

ผลกระทบของการวัดผลการดำเนินงานโดยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและวิธีอัตราส่วนทางการเงิน  
ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษา  
บริษัท กลุ่ม SET50

The Effect of Organization Performance Measurement by Economic Value Added and  
Financial Ratio on Stock Price of Listed Companies in Stock Exchange of Thailand :  
A Case of SET50 Index

ประภัศร กาย์เกิด<sup>1</sup> Prapatsorn Kabkerd

ดร.ธนาวุธ แสงกาศนีย์<sup>2</sup> Thanawut Saengkassanee

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาลักษณะของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ที่นำมาใช้  
ในการประเมินผลการดำเนินงานของธุรกิจ เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของการวัดผลการ  
ดำเนินงานระหว่างวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) กับวิธีอัตราส่วนทางการเงินด้านความสามารถ  
ในการทำกำไร (ROA ROE และEPS) และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้วัดผลการ  
ดำเนินงาน (ROA ROE EPS และEVA) กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET50 Index ระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ.2557  
โดยเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส เทคนิคที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์  
สมการถดถอยอย่างง่าย และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า ค่าเฉลี่ย EVA  
แต่ละปี ในระยะเวลาที่ทำการศึกษาทั้ง 5 ปี มีค่าเป็นบวก กิจการมี NOPAT เพียงพอที่จะสามารถชดเชย  
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นได้ สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่  
กิจการและสร้างความมั่งคั่งให้ผู้ถือหุ้นได้ ส่วนการเปรียบเทียบการวัดผลการดำเนินงานด้วยวิธี EVA  
กับกำไรสุทธิพบว่าให้ผลไปในทิศทางเดียวกัน คือ บริษัทที่มี EVA เป็นบวก ก็จะมีกำไรสุทธิเป็น  
บวกเช่นกัน ที่ 88%

ผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยอย่างง่าย พบว่า EVA รวมถึง ROA ROE และEPS  
สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น  
ร้อยละ 95 โดย EVA สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้น้อยที่สุด ประมาณ  
0.6% ส่วนผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณ โดยมีขนาดสินทรัพย์ของกิจการ(Firm Size)  
เป็นตัวแปรควบคุม พบว่า ROA ROE EPS และ EVA มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทาง

<sup>1</sup>นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

E-mail: num\_pk\_5@hotmail.com

<sup>2</sup>อาจารย์ที่ปรึกษา ภาควิชาบริหารธุรกิจ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ E-mail: thanawut.sa@psu.ac.th

เดียวกัน ทั้งนี้ Firm Size ที่พิจารณาร่วมกับ EVA ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ และจากค่า Adjusted R Square (Adj.R<sup>2</sup>) พบว่า Adj.R<sup>2</sup>ของ EPS สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้สูงสุด ประมาณ 58% รองลงมาคือค่า Adj.R<sup>2</sup>ของ EVA สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ประมาณ 19%

**คำสำคัญ** มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ, อัตราส่วนทางการเงิน, บริษัทกลุ่ม SET50 , ราคาหลักทรัพย์

## ABSTRACT

The objective of this study is to characterise the economic value added (EVA), to compare the relationship between the method of measuring the economic value added (EVA) with profitability ratios (ROA ROE and EPS) and to study the relationship between the variables used to measure performance (ROA ROE EPS and EVA) and stock price of listed companies in Stock Exchange of Thailand (SET50 Index). During 2010 to 2014. Descriptive analysis, simple regression and multiple regression are used to analyse the data. The results of this study found that the average EVA for each year was positive. We found that the average Invested Capital was likely to be higher every year, but the companies have enough NOPAT to offset the operating costs and cost of capital occurred. This can add value to the business and create wealth for shareholders. The comparison of performance between EVA and net income showed positive direction. Companies with positive EVA would have positive net income as well at 88%.

The results of simple regression analysis found that EVA including ROA ROE and EPS could explain stock price in the same direction (positive relationship) with statistical significance at a confidence level of 95 %. The EVA could explain stock price change at the lowest level about 0.6%. The results of multiple regression analysis showed that with the firm size as a control variable, ROA ROE EPS and EVA were positively correlated with stock price. The firm size that was considered with the EVA was not correlated with stock price and the value of Adjusted R Square (Adj. R<sup>2</sup>). We found that EPS could explain stock price up to 58%, followed by EVA could explain stock price at roughly 19%.

## บทนำ

ผลการดำเนินงานของบริษัทถือเป็นตัวสำคัญที่ผลักดันให้เกิดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งเดิมเป้าหมายหลักในการดำเนินธุรกิจคือการทำให้กำไรสูงสุด แต่ปัจจุบันเป้าหมายหลัก คือการสร้าง ความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

การวัดผลการดำเนินงานในแต่ละองค์กรหรือกิจการนั้น จะมีตัวชี้วัดที่จะตรวจสอบประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทได้ ซึ่งผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนส่วนใหญ่จะใช้ตัวชี้วัดทางการเงินประเภทอัตราส่วนทางการเงิน จากข้อมูลในอดีต โดยวิเคราะห์งบการเงินของกิจการ เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เพื่อวัดว่าบริษัทสามารถนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดกำไร มากน้อยเพียงใด อัตราผลตอบแทน (ROE) เพื่อวัดความสามารถในการทำกำไร ที่รวมถึงผลของการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน การลงทุน และการจัดหาเงิน และอัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ทำให้ผู้ลงทุนทราบถึงความสามารถในการดำเนินงานของผู้บริหาร และกำไรส่วนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากบริษัทต่อหุ้นหนึ่งหน่วย แต่อย่างไรก็ตามการวัดผลการดำเนินงาน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียว นั้น อาจไม่ได้บอกหรือสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้ ซึ่งด้วยสถานะเศรษฐกิจและกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไป จึงมีแนวคิดเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานใหม่ๆเกิดขึ้น มากมายเพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลง

จากข้อมูลดังกล่าว ทำให้มีการพัฒนาแนวคิดในการวัดผลการดำเนินงานใหม่ เพื่อให้มีความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น นั่นคือแนวคิดของ “กำไรทางเศรษฐกิจศาสตร์” หรือ “มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ” (Economic Value Added : EVA) บางตำราหรืองานวิจัยบางเล่มจะเรียกว่า “มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์” โดยแนวคิดดังกล่าวอยู่บนพื้นฐานที่ว่า ความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนของเงินทุนได้ทั้งหมด ซึ่งแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานแบบนี้ จะช่วยลดปัญหาหรือข้อบกพร่องของตัวชี้วัดทางการเงินแบบดั้งเดิม ที่มีปัญหาในแง่ของการวัดผลทางการเงิน โดยไม่ใช้เกณฑ์เงินสด ทำให้หลายครั้ง ส่วนกำไรที่เกิดขึ้นใหม่ไม่ได้แสดงถึงมูลค่าเพิ่มในอนาคต อีกทั้งข้อมูลตามงบการเงิน อาจถูกตกแต่งและอาจทำให้ผู้บริหารเข้าใจผิดในการตีความหมายของตัวเลขในงบการเงินต่างๆ ซึ่งจะนำไปสู่การตัดสินใจที่ผิดพลาดได้ ทั้งนี้วิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ยังถือเป็นเครื่องมือในการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพสูง ในแง่ของการทำให้แนวคิดการสร้างมูลค่ากระจายไปสู่ผู้บริหารระดับต่างๆ ผลักดันให้เกิดผลการปฏิบัติงานที่ดีและการติดต่อสื่อสารกับตลาดทุน โดยสะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ลงทุนจะนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มาเป็นอีกปัจจัยหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน

งานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยได้มุ่งเน้นความสนใจศึกษาลักษณะของ EVA ในการวัดผลกาดำเนินงาน เปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่าง EVA กับอัตราส่วนทางการเงิน (ROA ROE และ EPS) และตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์อย่างไร โดยผู้วิจัยได้เลือกศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มบริษัทใน SET50 เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าว น่าจะเป็นตัวแทนของตลาดได้ดี

### วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาลักษณะของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ที่นำมาใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของธุรกิจ
2. เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของการวัดผลการดำเนินงานระหว่างวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) กับวิธีอัตราส่วนทางการเงินด้านความสามารถในการทำกำไร (ROA ROE และ EPS)
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงาน (ROA ROE EPS EVA) และราคาหลักทรัพย์

### ทบทวนวรรณกรรม

#### 1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ในปัจจุบันแนวความคิดเรื่องมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นที่กล่าวถึงกันอย่างแพร่หลาย แม้ว่าตัวเลขทางบัญชียังถูกนำมาเป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลการดำเนินงานผลตอบแทนจากการลงทุน หรือ แม้แต่ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ก็ตาม แต่ยังมีกลุ่มผู้สนับสนุนมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจซึ่งมีแนวคิดที่ต่างออกไป โดยได้ให้เหตุผลว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ได้พิจารณาต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดรวมต้นทุนจากผู้ถือหุ้นด้วย จึงเป็นตัวช่วยให้ผู้บริหารตระหนักถึงความสำคัญในการใช้สินทรัพย์เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ(นภคลด ร่มโพธิ์, 2550)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า National Profit หรือ Shareholder Value Added เป็นตัววัดความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มในช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ EVA นั้นได้ถูกพัฒนาขึ้น โดย Stern Stewart & Company ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาระหว่างประเทศ โดย EVA ได้ตั้งอยู่บนรากฐานของแนวคิดเชิงกำไรเศรษฐกิจศาสตร์ (Economic Profit) หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ที่กล่าวว่าความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อ กิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Costs) และต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งหมดที่เกิดขึ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548)

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์แตกต่างไปจากกำไรทางบัญชี (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2548) ตามแนวคิดของนักบัญชีในแง่ที่ว่า กำไรทางบัญชีคำนวณขึ้นจากรายได้หักด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หักด้วยต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้ในรูปดอกเบี้ย โดยรับรู้เฉพาะดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้นเป็นต้นทุนเงินทุนและถือว่าต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นเป็นศูนย์ เมื่อได้หักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและดอกเบี้ยออกจากรายได้แล้ว กำไรที่เกิดขึ้นก็จะตกเป็นของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับนักเศรษฐศาสตร์แล้วกิจการจะยังคงไม่มีกำไรจนกว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินทุนทั้งหมดจะได้รับการชดเชยหมดสิ้น กล่าวคือกำไรที่แท้จริง จะเกิดขึ้นเมื่อได้มีการหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็ต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้หรือต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นออกจากรายได้จนหมดสิ้น

วิธีการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Charge หรือ}$$

$$EVA = NOPAT - (\text{Invested Capital} \times WACC)$$

โดยที่

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes เป็นกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีแล้ว คำนวณโดยนำกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) หักออกด้วย ผลคูณของอัตราภาษีกับกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี

Capital Charge = ต้นทุนเงินทุน

WACC = ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

Invested Capital = ทุนที่ลงไป (ที่ผ่านการปรับปรุงรายการบัญชีตามแนวคิด EVA แล้ว) ซึ่งมีค่าเท่ากับสินทรัพย์รวมหักหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย

## 2. แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) มีแนวคิดที่เชื่อว่าทุกๆ ณะ หุ้นจะมีมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) โดยมูลค่าที่แท้จริงนั้นจะขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ดังนั้นผู้ลงทุนควรจะประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis)

**อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning per Share : EPS)** ทำให้ผู้ลงทุนทราบถึงความสามารถในการดำเนินงานของผู้บริหารและกำไรส่วนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากบริษัทต่อหุ้นหนึ่งหน่วย

**อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)** แสดงถึงผลตอบแทนต่อส่วนทุนของบริษัทที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ และเป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร ที่รวมถึงผลของการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน การลงทุนและ การจัดหาเงิน

**อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA)** แสดงถึงความสามารถของบริษัทในการทำกำไรเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ที่บริษัทมีทั้งหมดโดยไม่สนใจแหล่งที่มาของเงินทุนในการจัดหาสินทรัพย์ ซึ่งการวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ให้เกิดกำไรนั้นสะท้อนถึงสินทรัพย์ที่มีอยู่ ทำให้เกิดกำไรได้เท่าใด

### 3. ดัชนี SET50

ในปี พ.ศ. 2538 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตระหนักถึงการพัฒนาอย่างต่อเนื่องและรวดเร็วของตลาดทุนไทยตลอดระยะเวลา 2 ทศวรรษ ดังนั้นเพื่อเตรียมความพร้อมรองรับการเติบโตและความก้าวหน้าของนวัตกรรมทางการเงิน ตลาดหลักทรัพย์จึงได้เริ่มการคำนวณ SET50 Index เพื่อใช้เป็นดัชนีอ้างอิง (Underlying Index) สำหรับการออกสินค้าและผลิตภัณฑ์ใหม่ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการลงทุนแก่นักลงทุน

#### ระเบียบวิธีวิจัย

**ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง** คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มบริษัทใน SET 50 Index โดยทำการศึกษาในระยะเวลา 5 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2557 และจัดเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส

**แหล่งข้อมูล** การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัย เก็บข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการเก็บข้อมูลจากแหล่งต่างๆ ดังนี้

1) เว็บไซต์ของของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ([www.sec.or.th](http://www.sec.or.th)) โดยทำการเก็บข้อมูลงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 ระหว่างปี 2553-2557

2) เว็บไซต์ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)) โดยทำการเก็บข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน (ROA ROE และ EPS) ราคาปิดของหุ้นสามัญ และข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของบริษัทในกลุ่มดัชนี SET50 ระหว่างปี 2553-2557

3) เว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย ([www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)) โดยทำการเก็บข้อมูลอัตราดอกเบี้ย ของพันธบัตรรัฐบาล จากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Long-term Government Bonds)

ผู้วิจัยนำข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมทั้งหมดมาวิเคราะห์ คำนวณ ตามระเบียบวิธีวิจัยโดยมีวิธีการ ดังนี้

1) ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price) ใช้ข้อมูลราคาปิดของหุ้นสามัญในดัชนี SET50 และจัดเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส เป็นข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2557

2) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) คำนวณผลต่างของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี(NOPAT) กับต้นทุนของเงินทุน (Capital Charged) โดยคำนวณจากผลคูณของเงินลงทุน (Invested Capital) และต้นทุนของเงินทุนถ่วงน้ำหนัก (WACC)

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ที่คำนวณได้จะอยู่ในรูปของจำนวนเงิน ปรับให้มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ เพื่อนำไปใช้เปรียบเทียบผลการปฏิบัติงานระหว่างบริษัทที่มีขนาดต่างกัน จะต้องทำให้ อยู่ในรูปมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจแบบมาตรฐาน (Standardized EVA) ดังนี้

$$\text{Standardized EVA} = \frac{\text{EVA}}{\text{Invested Capital}} \times 100$$

3) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit after Taxes : NOPAT) ซึ่งคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Taxes Rate})$$

4) การคำนวณต้นทุนเงินทุนถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) คือ ต้นทุนเงินทุนของกิจการ ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนจากแหล่งเงินทุน 2 แหล่ง คือ ต้นทุนจากการก่อหนี้ (Cost of Debt) และต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

$$\text{WACC}_{it} = [W_{dit} \times K_{dit} \times (1-T)] + [W_{eit} \times K_{eit}]$$

5) การคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) โดยผู้วิจัยจะใช้ข้อมูลของอัตราส่วนทางการเงินที่คำนวณไว้แล้ว จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com))

6) การคำนวณขนาดของกิจการ (Firm Size) เพื่อเป็นตัวแปรควบคุม ผู้วิจัยเลือกการคำนวณขนาดของกิจการ ด้วยวิธีคำนวณจากขนาดสินทรัพย์รวม โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com)

สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ทำการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีสำหรับข้อมูล NOPAT และ Invested Capital เพื่อคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ โดยนำเสนอรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีอ้างอิงจากงานวิจัยของนริศรา นันตภาวิวัฒน์ (2550)

ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วย

1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อศึกษาคุณลักษณะของตัวแปรต่างๆ โดยใช้หลักการทางสถิติ ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2) การวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) โดยการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation coefficient) เพื่อหาความสัมพันธ์ของการวัดผลการดำเนินงานระหว่างวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานวิธีอัตราส่วนทางการเงินด้านความสามารถในการทำกำไร (ROA ROE EPS) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย (Simple Regression Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) โดยมีการเพิ่มขนาดของกิจการ (Firm Size) เป็นตัวแปรควบคุม

### สรุปและอภิปรายผล

การศึกษาครั้งนี้ เก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทกลุ่ม SET50 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2553- 2557) ศึกษาข้อมูลเป็นรายไตรมาส ซึ่งจากการรวบรวมข้อมูลและวิเคราะห์ผลด้วยโปรแกรมทางสถิติ พบว่า EVA ค่าต่ำสุดเท่ากับ -43,420,425.36 พันบาท (ปี 2556) ค่าสูงสุดเท่ากับ 147,544,932.40 พันบาท (ปี 2555) ค่าเฉลี่ยทั้ง 5 ปี เท่ากับ 15,421,009.29 พันบาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานทั้ง 5 ปี เท่ากับ 22,359,831.81 พันบาท ข้อมูล EPS พบว่าค่าต่ำสุดเท่ากับ -11.57 บาท (ปี 2556) ค่าสูงสุดเท่ากับ 48.91 บาท (ปี 2553) ค่าเฉลี่ยทั้ง 5 ปี เท่ากับ 1.38 บาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานทั้ง 5 ปี เท่ากับ 2.83 บาท ข้อมูล ROA พบว่าค่าต่ำสุดเท่ากับ -38.15% (ปี 2554) ค่าสูงสุดเท่ากับ 69.28% (ปี 2556) ค่าเฉลี่ยทั้ง 5 ปี เท่ากับ 11.68% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 10.81% และข้อมูล ROE พบว่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ -107.88% (ปี 2556) ค่าสูงสุดเท่ากับ 99.21% (ปี 2556) ค่าเฉลี่ยทั้ง 5 ปี เท่ากับ 18.93% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 16.75% ทั้งนี้การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานตามแนวคิด EVA พบว่าค่าเฉลี่ย EVA แต่ละปี ในระยะเวลาที่ทำการศึกษาทั้ง 5 ปี มีค่า



เป็นบวก และพบว่า Invested Capital (ทุนที่ลงไป) มีแนวโน้มค่าเฉลี่ยสูงขึ้นทุกปี แต่กิจการมี NOPAT เพียงพอที่จะสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นได้

ในด้านการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานตามแนวคิด EVA กับผลการดำเนินงานด้วยกำไรสุทธิ พบว่า โดยเฉลี่ย 93% ให้ผลในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ประมาณ 88% บริษัทที่มี EVA เป็นบวก ก็จะมีกำไรสุทธิเป็นบวกเช่นกัน และ 5% บริษัทที่มี EVA เป็นลบ ก็จะมีกำไรสุทธิเป็นลบด้วยเช่นกัน และในสัดส่วนที่เหลือพบว่ามิผลในทิศทางตรงกันข้าม คือ บริษัทที่มี EVA เป็นลบ จะมีกำไรสุทธิเป็นบวก คิดเป็น 5% และบริษัทที่มี EVA เป็นบวก จะมีกำไรสุทธิเป็นลบ คิดเป็น 2% สอดคล้องกับงานวิจัยของอัญชญา ศิริรักษ์ (2552) พบว่า EVA และกำไรสุทธิให้ผลในทิศทางเดียวกัน ประมาณ 62% แต่จากงานวิจัยของสุคนรี ชีร์ศิริ โขติ (2545) และงานวิจัยของกฤษฎาพร อุณหวัชณ์ดดา (2550) พบว่า EVA และกำไรสุทธิให้ผลในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งนี้จากผลการวิจัยที่แตกต่างกัน อาจเนื่องจากระยะเวลาการศึกษา วิธีการเก็บข้อมูล และกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา เช่น ในงานวิจัยของสุคนรี ศึกษาข้อมูลเพียง 3 ปี (ปี 2542-2544) ส่วนงานวิจัยของกฤษฎาพร ศึกษาเฉพาะกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค

ในด้านการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) กับวิธีอัตราส่วนทางการเงินด้านความสามารถในการทำกำไร (ROA ROE และEPS) ผลการศึกษาพบว่า EVA มีความสัมพันธ์กับ ROA ROE และ EPS ไปในทิศทางเดียวกัน โดย EVA มีความสัมพันธ์กับ ROE สูงสุด ณ ระดับค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.597 รองลงมาคือ ROA มีค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.575 และ EVA มีความสัมพันธ์กับ EPS ในระดับน้อยที่สุด ณ ระดับค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.088 สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุคนรี ชีร์ศิริ โขติ (2545) พบว่า EVA มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ROA ROE และ EPS โดยตัวชี้วัดเหล่านี้สามารถอธิบายมูลค่าของ EVA ได้ประมาณ 20-40% แต่ในงานวิจัยของจรรยาพรณ จิตวรพันธ์ (2546) พบว่า อัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนจากหุ้นได้มากกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ส่วนในงานวิจัยของอัญชญา ศิริรักษ์ (2552) พบว่า EVA มีความสัมพันธ์กับ ROA ROE และ EPS ไปในทิศทางเดียวกัน แต่ ROA สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าของ EVA ได้สูงสุด แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยครั้งนี้ที่พบว่า ROE สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงค่าของ EVA ได้สูงสุด

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยอย่างง่าย พบว่า EVA สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ รวมถึงอัตราส่วนทางการเงินด้านความสามารถในการทำกำไร (ROA ROE EPS) สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดย EPS สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้มากที่สุด ประมาณ 58% รองลงมาคือ ROE กับ ROA สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ ประมาณ 4% , 2% ตามลำดับ ส่วน

EVA สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้น้อยที่สุด ประมาณ 0.6% สอดคล้อง งานวิจัยของณัฐกานต์ กุ้ววงศ์บัณฑิต (2549) พบว่า EVA สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ เช่นเดียวกันกับกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย แต่ขัดแย้งกับ งานวิจัยของ วราลี ทองพุ่มพุกษา (2553) ที่พบว่า EVA มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ราคาหลักทรัพย์

ส่วนผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณ โดยมีขนาดสินทรัพย์ของกิจการ(Firm Size) เป็นตัวแปรควบคุม พบว่าทั้ง ROA ROE EPS และ EVA มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ใน ทิศทางเดียวกันที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งจากงานวิจัยของ ภณิดา สัจจะเดชาชัย (2550) พบว่า มีเพียงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม(ROA) ที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ส่วนงานวิจัยรัชวิน โอจรัสพร(2551) พบว่า อัตราส่วนทางการเงิน ที่มีความสัมพันธ์กับการ เปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์นั้น มี 2 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อ หุ้น (EPS)และอัตราส่วนผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)โดยมีความ สัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

ทั้งนี้ในส่วนการวิเคราะห์ EVA พบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของสุเวช ปิยะรัตนวัฒน์ (2548) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง EVAกับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทาง เดียวกัน และงานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2551) พบว่า EVA มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ ราคาหลักทรัพย์ แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของปิยวรรณ เอี่ยมมงคลกุล (2549) ที่พบว่า EVA มีความ สัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ มีการใช้ขนาดสินทรัพย์ของกิจการ(Firm Size) เป็นตัวแปรควบคุม ผล การวิเคราะห์พบว่า Firm Size ที่พิจารณาร่วมกับ ROA ROE EPS มีความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทาง เดียวกัน แต่ทั้งนี้เมื่อพิจารณาร่วมกับ EVA พบว่า Firm Size ไม่มีความ สัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ และจากค่า Adjusted R Square (Adj.R<sup>2</sup>) พบว่า Adj.R<sup>2</sup> ของ EPS สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ สูงสุดประมาณ 58%รองลงมาคือค่า Adj.R<sup>2</sup> ของ EVAสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ประมาณ 19% ส่วนค่า Adj.R<sup>2</sup>ของ ROA และ ROE สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ประมาณ 18% และ 14% ตามลำดับ

#### ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

1.) ระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งเป็นข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี (พ.ศ.2553-2557) โดยช่วง ระยะเวลาดังกล่าวมีเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่อการค้าเงินธุรกิจ เช่น สถานการณ์ทาง การเมืองภายในประเทศ ภัยทางธรรมชาติ การผันผวนของค่าเงิน ฯ รวมทั้งปัจจัยที่เกิดจากตัวธุรกิจ นั้นๆเอง ดังนั้นงานวิจัยครั้งนี้ แม้จะใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ก็ไม่สามารถจะขจัดผลกระทบที่ส่งผล ต่อการค้าเงินงาน และงบการเงินได้ทั้งหมด

2.) การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ซึ่งเป็นการปรับปรุงรายการ NOPAT และ Invested Capital ไม่ได้มีการกำหนดเป็นเกณฑ์ที่แน่นอนว่าต้องมีการปรับปรุงรายการอะไรบ้าง ทำให้การเลือกรายการที่จะนำมาปรับปรุงเพื่อใช้คำนวณ NOPAT และ Invested Capital จึงขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้นำไปใช้ ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) อาจจะยังไม่สมบูรณ์และขาดความสม่ำเสมอของค่าที่คำนวณได้

3.) การคำนวณต้นทุนของการก่อหนี้ (Cost of Debt :  $K_D$ ) ซึ่งเป็นการคำนวณเพื่อนำมาคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) งานวิจัยครั้งนี้ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับเงินให้สินเชื่อลูกค้ารายใหญ่ขั้นต่ำ (MLR: Minimum Loan Rate) เฉลี่ย ของ 5 ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารกรุงศรีอยุธยา ทำให้งานวิจัย อาจไม่สะท้อนถึงต้นทุนการก่อหนี้ที่แท้จริงของแต่ละธุรกิจได้

4.) การนำทฤษฎี CAPM มาใช้เพื่อคำนวณต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity :  $K_E$ ) ซึ่งเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมอย่างมาก แต่ CAPM จะใช้ได้ก็ต่อเมื่อตลาดทุนเป็นตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นจริงได้ยากในทางปฏิบัติ ทั้งนี้ในส่วนประกอบของสมการ CAPM ต้องมีการคำนวณหาค่าเบต้า ( $\beta$ ) และอัตราผลตอบแทนของตลาด ( $R_m$ ) ซึ่งต้องใช้ข้อมูลราคาปิดของ SET50 Index และราคาปิดของแต่ละหลักทรัพย์มาคำนวณ ค่าที่คำนวณได้จึงอาจจะไม่ใช่ตัวแทนตลาดที่ดีนักในการคำนวณต้นทุนของผู้ถือหุ้น ( $K_E$ ) ส่งผลให้ EVA ที่คำนวณได้นั้นไม่สะท้อนกับความเป็นจริงทั้งหมด

#### ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัย

1.) การศึกษาครั้งต่อไป อาจขยายขอบเขตการศึกษาออกไป เช่น ช่วงระยะเวลาการศึกษา 10 ปี หรือขยายกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทกลุ่ม SET50 เป็นบริษัทกลุ่ม SET100 ซึ่งอาจจะทำให้ผลการศึกษาชัดเจนขึ้น หรืออาจศึกษาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อจะได้เห็นรายละเอียดข้อมูลแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่ชัดเจนมากขึ้น อาจส่งผลให้มีค่า EVA ที่แตกต่างกัน เนื่องจากแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมก็จะมีลักษณะการดำเนินงาน เงินลงทุน ต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน

2.) เพิ่มตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ เข้าไปในการศึกษาครั้งต่อไป เพื่อดูว่าจะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ ได้เพิ่มมากขึ้นหรือไม่และเป็นไปในทิศทางใด

3.) การวิจัยครั้งต่อไป อาจศึกษาเพิ่มเติมในแง่ของการวิเคราะห์เปรียบเทียบการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจระหว่างแบบที่มีการปรับปรุงรายการทางบัญชี กับแบบที่ไม่มีรายการปรับปรุงรายการทางบัญชีว่าให้ผลแตกต่างกันอย่างไรเป็นสาระสำคัญหรือไม่ อย่างไร

## บรรณานุกรม

- กฤษฎาพร อุ้นธวัชนำดดา. (2550). การวัดผลการดำเนินงานขององค์กรตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต โครงการปริญญาโทสาขาบริหารธุรกิจภาคค่ำ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- จรรยาบรรณ จิตวรพันธ์. (2546). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ : การศึกษาจากประเทศไทย. วิทยานิพนธ์หลักสูตรวิทยาศาตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ณัฐกานต์ กุ้วงศ์บัณฑิต. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. วิทยานิพนธ์หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- รัชวิน โอจรัสพร. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินหลักกับราคาหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- นภดล ร่มโพธิ์, ดร. (2550). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการเพิ่มผลผลิตภาพขององค์กร. วารสารการบริหาร30(113), (มกราคม-มีนาคม 2550): 7-9
- นริศรา นันตาทิววัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ฝ่ายพัฒนาธุรกิจ ตราสารหนี้และอื่นๆ. (2556). ดัชนีราคา SET50 Index และ SET100 Index. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ภณิดา สัจจะเดชาชัย. (2550). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (2548). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ: มิติใหม่ของการสร้างมูลค่ากิจการและการสร้างระบบผลตอบแทนพนักงาน (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร: ธรรมนิติ เพรส.

- วราลี ทองพุ่มพุกษา. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร. งานวิจัยหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สุดนรี ชีรศิริ โชติ. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ(EVA) และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทใน SET50. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุเวช ปิยะรัตน์วัฒน์. (2548). การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับราคาหุ้นของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ.2000-2004. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- อัญชญา ศิริรักษ์. (2552). การวัดผลการดำเนินงานโดยวิธีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ กรณีศึกษาบริษัทกลุ่ม SET50 INDEX . การศึกษาค้นคว้าอิสระ โครงการปริญญาโทสาขาบริหารธุรกิจ ภาควิชาบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.