดผลของการกำหนดเป้าหมาย หรือ วัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันดังกล่าวนี้ อาจทำให้เกิด  
ความผิดพลาดในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขึ้นได้

จากข้างต้น กรณีที่มีความแตกต่างในตัววัดผลการดำเนินงานของแต่ละหน่วยงาน EVA<sup>®</sup>  
สามารถกำจัดความแตกต่างของวิธีการวัดผลการดำเนินงานเหล่านี้ออกไป เนื่องจาก EVA<sup>®</sup> เป็น  
มาตรวัดผลการดำเนินงานที่สามารถเป็นที่เข้าใจได้สำหรับทุกส่วนงาน อีกทั้งยังช่วยให้ฝ่ายบริหาร  
สามารถตัดสินใจ ควบคุม ตรวจสอบ สื่อสารและกำหนดผลตอบแทนด้วยเครื่องมือเดียวที่เป็น  
มาตรฐานและตรงกัน ซึ่งอยู่ในรูปแบบของการลงทุนเพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มในส่วนของผู้ถือหุ้น

ในทำนองเดียวกันกับแนวคิดของ Stern Stewart & Co. นั้น วรศักดิ์ และ พรอนงค์ (2545)  
ได้ให้ความหมายอย่างง่ายของ EVA<sup>®</sup> เอาไว้ว่า “EVA<sup>®</sup> เป็นตัววัดผลปฏิบัติงานทางการเงินที่  
การบริหารมูลค่ากิจการ (Value-based Management) นำมาใช้เป็นมาตรวัดผลตอบแทนและ  
มูลค่าเพิ่มของกิจการในช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ EVA<sup>®</sup> ตั้งอยู่บนพื้นฐานของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์  
(Economic Profit) ที่เรียกกันว่า “กำไรส่วนที่เหลือ” (Residual Income) ซึ่งกล่าวถึงความมั่งคั่งจะ  
เกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถสร้างรายได้จนสามารถชดเชยต้นทุนในการดำเนินงาน (Operating  
Costs) และต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ได้จนหมดสิ้น นอกจากนี้ EVA<sup>®</sup> ทำหน้าที่เป็น  
หัวใจสำคัญของกระบวนการนำกลยุทธ์ไปปฏิบัติ (Strategic Implementation) โดยการเชื่อมโยง

องค์ประกอบต่างๆ ที่ได้กล่าวมาข้างต้นเข้าด้วยกัน กล่าวคือ เมื่อผู้บริหารกำหนดกลยุทธ์ขึ้นก็ควรตั้งเป้าหมายในการสร้าง EVA® สูงสุดในอนาคตกลับมายังกิจการ การจัดสรรทุนก็ได้รับประโยชน์จากการนำ EVA® มาใช้ เนื่องจากเมื่อนำ EVA® ไปเชื่อมโยงกับผลตอบแทนที่ฝ่ายบริหารจะได้รับ EVA® จะเป็นสิ่งจูงใจฝ่ายบริหารที่เหนียวแน่นในอันที่จะค้นหาและเลือกลงทุนในโครงการลงทุนที่จะก่อให้เกิดมูลค่ากลับมายังองค์กร นอกจากนี้ EVA® สามารถนำมาใช้พิจารณาการจ่ายผลตอบแทนของฝ่ายบริหารได้"

จากที่กล่าวมาข้างต้นนี้ จะเห็นว่าความสำคัญของ EVA® ไม่ได้แต่ถูกพิจารณาว่าเป็นเพียงมาตรวัดผลดำเนินงานเท่านั้น EVA® ยังถูกนำมาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการนำกระบวนการนำกลยุทธ์ไปปฏิบัติ ทั้งนี้ ธีรยุทธ (2546) ได้กล่าวถึงแนวคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์เชิงกลยุทธ์ระหว่าง Balanced Scorecard, Key Performance Indicators (KPIs), Economic Value Added (EVA®) กับการประเมินผลการปฏิบัติงานว่า ตัวชี้วัดผลทางการเงินแบบดั้งเดิม เช่น อัตราส่วนทางการเงิน จะใช้ข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีตทั้งสิ้น ทำให้ไม่สามารถที่จะสะท้อนให้เห็นปัญหาที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้อย่างชัดเจน ปัจจุบันจึงมีแนวคิดในการหาตัวชี้วัดทางการเงินสมัยใหม่ ซึ่งมุ่งเน้นคุณค่าขององค์กรโดยรวม (Value-based Management) ได้แก่ Balanced Scorecard และ EVA® องค์กรที่ใช้ Balanced Scorecard จะต้องกำหนดตัว KPIs ขึ้นมา เพื่อเป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติหลักให้ผู้บริหารทราบ ขณะที่ EVA® ก็เป็นตัวดัชนีหลักอันหนึ่งที่ต้องใช้ในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้สามารถมองเห็นภาพรวมและประเมินผลทางการเงินขององค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

กล่าวโดยสรุป จะเห็นได้ว่า EVA® เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานที่ถูกพัฒนามาจากกำไรทางบัญชีแบบดั้งเดิม โดยการคำนึงถึงต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) นอกเหนือจากต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และด้วยภายใต้แนวคิดดังกล่าว EVA® จึงถูกพิจารณาว่าเป็นมาตรวัดทางการเงินที่สามารถนำไปสู่ความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับการสร้างความมั่งคั่งให้กับองค์กร ทั้งนี้เนื่องจาก EVA® สามารถนำมาเป็นเครื่องมือในการนำกระบวนการกลยุทธ์ไปสู่หลักปฏิบัติ ทำให้เกิดการบริหารที่ไปสู่จุดเดียวกัน คือ มุ่งไปสู่การสร้างมูลค่า EVA® สูงสุดในทุกๆ ระดับกิจกรรมขององค์กร อันมาสู่มูลค่าสูงสุดขององค์กร หรือ ผู้ถือหุ้นในท้ายที่สุด

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในต่างประเทศ

เนื่องด้วยมาตรวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีแบบดั้งเดิมนั้น มักถูกวิจารณ์ว่าไม่เพียงพอต่อการใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารในบริบทของกลยุทธ์ ประกอบกับกระแสของแนวคิดในการสร้างมูลค่า หรือ Value Creation ที่เพิ่มมากขึ้น เนื่องด้วยการพิจารณาว่า มูลค่าของกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นได้นั้น กิจการจำเป็นต้องสร้างรายได้หรือผลกำไรให้สูงกว่าต้นทุนทางการเงินทั้งหมด แนวความคิด EVA<sup>®</sup> จึงได้รับความสนใจมากขึ้นจากองค์กรต่างๆ ในการนำมาใช้ด้วยมุ่งหวังในการสร้างมูลค่าให้กับองค์กร และผู้ถือหุ้น

ในการนี้ ได้มีงานวิจัยในต่างประเทศหลายงานที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับ EVA<sup>®</sup> โดยส่วนใหญ่มุ่งเน้นที่การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานต่างๆ ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (ROS) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA<sup>®</sup>) และมูลค่าตลาดเพิ่ม (Market Valued Added: MVA) โดยพยายามที่จะศึกษาว่า EVA<sup>®</sup> มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญมากกว่าความสัมพันธ์ของตัวชี้วัดทางบัญชีอื่นหรือไม่ ซึ่งงานวิจัยของ Lehn, and Makhija (1996) ซึ่งทำการทดสอบเรื่องดังกล่าวและพบว่า EVA<sup>®</sup> มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญมากกว่าความสัมพันธ์ของตัวชี้วัดทางบัญชีอื่น

อย่างไรก็ดี ภายหลังจากที่งานวิจัยดังกล่าวได้ดีพิมพ์ออกมา ได้มีงานวิจัยที่ทำการศึกษาในลักษณะเดียวกันออกมาอีกหลายงาน ซึ่งงานวิจัยในช่วงหลังๆ กลับพบความสัมพันธ์ที่แตกต่างออกไป ดังเช่นงานวิจัยของ Biddle, Bowen and Wallace (1997) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับ EVA<sup>®</sup> โดยเปรียบเทียบกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมาตรวัดผลการดำเนินงานต่างๆ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows from Operations: CFO) กำไรก่อนรายการพิเศษ (Earnings Before Extraordinary Items: EBEI) กำไรส่วนที่เหลือ (Residual income: RI) ทั้งนี้ ได้ให้คำนิยามของตัวแปรรวมทั้งความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ดังนี้

$$\begin{array}{c}
 \text{EVA} = \text{CFO} + \text{Accrual} + \text{ATInt} - \text{CapChg} + \text{AcctAdj} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{earnings (EBEI)} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{operating profits (NOPAT)} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{residual income (RI)} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{economic value added (EVA)}
 \end{array}$$

ที่มา: ดัดแปลงจาก Biddle et al. (1997) page 307

ผลจากการศึกษาพบว่า EBEI มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญ มากกว่า ความสัมพันธ์ของ EVA<sup>®</sup> ที่มีต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยเรียงลำดับของความสัมพันธ์ของ มาตรฐานทางการเงินที่มีต่อการอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งวัดจาก Adjusted R<sup>2</sup> ได้ ตามลำดับ ดังนี้

$$\text{Adj } R^2_{(\text{EBEI})} > \text{Adj } R^2_{(\text{RI})} > \text{Adj } R^2_{(\text{EVA})} > \text{Adj } R^2_{(\text{CFO})}$$

นอกจากนี้ Biddle et al. (1997) ยังได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบ ต่างๆ ของ EVA<sup>®</sup> ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) ความสัมพันธ์ขององค์ประกอบต่างๆ ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ พบว่า CFO และ รายการทางบัญชีที่บันทึกตามเกณฑ์คงค้างที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมการดำเนินงาน (Accrual) เป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายความแปรเปลี่ยนของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ มากที่สุด ในขณะที่ ดอกเบี้ยจ่ายสุทธิหลังภาษี (After-Tax interest expenses) ต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge) และรายการปรับปรุงทางบัญชี สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้น้อยกว่ามาก เช่นเดียวกับงานวิจัยของ West and Worthington (1999) ซึ่งพบว่าตัวชี้วัด EVA<sup>®</sup> สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหุ้น สามัญได้น้อยที่สุดเมื่อเทียบกับมาตรฐานทางการเงินอื่นๆ โดยเรียงลำดับของความสัมพันธ์ของ มาตรฐานทางการเงิน ซึ่งวัดจาก Adjusted R<sup>2</sup> ได้ตามลำดับ ดังนี้

$$\text{Adj } R^2_{(\text{EBEI})} > \text{Adj } R^2_{(\text{RI})} > \text{Adj } R^2_{(\text{CFO})} > \text{Adj } R^2_{(\text{EVA})}$$

ในทำนองเดียวกัน Sparling and Turvey (2003) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับ EVA<sup>®</sup> โดยได้ศึกษาถึงสาเหตุที่มาตราวัดทางการเงิน EVA<sup>®</sup> ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญว่าเป็นผลเกี่ยวเนื่องจากรายการปรับปรุงทางการบัญชี นอกจากนี้พบว่าผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลับมีความสัมพันธ์กับมาตราวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งผลดังกล่าว สนับสนุนงานวิจัยของ Biddle et al. (1997) และ West and Worthington (1999)

ต่อมา Farsio, Degel and Degner (2000) พบว่าบริษัทที่มี EVA<sup>®</sup> เป็นค่าลบหรือมีค่าบวกน้อยมาก สามารถให้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูง ในขณะที่บริษัทซึ่งมี EVA<sup>®</sup> เป็นค่าบวกกลับไม่ได้ให้ผลตอบแทนที่สูง ทั้งนี้ Farsio et al. (2000) ได้สรุปว่าสาเหตุหลักของความสัมพันธ์ในเชิงลบดังกล่าวเกิดจากพฤติกรรมของนักลงทุน กล่าวคือ นักลงทุนส่วนใหญ่ของกรณีบริษัทที่มีค่ากำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning Per Share: EPS) และ EVA<sup>®</sup> เป็นค่าลบ และไม่มีการจ่ายเงินปันผล แต่กลับให้ผลตอบแทนสูงนั้น เป็นนักลงทุนประเภทที่มีความต้องการลงทุนสูงในช่วงเศรษฐกิจที่กำลังเติบโต และเป็นช่วงที่เทคโนโลยีและการสื่อสารเพิ่งเข้ามา จึงเป็นเหตุผลของความไม่สอดคล้องกันระหว่าง EVA<sup>®</sup> และผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ เช่นเดียวกับ Kim, Ahn and Yun (2004) ซึ่งได้ทำการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวพบว่าไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสรุปว่าการเพิ่มขึ้นของ EVA<sup>®</sup> จะนำมาสู่ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า EVA<sup>®</sup> ไม่ได้สะท้อนผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ากำไรทางบัญชี นอกจากนี้ตลาดหุ้นสามัญจะตอบสนองต่อกำไรทางบัญชีไม่ใช่ EVA<sup>®</sup> อย่างไรก็ตาม EVA<sup>®</sup> กับ MVA มีสหสัมพันธ์ (Correlations) ระหว่างกันค่อนข้างสูง

จากนั้น Ferguson, Rentzler and Yu (2005) ได้ทำการศึกษาเพื่อทดสอบว่า บริษัทที่นำ EVA<sup>®</sup> มาใช้เป็นมาตราวัดผลการดำเนินงานนั้นจะสามารถทำให้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูงขึ้นหรือไม่ ผลจากการศึกษาพบว่าไม่มีเหตุผลเพียงพอที่จะสามารถสรุปได้ว่าการที่ผลตอบแทนจากหุ้นสามัญไม่ดีขึ้นนั้นเป็นเหตุผลที่นำไปสู่การนำ EVA<sup>®</sup> มาใช้ของบริษัทหรือไม่ หรือไม่สามารสรุปว่าบริษัทที่นำ EVA<sup>®</sup> มาใช้นั้น จะเพิ่มผลตอบแทนหุ้นสามัญได้

จากข้อสงสัยถึงแนวโน้มที่ EVA<sup>®</sup> ไม่อาจจะอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีไปกว่าอัตราส่วนทางการเงิน หรือ กำไรทางบัญชี ทั้งๆ ที่มีข้อสนับสนุนจากทั้งทางทฤษฎี และนักปฏิบัติ ทำให้นำมาสู่งานวิจัยของ Balachandran and Mohanram (2006) ซึ่งวัดกำไรส่วนที่เหลือ

(Residual Income) ในรูปของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) หักด้วยต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge) และทดสอบระดับผลตอบแทนในปัจจุบันที่สูงกว่าตลาด การเปลี่ยนแปลงในรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditures) และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญและกำไรทางบัญชี อีกทั้งทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในกำไรทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงของกำไรส่วนที่เหลือ และพบว่ากำไรที่เป็นเกณฑ์มาตรฐานกับต้นทุนทางการเงินนั้นเป็นส่วนที่สำคัญในการอธิบายกำไรส่วนที่เหลือ และกำไรส่วนที่เหลือนี้ให้ข้อมูลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับผลตอบแทนทางบัญชี นอกจากนี้ กำไรส่วนที่เหลือและกำไรทางบัญชียังควรนำมาใช้เป็นข้อพิจารณาในผลตอบแทนของหุ้นสามัญแบบประกอบกัน ไม่ใช่แบบเปรียบเทียบกัน

จากนั้น Balachandran and Mohanram (2006) จึงได้นำผลการวิจัยที่ได้ข้างต้นไปใช้ในกลยุทธ์ลงทุนโดยทำการทดสอบจากการซื้อบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนที่เหลือสูงที่สุด และทำการขายบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนที่เหลือต่ำที่สุดนั้น จะให้ผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal Return) ที่เป็นบวก โดยเมื่อทำการทดสอบโดยใช้ตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธินั้นพบว่าจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าการใช้กลยุทธ์ของกำไรส่วนที่เหลือ จึงนำไปสู่ข้อสรุปหนึ่งที่ว่า ผลตอบแทนต่อการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนที่เหลือนั้นเพิ่มขึ้นมากกว่าผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับผลจากการประกาศผลกำไร และยังพบว่าตลาดไม่ได้นำผลการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนที่เหลือมาสะท้อนผลตอบแทนของหุ้นสามัญในปัจจุบัน แต่จะสามารถสะท้อนผลตอบแทนของตลาดในอนาคตได้

นอกจากนี้ Abate, Grant, and Stewart III (2004) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการเลือกหุ้นสามัญของผู้จัดการกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Managers) และพบว่า EVA<sup>®</sup> ยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการช่วยนักลงทุนในการจัดสรรเงินลงทุนระหว่างการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มุ่งให้ผลการดำเนินงานของกองทุนมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาด (Active Management) และกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนตามตลาด (Passive Indexing Approach) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้น

ในส่วนข้างต้นนี้เป็นการพิจารณางานวิจัยในต่างประเทศ ซึ่งพบว่าหลายๆงานวิจัยมีความขัดแย้งกัน บางงานวิจัยก็สรุปให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญกับ

EVA<sup>®</sup> ในขณะที่บางงานวิจัยกลับไม่ได้ผลเช่นนั้น นอกจากนี้ข้อโต้แย้งระหว่างงานวิจัยต่างๆ ที่เกิดขึ้นจะเกิดจากวิธีการเก็บตัวอย่างที่แตกต่างกันไป จำนวนปีที่ใช้ สมมติฐานที่แตกต่างกัน เป็นต้น (โดยรายละเอียดของงานวิจัยถูกกล่าวถึงในภาคผนวก ข.) ในส่วนถัดไปจะเป็นการกล่าวถึงงานวิจัยในประเทศไทย

### 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในประเทศไทย

ในกรณีของงานวิจัยในประเทศไทยนั้น จากการศึกษาทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในประเทศไทย โดยสรุปจะพบแนวทางการวิจัยออกเป็นหลายๆ ลักษณะ เช่น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับอัตราส่วนทางการเงินแบบปกติ การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้กลยุทธ์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อหุ้นเปรียบเทียบกับกลยุทธ์การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยการแบ่งกลุ่มตามอัตราส่วนทางการเงิน อย่างไรก็ตามการศึกษางานวิจัยต่างๆ จะมีลักษณะการดำเนินการวิจัยที่แตกต่างกันไปไม่ว่าจะเป็น กลุ่มตัวอย่างที่เลือกใช้ การกำหนดค่าของต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity:  $K_e$ ) และ ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt:  $K_d$ ) เป็นต้น

ผลจากการวิจัยส่วนใหญ่ที่ได้มักมีลักษณะคล้ายคลึงกับผลของงานวิจัยในต่างประเทศ ดังที่ได้กล่าวในหัวข้อ 2.2 เป็นต้นว่า จรรยาวรรณ (2546) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA<sup>®</sup>) มูลค่าตลาดเพิ่ม (Market Value Added: MVA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Return on Sale: ROS) ผลที่ได้จากงานวิจัยนี้คือ อัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA<sup>®</sup>) และมูลค่าตลาดเพิ่ม (MVA) โดย ROE สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลาเดียวกันได้มากที่สุด และ ROA แสดงความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคตสูงสุด

นอกจากนี้ จรรยาบรรณ (2546) ยังพบว่า EVA<sup>®</sup> ที่คำนวณได้จากกลุ่มพลังงาน และกลุ่มพาณิชย์ และ MVA ที่คำนวณจากกลุ่มธุรกิจก่อสร้าง และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลงานวิจัยของจรรยาบรรณที่พบว่า EVA<sup>®</sup> และ MVA สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญในบางกลุ่มอุตสาหกรรม ต่อมาณัฐกานต์ (2549) จึงได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยใช้ข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน และสื่อสาร ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวได้สนับสนุนผลการวิจัยของจรรยาบรรณ (2546) และพบว่า EVA<sup>®</sup> สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เช่นเดียวกับ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) โดยผลที่ได้พบว่าตัวเลขกำไรทางบัญชีดังกล่าวสามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ตาม จากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาพบว่าร้อยละ 74.31 เป็นบริษัทที่มีกำไรทางบัญชีที่เป็นบวกแต่กลับมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นลบ ดังนั้นควรคำนึงถึงมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ควบคู่ไปกับกำไรทางบัญชีด้วย (โดยรายละเอียดของงานวิจัยถูกกล่าวถึงในภาคผนวก ข.)

จากที่กล่าวมาทั้งหมด สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญทั้งในต่างประเทศและในประเทศไทย ในหัวข้อ 2.2 และ 2.3 ข้างต้นนี้ คณะผู้วิจัยได้ทำการสรุปความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ของงานวิจัยเหล่านั้น ดังแสดงในตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1

สรุปความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ จากการศึกษาทบทวนวรรณกรรม

	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA® กับ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ	Portfolio Measurement by EVA® is better/worse than Earnings*	ความสามารถขององค์ประกอบของ EVA® ในการอธิบายความแปรเปลี่ยนของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ
Biddle, Bowen and Wallace (1997)	Stern Stewart & Co. 773 บริษัทตั้งแต่มีตุลาคม ค.ศ. 1983 ถึง พฤษภาคม ค.ศ. 1994	$Adj R^2_{(EBE)} > Adj R^2_{(RI)} > Adj R^2_{(EVA)} > Adj R^2_{(CFO)}$	No evidence	CFO และ Accrual อธิบายได้มากที่สุด ขณะที่ดอกเบี้ยจ่ายสุทธิหลังภาษี ต้นทุนทางการเงินและการปรับปรุงทางบัญชีอธิบายได้น้อยกว่า
Sparling and Turvey (2003)	บริษัทในประเทศแคนาดา 33 บริษัท	No evidence	Not test	Not test
Balachandran and Mohanram (2006)	ข้อมูลจาก Public ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975-2004	Residual Income เป็นข้อมูลส่วนที่มีความสัมพันธ์กับ Net Income	No evidence	Not test
Farsio, Degel and Degner (2000)	Standard & Poor 500 (S&P 500) และ Dow Jones Industrial Average (DJIA) ในช่วงปี ค.ศ. 1994 – 1999	No evidence	Not test	Not test
Ferguson, Rentzler and Yu (2005)	ลูกค้า Stern Stewart & Co. 65 บริษัทในช่วง กรกฎาคม ค.ศ. 1983 - มีนาคม ค.ศ. 1998	No evidence	Not test	Not test

\* หมายเหตุ: No evidence หมายถึง ผลที่ได้ไม่มีหลักฐานสนับสนุนเพียงพอ  
 Not test หมายถึง งานวิจัยนั้นๆ ไม่ได้ทำการทดสอบเรื่องดังกล่าว  
 Yes หมายถึง ผลที่ได้มีหลักฐานสนับสนุนว่ามีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

สรุปความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ จากการศึกษาทบทวนวรรณกรรม

	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA® กับ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ	Portfolio Measurement by EVA® is better/worse than Earnings*	ความสัมพันธ์ระหว่างของ EVA® กับ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ
Kim, Ahn and Yun (2004)	COMPUSTAT, Research Insight, CRSP, IBES, และ Stern Stewart Performance 1000	No evidence	Not test	Not test
Lehn and Makhija (1996)	241 บริษัทในช่วงปี ค.ศ. 1987 - 1993	Yes	Yes	Not test
West, and Worthington (1999)	บริษัทในประเทศออสเตรเลียจำนวน 110 บริษัท ช่วง ค.ศ. 1992 - 1998	No evidence	Not test	ส่วนประกอบของ EVA อธิบายได้ต่ำกว่า
จรรยาวรรณ (2546)	บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2542 - พ.ศ. 2544 รวม 3 ปี จำนวน 203 บริษัท	มีความสัมพันธ์เฉพาะในบางอุตสาหกรรมเท่านั้น	No evidence	No evidence
ณัฐกานต์ (2549)	ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 144 บริษัท	มีความสัมพันธ์เฉพาะในบางอุตสาหกรรมเท่านั้น	No evidence	No evidence

\* หมายเหตุ: หมายถึง ผลที่ได้ไม่มีหลักฐานสนับสนุนเพียงพอ  
 หมายถึง งานวิจัยนั้นๆ ไม่ได้ทำการทดสอบเรื่องดังกล่าว  
 หมายถึง ผลที่ได้มีหลักฐานสนับสนุนว่ามีความสัมพันธ์กัน

## 2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อคำนวณ EVA®

เนื่องจากองค์ประกอบในการคำนวณหา EVA® ได้แก่ การคำนวณต้นทุนทางการเงิน และการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รองรับทั่วไป โดยสำหรับรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชียังได้มีข้อถกเถียงกันอย่างมากถึงรายการที่ควรนำมาปรับปรุงในการคำนวณ เนื่องจากจำนวนรายการที่เป็นไปได้ในการปรับปรุงนั้นมีถึง 150 รายการ ซึ่ง Young (1999) (อ้างถึงใน Young and O'bryne, 2000) ได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์หรือเหตุผลในการปรับปรุงไว้เพื่อที่จะเพิ่มความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดระยะสั้นอย่าง EVA® และราคาหุ้นสามัญ

นอกจากนี้ตัวเลขกำไรทางบัญชียังไม่ได้เป็นตัวแทนที่ดีในการสร้างมูลค่าเพิ่ม อีกทั้งผู้บริหารที่ถูกวัดผลการดำเนินงานบนตัวเลขกำไรทางบัญชีนั้น จะไม่ดำเนินการลดกำไรทางบัญชีถึงแม้จะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่ม ดังนั้น รายการปรับปรุงทางบัญชีจึงทำเพื่อ (1) สร้างตัวเลข EVA® ให้ใกล้เคียงกับกระแสเงินสด โดยลดข้อบิดเบือนอันเกิดจากหลักเกณฑ์คงค้าง (2) กำจัดการแบ่งแยกที่ไม่มีเกณฑ์ที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่ควรถูกบันทึกเป็นสินทรัพย์และสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่ถูกตัดจำหน่ายทั้งจำนวนเมื่อเกิดขึ้น (3) ป้องกันการตัดจำหน่ายตามระยะเวลาหรือทั้งจำนวนของค่าความนิยม (4) นำหนี้สินนอกงบดุลกลับเข้ามาในงบดุล และ (5) ลดอคติที่เกิดจากการตัดค่าเสื่อมราคาทางบัญชี

อย่างไรก็ตาม หลายบริษัทใช้วิธีการปรับปรุงตาม Stern Stewart's EVA® Financial Management System ซึ่งรายการปรับปรุงหลักโดยทั่วไปมักมีจำนวนน้อยกว่า 15 รายการ จากนั้น Young (1999) (อ้างถึงใน Young and O'Bryne, 2000) ได้ทำการศึกษาถึงรายการปรับปรุงนี้ โดยพบว่ารายการปรับปรุงส่วนใหญ่ไม่มีผลน้อย หรือไม่มีผลต่อคุณภาพกำไร ทั้งนี้ได้วิจารณ์ไว้ว่ารายการที่ปรับปรุงนั้นควรจำกัดโดยขึ้นอยู่กับผลที่ได้ว่ามีความสำคัญหรือไม่ และความเป็นไปได้ในการหาข้อมูลที่ให้ปรับปรุง โดยได้พิจารณารายการปรับปรุงดังที่ Rennie (1997) ได้เสนอไว้ซึ่งจะทำการจัดเป็นกลุ่ม โดยประกอบด้วยกลุ่มรายการกำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ รายการรายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา รายการภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี รายการสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน รายการสำรองการรับประกันสินค้าและค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ รายการปรับปรุงโครงสร้างและรายการปรับปรุงทางเศรษฐศาสตร์มหภาค

ทั้งนี้ต่อมา Young and O'Byrne (2000) ได้พิจารณาและเสนอรายการปรับปรุงหลักเพื่อเป็นการนำสินทรัพย์ทุกอย่างซึ่งสามารถสร้างรายได้และใช้เงินทุนขององค์กรมารวมในการคำนวณผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ นอกจากนี้ การปรับปรุงทางบัญชีจะช่วยแบ่งต้นทุนในการดำเนินงานออกจากต้นทุนทางการเงินได้อย่างชัดเจน โดยหลักการปรับปรุงดังกล่าวมีเป้าหมายหลัก คือ เพื่อลดความบิดเบือนของตัวเลขที่อาจเกิดขึ้นจากแนวโน้มที่ผู้บริหารเลือกวิธีการบัญชีที่มีผลต่อตัวเลขทางการเงินที่ต่างกัน รวมทั้งเพื่อลดความบิดเบือนของตัวเลขที่เกิดจากความบกพร่องของหลักการบัญชีที่รองรับทั่วไปเอง ซึ่งได้จัดรายการปรับปรุงหลักเป็นกลุ่ม ดังนี้

กลุ่มแรก คือ รายการปรับปรุงที่เกี่ยวกับรายการในงบดุลที่รวมเฉพาะการลงทุนที่ให้ผลสำเร็จเท่านั้น (Success Efforts Accounting) ส่วนรายการที่ไม่ก่อให้เกิดผลสำเร็จจะถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในงวดที่เกิดขึ้นซึ่งหลักการนี้เป็นไปตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป การปรับปรุงรายการนี้จะทำโดยไม่คำนึงถึงผลของความสำเร็จของการลงทุน กล่าวคือ รายจ่ายฝ่ายทุนประเภทนี้ควรจะถูกบวกกลับใน NOPAT ไม่ว่าจะให้ผลสำเร็จหรือไม่ โดยรายจ่ายที่เกิดขึ้นนี้ควรจะถูกบันทึกเป็นสินทรัพย์และทยอยตัดจ่าย ทั้งนี้เนื่องจากการรับรู้เป็นสินทรัพย์นั้นจะทำให้ผู้บริหารตระหนักถึงภาระที่จะต้องหากำไรจากเงินทุนที่ลดลงไป ตัวอย่างสำหรับรายการในกลุ่มนี้ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการขุดเจาะหลุมเพื่อหาทรัพยากร เป็นต้น

กลุ่มที่สอง คือ รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) เนื่องจากรายการเกี่ยวกับทรัพย์สินทางปัญญานั้นเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปนั้น ซึ่งทำให้บางครั้งเป็นการยากที่จะพิจารณานับที่เข้าไปในงบดุล ดังนั้นโดยส่วนใหญ่รายการเหล่านี้จะถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายเมื่อเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนาเหล่านี้อาจจะให้ประโยชน์ในอนาคต ซึ่งรายจ่ายควรถูกพิจารณาเป็นการลงทุนถึงแม้ว่าจะไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ในอนาคตก็ตาม ดังนั้นควรมีการปรับปรุงโดยการบวกกลับรายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา ใน NOPAT และบันทึกเป็นสินทรัพย์โดยให้ทยอยตัดจำหน่ายตามระยะเวลาที่คาดว่าจะได้ประโยชน์ อย่างไรก็ตาม ปัญหาที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับการปรับปรุงรายการนี้ คือ การพิจารณาถึงระยะเวลาที่คาดว่าจะได้ประโยชน์จากการลงทุน และวิธีการตัดจำหน่าย กรณีนี้การตัดจำหน่ายในอัตราที่สูงกว่าในปีแรก (Sinking-fund Depreciation) จะมีความเหมาะสมกว่าวิธีเส้นตรง เนื่องจากจะให้ภาพผลประกอบการที่เหมาะสมกว่า

กลุ่มที่สาม คือ ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax) รายการปรับปรุงนี้เกิดจากความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรทางภาษี โดยรายการหลักที่ก่อให้เกิดความแตกต่างนี้ ได้แก่

ค่าเสื่อมราคา ค่าเผื่อการรับประกันสินค้า เป็นต้น รายการเหล่านี้ควรจะถูกรับรู้เป็นค่าใช้จ่ายเมื่อได้จ่ายออกไปจริง ดังนั้นรายการนี้ควรปรับปรุงโดยบวกกลับการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี หรือหักออกการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี เพื่อที่จะทำให้ผลที่ได้สะท้อนกระแสเงินสดได้ดียิ่งขึ้น และลดผลของกำไรที่เกิดจากหลักเกณฑ์คงค้าง อย่างไรก็ตาม ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับรายการปรับปรุงนี้ได้แก่ การพิจารณาถึงมูลค่าปัจจุบันในการรับรู้รายจ่ายภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี

กลุ่มที่สี่ คือ รายการสำรองการรับประกันสินค้าและค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ ซึ่งบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง โดยการตั้งสำรองทำให้กำไรทางบัญชีมีความแตกต่างจากกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น และอาจก่อให้เกิดการบิดเบือนตัวเลขทางบัญชีได้ ดังนั้นค่าใช้จ่ายเหล่านี้ควรรับรู้เป็นรายจ่ายเมื่อเกิดขึ้นจริง โดยการปรับปรุงนี้ควรทำโดยการบวกกลับสำรองที่เพิ่มขึ้นหลังหักภาษีกลับไปใน NOPAT และบวกกลับสำรองไปใน Invested Capital

กลุ่มที่ห้า คือ LIFO Reserves สำหรับบริษัทที่บันทึกต้นทุนสินค้าโดยวิธีเข้าหลัง-ออกก่อน (Last-in, First-out หรือ LIFO) นั้น ปัญหาที่เกิดขึ้นคือ ในกรณีที่มีภาวะเงินเฟ้อ สินค้าคงเหลือจะถูกแสดงด้วยมูลค่าที่ต่ำเกินไป ส่งผลให้สินทรัพย์สุทธิและ Invested Capital ก็จะมีมูลค่าต่ำไปด้วย นอกจากนี้ในกรณีที่มีการตัดจำหน่ายสินค้าคงเหลือเก่าที่ได้ถูกบันทึกด้วยวิธี LIFO นี้ รายการตัดจำหน่ายดังกล่าวก็จะถูกจับคู่กับรายได้ปัจจุบัน ทำให้รายได้จากการดำเนินงานและ EVA<sup>®</sup> สูงเกินไป การปรับปรุงนี้ควรทำโดยการบวกกลับ LIFO Reserves ไปใน Invested Capital และบวก หรือหักผลที่เพิ่มหรือลดจากการเปลี่ยนแปลงใน LIFO Reserves กลับไปใน NOPAT

กลุ่มที่หก คือ ค่าเสื่อมราคา ควรมีการปรับปรุงโดยใช้วิธี Sinking-fund Depreciation มากกว่าที่จะตัดจำหน่ายตามวิธีเส้นตรง (Straight-line Depreciation) เนื่องจากวิธี Sinking-fund Depreciation จะให้ผลตอบแทนต่อเงินทุนทั้งหมดของกิจการ (Return on Invested Capital: ROIC) ที่คงที่และเป็นตัวเลขผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Return) หรือ อัตราผลตอบแทนภายใน (Internal Rate of Return: IRR) อย่างไรก็ตาม กรณีตามวิธี Sinking-fund Depreciation นั้น ต้องมีการประมาณการกระแสเงินสดในอนาคต

กลุ่มที่เจ็ด คือ ค่าความนิยม (Goodwill) ที่เกิดขึ้นจากการซื้อกิจการในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดของสินทรัพย์ สุทธิจากหนี้สิน กรณีที่ค่าความนิยมนั้นถูกตัดจำหน่ายเป็นรายจ่ายทั้งจำนวน หรือ

ทยอยตัดจำหน่าย จะถือเป็นการหักเงินลงทุนบางส่วนของผู้ซื้อกิจการที่อยู่ในงบดุลของบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ ซึ่งทำให้ลดความเชื่อมโยงระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (Operating Free Cash Flows) และกระแสเงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน (Financing Free Cash Flows) ดังนั้น รายการปรับปรุงจึงควรบอกการตัดจำหน่ายค่าความนิยมทั้งจำนวน หรือรายจ่ายทยอยตัดจำหน่ายกลับไปใน NOPAT และบวกกลับค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสมกลับไปใน Invested Capital

กลุ่มที่แปด คือ สัญญาเช่าดำเนินงาน (Operating Leases) เนื่องจากการเช่าดำเนินงานเป็นการจัดหาสินทรัพย์นอกงบดุล (Off-balance Sheet Financing) และจะบันทึกการจ่ายค่าเช่าตามสัญญาเช่าเป็นรายจ่ายค่าเช่า (Rental Expenses) กรณีนี้สินทรัพย์และหนี้สินที่เกี่ยวข้องจะไม่ถูกบันทึกในงบดุล ซึ่งทำให้ Invested Capital ต่ำไป เนื่องจากการเช่าซื้อในลักษณะดังกล่าวถือเป็นหนี้สิน การปรับปรุงควรทำโดยการบวกกลับดอกเบี้ยจ่ายหลังหักภาษีเข้าไปใน NOPAT และบวกกลับมูลค่าปัจจุบันของค่าเช่าจ่ายในอนาคตใน Invested Capital

กลุ่มที่เก้า คือ ค่าใช้จ่ายการปรับโครงสร้าง (Restructuring Charges) ปกติค่าใช้จ่ายนี้มักจะถูกบันทึกเป็นรายจ่ายทันที ดังนั้นการปรับปรุงนี้ทำได้โดยการบวกกลับรายจ่ายหลังภาษีใน NOPAT และใน Invested Capital

กลุ่มที่สิบ คือ รายการบัญชีสำหรับต้นทุนทางการเงิน (Accounting for Capital Charge) เนื่องจากการคำนวณ WACC จะใช้มูลค่าตลาดของหนี้สินและส่วนทุนในการคำนวณ ซึ่งอาจทำให้ค่า WACC สูง และทำให้ EVA<sup>®</sup> ต่ำ จึงก่อให้เกิดคำถามตามมาว่าต้นทุนทางการเงิน หรือ Capital Charge ที่ก่อให้เกิดมูลค่าที่เติบโตในอนาคตนั้น ควรจะถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย EVA<sup>®</sup> หรือควรบันทึกเป็นสินทรัพย์และปันส่วนไปรับรู้ในอนาคตเมื่อบริษัทคาดว่าจะสามารถรับรู้การปรับปรุงของ EVA<sup>®</sup> ที่สะท้อนไปในมูลค่าที่เติบโตในอนาคต

สำหรับงานวิจัยในต่างประเทศนั้น Anderson, Bey and Weaver (2005) ได้วิจัยเกี่ยวกับรายการปรับปรุงทางบัญชีที่มีความสำคัญต่อการคำนวณ EVA<sup>®</sup> หรือไม่ โดยใช้ข้อมูลจาก Compustat และ Stern Stewart 1000 โดยศึกษาจากบริษัทจำนวน 17 บริษัท ระหว่างปีค.ศ. 1988 ถึงปีค.ศ. 1997 รวมระยะเวลา 10 ปี ผลการศึกษาสามารถสรุปได้ดังนี้

1.) ระบายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) พบว่ายังไม่สามารถสรุปได้ว่าเป็นรายการปรับปรุงที่มีสาระสำคัญที่จะทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างค่า EVA<sup>®</sup> ก่อนปรับปรุง และค่า EVA<sup>®</sup> หลังปรับปรุง

2.) ระบายจ่ายค่าโฆษณา พบว่ามีข้อสงสัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างรายการปรับปรุงกับการตัดสินใจของผู้บริหาร

3.) การปรับปรุงรายการ LIFO พบว่า สามารถเปลี่ยนการตัดสินใจของผู้บริหารเกี่ยวกับวิธีการบัญชีที่เลือกใช้

4.) ค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ พบว่าไม่มีความสำคัญในมุมมองผู้บริหาร

5.) สัญญาเช่าดำเนินงาน พบว่าไม่มีความสำคัญในมุมมองผู้บริหาร

ในส่วนของประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (สคร.) ได้มีการจัดทำคู่มือที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐกิจ โดยได้มีการนำแนวคิดการบริหารมูลค่ากิจการ (Value-based Management) มาใช้ในการบริหารจัดการองค์กรของรัฐวิสาหกิจ และใช้เป็นตัวชี้วัดในการประเมินผลการดำเนินงานรัฐวิสาหกิจ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 เป็นต้นมาโดย “กำไรเชิงเศรษฐกิจ (Economic Profit)” หรือ “มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added)” ได้ถูกพิจารณาว่าเป็นตัววัดการประเมินผลงานตามวิธีการบริหารงานดังกล่าว ซึ่งจากคู่มือดังกล่าวได้ให้วิธีการปรับปรุงตัวเลขทางการบัญชีหลายรายการเพื่อให้เป็นกำไรเชิงเศรษฐกิจ โดยวัตถุประสงค์ในการปรับปรุงได้แก่

1.) แรงจูงใจ (Motivational Impact) การปรับปรุงควรส่งเสริมให้เกิดพฤติกรรมที่มุ่งเพิ่มกำไรทางเศรษฐกิจ และกำหนดความรับผิดชอบต่อผลงานการสร้างกำไรทางเศรษฐกิจได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

2.) ความมีนัยสำคัญ (Materiality) โดยรายการปรับปรุงจะต้องมีผลกระทบต่อกำไรทางเศรษฐกิจ (Economic Profit) ที่มากพอต่อการให้ความสนใจของผู้บริหาร

3.) ความพร้อมของข้อมูล (Data Availability) โดยองค์กรควรสามารถหาข้อมูลที่จำเป็นได้โดยไม่ต้องใช้เงินทุนและเวลาในการจัดเตรียมมากเกินไป

4.) ความง่ายต่อความเข้าใจ (Understandability) ผู้บริหารระดับสูง และระดับปฏิบัติการสามารถเข้าใจเหตุผลของรายการปรับปรุงได้

ในการนี้ เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ข้างต้น สคร. ได้กำหนดรายการปรับปรุงรายการทางบัญชี (Economic Statement Adjustments) ใน “หลักเกณฑ์ทั่วไปในการกำหนดแนวทางการวัดค่า Economic Profit” ซึ่งได้เผยแพร่ให้แก่รัฐวิสาหกิจในปี พ.ศ. 2550 โดยรายการปรับปรุงนั้นจะคำนึงถึงวัตถุประสงค์ในการพิจารณาปรับปรุงเพื่อการคำนวณกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ให้ถูกต้อง ทั้งนี้ รายการปรับปรุงจำนวน 12 รายการที่ได้เสนอไว้มีรายละเอียดสรุปได้ดังนี้

### 1. ดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses)

ดอกเบี้ยจ่าย คือ ต้นทุนทางการเงินซึ่งบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุนเพื่อคำนวณกำไรสุทธิในทางเศรษฐศาสตร์ ดอกเบี้ยจ่ายที่เกี่ยวข้องกับเงินกู้จะถือว่าเป็นต้นทุนทางการเงิน ซึ่งต้นทุนการเงินจะไม่ถูกนำมาคิดรวมในการคำนวณ NOPAT แต่จะนำไปรวมในการคิดต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge) แทน ซึ่งการปรับปรุงดังกล่าวจะทำให้สามารถแยกผลจากกิจกรรมทางการเงินและผลจากกิจกรรมทางการดำเนินงานออกจากกัน

### 2. หนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (Non-interest Bearing Liabilities)

หนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย เช่น เจ้าหนี้การค้า เงินมัดจำ และเงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า เป็นต้น ถือเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานของธุรกิจ และถูกบันทึกเป็นหนี้สินในงบดุล ซึ่งหนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย คือรูปแบบหนึ่งของการได้รับเงินทุนจากลูกค้า ผู้ค้าวัตถุดิบ และพนักงาน ซึ่งช่วยลดความต้องการเงินทุนถาวร ต้นทุนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับหนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ยนี้ จะรวมเป็นส่วนหนึ่งในต้นทุนในการดำเนินธุรกิจ หรือต้นทุนขายซึ่งได้คิดเป็นส่วนหนึ่งของ NOPAT แล้ว ดังนั้น จึงไม่ควรนับหนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ยเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนทางการเงิน (Capital Charge) เพื่อหลีกเลี่ยงการคิดต้นทุนทางการเงินที่ซ้ำซ้อน

### 3. ภาษีทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Tax)

ภาษีทางเศรษฐศาสตร์ ช่วยสะท้อนภาพผลงานที่แท้จริงตามหลักเศรษฐศาสตร์ของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งควรมีต้นทุนภาษีเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนดำเนินงาน โดยคิดเท่ากับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามประมวลรัษฎากร (อัตรา 30 เปอร์เซ็นต์) อีกทั้งเพื่อลดความผันผวนทางภาษีอันเนื่องมาจากการลงทุนขนาดใหญ่ที่ทำให้เกิดบัญชีภาษีรอการตัดจำหน่าย (Deferred Tax) และมีผลกระทบต่อกระแส Economic Profit ดังนั้น จึงควรจะนำการปรับปรุงภาษีทางเศรษฐศาสตร์เข้ามาใช้ในการคำนวณ Economic Profit ด้วย

#### 4. ค่าความนิยม (Goodwill)

ค่าความนิยมเกิดขึ้นจากการซื้อกิจการในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ขององค์กร ในทางการบัญชี โดยปกติค่าความนิยมจะถูกตัดจำหน่าย (Amortization) ในระยะยาว การตัดจำหน่ายค่าความนิยมนี้ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายในการตัดจำหน่าย ในมุมมองเศรษฐศาสตร์ จะไม่มีการตัดจำหน่ายค่าความนิยมจาก NOPAT แต่ค่าความนิยมนี้จะถูกบันทึกเป็นสินทรัพย์

ดังนั้น ค่าความนิยม ซึ่งเป็นมูลค่าที่องค์กรจ่ายให้สำหรับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) ขององค์กรที่ถูกซื้อกิจการ หรือผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการ เช่น ตราสินค้า ขององค์กรที่ถูกซื้อกิจการ ฐานลูกค้าที่มีอยู่ เป็นต้น นั้นถูกพิจารณาว่าผลประโยชน์ที่ไม่มีตัวตนเหล่านี้ จะมีอายุที่ไม่จำกัด ดังนั้น ควรนับเป็นการลงทุนถาวรในธุรกิจ

#### 5. ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Interest)

เนื่องจากผู้บริหารองค์กรทำงานให้กับผู้เป็นเจ้าขององค์กรทุกคนไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมองค์กรเท่านั้น ดังนั้น ในการคำนวณ Economic Profit จึงควรรวมส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเข้าไปด้วยถึงแม้ว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อย คือผู้เป็นเจ้าของหุ้นส่วนน้อยในบริษัทเท่านั้น ทั้งนี้เพื่อให้แสดงมูลค่าทั้งหมดที่ธุรกิจสร้างขึ้นโดยไม่คำนึงว่าใครจะเป็นเจ้าของ

#### 6. สำรองเผื่อการสูญเสีย (Provisions)

ค่าเผื่อการสูญเสียอาจส่งเสริมให้เกิดพฤติกรรมกรรมการบริหารที่ไม่ถูกต้อง เพราะการตั้งสำรองเผื่อการสูญเสียทำให้ผู้บริหารองค์กรไม่มีแรงจูงใจที่จะลดการขาดทุนที่อาจเกิดขึ้นจริง นอกจากนี้ ในบางกรณีสำรองเผื่อการสูญเสียถูกกำหนดขึ้นโดยขาดหลักเกณฑ์ที่เป็นกลางชัดเจน และบางครั้งถูกใช้เป็นเครื่องมือของผู้บริหารในการบิดเบือนผลกำไรทางบัญชี จึงควรเปลี่ยนจากเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) โดยคิดเป็นค่าใช้จ่ายเฉพาะเมื่อการขาดทุนเกิดขึ้นจริง (Write-offs) เท่านั้น

#### 7. ค่าเผื่อสำรอง (Reserves)

ค่าเผื่อสำรองบางรายการไม่ควรถูกรวมไว้ในเงินทุนทั้งหมดของกิจการ (Invested Capital) เนื่องจากไม่ได้เป็นการลงทุนที่แท้จริงในองค์กร ตัวอย่างของค่าเผื่อสำรองดังกล่าวคือ ค่าเผื่อสำรองการประเมินมูลค่าใหม่ (Revaluation Reserve) ค่าเผื่อสำรองการแปลงอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Currency Translation Reserve) และ เงินทุนสำรอง (Capital Reserve) โดยค่าเผื่อสำรองทั้งสาม

ประเภทจะแสดงเป็นเงินทุนในส่วนผู้ถือหุ้นในงบดุล ถึงแม้ว่าค่าเผื่อสำรองทั้งสามรายการจะเป็นการเพิ่มสินทรัพย์ทั้งหมดแต่ไม่ได้เป็นการเพิ่ม หรือลดเงินลงทุนที่แท้จริงในองค์กร ดังนั้น ค่าเผื่อสำรองเหล่านี้ไม่ควรถูกรวมไว้ในเงินทุน เนื่องจากเงินทุนในเชิง Economic Profit หมายถึง เงินลงทุนที่ผู้ลงทุนได้ลงทุนเข้ามาให้กับบริษัทจริงๆ เท่านั้น

#### 8. การตีราคาสินทรัพย์ใหม่ (Asset Revaluation)

การตีราคาสินทรัพย์ใหม่เกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารต้องการแสดงมูลค่าตลาดของสินทรัพย์บนงบดุล แทนการแสดงต้นทุนในอดีตของสินทรัพย์ ซึ่งมีผลให้เงินทุนในงบดุลเพิ่มขึ้นโดยผู้ลงทุนไม่ได้มีการลงทุนเพิ่มในองค์กร ดังนั้นการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ หรือการประเมินราคาตามมูลค่าในตลาด (Mark-to-Market) ใดๆ ควรถูกตัดออกจากเงินทุนทางเศรษฐศาสตร์ เพราะเงินทุนทางเศรษฐศาสตร์ควรสะท้อนเงินทุนที่แท้จริงซึ่งผู้ลงทุนลงไว้ในองค์กรเท่านั้น

#### 9. กำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (Gain / Loss from Foreign Exchange Currency)

กรณีบริษัทกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ ผลกำไร หรือขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจะเกิดขึ้นในงบกำไรขาดทุน เนื่องจากมูลค่าของเงินกู้ที่แสดงในรูปเงินบาทจะเปลี่ยนแปลงตามอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงไป ผลของการตัดสินใจทางการเงิน (ในการกู้ยืมในสกุลเงินในประเทศ หรือต่างประเทศ) ควรถูกแยกออกจากผลการดำเนินงาน ต้นทุนเงินทุนควรจะใช้สกุลเงินบาทเป็นพื้นฐานในการคำนวณ การนำผลกำไร/ขาดทุนจากการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่เกิดจากเงินกู้ไปรวมไว้ในงบกำไรขาดทุน NOPAT จะเป็นการคิดซ้ำซ้อน การปรับปรุงกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนควรแยกกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มาจากการดำเนินงาน และจากการกู้เงินออกจากกัน นอกจากนี้จะต้องแยกส่วนที่รับรู้เป็นรายได้ และค่าใช้จ่ายแล้วออกจากส่วนที่ยังไม่รับรู้เป็นรายได้ และค่าใช้จ่ายด้วย และให้นำรายการกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจากการดำเนินงานที่รับรู้เป็นรายได้ และค่าใช้จ่ายแล้วเป็นรายการพิเศษ (Unusual Items)

#### 10. รายการพิเศษ/ยอดกำไรขาดทุนสะสมที่เกิดจากรายการพิเศษ (Unusual Items)

รายการพิเศษ หมายถึง รายการที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์ หรือกิจกรรม ซึ่งไม่ถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานปกติ ตัวอย่างเช่น กำไร หรือขาดทุนจากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร รายการพิเศษเหล่านี้ไม่ควรนำมารวมในการคิด NOPAT แต่ควรนับเป็นส่วนเพิ่ม หรือลดทุน โดยการแปลงรายการพิเศษเป็นสินทรัพย์ตามเกณฑ์หลังหักภาษี เพื่อช่วยให้ Economic Profit สะท้อนผลงานการดำเนินงานตามปกติขององค์กรได้ดีขึ้น

การปรับปรุงรายการพิเศษ ช่วยลดความผันผวนของผลการดำเนินงานที่เกิดจากเหตุการณ์ที่นอกเหนือจากการดำเนินงานตามปกติ การปรับปรุงนี้จะช่วยให้ NOPAT สะท้อนความสามารถในการสร้างผลกำไรของธุรกิจได้ชัดเจนมากขึ้น ในขณะที่เงินทุนจะสามารถสะท้อนถึงเงินลงทุนทั้งหมดจากผู้ลงทุนได้ดีขึ้น นอกจากนั้น การปรับปรุงรายการพิเศษเหล่านี้ยังช่วยสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารในการตัดสินใจเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ดีขึ้น เช่น หากกำไรขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ถาวรไม่ได้ถูกบันทึกเป็น "รายการพิเศษ" ผู้บริหารอาจไตร่ตรองที่จะขายสินทรัพย์ซึ่งไม่ได้ใช้ประโยชน์ในราคาต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี เนื่องจากการขายสินทรัพย์ดังกล่าวจะส่งผลให้เกิดการขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ เนื่องจากทำให้ NOPAT ลดลง อย่างไรก็ตาม การปรับปรุงรายการพิเศษดังกล่าว การขาดทุนทางบัญชีนี้จะไม่ถูกนำไปคำนวณ NOPAT แต่จะถือเป็นส่วนหนึ่งของการลงทุนซึ่งนำไปรวมอยู่ในส่วนของเงินทุนทั้งหมดของกิจการ (Invested Capital) ดังนั้น การปรับปรุงนี้จะช่วยสนับสนุนให้ผู้บริหารขายสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ประโยชน์และใช้เงินที่ได้รับจากการขายเพื่อทำการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า

ที่สำคัญ การปรับปรุงนี้ยังป้องกันไม่ให้ผู้บริหารพยายามเพิ่มตัวเลขรายได้จากการดำเนินงานหรือกำไรทางบัญชีด้วยการขายสินทรัพย์ หรือธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนเงินทุน เพียงเพื่อจะพยายามรับรู้กำไรจากการขายที่ราคาสูงกว่าราคาตามบัญชีเท่านั้น

#### 11. สินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง (Construction in Progress)

การก่อสร้างที่อยู่ระหว่างการดำเนินการ (Construction in Progress) คือสินทรัพย์ถาวรที่ยังไม่ได้เริ่มดำเนินงาน ดังนั้น จึงยังไม่สร้างรายได้ให้แก่องค์กร ด้วยเหตุนี้จึงไม่ควรนำสินทรัพย์ดังกล่าวไปรวมไว้ใน การคำนวณ Economic Profit แต่จะเริ่มนำไปคิด Economic Profit เมื่อเริ่มนำสินทรัพย์นั้นมาใช้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนนี้ ถึงแม้ว่าสินทรัพย์ดังกล่าวจะยังไม่ได้นำไปใช้งาน ดังนั้น จึงควรมีการคิดต้นทุนเงินทุนของสินทรัพย์เหล่านั้น โดยต้นทุนเงินทุนที่เกิดขึ้นระหว่างที่สินทรัพย์อยู่ระหว่างการดำเนินการดังกล่าวจะถูกสะสม และบวกเข้าเป็นส่วนหนึ่งของเงินทุน และจะเริ่มคิดต้นทุนเงินทุนของเงินทุนเหล่านั้นในการคำนวณ Economic Profit เมื่อเริ่มนำสินทรัพย์นั้นมาใช้งาน

#### 12. สัญญาเช่าดำเนินงาน (Operating Leases)

ในทางบัญชี สัญญาเช่าดำเนินงานจะถูกคิดเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานโดยไม่คำนึงถึงระยะเวลาของภาระผูกพันอันเนื่องมาจากระยะเวลาการเช่า ดังนั้น เพื่อเป็นการเพิ่มรายได้ให้มากขึ้น ผู้บริหารจึงพยายามที่จะหาอัตราค่าเช่ารายปีที่ต่ำที่สุดเท่าที่เป็นไปได้ ซึ่งมักจะเป็นค่าเช่าที่มาพร้อม

กับสัญญาเช่า หรือพันธะผูกพันที่ยาวนานมาก อย่างไรก็ตาม พันธะผูกพันที่ยาวนานนี้ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อผู้ถือหุ้น เพราะองค์กรจะต้องจ่ายค่าเช่าในระยะยาวไม่ว่าจะจำเป็นต้องใช้สินทรัพย์นั้นๆ หรือไม่ สำหรับจุดประสงค์ทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าปัจจุบันของพันธะผูกพันในการเช่าสินทรัพย์ขั้นต่ำจะถูกแปลงเป็นสินทรัพย์ เพื่อก่อให้เกิดความรับผิดชอบของผู้บริหารที่มีต่อภาระผูกพันนั้น ๆ

รายการปรับปรุงนี้นำมาใช้ในกรณีที่ต้องการทำสัญญาเช่าที่มีพันธะผูกพันระยะยาว โดยไม่สามารถระงับสัญญาได้ทันทีที่ต้องการ ซึ่งจากมุมมองทางเศรษฐศาสตร์แล้ว สัญญานี้คล้ายกับเป็นการผูกมัดเงินทุนขององค์กรในจำนวนเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของค่าเช่ารายปีของสินทรัพย์ เพื่อดำเนินงาน หรือสัญญาซื้อสินทรัพย์เพื่อดำเนินงาน ซึ่งองค์กรสามารถจัดหาเงินทุนสำหรับสินทรัพย์ถาวรได้โดยการซื้อ หรือเช่า โดยจากมุมมองทางเศรษฐศาสตร์ วิธีการจัดหาเงินทุนสำหรับสินทรัพย์ไม่มีความสำคัญต่อมูลค่าของการลงทุน ดังนั้น พันธะผูกพันจากสัญญาเช่าดำเนินงาน ควรจะถูกคิดเหมือนเป็นการซื้อสินทรัพย์ เมื่อองค์กรเช่าทำสัญญาซื้อถาวร หักค่าธรรมเนียม และอื่น ๆ แบบระยะยาว เงินทุนของผู้ถือหุ้นก็เปรียบเสมือนมีพันธะผูกพันในอนาคต ดังนั้น มูลค่าปัจจุบันของพันธะผูกพันเหล่านี้จึงต้องถูกบวกไว้ในเงินทุน และส่วนของดอกเบี้ยที่แฝงอยู่ในค่าเช่านั้นจะต้องถูกตัดออกจาก NOPAT

นอกจากนี้ในปี พ.ศ. 2549 บริษัท สเตอร์น สจ๊วต (ประเทศไทย) จำกัด ได้จัดทำเอกสารการประชุม เรื่อง “หลักการคำนวณค่าผลงาน EVA การปรับปรุงทางเศรษฐศาสตร์และการคิดต้นทุนเงินทุนสำหรับธนาคาร” ซึ่งได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์ในการปรับปรุงกำไรทางบัญชี ให้เป็นกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนี้

- 1.) เพื่อเพิ่มความสอดคล้องของรายได้และรายจ่าย กล่าวคือ รายได้ควรเกิดขึ้นโดยสอดคล้องกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น และค่าใช้จ่ายทุนทรัพย์ควรสอดคล้องกับรายได้ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน
- 2.) เพื่อเพิ่มความเป็นกลางให้มากขึ้น โดยรายได้ ค่าใช้จ่าย และค่าใช้จ่ายทุนทรัพย์ ไม่ควรถูกบิดเบือนโดยการตัดสินใจของผู้บริหาร
- 3.) เพื่อกำหนดความรับผิดชอบต่อผลงานได้อย่างชัดเจน สินทรัพย์ทุกอย่างที่ควบคุมโดยผู้บริหารซึ่งสามารถสร้างรายได้ และใช้เงินทุนขององค์กรควรจะนำมารวมในคำนวณ EVA®
- 4.) เพื่อแบ่งต้นทุนการดำเนินการออกจากต้นทุนทางการเงินได้อย่างชัดเจน

ทั้งนี้ รายการปรับปรุงแบ่งออกได้เป็น 4 ประเภท ดังนี้

- 1.) รายการที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินสดออกไปจริง ได้แก่ สำรองหนี้เสีย สำรองสินค้าคงคลัง และ ส่วนค้างจ่ายอื่น
- 2.) การปรับปรุงจากเงินสดให้เป็นกำไรทางเศรษฐกิจศาสตร์ เช่น เงินลงทุนตั้งต้น รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา ค่าโฆษณา การตัดค่าเสื่อมราคาแบบเศรษฐกิจศาสตร์
- 3.) การปรับปรุงรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ และค่าความนิยม เช่น ค่าใช้จ่ายจากการปรับโครงสร้าง กำไรขาดทุนจากการขายสินทรัพย์
- 4.) การปรับปรุงรายการที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน เช่น รายการตราสารทางการเงิน เงินสดส่วนเกิน รายได้จากการลงทุนที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน และดอกเบี้ยจ่าย

## 2.5 สรุป

จากงานวิจัยในอดีตที่รวบรวมไว้ข้างต้นพบว่า งานวิจัยในต่างประเทศส่วนใหญ่พบว่า EVA<sup>®</sup> มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลทางการบัญชีกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวคิดของ Stern Stewart ในทางตรงกันข้าม งานวิจัยในประเทศไทยที่ทำการศึกษาในเรื่องเดียวกันได้ชี้ให้เห็นว่า EVA<sup>®</sup> มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในบางกลุ่มอุตสาหกรรม

อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีงานวิจัยในประเทศไทยที่ทำการทดสอบเกี่ยวกับรายการปรับปรุงในการคำนวณหา EVA<sup>®</sup> ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงทำการตรวจสอบถึงองค์ประกอบหรือรายการปรับปรุงในขั้นตอนการคำนวณหา EVA<sup>®</sup> ที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนของหุ้นสามัญ นอกเหนือจากการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมาตรวัดผลทางการบัญชีและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA<sup>®</sup>) นอกจากนี้จะทำการศึกษาโดยการจำแนกกลุ่มตัวอย่างตามรายอุตสาหกรรม กลุ่มบริษัทที่นักลงทุนมีความคาดหวังต่อการเติบโตของบริษัทสูง กลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงและกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ โดยในส่วนของวิธีการดำเนินวิจัยจะได้กล่าวในบทถัดไป