

กิจการที่สร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับนักลงทุนในตลาดหุ้นไทยในปี 2552

รศ. ดร. ไพบุลย์ เสรีวัฒนา*

รศ. ดร. เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์*

บทคัดย่อ

การวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจเป็นองค์ประกอบสำคัญต่อความสำเร็จของธุรกิจ การวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ MVA (Market Value Added) เป็นแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่เน้นการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับการเพิ่มมูลค่าที่ยั่งยืนให้กับบริษัท หรือการบริหารที่เน้นมูลค่า (Value Based management: VBM)

รายงานนี้ได้จัดอันดับมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคำนวณ MVA และ EVA ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2552 เปรียบเทียบกับ ณ วันที่ 31 ธันวาคม ของปี 2543 ต่อเนื่องถึงปี 2551 และเปรียบเทียบสถานะของบริษัทด้วยว่าในแต่ละปีที่ทำการศึกษา ความสามารถในการสร้างมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของบริษัทเป็นอย่างไร เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษานี้นอกจากจะใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่นำลงทุน และใช้เป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทแล้ว ยังสามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการกำหนดแผนการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารได้ด้วย นอกจากนี้ VBM ยังสอดคล้องกับแนวคิดด้านการบริหารและการลงทุนที่เป็นที่ยอมรับในปัจจุบัน ไม่ว่าจะเป็น Balance Scorecard การลงทุนเชิงมูลค่า (Value Investment) และบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) และการพิจารณา MVA ในภาพรวมยังช่วยชี้ให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ เพื่อองค์กรจะได้ปรับกลยุทธ์เพื่อรับมือกับสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

*คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

The 2009 MVA-EVA Ranking Report of Thai Listed Companies

ABSTRACT

MVA (Market Value Added) and EVA (Economic Value Added) are important indicators of successful corporations. While MVAs provide information on market values created over the book values, EVAs provide information on economic values created over certain periods of time. Both MVA and EVA can be used as a management and an investment tools. The concepts support the use of other management tools such as the balanced scorecard and value based management. Based on data as of June 30, 2009, MVA and EVA of Thai listed companies are calculated on an annual basis. The results are also compared to those of the studies in 2007 and 2004.

บทนำ

การศึกษานี้ กล่าวถึงการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีวิธีวัดได้หลายวิธี เช่น ตัวเลขและอัตราส่วนของกำไรสุทธิ อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิอาจไม่ได้แสดงผลการดำเนินงานตามที่เป็นจริง เนื่องจากมีเพียงต้นทุนของดอกเบี้ยเท่านั้นที่ถูกหักออกไป ต้นทุนค่าเสียโอกาสอื่น เช่น ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้ถูกหักออกไปด้วย กำไรสุทธิจึงไม่ได้แสดงความสามารถในการทำกำไรที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้นมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) จึงถูกพัฒนาขึ้นไปเพื่อที่จะหาผลการดำเนินงานที่ได้คำนึงต้นทุนทางการเงินทั้งหมด ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

¹ เนื้อหาของบทความฉบับนี้เกี่ยวกับการจัดการทางการเงินสมัยใหม่ที่ใช้แนวคิดของการสร้างมูลค่าเพิ่ม ซึ่งได้นำเสนอไว้ในบทความเมื่อปี 2547 ในหัวข้อเดียวกัน ต่างกันที่ช่วงเวลาการศึกษา รายงานฉบับนี้ได้้นำคำอธิบายและแนวคิดที่รวบรวมไว้ในรายงานฉบับปี 2547 เพื่อสร้างความเข้าใจแก่ผู้อ่าน และเป็นการอำนวยความสะดวกเพื่อผู้อ่านจะได้ไม่ต้องขวนขวายหารายงานฉบับปี 2547 มาประกอบความเข้าใจ และส่วนหนึ่งของบทความฉบับปี 2547 ได้นำมาจากรายงานของนักศึกษาปริญญาโทโครงการนักบริหารธุรกิจรุ่นใหม่ในขณะนั้น ซึ่งประกอบด้วยนายชวลิต เนตรรักษ์สกุล นางสาวอัญรัตน์ ฤทธิ์ประสิทธิ์ชัย นางสาวเบญจรัตน์ ดารารัตน์โรจน์ นางสาวกานต์ชนิต ประเจียด นายสุรพันธ์ คงเศวรงค์ นางสาวศิริขวัญ บุญเอี่ยม และนางสาวนิรมล บุญบุตร ตารางการจัดอันดับ MVA ทำโดยนักศึกษาผู้ช่วยอาจารย์ ประกอบด้วยนายสิทธิเดช อุดมสิน นางสาวปิยะนุช สติธัย นายพนิน อินทะระ นายชัตติพงษ์ รุ่งบุญทอง นายนิตติกร สุวรรณศิลป์ นายศักดิ์ เหล่าสกุลไทย และนางสาวรุ่งวิไล สุขประเสริฐชัย

รายงานการจัดอันดับ MVA-EVA ฉบับนี้เป็นฉบับที่ 3 ที่มีการติดตามผลการจัดอันดับ โดยครั้งที่ 1 ได้จัดทำไว้เมื่อปี 2547 และครั้งที่ 2 เมื่อปี 2550 จึงเป็นการติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่อง ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งต่อความสำเร็จของธุรกิจ การวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ MVA เป็นหลักแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่เน้นการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับการเพิ่มมูลค่าที่ยั่งยืนให้กับบริษัท หรือการบริหารที่เน้นมูลค่า (Value Based Management: VBM) ซึ่งหลักการของ MVA และ EVA อยู่บนพื้นฐานที่ว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ (Firm Value Added) หรือการที่ผู้บริหารกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินงาน เหนือกว่าต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด

การที่จะสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ต้องทำโดยการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่องค์กรโดยรวม โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนของบริษัทจะต้องให้คุ้มทุนก็จะต้องให้ได้ผลตอบแทนกลับมาสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนที่บริษัทได้ลงทุนไป ทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจให้กับบริษัท ผู้บริหารจะประเมินสถานะทางการเงินเพื่อตัดสินใจในเรื่องการจัดสรรทรัพยากร งบประมาณลงทุน การวิเคราะห์เพื่อที่จะซื้อหรือรวมกิจการ

การสร้างมูลค่าเพิ่มบริษัทจะทำได้โดยการบริหารเพื่อสร้างมูลค่า (Managing for Value Creation) ผู้บริหารบริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นได้โดยการสร้างผลตอบแทนที่คาดหวังจากเงินลงทุน (Expected Rate of Return on Invested Capital: EROIC) ให้สูงกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ (Required Rate of Return) และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทได้โดยเพิ่มผลตอบแทนของเงินลงทุนที่มีอยู่ เพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์ที่ส่งผลให้เกิดผลประโยชน์ที่ดี จำหน่ายสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ออกจากบริษัท และมีการวางแผนเพิ่มสายการผลิตในช่วงที่บริษัทได้เปรียบคู่แข่ง

MVA เป็นค่าวัดที่สะท้อนถึงมูลค่าที่ตลาดซึ่งประกอบด้วยนักลงทุนจำนวนมาก ยินดีที่จะซื้อหุ้นที่ราคาสูงกว่าต้นทุนทางบัญชีของกิจการ ความแตกต่างระหว่างราคาหุ้น

และต้นทุนทางบัญชีของกิจการสะท้อนให้เห็นคุณค่าที่ตลาดให้กับบริษัทเหนือกว่าเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นใส่เข้าไปในตัวบริษัท การสร้างมูลค่าบริษัททำได้ง่าย ๆ จากมูลค่าเพิ่มตามราคาตลาดที่เปลี่ยนแปลงสูงขึ้น (Increasing MVA) ซึ่งการเพิ่มค่า MVA เป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่ต้องบริหารบริษัทให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดให้ส่วนของผู้ถือหุ้นได้ความมั่งคั่งสูงสุดและทำให้ผู้ลงทุนเชื่อมั่นที่จะลงทุน ซึ่งจะมีผลต่อระดับราคาหุ้นในตลาดสูงขึ้น จะส่งผลให้ค่า MVA มีค่าเพิ่มขึ้น หุ้นที่มี MVA สูงสะท้อนถึงความคาดหวังในเชิงบวกว่าสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นได้ ส่วนหุ้นที่มี MVA ต่ำสะท้อนถึงความคาดหวังในเชิงลบที่นักลงทุนมีต่อหุ้นว่าอาจไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นได้

ในขณะที่ MVA วัดผลการดำเนินงานของบริษัทเทียบกับเงินทุนที่นักลงทุนใส่เข้าไปในบริษัทตั้งแต่บริษัทเริ่มก่อตั้ง ซึ่งเป็นการมองในภาพรวมของประสิทธิภาพของผู้บริหาร จากการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนทั้งหมด EVA ซึ่งพัฒนาขึ้นโดย Stern Stewart & Co. บริษัทที่ปรึกษาและวิจัยด้านกลยุทธ์และนโยบายด้านการเงิน จะเน้นถึงประสิทธิภาพของผู้บริหารในแต่ละปี เป็นค่าวัดที่สะท้อนว่าในแต่ละปีบริษัทสามารถสร้างกำไรทางเศรษฐศาสตร์ได้เท่าใด กำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่สร้างได้จะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น

EVA ใช้แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่เรียกว่า “กำไรส่วนที่เหลือ” (Residual Income) ถูกนำมาใช้อย่างกว้างขวางในการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจ ในเชิงเศรษฐศาสตร์ คือกิจการจะสร้างความมั่งคั่งเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อรายได้ของกิจการมากพอที่จะชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนทางการเงินทั้งหมด กล่าวคือเป็นกำไรส่วนที่เหลือจากต้นทุนทั้งหมด ทั้งต้นทุนที่มีการจ่ายออกไปจริง (Explicit Cost) และต้นทุนที่อยู่ในรูปของค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) ได้แก่ ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) เป็นต้น

นอกจากจะใช้เป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงานแล้ว ยังสามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการกำหนดแผนการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Executives Compensation Plan) ได้

ด้วย โดยยึดหลักที่ว่าหากผู้บริหารสามารถบริหารงานจนทำให้เกิดผลสุทธิเป็นบวกจากเกณฑ์ที่ตั้งไว้ ผู้บริหารก็จะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น โดยอยู่ในรูปของโบนัส หรือเงินเดือนที่เพิ่มขึ้น หรือสิทธิในความเป็นเจ้าของบริษัท EVA ยังถือเป็นเครื่องมือสื่อสารที่มีประสิทธิภาพสูงสุดขององค์กร ทั้งในแง่แนวคิดการสร้างมูลค่ากระจายไปสู่ผู้บริหารในระดับต่าง ๆ ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันให้เกิดผลการปฏิบัติงานในองค์กรและการติดต่อสื่อสารกับตลาดทุน กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจจะสะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น ซึ่งผู้ลงทุนจะนำมาเป็นองค์ประกอบในการตัดสินใจลงทุน

กล่าวโดยสรุปคือ ทั้ง MVA และ EVA ต่างเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อน โดย MVA เป็นตัวชี้วัดว่าตลาดหรือนักลงทุนประเมินมูลค่าหรือให้คุณค่าของกิจการนั้นสูงกว่าต้นทุนทางบัญชีมากน้อยเพียงใด ส่วน EVA เป็นตัวชี้วัดว่าในแต่ละปีบริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากทรัพยากรและเงินทุนที่มีได้มากน้อยเพียงใด ดังได้กล่าวแล้วว่า EVA แสดงให้เห็นถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นในระหว่างปีใดปีหนึ่ง ในขณะที่ MVA แสดงถึงผลงานตลอดมาของบริษัท ตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง นอกจากนี้ EVA สามารถนำไปประยุกต์ใช้ในแต่ละแผนก หรือแต่ละหน่วยงานของบริษัทได้ ในขณะที่ MVA จะใช้วัดผลงานโดยรวมของทั้งบริษัท ด้วยเหตุผลดังกล่าว MVA จึงมักจะใช้ในการประเมินผลงานของผู้บริหารระดับสูงในช่วงเวลาห้าถึงสิบปี หรือนานกว่านั้น

บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นได้โดยการบริหารจัดการที่ดี เพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่บริษัท มูลค่าเพิ่มต่อผู้ถือหุ้นนั้นจะสะท้อนออกมาในรูปของราคาหุ้นที่สูงขึ้น และมูลค่าเพิ่มจะเกิดจากตัวขับเคลื่อนมูลค่า (Value Drivers) ไม่ว่าจะเป็นการที่บริษัทสามารถเพิ่มยอดขายได้อย่างต่อเนื่อง (Sales Growth) และยอดขายที่ได้นั้นมีกำไรที่มากเพียงพอ (Operating Profitability) ตลอดจนทุนที่ใช้ในการสร้างยอดขายมีความเพียงพอและเหมาะสม (Capital Adequacy) และต้นทุนเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจต่ำเพียงพอ (Cost of Capital) ซึ่งมูลค่าเพิ่มดังที่กล่าวมาทั้งหมดสามารถวัดได้ด้วยตัวชี้วัดที่ได้รับการยอมรับอย่างสูงในปัจจุบัน คือ MVA และ EVA โดยการศึกษารายงาน

ผลของตัวชี้วัดตั้งแต่ปี 2543 (ค.ศ. 2002) จนถึงครั้งแรกของปี 2552 (ค.ศ. 2009) ดังที่จะได้กล่าวต่อไป

วิธีการศึกษา

ขอบข่ายของรายงานนี้ คือการศึกษาว่า ณ เวลาที่ทำการศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้น หรือมูลค่าของบริษัทใดได้ถูกทำลายลง และทำการจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนตาม MVA ของหลักทรัพย์ และในแต่ละปีบริษัทจดทะเบียนได้สร้างมูลค่าเพิ่มหรือทำลายมูลค่าลงเท่าไร แล้วทำการจัดอันดับบริษัทจดทะเบียนตาม EVA โดยได้ทำการจัดอันดับตั้งแต่ปี 2543 (ค.ศ. 2002) จนถึงครั้งแรกของปี 2552 (ค.ศ. 2009)

การจัดอันดับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนถึงกว่า 400 บริษัท โดยการจัดอันดับจาก 1 ถึง 317 ตามมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของบริษัท โดยคำนวณ MVA และ EVA ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2552 เปรียบเทียบ MVA และ EVA และจัดอันดับ MVA และ EVA ณ วันที่ 31 ธันวาคม ของปี 2543 ต่อเนื่องถึงปี 2551 และเปรียบเทียบคุณสมบัติของบริษัทร่วมว่าในแต่ละปีที่ทำการศึกษา ความสามารถในการสร้างมูลค่าตลาดส่วนเพิ่มของบริษัทเป็นอย่างไร เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาปิดล่าสุดที่เคยมีการซื้อ-ขายหลักทรัพย์นั้น ตารางการจัดอันดับ MVA และ EVA ประกอบด้วยข้อมูลจากงบการเงินฉบับผู้บริหาร (Managerial Financial Statements) กล่าวคือได้มีการปรับข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน โดยใช้แนวคิดทางการบริหาร กล่าวคือในแนวคิดของผู้บริหารจะเน้นที่การใช้จ่ายเงินเพื่อลงทุนในการดำเนินงาน (Operating Capital Invested) ในฝั่งซ้ายของงบดุลเพื่อผู้บริหาร และการได้มาของเงินเพื่อใช้ในการดำเนินงาน (Operating Capital Employed) ในฝั่งขวาของงบดุลเพื่อผู้บริหาร ในส่วนของงบกำไรขาดทุน ก็มีการปรับในส่วนของค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้จ่ายไปจริง เช่น ค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการตัดค่านิยม (Goodwill Amortization) ค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการตั้งสำรองต่าง ๆ (Allowances) ตัวอย่างคือ การสำรอง

เพื่อหนี้สงสัยจะสูญ (Allowance for Doubtful Accounts) และค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Research and Development: R&D) เป็นต้น ซึ่งเหล่านี้ถือว่าการลงทุนที่สูญเปล่า (Failed Investment) หรือการลงทุนเพื่อผลในระยะยาว จึงควรตัดกลับมาเป็นเงินลงทุน (Capitalized) และจะนำไปปรับเพิ่มในส่วนของการลงทุนในการดำเนินงานในฝั่งซ้ายของงบดุล และปรับเพิ่มในฝั่งขวา (เพื่อให้สมดุล) ในส่วนของเจ้าของ (Adjusted Equity Capital) รายละเอียดของการปรับงบการเงินเพื่อผู้บริหารได้ใช้วิธีในหนังสือของ Hawawini and Viallet (2008) และของ Bruner (2008) ดังต่อไปนี้

สรุปจากงบดุลฉบับผู้บริหารได้ดังนี้คือ เพื่อใช้ในการดำเนินงาน จะต้องใช้เงินทุนในการลงทุน (Invested Capital) เพื่อให้มีเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Working Capital) และจะต้องลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสุทธิ ตลอดจนการลงทุนในค่านิยมและการวิจัยและพัฒนา¹ ส่วนเงินทุนสามารถได้มา (Capital Employed) จากการกู้หนี้ยืมสินระยะสั้น เงินจากการขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง หนี้ระยะยาว และส่วนของผู้ที่ถือหุ้นที่ปรับเพิ่มเงินที่ผู้ถือหุ้นลงทุนในค่านิยม สำรองเพื่อหนี้สงสัยจะสูญและการวิจัยและพัฒนา

ดังนั้น เงินลงทุน (Capital) อาจหมายถึงเงินทุนที่ใช้ในการลงทุน (Invested Capital) หรือเงินทุนที่ได้มา (Capital Employed) จากเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นก็ได้ ซึ่งไม่ว่าจะคำนวณในฝั่งซ้ายหรือฝั่งขวา ผลลัพธ์จะต้องเท่ากัน การพิจารณาถึงปัจจัยต่างๆ ที่จะส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มจากตลาดของบริษัท ซึ่งจะทำให้การเปรียบเทียบ โดยเลือกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากตารางการจัดอันดับ MVA และ EVA มาวิเคราะห์ถึงความสำคัญของปัจจัยต่างๆ ของแต่ละบริษัทว่าปัจจัยใดที่ส่งผลต่อความสามารถในการสร้างหรือทำลายมูลค่าเพิ่มจากตลาด

¹ สำหรับผู้บริหารแล้ว การวิจัยและพัฒนาถือว่าการลงทุนในอนาคต ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายที่ตัดจ่ายในแต่ละปี

ผลการจัดอันดับ MVA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โครงการวิจัยนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลและจัดอันดับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นเวลาเกือบ 10 ปี ตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา รายงานฉบับนี้เป็นผลการศึกษาในปี 2552 โดยใช้ข้อมูลล่าสุด ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2552 บริษัทจดทะเบียนที่มี MVA สูงสุด 20 อันดับแรกล้วนเป็นบริษัทชั้นนำในประเทศไทยและเป็นกลุ่มบริษัทที่มีกำไรจากการดำเนินงาน (เช่น Earnings Before Interest and Taxes: EBIT) สูงขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง บริษัทในกลุ่มพลังงาน โดยอันดับ 1 ได้แก่ บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ PTTEP) ซึ่งก่อนหน้านี้ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ PTT) เป็นอันดับ 1 ติดต่อกันในปี 2549 และ 2548 แต่ปัจจุบันรั้งอันดับ 2 บริษัท แอควานซ์ อินโฟร เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ AIS) เป็นอันดับ 3 ในปี 2550 และ 2548 ส่วนในปี 2549 อยู่ในอันดับ 3 บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ SCC) เป็นอันดับ 4 ในปี 2550 แต่เป็นอันดับ 3 ในปี 2549 ซึ่งบริษัททั้งสี่เป็นบริษัทที่มีฐานของเงินทุนขนาดใหญ่ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง PTT ซึ่งเป็นบริษัทที่มีขนาดของเงินทุนใหญ่ที่สุด ส่วน SCC เป็นบริษัทที่เก่าแก่ที่สุดในกลุ่มสี่อันดับต้น

บริษัทที่อยู่ในอันดับ 5 ได้แก่ บริษัทซีพีออลล์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ CPALL) ซึ่งเป็นบริษัทที่สามารถทำกำไรอย่างคงเส้นคงวา โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในสถานการณ์วิกฤตทางเศรษฐกิจ เนื่องจากเป็นธุรกิจจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นในการดำรงชีวิต จึงเป็นหุ้นที่มีความสามารถในการปกป้องตัวเอง (Defensive Stock) ในภาวะเศรษฐกิจถดถอย ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ SCB) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ KBANK) นับเป็นสองธนาคารที่สร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาโดยตลอด แม้ว่าจะไม่ใช่ธนาคารที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทย บริษัท บ้านปู

จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ BANPU) ซึ่งเป็นบริษัทที่โดดเด่นมากในปี 2550 และยังเป็นบริษัทที่ได้รับการยกย่องด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) บริษัทหนึ่งในประเทศไทย บริษัท บีอีซีวีเวิลด์ จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ BEC) ซึ่งบริษัทในกลุ่มธุรกิจบันเทิงและสันทนาการ เป็นหนึ่งใน Defensive Stocks สามารถเติบโตได้ไม่ว่าสถานการณ์ทางเศรษฐกิจจะเป็นเช่นไร และบริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (รหัสในตลาดหลักทรัพย์คือ CPN) ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่ได้านิสงค์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ทำกันทั่วโลกในขณะนี้

ส่วนบริษัทที่มี EVA ประจำปี 2552 (ใช้ข้อมูลถึงมิถุนายน 2552) ใน 10 อันดับต้น ๆ เป็นบริษัทที่มีรหัสในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังต่อไปนี้ ADVANC CPF TOP ESSO SCC PTTEP BANPU CPALL TUF และ BEC โดยบริษัทที่มีทั้ง MVA และ EVA ในอันดับต้น ๆ ในปี 2552 ได้แก่บริษัทที่มีรหัสในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้คือ PTTEP ADVANC SCC CPALL BANPU และ BEC

บทสรุป

เมื่อพิจารณาถึงบริษัทที่มี MVA และ EVA สูงอย่างต่อเนื่องตลอดช่วงเวลาที่เก็บข้อมูลในการศึกษานี้และก่อนหน้านี้นี้ ได้แก่บริษัทที่มีรหัสในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังต่อไปนี้คือ PTT PTTEP ADVANC SCC RATCH SCCC BEC และ BH 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 การพัฒนาบุคลากร

และความชำนาญของแรงงาน และการสร้างความมั่งคั่งอย่างยั่งยืนให้กับผู้ถือหุ้น จะทำได้ โดยการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทโดยรวม

การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของ MVA โดยรวมยังช่วยให้เราทราบถึงพัฒนาการ และการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวม เช่น ปี 2551-2552 เป็นปีที่ค่อนข้างลำบากสำหรับ เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย ซึ่งพิจารณาได้จาก MVA ที่ลดลงของบริษัทชั้นนำเกือบ ทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทในกลุ่มสินค้าอุปโภคและ บริโภค และกลุ่มบันเทิงและสันตนาการ ซึ่งเป็น Defensive Stocks เนื่องจากสิ่งจำเป็นใน การดำรงชีวิต ไม่ว่าจะเป็นช่วงต่อเนื่องจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจโลก และสถานการณ์ การเมืองที่ต่อเนื่องมาเป็นเวลาหลายปี ล้วนเป็นปัจจัยเสี่ยงที่คุกคามภาวะเศรษฐกิจในปี 2551-2552 ซึ่งสามารถสะท้อนออกมาโดยระดับ MVA ที่ลดลงของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

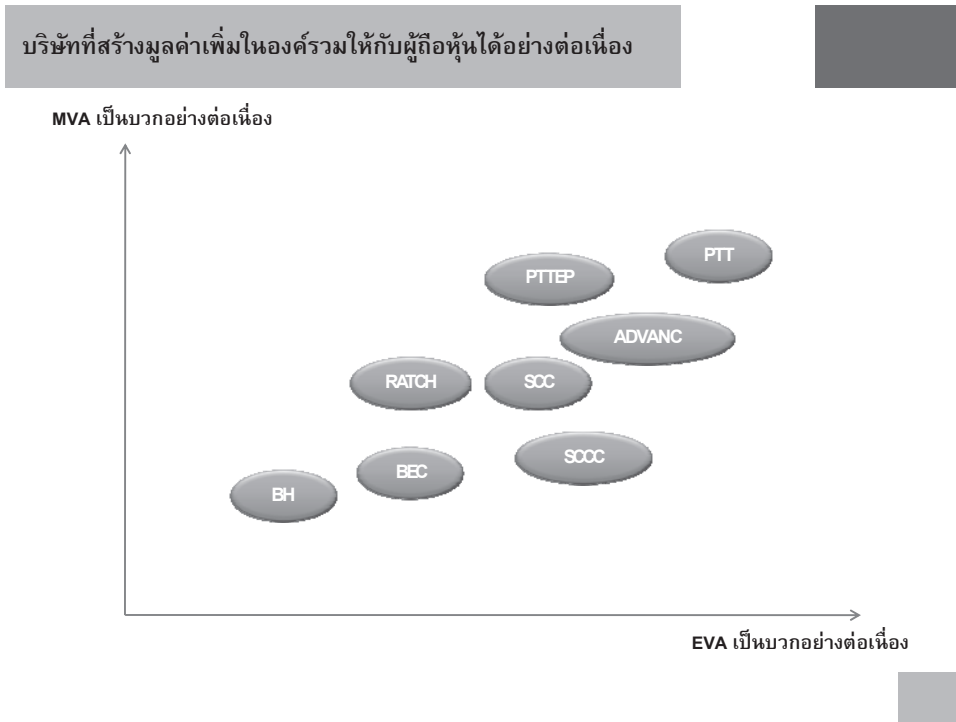
ตารางที่ 1 จัดอันดับตามมูลค่า MVA ตั้งแต่ปี 2002-2009 (หน่วย : พันล้านบาท)

Rank	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009H1	
	Stock	MVA	Stock	MVA	Stock	MVA	Stock	MVA	Stock	MVA	Stock	MVA	Stock	MVA	Stock	MVA
1	SCC	76.13	PTT	416.62	PIT	305.55	PTT	398.33	PIT	297.07	PTTEP	433.99	PTTEP	219.75	PTTEP	303.79
2	ADVANC	56.83	SCC	219.42	ADVANC	197.39	PTTEP	237.43	PTTEP	228.57	PTT	342.74	ADVANC	150.39	PTT	200.75
3	PTTEP	56.56	ADVANC	194.51	SCC	173.34	ADVANC	235.72	SCC	214.86	ADVANC	209.87	SCC	111.93	ADVANC	195.57
4	PTT	44.32	PTTEP	128.52	PTTEP	125.88	SCC	227.60	ADVANC	144.97	SCC	165.60	PTT	60.48	SCC	64.35
5	SCCC	36.97	SHIN	83.11	SHIN	72.69	SHIN	82.59	DTAC	48.74	BANPU	108.09	CPALL	38.34	CPALL	60.30
6	BEC	33.80	LH	63.14	LH	50.29	SCCC	67.02	SCB	47.49	PTTCH	89.89	BEC	32.33	SCB	59.81
7	LH	33.67	NPARK	59.13	ATC	43.83	TOP	66.28	SCCC	42.98	KBANK	82.74	SHIN	30.85	KBANK	41.93
8	DELTA	18.48	ATC	53.65	THAI	36.07	KBANK	53.25	SHIN	39.94	BAY	72.78	RATCH	21.01	BANPU	38.84
9	THAI	17.24	RATCH	47.60	SCCC	35.74	IRPC	47.82	TOP	38.54	BEC	50.78	BANPU	16.26	BEC	34.95
10	TRUE	11.26	TOC	46.68	BEC	30.24	LH	46.27	CPN	37.21	SCCC	45.12	CPN	15.98	CPN	27.67
11	VNG	9.60	ITD	41.28	RATCH	27.35	PTTCH	35.83	LH	32.16	MINT	43.77	MINT	15.75	BBL	24.11
12	UBC	9.26	SCCC	40.24	TOC	26.92	SCB	28.59	BGH	31.25	CPALL	42.93	DTAC	15.71	LH	23.61
13	MAJOR	7.95	THAI	38.16	ITD	26.85	DTAC	28.38	RATCH	27.65	LOXLEY	41.70	BIGC	13.24	SCCC	22.33
14	AP	6.95	BEC	37.83	AOT	19.87	RATCH	27.96	BANPU	27.25	DTAC	40.23	BH	10.48	GLOW	18.79
15	GRAMMY	6.33	ITV	34.19	CPALL	19.56	TRUE	23.82	KBANK	26.56	LH	39.74	LH	10.47	DTAC	18.78
16	CPN	6.11	SSI	26.71	ITV	17.68	CPN	20.16	IRPC	25.82	SHIN	33.16	BGH	8.71	SHIN	18.23
17	TUF	5.64	NPC	25.45	BANPU	16.31	BGH	19.63	BH	23.62	BH	32.82	TTW	8.34	BIGC	17.28
18	RATCH	5.25	EGCOMP	23.21	TTA	16.17	BH	18.77	BIGC	23.52	IRPC	31.00	LTX	8.27	CIMBT	14.65
19	GMMB	4.96	CK	23.15	TRUE	15.86	ITD	17.71	GLOW	22.15	BGH	28.87	MAKRO	7.63	BGH	14.63
20	SHIN	4.52	TTA	22.69	PSL	15.51	CPALL	17.24	PTTCH	20.33	RATCH	28.86	OHTL	6.54	MINT	14.50

ตารางที่ 2 จัดอันดับตามมูลค่า EVA ตั้งแต่ปี 2002-2009 (หน่วย : พันล้านบาท)

Rank	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009F	
	Stock	EVA	Stock	EVA	Stock	EVA	Stock	EVA	Stock	EVA	Stock	EVA	Stock	EVA	Stock	EVA
1	PTT	9.67	ADVANC	13.11	SCC	23.99	PTT	24.67	PTT	32.46	PTT	23.95	PTTEP	19.62	ADVANC	10.62
2	CK	8.55	PTT	11.75	ADVANC	13.24	SCC	14.34	SCC	16.50	PTTAR	10.72	ADVANC	11.04	CPF	6.16
3	THAI	5.36	THAI	5.20	PTT	11.67	ADVANC	11.11	PTTEP	12.99	PTTEP	10.68	PTT	7.86	TOP	3.40
4	PTTEP	4.85	EGCO	3.75	TOP	7.30	PTTEP	10.51	TOP	8.58	ADVANC	10.20	TTA	4.69	ESSO	2.95
5	ADVANC	3.95	SCC	3.54	THAI	7.02	TOP	9.81	PTTCH	8.09	TOP	10.17	BEC	2.02	SCC	2.76
6	AOT	3.85	PTTEP	2.83	IRPC	5.91	ESSO	8.04	ADVANC	7.67	SCC	8.22	RATCH	1.43	PTTEP	2.51
7	DELTA	1.93	RATCH	2.10	PTTEP	5.48	PTTCH	5.81	PTTAR	6.52	PTTCH	7.93	JAS	0.98	BANPU	2.25
8	EGCO	1.36	LH	1.81	PTTCH	4.89	PSL	5.01	PSL	2.29	ASIA	3.44	SCCC	0.92	CPALL	1.87
9	PF	1.18	SCCC	1.53	PSL	3.59	TTA	4.23	GLOW	2.27	TTA	2.21	PS	0.90	TUF	1.76
10	RATCH	1.13	BEC	1.20	TTA	3.02	RCL	3.37	SCCC	1.91	GLOW	1.83	DELTA	0.90	BEC	1.73
11	SCC	1.12	TUF	1.20	RCL	2.72	GLOW	2.19	EGCO	1.36	BEC	1.44	GFPT	0.69	SPALI	1.62
12	HANA	1.11	HANA	0.95	SCCC	2.49	SCCC	1.99	RATCH	1.31	SCCC	1.33	TUF	0.67	IRP	1.54
13	TUF	1.04	SPALI	0.94	RATCH	2.17	IRPC	1.69	TUF	1.11	PSL	0.97	STPI	0.60	BIGC	1.31
14	VNG	1.03	PSL	0.83	EGCO	1.90	RATCH	1.62	TTA	1.11	TSSTH	0.95	SPALI	0.57	PS	1.08
15	GLOW	0.94	GLOW	0.76	TPC	1.41	CPF	1.53	PDI	1.00	DELTA	0.91	TMT	0.57	TTW	1.03
16	LH	0.91	VNG	0.72	GSTEEL	1.28	BCP	1.26	RCL	0.96	TVO	0.85	SGP	0.54	MAKRO	0.66
17	SCCC	0.78	JAS	0.70	HANA	0.95	EGCO	1.24	HANA	0.91	IRP	0.70	TPC	0.54	SCCC	0.65
18	BEC	0.72	AP	0.67	VNG	0.86	LH	1.20	INOX	0.89	TICON	0.64	LANNA	0.52	LPN	0.62
19	JAS	0.60	BJC	0.62	BEC	0.83	TUF	1.03	BEC	0.87	LPN	0.55	PTL	0.51	DCC	0.60
20	CEI	0.54	KGI	0.57	JAS	0.77	GSTEEL	1.00	BIGC	0.76	SMK	0.53	LPN	0.51	HMPRO	0.53

รูปที่ 1 บริษัทที่สร้างมูลค่าเพิ่มในองค์กรรวมให้กับผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่อง



References

Brigham, E.F. and M.C. Ehrhardt, Financial Management: Theory and Practice, 11th ed., Dryden 2005.

Brealey, R.A. and S.C. Myers, Principles of Corporate Finance, 6th ed., McGraw Hill 2000.

Bruner, R.F., Case Studies in Finance: Managing for Corporate Value Creation, 5th ed., McGraw Hill 2007.

Hawawini, G. and C. Viallet, Finance for Executives: Managing for Value Creation, 3rd ed., South-Western 2008.

Higgins, R.C., Analysis for Financial Management, 7th ed., McGraw Hill 2003.

<http://www.sternstewart.com>

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

<http://www.settrade.com>