

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรม

แนวคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรมกับการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวโดยสังเขป ได้ดังนี้

2.1 ทฤษฎีและแนวคิด

1. ความหมายของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์(Economic Value Addresses)
2. การคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์
3. การปรับปรุงรายการทางการบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์
4. ต้นทุนเงินลงทุนของเงินลงทุนถัวเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital :

WACC)

5. มูลค่าเพิ่มของตลาด Market Value management (MVA)

2.2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิด

ในการศึกษาความสัมพันธ์ของ EVA ต่อราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังนี้

3.1.1 ความหมายของมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์(Economic Value Addresses) (วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ,2545)

EVA เป็นตัววัดผลปฏิบัติงานที่การบริหารเน้นมูลค่า (Value Based Management : VBM) นำมาใช้เป็นตัวมาตรวัดด้านการเงินของผลตอบแทนและมูลค่าในช่วงเวลาหนึ่งๆ EVA ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่เรียกว่ากำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ซึ่งกล่าวว่าความมั่นคงจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Cost) และต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital)

2.1.2 การคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (เริงรัก จำปาเงิน , 2544)

จากที่กล่าวมาแล้ว EVA หาได้จากกำไรจากการดำเนินงานหักด้วย Capital Charges สำหรับต้นทุนค่าเสียโอกาสของเงินลงทุนหรืออาจกล่าวได้ว่า EVA เป็นค่าประมาณของกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือจำนวนของกำไรสูงกว่าผลตอบแทนที่ต้องการ ซึ่งผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่อาจได้รับหากนำเงินลงทุนดังกล่าวไปลงทุนในหลักทรัพย์อื่นๆที่มีความเสี่ยงในระดับเดียวกันสูตรในการคำนวณคือ

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{Capital Charges} \\ &= \text{NOPAT} - (\text{Invested Capital} * \text{WACC}) \end{aligned}$$

โดยที่

Capital Charges	หมายถึงต้นทุนเงินทุน
Invested Capital	หมายถึงเงินทุนของผู้ถือหุ้น
WACC	หมายถึงต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

ในการคำนวณหาค่า EVA นั้นต้องหาค่าของ NOPAT และ WACC ซึ่งการหาค่าของ NOPAT ต้องปรับปรุงรายการทางการบัญชี เพื่อให้เป็นกำไรที่สะท้อนมูลค่าเพิ่มของกิจการอย่างแท้จริง

2.1.3 การปรับปรุงรายการทางการบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

1) วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงตัวเลขกำไร (วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ,2545)

วัตถุประสงค์ของการปรับปรุงตัวเลขกำไรเพื่อแก้ไขความโน้มเอียงหรือการบิดเบือนที่เกิดจากแนวโน้มของฝ่ายจัดการในการปรับแต่งตัวเลขทางการบัญชีและที่เกิดจากจุดอ่อนของหลักการบัญชีรับรองทั่วไป รายการปรับปรุงทางการบัญชีภายใต้การหาค่า EVA ไม่มีมีกฎเกณฑ์ที่เป็นที่ยอมรับของทุกฝ่ายเนื่องจากรายการปรับปรุงดังกล่าวมุ่งเน้นไปที่ประเด็น (1) ความหลากหลายของวิธีการบัญชี (2) การวัดผลปฏิบัติงาน (3) สิ่งจูงใจเป็นสำคัญ รายการปรับปรุงทางการบัญชีเพื่อให้ได้กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax : NOPAT)

2) รายการปรับปรุงรายการกำไรทางการบัญชีให้เป็นกำไรในทางเศรษฐศาสตร์ (พรสรัญ รุ่งเจริญกิจกุล ,2545)

ในการพยายามวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ (Performance Measurement) เป็นเป้าหมายในการจัดทำข้อมูลทางการเงิน แต่ปัจจุบันนี้แนวคิดใหม่ๆใน

การวัดผลการดำเนินงานได้มีการพัฒนาไปมากเพื่อให้ทันกับสถานะเศรษฐกิจ และวิธีดำเนินธุรกิจ ในปัจจุบัน ผู้มีส่วนได้เสียในธุรกิจเริ่มตระหนักว่าการวัดผลการดำเนินงานที่อาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตแต่เพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอ เพราะหลักการบัญชีรับรองทั่วไปหรือ GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) นั้นไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจได้ผู้ถือหุ้นที่ตนถืออยู่นั้น เพิ่มขึ้นหรือลดลงในเชิงเศรษฐกิจอย่างไร

ในการวัดผลกำไรและฐานะของกิจการทางบัญชี ขึ้นอยู่กับนโยบายบัญชีและมาตรฐานบัญชีที่กิจการใช้ ปัจจุบันประเทศต่างๆในโลกไม่ได้ใช้มาตรฐานการบัญชีเดียวกัน ดังนั้นบริษัทเดียวกันอาจจะมีผลดำเนินงานที่ตรงกันข้ามกันก็ได้

นอกจากนั้นปรัชญาการบริหารธุรกิจในปัจจุบันจะมุ่งเน้นไปที่การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นเป็นหลักหรือเรียกว่า กำไรทางเศรษฐศาสตร์ การพยายามวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ (Performance Measurement) เป็นเป้าหมายในการจัดการเพื่อเพิ่มมูลค่าในองค์กรอย่างแท้จริง (Value Base Management :VBM) จึงต้องการวิธีวัดผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกัน ทำให้มีการพัฒนาหลักการวัดผลกำไรที่สะท้อนถึงสถานะทางเศรษฐกิจมากขึ้นเรียกว่ากำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit)ซึ่งเป็นการให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added หรือ EVA)

EVA จะตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวความคิดด้านเศรษฐศาสตร์ที่ว่าความมั่นคงจะเพิ่มพูนขึ้นได้ก็ต่อเมื่อกิจการสามารถรับมือได้กับต้นทุนในการดำเนินงาน (Operating Cost) และต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ในขณะที่ GAAP ไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนทางการเงิน ฉะนั้นการหา EVA จึงต้องทำการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีปกติ ซึ่งสามารถปรับปรุงดังนี้

ในการคำนวณหาค่า EVA ต้องปรับปรุงรายการกำไรทางบัญชีให้เป็นกำไรในการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีหรือ Net Operating Profit After Tax : NOPAT ซึ่งได้ปรับปรุงรายการต่างๆโดยไม่รวมต้นทุนทางการเงินคือดอกเบี้ยจ่ายเนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่แท้จริงทั้งหมด จะถูกนำไปคิดอยู่ใน Capital Charge แล้ว และมีการปรับปรุงรายได้และรายจ่ายบางประเภทเพื่อให้สะท้อนแนวความคิดเชิงเศรษฐศาสตร์มากขึ้น ซึ่งรายการปรับปรุงมีจำนวนมากดังนั้นจึงยกมาเฉพาะรายการหลักที่ต้องปรับปรุงมีดังนี้

1. การจัดหาเงินเพื่อดำเนินธุรกิจ (Financing) คือการปรับปรุงเกี่ยวกับดอกเบี้ยจ่าย
2. สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน (Non Current Assets) คือการปรับปรุงเกี่ยวกับการคิดค่าเสื่อมราคา และการตีราคาสินทรัพย์

3. สินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) คือปรับปรุงเกี่ยวกับการตัดจำหน่ายและการตีราคาสินทรัพย์
4. สินทรัพย์นอกงบดุล (Off Balance Assets) คือ ปรับปรุงเกี่ยวกับการรับรู้ การบันทึกและการตีราคาสินทรัพย์
5. การลงทุน (Investments) สำหรับบริษัทที่ไม่ได้ทำธุรกิจเกี่ยวกับการลงทุน โดยเฉพาะ คือการปรับปรุงเกี่ยวกับการวัดค่า และการบันทึก
6. รายการที่ไม่ปกติ (Abnormal Items) เช่นค่าความนิยม การตัดจำหน่ายสินทรัพย์ การปรับโครงสร้างหนี้ การเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชี และรายการพิเศษอื่นๆ คือปรับปรุงเกี่ยวกับการรับรู้เป็นต้นทุน
7. สินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน (Non Operating Assets) เช่นเงินสดที่เกินความต้องการ สินทรัพย์ที่มีไว้ขาย สินทรัพย์ระหว่างก่อสร้าง คือการปรับปรุงเกี่ยวกับการตัดออกจากสินทรัพย์ดำเนินงาน (Capital Employed)
8. การตั้งสำรองต่างๆ (Provisions) เช่นการตั้งสำรองค่าเผื่อการลดค่าของสินทรัพย์ หรือสำรองเผื่อหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น คือปรับปรุงเกี่ยวกับการบันทึกกำไรและบันทึกสินทรัพย์
9. ภาษีต่างๆ (Taxes) คือปรับปรุงเกี่ยวกับภาษีที่นำไปหักจาก NOPAT
10. รายการเบ็ดเตล็ดต่างๆ (Miscellaneous Items) เช่นการสำรองเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน รายการระหว่างกันของบริษัทที่เกี่ยวข้องกัน คือปรับปรุงเกี่ยวกับการวัดค่า และการบันทึก
11. ข้อยกเว้นเฉพาะอุตสาหกรรม (Specific Industry Exception) เช่นบริษัทที่ทำการบริหารสินทรัพย์ คือปรับปรุงเกี่ยวกับการวัดค่าและการบันทึก

2.1.4 ต้นทุนเงินลงทุนของเงินลงทุนถัวเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital : WACC)(คูมาลี จิวมิตร, 2544)

ต้นทุนเงินทุนมีความสำคัญในเรื่องของงบลงทุน โดยที่ต้นทุนของเงินทุนจะใช้อัตราส่วนลดเพื่อหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคต กิจการส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่นหุ้นกู้ และหุ้นสามัญ ซึ่งต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้นจึงต้องเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนทั้งจำนวนนั้น ดังนั้นในการคำนวณหาต้นทุนของเงินลงทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต้องพิจารณาถึงสัดส่วนและต้นทุนของหนี้สินและทุนของกิจการ รวมทั้งภาษีที่ประหยัดได้ของดอกเบี้ยจ่ายประกอบกัน

WACC	=	$W_d k_d (1-T) + W_{ps} k_{ps} + W_e k_e$
WACC	=	ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย
W_d	=	สัดส่วนของหนี้สิน
W_{ps}	=	สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิ
W_e	=	สัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้น
k_d	=	ต้นทุนของหนี้สิน
k_{ps}	=	ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ
k_e	=	ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น
T	=	อัตราภาษีอากร

ซึ่งการคำนวณหาต้นทุนเงินทุนในส่วนของต้นทุนหนี้สินและต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีรายละเอียดดังนี้

1) ต้นทุนหนี้สิน (k_d) คำนวณโดยนำอัตราดอกเบี้ยของหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระผูกพันมาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก หากหมายเหตุประกอบงบการเงินใดไม่ระบุถึงอัตราดอกเบี้ยจะใช้อัตราเงินเบิกเกินบัญชี อัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดี และอัตราดอกเบี้ยสูงสุด ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยถัวเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย

k_i	=	$k (1-T)$
k	=	ต้นทุนเงินกู้ยืม
T	=	ภาษีอากร

ซึ่งต้นทุนหนี้สินรวมถึงต้นทุนจากการออกหุ้นกู้คำนวณได้จาก

$$k_b = \frac{I + D/n}{(P + MV)/2}$$

k_b	=	ต้นทุนหุ้นกู้ก่อนหักภาษี
I	=	เบี้ยจ่ายภายใน 1 ปี
D	=	ผลต่างของจำนวนเงินที่ขอกู้และจำนวนเงินได้รับจริงหรือผลต่างระหว่างราคาตราไว้กับราคาตลาดของหุ้นกู้ 1 หุ้น

n	=	ระยะเวลาการกู้หรืออายุหุ้นกู้
P	=	จำนวนเงินของกู้หรือตราไว้ในหุ้นกู้
MV	=	จำนวนเงินที่ได้รับจริงจากการขอกู้หรือราคาตลาดของหุ้นกู้

2) ต้นทุนหุ้นบุริมสิทธิ (k_{ps}) หุ้นบุริมสิทธิมีอัตราเงินปันผลที่ระบุไว้คงที่ และเงินปันผลจ่ายนี้ถือเป็นรายจ่ายหรือต้นทุนของการที่ธุรกิจที่ได้เงินจากการออกหุ้นบุริมสิทธิขามาในการลงทุนต้องจ่ายที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ์เป็นรายจ่ายที่ธุรกิจไม่สามารถนำไปหักภาษีได้ ดังนั้นการคำนวณต้นทุนหุ้นบุริมสิทธิไม่ต้องคำนวณต้นทุนหลังหักภาษี

$$k_{ps} = \frac{dps}{mps}$$

$$\begin{aligned} dps &= \text{เงินปันผลต่อหุ้น} \\ mps &= \text{จำนวนเงินสุทธิที่ได้จากการออกหุ้นบุริมสิทธิ} \end{aligned}$$

3) ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (k_e) ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณโดยใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) เป็นแบบจำลองการประเมินทรัพย์สินส่วนทุนเป็นแบบจำลองที่กำหนดความคาดหวังของนักลงทุนหรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนในหุ้นสามัญ โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความเสี่ยง ความเสี่ยงที่เป็นระบบของผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่สัมพันธ์กับตลาดโดยรวมหรือค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ และส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาดซึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เฉลี่ย หักลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

$$k_e = R_f + (R_m - R_f) \beta$$

$$k_e = \text{อัตราผลตอบแทนที่ต้องการหรืออัตราราค}$$

$$R_f = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ไม่มีความเสี่ยง}$$

$$R_m = \text{อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด}$$

$$\beta = \text{ค่าเบต้าของหลักทรัพย์}$$

2.1.5 มูลค่าเพิ่มของตลาด Market Value management (MVA) (เริงรัก จำปาเงิน, 2544)

วัตถุประสงค์พื้นฐานคือการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งจะเอื้อประโยชน์โดยตรงแก่ผู้ถือหุ้นและทรัพยากรที่มีจำกัดถูกจัดสรรอย่างมีประสิทธิภาพอันจะเป็นผลทำให้

เศรษฐกิจโดยรวมได้รับประโยชน์ตามไปด้วย ผู้ถือหุ้นจะมีความมั่งคั่งสูงสุดได้โดยการที่ผู้บริหารพยายามทำให้ผลแตกต่างของมูลค่าตามราคาตลาดในส่วนของเจ้าของกับเงินทุนที่จัดหาจากนักลงทุนในส่วนของเจ้าของนั้นสูงที่สุดซึ่งผลแตกต่างนี้เรียกว่า มูลค่าเพิ่มของตลาด Market Value management (MVA)

MVA และ EVA จะมีความสัมพันธ์กันไม่โดยตรงนัก ถ้าอดีตเคยมี EVA เป็นลบ MVA ก็อาจจะเป็นลบได้ด้วย และถ้า EVA เป็นบวก MVA ก็มักจะเป็นบวกด้วย อย่างไรก็ตามราคาตลาดของหุ้นสามัญซึ่งเป็นปัจจัยหลักในการคำนวณหา MVA นั้นจะขึ้นอยู่กับผลงานในอดีต ดังนั้นถ้าเคยมีอดีต EVA เป็นลบอาจมี MVA เป็นบวก เมื่อใช้ EVA หรือ MVA ในการประเมินผลงานของผู้บริหารนั้น EVA มักจะถูกใช้มากกว่าเพราะ EVA จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าเพิ่มขึ้นในระหว่างปีใดปีหนึ่งในขณะที่ MVA แสดงถึงผลการดำเนินงานตลอดมาของบริษัทตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง และ EVA สามารถนำไปประยุกต์ใช้ในแต่ละแผนก หรือแต่ละหน่วยได้ ในขณะที่ MVA จะใช้วัดผลงานโดยรวมของทั้งกิจการด้วยเหตุผลดังกล่าว MVA ใช้วัดผลงานผู้บริหารระดับสูง และระยะยาวมากกว่า

ดังนั้นการสะท้อนถึงความสัมพันธ์ของค่า EVA กับ MVA ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าค่าของ EVA และ MVA มีความสัมพันธ์กันแม้ว่าความสัมพันธ์นั้นอาจจะไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างเต็มที่ แต่ก็สามารถบอกได้ว่าทั้งสองค่ามีความสัมพันธ์กันแม้ว่าไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันซึ่งอาจเป็นปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ตัวหนึ่งได้เช่นกันซึ่งถ้า MVA มีแนวโน้มสูงขึ้นราคาของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์อาจสูงขึ้นตามไปด้วย

3.2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

รวินันท์ เอกลักษณ์านนท์ (2546) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ(EVA) และมูลค่าเพิ่มของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อประยุกต์หลักการและวิธีการคำนวณ EVA กับข้อมูลจริงของกิจการเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง EVA กับมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น และเพื่อศึกษาถึงคุณลักษณะของ EVA และเปรียบเทียบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานอื่นๆ โดยศึกษาบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุด 30 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงที่สุดนั้นมีมากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุด อีกทั้งยังได้ทำการศึกษาเชิงพรรณนาโดยเปรียบเทียบระหว่าง EVA กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีคือกำไรต่อหุ้น(EPS) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) จากการศึกษาเชิงพรรณนาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ EVA และ

ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี มีความไม่สอดคล้องกันมีจำนวนเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบปี 2545 กับ ปี2544 โดยเฉพาะในกลุ่มของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุด

สิริเกียรติ รัชชานติ(2546) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ และมูลค่าส่วนเพิ่มทางเศรษฐกิจ มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบความสามารถในการสร้างมูลค่าส่วนเพิ่มของกิจการในตลาดหลักทรัพย์โดยรวมกับแนวโน้มของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เปรียบเทียบถึงมูลค่าส่วนเพิ่มทางเศรษฐกิจที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทำได้ในแต่ละปีกับมูลค่าตามราคาของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวเปลี่ยนแปลงไปแต่ละปีว่ามีความสอดคล้องกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ การนำ EVA มาใช้ในการประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มที่แท้จริงให้กับผู้ถือหุ้น และการใช้ EVA ในการประเมินมูลค่าของกิจการและแนวโน้มดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2537 ถึง 2542 จำนวน 20 บริษัทแรกที่อยู่ในดัชนี SET 50 ซึ่งมีมูลค่าคาดประมาณร้อยละ 40-50 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์รวม โดยใช้บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET 50 ณ 31 ธันวาคม 2544 ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และ EVA มีความสัมพันธ์มีลักษณะผกผันซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ให้ EVA สามารถเป็นดัชนีชี้นำล่วงหน้าได้ และยังพบว่ามูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และEVA ไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งหมายถึงความสัมพันธ์ของมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และEVA มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างน้อย และไม่สามารถใช้ในการพยากรณ์ มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และEVAที่เปลี่ยนแปลงไปได้

Farsio Farzad, Degel Joe, และ Degner Julia (2000) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง EVA กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมุ่งเน้นเรื่องของ EVA ผลกระทบของ EVA ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยการศึกษานี้มีสมมติฐานว่า EVA ที่เติบโตขึ้น จะมีผลทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นด้วย บริษัทที่ถูกเลือกมาเป็นตัวอย่าง คือ บริษัทที่อยู่ใน “New Economy” ซึ่งจากการศึกษา พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีทิศทางตรงกันข้าม ไม่ว่าจะหาความสัมพันธ์ของ 2ตัวแปรดังกล่าวในแบบข้ามปี แนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม พวกเขาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EPS และ EVA นั้นมีสูงกว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EVA กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ข้อสรุปของการศึกษาข้างต้นนี้คือ พฤติกรรมของนักลงทุนเป็นปัจจัยที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปมีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนของนักลงทุน ซึ่งมีแนวโน้มที่จะทนความเสี่ยงได้เพิ่มขึ้นกว่าเดิมรวมทั้งความสามารถทางการสื่อสารทางอินเทอร์เน็ตที่เป็นแหล่งของข้อมูลข่าวสารที่เข้าถึงได้ง่ายตัวอย่างเช่น นักลงทุนอาจมองเห็น โอกาสที่ดีในการลงทุน

ในบริษัทที่มี EVA เป็นลบ ซึ่งเป็นผลให้ราคาหุ้น และ/หรือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีทิศทางในทางตรงกันข้าม คือ เพิ่มขึ้น และข้อสรุปสุดท้าย คือ EVA ไม่ได้เป็นตัวชี้วัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ดี และเป็นเพียงหนึ่งในตัวชี้วัดผลการดำเนินงานตัวหนึ่งเท่านั้น

Epstein and Yong (1999) ได้ศึกษาแนวคิดของ EVA ซึ่งส่งผลให้เกิดการปรับปรุงการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดการและการลงทุนของบริษัท การทำความเข้าใจแนวคิดของ EVA จะต้องเข้าใจ MVA ซึ่งหมายถึงส่วนต่างระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัทและเงินทุน (Invested Capital) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ MVA คือมูลค่าปัจจุบันของ EVA ในอนาคต

Stewart (1999) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EVA และ MVA ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า EVA และ MVA มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ถ้า EVA มีค่าเป็นบวกความสัมพันธ์จะยิ่งเพิ่มขึ้น

Esa Makelainen, (1998) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบระหว่าง EVA Discounted cash flow (DCF) และ Net Present Value (NPV) พบว่าในเชิงคณิตศาสตร์ EVA ให้ผลในการคำนวณเหมือนกัน DCF และ NPV เพราะการคำนวณทั้ง 3 วิธีมีการนำ Cost of Equity และ Time Value of Money มาคำนวณด้วย อย่างไรก็ตาม DCF และ NPV ไม่เหมาะที่จะนำมาประเมินผลการดำเนินงานองค์กร เนื่องจากคำนึงถึงกระแสเงินสดมากเกินไป

Isa and Lo (2001) ได้ทำการศึกษาเรื่องผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ผลการศึกษาพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ที่มีกำไรต่อหุ้นเป็นบวกมีผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์ติดลบ และจำนวนบริษัทที่ทำลายมูลค่าเพิ่มอยู่ในช่วง ร้อยละ 57 และร้อยละ 65 ขณะที่บริษัทจำนวนบริษัทที่สร้างมูลค่าเพิ่มอยู่ในช่วงร้อยละ 35 และร้อยละ 43 ผลการศึกษาโดยรวมแสดงให้เห็นว่าร้อยละ 19 ของบริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มเนื่องในระยะเวลา 5 ปี ขณะที่ร้อยละ 35 ของบริษัททำลายมูลค่าเพิ่มต่อเนื่องระยะเวลา 5 ปี

Copeland (1996) ได้กล่าวถึงการวิเคราะห์ EVA คือการพิจารณาความแตกต่างระหว่างกำไรจากการดำเนินงานสุทธิและต้นทุนของเงินทุนเพื่อนำมาตรวจสอบผลการดำเนินงาน ถ้ามีมูลค่าส่วนเพิ่มมาก แสดงว่าบริษัทสามารถทำกำไรเกินปกติและมีความสามารถในการดำเนินงานที่ดี ดังนั้นการที่บริษัทมี EVA เพิ่มขึ้นทุกปีจะส่งผลให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นด้วยหรืออาจกล่าวได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในปัจจุบันสะท้อนด้วยราคาหุ้นอยู่แล้ว ดังนั้นการปรับปรุง EVA อย่างต่อเนื่องจะส่งผลให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นกัน

สรรพงศ์ ติมปี่รัถราชกุล (2543) ฝ่าวิจัยและวิเคราะห์หลักทรัพย์ซิกโก้ จำกัด (มหาชน) ศึกษามูลค่าการตลาดที่ลดลงโดยใช้ EVA เป็นเครื่องมือในการวัดผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยจ่ายและกำไรสุทธิ หากธุรกิจได้ค่าของ EVA เป็น 0 เท่ากับเสมอตัว หากค่าของ EVA เป็นบวกแสดงถึงแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของมูลค่าธุรกิจ และถ้าค่าของ EVA เป็นลบแสดงถึงการทำลาย

หรือสูญหายของมูลค่าธุรกิจในอนาคต จากการศึกษาพบว่าถ้าให้ผลตอบแทนของตลาดทุนเท่ากับ 18% อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย 10% ค่า WACC ของตลาดโดยรวมควรจะอยู่ที่ 12% ค่า EVA ตั้งแต่ปี 2539 ถึง 2542 คิดลบรวม 2.34 ล้านล้านบาท หากแนวโน้มยังเป็นเช่นนี้ตลาดหุ้นไทยคงจะยังไม่มีความน่าสนใจในการลงทุนระยะยาว

Justin Pettit (2001) ได้ศึกษาเรื่อง EVA and Strategy : Portfolio Management ได้ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของระดับมูลค่าตลาดของอุตสาหกรรมต่างๆในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา ว่าอุตสาหกรรมที่มีความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจต่อทุนได้ยิ่งสูงเท่าใด มูลค่าตลาดต่อทุนยังมีค่าสูงตามในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

Justin Pettit (2001) ได้ศึกษาเรื่อง EVA and Strategy II : Portfolio Management ได้ชี้ให้เห็นถึงการปรับลดลงของดัชนีหุ้น NASDAQ ที่ตกลงมากกว่า 40% ของกลุ่ม dotcom ในช่วงปี พ.ศ. 2543 กำไรของธุรกิจไม่ใช่ตัววัดมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งพบว่ากิจการมี Current Operation Value (COV) มากเท่าใดยังมี Future Growth Value (FGV) ในระยะยาวที่สูง และยังพบว่ามูลค่าตลาดของกิจการในปัจจุบันได้สะท้อนในทิศทางเดียวกันอย่างชัดเจน ในบทสรุปได้กล่าวว่ากิจการโดยส่วนใหญ่จะมี Future Growth Value (FGV) ในมูลค่าตลาด(ราคาหุ้น) แฝงอยู่ประมาณ 50 % หมายความว่า ราคาหุ้นที่ซื้อขายในปัจจุบันของหุ้นต่างๆได้ถูกคาดการณ์และนำค่า Future EVA มาใช้ในการกำหนดราคาซื้อขายหลักทรัพย์

Al Ehrbar (1998) ได้ศึกษาเรื่อง The EVA Revolution “ The Real Key to Creating Wealth” ได้ชี้ให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการนั้นยิ่งฝ่ายบริหารสร้าง EVA สูงมากเท่าใด ก็ยิ่งเพิ่มราคาหุ้นให้สูงมากขึ้นตามไปด้วย และ EVA ยังเป็นเครื่องมือในการสร้างบรรษัทภิบาลให้องค์กรอีกประการหนึ่ง