

## รายงานการจัดอันดับ MVA ของบริษัทจดทะเบียนประจำปี 2547 The 2004 MVA Ranking Report of Listed Companies

ไพบุณย์ เสรีวิวัฒนา\*

เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์\*

วิยะดา นิตยาเกษตรวัฒน์\*\*

Paiboon Sareewiwatthana, Ph.D.

Aekkachai Nittayagasetwat, Ph.D.

Wiyada Nittayagasetwat, Ph.D.

### บทคัดย่อ

รายงานการจัดอันดับ MVA ของบริษัทจดทะเบียนประจำปี 2547 ฉบับนี้ ใช้ข้อมูลถึงวันที่ 30 มิถุนายน 2547 โดยบริษัทที่อยู่อันดับต้น 20 บริษัทล้วนเป็นบริษัทจดทะเบียนขึ้นใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาทิเช่น บริษัท ปตท จำกัด (มหาชน) บริษัท แอควาเน็กซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) บริษัท บุญซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน) เป็นต้น ส่วนบริษัทที่อยู่อันดับท้าย ๆ ได้แก่บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่เติบโตช้าติดลบ หรืออุตสาหกรรมตะวันตกดิน (Sunset Industry) เช่น อุตสาหกรรมสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) หรือการสร้างมูลค่าเพิ่มของเงินทุนที่นักลงทุนใส่เข้าไปในบริษัท เป็นมาตรวัดที่ใช้หลักการของการบริหารเชิงมูลค่า (Value Based Management: VBM) โดยผู้บริหารที่ใฝ่ใจการสร้างควมมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นอย่างยั่งยืน จะต้องสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทโดยรวม ซึ่งประโยชน์ของวิธีนี้นอกจากจะใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่นักลงทุน และใช้เป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทแล้ว ยังสามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการกำหนดแผนการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Executives Compensation Plan) ได้ด้วย นอกจากนี้ VBM ยังสอดคล้องกับแนวคิดด้านการบริหารและการลงทุนที่เป็นที่ยอมรับในปัจจุบัน ไม่ว่าจะเป็น Balance Scorecard การลงทุนเชิงมูลค่า (Value Investment) และบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) การพิจารณา MVA ในภาพรวมยังช่วยชี้ให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ เพื่อองค์กรจะได้ปรับกลยุทธ์เพื่อเตรียมรับมือกับสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

\* รองศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

\*\* อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

## Abstract

The 2004 MVA Ranking Report uses the data of 317 companies listed in the Stock Exchange of Thailand (SET) up to June 30, 2004. The top MVA ranking companies are the leading companies in the SET, i.e., PTT PCL., Advanced Info Service PCL., the Siam Cement PCL., PTT Exploration and Production PCL., Shin Corporation PCL., and Land and Houses PCL. The bottom ranking companies are somewhat the ones in the sunset industry, i.e., the textile and garment industry. As a performance measure, the market value added (MVA) approach seems to be able to capture the fundamental stocks that are the value investors' targets. The MVA approach is an application of the value based management (VBM) concept that aims to maximize shareowners' value overtime. The VEM is a systematic application of the corporate valuation model to all corporate decisions and strategic initiatives. The objective of VBM is to increase the firm's MVA. The risk to be considered in the VBM is due to the corporate governance. This new measure of managerial effectiveness in creating firms' value is being used by more and more firms to tie executive compensation to stockholders' wealth maximization.

การวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งต่อความสำเร็จของธุรกิจ การวัดผลการดำเนินงานโดยอาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้ เพราะหลักการบัญชีอาจมีข้อบกพร่องที่ทำให้มีการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินเพื่อให้หนักวิเคราะห์หรือผู้ลงทุนเห็นว่าอัตราส่วนทางบัญชีที่สำคัญ ในการประเมินความสามารถของบริษัทนั้นอยู่ในเกณฑ์ที่ดี เช่น การใช้กำไรต่อหุ้นในการกำหนดเป้าหมายในการดำเนินธุรกิจ ปรัชญาในการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันควรรยึดหลักแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์โดยเน้นที่การสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับการเพิ่มมูลค่าที่ยั่งยืนให้กับบริษัท หรือการบริหารที่เน้นมูลค่า (Value Based management) หรือ VBM

จากแนวความคิดของการบริหารที่เน้นมูลค่าข้างต้น ทำให้มีการพัฒนามาตรวัดการดำเนินงาน (Performance Measurement) เพื่อให้สอดคล้องกับแนวคิดของ VBM คือการวัดมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) และ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งหลักการของ MVA และ EVA อยู่บนพื้นฐานที่ว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ (Firm Value Added) หรือการที่ผู้บริหารกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินงานเหนือกว่าต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด

#### **การบริหารเชิงมูลค่า (Value Based Management: VBM)**

VBM เป็นหลักการบริหารที่เน้นมูลค่า เพื่อสร้างความมั่งคั่งสำหรับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยเน้นที่การบริหารเงินทุนของนักลงทุนให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินกิจการ และการวางกลยุทธ์ระดับหน่วยธุรกิจและระดับองค์กรโดยรวม เช่น ผู้บริหารจะต้องให้เงินทุนอย่างคุ้มค่าที่สุดในการลงทุน และสร้างผลตอบแทนให้มากกว่าค่าเสียโอกาส จึงจะถือว่าคุ้มค่าต่อเงินลงทุน VBM เป็นวิธีการจัดการที่มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อให้เกิดความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว VBM ประกอบด้วย 2 ส่วนหลักคือ การสร้างมูลค่าบริษัท (Corporate Valuation) และบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) โดยต่างมีคำอธิบายดังต่อไปนี้

### การสร้างมูลค่าบริษัท (Corporate Valuation)

การที่จะสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ต้องทำโดยการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่องค์กรโดยรวม โดยให้ความสำคัญกับการบริหารสินทรัพย์ที่ลงทุน ทั้งสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงาน (Assets-in-place) และสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ในการดำเนินงานปกติขององค์กร (Non-operating Assets) การลงทุนที่ให้ผลตอบแทนกลับมาสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนที่บริษัทได้ลงทุนไป ทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจให้กับบริษัท ผู้บริหารจะประเมินสถานะทางการเงินเพื่อตัดสินใจในเรื่องการจัดสรรทรัพยากร งบประมาณลงทุน การวิเคราะห์เพื่อที่จะซื้อหรือรวมกิจการ

การสร้างมูลค่าบริษัทจะทำได้โดยการบริหารเพื่อสร้างมูลค่า (Managing for Value Creation) ผู้บริหารบริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นได้ โดยการสร้างผลตอบแทนที่คาดหวังจากเงินลงทุน (Expected Rate of Return on Invested Capital: EROIC) ให้สูงกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ (Required Rate of Return) และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทได้โดยเพิ่มผลตอบแทนของเงินลงทุนที่มีอยู่ เพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์ที่ส่งผลให้เกิดผลประกอบการที่ดี จำหน่ายสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดการรายได้ออกจากบริษัท และมีกรวางแผนเพิ่มสายการผลิตในช่วงที่บริษัทได้เปรียบคู่แข่ง

การสร้างมูลค่าบริษัททำได้ง่าย ๆ จากมูลค่าเพิ่มตามราคาตลาดที่เปลี่ยนแปลงสูงขึ้น (Increasing MVA) ซึ่งการเพิ่มค่า MVA เป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่ต้องบริหารบริษัทให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดให้ส่วนของผู้ถือหุ้นได้ความมั่งคั่งสูงสุดและทำให้ผู้ลงทุนเชื่อมั่นที่จะลงทุน ซึ่งจะมีผลต่อระดับราคาหุ้นในตลาดสูงขึ้น จะส่งผลให้ค่า MVA มีค่าเพิ่มขึ้น

### บรรษัทภิบาล (Corporate Governance)

บริหารอย่างโปร่งใสเที่ยงธรรม โดยจัดการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างกลุ่มต่าง ๆ ในองค์กร เพื่อประโยชน์สูงสุดต่อนักลงทุน เช่น ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นไม่ควรสร้างปัญหา (เช่น Agency Problem) โดยการมุ่งหาผลประโยชน์ใส่ตัวและไม่ก่อประโยชน์อันใดต่อองค์กรหรือผู้ถือหุ้น ซึ่งองค์กรที่มีบรรษัทภิบาลจะทำให้ความเสี่ยงของนักลงทุนลดลง ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการก็จะลดลง และทำให้ต้นทุนเงินทุนขององค์กรลดลงได้

การบริหารที่โปร่งใสจะสามารถลดความขัดแย้งภายในองค์กร (Management Agency Risk) เช่น การขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น หรือผู้ถือหุ้นกับเจ้าหน้าที่ และมีการจัดสรรผลประโยชน์กันอย่างยุติธรรมไม่ให้ผลประโยชน์ตกไปอยู่เฉพาะกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเท่านั้น รวมถึงการลดต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นและลดต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน ซึ่งจะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้น ดังนั้นการสร้างบริษัทภิบาลแก่องค์กรเป็นการสร้างมูลค่าบริษัท ซึ่งวัดได้โดยพิจารณาจาก MVA และ EVA

### มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA)

วัตถุประสงค์ในการบริหารการเงิน (Financial Management) ตามตำราทางการเงินกล่าวว่า เพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) แม้ว่าเป้าหมายนี้จะเน้นการเอื้อประโยชน์โดยตรงแก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามการสร้างความมั่งคั่งในระยะยาวแก่ผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นได้ เมื่อราคาหุ้นสูงขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ และนั่นจะเกิดขึ้นได้ต่อเมื่อการบริหารนั้นสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทอย่างยั่งยืน และเป้าหมายนี้ยังเป็นการประกันว่าทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดจะถูกจัดสรรอย่างมีประสิทธิภาพ อันเป็นผลให้เศรษฐกิจโดยรวมได้รับผลประโยชน์ตามไปด้วย ผู้ถือหุ้นจะมีความมั่งคั่งสูงสุดได้โดยที่ผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนของนักลงทุน หรือทำมูลค่าตามราคาตลาด (Market Value) ให้สูงกว่ามูลค่าการลงทุนซึ่งบันทึกในมูลค่าตามบัญชี (Book Value) ให้มากที่สุด อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมูลค่าตลาดและมูลค่าตามบัญชีในส่วนของนักลงทุนที่เป็นเจ้าหน้าที่และหุ้นปริมาตรที่มักไม่แตกต่างกันมาก จึงสมมติ MVA ในส่วนที่เหนือกว่าหุ้นสามัญดังกล่าวมีค่าเป็นศูนย์<sup>1</sup> ดังนั้นวัตถุประสงค์ (หรือคำนิยาม) ที่ใช้กันแพร่หลายของมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added) หรือ

<sup>1</sup>มูลค่าเพิ่มทางการตลาดของบริษัทหรือของนักลงทุนทั้งหมด (Firm Market Value Added) จะเท่ากับมูลค่าเพิ่มทางการตลาดในส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (Equity Market Value Added) ต่อเมื่อสมมติให้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดในส่วนของเจ้าหน้าที่และผู้ถือหุ้นปริมาตรมีค่าเป็นศูนย์ ทำให้วัตถุประสงค์ในการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัทของแนวคิดการบริหารเชิงมูลค่า มีความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นตามหลักการบริหารการเงินทั่ว ๆ ไป

MVA คือการสร้างผลแตกต่าง (ที่เป็นบวก) ให้มากที่สุดระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดและมูลค่าตามบัญชี ในส่วนของเจ้าของ

MVA	=	Market Value of Equity - Equity Capital Supplied
	=	Share Outstanding X Stock Price - Total Book Value of Common Equity

### มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA)

ในขณะ MVA วัดผลการดำเนินงานของบริษัทเทียบกับเงินทุนที่นักลงทุนใส่เข้าไปในบริษัทตั้งแต่บริษัทเริ่มก่อตั้ง ซึ่งเป็นการมองในภาพรวมของประสิทธิภาพของผู้บริหาร จากการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนทั้งหมด มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) จะเน้นถึงประสิทธิภาพของผู้บริหารในแต่ละปี ซึ่งนอกจากจะใช้เป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงานแล้ว ยังสามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการกำหนดแผนการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Executives Compensation Plan) ได้ด้วย โดยยึดหลักที่ว่าหากผู้บริหารสามารถบริหารงานจนทำให้เกิดผลสุทธิเป็นบวกจากเกณฑ์ที่ตั้งไว้ ผู้บริหารก็จะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นโดยอยู่ในรูปของโบนัส หรือเงินเดือนที่เพิ่มขึ้น หรือสิทธิในความเป็นเจ้าของบริษัท EVA ยังถือเป็นเครื่องมือสื่อสารที่มีประสิทธิภาพสูงสุดขององค์กร ทั้งในแง่แนวคิดการสร้างมูลค่ากระจายไปสู่ผู้บริหารในระดับต่าง ๆ ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันให้เกิดผลการปฏิบัติงานในองค์กรและการติดต่อสื่อสารกับตลาดทุน กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจจะสะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น ซึ่งผู้ลงทุนจะนำมาเป็นองค์ประกอบในการตัดสินใจลงทุน EVA สามารถคำนวณได้จากส่วนต่างระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) และต้นทุนของเงินทุนที่เป็นตัวเงิน ซึ่งคำนวณได้จากต้นทุนของเงินทุนโดยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) คูณด้วยเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (Operating Capital) ถ้า NOPAT สมมติเท่ากับ กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (Earnings Before Interest and Taxes: EBIT) หักด้วยภาษี ซึ่งสมมติต่อว่า NOPAT เท่ากับอัตราผลตอบแทน

จากเงินลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) คูณกับเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน ดังนั้น EVA จะเท่ากับส่วนต่างของผลตอบแทนจากเงินลงทุนกับต้นทุนของเงินลงทุน คูณกับเงินลงทุนในการดำเนินงานตามสูตรดังต่อไปนี้

EVA	=	NOPAT - WACC X Operating Capital
	=	EBIT(1-T) - WACC X Operating Capital
	=	(ROIC - WACC) X Operating Capital
โดยที่ ROIC	=	NOPAT/Operating Capital

เงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (Operating capital) คือหนี้สินทั้งหมดที่ต้องชำระดอกเบี้ย หนี้บุริมสิทธิ์ และหนี้สามัญ ที่ใช้ในการจัดหาสินทรัพย์มาดำเนินการ ซึ่งเงินลงทุนจะถูกใช้เพื่อลงทุนในสินทรัพย์ถาวร อันได้แก่ สินทรัพย์ เช่น โรงงาน และอุปกรณ์สุทธิ (Net Plant and Equipment: NPE) และเงินลงทุนหมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Working Capital: NOWC) EVA เป็นการประเมินกำไร (ทางเศรษฐศาสตร์) ที่แท้จริงของธุรกิจในช่วงปี ซึ่งแตกต่างอย่างมากกับกำไรสุทธิ (Net Income) ที่ใช้ในทางบัญชี EVA นั้นจะแสดงถึงกำไรที่เหลืออยู่ (Residual Income) หลังจากหักต้นทุนทุกอย่างรวมทั้งต้นทุนในส่วนของเจ้าของแล้ว ในขณะที่กำไรทางบัญชี หรือกำไรสุทธิไม่หักต้นทุนในส่วนของเจ้าของ จะพบว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของก็มีต้นทุน เพราะเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงทุนนั้น ผู้ถือหุ้นเสียโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในแหล่งอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงในระดับเดียวกัน ซึ่งต้นทุนนี้เป็นต้นทุนในการเสียโอกาส (Opportunity Cost) จึงไม่ใช่ต้นทุนทางบัญชี (Accounting Cost)

ดังนั้น องค์กรควรที่จะเลือกใช้ตัวชี้วัดทางการเงินที่เหมาะสมต่อองค์กรมากที่สุด ตัวชี้วัดการเงินแบบดั้งเดิมที่รู้จักกันอย่างแพร่หลาย ก็คืออัตราส่วนทางการเงินต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการวิเคราะห์ทางการเงินขององค์กร เช่น งบดุล งบกำไรขาดทุน หรืองบกระแสเงินสด โดยสามารถแบ่งออกเป็นกลุ่มใหญ่ ๆ คืออัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนการวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน และอัตราส่วนที่วัดประสิทธิภาพในการสร้างผลกำไรขององค์กร

จะเห็นว่าแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์หีบการเงินจะเป็นข้อมูลในอดีตทั้งสิ้น ซึ่งไม่สามารถที่จะสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาที่เกิดขึ้นในอนาคตได้อย่างชัดเจนนัก อีกทั้งข้อมูลของงบการเงินที่ได้มาจะถูกตกแต่งด้วยวิธีทางบัญชี จะมีผลทำให้การคำนวณอัตราส่วนต่าง ๆ ผิดพลาดได้ ส่วนตัวชี้วัดทางการเงินสมัยใหม่เกิดจากแนวคิดที่มุ่งเน้นมูลค่าขององค์กร โดยจะช่วยลดปัญหาหรือแก้ไขข้อบกพร่องของตัววัดแบบดั้งเดิมในแง่การวัดผลทางการเงินที่ใช้หลักการของเงินสด ทำให้ส่วนกำไรที่เกิดขึ้นแสดงถึงมูลค่าเพิ่มในอนาคต ซึ่ง MVA และ EVA จะใช้ข้อมูลราคาตลาดของหุ้นสามัญ ที่ขึ้นอยู่กับผลงานในอนาคตของบริษัทมากกว่าผลงานในอดีต ดังนั้นบริษัทในปีหนึ่ง ๆ มี EVA เป็นลบ อาจมี MVA ซึ่งเป็นผลประกอบการโดยรวมเป็นบวกได้ ถ้าผู้ลงทุนคาดว่าบริษัทนั้นมีศักยภาพในการเติบโตและทำกำไรได้ในอนาคต แม้ว่าบริษัทนั้นจะประสบปัญหาการขาดทุนในขณะใดขณะหนึ่งก็ตาม

ดังได้กล่าวแล้วว่า EVA แสดงให้เห็นถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นในระหว่างปีใดปีหนึ่งในขณะที่ MVA แสดงถึงผลงานตลอดมาของบริษัทตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง นอกจากนี้ EVA สามารถนำไปประยุกต์ใช้ในแต่ละแผนก หรือแต่ละหน่วยงานของบริษัทได้ ในขณะที่ MVA จะใช้วัดผลงานโดยรวมของทั้งบริษัท ด้วยเหตุผลดังกล่าว MVA จึงมักใช้ในการประเมินผลงานของผู้บริหารระดับสูงในช่วงเวลาห้าถึงสิบปี หรือนานกว่านั้น

ในปัจจุบันต้องยอมรับว่าการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กรและสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นมีความสำคัญอย่างมาก ผู้บริหารจึงต้องหาแนวนโยบายในการบริหารและดำเนินงานเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์นี้ ซึ่ง VBM เป็นแนวทางที่ผู้บริหารสามารถนำไปประยุกต์ เพื่อให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่เงินลงทุนของนักลงทุน นอกจากนี้ยังช่วยให้นักลงทุนทั้งประเภทสถาบันและรายย่อยสามารถเปรียบเทียบ MVA และ EVA ของบริษัทที่อยู่ในตลาดหุ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นผลงานการบริหารของผู้บริหารที่สามารถเพิ่มมูลค่าให้แก่ละบริษัท โดยสามารถพิจารณาจากการจัดลำดับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อดูว่าบริษัทใดน่าสนใจที่จะลงทุนและบริษัทใดไม่น่าสนใจ อีกทั้งวิเคราะห์หาตัวแปรที่ส่งผลขับเคลื่อนให้ค่า MVA ของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ได้แนวคิดจาก Stern Stewart ซึ่งใช้เครื่องมือ EVA มาใช้เป็นเครื่องมือวัดผลการปฏิบัติงาน



องค์กรทั้งภาครัฐและเอกชน ตลอดจนบริษัทต่าง ๆ สามารถประยุกต์ VBM ในการกำหนดกลยุทธ์ทางธุรกิจและการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ เช่น การตัดสินใจในการลงทุนเพื่อสร้างมูลค่าและการกำหนดแผนการตอบแทนของผู้บริหาร (Executives Compensation Plan) โดยอิงกับผลงานโดยใช้ตัววัด (Performance Measurement) เช่น MVA และ EVA นอกจากนี้ยังสามารถเชื่อมโยงการบริหารที่เน้นมูลค่า (Value Base Management) กับแนวคิดใหม่ ๆ ทางการบริหาร เช่น Balance Scorecard การลงทุนเชิงมูลค่า (Value Investment) หรือการพัฒนานักลงทุนที่เน้นมูลค่า (Value Investors) และการสร้างบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ให้เกิดขึ้นในองค์กร

ท้ายที่สุด การบริหารแบบ VBM ช่วยให้ภาครัฐบาลทราบเกี่ยวกับปัจจัยสำคัญในการพัฒนาบรรษัทภิบาลของบริษัทต่าง ๆ โดยใช้แนวคิดด้านการบริหารเชิงมูลค่า ทั้งนี้จะเป็นการพัฒนาตลาดทุนให้มีคุณภาพ ประสิทธิภาพ ความโปร่งใส คุณธรรมและความมั่นคงให้มากขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อเสถียรภาพและการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ

### **ปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่า (Value Drivers)**

การวิเคราะห์ MVA จะพิจารณาปัจจัยขับเคลื่อนสี่ประการคือ อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) ผลตอบแทนจากเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (Return on Operating Capital) ฐานของเงินทุนที่ใช้ในการลงทุน (Invested Capital) และ ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital) โดยปัจจัยขับเคลื่อนเหล่านี้มีผลกระทบต่อ MVA ดังนี้

#### **การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth )**

เปรียบเทียบการเติบโตของยอดขายที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปีเพื่อพิจารณาว่าเมื่อยอดขายมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มีผลกระทบต่อค่า MVA อย่างไร โดยปรกติหากผลการทำกำไรมากกว่าต้นทุนเฉลี่ยแล้ว (Return on Operating Capital > Weighted Average Cost of Capital) เมื่อยอดขายโต

ขึ้นจะทำให้ค่า MVA เพิ่มขึ้น ในทางกลับกันหากผลการทำกำไรน้อยกว่าต้นทุนเฉลี่ยและยอดขายโตขึ้นจะทำให้ MVA ลดลง

#### ผลตอบแทนจากเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน

##### (Return on Operating Capital: ROC)

ROC หรือ ผลตอบแทนจากเงินทุนที่ใช้ในการลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) คำนวณได้จากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังภาษี (Net Operating Profit After Taxes: NOPAT) ต่อเงินลงทุนในการดำเนินงาน (Operating Capital) ROIC เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาเปรียบเทียบในแต่ละปีเพื่อพิจารณาว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มีผลกระทบต่อค่า MVA อย่างไร โดยปรกติหากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีสุทธิต่อเงินลงทุนในการดำเนินงานสูงขึ้นจะทำให้ค่า MVA เพิ่มขึ้น ในทางตรงข้าม หากอัตราส่วนนี้ลดลงจะทำให้ค่า MVA ลดลงด้วย

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Operating Capital}$$

#### เงินทุนที่ใช้ในการลงทุน (Invested Capital)

หรือเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (Operating Capital) เป็นตัววัดฐานของเงินทุน ซึ่งบริษัทเท่าแก่และบริษัทขนาดใหญ่ โดยทั่วไปมีศักยภาพในการทำรายได้จากเงินลงทุนที่ใช้ไปมากกว่าบริษัทที่เพิ่งตั้งหรือบริษัทขนาดเล็ก กล่าวคือฐานของเงินลงทุนที่สูงเป็นตัวคูณ (Multiplier) ที่สามารถก่อให้เกิดค่า MVA เพิ่มขึ้น เงินทุนที่ใช้ในการลงทุนสามารถคำนวณได้จากงบดุล ทั้งจากฝั่งสินทรัพย์ (ได้แก่เงินลงทุนในสินทรัพย์ในการดำเนินงาน ทั้งในเงินลงทุนสินทรัพย์ถาวร หรือ Capital Expenditure และในเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน หรือ Operating Working Capital) และจากฝั่งเจ้าหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้น (ได้แก่เงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุน หรือเจ้าหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด หรือ Liabilities and Stockholders' Equity หักด้วยเจ้าหนี้จากการดำเนินงาน หรือ

Operating Liabilities เช่น เจ้าหนี้การค้า ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย เป็นต้น อีกนัยหนึ่งคือหนี้สินที่มีต้นทุนดอกเบี้ย หรือ Interest Bearing Liabilities บวกด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น)

$$\begin{aligned} \text{Invested Capital} &= \text{Capital Expenditure} + \text{Operating Working Capital} \\ &= \text{Liabilities and Stockholders' Equity} - \text{Operating Liabilities} \\ &= \text{Interest Bearing Liabilities} + \text{Stockholders' Equity} \end{aligned}$$

**ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน**

**(Weighted Average Cost of Capital: WACC)**

ต้นทุนเฉลี่ยที่บริษัทระดมเงินทุนเพื่อลงทุนในสินทรัพย์ และถ้าบริษัทต้องการรักษาโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เหมือนเดิม (นั่นคือรักษาอัตราส่วนของหนี้สิน ทุนบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของให้คงเดิม) บริษัทต้องระดมทุนเพิ่ม จะเปรียบเทียบต้นทุนเฉลี่ยของบริษัทในแต่ละปีเพื่อพิจารณาว่าเมื่อต้นทุนเฉลี่ยของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะทำให้มีผลกระทบต่อค่า MVA อย่างไรด้วยส่วนผสมของหนี้สิน ทุนบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของ (ซึ่งส่วนของเจ้าของนี้อาจมาจากกำไรสะสม หรือการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่) โดยทั่วไปเมื่อ WACC เพิ่มขึ้นจะทำให้ MVA เพิ่มขึ้น WACC คำนวณได้จากผลรวมของสัดส่วนของเงินทุนที่มาจากหนี้ (Weighted of Debt: Wd) คูณกับต้นทุนในส่วนของหนี้ (Cost of Debt: Kd) บวกกับสัดส่วนของเงินทุนที่มาจากหุ้นบุริมสิทธิ์ (Weighted of Preferred Stock: Wps) คูณกับต้นทุนในส่วนของหุ้นบุริมสิทธิ์ (Cost of Preferred Stock: Kps) และในที่สุดบวกกับสัดส่วนของเงินทุนที่มาจากหุ้นสามัญ (Weighted of Common Stock: Ws) คูณกับต้นทุนในส่วนของหุ้นสามัญ (Cost of Common Stock: Ks)

$$WACC = WdKd(1-T) + WpsKps + WsKs$$

การที่ VBM เป็นแนวทางใหม่ในการบริหารองค์กร เพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งจะสอดคล้องกับการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนให้กับนักลงทุนหรือเจ้าของบริษัท ดังนั้นจึงสามารถผูกความสามารถในการทำกำไรของบริษัทกับความสามารถในการบริหารของผู้บริหาร หรือการผูกผลตอบแทนที่ให้กับฝ่ายบริหารตามผลประกอบการของบริษัท จึงเห็นได้ว่า VBM และ MVA เป็นเครื่องมือที่ช่วยในการวัดความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารของบริษัท เช่น หากผู้บริหารสามารถสร้างแนวโน้มผลประกอบการในอนาคตที่สดใส โดยลงทุนโครงการใหม่ หรือขยายการลงทุนในกิจการที่มีศักยภาพในการสร้างรายได้ และผลกำไรให้กับบริษัท และสร้างความพึงพอใจแก่นักลงทุนในตลาด ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น มูลค่าส่วนเพิ่มจากตลาด (Market Value Added) ก็จะมีมากขึ้น

หัวข้อถัดไปในรายงานฉบับนี้จะกล่าวถึงข้อมูลและวิธีการศึกษา ต่อจากนั้นจะเป็นการรายงานผลการคำนวณ MVA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สุดท้ายเป็นการวิเคราะห์และสรุป

## วิธีการศึกษา

ขอบข่ายของรายงานนี้ คือการศึกษาว่าในเวลาที่ผ่านมาบริษัทสามารถสร้างหรือทำลายมูลค่าซึ่งทำการศึกษาโดยจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ไม่รวมกลุ่มธนาคาร สถาบันการเงินและกลุ่มที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ) ตาม MVA ของหลักทรัพย์ดังกล่าว และทำการเปรียบเทียบอันดับในช่วงปีและสองปีที่ผ่านมา โดยทำการศึกษาว่า ในแต่ละกลุ่มธุรกิจปัจจัยใดมีส่วนที่สำคัญในการสร้างหรือทำลายมูลค่าของบริษัท และวิเคราะห์ศักยภาพของบริษัทตามแนวทางของ Stern Stewart & Co. เพื่ออธิบายถึงมูลค่าตามช่วงเวลาต่าง ๆ (Valuation Stage) ในการดำเนินงานของบริษัทโดยการเปรียบเทียบ MVA

การจัดอันดับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนถึงกว่า 400 บริษัท (ซึ่งการจัดอันดับนี้จะไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่กลุ่มธนาคาร สถาบันการเงิน ประกันชีวิตและประกันภัย และบริษัทที่อยู่

ระหว่างการฟื้นฟูสถานะ) โดยการจัดอันดับจาก 1 ถึง 317 ตามมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของบริษัท โดยคำนวณมูลค่าตลาด ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2547 เปรียบเทียบ MVA และการจัดอันดับ MVA ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2546 และ 31 ธันวาคม 2545 และเปรียบเทียบดูสถานะของบริษัทด้วยว่าในรอบ 2 ปีที่ผ่านมาความสามารถในการสร้างมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของบริษัทเป็นอย่างไร เมื่อเทียบกับบริษัทอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดล่าสุดที่เคยมีการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ตารางการจัดอันดับ MVA ประกอบด้วยข้อมูลการวัดมูลค่าส่วนเพิ่มที่บริษัทสามารถสร้างให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยคำนวณได้มูลค่าตลาดของหุ้นบวกกับมูลค่าตลาดของหนี้สิน หักด้วยมูลค่าตามบัญชีของหุ้นของเงินทุน (Invested Capital) แต่ทั้งนี้เนื่องจากมูลค่าตลาดของหนี้สินจะมีค่าใกล้เคียงกับมูลค่าที่บันทึกตามบัญชี ดังนั้นการคำนวณ MVA แบบง่าย ๆ คือการใช้ผลต่างระหว่างมูลค่าตลาดของหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่ง MVA ที่มีมูลค่าสูงจะแสดงถึงความสามารถของบริษัทในการสร้างมูลค่าส่วนเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ตามการพิจารณา MVA ไม่ได้เฉพาะเจาะจงในส่วนของผู้ถือหุ้น แต่เป็นการบ่งชี้ว่านักลงทุนคาดหวังถึงผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไรในอนาคต

การศึกษาการเปลี่ยนแปลงย้อนหลังไปสองปี ซึ่งเป็นการวัดผลต่างระหว่าง MVA ของบริษัทในปัจจุบันเทียบกับ MVA ของบริษัทในปีที่แล้วและปีก่อนหน้านั้น เป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทสามารถสร้างมูลค่าส่วนเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นหรือทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้นจากผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบปีและสองปีที่ผ่านมา และเป็นการแสดงให้เห็นถึงความเปลี่ยนแปลงความคาดหวังของนักลงทุนต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น การลดลงของ MVA แสดงให้เห็นถึงว่า นักลงทุนมองว่าบริษัทอยู่ในช่วงเวลาของการถดถอย ทั้งนี้อาจเนื่องจากผลกระทบจากเศรษฐกิจหรือปัจจัยที่เกิดกับตลาดโดยรวม หรืออาจเนื่องจากปัจจัยที่เกิดเฉพาะเจาะจงกับบริษัทนั้นหรือความสามารถของผู้บริหารบริษัท ดังนั้นจึงมีการปรับการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของบริษัทใหม่

การวิเคราะห์โดยการจัดประเภทบริษัทเป็น 5 กลุ่มตามแนวทางของ Stern Stewart & Co. เพื่ออธิบายถึงมูลค่าตามช่วงเวลาต่าง ๆ (Valuation

Stage) ในการดำเนินงานของบริษัท เช่น เป็นช่วงเริ่มเติบโต ช่วงโตเต็มที่รอเก็บเกี่ยวผล หรือเป็นช่วงที่เริ่มถดถอย เป็นต้น ซึ่ง 5 กลุ่มดังกล่าวประกอบด้วย บริษัทที่อยู่ในช่วงคุ้มทุน (Break-Even Stage) บริษัทที่กำลังเติบโต (Growth Stage) บริษัทที่อยู่ตัวหรืออิ่มตัวแล้ว (Established or Maturity Stage) บริษัทที่ท้าทายกับความอยู่รอด (Challenged Stage) และบริษัทที่เป็นกลุ่มเสี่ยง (Gambler) คำอธิบายช่วงต่าง ๆ ของบริษัทได้แก่

#### **บริษัทที่อยู่ในช่วงคุ้มทุน (Break-Even Stage)**

บริษัทที่อยู่ในช่วงคุ้มทุนยังไม่สามารถที่จะสร้างกำไรได้แต่ก็ไม่ขาดทุน มี ROIC ใกล้เคียงกับ Cost of Capital โดยกำหนดให้มี EVA Margin อยู่ในช่วง -1.5% ถึง 1.5% ดังนั้นบริษัทประเภทนี้จะมีราคาตลาดของหุ้นที่ใกล้เคียงกับราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามไม่คำนึงถึงความสามารถในการเติบโตในอนาคต

#### **บริษัทที่กำลังเติบโต (Growth Stage)**

บริษัทในกลุ่มนี้อยู่ในช่วงที่สามารถสร้างกำไรได้มากกว่าต้นทุนของเงินลงทุน ดังนั้นจึงสามารถสร้าง MVA ได้ (EVA margin มากกว่า 1.5%) มีค่าเฉลี่ยการเติบโตของยอดขายมากกว่า 19% ซึ่งบริษัทในกลุ่มนี้ดูเหมือนว่าจะสามารถสร้าง MVA ได้มากและสามารถขายได้ในมูลค่าที่สูง แต่อย่างไรก็ตามบริษัทเหล่านี้ก็จะมี Free Cash flow เป็นลบหลังจากที่มีการลงทุน

#### **บริษัทที่อยู่ตัวหรืออิ่มตัว (Established or Maturity Stage)**

บริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทที่อยู่ในช่วงที่สามารถสร้างกำไรได้มากกว่าต้นทุนของเงินลงทุน ดังนั้นจึงสามารถสร้าง MVA ได้ (EVA margin มากกว่า 1.5%) แต่จะแตกต่างจากกลุ่มที่กำลังเติบโตที่อัตราการเติบโตของยอดขายในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาจะเติบโตในอัตราที่ต่ำกว่า 19% ซึ่งมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของกลุ่มนี้จะขึ้นอยู่กับความสามารถในการดำเนินงานในปัจจุบัน ซึ่ง Free Cash Flow มีแนวโน้มที่จะดีขึ้น อย่างไรก็ตามกลุ่มนี้จะเป็นบริษัทที่สามารถสร้างเงินได้ตรงข้ามกับกลุ่มที่เติบโตเร็วแต่ก็มีการลงทุนสูงด้วย

### **บริษัทที่กำลังท้าทายกับความอยู่รอด (Challenged Stage)**

กลุ่มนี้เป็นบริษัทที่สูญเสียความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (EVA margin ต่ำกว่า 1.5%) และทำลายมูลค่าของบริษัทในขณะที่อัตราการเติบโตของยอดขายต่ำกว่า 19% โดยเฉลี่ย

### **บริษัทในกลุ่มเสี่ยง (Gamble)**

บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเสี่ยงมีผลกำไรต่ำกว่าต้นทุนของเงินทุน โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทสูญเสียความสามารถในการทำกำไร (EVA margin ต่ำกว่า 1.5%) ในขณะที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายมากกว่า 19% ซึ่งบริษัทในกลุ่มนี้จะยังไม่สามารถสร้าง Free Cash Flow ที่เป็นบวกได้ แต่การสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทนั้นจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต

การพิจารณาถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่จะส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มจากตลาดของบริษัท ซึ่งจะทำการเปรียบเทียบโดยเลือกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากตารางการจัดอันดับตามมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม (Ranking by Market Value Added) มาวิเคราะห์ถึงความสำคัญของปัจจัยต่าง ๆ ของแต่ละบริษัทว่าปัจจัยใดที่ส่งผลต่อความสามารถในการสร้างหรือทำลายมูลค่าเพิ่มจากตลาด

### **ผลการจัดอันดับ MVA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

จากตารางการจัดอันดับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า ในรอบสองปีครั้งที่ทำการเก็บข้อมูลของงานวิจัยนี้ บริษัทจดทะเบียนที่มี MVA สูงสุด 20 อันดับแรกล้วนเป็นบริษัทชั้นนำในประเทศไทยและเป็นกลุ่มบริษัทที่มีกำไรจากการดำเนินงาน (เช่น Earnings before Interest and Taxes: EBIT) สูงขึ้นอย่างมาก บริษัทชั้นนำเหล่านี้ได้แก่ บริษัท ปตท จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ PTT) ซึ่งเป็นอันดับ 1 ในปี 2547 และ 2546 เป็นอันดับ 4 ในปี 2545 บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ AIS) เป็นอันดับ 2 ในปี 2547 และ 2545 ส่วนในปี 2546 อยู่ในอันดับ 3 บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลัก

ทรัพย์คือ SCC) เป็นอันดับ 3 ในปี 2547 แต่เป็นอันดับ 2 ในปี 2546 และเป็นอันดับ 1 ในปี 2545 บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ PTTTEP) เป็นอันดับ 4 ในปี 2547 และ 2546 ส่วนในปี 2545 อยู่ในอันดับ 3 ซึ่งบริษัททั้งสี่เป็นบริษัทที่มีฐานของเงินทุนขนาดใหญ่ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง SCC ซึ่งเป็นบริษัทที่มีขนาดของเงินทุนใหญ่ที่สุด และเป็นบริษัทที่เก่าแก่ที่สุดในกลุ่มสี่อันดับต้น

บริษัทที่อยู่ในอันดับ 5 ในรอบสองปีได้แก่ บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ SHIN) ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของ AIS และขยับขึ้นมาจากอันดับ 20 ในปี 2545 โดย MVA เพิ่มขึ้นเกือบ 20 เท่าจากระดับ 4.5 พันล้านบาทในปี 2545 เป็น 8.3 หมื่นล้านบาทในปีถัดมา กล่าวได้ว่าบริษัท (หรือผู้บริหารบริษัท) ได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นเกือบ 20 เท่าภายในปีเดียว บริษัทที่อยู่ในอันดับ 6 และเป็นอันดับที่คงเส้นคงวาคือ บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ LHI) ซึ่งเป็นบริษัทที่ใหญ่ที่สุดและดีที่สุดในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ บริษัท อะโรเมติกส์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ ATC) อยู่ในอันดับ 7 ในปี 2547 ขยับขึ้นมาจากอันดับ 8 ในปี 2546 และกระโดดขึ้นมาจากอันดับ 74 ในปี 2545 ซึ่งผลการดำเนินงานของ ATC นับว่าโดดเด่นที่สุดสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากที่เคยขาดทุนในปี 2544 กลับมาเป็นกำไรอย่างมหาศาลกว่า 4,000 ล้านบาทในปี 2546 เนื่องจากผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีของบริษัทมีความต้องการสูงขึ้นและราคาผลิตภัณฑ์ของบริษัทในตลาดโลกมีการปรับตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดยการลงทุนของผู้ถือหุ้นมีมูลค่าเพิ่มเกือบ 90 เท่าภายในปีเดียวจากระดับประมาณ 612 ล้านบาทในปี 2545 เป็น 53,651 ล้านบาทในปี 2546 อันดับที่ 8 ได้แก่ บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ THAI) ซึ่งเป็นบริษัทที่มีฐานเงินทุนขนาดใหญ่และเข้มแข็ง โดยมีฐานเงินทุนเฉลี่ย 3 ปีสูงกว่า 170,000 ล้านบาท อันดับ 9 ได้แก่ บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ SCC) ซึ่งเป็นบริษัทชั้นนำที่มีขนาดใหญ่และผู้บริหารมีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอ อันดับ 10 ได้แก่ บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ



BEC) ซึ่งในระยะที่ผ่านมา EBIT และ ROIC เพิ่มขึ้นอย่างมหาศาล อันดับ 11 ได้แก่ บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ RATCH) บริษัทมีการขยายตัวอย่างสูง โดยฐานของเงินทุนเพิ่มเกือบ 100% ในระยะที่ผ่านมาใกล้เคียง ๆ นี้ นอกเหนือจากผลิตภัณฑ์เป็นสาธารณูปโภคที่มีความต้องการอย่างสม่ำเสมอ อันดับ 12 ได้แก่ บริษัท ไทยโอเลฟินส์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ TOC) เช่นเดียวกับ ATC ที่ผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีความต้องการและราคาเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา อันดับ 13 ได้แก่ บริษัท อิตาเลียนไทยดีเวลลอปเม้นต์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ ITD) ซึ่งมีผลขาดทุน EBIT ติดลบในปี 2544 แต่กลับทำกำไรได้เกือบ 1,500 ล้านบาทในปี 2546

บริษัทที่อยู่ในช่วงคุ้มทุนที่ไม่สามารถที่จะสร้างกำไรได้แต่ก็ไม่ขาดทุน มี ROIC ใกล้เคียงกับ Cost of Capital โดยบริษัทประเภทนี้จะมีราคาตลาดของหุ้นที่ใกล้เคียงกับราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น เช่น กลุ่มธุรกิจการเกษตรและกลุ่มอาหาร เป็นต้น ธุรกิจเหล่านี้มีความสามารถในการแข่งขันค่อนข้างต่ำ แต่เนื่องจากเป็นสินค้าอุปโภคบริโภคจึงมีความต้องการอย่างสม่ำเสมอ แต่ก็ไม่ค่อยเติบโต

บริษัทที่อยู่ในช่วงที่สามารถสร้างกำไรได้มากกว่าต้นทุนของเงินลงทุน มีการเติบโตของยอดขายในระดับสูง และสามารถสร้าง MVA ได้มาก จากตารางจะพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่อยู่ในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่ได้แก่ กลุ่มธุรกิจก่อสร้าง จัดสรรที่ดิน กลุ่มธุรกิจบริการเกี่ยวกับสุขภาพ กลุ่มเทคโนโลยีและสื่อสาร เป็นต้น เนื่องจากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันเริ่มมีการขยายตัวมากขึ้นจากนโยบายรัฐบาล และโครงการต่าง ๆ ที่ช่วยส่งเสริมให้มีการใช้จ่ายมากขึ้น ดังนั้นกลุ่มธุรกิจดังกล่าวข้างต้นจึงมีการลงทุนที่สูงในช่วงนี้

บริษัทที่อยู่ในช่วงที่สามารถสร้างกำไรได้มากกว่าต้นทุนของเงินลงทุน ดังนั้นจึงสามารถสร้าง MVA ได้ อัตราการเติบโตแม้จะไม่ก้าวกระโดด แต่ก็เพิ่มสูงขึ้นอย่างสม่ำเสมอ จากตารางจะพบว่า บริษัทส่วนใหญ่จะเป็นธุรกิจที่เริ่มเข้าสู่ช่วงระยะปลายของช่วงเติบโตถึงเริ่มเข้าสู่ภาวะอยู่ตัว (Maturity) เว้นแต่จะมีการลงทุนในการเทคโนโลยีที่สูงขึ้น เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผลิตภัณฑ์ ส่งผลให้มีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นและอัตราการเติบโตสูงขึ้นตามความต้องการสินค้าที่

เปลี่ยนไป ซึ่งธุรกิจที่อยู่ในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่ได้แก่กลุ่มเทคโนโลยีและสื่อสาร กลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า และกลุ่มทรัพยากรและพลังงาน เป็นต้น

บริษัทที่สูญเสียความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและทำลายมูลค่าของบริษัทในขณะที่ยอดการเติบโตของยอดขายต่ำ และมีแนวโน้มว่าจะไม่สามารถแข่งขันในตลาดได้เป็นกลุ่มเสี่ยงซึ่งมีผลกำไรต่ำกว่าต้นทุนของเงินทุน ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจที่เข้าสู่ช่วงขาลง โดยกลุ่มธุรกิจสิ่งทอและธุรกิจด้านเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายจะถูกจัดในกลุ่มนี้ เช่น บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ SUUC) ซึ่งในอดีตถูกจัดเป็นหุ้นพื้นฐาน แต่ปัจจุบันเป็นบริษัทที่มี MVA ตีลบและถูกจัดอยู่ในอันดับสุดท้ายของบริษัทจำนวน 317 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### บทสรุป

เมื่อพิจารณาตารางการจัดอันดับ MVA จะเห็นได้ว่าบริษัทที่อยู่ในอันดับต้น ๆ ล้วนเป็นบริษัทชั้นนำที่มีปัจจัยพื้นฐานดี ดังนั้นหลักการของ MVA และ VBM จึงสอดคล้องกับการลงทุนเชิงมูลค่า (Value Investment) การศึกษา MVA เพื่อประโยชน์ในการพิจารณาการลงทุน จะช่วยเป็นข้อมูลสนับสนุนให้นักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถของผู้บริหารในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทที่ตนบริหารอยู่ นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับแนวบริหารเชิงบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ที่สามารถลดความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงิน และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กร ตลอดจนการศึกษาด้าน Balance Scorecard ซึ่งถ้าจะสร้างความสำเร็จทางการเงินจะต้องให้ความสำคัญกับการดำเนินงานขององค์กรโดยรวม ไม่ว่าจะเป็นด้านการตลาด การผลิต การพัฒนาบุคลากรและความชำนาญของแรงงาน และการสร้างความมั่งคั่งอย่างยั่งยืนให้กับผู้ถือหุ้น จะทำได้โดยการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทโดยรวม

การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของ MVA โดยรวมยังช่วยให้เราทราบถึงพัฒนาการและการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวม เช่นปี 2546 เป็นปีที่รุ่งโรจน์ของเศรษฐกิจไทย จากการเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจต่าง ๆ ตลอดจนการเพิ่มขึ้นของระดับราคาหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ที่สะท้อนถึงการเจริญเติบโตและภาวะสวัสดิภาพเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ปี 2547 เป็นปีที่ค่อนข้างลำบากสำหรับเศรษฐกิจไทย ซึ่งพิจารณาได้จาก MVA ที่ลดลงของบริษัทชั้นนำเกือบทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสะท้อนปัญหาที่เกิดขึ้นในปี 2547 ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นระดับอัตราเงินเฟ้อและดอกเบี้ยที่ขยับตัวสูงขึ้น หรือปัจจัยที่ไม่ได้คาดหมายมาก่อน ไม่ว่าจะเป็นสถานการณ์หวัดนกหรือความรุนแรงในภาคใต้ ล้วนเป็นปัจจัยเสี่ยงที่จุดถึงภาวะเศรษฐกิจในปี 2547 ซึ่งสามารถสะท้อนออกมาโดยระดับ MVA ที่ลดลงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

MVA Ranking	2003		Company Name	Stock Symbol	MVA	
	2002	2004*			2003	2004*
4	1	1	PTT PUBLIC COMPANY LIMITED	PTT	36,556,306,235.63	41,615,125,962.23
2	2	2	ADVANCED INFO SERVICE PUBLIC COMPANY LIMITED	ADVANC	192,388,186,705.77	194,314,444,939.97
3	3	3	THE SIA CEMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	SCE	175,343,396,225.42	215,421,648,739.50
20	4	4	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION PUBLIC COMPANY	PTTEP	123,876,214,867.23	128,519,694,393.00
7	5	5	SHIN CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	SHIN	72,592,226,930.91	83,107,525,561.22
8	6	6	LAND AND HOUSES PUBLIC COMPANY LIMITED	LH	60,286,910,538.80	63,138,142,265.90
9	7	7	THE AROMATICS (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	ATC	43,828,722,794.68	53,650,827,598.92
9	8	8	THAI AIRWAYS INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED	THAI	36,370,152,422.38	39,155,637,876.79
5	9	9	SIAM CITY CEMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	SCEC	35,796,196,351.75	40,235,294,117.55
5	10	10	BEC WORLD PUBLIC COMPANY LIMITED	BEC	36,240,030,000.00	37,826,427,408.20
18	11	11	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING PUBLIC CO., LTD.	RATCH	27,390,930,392.16	47,675,165,115.51
-	10	12	THAI CEMENTS PUBLIC COMPANY LIMITED	TCC	26,319,124,058.96	46,857,403,513.27
247	11	13	THAIAN THAI DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	TDD	26,847,167,069.48	41,279,007,107.20
-	14	14	AIRPORTS OF THAILAND PUBLIC COMPANY LIMITED	AOT	19,399,636,021.90	7,657,543,000.30
-	23	15	C.P. SEVEN ELEVEN PUBLIC COMPANY LIMITED	CP7-11	15,934,135,124.68	34,192,363,848.65
31	15	16	ITV PUBLIC COMPANY LIMITED	ITV	17,684,431,240.26	20,160,510,981.33
262	21	17	BANPU PUBLIC COMPANY LIMITED	BANPU	16,399,230,851.26	11,244,274,955.22
55	23	18	THORSEN THAI AGENCIES PUBLIC COMPANY LIMITED	TTA	16,171,632,265.30	22,693,003,378.25
10	23	19	TRUE CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	TRUE	15,830,415,058.91	18,413,363,986.98
76	23	20	PRECIOUS SHIPPING PUBLIC COMPANY LIMITED	PFL	15,636,879,432.62	16,651,449,276.35
8	24	21	DELTA ELECTRONICS (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	DELTA	14,832,872,277.26	18,383,078,927.77
167	16	22	SAHABAYA STEEL INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED	SST	4,137,631,088.33	26,703,403,515.05
15	22	23	UNITED ROADWAYS CORPORATION PUBLIC CO., LTD.	URC	3,366,922,637.46	19,797,476,336.89
32	23	24	HANA MICROELECTRONICS PUBLIC COMPANY LIMITED	HANA	2,227,195,386.88	13,233,361,312.75
274	66	25	UNITED COMMUNICATION INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	UCOM	1,678,763,651.88	4,481,066,440.23
16	32	26	CENTRAL PATANA PUBLIC COMPANY LIMITED	CPN	1,632,566,833.33	12,702,287,766.42
121	7	27	NATURAL PARK PUBLIC COMPANY LIMITED	N-PARK	10,339,602,035.44	59,123,357,376.61
11	31	28	CHUANGCHANG PUBLIC COMPANY LIMITED	CK	10,073,114,764.10	23,147,212,230.22
39	30	29	VANACHAI GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	VNG	9,799,246,391.78	12,717,229,891.57
278	17	30	AMATA CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	AMATA	9,607,932,803.41	12,932,982,253.73
228	18	31	NATIONAL PETRO-CHEMICAL PUBLIC COMPANY LIMITED	NPC	9,379,436,396.16	25,446,186,337.53
42	25	32	ELECTRICITY GENERATING PUBLIC COMPANY LIMITED	EGCOMP	8,817,239,154.14	23,907,493,734.09
66	37	33	SINO THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION PUBLIC CO., LTD.	STEC	8,059,436,966.69	17,757,241,533.82
38	39	34	THAI PLASTIC AND CHEMICALS PUBLIC COMPANY LIMITED	TFC	7,622,088,185.19	12,262,449,730.20
229	43	35	PICNIC CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	PNIC	7,517,476,587.28	9,854,290,324.10
29	33	36	BUMRUNGRAD HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED	BH	7,426,816,585.60	8,114,741,427.89
-	27	37	THAI STANLEY ELECTRIC PUBLIC COMPANY LIMITED	STANLY	7,336,468,137.25	12,593,270,944.74
-	34	38	THAI UNION FROZEN PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	TUP	7,065,212,977.22	19,912,177,314.86
-	34	39	MUDA ASSETS PUBLIC COMPANY LIMITED	MUDA	7,031,961,640.78	12,191,140,770.70
13	46	40	MAJOR CINEMPLEX GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	MAJOR	5,457,414,973.61	7,569,563,921.57
34	44	41	DYNASTY CERAMIC PUBLIC COMPANY LIMITED	DCC	5,322,916,314.18	7,856,146,347.46
14	36	42	AS AN PROPERTY DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	AP	5,582,217,132.03	10,466,496,676.30
55	53	43	AAPIC HIGH TECH PUBLIC COMPANY LIMITED	AH	5,476,378,378.33	6,736,948,840.52
235	53	44	THE BANGCHAK PETROLEUM PUBLIC COMPANY LIMITED	BCH	5,384,666,688.93	4,973,626,410.16
192	78	45	BANGKOK DUST MEDICAL SERVICES PUBLIC COMPANY LIMITED	BKSH	5,341,053,511.71	5,841,589,887.76
38	50	45	THAI RUNG UNION CAR PUBLIC COMPANY LIMITED	TRU	5,176,383,927.65	9,321,321,675.94

Remarks:  
 \* As of June 30, otherwise as of December 31.  
 \*\* The company with illiquid trading and high volatility stocks.

MVA Ranking	MVA		Stock Symbol	Company Name
	2002	2003		
41	5,383,776.99	9,650,267,588.73	SAMART	SMART CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED
42	4,800,488,839.87	6,807,284,793.93	AA	ADVANCE AGRO PUBLIC COMPANY LIMITED
43	4,815,610,037.73	5,362,987,800.53	PPRC	PHOENIX PULP & PAPER PUBLIC COMPANY LIMITED
44	4,459,774,266.37	6,932,515,337.42	U-COM	QUALITY CONSTRUCTION PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED
45	4,352,306,206.90	9,955,853,777.86	GRANMY	GRANMY PUBLIC COMPANY LIMITED
46	4,118,385,269.15	9,955,853,777.86	VNT	VINTHAI PUBLIC COMPANY LIMITED
47	4,026,857,142.86	3,673,247,002.40	CHTL	THE ORIENTAL HOTEL (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED
48	3,981,656,250.00	4,480,830,843.56	BVC	BERRI JUICER PUBLIC COMPANY LIMITED
49	3,926,435,227.35	3,729,779,269.84	TVO	THAI VEGETABLE OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
50	3,856,736,057.23	2,354,904,207.59	TGP	THAI GYPSUM PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED
51	3,807,806,030.00	2,278,035,233.10	CSL	CS LOXINCO PUBLIC COMPANY LIMITED
52	3,762,253,321.13	2,278,035,233.10	MAKRO	SIAM MAKRO PUBLIC COMPANY LIMITED
53	3,651,052,631.33	5,162,091,503.27	GMNIM	GM MEDIA PUBLIC COMPANY LIMITED
54	3,359,347,638.62	12,196,270,512.08	MEDIAS	MEDIA OF MEDIAS PUBLIC COMPANY LIMITED
55	3,160,545,554.53	3,300,724,637.69	BECI	BANGKOK EXPRESSWAY PUBLIC COMPANY LIMITED
56	3,163,932,944.67	3,513,445,006.77	CCET	CAL-COMP ELECTRONICS (THAILAND) PUBLIC CO. LTD.
57	3,090,507,641.02	6,861,585,355.85	LAIN	LALIN PROPERTY PUBLIC COMPANY LIMITED
58	3,051,782,340.44	6,776,545,038.52	SAT-TEL	SHIN SATELLITE PUBLIC COMPANY LIMITED
59	3,023,875,486.39	6,438,020,030.00	SIM	SAMART IMOBILE PUBLIC COMPANY LIMITED
60	2,921,155,998.92	7,029,417,073.17	RCL	REGIONAL CONTAINER LINES PUBLIC COMPANY LIMITED
61	2,913,948,466.45	2,663,263,908.37	TAF**	THAI AIR FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED
62	2,875,132,474.33	3,386,066,573.77	TEI	THAI FILM INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED
63	2,873,929,411.75	2,568,019,337.99	KKC	KULTHORN KIRBY PUBLIC COMPANY LIMITED
64	2,857,033,305.83	3,114,865,200.78	MBK	MBK PUBLIC COMPANY LIMITED
65	2,836,663,183.28	3,114,865,200.78	PLE	POWER LINE ENGINEERING PUBLIC COMPANY LIMITED
66	2,831,744,864.78	3,465,664,848.93	ROJINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE PUBLIC COMPANY LIMITED
67	2,795,313,725.49	7,768,415,763.33	LOXLEY	LOXLEY PUBLIC COMPANY LIMITED
68	2,703,372,549.02	3,009,944,134.36	BIG C	BIG C SUPERCENTER PUBLIC COMPANY LIMITED
69	2,683,623,795.92	3,020,068,921.45	SYNTEC	SYNTEC CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED
70	2,651,744,864.78	3,465,664,848.93	QH	QUALITY HOUSES PUBLIC COMPANY LIMITED
71	2,637,033,305.83	3,114,865,200.78	OH	OHAKOTO ELECTRON (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED
72	2,621,155,998.92	7,029,417,073.17	RCG	ROYAL GARDEN RESORT PUBLIC COMPANY LIMITED
73	2,613,948,466.45	2,663,263,908.37	TOCC**	THAI CENTRAL CHEMICAL PUBLIC COMPANY LIMITED
74	2,603,667,651.16	4,339,127,855.83	SCG	SCARAGGON (CHENBUR) PUBLIC COMPANY LIMITED
75	2,595,023,795.92	3,020,068,921.45	POST**	THE POST PUBLISHING PUBLIC COMPANY LIMITED
76	2,587,033,305.83	3,114,865,200.78	LANNA	THE LANNA RESOURCES PUBLIC COMPANY LIMITED
77	2,577,033,305.83	3,114,865,200.78	BAFS	BAKONG AVIATION FUEL SERVICES PCL
78	2,573,929,411.75	2,568,019,337.99	SAUCE**	THAI THAPAROS FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED
79	2,568,019,337.99	2,568,019,337.99	HPFRO	HOME FUTURE DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
80	2,564,864,848.93	3,465,664,848.93	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
81	2,561,744,864.78	3,465,664,848.93	TICOV	TICON INDUSTRIAL CONNECTION PUBLIC COMPANY LIMITED
82	2,557,033,305.83	3,114,865,200.78	ICC	I.C.C. INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED
83	2,553,372,411.75	1,507,354,599.66	TIPCO	TIPCO ASPHALT PUBLIC COMPANY LIMITED
84	2,549,240,006.02	4,526,179,007.76	LPK	L.P.N. DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
85	2,542,027,196.32	2,800,752,276.86	SC	SC ASSET CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED
86	2,531,628,571.43	7,486,814,000.00	UVAN	UNIVANICH PALM OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
87	2,519,299,740.23	1,839,974,030.00		
88				
89				
90				
91				
92				
93				
94				
95				
96				
97				
98				
99				
100				

Name list:  
 \* As of June 30; otherwise as of December 31.  
 \*\* The company with illiquid trading and high volatility stocks.

MVA Ranking	2003		2004*		Company Name	Stock Symbol	MVA	
	2003	2004*	2003	2004*			2003	2004*
203	104	53	502,771,866.47	1,988,248,616.92	KCE ELECTRONICS PUBLIC COMPANY LIMITED	KCE	1,988,248,616.92	242,383,331.40
205	69	54	462,454,551.79	2,874,939,500.00	RAYONG PAPER PUBLIC COMPANY LIMITED	RPC	2,874,939,500.00	-
122	101	95	1,433,366,943.38	2,146,341,493.41	EASTERN WATER RESOURCES DEVELOPMENT AND MANAGEMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	EWAT	2,146,341,493.41	53,725,490.20
-	125	86	1,401,178,371.68	1,419,106,000.00	CHONBURI CONCRETE PRODUCT PUBLIC COMPANY LIMITED	CCP	1,419,106,000.00	-
-	97	-	1,385,624,181.07	-	SHUN THAI RUBBER GLOVES INDUSTRY PUBLIC CO., LTD	STHAI	-	-
36	112	98	1,362,005,633.89	1,700,839,923.95	ROYAL ORCHID HOTEL (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	ROH**	1,700,839,923.95	1,716,163,954.42
137	210	95	1,368,418,653.97	207,339,000.00	EMC PUBLIC COMPANY LIMITED	EMC	207,339,000.00	12,354,077.00
234	56	100	1,367,364,230.00	5,748,465,535.46	ROJANA INDUSTRIAL PARK PUBLIC COMPANY LIMITED	ROJANA	5,748,465,535.46	478,518,518.52
63	117	101	1,345,946,153.65	1,044,832,862.56	ALUCON PUBLIC COMPANY LIMITED	ALUCON**	1,044,832,862.56	810,782,608.70
28	96	102	1,305,000,000.00	2,000,551,470.58	FANCY WOOD INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED	FANCY	2,000,551,470.58	3,201,893,939.39
164	73	103	1,296,573,513.97	4,344,454,480.85	PROPERTY PERFECT PUBLIC COMPANY LIMITED	PF	4,344,454,480.85	-71,682,460.70
81	129	104	1,289,236,145.07	1,274,959,785.14	LEE FEED MILL PUBLIC COMPANY LIMITED	LEE	1,274,959,785.14	486,656,320.94
55	130	105	1,279,630,452.86	1,958,609,900.33	SE-EDUCATION PUBLIC COMPANY LIMITED	SE-ED	1,958,609,900.33	756,657,768.22
9*	110	106	1,234,782,377.98	1,763,266,019.19	TIPPO FOODS (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	TIPPO	1,763,266,019.19	392,687,696.02
82	111	107	1,228,621,908.13	1,721,657,754.97	INTERNET THAI AND PUBLIC COMPANY LIMITED	INET	1,721,657,754.97	470,491,329.48
38	102	108	1,188,673,863.90	2,119,639,508.54	THE UNION MOSAIC INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	UNI	2,119,639,508.54	468,161,512.00
73	128	109	1,187,205,882.35	1,300,483,271.38	RAJDAWRI HOTEL PUBLIC COMPANY LIMITED	RAM	1,300,483,271.38	607,162,622.95
171	140	110	1,184,753,823.79	1,051,272,727.27	RAMKHAMHAENG HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED	RHM	1,051,272,727.27	-103,820,224.72
57	75	111	1,179,791,164.01	4,265,322,546.27	THALGERMAN CERAMIC INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	TGCI	4,265,322,546.27	311,142,727.53
114	74	112	1,151,872,456.49	4,263,864,045.25	HEMARA LAND AND DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	HEMARA	4,263,864,045.25	131,386,368.32
173	133	113	1,107,467,737.50	1,225,470,985.47	SAMITWEI PUBLIC COMPANY LIMITED	SWI	1,225,470,985.47	-105,066,179.79
-	163	114	1,031,882,352.94	2,044,393,939.39	R.S.PROMOTION PUBLIC COMPANY LIMITED	RS	2,044,393,939.39	-
-	98	115	1,009,260,718.85	2,488,947,275.82	EGV ENTERTAINMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	EGV	2,488,947,275.82	-
33	69	116	1,008,786,922.97	2,441,584,056.74	NOBLE RUBBER (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	NOBLE	2,441,584,056.74	2,450,823,025.78
66	87	117	1,003,636,363.64	2,954,860,613.70	NOBLE RUBBER (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	NOBLE	2,954,860,613.70	456,725,145.20
61	146	118	970,062,910.05	1,002,600,655.22	AMARIN PRINTING AND PUBLISHING PUBLIC COMPANY LIMITED	APRINT	1,002,600,655.22	833,076,923.08
102	94	119	918,542,054.05	2,536,650,179.33	NAWARAT PATANAKARN PUBLIC COMPANY LIMITED	NWR	2,536,650,179.33	236,981,115.11
57	16	120	905,806,251.81	1,868,079,551.84	THAI PRESIDENT FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED	TF	1,868,079,551.84	945,000,000.00
251	64	121	850,000,000.00	4,771,698,953.18	THAI CARBON BLACK PUBLIC COMPANY LIMITED	TCB	4,771,698,953.18	-735,000,000.00
106	144	122	847,328,571.33	1,334,233,672.65	TEXTILE PRESTIGE PUBLIC COMPANY LIMITED	TYCORP**	1,334,233,672.65	-
250	124	123	818,838,935.57	1,452,942,331.29	GODDYEAR (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	GTY**	1,452,942,331.29	-98,800,000.00
34	178	124	816,091,051.68	1,639,332,325.28	M-LINK ASIA CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	M-LINK	1,639,332,325.28	465,619,354.84
-	114	125	798,421,052.63	1,094,610,000.00	M-FEC PUBLIC COMPANY LIMITED	M-FEC	1,094,610,000.00	-
-	119	125	774,347,825.08	1,033,789,115.94	ADVANCED INFORMATION TECHNOLOGY PUBLIC CO., LTD.	AIT	1,033,789,115.94	-
-	120	127	752,340,638.52	1,546,393,248.78	BANGKOK TERMINAL PUBLIC COMPANY LIMITED	BTC	1,546,393,248.78	-
-	120	129	746,895,425.18	1,537,659,799.55	IT CITY PUBLIC COMPANY LIMITED	IT	1,537,659,799.55	-
155	185	129	736,374,111.48	699,512,372.03	SUPALA PUBLIC COMPANY LIMITED	SPALI	699,512,372.03	18,307,867.76
127	153	130	698,900,718.10	894,080,037.97	SIAM SPOR SYNDICATE PUBLIC COMPANY LIMITED	SPORT	894,080,037.97	41,244,660.32
119	131	131	694,203,000.00	1,249,250,000.00	JUTHA MARITIME PUBLIC COMPANY LIMITED	JUTHA	1,249,250,000.00	92,842,161.90
46	84	132	662,099,510.30	3,052,843,459.13	ASAMINE INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED	IAS	3,052,843,459.13	949,722,865.00
37	127	133	668,880,645.76	325,395,983.45	A.J. PLAS PUBLIC COMPANY LIMITED	AJ	325,395,983.45	1,562,369,948.23
195	132	134	638,206,856.55	1,248,387,435.99	LAM SOON (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	LST	1,248,387,435.99	-43,393,111.94
75	183	136	632,442,381.89	749,741,656.19	UNITED PALM OIL INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	UOIC	749,741,656.19	529,050,468.12
71	162	136	612,042,500.00	767,885,580.63	S & P SYNDICATE PUBLIC COMPANY LIMITED	SSP	767,885,580.63	631,217,391.33
78	91	137	578,763,878.30	2,797,914,052.50	SERM SUK PUBLIC COMPANY LIMITED	SSC	2,797,914,052.50	552,971,947.50
263	294	138	568,265,714.29	675,500,000.00	PAI ASIA FOOTWEAR PUBLIC COMPANY LIMITED	PAF	675,500,000.00	263,234,462.78

Remarks:  
 \* As of June 30, otherwise as of December 31  
 \*\* The company with illiquid trading and high volatility stocks

MVA Ranking	MVA		Company Name	Stock Symbol	MVA	
	2002	2003			2004*	2003
124	136	139	SIAM STEEL SERVICE CENTER PUBLIC COMPANY LIMITED	SSSC	506,200,899.57	1,095,756,000.81
-	156	140	SINGHA PARATECH PUBLIC COMPANY LIMITED	SINGHA	393,349,707.30	882,138,000.00
85	178	141	FURUKAWA METAL (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	FMT**	638,705,036.97	516,940,146.99
-	-	142	N. C. HOUSING PUBLIC COMPANY LIMITED	NCH	626,343,511.45	-
-	134	143	T. K. S. TECHNOLOGIES PUBLIC COMPANY LIMITED	TKS	521,871,426.57	1,207,514,000.00
65	137	144	SIAM STEEL INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED	SIAMI	519,031,191.90	1,080,998,984.10
120	156	145	SOUTHERN CONDOR EPILE PUBLIC COMPANY LIMITED	SCP	507,407,467.41	639,358,646.79
138	190	146	THALBRIT-SH SECURITY PRINTING PUBLIC COMPANY LIMITED	TSP**	432,812,562.81	422,311,327.93
219	135	147	SVI PUBLIC COMPANY LIMITED	SVI	499,754,726.73	145,103,946.41
-	148	148	AREEVA PROPERTY PUBLIC COMPANY LIMITED	AREEVA	471,204,477.81	-
93	154	149	THAI SUGAR TERMINAL PUBLIC COMPANY LIMITED	TST**	469,933,088.90	702,604,166.67
40	54	150	SANSIRI PUBLIC COMPANY LIMITED	SIRI	468,531,280.57	5,560,496,948.23
201	121	151	SVOA PUBLIC COMPANY LIMITED	SVOA	404,465,535.33	653,956,000.00
104	139	152	RAIMON LAND PUBLIC COMPANY LIMITED	RAIMON	464,349,300.99	636,121,234.19
22	108	153	COMPASS EAST INDUSTRY (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	CEI	420,345,433.07	907,021,482.78
-	-	154	SIS DISTRIBUTION (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	SIS	42,841,000.00	-
110	183	155	O.C.C. PUBLIC COMPANY LIMITED	OCC**	416,503,000.00	470,746,253.73
146	159	156	THE SIAM PAN GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	SPG**	416,138,429.75	809,181,916.18
184	145	157	MODERNFORM GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	MODERN	408,666,686.57	329,032,258.05
156	158	158	ELECTRONICS INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	EIC	407,523,839.52	846,146,000.00
108	146	159	SIKARIN PUBLIC COMPANY LIMITED	SKR	393,809,620.44	977,433,264.89
-	174	160	TRAFFIC CORNER HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	TRAF	392,825,351.71	881,266,344.89
117	157	161	IDISTAR ELECTRIC CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	IDISTAR	375,127,472.53	800,327,568.85
111	192	162	PEOPLE'S GARMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	PGM**	365,309,276.35	401,070,423.51
87	142	163	OCEAN GLASS PUBLIC COMPANY LIMITED	OGC	357,411,862.23	338,763,536.39
77	160	164	BNT ENTERTAINMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	BNT	349,289,970.71	801,021,344.17
147	208	165	NONTHAVEJ HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED	NTH	330,668,686.57	215,482,014.39
103	191	166	PRESIDENT BAKERY PUBLIC COMPANY LIMITED	PB	325,714,285.71	415,161,296.32
116	175	167	SAFARI WORLD PUBLIC COMPANY LIMITED	SAFARI	318,433,024.30	553,568,235.29
36	154	168	NATION MULTIMEDIA GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	NPV	294,828,348.55	863,577,334.09
241	180	169	THAI WACCOAL PUBLIC COMPANY LIMITED	WACCOAL	285,666,686.57	500,869,565.22
96	207	170	THAI WAH FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	TWFP	279,753,182.01	224,641,263.23
105	184	171	ALCAN PACKAGING STRONGPACK PUBLIC COMPANY LIMITED	AFS**	272,963,957.38	457,479,457.05
96	192	172	WJIK & HOSGLIND PUBLIC COMPANY LIMITED	WJIK	264,318,041.34	962,621,376.47
230	172	173	AMERICAN STANDARD SANITARY WARE (THAI) AND PUBLIC COMPANY LIMITED	ASTL	263,193,593.22	560,874,128.37
90	167	174	THE MINOR FOOD GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	MFG	262,097,073.93	337,467,738.05
205	166	175	MATCHRON PUBLIC COMPANY LIMITED	MATCH	264,482,748.52	452,921,875.00
213	189	176	CHAIWATANA TANNERY GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	CHAI	242,059,701.49	437,607,668.02
142	211	177	THAI POLY ACRYLIC PUBLIC COMPANY LIMITED	TPA**	240,775,362.11	185,880,211.98
89	130	178	TEAM PRECISION PUBLIC COMPANY LIMITED	TEAM	214,161,818.78	-
-	179	179	KEPPEL THAI PROPERTIES PUBLIC COMPANY LIMITED	KTP	210,326,717.56	265,127,208.46
-	180	180	S. PAK & PRINT PUBLIC COMPANY LIMITED	S-PAC	207,692,307.59	-
125	170	181	GENERAL ENGINEERING PUBLIC COMPANY LIMITED	GEN	207,315,466.33	820,100,000.00
140	199	182	AKHOL HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED	AHC	200,808,164.38	312,219,101.12
238	188	183	VIDHAYADH MEDICAL CENTER PUBLIC COMPANY LIMITED	VIDHA	195,231,286.79	449,089,376.71
105	214	184	PATCO CHEMICAL INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	PATCO**	184,990,969.09	159,918,918.92

Remarks:

\* As of June 30, otherwise, as of December 31.

\*\* The company with illiquid trading and high volatility stocks.

MVA Ranking	2003	2004*	Company Name	Stock Symbol	MVA		
					2003*	2009	2002
170	182	185	SWEDISH MOTORS CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	SMC	183,960,964.30	471,028,733.00	88,563,661.85
99	171	189	UNIVENT JAMES PUBLIC COMPANY LIMITED	UV	180,901,463.65	612,131,710.84	299,123,883.62
151	201	187	AGRIPURE HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	APURE	179,906,890.39	288,539,890.26	240,733,513.60
158	247	188	THAI LIT INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED	TLI	168,578,818.52	-37,634,468.80	-43,777,472.53
133	198	189	WALLEE SAMPRAN PUBLIC COMPANY LIMITED	WALLEE	166,177,447.84	331,253,000.00	28,903,471.07
175	200	190	FRANKT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	P-FCB	156,300,000.00	303,453,900.39	-118,285,714.29
225	195	191	CVD ENTERTAINMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	CVD	145,494,878.03	359,473,684.21	-365,556,591.74
138	156	192	PATROK PUBL. C COMPANY LIMITED	PATROL	138,479,727.94	894,785,239.29	15,330,362.62
174	242	193	UNIVERSAL FCCS PUBLIC COMPANY LIMITED	JPCF**	129,373,703.10	-5,331,673.95	-111,334,615.26
110	194	194	CROWN SEAL PUBLIC COMPANY LIMITED	CSC	115,468,407.08	9,814,239.25	138,733,903.77
93	188	195	THE ROYAL CERAMIC INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	RCI	114,924,559.84	630,125,580.10	426,621,972.60
152	218	193	TCN HUA COMMUNICATIONS PUBLIC COMPANY LIMITED	TCN_HUA**	114,295,031.57	139,521,951.22	65,000,000.00
115	227	197	DIANA DEPARTMENT STORE PUBLIC COMPANY LIMITED	DIANA**	110,405,000.00	95,173,020.53	-120,590,809.08
72	147	198	CHARN ISSA SA DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	CI	95,300,000.00	994,197,628.46	329,516,715.00
30	220	199	CHUMFORN PALM OIL INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	CP*	96,167,724.07	1,931,753.36	488,656,039.22
172	194	200	METRO SYSTEMS CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	MSC**	94,382,465.66	378,492,727.52	-104,625,003.00
143	197	201	STEPH PUBLIC COMPANY LIMITED	S*PI	87,711,894.41	472,673,767.68	-5,036,053.61
127	212	202	ASIAN MARINE SERVICES PUBLIC COMPANY LIMITED	ASIMAR	86,337,434.66	189,169,822.54	300
33	205	203	DUSIT THANI PUBLIC COMPANY LIMITED	DTC	68,750,000.00	229,369,841.12	466,852,173.91
144	215	204	THANULUX PUBLIC COMPANY LIMITED	TNL	64,973,706.41	156,539,459.72	-14,546,434.58
177	239	205	KRUNGDREF SCIPHON PUBLIC COMPANY LIMITED	KWC**	63,547,058.82	-8,211,340.21	-123,507,632.31
128	225	203	SEA HORSE PUBLIC COMPANY LIMITED	SH**	63,593,984.66	53,623,865.67	4,524,971,165.44
199	193	207	CENTRAL PLAZA HOTEL PUBLIC COMPANY LIMITED	CENTEL	62,236,294.12	384,827,568.21	-218,076,523.08
89	167	208	UNITED FLOUR MILL PUBLIC COMPANY LIMITED	UFMY*	36,923,076.92	778,535,985.37	448,773,195.89
151	227	209	S KHONKAEN FOOD INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	SORKON	30,961,597.10	229,913,116.56	-218,508,647.95
200	203	210	ASIAN SEAFOODS COLDESTORAGE PUBLIC COMPANY LIMITED	ASLAN	30,768,230.77	529,777,777.78	-40,344,638.02
155	177	211	S.S. INTERNATIONAL ENTERPRISES PUBLIC COMPANY LIMITED	S.S.I**	26,900,000.00	55,052,993.14	74,428,571.43
167	229	212	CHIANG MAI MEDICAL SERVICES PUBLIC COMPANY LIMITED	CMK**	27,421,875.00	-5,476,260.87	56,384,615.38
160	239	213	NEW PLUS KNITTING PUBLIC COMPANY LIMITED	NPK**	24,721,428.57	146,015,625.00	31,401,068.16
132	217	214	FAR EAST DUS PUBLIC COMPANY LIMITED	FE	24,764,150.94	79,608,053.85	74,246,937.95
105	222	215	FOOD AND DRINKS PUBLIC COMPANY LIMITED	F&D**	7,009,015.33	211,968,421.05	33,091,403.41
152	209	215	BATA SHOE OF THAILAND PUBLIC COMPANY LIMITED	B*TA**	1,732,073.27	10,277,028.04	-21,138,838.89
149	234	217	ROCKWORTH PUBLIC COMPANY LIMITED	R*CK	0.00	809,478,787.88	-142,736,842.11
130	151	218	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	POI	0.00	514,934,594.56	-263,879,937.46
172	179	219	SIAM UNITED SERVICES PUBLIC COMPANY LIMITED	SUSCO	-4,340,425.53	-27,428,871.43	-41,694,915.25
157	145	220	WAT ANA KARNPAET PUBLIC COMPANY LIMITED	WAK**	-15,610,900.12	453,621,743.63	256,445,733.13
190	165	221	NEP REALTY AND INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	NEP	-28,557,692.31	-13,750,000.00	35,675,675.68
131	241	222	UNION PIONEER PUBLIC COMPANY LIMITED	UPF**	-31,004,490.99	-23,823,528.41	144,388,574.36
112	244	223	PANTEX PUBLIC COMPANY LIMITED	HTX**	-35,177,589.42	-27,023,841.22	-330,952,736.73
223	203	224	UNITED STANDARD TERMINAL PUBLIC COMPANY LIMITED	UST	-40,545,998.92	276,134,427.44	47,907,063.92
135	203	225	KUANG PEI SAN FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	KOMPILL	-43,926,195.43	-74,272,482.22	-64,380,100.14
161	231	226	MINOR CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	MINOR	-60,916,935.48	-45,395,121.95	-159,290,000.00
165	209	227	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	VARO	-63,216,572.23	19,924,628.30	-36,596,595.67
154	232	228	MAHACHAI HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED	M*CHAI	-81,982,978.72	689,034,482.76	-1,096,033,533.35
261	173	229	SAMART TELCOMS PUBLIC COMPANY LIMITED	SAMTEL	-83,283,508.47	-76,893,367.10	-75,920,000.00
169	252	230	THE BANGKOK NYLON PUBLIC COMPANY LIMITED	BK*NYL			

Remarks:  
 \* As of June 30, otherwise as of December 31  
 \*\* The company with illiquid trading and high volatility stocks.



MVA Ranking	MVA		Stock Symbol	Company Name
	2002	2003		
2002	2003	2004*		
153	233	-95,370,212.77	AC	NEW CITY (BANGKOK) PUBLIC COMPANY LIMITED
67	216	-104,446,096.96	CFRESH	SEAFRESH INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED
178	233	-111,423,239.41	YCI	YONG THAI PUBLIC COMPANY LIMITED
190	254	-113,386,063.29	SEY**	SUR SRI THAI WAREHOUSE PUBLIC COMPANY LIMITED
207	265	-114,000,000.00	D-DARK	THAI-DENMARK SWINE BREEDER PUBLIC COMPANY LIMITED
189	248	-114,098,288.01	EVC**	EASTERN WIRE PUBLIC COMPANY LIMITED
221	240	-134,285,714.29	TM-D	THAI METAL DRUM MANUFACTURING PUBLIC COMPANY LIMITED
190	258	-135,000,000.00	KOH	KRUNGTHON HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED
134	231	-142,863,961.85	HIC	HAAD THIP PUBLIC COMPANY LIMITED
*97	233	-142,800,000.00	TUOAT	THAI COATING INDUSTRIAL PUBLIC COMPANY LIMITED
187	240	-145,853,353.33	UP**	UNION PLASTIC PUBLIC COMPANY LIMITED
183	253	-146,039,887.64	PR	PRESIDENT RICE PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED
188	258	-147,042,253.92	FLUXE	THAI LUXE ENTERPRISES PUBLIC COMPANY LIMITED
189	268	-149,121,838.46	NIPON**	NIPON PACK (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED
151	274	-158,625,000.00	TOPP**	THAI O.P.P. PUBLIC COMPANY LIMITED
165	256	-172,530,000.00	MANR**	M.T.C. INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED
185	271	-174,428,671.43	MANR**	THE MANDARIN HOTEL PUBLIC COMPANY LIMITED
185	276	-175,151,515.15	TRSS**	TRANG SEA-FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED
269	298	-177,313,432.84	UNF	UNION FOOTWEAR PUBLIC COMPANY LIMITED
217	257	-181,034,452.78	SUN	SUN WOOD INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED
145	225	-182,305,573.70	CIRKIT	CIRCUIT ELECTRONIC INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED
215	224	-184,857,534.25	VAG	WHITE GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED
224	143	-189,974,025.97	CP	C.P.T. GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED
255	283	-191,987,337.83	DAIDOP**	DAIDONGON GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED
255	283	-200,000,000.00	BAT-9K	THAI STORAGE BATTERY PUBLIC COMPANY LIMITED
255	283	-200,000,000.00	GENCO	GENERAL ENVIRONMENTAL CONSERVATION PUBLIC CO., LTD
255	283	-205,940,700.00	NACL	NAVANAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED
255	283	-214,500,000.00	BOUTIC**	BOUTIQUE NEW CITY PUBLIC COMPANY LIMITED
255	283	-227,217,741.94	STA	SRI TRANG AGRICULTURE INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED
255	283	-235,203,546.39	TYCOON	TYCOONS WORLDWIDE GROUP (THAILAND) PUBLIC CO., LTD
204	279	-239,020,126.33	TRUBB	THAI RUBBER LATEX CORPORATION (THAILAND) PUBLIC CO., LTD.
227	219	-251,059,461.81	PZANBIA	PRANDA JEWELRY PUBLIC COMPANY LIMITED
179	236	-254,605,263.16	TPP	THAI PACKAGING & PRINTING PUBLIC COMPANY LIMITED
193	260	-255,603,000.00	CM	CHANGMAI FROZEN FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED
203	278	-256,959,675.00	KRP	K.R. PRECISION PUBLIC COMPANY LIMITED
258	178	-273,557,503.75	THD	THAI FACTORY DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
215	235	-279,642,837.14	JCI	JACK CHIA INDUSTRIES (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED
254	281	-287,313,000.00	IEC	THE INTERNATIONAL ENGINEERING PUBLIC COMPANY LIMITED
209	282	-288,000,000.00	THIP**	THANTAWAN INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED
239	270	-296,227,474.59	SSF	SURAPON FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED
214	280	-300,380,274.51	TCMC	THAILAND CARPET MANUFACTURING PUBLIC COMPANY LIMITED
176	243	-315,958,139.53	PAFCO**	PAKFOOD PUBLIC COMPANY LIMITED
248	167	-325,560,474.73	PA	PACIFIC ASSETS PUBLIC COMPANY LIMITED
232	204	-325,560,474.73	CTW	CHAROONG THAI WIRE & CABLE PUBLIC COMPANY LIMITED
231	277	-332,000,000.00	SFP	SUMI FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED

Remarks:  
 \* As of June 30, otherwise as of December 31.  
 \*\* The company with illiquid trading and high volatility stocks.

MVA Ranking	Company Name		Stock Symbol	MVA		
	2002	2004*		2004*	2002	
210	249	277	DRACO PCB PUBLIC COMPANY LIMITED	336,000,000.00	-45,963,591.40	-288,000,000.00
211	234	276	CHIANG HUAT SEA GULF TRADING FROZEN FOOD PUBLIC CO., LTD.	336,185,715.42	-303,000,000.00	-297,973,452.05
52	272	275	CHRISTIANI & NIELSEN (THAI) PUBLIC COMPANY LIMITED	336,667,803.77	-159,929,188.00	365,969,985.03
203	195	280	SAMMAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	390,000,000.00	349,792,682.93	-431,058,823.53
202	275	281	LUCKY TEX (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	411,879,568.24	-166,347,234.04	-227,500,000.00
237	260	282	SAWANG EXPORT PUBLIC COMPANY LIMITED	432,833,664.14	405,800,000.00	-137,505,263.10
242	187	283	SATIA PATHAVAPORN PUBLIC COMPANY LIMITED	441,046,222.22	448,796,717.39	543,946,689.26
-	213	284	HWA FONG RUBBER (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	453,196,781.92	-	-
249	292	285	RATTANA REAL ESTATE PUBLIC COMPANY LIMITED	475,434,782.51	-505,000,000.00	646,285,714.25
226	235	287	UNION TEXTILE INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED	476,756,756.73	-127,807,228.93	-376,448,484.96
240	296	289	CASCADE PEAK HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	508,969,183.67	321,454,515.45	538,421,052.63
50	107	269	THAI TRAY TEXTILE MILLS PUBLIC COMPANY LIMITED	510,380,633.69	1,326,972,651.83	1,115,323,723.88
253	283	260	GOLDEN LAND PROPERTY DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	517,946,153.65	-285,030,909.09	924,571,473.57
49	77	291	SINGER THAILAND PUBLIC COMPANY LIMITED	562,778,509.02	4,339,179,300.96	1,123,607,815.90
243	268	292	KRISDA MAHAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	567,254,527.56	-384,001,265.81	336,452,853.87
244	289	293	ASIA FIBER PUBLIC COMPANY LIMITED	573,376,084.75	388,283,783.78	606,564,286.71
208	86	294	T.T.I. INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LIMITED	587,429,698.13	2,349,350,333.95	259,132,861.34
235	291	295	EASTERN STAR REAL ESTATE PUBLIC COMPANY LIMITED	594,147,781.04	-465,540,540.54	-490,140,846.37
246	287	296	T.I.AI TEXTILE INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	638,230,000.00	-343,172,839.51	-618,760,000.00
252	298	297	KANG YONG ELECTRIC PUBLIC COMPANY LIMITED	630,000,000.00	-770,000,000.00	144,363,974.55
259	202	298	HUA THAI MANUFACTURING PUBLIC COMPANY LIMITED	748,824,242.42	279,926,663.72	632,673,000.00
-	-	299	S.P. SUZUKI PUBLIC COMPANY LIMITED	739,258,769.23	-	-
194	286	303	GRANDE ASSET DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	822,857,142.95	747,484,988.73	-162,808,368.76
129	291	301	PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED	807,120,253.16	-24,639,175.26	38,613,851.29
273	147	302	SHANGRILLA HOTEL PUBLIC COMPANY LIMITED	963,972,413.79	1,046,566,958.82	-2,077,040,908.09
207	297	303	THAI RAYON PUBLIC COMPANY LIMITED	1,014,838,333.33	960,389,473.68	1,037,850,000.00
260	239	304	TROPICAL CANNING (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	1,064,112,972.77	-14,950,459.25	-1,080,998,453.92
264	223	305	AMARIN PLAZA PUBLIC COMPANY LIMITED	1,175,790,531.29	32,928,632.32	-54,994,742.86
168	246	306	M.K. REAL ESTATE DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED	1,175,790,531.29	32,928,632.32	-54,994,742.86
245	169	307	G.F.F. PUBLIC COMPANY LIMITED	1,175,790,531.29	32,928,632.32	-54,994,742.86
275	223	308	THAI CANE PAPER PUBLIC COMPANY LIMITED	1,175,790,531.29	32,928,632.32	-54,994,742.86
271	203	309	SAFA PATHANA INTER-HOLDING PUBLIC COMPANY LIMITED	1,317,424,000.00	75,617,145.05	-807,058,623.50
279	26	310	CITY SPORTS AND RECREATION PUBLIC COMPANY LIMITED	1,414,300,000.00	1,846,404,376.00	-1,739,577,420.97
268	40	310	SAFA PATHANA INTER-HOLDING PUBLIC COMPANY LIMITED	1,414,300,000.00	1,846,404,376.00	-1,739,577,420.97
272	299	311	BANGKOK LAND PUBLIC COMPANY LIMITED	1,909,237,223.61	9,682,701,800.34	1,625,333,333.33
279	26	311	TRAT PUBLIC COMPANY LIMITED	2,296,163,203.24	1,406,265,422.30	5,595,013,426.16
285	301	312	LAGUNA RESORTS & HOTELS PUBLIC COMPANY LIMITED	2,137,279,672.27	-1,703,241,292.11	-1,440,532,956.97
272	299	313	SRIHAI SUPERWARE PUBLIC COMPANY LIMITED	2,156,665,663.89	-1,619,204,083.14	-1,762,246,895.72
28	130	314	MILLENNIUM STEEL PUBLIC COMPANY LIMITED	2,128,373,676.35	2,259,186,994.53	3,320,299,078.89
282	302	315	CHAROEN FOKPHAN FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED	4,792,674,860.17	-7,155,422,621.25	-
281	105	316	IPI POLENE PUBLIC COMPANY LIMITED	6,813,281,260.00	1,927,568,807.34	6,708,321,628.57
280	303	317	SABA-UNION PUBLIC COMPANY LIMITED	7,102,763,957.45	5,539,855,172.41	3,450,000,000.00

Remarks:  
 \* As of June 30 ; otherwise as of December 31.  
 \*\* The company with liquid trading and high volatility stocks

## บรรณานุกรม

Brigham, E.F. and M.C. Ehrhardt, 2005. **Financial Management: Theory and Practice**, 11<sup>th</sup> ed., Dryden.

Brealey, R.A. and S.C. Myers, 2000. **Principles of Corporate Finance**, 6<sup>th</sup> ed., McGraw Hill.

Hawawini, G. and C. Viallet, 2002. **Finance for Executives: Managing for Value Creation**, 2<sup>nd</sup> ed., South-Western.

Higgins, R.C., 2003. **Analysis for Financial Management**, 7<sup>th</sup> ed., McGraw Hill.

<http://www.sternstewart.com>

<http://www.set.co.th>

<http://www.settrade.com>

## ทิศทางธุรกิจในศตวรรษที่ 21: จริยธรรมกับบรรษัทภิบาล Business Direction in 21<sup>st</sup>: Ethics and Corporate Governance

สมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์\*

Somjai Pakapaswivat, Ph.D.

### บทคัดย่อ

การจัดการองค์การที่ดี หรือ ที่เรียกว่า "บรรษัทภิบาล (Good Corporate Governance)" หมายถึงการบริหารจัดการที่มีการประสานผลประโยชน์อันหลากหลายของผู้ที่มีส่วนได้เสียกันอย่างลงตัว แนวคิดดังกล่าวกำลังเป็นปรากฏการณ์ที่มีการแพร่หลายในวงกว้างทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ตั้งแต่ทศวรรษที่ผ่านวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในเอเชียที่เกิดจากประเทศไทยในปี ค.ศ. 1997 อันเป็นผลมาจากปัญหา การบริหารการจัดการที่ผิดพลาดอันเป็นผลมาจากการคอร์รัปชัน และความไม่ชอบมาพากลในด้านต่าง ๆ วิกฤตการณ์ดังกล่าวนี้จึงกลายมาเป็น แรงขับเคลื่อนในการกระตุ้นให้ประเทศต่าง ๆ โดยเฉพาะในประเทศไทยกำลังพัฒนารวมทั้งประเทศไทย ในอันที่จะส่งเสริมและพัฒนา "บรรษัทภิบาล (Good Corporate Governance)" - อย่างจริงจัง ได้มีความพยายามในการออกกฎหมายสร้างกฎระเบียบ และจัดองค์กรเพื่อนำมาซึ่งการพัฒนา "บรรษัทภิบาล (Good Corporate Governance)" โดยเฉพาะในรอบของตลาดทุน อย่างไรก็ตามแนวทางในการพัฒนาดังกล่าวยังมีข้อจำกัด เพราะองค์ประกอบในการที่จะให้มีการจัดการที่ดีขึ้นขึ้นอยู่กับความสำนึกผู้รับผิดชอบของผู้ที่อยู่ในองค์กร ดังนั้นนอกจากกล่าวได้ว่า จริยธรรมทางธุรกิจ (Ethics) อันหมายถึงความประพฤติอันดีงาม หรือความประพฤติที่เกิดจากการมีสำนึกสำนึกผู้รับผิดชอบ จึงเป็นองค์ประกอบที่สำคัญยิ่งต่อความสำเร็จในการพัฒนา "บรรษัทภิบาล (Good Corporate Governance)"

จริยธรรมทางธุรกิจ (Ethics) จึงกลายมาเป็นตัวขับเคลื่อน (Catalyst) ในการที่จะนำไปสู่ความสำเร็จอย่างแท้จริงของการพัฒนาธุรกิจให้เป็น "บรรษัทภิบาล (Good Corporate Governance)"

\* รองศาสตราจารย์ คณะรัฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

