

บทที่ 2

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนนั้นเกิดขึ้นมาจากการดำเนินการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากมีกลุ่มบุคคล 2 กลุ่มดำเนินการบริหารงานคือ เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น และผู้บริหารองค์กรที่ถูกรว่าจ้างมาซึ่งการดำเนินการดังกล่าวทำให้เกิดเป็น “ตัวการ” และ “ตัวแทน” คือ ผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุด เพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูง คุ่มค่ากับที่ลงทุนไปให้มากที่สุด โดยจะคำนึงหรือไม่คำนึงถึงวิธีการได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น ส่วน “ตัวแทน” เปรียบเสมือนลูกจ้าง ไม่ว่าจะเป็นลูกจ้างระดับสูงหรือต่ำ ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุด โดยวิธีการที่มีประสิทธิภาพภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้ได้เหมาะสมที่สุดให้สมกับคำที่ว่า ผู้บริหารมืออาชีพ

ทฤษฎีตัวแทนมองว่า มนุษย์ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้นผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะพยายามหาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้ออำนวยประโยชน์ให้กับตนเองด้วย สมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎี การเป็นตัวแทนคือ ผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการต่างมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง โดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่ความสัมพันธ์ในทางธุรกิจเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจระหว่างบุคคลสองฝ่ายโดยที่บุคคลฝ่ายหนึ่งคือ ตัวแทน (Agent) ตกลงที่จะทำการในฐานะที่เป็นตัวแทนให้กับอีกฝ่ายหนึ่งที่เรียกว่า ตัวการ (Principal) โดยที่แต่ละฝ่ายย่อมมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว ความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นเป็นผู้มอบหมายให้ผู้บริหารดำเนินการแทนตน การที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหาร ย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินการขึ้น (Agency Costs) ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543)

เสาวภา ปิ่นศิริ (2555) ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Agency Problem) สามารถแยกสาเหตุการเกิดปัญหา ได้ดังนี้

Moral-Hazard คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทน บริหารงาน โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น ผู้บริหารหรือครอบครัวของผู้บริหารนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ส่วนตัว ทรัพยากรเหล่านั้นจึงไม่ได้ถูกนำมาใช้ในกิจกรรมที่มีประโยชน์ในการสร้างรายได้ให้แก่บริษัท เป็นต้น

Earnings Retention คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการที่วัดโดยกำไรสะสมของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสมโดยการใช้จ่ายนโยบายโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก (เจ้าหนี้) เพื่อลดการถูกตรวจสอบการบริหารงานจากบุคคลภายนอก ซึ่งการใช้โครงสร้างเงินทุนดังกล่าว ทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในรูปเงินปันผลลดลง

Time Horizon คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคต แต่ผู้บริหารจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงระยะเวลาที่ตนบริหารอยู่เท่านั้น ดังนั้น ผู้บริหารมักจะลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาวถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งปัญหาดังกล่าวมักเกิดกับผู้บริหารระดับสูงที่ใกล้เกษียณแล้ว

Risk Aversion คือ ปัญหาความขัดแย้งเกิดจากพฤติกรรมการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร ซึ่งเกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับไม่ได้ขึ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทผู้บริหารจะได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือนเท่านั้น โดยเงินเดือนจะเป็นจำนวนที่คงที่ ดังนั้นผู้บริหารย่อมเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ เพราะผู้บริหารจะไม่ได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้นๆ แม้ว่าโครงการดังกล่าวจะประสบความสำเร็จและมีผลตอบแทนสูง แต่โครงการที่มีผลตอบแทนสูงย่อมจะมีความเสี่ยงสูงด้วย ขณะเดียวกันหากบริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมีผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่การงาน ส่วนผู้ถือหุ้นจะชอบผู้บริหารที่ตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพราะย่อมจะได้รับผลตอบแทนที่สูงด้วยเท่ากับเป็นการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ตัวผู้ถือหุ้นเอง

ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือหนึ่งที่จะใช้ป้องกันและแก้ไขปัญหา ความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน รวมทั้งถือเป็นกลไกควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารของบริษัทให้นำไปสู่ความมีประสิทธิภาพสูงสุด โดยจอร์จพรอน อินทรรุ่ง (2550) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุน เนื่องจากกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทยอม

มีการปฏิบัติหน้าที่อย่างสุจริต ส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการดีขึ้น สถานะการเงินของบริษัทจึงมั่นคงสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้มีผู้สนใจมาลงทุนเพิ่มขึ้นและในที่สุดราคาหุ้นของบริษัทย่อมเพิ่มขึ้น ตามไปด้วย

ทฤษฎีการลงทุน

การลงทุน (Investment) หมายถึง การกักเงินไว้จำนวนหนึ่งในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคต ซึ่งจะชดเชยให้ผู้กักเงินไว้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

การลงทุนแบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้

1. การลงทุนเพื่อการบริโภค (Consumer Investment) การลงทุนของผู้บริโภคเป็นเรื่องเกี่ยวกับการซื้อขายสินค้าประเภทถาวร (Durable Goods) เช่น รถยนต์ เครื่องดูดฝุ่น ตู้เย็น เครื่องซักผ้า โทรทัศน์ เป็นต้น การลงทุนในลักษณะนี้ไม่ได้หวังกำไรในรูปตัวเงิน แต่ผู้ลงทุนหวังความพอใจในการใช้สินทรัพย์เหล่านั้น

2. การลงทุนในธุรกิจ (Business or Economic Investment) หมายถึง การซื้อสินทรัพย์เพื่อประกอบธุรกิจหารายได้ โดยหวังว่าอย่างน้อยที่สุดรายได้ที่ได้นี้เพียงพอที่จะชดเชยกับความเสียหายในการลงทุน ซึ่งมีข้อสังเกตว่าเป้าหมายในการลงทุนของธุรกิจ คือ กำไรซึ่งกำไรจะเป็นตัวดึงดูดให้ผู้ลงทุนนำเงินมาลงทุน เช่น การลงทุนในที่ดิน โรงงาน อาคารสิ่งปลูกสร้าง เพื่อนำไปใช้ประโยชน์ในการผลิตสินค้าและบริการเพื่อสนองความต้องการของผู้บริโภค ธุรกิจที่ลงทุนในสินทรัพย์เหล่านี้มุ่งหวังกำไรจากการลงทุนเป็นผลตอบแทน

3. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Financial or Securities Investment) คือ การซื้อสินทรัพย์ในรูปของหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตร (Bond) หุ้นกู้หรือหุ้นทุน (Stock) ซึ่งการลงทุนในลักษณะนี้เป็นการลงทุนทางอ้อมที่แตกต่างจากการลงทุนของธุรกิจ โดยผู้มีเงินออมจะนำเงินที่ออมไว้ไปซื้อหลักทรัพย์ที่เขาพอจะลงทุนได้ โดยมีผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยหรือเงินปันผล นอกจากนี้ผู้ลงทุนอาจได้ผลตอบแทนในรูปของกำไรจากการขายหลักทรัพย์หรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ด้วย ความเสี่ยง (Risk) ของหลักทรัพย์นั้น โดยปกติแล้วผู้ลงทุนพยายามเลือกการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง

จุดมุ่งหมายในการลงทุนของผู้ลงทุนจะแตกต่างกัน ดังนั้นผู้ลงทุนจะต้องมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนตามความต้องการของตนเอง และภาวะแวดล้อมของผู้ลงทุน ซึ่งสามารถแบ่งจุดมุ่งหมายได้ดังนี้ (จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

1. ความปลอดภัยของเงินลงทุน (Security of Principle) หมายถึง การรักษาเงินลงทุนเริ่มแรกให้คงไว้ ถ้ามองให้ไกลมากกว่านั้น ยังหมายรวมถึงการป้องกันความเสี่ยง ซึ่งเกิดจากอำนาจซื้อลดลงอันเป็นผลจากภาวะเงินเฟ้อ จากความหมายดังกล่าว การลงทุนในหลักทรัพย์มีเวลากำหนดคืนเงินต้นที่เป็นจำนวนแน่นอน ซึ่งได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ และหุ้นบุริมสิทธิที่มีกำหนดเวลาไถ่ถอน นอกจากนี้การลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีฐานะมั่นคงและกำลังขยายตัวก็อยู่ในความหมายนี้เช่นกัน

2. เสถียรภาพของรายได้ (Stability of Income) ผู้ลงทุนมักจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้สม่ำเสมอ ทั้งนี้เนื่องจากรายได้ที่สม่ำเสมอ เช่น ดอกเบี้ย หรือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ผู้ลงทุนสามารถทำแผนการใช้เงินทุนได้ว่า เขาจะนำรายได้ที่ได้ไปใช้เพื่อการบริโภคหรือเพื่อลงทุนใหม่ต่อไป นอกจากนี้ดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่ได้รับเป็นประจำย่อมมีค่ามากกว่าดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่สัญญาว่าจะให้ในอนาคต ซึ่งยังไม่แน่ว่าจะได้ตามที่สัญญาหรือไม่

3. ความมั่งคั่งของเงินลงทุน (Capital Growth) ตามกฎทั่วไปแล้ว ผู้ลงทุนมักจะตั้งจุดมุ่งหมายไว้ว่า พยายามจัดการให้เงินทุนของเขาเพิ่มพูนขึ้น ทั้งนี้ไม่ได้หมายความว่าความมั่งคั่งของเงินทุนจะเกิดขึ้นได้จากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังมีการขยายตัวเท่านั้น การนำรายได้ที่ได้รับไปลงทุนใหม่ ก็จะก่อให้เกิดการงอกเงยของเงินทุนได้ดีพอกับการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังขยายตัว ผู้ลงทุนส่วนมากเพิ่มมูลค่าของเงินลงทุนของเขาโดยการนำดอกเบี้ยพร้อมทั้งเงินปันผลที่ได้รับไปลงทุนใหม่ ความมั่งคั่งของเงินทุนนี้ให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุนในแง่ที่ว่า

3.1 เพื่อปรับฐานะของผู้ลงทุนในระยะยาวให้ดีขึ้น

3.2 เพื่อรักษาอำนาจซื้อให้คงไว้

3.3 เพื่อให้การจัดการคล่องตัวขึ้น

4. ความคล่องตัวในการซื้อขาย (Marketability) หมายถึง หลักทรัพย์ที่สามารถซื้อหรือขายได้ง่ายและรวดเร็ว ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับราคา ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ที่หุ้นนั้นจดทะเบียน ขนาดของบริษัท ผู้ออกหลักทรัพย์ จำนวนผู้ถือหุ้นและความสนใจที่ประชาชนทั่วไปมีต่อหุ้นตัวนี้ หุ้นที่มีราคาสูงมักจะขายได้ยากกว่าหุ้นที่มีราคาต่ำกว่า

5. ความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที (Liquidity) เมื่อหลักทรัพย์ที่ลงทุนมี Liquidity สูง ความสามารถในการหากำไร (Profitability) ย่อมลดลง ผู้ลงทุนต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มี Liquidity หรือหลักทรัพย์ที่ใกล้เคียงเงินสด เนื่องจากผู้ลงทุนหวังไว้ว่า เมื่อมีโอกาสลงทุนที่น่าดึงดูดใจมาถึง เขาจะได้มีเงินพร้อมที่จะลงทุนได้ทันที

6. การกระจายเงินลงทุน (Diversifications) วัตถุประสงค์เพื่อต้องการกระจายความเสี่ยง และการกระจายความเสี่ยงลงทุนในหลักทรัพย์ กระทำได้ 4 วิธี คือ

วิธีที่ 1 ลงทุนผสมระหว่างหลักทรัพย์ที่มีหลักประกันในเงินลงทุนและมีรายได้จากการลงทุนแน่นอนกับหลักทรัพย์ที่มีรายได้และราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามภาวะธุรกิจ

วิธีที่ 2 ลงทุนในหลักทรัพย์หลายๆ อย่างปนกันไป

วิธีที่ 3 ลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีความแตกต่างทางภูมิศาสตร์เพื่อลดความเสี่ยงเรื่องน้ำท่วมหรือภัยธรรมชาติ เป็นต้น

วิธีที่ 4 ลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีลักษณะการผลิตที่แตกต่างกัน แบบ Vertical หรือ Horizontal ถ้าเป็นแบบ Vertical หมายถึง การลงทุนในธุรกิจต่าง ๆ ตั้งแต่วัตถุดิบไปจนกระทั่งเป็นสินค้าสำเร็จรูป ถ้าเป็นแบบ Horizontal เป็นการลงทุนในกิจการที่ประกอบธุรกิจในลักษณะเดียวกัน

7. ความพอใจในด้านภาษี (Favorable tax Status) สถานะการจ่ายภาษีของผู้ลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่ผู้บริหารเงินลงทุนต้องให้ความสนใจ ปัญหาก็คือว่าจะทำอย่างไรจึงจะรักษารายได้และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) ให้ได้มากที่สุดที่จะทำได้ ซึ่งการจ่ายภาษีในอัตราก้าวหน้าจากเงินได้พึงประเมินทำให้ยากแก่การรักษาจำนวนรายได้นั้นไว้ ผู้ลงทุนอาจเสี่ยงการเสียภาษีเงินได้จากเงินได้พึงประเมินดังกล่าว โดยลงทุนในพันธบัตรที่ได้รับการยกเว้นภาษี หรือซื้อหลักทรัพย์ที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในเวลานี้ แต่จะได้ในรูปแบบของกำไรที่มาจากการขายหลักทรัพย์ในอนาคต สำหรับในต่างประเทศ อัตราภาษีที่เก็บจากกำไรจากการขายหลักทรัพย์นั้นต่างกัน กำไรจากการขายหลักทรัพย์ที่ได้จากการขายสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Asset) ผู้ที่ลงทุนครอบครองไว้เป็นเวลา 6 เดือนหรือนานกว่านี้ จะเสียภาษีในอัตราสูงสุด 25% ในการบริหารเงินลงทุน ผู้จัดการเงินลงทุนต้องดูว่าผู้ลงทุนท่านนี้ต้องการเสียภาษีเงินได้ในอัตราสูงสุดเท่าไร ถ้าเขาเสียภาษีในอัตรา 50% หรือสูงกว่า 50% แล้ว เขาควรลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้กำไรจากการขายหลักทรัพย์หรือพันธบัตรที่ได้รับยกเว้นภาษี

มูลค่าเศรษฐกิจศาสตร์

มูลค่าเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value-Added-EVA) หรือเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า กำไรเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (Economic Profit-EP) มีพื้นฐานบนหลักการทางเศรษฐกิจศาสตร์ที่ว่า การใช้ทรัพยากรอย่างหนึ่งอย่างใดเพื่อดำเนินการเรื่องใดเรื่องหนึ่ง จะต้องพิจารณาผลตอบแทนที่จะได้รับจากการใช้ทรัพยากรไปในงานเรื่องนั้นเปรียบเทียบกับผลตอบแทนหากนำทรัพยากรไปใช้ในเรื่องอื่น (ที่เรียกว่า “ค่าเสียโอกาส” หรือ “Opportunity Cost”) ทั้งนี้เพื่อให้การใช้ทรัพยากรได้รับ

ผลตอบแทนที่คุ้มค่าที่สุด (ภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้) เนื่องจากทรัพยากรที่สำคัญในการประกอบธุรกิจ ได้แก่ เงินทุน และการตัดสินใจใช้เงินทุนเพื่อประกอบธุรกิจ ควรต้องคำนึงถึงต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งส่วนที่เป็นเงินกู้ (Cost of Debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ดังนั้น EVA จึงวัดผลตอบแทนในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งหักต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ไว้แล้ว สามารถเขียนให้อยู่ในรูปของสูตรของการคำนวณได้ดังนี้

$$\text{EVA} = (r - c) \times \text{Capital}$$

การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานขององค์กรโดยใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นที่มีผลต่อราคาหุ้น แต่เป็นการศึกษาเฉพาะกรณีศึกษาบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เท่านั้น หรือจะเป็นการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ระหว่างวิธีทางบัญชีด้วยกันเอง เช่น กำไรสุทธิ กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงานและการทดสอบโดยการหามูลค่าส่วนเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทใน SET 50 (รศสุคนธ์ กลิ่นอำไพ, 2549)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือ EVA เป็นเครื่องมือทางการจัดการ ที่จะบ่งชี้ว่าแต่ละองค์กรสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากหรือน้อยกว่าต้นทุนขององค์กรอย่างไร โดยผ่านตัววัดหรือ EVA จะช่วยให้ผู้บริหารทราบว่าองค์กรรับผลตอบแทนที่น่าพอใจหรือไม่ อย่างไรก็ตามตัวเลขทางบัญชีได้รับการเผยแพร่อย่างต่อเนื่องทำให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับตัวเลขทางบัญชี จากกรณีศึกษาต่างๆ เช่น กรณีบริษัท Enron ซึ่งล้มละลายไปแล้ว จะเห็นว่าตัวเลขทางการบัญชีบางครั้งไม่สามารถแสดงให้เห็นว่าสภาพบริษัทเป็นอย่างไร ดังนั้น แนวคิดการหามูลค่าเพิ่มในเชิงเศรษฐศาสตร์จึงได้รับการสนใจมากขึ้น จริงๆ แล้ว แนวคิดนี้ได้รับการพัฒนามากว่าศตวรรษแล้ว โดยเป็นแนวคิดที่เรียกกันว่ารายได้ส่วนที่เหลือ หรือ residual income (นภดล ร่มโพธิ์, 2550)

มูลค่าเพิ่มทางการตลาด

มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added : MVA) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด หรือมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม หรือผลต่างระหว่างมูลค่าตลาดปัจจุบันของกิจการ (ซึ่งรวมทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น) กับมูลค่าทางบัญชีของเงินลงทุนจากผู้ลงทุน ในการคำนวณ MVA จะต้องปรับเงินลงทุนทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นหนี้สินและส่วนทุนเพื่อให้มั่นใจว่าจำนวนเงินลงทุนที่แสดงในงบการเงินสะท้อนถึงผลการปฏิบัติงานที่เพิ่มมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างแท้จริง (นภดล ร่มโพธิ์และมนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2552)

มูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะเป็นการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเทียบกับเงินทุนที่นักลงทุนใส่เข้าไปในบริษัทตั้งแต่บริษัทเริ่มก่อตั้ง ซึ่งเป็นการมองในภาพรวมของประสิทธิภาพของผู้บริหารจากการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนทั้งหมด

มูลค่าเพิ่มทางการตลาดจะชี้ให้เห็นว่ามูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นมีมูลค่ามากขึ้นหรือลดลง บริษัทที่ประสบความสำเร็จมักจะสร้าง MVA ที่มีค่าเป็นบวก ซึ่งแสดงว่าบริษัทนั้นได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นระยะยาว ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่ไม่ประสบความสำเร็จส่วนมาก จะมีค่า MVA เป็นลบ นอกจากจะหมายความว่าบริษัทดังกล่าวไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่เงินทุนที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงทุนได้ แต่กลับทำให้เงินทุนเหล่านั้นมีค่าลดลงในระยะยาว สามารถเขียนให้อยู่ในรูปของสูตรของการคำนวณได้ ดังนี้

$$MVA = V - K$$

โดยที่

$$V = \text{มูลค่าตลาดของกิจการ ซึ่งรวมทั้งมูลค่าของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

$$K = \text{เงินลงทุนในกิจการ}$$

รวินันท์ เอกลักษณะานนท์ (2546) ทำการวิเคราะห์ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนทั้งสิ้น 60 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุด 30 บริษัทกับบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำสุด 30 บริษัท การศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA กับ MVA ของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุดมีมากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำสุด ทั้งนี้เป็นผลมาจากนักลงทุนจะให้ความสนใจและเฝ้าดูหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลที่เพียงพอต่อการหาค่า EVA ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงมีความน่าเชื่อถือมากกว่า

อัตราส่วนทางการเงิน

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน สำหรับงานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นข้อมูลทางการเงินซึ่งเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินให้อยู่ในรูปอัตราส่วนที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างรายการทางการเงิน ซึ่งการแสดงความสัมพันธ์ของรายการทางการเงินนั้นสามารถนำไปตีความหมายเพื่อประเมินฐานะทางการเงิน สภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงิน โครงสร้างทางการเงิน/โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ความเพียงพอของกระแสเงินสดในการชำระหนี้ ในการศึกษาจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในพยากรณ์ผลการจัดอันดับเครดิตได้ อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการพยากรณ์ระดับความเสี่ยงการจัดอันดับเครดิต ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงิน 4 กลุ่ม คือ อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์สภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงิน (Liquidity Ratios) อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงิน/โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Ratios) อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) และอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์ความเพียงพอของกระแสเงินสดในการชำระหนี้ (Coverage Ratios) โดยรายละเอียดของอัตราส่วนทางการเงินเป็นดังนี้

1. อัตราส่วนวิเคราะห์สภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงิน (Liquidity Ratios) อัตราส่วนประเภทนี้ใช้วิเคราะห์ความคล่องตัวทางการเงินในระยะสั้น แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารสภาพคล่องของธุรกิจให้สามารถดำเนินไปได้ตามวงจรการดำเนินงานปกติและสามารถชำระหนี้สินระยะสั้นอันเกิดจากการดำเนินงานได้ทันเวลา ธุรกิจที่มีสภาพคล่องทางการเงินที่ดีย่อมชี้ให้เห็นว่าสามารถดำเนินธุรกิจไปได้อย่างต่อเนื่องโดยไม่ติดขัด อัตราส่วนที่อยู่ในกลุ่มนี้ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ต่อสินทรัพย์รวม (Net Working Capital to Total Assets Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์สภาพคล่องทางการเงิน โดยแสดงให้เห็นถึงสัดส่วนของมูลค่าสินทรัพย์หมุนเวียนหลังจากชำระหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ทั้งนี้จากการศึกษาของ Altman and Rijken (2004) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

1.1 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ในการตีความอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ต่อสินทรัพย์รวม หากค่าที่ได้มีค่าสูงแสดงว่า กิจกรรมมีเงินทุนหมุนเวียนมากเพียงพอที่จะชำระค่าใช้จ่ายอื่นที่นอกเหนือจากหนี้สินหมุนเวียน เช่น จ่ายดอกเบี้ย เงินปันผล เป็นต้น ถ้าค่าที่ได้มีค่าต่ำแต่ไม่ถึงกับติดลบ แสดงว่ากิจกรรมมีเงินทุนหมุนเวียนน้อยแต่ก็ยังสามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้ แต่ถ้าหากค่าที่ได้ติดลบแสดงว่ากิจกรรมประสบปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน ไม่มีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอที่จะชำระหนี้สินระยะสั้น

1.2 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องของกิจการในระยะสั้น โดยพิจารณาถึงความสามารถของกิจการในการแปลงสภาพสินทรัพย์หมุนเวียนให้กลายเป็นเงินสดได้เพียงพอและทันต่อการชำระหนี้สินระยะสั้น ซึ่งชี้ให้เห็นถึงฐานะทางการเงินระยะสั้น ทั้งนี้จากการศึกษาของ Belkaoui (1986) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน หากค่าที่ได้เกินกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องทางการเงินที่ดี ค่านี้นิ่งมากเท่าใด ก็ยิ่งสะท้อนให้เห็นถึงความคล่องตัวทางการเงินที่มีมากเท่านั้น แต่ถ้าหากค่าที่ได้ต่ำกว่า 1 แสดงแสดงว่ากิจการกำลังประสบปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน นั่นคือ กิจการไม่สามารถแปลงสภาพสินทรัพย์หมุนเวียนให้กลายเป็นเงินสดเพื่อชำระหนี้สินระยะสั้นได้ทันเวลา

อัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง (Acid Test Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึง สภาพคล่องของกิจการ โดยพิจารณาถึงเงินสดและสินทรัพย์ที่สามารถแปลงสภาพให้เป็นเงินสดได้เพียงพอและทันต่อการชำระหนี้สินระยะสั้น เช่น เงินลงทุนชั่วคราว เป็นต้น

ในการตีความอัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีสินทรัพย์สภาพคล่องมากเพียงพอที่ชำระหนี้สินหมุนเวียน ถ้าค่าที่ได้มีค่าต่ำแต่ไม่ถึงกับติดลบ แสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์สภาพคล่องน้อย แต่ก็ยังสามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้ แต่ถ้าหากค่าที่ได้ติดลบ แสดงว่ากิจการประสบปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน ไม่มีสินทรัพย์สภาพคล่องเพียงพอที่จะชำระหนี้สินระยะสั้น

2. อัตราส่วนวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงิน/โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Ratios) อัตราส่วนประเภทนี้ใช้วิเคราะห์แหล่งเงินทุนของกิจการว่าจะจัดหาเงินทุนมาจากส่วนของผู้ถือหุ้นหรือก่อหนี้สิน แสดงให้เห็นถึงความอยู่รอดของกิจการในระยะยาว โดยเฉพาะเงินทุนระยะยาวซึ่งประกอบด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะบอกถึงความเสี่ยงทางการเงินของกิจการอัตราส่วนที่อยู่ในกลุ่มนี้ ได้แก่

อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียน ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น (Current Liabilities to Total Debt and Equity Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนที่เกิดจากการจัดหาเงินจากภายนอกในระยะสั้นว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดกับโครงสร้างเงินทุนทั้งหมดของกิจการ และเป็นภาระประเมินภาระผูกพันที่กิจการจะต้องจ่ายชำระหนี้ในระยะสั้น ทั้งนี้จากการศึกษาของ Belkaoui (1986) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียน ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นหากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินน้อย ซึ่งกิจการสามารถจะชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา แต่หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ซึ่งกิจการอาจไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา หรือกิจการกำลังประสบปัญหาทางการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น (Long Term Debt to Total Debt and Equity Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของ

กิจการที่เกิดจากการจัดหาเงินทุนจากภายนอกในระยะยาวว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดกับโครงสร้างเงินทุนทั้งหมดของกิจการ และเป็นการประเมินภาวะผูกพันที่กิจการจะต้องจ่ายชำระหนี้ในระยะยาว ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003), Belkaoui (1986), Pogue and Soldofsky(1969), Pinches and Mingo (1973), Pinches and Mingo (1975), Kaplan and Urwitz (1979) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินน้อย ซึ่งกิจการสามารถจะชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา แต่หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ซึ่งกิจการอาจไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา หรือกิจการกำลังประสบปัญหาทางการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินรวม ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Debt to Total Debt and Equity Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึง โครงสร้างเงินทุนของกิจการที่เกิดจากการจัดหาเงินทุนในส่วนของหนี้สินของกิจการว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดกับโครงสร้างเงินทุนทั้งหมดของกิจการ และเป็นการประเมินภาวะผูกพันที่กิจการจะต้องจ่ายชำระหนี้สินทั้งหมด ของกิจการ ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003), Kamstra, Kennedy Suan (2001) และ ชูติกาญจน์ ชำนาญพุกษา(2004) พบว่าอัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนหนี้สินรวม ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น หากค่าที่ได้มีค่าต่ำแสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินน้อย ซึ่งกิจการสามารถจะชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา แต่หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ซึ่งกิจการอาจไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา หรือกิจการกำลังประสบปัญหาทางการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อสินทรัพย์สุทธิ (Long Term Debt to Net Assets Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึง โครงสร้างเงินทุนของกิจการที่เกิดจากการจัดหาเงินทุนจากภายนอกของกิจการว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดกับสินทรัพย์สุทธิของกิจการ และเป็นการประเมินภาวะผูกพันที่กิจการจะต้องจ่ายชำระหนี้สินของกิจการ ทั้งนี้จากการศึกษาของ Kaplan and Urwitz (1979) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อสินทรัพย์สุทธิ หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินน้อย ซึ่งกิจการสามารถจะชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา ค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ซึ่งกิจการอาจไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดเวลา หรือกิจการกำลังประสบปัญหาทางการเงิน

3. อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) อัตราส่วนประเภทนี้ใช้วิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการประสิทธิภาพ ในการบริหารงานของฝ่ายบริหารว่าสามารถใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้แก่กิจการมากน้อยเพียงใด อัตราส่วนที่อยู่ในกลุ่มนี้ได้แก่

อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross Profit to Sale Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึง ประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุนขายของฝ่ายบริหาร ซึ่งหมายถึงความสามารถในการทำกำไรจากยอดขาย ทั้งนี้จากการศึกษาของ ชูติกาญจน์ ชำนาญพุกษา (2004) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายหากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการทำกำไรขั้นต้นจากยอดขายมาก แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการทำกำไรขั้นต้นจากยอดขายน้อย

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ต่อยอดขาย (Operating Income to Sale Ratio) อัตราส่วนเป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ แสดงให้เห็นถึงควมมีประสิทธิภาพในการสร้างกำไรของผู้บริหาร โดยแสดงให้เห็นถึงสัดส่วนของกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003), Horrigan (1966) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ต่อยอดขาย หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า ผู้บริหารของกิจการมีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า ผู้บริหารของกิจการมีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม โดยพิจารณาจากการใช้สินทรัพย์ของกิจการที่ก่อให้เกิดกำไรสุทธิ นอกจากนี้ยังใช้ประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารได้ด้วย ทั้งนี้จากการศึกษาของ Kamstra, Kennedy and Suan (2001), Gentry, Whitford and Newbold (1988), Kaplan and Urwitz (1979), Pinches and Mingo (1973), Pinches and Mingo (1975), Pogue and Soldofsky (1969) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า ผู้บริหารของกิจการมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ แต่

หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า ผู้บริหารของกิจการไม่มีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการได้

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อสินทรัพย์รวม (Earnings Before Interest Tax to Total Assets Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงประสิทธิภาพการบริหารงานของผู้บริหารในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ ทั้งนี้จากการศึกษาของ Altman and Rijken (2004) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อสินทรัพย์รวม หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่าผู้บริหารของกิจการมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า ผู้บริหารของกิจการไม่มีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ

4. อัตราส่วนวิเคราะห์ความเพียงพอของกระแสเงินสดในการชำระหนี้ (Coverage Ratios) อัตราส่วนกลุ่มนี้ใช้วิเคราะห์ความเพียงพอของกระแสเงินสดที่ใช้ในการชำระหนี้สินของกิจการ เพื่อใช้ในการประเมินความมั่นคงของกิจการที่มีต่อภาวะผูกพัน อัตราส่วนที่อยู่ในกลุ่มนี้ได้แก่

อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อดอกเบี้ยจ่าย (Net Income to Interest Expense Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์ความเพียงพอของกำไรสุทธิ ที่ใช้ในการชำระดอกเบี้ยจ่ายของกิจการ แสดงให้เห็นถึง ความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการชำระดอกเบี้ยจ่าย ทั้งนี้จากการศึกษาของ Gentry, Whitford and Newbold (1988) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อดอกเบี้ยจ่าย หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีกำไรสุทธิเพียงพอในการชำระดอกเบี้ยจ่ายสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความเพียงพอของกำไรสุทธิในการชำระดอกเบี้ยจ่ายต่ำ

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อดอกเบี้ยจ่าย (Earnings Before Interest Tax to Interest Expense Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระดอกเบี้ยจ่ายแสดงให้เห็นถึง สัดส่วนกระแสเงินสดที่มีอยู่กับภาระหนี้สินว่ามีมากน้อยเพียงใด ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003), Kaplan and Urwitz (1979) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อดอกเบี้ยจ่าย หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยจ่ายสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยจ่ายต่ำ

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น (Earnings Before Interest Tax to Total Debt and Equity Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้สิน แสดงให้เห็นถึง ความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการชำระหนี้สินของกิจการ ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อยอดรวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นหากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินจ่ายสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินต่ำ

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อหนี้สินรวม (Earnings Before Interest Tax to Total Debt) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้สิน แสดงให้เห็นถึง ความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการชำระหนี้สินของกิจการ ทั้งนี้จากการศึกษาของ Kaplan and Urwitz (1979) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีเงินได้ ต่อหนี้สินรวม หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินจ่ายสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินต่ำ

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization to Interest Expense Ratio) อัตราส่วนนี้ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ แสดงให้เห็นถึง ความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการชำระดอกเบี้ยจ่าย ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยจ่ายสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยจ่ายต่ำ

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อหนี้สินรวม (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization to Total Debt Ratio)

อัตราส่วนนี้ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ แสดงให้เห็นถึง ความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการชำระหนี้สิน ทั้งนี้จากการศึกษาของ Standard & Poor (2003), ชุติกาญจน์ ชำนาญพุกษา (2004) พบว่า อัตราส่วนนี้มีความสัมพันธ์กับการจัดอันดับเครดิต

ในการตีความอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจ่ายต่อหนี้สินรวม หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินสูง แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่า กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สินต่ำ

ทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทน (Rate of Return) คือผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ผลตอบแทนจะประกอบไปด้วยกำไรส่วนทุนและเงินปันผล

กำไรส่วนทุน (Capital Gain) หรือกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ผลตอบแทนในส่วนกำไรส่วนทุนนี้จะได้รับมาจากการขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่าต้นทุนที่ได้ซื้อเข้ามา แต่หากการขายหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำกว่าต้นทุนที่ได้ซื้อเข้ามา จะเรียกว่าขาดทุนส่วนทุน (Capital Loss)

เงินปันผล (Dividend) เป็นเงินที่ได้รับจากการที่ผู้ลงทุนถือหลักทรัพย์ไว้จนครบกำหนดแล้วบริษัทผู้ถือหุ้นจ่ายให้ การจ่ายเงินปันผลอาจจ่ายให้กับผู้ลงทุนในรูปของเงินสดหรือหุ้นก็ได้แล้วแต่กรณี แต่ในบางกรณีอาจจ่ายเงินปันผลชั่วคราวก็ได้ หากบริษัทผู้ถือหุ้นเกิดขาดทุนในการประกอบการ

อัตราส่วนทางการเงินจะมีความหมายได้ต้องมีการเปรียบเทียบว่าดีกว่าหรือแยกว่า โดยสามารถนำไปเปรียบเทียบกับ

1. อัตราส่วนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ซึ่งหาได้จากการเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่ทำธุรกิจเดียวกัน เพื่อใช้เป็นบรรทัดฐานในการเปรียบเทียบ แต่เนื่องจากการจัดทำตัวเลขเหล่านี้ค่อนข้างยุ่งยาก และต้องใช้เวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูล จึงไม่ค่อยเห็นข้อมูลตัวนี้

2. อัตราส่วนทางการเงินในอดีตของธุรกิจ เป็นการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทเองในช่วงการดำเนินงานที่ผ่านมา ซึ่งจะทำให้มองเห็นภาพธุรกิจได้ดีที่สุด

3. อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทคู่แข่ง การเปรียบเทียบจะทำให้เห็นถึงจุดอ่อนจุดแข็งของธุรกิจเทียบกับบริษัทคู่แข่ง และทำให้สามารถกำหนดกลยุทธ์ในการแข่งขันได้ แต่มี

ข้อจำกัด คือ ข้อมูลงบการเงินที่จะนำมาวิเคราะห์เทียบกัน ควรจะมีระบบบัญชี วิธีการบันทึกบัญชี และรอบระยะเวลาบัญชีเดียวกัน

ประเภทของอัตราส่วนทางการเงิน

1. อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) เป็นอัตราส่วนวัดว่าธุรกิจสามารถที่จะทำกำไรและกระแสเงินสดได้มากขึ้นหรือน้อยลง

2. อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) เป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นของกิจการ

3. อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการทำงาน (Activity Ratio) เป็นอัตราส่วนวัดผลการลงทุนของกิจการว่าก่อให้เกิดรายได้หรือไม่ และมีประสิทธิภาพหรือไม่

4. อัตราส่วนวัดภาระหนี้ (Leverage Ratio) เป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการชำระหนี้สินระยะยาว และความสามารถในการระดมทุน

5. อัตราส่วนวัดมูลค่าตลาด (Market Value Ratio) เป็นอัตราส่วนที่วัดระหว่างราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัท เปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของบริษัทในรูปของกำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วย

1. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (P/BV Ratio)

อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญ กับกำไรสุทธิต่อหุ้นของสามัญนั้นมีคำนวณได้ดังนี้ อัตราส่วนนี้บอกให้ทราบว่าราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าในทางบัญชีของหุ้นดังกล่าว หากมีค่าสูงเป็นการแสดงว่าผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหวังบริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่เติบโตสูง แต่ขณะเดียวกันก็แสดงถึงระดับการเสี่ยงที่สูงด้วย

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}}$$

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญ}}$$

ผลลัพธ์แสดงว่า นักลงทุนมองบริษัทว่าเป็นเช่นไร ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนตัวนี้ต่ำ แสดงว่านักลงทุนเต็มใจที่จะจ่ายน้อยกว่าสำหรับทุกๆบาทของมูลค่าตามบัญชีของบริษัท

2. อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio)

อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญ กับกำไรสุทธิต่อหุ้นของหุ้นสามัญในรอบปี คำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

ผลลัพธ์แสดงว่าเพื่อให้ได้กำไร 1 บาทต่อหุ้น ผู้ลงทุนจะต้องลงทุนเท่าใด หรือราคาตลาดเป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น ถ้า P/E Ratio สูง แสดงว่านักลงทุนยินดีลงทุนซื้อหุ้นในราคาตลาดสูงเมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้น สะท้อนว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นในความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ

3. อัตราส่วนราคาต่อยอดขายต่อหุ้น (P/S Ratio)

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อยอดขายต่อหุ้น} = \frac{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด}}{\text{ยอดขาย}}$$

อัตราส่วนนี้ยิ่งต่ำยิ่งดี ส่วนใหญ่หุ้นที่มีอัตรากำไรสุทธิต่ำ (net profit margin) ต่ำ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด จะต่ำกว่า ยอดขาย ทำให้ ราคาต่อยอดขาย (P/S ratio) ต่ำ

4. อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS)

ส่วนของกำไรสุทธิจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่แบ่งเฉลี่ยให้แก่หุ้นสามัญแต่ละหุ้นซึ่งมีสูตรคำนวณ ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิของบริษัท}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วของบริษัท}}$$

5. อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Yield)

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

แสดงถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ อัตราส่วนที่กล่าวมาเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐาน เพื่อท่านจะได้พิจารณางบการเงินได้ในระดับหนึ่ง

6. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity) หรือ ROE เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นผู้ถือหุ้นทราบว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด

$$\text{อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิหลังภาษี} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ผลลัพธ์ที่ได้แสดงว่ากิจการนำส่วนของผู้ถือหุ้นมาลงทุนแล้วก่อให้เกิดกำไรมากน้อยเพียงใด

ข้อจำกัดในการวิเคราะห์งบการเงิน

แม้ว่ามีเทคนิคต่างๆ ในการวิเคราะห์งบการเงินจะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินเข้าใจลึกซึ้งยิ่งขึ้นเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์งบการเงินก็ยังมีข้อจำกัดบางประการ คือ

1. การวิเคราะห์งบการเงินตั้งอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลในอดีต โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพยากรณ์การดำเนินงานในอนาคตของธุรกิจ แบบแผนความสัมพันธ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นในอดีตอาจไม่เป็นเช่นนี้อีกต่อไป ทั้งนี้เป็นผลเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะทางการเมือง ภาวะเศรษฐกิจ นโยบายของทางการ ได้แก่ ด้านกฎหมาย กฎระเบียบต่างๆ รวมถึงระบบการจัดเก็บภาษี ภาวะเศรษฐกิจของโลก ระดับราคาน้ำมัน อัตราดอกเบี้ย ค่าจ้างแรงงาน

2. การคำนวณอัตราส่วนต่างๆ ที่ใช้ข้อมูลในงบดุลจะเป็นราคาทุนในอดีต ดังนั้นหากไม่ได้มีการปรับมูลค่าให้เป็นไปตามสภาวะการณ์ในปัจจุบันหรือการเปลี่ยนแปลงในราคาโดยเพียงธรรมชาติแล้วอาจมีผลกระทบต่อการคำนวณอัตราส่วนบางประเภทซึ่งจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มและการเปรียบเทียบระหว่างกิจการ

3. ข้อมูลที่มีอยู่ในวันสิ้นปีอาจมีลักษณะแตกต่างกับสภาพของกิจการที่เป็นอยู่ในระหว่างงวดบัญชีก็ได้ เนื่องจากอัตราส่วนบางประเภทคำนวณขึ้นโดยใช้ข้อมูลในวันสิ้นงวดบัญชีจึงมีความเป็นไปได้ที่ฝ่ายบริหารจะพยายามตกแต่งอัตราส่วนทางการเงินโดยการสร้างรายการค้าขึ้นในช่วงใกล้ปิดบัญชี

4. การเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินแม้ว่าจะจะเป็นกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันอาจเป็นไปได้ยาก เช่น กิจการอาจใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกัน หรือมีขนาดของกิจการที่แตกต่างกัน หรือมีประเภทของสินค้าที่แตกต่างกัน

5. การวิเคราะห์งบการเงินของกิจการใดกิจการหนึ่งแต่เพียงอย่างเดียวอาจไม่เป็นมาตรการที่เพียงพอในการสรุปผลการดำเนินงานและฐานะการเงินที่ถูกต้อง การอ่านหมายเหตุประกอบงบการเงิน นโยบายและวิธีการบัญชี รายงานของผู้สอบบัญชี ข้อมูลการดำเนินงาน

รายแผนก จะช่วยให้วิเคราะห์เข้าใจตัวเลขต่างๆ ในงบการเงินและผลที่ได้จากการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินได้ดียิ่งขึ้น

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แก้วมณี อุทธิรัมย์ (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จากข้อมูลรายปีช่วงปี พ.ศ. 2553-2555 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน จำนวน 20 อัตราส่วน สถิติที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Description Statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และสถิติเชิงอนุมาน ผลจากการวิจัยสรุปว่า ผลตอบแทนที่คาดหวัง (HPR) กับอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วน มีความสัมพันธ์ทั้งทางลบและทางบวกกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (HPR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

เขมณัฐลีดา โชติณลินทิพย์ (2554) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 จากข้อมูลรายปีของปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2553 จำนวน 61 หลักทรัพย์ อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญที่ใช้ในการศึกษา มีจำนวน 5 อัตราส่วน ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการลงทุน ความเสี่ยง กระแสเงินสด อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน โดยใช้การทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีสหสัมพันธ์ (Correlation) และวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ในการวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลกับอัตราส่วนทางการเงิน ผลจากการศึกษาสรุปได้ว่าความเสี่ยง และความสามารถในการทำกำไร ซึ่งประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัวแปรที่สามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET 100 ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความเสี่ยง มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล

ณัฐกานต์ กุ้ววงศ์บัณฑิต (2551) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคา

ตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นแบบรายไตรมาสของ 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2547 รวม 12 บริษัท ผลของการศึกษาพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ เช่นเดียวกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย โดยผลที่ได้จากการทดสอบปรากฏว่า กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสามารถอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่เมื่อมองภาพรวมของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมตามจำนวนบริษัทแยกตามสัญลักษณ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์บริษัทที่มีผลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายเป็นบวก แต่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นลบเป็นจำนวนร้อยละ 74.31 ซึ่งหมายถึงกิจการมีผลการดำเนินงานแสดงผลกำไร แต่ไม่สามารถที่จะสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เหนือกว่าต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของธุรกิจได้คิดเป็นร้อยละ 74.31 ของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาคงสะท้อนให้เห็นว่าการที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นบวกไม่อาจจะสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ ดังนั้นหากต้องการใช้ข้อมูลเพื่อมาตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้น กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายยังสามารถจะอธิบายราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้ดีอยู่ แต่เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดจากการลงทุนในตลาดหุ้น จึงควรพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ควบคู่ไปด้วย เพราะจะทำให้ทราบถึงกำไรที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งกำไรดังกล่าวก็มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์เช่นกัน

ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์ (2549) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง SET Index กับ SET 50 Index และใช้เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์หรือพยากรณ์แนวโน้มของ SET 50 Index Futures ได้สรุปความสัมพันธ์ระหว่าง SET Index และ SET 50 Index ไว้ว่า เมื่อใช้สถิติ “สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน” ในการทดสอบ ผลการทดสอบปรากฏว่าตัวแปร SET Index และ SET 50 Index มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันสูงมากอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยมี “ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน” เท่ากับ 0.991 หมายความว่า ตัวแปร SET Index และ SET 50 Index มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันสูงมาก กล่าวคือ ถ้า SET Index เพิ่มขึ้น SET 50 Index เพิ่มขึ้นด้วย หรือถ้า SET Index ลดลง SET 50 Index ลดลงด้วย

สุนทรี ปุษยกุล (2548) ได้ศึกษากลยุทธ์การลงทุนโดยใช้เกณฑ์อัตราส่วนราคาต่อกำไรหุ้น (P/E Ratio) ราคาตลาด ต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (P/BV Ratio) ราคาต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น (P/CF Ratio) และราคาต่อยอดขายต่อหุ้น (P/S Ratio) โดยเปรียบเทียบระหว่างกลยุทธ์การลงทุนในหุ้นที่มีอัตราส่วนที่ศึกษาต่ำ (Value stocks) กับกลยุทธ์การลงทุนในหุ้นที่มีอัตราส่วนที่ศึกษาสูง (Growth Stocks) และเปรียบเทียบกับการลงทุนของตลาด (SET Index) ในกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงมีนาคม 2543 – กุมภาพันธ์ 2548 โดยใช้หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 เป็นตัวแทนในการศึกษา และวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ากลยุทธ์อัตราส่วนต่ำทุกกลยุทธ์ที่ศึกษา สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าอัตราส่วนสูงทุกกลยุทธ์ที่ศึกษา โดยอัตราส่วนต่ำทุกกลยุทธ์สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าตลาดในขณะที่อัตราส่วนสูงทุกกลยุทธ์สามารถสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่าตลาด ทั้งนี้กลยุทธ์การลงทุนตามเกณฑ์อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นต่ำในอัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์อื่นๆ นอกจากนี้เมื่อนำปัจจัยด้านขนาดมาพิจารณาพบว่า ผลการศึกษายังคงเป็นเช่นเดิมทั้งในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง และในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

Francis, Schipper และ Vincent (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ กำไรก่อนรายการพิเศษ (Earnings Before Extraordinary Items) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash from Operations) กับผลตอบแทนจากการลงทุน และคุณค่าของข้อมูลหากแยกมาตรวัดการดำเนินงานแต่ละประเภทสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ผลว่าหากใช้ EBITDA เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงาน วัดความสัมพันธ์กับสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาล สื่อสาร และพลังงานกับผลตอบแทนจากหุ้นจะให้คุณค่าของข้อมูลมากกว่าใช้ EBITDA กับอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากโครงสร้างการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาล พลังงาน และสื่อสาร ประกอบด้วยสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก ทำให้เกิดค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายจำนวนมากตามไปด้วย เพื่อขจัดความบิดเบือนทางบัญชีที่เกิดขึ้นจากนโยบายการบัญชีในการคำนวณค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย EBITDA จึงสะท้อนผลการดำเนินงานสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวได้ดีกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

Prober , Larry M.(2000) ศึกษาพบว่า EVA เป็นเครื่องมือในการรายงานทางการเงินที่ดีที่สุดที่ถูกใช้ในสหรัฐอเมริกา เพราะใช้หลักการที่มุ่งเน้นความสำเร็จขององค์กรเป็นหลัก (Successful Firm) และบริษัทควรต้องได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) และการปรับปรุงของ EVA นั้นพยายามที่จะแปลงกำไรทางบัญชี (รายได้หักค่าใช้จ่าย) ไปให้ใกล้เคียงกับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Income) มากที่สุดและการปรับปรุงเพื่อกำจัดบิดเบือนของเกณฑ์คงค้าง ซึ่งจะได้เป็นกระแสเงินสดส่วนเกินจากภาวะเสียโอกาสในต้นทุนเงินทุน ที่การคิดเงินทุนของบริษัทนั้นจะต้องคิดทั้งส่วนของหนี้สินและส่วนของเจ้าของ

Young และ O' Byrne (2001) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) หรือ EVA เป็นการวัดผลกำไรแท้จริงสิ่งนี้นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่ากำไรที่เหลืออยู่ (Residual Income) เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่แตกต่างจากมาตรวัดชนิดอื่นเนื่องจากได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเงินทุนทั้งหมดของบริษัท โดยคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีลบด้วยต้นทุนเงินทุนของบริษัททั้งด้านเจ้าหนี้และเจ้าของ

Degner Julia (2000) ได้ศึกษาเรื่อง “มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) และผลตอบแทนหลักทรัพย์” ได้ให้ความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของค่า EVA โดยการเพิ่มขึ้นของ EVA จะถูกมองว่าเป็นสาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น การวิเคราะห์นี้จึงมุ่งที่ประเด็นของ EVA และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยเลือกตัวอย่างเพื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยทั้งแบบ Multiple และ Simple จาก 3 กลุ่มตัวอย่าง ตัวอย่างแรกมาจาก 367 บริษัทใน S&P 500 ใช้ข้อมูล EVA ปี 1998 และผลตอบแทนรวมปี 1998-1999 กลุ่มที่ 2 มาจาก 30 บริษัทใน DJIA ใช้ข้อมูล EVA ปี 1998 และนำผลตอบแทนรวมของปี 1998-1999 กลุ่มที่ 3 มาจาก 55 บริษัทซึ่งสุ่มจาก S&P 500 โดยใช้ข้อมูล EVA และผลตอบแทนรวมของปี 1994-1998 ผลที่ได้รับคือความสัมพันธ์เป็นทิศทางตรงกันข้าม โดยตัวอย่างที่ 1 เกิดจากหลักทรัพย์ “New Economy” ใน S&P 500 ซึ่งอาจบิดเบือนผลลัพธ์ทำให้ความสัมพันธ์เป็นทิศทางตรงกันข้ามมากขึ้นหรือทำให้ EVA มีค่าต่ำลงแต่ผลตอบแทนรวมกลับมีค่าสูงขึ้นมาก กรณีตัวอย่างที่ 2 การเติบโตของ EVA ไม่มีผลต่อผลตอบแทนรวมที่ส่งผลในปีถัดไป จึงจะสนับสนุนสมมติฐานของตลาดประสิทธิภาพว่าถ้าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนรวมเป็นทิศทางเดียวกันแสดงว่า ข้อมูลของ EVA ถูกเผยแพร่ในปีเดียวกันแล้ว สำหรับตัวอย่างที่ 3 ผลลัพธ์คือ ไม่มีความสัมพันธ์กันเลยระหว่าง EVA และผลตอบแทนรวมในระยะสั้น ดังนั้นแม้ EVA จะเป็นเครื่องมือที่ถูกยอมรับในการวัดผลการ

ดำเนินงานของบริษัท แต่สามารถสะท้อนความสัมพันธ์ได้เพียงในระยะสั้นเท่านั้นและไม่อาจหาคำค่า EVA ใช้ในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้

Johannes de Wet และ John Henry Hall (2004) ได้ศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA, MVA และอัตราร้อยละการเปลี่ยนแปลง” โดยวิเคราะห์หาความสัมพันธ์จากการคำนวณแบบจำลอง 5 แบบซึ่งมียอดขายเท่ากัน แต่กำหนดให้ต้นทุนคงที่ ต้นทุนผันแปร หนี้สิน และทุนมีสัดส่วนต่างกัน แล้วนำมาคำนวณหาค่าไร, EVA และ MVA ปรากฏว่าทั้ง 3 รายการนี้มีจำนวนไม่แตกต่างกัน แต่เมื่อได้นำตัวเลขดังกล่าวของทั้ง 5 แบบจำลองมาคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงของการดำเนินงาน (Degree of operating leverage: DOL) ทางการเงิน (Degree of financial leverage: DFL) และ EVA (EVA leverage factor) ปรากฏว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของการดำเนินงาน (DOL) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับต้นทุนคงที่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับสัดส่วนหนี้สิน แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงของ EVA (EVA leverage factor) กลับมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนหนี้สิน แต่เมื่อนำมาคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงทั้งหมดซึ่งรวม EVA เข้าไปด้วย (Total leverage including EVA) กลับมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับต้นทุนคงที่ แสดงให้เห็นว่าการบริหารการเงินสามารถใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนคงที่และต้นทุนส่วนของเจ้าของ เพื่อให้มีกำไรมากที่สุดได้ และผลของการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันอื่น เช่น ยอดขายหรือต้นทุน ทำให้เกิดมูลค่าแก่ผู้มีส่วนได้เสีย

Otavio Ribeiro de Medeiros (2005) ได้ศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในประเทศบราซิล” การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล แต่เนื่องจากข้อมูลในการคำนวณ EVA นั้นไม่เพียงพอ จึงทำให้ได้บริษัทสำหรับการวิเคราะห์เพียง 6 บริษัท โดยมีข้อมูล EVA ในช่วงเวลา 4 ปี (1996-1999) ผลตอบแทนหลักทรัพย์มาจากการคำนวณ $\Delta \log s$ ของค่าเฉลี่ยของราคาหุ้นรายปี สำหรับแหล่งข้อมูล EVA มาจากนิตยสารธุรกิจ Brizilian และเว็บไซต์ของ Stern & Stewart แหล่งข้อมูลราคาหุ้นมาจากฐานข้อมูลของ Economatica แล้วนำมาหาความสัมพันธ์โดย t statistics ผลของการศึกษาพบว่า EVA มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์แต่ไม่มีความสัมพันธ์กันโดยตรง โดยผลตอบแทนหลักทรัพย์มีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงใน EVA ที่ผ่านไปแล้ว 1 ปี ผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าผลตอบแทน

หลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อ EVA ในอดีต แต่ข้อบกพร่องในการศึกษาครั้งนี้คือ ขนาดของตัวอย่างที่ใช้ มีขนาดเล็กเกินไป