

ความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินโดยวิธีสัมพัทธ์



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ เรื่อง การศึกษาความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยวิธีสัมพัทธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาอิสระครั้งนี้ ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทางด้านวิชาการ ให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำสารนิพนธ์ฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทร โคลิกา ที่ให้ความรู้ คำแนะนำ และให้การช่วยเหลือในด้านของการวิเคราะห์และการทดสอบสมการแบบจำลองต่าง ๆ รวมถึงให้ความกรุณารับเป็นกรรมการสารนิพนธ์

ผู้วิจัยกราบขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อน ๆ ที่ให้ความช่วยเหลือ และให้กำลังใจที่ดีแก่ผู้ทำวิจัยเสมอมา สุดท้ายนี้ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจและเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่กำลังทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องนี้ต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้ และขออภัยมา ณ ที่นี้

ชลธิชา แซ่โอ้ว

ความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินโดยวิธีสัมพัทธ์  
ACCURACY OF RELATIVE VALUATION IN THE FINANCIAL SECTORS

ชลธิชา แซ่โอ้ว 6150099

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.,  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ (Relative Valuation) 7 รูปแบบ ประกอบไปด้วย P/EPS, P/EPS(FY1), P/EPS(FY2), P/S, P/BV, P/TBV, P/DPS โดยใช้ข้อมูลบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 จนถึงปี พ.ศ. 2561 โดยงานวิจัยนี้จะทำการเปรียบเทียบราคาหุ้นกับมูลค่าที่วัดด้วยวิธีสัมพัทธ์ พบว่า P/EPS, P/PES (FY1), P/S ให้ความแม่นยำมากที่สุด รวมถึงศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างวิธีประเมิน 7 รูปแบบ ทั้งแบบรายวิธีและแบบกลุ่มวิธี เพื่อศึกษาความเป็นไปได้ ในการใช้ประโยชน์จากการประเมินมูลค่าหุ้นในการคัดสรรหุ้นเพื่อการลงทุน

ผลศึกษาค้นพบว่า ความแม่นยำของวิธีการประเมินจะขึ้นอยู่กับสภาพเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ถ้ามีผลกระทบในผลเชิงบวก ค่าความแม่นยำในการประเมินก็จะเพิ่มขึ้น และในทางตรงกันข้ามถ้ามีกระทบเป็นผลเชิงลบ ค่าความแม่นยำในการประเมินก็จะลดลง และงานวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงการจัดพอร์ตการลงทุน โดยการแบ่งหุ้นออกเป็น กลุ่มหุ้นที่ Undervalue และ กลุ่มหุ้นที่ Overvalue การศึกษาค้นพบว่าการจัดพอร์ตทั้ง 3 กลยุทธ์ ไม่มีกลยุทธ์ที่เหมาะสมในการนำมาจัดพอร์ตการลงทุนในหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงิน

คำสำคัญ : ประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ / ความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้น / กลุ่มธุรกิจการเงิน

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ช
<b>บทที่ 1 บทนำ</b>	<b>1</b>
ที่มาและความสำคัญ	1
วัตถุประสงค์ในการศึกษา	3
ขอบเขตของการวิจัย	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
<b>บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง</b>	<b>5</b>
แนวคิด	5
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	11
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	22
<b>บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย</b>	<b>25</b>
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	25
สมมติฐานในการวิจัย	27
วิธีการดำเนินการวิจัยและเครื่องมือที่ใช้	28
<b>บทที่ 4 ผลการวิจัย</b>	<b>34</b>
ผลของการวิเคราะห์ความแม่นยำแยกประเภทตามกลุ่มธุรกิจการเงิน	34
ผลของการวิเคราะห์ความแม่นยำรายปี	37
ผลของการวิเคราะห์แยกตามวิกฤตการณ์ทางการเงินที่สำคัญ	45
ผลของการวิเคราะห์การจัดพอร์ตการลงทุน	50
<b>บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย</b>	<b>71</b>
บรรณานุกรม	75
ประวัติผู้วิจัย	77

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1. ตารางแสดงรายละเอียดและที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	27
2. ตารางแสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา แยกประเภทตามหมวดธุรกิจ	28
3. ตารางแสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา แยกประเภทตามสถานะของบริษัท	28
4. ตารางแสดงข้อมูลสถิติทางการเงิน แยกตามหมวดธุรกิจ	28
5. ตารางแสดงความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ ของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบทางการเงิน	37
6. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรม การเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาแบบรายปี ณ ระดับความถูกต้องที่ 90%	40
7. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรม การเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาแบบรายปี ณ ระดับความถูกต้องที่ 75%	43
8. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรม การเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคา P/EPS	45
9. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรม การเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคา P/BV	46
10. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรม การเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคา P/S	47
11. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์แยกตามวิกฤตการณ์ ทางการเงิน ณ ระดับแม่นยำที่ 90%	48
12. ตารางแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์แยกตามวิกฤตการณ์ ทางการเงิน ณ ระดับแม่นยำที่ 75%	49
13. ตารางแสดงการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทน ภายหลังระยะเวลาของตัวเปรียบเทียบราคาแบบ Single Multiples	54
14. ตารางแสดงการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทน ภายหลังระยะเวลาของตัวเปรียบเทียบราคาแบบ Combination of Multiples	57

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
15. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์ Long strategy	59
16. ตารางแสดงผลตอบแทนตลาดและผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุน Long strategy เฉลี่ยระหว่าง พ.ศ. 2556 – พ.ศ. 2561	63
17. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์ Long strategy เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด	63
18. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการโดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการลงทุนหลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินประเทศสหรัฐอเมริกา	64
19. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากโดยใช้กลยุทธ์ Long strategy on undervalued stocks and shorting the market	65
20. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์ Long strategy on undervalued stocks and shorting the market เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด	67
21. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการโดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการลงทุนหลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินประเทศสหรัฐอเมริกา	68
22. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากโดยใช้กลยุทธ์ Long-short strategy on undervalued and undervalued and overvalued	69
23. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากโดยใช้กลยุทธ์ Long-short strategy on undervalued and undervalued and overvalued เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด	71
24. ตารางแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการโดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการลงทุนหลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินประเทศสหรัฐอเมริกา	72

## สารบัญรูปลภาพ

ภาพ	หน้า
1 กราฟแสดงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของอุตสาหกรรมการเงินของไทย	2
2 แนวทางในการประเมินมูลค่าของกิจการ	6
3 แผนภูมิกราฟแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ.2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 90%	41
4 แผนภูมิกราฟแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ.2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 75%	44
5 แผนภูมิกราฟแสดงการประเมินมูลค่าของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคา ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 รวมถึงช่วงวิกฤตและหลังวิกฤตต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์ ณ ระดับความถูกต้องที่ 90%	48
6 แผนภูมิกราฟแสดงการประเมินมูลค่าของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคา ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 รวมถึงช่วงวิกฤตและหลังวิกฤตต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์ ณ ระดับความถูกต้องที่ 75%	49
7 กราฟแสดงการวิเคราะห์ผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2562	61
8 ภาพแสดงดัชนีตลาดหุ้นไทยย้อนหลังตั้งแต่ พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2562	61

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญ

ในปัจจุบันนี้มีนักลงทุนให้ความสนใจเข้ามาลงทุนในประเทศไทยเป็นอย่างมาก ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนทั่วไป นักลงทุนกลุ่มสถาบัน และรวมถึงนักลงทุนจากต่างประเทศ และประเภทของการลงทุนในปัจจุบันนั้นก็ยังมีเพียงพอ อาทิ การออม การลงทุนในตราสารทุน การลงทุนในตราสารหนี้ การลงทุนในตราสารอนุพันธ์ การลงทุนในอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลต่างประเทศ บิตคอยน์ ทองคำ น้ำมัน และใบสำคัญแสดงสิทธิ ประเภทการลงทุนดังกล่าวข้างต้นได้ตอบโจทย์นักลงทุนในทุกรูปแบบ

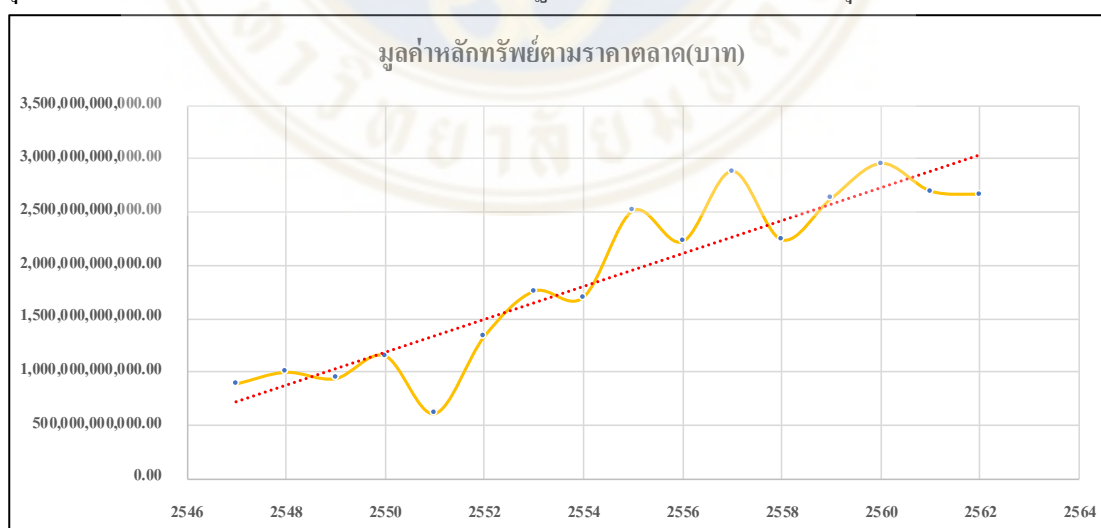
การเข้ามาของนักลงทุนในประเทศไทยนั้นยังมีปัจจัยต่าง ๆ ที่สนับสนุนการลงทุน อาทิ การสนับสนุนการลงทุนจากนโยบายของภาครัฐ (BOI), เขตการค้าพิเศษ และนโยบายอื่นที่การเงินและการคลังที่ต้องการกระตุ้นเศรษฐกิจไทยให้มีขีดความสามารถให้การแข่งขันในระดับภูมิภาคได้ ปัจจัยโครงสร้างพื้นฐานของหลักทรัพย์เอง ที่สามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่การลงทุนได้อย่างน่าพอใจ การศึกษาวิจัยค้นคว้าเล่มนี้จะมุ่งเน้นเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นี้นักลงทุนอาจมองว่าตลาดให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในรูปแบบอื่น เช่น การฝากเงินแบบออมทรัพย์ไว้กับธนาคาร และอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นบางช่วงเวลาก็สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงให้แก่การลงทุนและในบางช่วงเวลาก็สามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังของนักลงทุน กล่าวคือ การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นย่อมมีความเสี่ยงเกิดขึ้น นักลงทุนจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) ที่เกิดขึ้นเมื่อลงทุนในสินทรัพย์ใด ๆ ในตลาดการลงทุนนั้นมีกลุ่มนักลงทุนที่แตกต่างกันออกไปจากพฤติกรรมการลงทุน หากนักลงทุนใช้ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ใด ๆ ประกอบร่วมการลงทุน มีความเข้าใจต่อสถานการณ์ของช่วงเศรษฐกิจภูมิภาค เศรษฐกิจโลก ลักษณะของการดำเนินธุรกิจของหลักทรัพย์นั้น ๆ รวมถึงปัจจัยเศรษฐกิจระดับมหภาคเกี่ยวกับสถานการณ์การเงินระหว่างประเทศที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ได้แก่ ทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่เป็นต้น ๆ ของโลก ทิศทางของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราของสกุลเงินตรา



ระหว่างประเทศ ปัจจัยการเมืองโลก สงครามการค้าทางเศรษฐกิจ และปัจจัยส่วนของของนักลงทุนเอง (Investments Behavior) อันได้แก่ ระยะเวลาที่ใช้ในลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ ข่าวสารที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจการลงทุน ความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน (Diversification) กลยุทธ์ในการลงทุน ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นย่อมส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของนักลงทุน และหากนักลงทุนมีความเข้าใจในต่อปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนจะมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

กลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน (Financials industry) มีความสำคัญอย่างยิ่งในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจภายในประเทศเป็นอย่างมาก เป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญให้กับธุรกิจขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดย่อย อีกทั้งทำหน้าที่เป็นตัวกลางที่ทำให้ธุรกิจสามารถดำเนินกิจการได้อย่างราบรื่น ในส่วนของธนาคารกลาง (ธนาคารแห่งประเทศไทย) เองนั้น ได้ใช้ธุรกิจการเงินเหล่านี้เป็นตัวกำหนดกลางในการบริหาร ขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้เป็นไปเป็นอย่างดีมีประสิทธิภาพตามช่วงเวลาต่าง ๆ ของเศรษฐกิจ ธุรกิจกลุ่มการเงินนั้นมีลักษณะการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างจากธุรกิจทั่วไป ทำให้เกิดการถกเถียงในประเมินมูลค่าหุ้นทางกลุ่มธุรกิจการเงิน อาทิ งบแสดงฐานะทางการเงินที่แตกต่างจากธุรกิจทั่วไป ย่อมส่งผลกระทบต่อวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ เช่น อัตราส่วนทางการเงิน ข้อมูลทางสถิติที่เกี่ยวข้อง รวมถึงปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคาร เช่น การเพิ่มลดอัตราดอกเบี้ย การตั้งสำรองเงินสด มาตรการกระตุ้น / ชะลอ สินเชื่อประเภทต่าง ๆ ที่มาจากมาตรการของภาครัฐ ซึ่งนักลงทุนจำเป็นต้องมีความเข้าใจในลักษณะการดำเนินกิจการของกลุ่มธุรกิจทางการเงินอย่างถ่องแท้ เพื่อใช้เป็นสมมติฐานต่อการวิเคราะห์การลงทุน



ภาพที่ 1 แสดงกราฟมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของอุตสาหกรรมการเงินของไทย พ.ศ. 2547 - พ.ศ. 2562

จากหลายปีที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่ามูลค่าของอุตสาหกรรมการเงินนั้นได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นจากในอดีต ในอีกแง่หนึ่งก็สามารถเป็นตัวเลขที่บ่งบอกถึงสภาพคล่องของเศรษฐกิจไทยที่ผ่านมาได้คร่าวๆ ว่ามีทิศทางแนวโน้มในทิศทางใด การเคลื่อนไหวเม็ดเงินในตลาดทุนนั้นเป็นอย่างไร และเนื่องด้วยจากเหตุผลที่มูลค่าของธุรกิจกลุ่มการเงินนั้นได้ปรับตัวสูงขึ้น กล่าวคือขนาดของธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือมีบทบาททางการเงินย่อมเติบโตตามขนาดไปในทิศทางเดียวกัน นักลงทุนที่ถือครองหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการเงินย่อมจำเป็นที่จะต้องให้ความสำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ตนถือครอง จังหวะการเข้าซื้อ ราคาที่เหมาะสมต่อแต่ละช่วงเวลาของเศรษฐกิจ อีกทั้งในโลกปัจจุบันนี้การทำธุรกรรมทางการเงินนั้นมีความแตกต่างไปเป็นอย่างมากจากในอดีต เนื่องด้วยการพัฒนาระบบเทคโนโลยีที่ทันสมัยมากขึ้น จะพบได้ว่าการให้บริการธุรกรรมทางการเงินนั้นพัฒนาไปอย่างมาก พฤติกรรมของผู้ทำธุรกรรมทางการเงินในปัจจุบันก็เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจการเงินที่ต้องเปลี่ยนแปลงไปตามยุคสมัยของโลกาภิวัตน์

การบรรลุถึงวัตถุประสงค์การลงทุนนั้นคือ การสร้างความมั่งคั่งที่ยั่งยืน (Wealth) ซึ่งนักลงทุนหรือผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จำเป็นต้องรู้จักวิธีการวัดมูลค่าของความมั่งคั่งของหลักทรัพย์นั้นๆ ว่ามูลค่าของหลักทรัพย์นั้นที่เป็นมูลค่าในปัจจุบันนั้นเป็นเท่าใด และในขณะนั้นราคาหุ้นสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสม (Intrinsic value) เพียงพอหรือยัง มากน้อยไปจากค่าที่ควรจะเป็นเท่าใด ซึ่งมูลค่าหุ้น (Stock Price) ขึ้นอยู่กับความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดรับที่คาดว่าจะสามารถทำได้ในอนาคต ไม่เพียงแต่ความสามารถในปัจจุบันเท่านั้น อีกทั้งการพิจารณาถึงความสามารถสูงสุดที่ราคาหุ้นจะเป็นไปได้จากภาพรวมของหลักทรัพย์นั้นๆ เพราะราคาหุ้นสูงนั้นอาจเกิดจากกลยุทธ์ระยะสั้นของผู้บริหารภายในซึ่งในทางเป็นจริงนั้นผู้บริหารควรบริหาร โดยกลยุทธ์ระยะยาวที่ดีต่อกิจการตามหลักธรรมาภิบาล ราคาหลักทรัพย์ใด ๆ นั้นจึงจะสะท้อนถึงความยั่งยืนที่แท้จริง

ในการตัดสินใจลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลของบริษัทแล้วนำข้อมูลเหล่านั้น ไปใช้ประกอบในการ “ประเมินมูลค่าหุ้น” ของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทางการเงินและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีอาจไม่ใช่บริษัทที่ควรลงทุนเสมอไป ขึ้นอยู่กับ “ราคาหุ้น” ที่ผู้ลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วยว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อเงินลงทุนเพียงใด

ทั้งนี้ผู้วิจัยมีความต้องการที่จะศึกษาการประเมินมูลค่าหุ้นของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นแบบวิธีสัมพัทธ์ โดยการนำราคาตลาด (Market price) มาเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคา เพื่อให้ทราบได้ว่าราคาของหุ้นตัวใดที่มีลักษณะเกินมูลค่าที่ควรจะเป็นหรือต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น โดยการศึกษาเกี่ยวกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย

กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต กลุ่มหลักทรัพย์และเงินทุน ในช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

## 1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

- เพื่อศึกษาความแม่นยำการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ โดยใช้อัตราส่วนราคาเปรียบเทียบกับราคาปิดของหลักทรัพย์ โดยศึกษาแยกตามหมวดธุรกิจ กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน
- เพื่อศึกษาความแม่นยำการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ โดยใช้อัตราส่วนราคาเปรียบเทียบกับราคาปิดของหลักทรัพย์ โดยศึกษาแยกเป็นรายปีของอัตราส่วนราคา
- เพื่อศึกษาความแม่นยำการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ โดยใช้อัตราส่วนราคาเปรียบเทียบกับราคาปิดของหลักทรัพย์ แยกตามวิกฤตการณ์ทางการเงินที่สำคัญ
- เพื่อศึกษาวิเคราะห์ผลกระทบ โดยใช้วิธีสหสัมพันธ์ของข้อผิดพลาดจากการประเมินมูลค่า (“Valuation error”) และผลตอบแทนส่วนเกิน (“Excess return”) ในหนึ่งปีถัดไป โดยวิเคราะห์ทั้งรูปแบบ Combinations of multiples และ Single multiples
- เพื่อศึกษาวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกลยุทธ์การลงทุน (“Investment strategies”) โดยใช้ข้อผิดพลาดจากการประเมินมูลค่า (“Valuation error”)

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินเป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ คาดหวังว่านักลงทุนจะสามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลเบื้องต้นในการพิจารณาคัดเลือกหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจการเงินที่นักลงทุนต้องการลงทุนได้

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิด

##### 2.1.1 ความหมาย “มูลค่า”

มูลค่า หมายถึง คุณค่าของสินทรัพย์ทั้งที่มีตัวตนและสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน โดยทางการเงินจะให้ความหมายที่ใกล้เคียงของคำว่ามูลค่าเทียบกับรายการเทียบเท่าเงินสด (Cash equivalent) ซึ่งวิธีการทางการเงินจะประเมินแล้วเรียกมูลค่าเหล่านั้นออกมาเป็น “ราคา” และราคานี้จะเป็นจำนวนเงินที่อ้างอิงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายยินยอมที่จะแลกเปลี่ยนหรือส่งผ่านสินทรัพย์นั้น ตามที่เห็นร่วมพ้องกัน

มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ (Intrinsic value) ระหว่าง ราคาตลาด (Market value) ราคาตลาด (Market value) เป็นราคาที่เกิดจากกลไกของอุปสงค์ (Demand) กับ อุปทาน (Supply) ที่เกิดขึ้นในตลาดของสินทรัพย์นั้น ๆ ที่ผู้ต้องการซื้อและผู้ต้องการขายพร้อมที่จะแลกเปลี่ยนเงินกับสินทรัพย์ไม่จำเป็นต้องเท่ากับมูลค่าที่จริงของสินทรัพย์นั้น และในทิศทางตรงกันข้าม หากสินทรัพย์ไม่เป็นที่ต้องการของตลาด ก็จะส่งผลให้ราคาตลาดนั้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้เช่นกัน

##### 2.1.2 วัตถุประสงค์ของการประเมินมูลค่าสินทรัพย์

การประเมินมูลค่า คือ การที่ต้องการทราบมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์นั้น ๆ (Intrinsic value) ว่ามีมูลค่าเท่าไร เพื่อใช้เป็นข้อมูลสำคัญในการตัดสินใจเลือกสรรสินทรัพย์เหล่านั้นเข้าเป็นพอร์ตการลงทุน ปรัชญาพื้นฐานของการประเมินมูลค่านั้นในแนวคิด “นักลงทุนจะไม่ยอมจ่ายเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์นั้น ๆ ไม่มากเกินไปกว่ามูลค่าของสินทรัพย์นั้น” และหากนักลงทุนรับรู้ว่ามูลค่าของสินทรัพย์นั้นสูงเกินไปเมื่อเทียบกับผลประโยชน์ที่ได้รับ หรือกระแสเงินสดของสินทรัพย์นั้นที่จะเกิดขึ้นในอนาคต นักลงทุนก็จะตัดสินใจที่จะไม่ซื้อหลักทรัพย์นั้น เพราะฉะนั้นการประเมินมูลค่าจึงมีความสำคัญต่อการหามูลค่าที่เหมาะสมของสินทรัพย์แต่ละประเภท

##### 2.1.3 แนวคิดในการประเมินมูลค่า

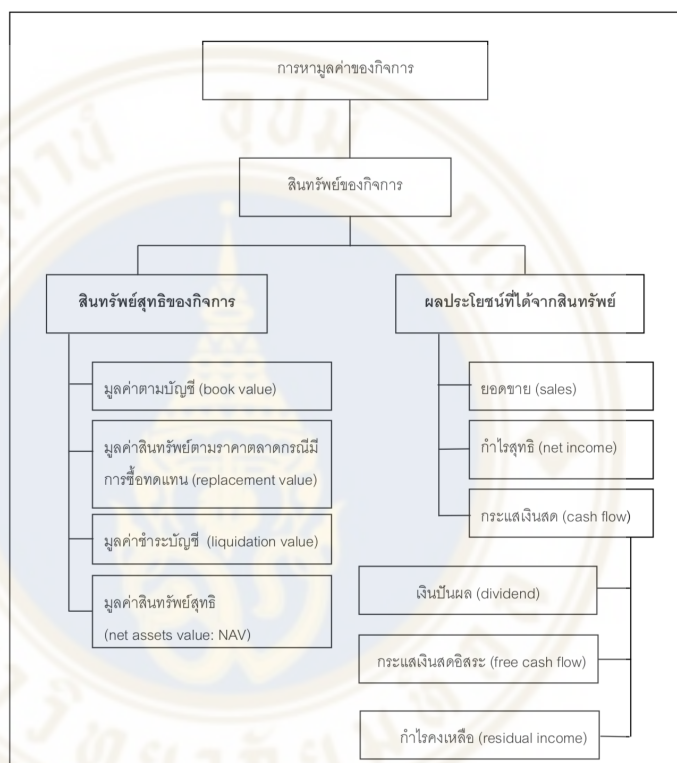
ในการพิจารณาการตัดสินใจที่จะลงทุนของนักลงทุนในสินทรัพย์ใด ๆ นั้น นักลงทุนย่อมต้องการที่จะทราบถึง มูลค่าของสินทรัพย์นั้น กล่าวคือ การประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ หรือ

การที่นักลงทุนต้องการที่จะทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์นั้น (Intrinsic value) นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าของกิจการได้จาก 2 วิธี ดังนี้

วิธีที่ 1 ประเมินจากสินทรัพย์สุทธิของกิจการ (Net assets based valuation method)

วิธีที่ 2 ประเมินจากผลประโยชน์ที่ได้จากสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ (Benefit base valuation method)

### แนวทางในการประเมินมูลค่าของกิจการ



ภาพที่ 2 แสดงแนวทางในการประเมินมูลค่าของกิจการ

ที่มา: สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ (Intrinsic value)

จากการประเมินมูลค่าของกิจการได้จาก 2 วิธี คือ ประเมินจากสินทรัพย์สุทธิของกิจการ (Net assets based valuation method) และประเมินจากผลประโยชน์ที่ได้จากสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ (Benefit base valuation method) ล้วนมีเป้าหมายของการประเมินเดียวกันคือการหามูลค่าที่เหมาะสมของสินทรัพย์ หรือมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ (Intrinsic value)

มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ (Intrinsic value) คือ มูลค่าของหุ้นสามัญที่ควรจะเป็น ที่อิงปัจจัยพื้นฐานของกิจการ ซึ่งโดยทั่วไปนั้นจะคำนวณจากการคาดการณ์ทิศทางของฐานะทาง

การเงินและผลการดำเนินงานที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการ ภายใต้สมมติฐานต่าง ๆ ที่ถูกกำหนดขึ้น ทั้งนี้การคำนวณมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของแต่ละบุคคลอาจได้ผลลัพธ์ที่ไม่เหมือนกัน ซึ่งขึ้นอยู่กับวิธีหรือโมเดลที่ใช้ และการตั้งสมมติฐานที่กำหนดขึ้นมา และตัวแปรสำคัญที่สุดในการหา Intrinsic value ก็คือ ผลประกอบการของธุรกิจที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต จากนั้นใช้ผลที่คำนวณได้ไปเป็นเครื่องมือประกอบในการตัดสินใจ

#### 2.1.4 การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow : DCF)

การประเมินมูลค่าด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด หรือ DCF เป็นการประเมินมูลค่า โดยพิจารณาจากความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคต เป็นการประเมิน Free Cash Flow to the Firm (“FCFF”) และ Free Cash Flow to the Equity (“FCFE”) ในอนาคต และคิดลดกลับมาที่มูลค่า ณ ปัจจุบัน การคิดลดกระแสเงินสดแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงการเติบโตปกติ (Growth) และช่วงเติบโตคงที่ (Stable Growth) หรือที่เราเรียกว่า มูลค่าของกิจการช่วงสุดท้าย (Terminal Value) กระแสเงินสดที่นักลงทุนสนใจ มี 3 ด้าน ได้แก่ Dividend, FCFF และ FCFE เป็นต้น

กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) คือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการที่ได้หลังจากหักค่าใช้จ่ายและภาษีของกิจการรวมทั้งเงินทุนหมุนเวียน และรายจ่ายเพื่อการลงทุนออกไปแล้ว กิจการจึงสามารถนำกระแสเงินสดดังกล่าวไปใช้ในการจ่ายชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืม หรือนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของกิจการได้ทั้งหมด โดย FCFF หาได้จาก

$$\text{FCFF} = \text{กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน} + (\text{ดอกเบี้ย} - \text{ภาษีเงินได้}) - \text{การลงทุนเพิ่มในสินทรัพย์}$$

กระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้น (Free Cash Flow to the Equity : FCFE) คือ อัตราส่วนวัดปริมาณเงินสดที่สามารถจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นได้หลังจากที่ได้ชำระค่าใช้จ่ายและหนี้สินทั้งหมดแล้ว โดย FCFE หาได้จาก

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} - (\text{ดอกเบี้ย} - \text{ภาษีเงินได้}) - \text{เงินกู้ยืมสุทธิ}$$

เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend : D) คือ เงินที่แบ่งมาจากกำไรซึ่งเป็นตัวสะท้อนผลการดำเนินงานและเป็นผลประโยชน์ของกิจการที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของ

กระแสเงินสดข้างต้น แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่ 1 กระแสเงินสดของกิจการ ได้แก่ FCFF และกลุ่มที่ 2 กระแสเงินสดของที่เป็นส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ FCFE และ D

ก่อนที่นักลงทุนจะทำการประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF ได้ นักลงทุนต้องทำการคำนวณหาต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital : K) ของกิจการให้ได้ก่อน โดยโครงสร้างเงินทุนของกิจการสามารถแบ่งได้ ดังนี้

- ต้นทุนเงินทุนส่วนของหนี้สิน (Cost of Debt :  $K_d$ )
- ต้นทุนเงินทุนส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity :  $K_e$ )

Weighted Average Cost of Capital (“WACC”) ใช้ในการทำการคิดลด FCFF ในอนาคต เพื่อให้ได้กระแสเงินสดที่เป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยให้ มูลค่าปัจจุบัน =  $V_0$

สูตรการคำนวณหา WACC หาจาก

$$K = WACC = W_d K_d (1-t) + W_e K_e$$

กำหนดให้

$W_d$  คือ สัดส่วนของเงินทุนที่มาจากหนี้

$K_d(1-T)$  คือ ต้นทุนของหนี้หลังหักภาษี

$W_e$  คือ สัดส่วนของเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น

$K_e$  คือ ต้นทุนของเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

สูตรคำนวณการคิดลดกระแสเงินสดของกิจการ (“FCFF”)

$$V_0 = \frac{FCFF}{(1+WACC)^0} + \frac{FCFF}{(1+WACC)^1} + \dots$$

ส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นจะนำ  $K_e = \text{Cost of Equity}$  ไปใช้ในการการคิดลดกระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้นและเงินปันผล

สูตรคำนวณการคิดลดกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้น (“FCFE”)

$$V_0 = \frac{FCFE}{(1+K_e)^0} + \frac{FCFE}{(1+K_e)^1} + \dots$$

สูตรคำนวณการคิดลดเงินปันผล (“D”)

$$V_0 = \frac{D_0}{(1+K_e)^0} + \frac{D_1}{(1+K_e)^1} + \dots$$

เพราะฉะนั้นอาจพอสรุปแบบสังเขป ได้ว่า

- ถ้าราคาตลาด  $P_0$  น้อยกว่ามูลค่าหุ้น  $V_0$  เรียกว่า Undervalue ควรตัดสินใจซื้อหน่วยลงทุน
- ถ้าราคาตลาด  $P_0$  มากกว่ามูลค่าหุ้น  $V_0$  เรียกว่า Overvalue ควรตัดสินใจขายหน่วยลงทุน

### 2.1.5 การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีสัมพัทธ์ (Relative valuation method)

ความหมายของคำว่า “สัมพัทธ์” คือการเปรียบเทียบกัน ระหว่างราคาตลาด (“Market price”) ของหุ้นสามัญของกิจการกับข้อมูลทางสถิติหรือตัวแปรทางการเงิน อาทิ ราคาหุ้นสามัญเทียบกับผลประกอบการของกิจการ ราคาของหุ้นสามัญเทียบกับยอดขายของกิจการ เป็นต้น ซึ่งมีข้อสังเกตว่า ตัวเลขที่เทียบจะต้องเป็นราคาตลาดของหุ้นสามัญเท่านั้น และตัวส่วนที่จะเทียบจะต้องเป็นข้อมูลทางสถิติหรือตัวแปรทางการเงิน (ตัวแปรที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจ) ซึ่งจะ เป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการและหุ้นสามัญ ซึ่งการเปรียบเทียบดังกล่าวจะส่งผลให้ เกิดสัดส่วนทางการเงินที่เรียกโดยรวมว่า “ตัวเปรียบเทียบราคา หรือ Price multiple” ที่จะนำไปใช้ ประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญได้

การประเมินมูลค่าหุ้นมี 4 วิธี ตามแนวคิดพื้นฐานการใช้ตัวเปรียบเทียบราคา (“Price multiple”) มีดังนี้

- 2.2.2 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไร (Price to earnings ratio หรือ Earnings multiple)
- 2.2.3 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to book value ratio หรือ Book value multiple)
- 2.2.4 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อยอดขาย (Price to sale ratio หรือ Revenue multiple)
- 2.2.5 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกระแสเงินสด (Price to cash flow ratio หรือ Cash flow multiple)

### 2.1.6 การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือ (Residual valuation method)

วิธีการประเมินมูลค่าอีกวิธีหนึ่งที่ได้รับคามนิยมในทางวิชาการและการลงทุน ในการดำเนินกิจการนั้นจะมีแหล่งเงินทุนที่ได้มาใช้ในการกิจการจาก 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนของกิจการที่มา จากเจ้าหนี้และแหล่งเงินทุนที่ได้มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อกิจการดำเนินธุรกิจจนกระทั่งมีกำไร



เกิดขึ้น กิจการต้องมีการจัดสรรปันกำไรที่ได้จากการดำเนินงานนั้นกลับไปยังผู้ถือหุ้นของกิจการ และเจ้าหนี้เงินทุนจากทั้งสองแหล่งเงินทุน โดยเจ้าหนี้แหล่งเงินทุนจะได้รับเงินต้นคืนพร้อมดอกเบี้ยรับที่เกิดขึ้น ส่วนผู้ถือหุ้นหรือในฐานะเจ้าของกิจการนั้นจะได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลรับ ไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลรับหรือดอกเบี้ยที่ได้รับนั้นจะต้องสะท้อนถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เจ้าของแหล่งเงินทุนนั้นมาให้กิจการดำเนินธุรกิจ โดยในทางบัญชีนั้นกิจการมีการจ่ายเงินให้กับเจ้าหนี้ในรูปแบบของดอกเบี้ยจ่ายที่สะท้อนถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสของเจ้าหนี้ไว้แล้ว แต่ในทางตรงกันข้ามนั้นส่วนของผู้ถือหุ้นมิได้สะท้อนถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสที่ชัดเจน ดังนั้น วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยส่วนกำไรคงเหลือเป็นการนำกำไรสุทธิ (จำนวนเงินหลังจากธุรกิจได้จ่ายต้นทุนค่าเสียโอกาสในส่วนของเจ้าหนี้ออกแล้ว) ที่กิจการสามารถทำได้ในหนึ่งรอบเวลาหักลบด้วยส่วนต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เป็นตัวเงินของส่วนของผู้ถือหุ้น แล้วได้กำไรคงเหลือ (Residual income) ที่ได้จึงนำไปใช้คำนวณหามูลค่าหุ้นของกิจการต่อไป

#### วิธีการคำนวณกำไรคงเหลือจากกำไรสุทธิของกิจการ

การคำนวณหากำไรคงเหลือนั้นสามารถคำนวณได้จาก การนำกำไรสุทธิหักลบด้วยต้นทุนของเงินทุนของเจ้าของในรูปแบบจำนวนเงิน (Equity charge) ซึ่งคำนวณส่วน Equity charge ได้จาก

$$\text{Equity charge} = \text{Equity Capital} \times \text{Cost of Equity (\%)}$$

กำหนดให้ Equity charge คือ ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในรูปแบบจำนวนเงิน

Equity Capital คือ ปริมาณเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น

Cost of Equity คือ ต้นทุนของเงินทุนของผู้ถือหุ้น

เมื่อได้ค่า Equity charge แล้วจึงนำค่าที่ได้ขึ้นไปลบออกจากกำไรสุทธิของกิจการ

$$\text{Residual Income} = \text{Net income} - \text{Equity charge}$$

หากคำนวณค่ากำไรคงเหลือของกิจการผลออกมาเป็นบวกแสดงว่า กิจการนั้นมีกำไรสุทธิเพียงพอหรือมากกว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวเงิน แต่ในทางตรงกันข้ามหากค่าที่คำนวณได้ออกมาลบ แสดงว่ากำไรสุทธิของกิจการนั้นไม่เพียงพอสำหรับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นในรูปแบบตัวเงิน

#### วิธีการคำนวณหากำไรคงเหลือจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

การคำนวณหากำไรคงเหลือจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีของกิจการ (Net operating profit after tax : “NOPAT”) ซึ่งยังคงใช้หลักการเช่นเดียวกับการหากำไรคงเหลือจากการดำเนินงานสุทธิลบออกด้วยต้นทุนส่วนของเงินทุน (Capital charge)

$$\text{Capital charge} = \text{Company capital} \times \text{WACC}$$

ดังนั้น สามารถคำนวณหากำไรคงเหลือจากกำไรจากการดำเนินงานหลักหักภาษีได้ โดย

$$\text{Residual Income} = \text{NOPAT} - \text{Capital charge}$$

หากคำนวณค่ากำไรคงเหลือของกิจการออกมาเป็นบวก แสดงว่ากิจการนั้นมีกำไรสุทธิเพียงพอหรือมากกว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวเงิน แต่ในทางตรงกันข้ามหากค่าที่คำนวณได้ออกมาลบ แสดงว่ากำไรสุทธิของกิจการนั้นไม่เพียงพอสำหรับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นในรูปตัวเงิน

## 2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency: Eugene Fama 1969)

นักลงทุนทุกคนมีการรับรู้ เข้าถึงที่เหมือนกันของ ข่าวสาร ข้อมูล ความเชื่อ ความคาดหวัง หรือทุกอย่างที่เกี่ยวข้องกับตลาดที่ราคาตลาดได้สะท้อนข้อมูลต่าง ๆ เหล่านั้นไว้หมดแล้ว และตลาดจะมีประสิทธิภาพได้ก็ต่อเมื่อ ตลาดนั้นต้องมีขนาดใหญ่เพียงพอ มีสภาพคล่องมากพอ ข้อมูลต่าง ๆ ต้องสามารถเข้าถึงได้อย่างง่าย รวดเร็ว ไม่แพง ต้นทุนทางธุรกรรมต้องถูกกว่ากำไรที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุน โดยเริ่มต้นจากการที่ตลาดนั้นไม่มีประสิทธิภาพก่อน แล้วนักลงทุนมองว่าจะสามารถเอาชนะตลาดได้ โดยแผนกลยุทธ์การลงทุนต่าง ๆ ของนักลงทุนเองตามที่คิดว่าต้องการเอาชนะความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดได้ นั่นก็จะเป็นการทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพ และหากนักลงทุนมองว่าตลาดมีประสิทธิภาพแล้ว จะไม่มีการหากำไรจากที่เกินกว่าปกติได้

ระดับของความมีประสิทธิภาพสามารถแบ่งระดับของ Efficient Market Hypothesis ได้ออกเป็น 3 ระดับ ต่อไปนี้

- Weak Form Efficiency: การใช้ข้อมูลในอดีต (Historical Data) มาทำการวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อทำกำไรเพิ่มขึ้นนั้นไม่สามารถทำได้ เพราะข้อมูลต่าง ๆ ในอดีตนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต กล่าวคือ อดีตและอนาคตเป็นอิสระต่อกัน โคนสิ้นเชิง

แต่หากใช้การวิเคราะห์จากปัจจัยพื้นฐานของหุ้น เพื่อหาว่าหุ้นใด Overvalue หรือ Undervalue จากพื้นฐานสามารถทำกำไรส่วนต่างได้

- Semi-Strong Form Efficiency: ข้อมูลทุกอย่างที่เกิดขึ้นในตลาดที่เป็นสาธารณะได้สะท้อนออกมาเป็นราคาหุ้นในตลาดโดยทันที ไม่มีความได้เปรียบจากการวิเคราะห์ข้อมูลสาธารณะไม่ว่าจะวิเคราะห์ด้วยปัจจัยพื้นฐานของหุ้นหรือวิเคราะห์แบบเทคนิคนั้น ก็ไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปกติได้

- Strong Form Efficiency: ข้อมูลทุกอย่างที่เกิดขึ้นในตลาดไม่ว่าจะข้อมูลจะเป็นสาธารณะหรือข้อมูลส่วนตัว ได้สะท้อนออกมาเป็นราคาหุ้นที่ปรากฏในตลาด แม้นักลงทุนจะรับรู้ถึงข้อมูลวงในก็ไม่สามารถทำให้นักลงทุนได้เปรียบ

## 2.2.2 แนวคิดพื้นฐานการใช้ตัวเปรียบเทียบราคา (อ้างอิงจากหนังสือการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ การลงทุนในตราสารทุน โดย Thailand Securities Institute : TSI)

ตัวเปรียบเทียบราคา (“Price multiple”) กล่าวได้ว่าเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่นักวิเคราะห์การเงินหรือนักลงทุนสามารถใช้มองผลกระทบที่เกิดจากมูลค่าผลการดำเนินงานของกิจการที่เกิดขึ้นจากสินทรัพย์ที่มีต่อราคาของหุ้นสามัญ

	บริษัท X	บริษัท Y
ราคาหุ้นสามัญ	100	120
กำไรต่อหุ้น	10	10
P/E ratio (Earning Multiple)	10 เท่า	12 เท่า

จากตารางข้างต้น แสดงให้เห็นว่า บริษัท X มีราคาหุ้นสามัญเป็น 10 เท่า ของกำไรต่อหุ้นและบริษัท Y มีราคาหุ้นสามัญเป็น 12 เท่า ของกำไรต่อหุ้น ในการตีความหมายทางการเงินนั้น กล่าวได้ว่า 1 บาทของกำไรของบริษัท X นักลงทุนจะพบว่ามีผลต่อราคาตลาดของหุ้น X เท่ากับ 10 เท่า หรือ 10 บาท ในทางตรงกันข้าม 1 บาท ของกำไรบริษัท Y นักลงทุนจะพบว่ามีผลต่อราคาตลาดของหุ้น Y เท่ากับ 12 เท่า หรือ 12 บาท นักวิเคราะห์การลงทุนจะต้องเข้าใจว่า ค่าสูงกว่าหรือต่ำกว่า Earning multiple ของบริษัท X และบริษัท Y ไม่ได้สรุปแน่นอนว่าบริษัทใดดีกว่ากัน เหตุเนื่องมาจากการที่ตลาดรับรู้ผลการดำเนินงานที่เท่ากัน แต่มีผลต่อราคาตลาดไม่เท่ากัน อาจมีหลายสาเหตุ เช่น จิตวิทยาของการซื้อขายของนักลงทุน ข้อมูลพื้นฐานของแต่ละบริษัทที่แตกต่างกัน หรือปัจจัยพื้นฐานที่ไม่สอดคล้องต่อราคาหุ้นสามัญที่แท้จริง (Undervalued / Overvalued)

การที่จะสรุปว่า หุ้นตัวใดมีลักษณะที่ Overvalued หรือ Undervalued นั้น ไม่ใช่เรื่องง่าย ดังนั้นแนวคิดการประเมินมูลค่าด้วยวิธีสัมพัทธ์เป็นอีกวิธีหนึ่งซึ่งใช้เป็นเกณฑ์ที่จะนำมาพิจารณาได้

หลักแนวคิดด้วยวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสัมพัทธ์ ที่มีตัวเปรียบเทียบราคาของหุ้นสามัญ (Price multiple) ซึ่งบ่งบอกถึงการรับรู้ของตลาดเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการ จากนั้นทำการเปรียบเทียบกับ Benchmark value ด้วยหลักการที่ว่าสินทรัพย์ที่เหมือนกันหรือมีความคล้ายกันก็ควรมีราคาตลาดที่ใกล้เคียงกันหรือเท่ากัน ถ้าหาก Price multiple ของหุ้นสามัญต่ำกว่าตัวเปรียบเทียบก็ตีความได้ว่า หุ้นสามัญตัวนั้น Undervalued ในทิศทางตรงกันข้าม หาก Price multiple ของหุ้นสามัญสูงกว่าตัวเปรียบเทียบแสดงว่า หุ้นสามัญตัวนั้น Overvalued

วิธีเลือกตัวแทนเพื่อการคำนวณหา Benchmark value ของ Price multiple

- ขนาดของบริษัทหรือลักษณะของการดำเนินธุรกิจที่ใกล้เคียงกัน
- อยู่ภายใต้อุตสาหกรรมเดียวกัน

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยใช้อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไร

การคำนวณอัตราส่วนราคาต่อกำไร

$$P/E \text{ ratio} = \frac{\text{Market price}}{EPS}$$

โดยที่

Market price คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญ

EPS คือ กำไรต่อหุ้นของกิจการ

Market Price ถูกนำมาใช้ในการคำนวณ Price Multiple ทุกตัว และ EPS เป็นตัวแปรที่สะท้อนมูลค่าของกิจการ เพราะกำไรสุทธินั้นเกิดจากหลังที่ธุรกิจนั้นประกอบกิจการและสร้างรายได้หักค่าใช้จ่ายแล้ว รายได้ส่วนนี้ก็จะตกสู่กิจการ โดยที่บางส่วนจะถูกแบ่งออกไปเก็บไว้ในรูปกำไรสะสมเพื่อใช้เป็นทุนในการลงทุนต่อ และอีกส่วนหนึ่งก็จะถูกแบ่งเป็นเงินปันผลสำหรับส่วนผู้ถือหุ้น

เหตุผลสนับสนุนและข้อจำกัดในการใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร

Stowe, Robinson, Pinto และ Mcheavey (2002, p.183) ได้สรุปเหตุผลสนับสนุนการใช้ P/E ไว้ดังนี้

1. กำไรสุทธิเป็นรายการสำคัญซึ่งแสดงถึงกำลังในการสร้างและเพิ่มมูลค่าการลงทุน (Investment value) ของกิจการ จากการทำวิจัยของ Block's 1999 Survey สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (AIMR) พบว่า ในบรรดา 4 ตัวแปรทางการเงินที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์นิยมใช้ประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ได้แก่ กำไรสุทธิ กระแสเงินสด (Cash flow) มูลค่าตามบัญชี (Book value) และเงินปันผล (Dividend) ซึ่งกำไรสุทธิถูกจัดอยู่ในลำดับในการเลือกมากเป็นอันดับ 1

2. P/E ratio ถูกนำมาใช้อย่างกว้างขวางและเป็นที่ยอมรับของนักลงทุน

3. งานวิจัยได้เสนอว่า P/E ratio มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนระยะยาว (Long-run average returns) ของหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี การใช้ P/E ratio ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญอาจมีข้อจำกัด ดังนี้

1. EPS อาจมีค่าติดลบได้ ทำให้การวิเคราะห์ค่า P/E ratio ที่ติดลบไม่สามารถแสดงความหมายตามที่ต้องการได้

2. ข้อมูลของกำไรถูกพบว่ามีความแปรปรวนหรือผันผวนค่อนข้างมาก (Volatile) ความผันผวนนี้ทำให้ค่า P/E มีความไม่เที่ยงตรง และทำให้เกิดความยุ่งยากในการแปลผล

3. ฝ่ายบริหารของบริษัทอาจมีการตกแต่งตัวเลขงบการเงิน ทำให้ไม่ถูกต้อง เกิดการบิดเบือน (Distortion) ของกำไรสุทธิ จนเกิดปัญหาในการตีความ P/E ได้

นักวิเคราะห์ได้พยายามหาวิธีการคำนวณใช้ประโยชน์และแก้ไขข้อจำกัดของ P/E มาโดยตลอดซึ่งจะได้ อธิบายเพิ่มเติมต่อไป

**ประเภทของอัตราส่วนราคาต่อกำไร**

สามารถแบ่งประเภทของ P/E ออกเป็น 2 ประเภท คือ Trailing P/E และ Forward P/E

**Trailing P/E** คือ ค่าที่คำนวณจากราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้นในอดีต ดังนั้นค่า E ในที่นี้จึงเป็นค่า E ในอดีต เช่น กำไรต่อหุ้นในรอบ 12 เดือนย้อนหลัง (Trailing 12-month) เป็นต้น

**การคำนวณหา Trailing P/E**

*Trailing P/E ratio*

$$= \frac{\text{ราคาปิดของหุ้นสามัญ } X \text{ (จำนวนหุ้นสามัญ — จำนวนหุ้นสามัญซื้อคืน)}}{\text{กำไรสุทธิ 12 เดือนล่าสุด}}$$

**Forward P/E** คือ ค่าที่คำนวณจากราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญหารด้วยประมาณการกำไรต่อหุ้น ในอนาคต ดังนั้นค่า E ในที่นี้จึงเป็นค่า E ในอนาคต เช่น กำไรสุทธิต่อหุ้นในปีหน้า (Next year expected earnings) เป็นต้น

#### การคำนวณหา Forward P/E

$$\text{Forward P/E ratio} = \frac{\text{ราคาตลาดปัจจุบันของหุ้นสามัญ}}{\text{กำไรต่อหุ้นในอนาคต}}$$

#### การคำนวณค่า Benchmark P/E

การคำนวณค่า Benchmark P/E จากข้อมูลตัวแทน

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการที่เราสนใจว่าจะมีลักษณะ Undervalued หรือ Overvalued สามารถเริ่มต้นด้วยการคำนวณค่า P/E (Trailing P/E หรือ Forward P/E) ถัดจากนั้นจะเป็นการคำนวณค่า Benchmark P/E (ถ้าคำนวณโดยใช้ P/E ประเภทใดก็จะใช้วิธีการเดียวกันในการคำนวณ Benchmark P/E)

การคำนวณหา Benchmark P/E สามารถเลือกวิธีใดวิธีหนึ่งจาก 5 วิธี ดังนี้

1. ใช้ P/E ของบริษัทที่มีความใกล้เคียงที่สุดกับบริษัทที่เรากำลังพิจารณา (The most closely matched individual stock)
2. ใช้ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) หรือค่ามัธยฐาน (Median) ของ P/E ของกลุ่มบริษัทที่เป็นตัวแทนของอุตสาหกรรมเดียวกัน (The company's peer group of companies within an industry)
3. ใช้ค่าเฉลี่ยเลขคณิต หรือค่ามัธยฐานของ P/E ของทุกบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน (The company's industry or sector)
4. ใช้ P/E ในระดับของตลาดหลักทรัพย์ (A representative equity index)
5. ใช้ค่าเฉลี่ยของ P/E ในอดีตของบริษัทนั้น (An average past value of the P/E for the stock)

การใช้ค่าเฉลี่ยของ P/E (ตามวิธีที่ 2 - 5) นั้นมีข้อวิจารณ์ว่า มีผลดีกว่าการใช้ค่า P/E ตัวแทนจากหุ้นสามัญเดียว (ตามวิธีที่ 1) เนื่องจากค่าความผิดพลาดในการประเมินมูลค่า (Valuation error) จะมีค่าน้อยกว่า จึงเน้นความสำคัญของการหา Benchmark value จากค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ตัวแทน

### การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยใช้อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อยอดขาย

ยอดขายเป็นตัวแปรหนึ่งที่นิยมนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ข้อมูลจากการสำรวจของ Merrill Lynch Institutional Factor Survey จากปี ค.ศ. 1989 – 2001 พบว่า 1 ใน 4 ของผู้ตอบแบบสำรวจใช้ยอดขายในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (P/S) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$P/S = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ}}{\text{ยอดขายต่อหุ้น}}$$

เหตุผลสนับสนุนการใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S)

1. ยอดขายมีโอกาสถูกบิดเบือนได้น้อยกว่ากำไร ซึ่งสามารถใช้กลอุบายแก้ไขเรื่องกำไรได้ง่ายได้ การบิดเบือน ดังกล่าวยังกระทบต่อกำไรสะสม รายการสินทรัพย์ หนี้สิน ซึ่งกระทบต่อมูลค่าตามบัญชีได้ การใช้ ยอดขายเป็นตัวแปรจึงมีความเหมาะสมกว่า
2. ยอดขายมักจะมีค่าเป็นบวก ในขณะที่ EPS ที่ใช้ใน P/E อาจมีค่าติดลบได้ การใช้ P/S จึงมีความเหมาะสม
3. จากการตรวจสอบความผันผวน (Volatility) ของข้อมูลพบว่า ยอดขายมีความผันผวนน้อยกว่า EPS การใช้ P/S จึงมีความเหมาะสมมากกว่าในกรณีที่ EPS มีความผันผวนในลักษณะที่มีค่าสูงหรือต่ำเกินไป
4. งานวิจัยของ Martin (1998) ชี้ให้เห็นว่า P/S เป็นอัตราส่วนเหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ โดยเฉพาะกรณี ของบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature) บริษัทที่มีผลการดำเนินงานผันแปรตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Cyclical) หรือบริษัทที่ไม่มีผลกำไร (Zero - growth)

ข้อจำกัดของ P/S สามารถสรุปได้ดังนี้

1. แม้ว่ายอดขายจะเป็นสิ่งสำคัญในการแสดงถึงผลการดำเนินงาน และสามารถใช้วัดมูลค่าของกิจการกรณีที่ไม่ปรากฏผลกำไร แต่ในท้ายที่สุดกิจการที่ประสบความสำเร็จได้ก็ต้องมีผลกำไร และกระแสเงินสดที่เป็นบวก
2. ข้อมูลของยอดขายแต่ละบริษัทไม่ได้ชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างต้นทุนของแต่ละบริษัทต่างกันหรือไม่ อย่างไรจึงไม่สะท้อนประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการได้ครบถ้วน
3. การบันทึกบัญชีโดยวิธีการรับรู้รายได้ที่ไม่ถูกต้อง อาจทำให้มีการบิดเบือนตัวเลขยอดขาย ซึ่งส่งผลกระทบต่อกรคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงไม่ถูกต้องตามไปด้วย

### การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยใช้อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าตามบัญชี

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price/book value ratio หรือ P/BV) เป็นอัตราส่วนที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลาย เนื่องจากการใช้อัตราส่วนนี้ในการประเมินมูลค่าหุ้นนั้นสามารถแก้ไขข้อจำกัดของการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้กระแสเงินสดจากเงินปันผลและการใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรในกรณีที่กิจการไม่จ่ายเงินปันผล และหรือมีผลดำเนินงานขาดทุน ทั้งนี้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเป็นมูลค่าเบื้องต้นที่ใช้วัดมูลค่าสินทรัพย์ซึ่งธุรกิจมีการจดบันทึกไว้ จึงเป็นตัวแปรประเภทหนึ่งที่มีความน่าเชื่อถือที่จะใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

### การคำนวณหาราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าตามบัญชี

งานวิจัยของ Block's ในปี ค.ศ. 1999 กับนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (AIMR หรือ ICFA ในปัจจุบัน) พบว่ามูลค่าตามบัญชี (P/BV) ถูกนำมาใช้มากเป็นลำดับ 3 รองจากกำไรสุทธิ (Net profit) และกระแสเงินสด (Cash flow) แต่ความนิยมอยู่ก่อนเงินปันผล (Dividend) และจากงานวิจัยของ Merrill Lynch Institute Factor Survey พบว่าระหว่างปี ค.ศ. 1889 – ค.ศ. 2001 อัตราส่วน P/BV ได้รับความนิยมนักวิเคราะห์และนักลงทุนสถาบันน้อยกว่า P/E เพียงเล็กน้อยเท่านั้น

$$Price/book\ value\ (P/BV) = \frac{\text{ราคาหุ้นสามัญ}}{\text{มูลค่าตามบัญชี}}$$

เหตุผลสนับสนุนการใช้อัตราส่วน P/BV ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ มีดังนี้

1. เนื่องจากมูลค่าตามบัญชี (Book value) แสดงถึงมูลค่าสะสมของเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของกิจการซึ่งปรากฏยอดในงบดุลและไม่ค่อยปรากฏยอดคิดลบ (ถ้ากิจการไม่ประสบภาวะขาดทุนสะสมมาก ๆ จนเกินกว่าทุนที่จดทะเบียนชำระแล้ว) จึงเป็นตัวแปรที่เหมาะสมในการนำมาใช้ประเมินมูลค่า โดยเฉพาะในกรณีที่กำไร มีค่าติดลบ ทำให้ไม่เหมาะสมที่จะใช้ค่า P/E
2. จากการตรวจสอบความผันผวน (Volatility) ของตัวแปรพบว่า ค่า Book value มีความผันผวนน้อยกว่า EPS ทำให้การใช้ข้อมูล Book value มีความน่าเชื่อถือมากกว่า
3. กิจการที่มีสินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquid assets) มาก เช่น สถาบันการเงิน ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย เป็นต้น นั้น Book value มีความสำคัญในการใช้วัดความมั่นคงของกิจการ จึงมีความเหมาะสมในการนำมาใช้ประเมินมูลค่ากิจการ



4. ในกรณีคาดการณ์ว่ากิจการอาจไม่ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องอีกต่อไป การใช้ Book value จะเป็นตัวแปรที่เหมาะสม

5. มีงานวิจัยสนับสนุนว่า P/BV มีผลต่ออัตราผลตอบแทนในระยะยาวของหุ้นสามัญ (Bodie, Kane and Marcus, 2001 ซึ่งได้สรุปวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในเรื่องนี้ไว้)

### 2.2.3 การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการ (Mergers and Acquisitions) (อ้างอิงจากหนังสือการควบรวมกิจการและการเข้าซื้อ โดย Thailand Securities Institute : TSI)

การทำ M&A เป็นวิธีการทางธุรกิจแบบหนึ่ง เมื่อธุรกิจต้องการเติบโตอย่างรวดเร็ว และวิธีการนี้ยังมีส่วนทำให้ราคาหุ้นของกิจการพุ่งสูงขึ้นได้ด้วย ในการควบรวมกิจการก็มีหลาย ๆ แนวโน้ม ดังต่อไปนี้

เพิ่มมูลค่าทางธุรกิจ (Synergy) คือการเพิ่มมูลค่าหลังจากการควบรวม ตัวอย่างเช่น กิจการ A และ กิจการ B เมื่อรวมกันแล้วจะเป็นกิจการ C และถ้ามูลค่ากิจการของ C สูงขึ้นกว่ามูลค่าของกิจการ A กับ B รวมกัน (แยกการดำเนินงาน) ลักษณะดังกล่าวจะถูกเรียกว่า Synergy และการควบรวมข้างต้นจะช่วยให้ผู้ถือหุ้นของกิจการ A และ B นั้นได้รับผลประโยชน์ทั้งสองฝ่าย และการควบรวมกิจการเกิดขึ้น เนื่องจาก

- ประหยัดขนาดของต้นทุนการดำเนินงาน (Operating economies) ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการบริหาร การจัดจำหน่าย การผลิต การตลาด เป็นต้น

- ประหยัดต้นทุนทางการเงิน (Financial economies) ได้แก่ ประหยัดต้นทุนธุรกรรมทางการเงิน เป็นต้น

- ช่วยแก้ไขปัญหาค่าความแตกต่างของประสิทธิภาพ (Differential efficiency) เมื่อกิจการที่มีความสามารถในการจัดการที่ดีกว่าได้ควบรวมกับกิจการที่อ่อนแอกว่า ส่งผลให้สินทรัพย์ของกิจการที่อ่อนแอกว่านั้นเกิดผลิตผลเพิ่มขึ้นภายหลังจากการควบรวม

- เพิ่มอำนาจทางการตลาด (Increase market power) เนื่องจากสามารถลดจำนวนคู่แข่งที่เกิดจากประโยชน์ของการประหยัดต้นทุนการดำเนินงาน ต้นทุนทางการเงินได้ เป็นการเพิ่มศักยภาพของการจัดการ แต่ก็มีข้อเสียที่ว่า การควบรวมเพื่อลดคู่แข่งลงนั้นไม่เป็นที่ยอมรับของสังคม อีกทั้งเข้าข่ายการกระทำผิดทางกฎหมายที่ว่า “การผูกขาดทางการค้า”

ผลประโยชน์ทางด้านภาษี (Tax Considerations) กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรที่สูงนั้นจะถูกจัดเก็บภาษีในอัตราที่สูงตามความสามารถของการทำกำไร ดังนั้น กิจการจึงต้องการควบรวมเข้ากับกิจการที่มีผลขาดทุนสะสมจำนวนมาก ๆ เพราะผลจากการขาดทุนนั้น กิจการที่ทำการควบรวมสามารถนำมาประหยัดภาษีได้ กล่าวคือการจ่ายภาษีที่ลดลง

การควบรวมกิจการที่เกิดจากแรงจูงใจส่วนตัว (Merges' personal incentives) ผู้บริหารธุรกิจชอบมีอำนาจ และจะมีอำนาจมากขึ้นถ้ายังได้บริหารกิจการที่มีขนาดใหญ่ขึ้น

#### 2.2.4 พฤติกรรมการลงทุน (Investment Behavior)

การอธิบายเกี่ยวกับแนวความคิดการตัดสินใจของผู้ลงทุนภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ไม่เท่ากัน โดยจะแบ่งนักลงทุนออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่

1. นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยง (Risk lover) ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่เท่ากัน นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยงจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุด
2. นักลงทุนที่เป็นกลาง (Risk neutral) นักลงทุนจะพิจารณาทางเลือกของการลงทุนโดยผลตอบแทนเพียงอย่างเดียว และไม่คำนึงความเสี่ยงเลย
3. นักลงทุนที่กลัวความเสี่ยง (Risk Averter) หรือนักลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ณ ระดับผลตอบแทนที่คาดหวังที่เท่ากันนักที่กลัวความเสี่ยง จะเลือกลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำสุด

#### 2.2.5 ทฤษฎีการพยากรณ์ P/E (Whitbeck-Kisor:1963) (Ratio cross-section

regression analysis)

จากการศึกษาของ Whitbeck-Kisor ในปี ค.ศ.1963 ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนการเติบโตของรายได้ (Earning growth rate) เงินปันผลจ่าย (Dividend payout ratio) และความผันผวนของการขยายตัวของรายได้ ทั้งสามมาใช้ในการพยากรณ์หาค่า P/E ratio

$$P-E \text{ ratio}_i = 8.2 + 1.5(gE)_i + 0.067D_i - 0.2(\sigma g)_i$$

โดยพบว่ามีค่า R-squared เท่ากับ 0.8 ซึ่งหมายความว่า แบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ P/E ratio ได้ถึง 80% ตัวแปรการคาดการณ์ Earning growth rate และ Dividend payout ratio นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ซึ่งหมายความว่าทุก ๆ การเพิ่มขึ้นของการคาดการณ์รายได้หรือเงินปันผลจ่าย ส่งผลให้ค่า PE ratio เพิ่มขึ้นตามไปด้วย และตัวแปรที่มีทิศทางตรงกันข้ามคือ ความผันผวนของตัวรายได้

การใช้แบบจำลองเกี่ยวกับการพยากรณ์ PE ratio นั้นอาจไม่ดีมากนักจึงมีข้อควรระวังต่อไปนี้

1. ความต้องการของตลาดที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา
2. ตัวแปรมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา
3. แบบจำลองที่ใช้ในการพยากรณ์นั้น ไม่ได้ครอบคลุมทั่วทุกบริษัท

#### 2.2.6 แนวคิดเกี่ยวกับ BASEL กับการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงิน (อ้างอิงจากหนังสือ การบริหารความเสี่ยง ThaiBMA โดย ดร. วันทนีย์ สุรไพฑูรย์กร และ ดร.ชูชัย ศรีสันสนีย์)

ปี ค.ศ. 1980 เกิดการรวมกลุ่มกันของประเทศกลุ่มอุตสาหกรรมหรือที่เรียกว่า G10 ซึ่งประกอบด้วย เบลเยียม ฝรั่งเศส อิตาลี ญี่ปุ่น เนเธอร์แลนด์ เยอรมัน สวีเดน แคนาดา สหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักร ได้ก่อตั้ง Bank for International Settlement หรือ BIS โดยมีคณะกรรมการ (Basel Committee) ประกอบไปด้วย G10 และอีกสองประเทศ คือ สวิตเซอร์แลนด์และลักเซมเบิร์ก รวมทั้งสิ้น 12 ประเทศ ซึ่ง BIS มีหน้าที่เสมือนธนาคารที่คอยกำกับดูแลธนาคารกลางของแต่ละประเทศ ได้ออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับมาตรฐานสากลของการตั้งสำรองเงินทุนสำหรับธุรกิจธนาคารต่าง ๆ ทั่วโลก ซึ่ง Basel Accord ถือเป็นหลักเกณฑ์แรกที่น่ามาบังคับใช้

Basel Committee ก่อตั้งขึ้นหลังจากเกิดการล่มสลายของธนาคาร Bankhaus Herstatt ในประเทศเยอรมัน ซึ่งในช่วงแรกนั้นเป็นเพียงเพิ่มความร่วมมือ ความเข้าใจในการวางแผนทางการเงิน การควบคุมและการตรวจสอบการทำงานของธนาคาร เป็นเพียงแนวทางในการปฏิบัติใช้มิใช่จะบังคับใช้กับสถาบันการเงิน ต่อมาหลังจากปี ค.ศ. 1980 Basel ก็ได้เริ่มมุ่งเน้นความสนใจเกี่ยวกับความปลอดภัยของเงินทุน และการวัดความเสี่ยงสถาบันการเงิน ซึ่งพิจารณารวมทั้งรายการที่อยู่ในงบการเงินและนอกงบการเงิน

ต่อมาในปี ค.ศ. 2001 ก็ได้เกิด Basel II ที่จะส่งผลต่อการบังคับใช้ในปี ค.ศ. 2006-2008 ที่มุ่งเน้นความสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ การคำนวณเงินทุนขั้นต่ำ (Minimum Capital Requirement) การตรวจสอบและกระบวนการของการบริหารความเสี่ยง (Supervisory Requirement) และการเปิดเผยเกี่ยวกับข้อมูลรวมทั้งวิธีการวัดความเสี่ยง (Market Discipline) ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นก็ได้ออกกฎเกณฑ์บังคับใช้ Basel II กับธนาคารที่อยู่ในประเทศไทยด้วยเช่นกันเพื่อให้มีความสอดคล้องกับสากล

### ความต้องการด้านเงินทุนสำรอง

ธนาคารหรือสถาบันการเงินนั้นก็เหมือนกับการทำธุรกิจประเภทอื่น ๆ ที่มีความต้องการของแหล่งเงินทุน ซึ่งเงินทุนเหล่านั้นอาจจะประกอบไปด้วย ส่วนของทุนที่เรียกว่าหุ้น และ ส่วนที่ได้มาจากการกู้ยืมที่เรียกว่าเงินกู้ ซึ่งการกู้ยืมเงินของธนาคารนั้นเกิดขึ้นได้หลายรูปแบบ อาทิ เงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร เงินฝากจากบัญชีออมทรัพย์ของลูกค้า เงินที่เกิดจากการขายพันธบัตรรัฐบาล โดยที่ธนาคารนั้นมีภาระผูกพันที่จะต้องชำระเงินกู้เหล่านี้เมื่อครบกำหนด สิ่งหนึ่งที่ธุรกิจธนาคารสามารถปฏิบัติได้ตามกฎหมายคือ การนำเอาเงินฝากของลูกค้าไปปล่อยกู้ต่อที่เรียกว่าการปล่อยสินเชื่อทั้งประเภทบุคคลหรือนิติบุคคล โดยคิดจากส่วนต่างของดอกเบี้ยรับหักออกด้วย ดอกเบี้ยจ่าย การปล่อยสินเชื่อของธนาคารนั้นมิได้หมายความว่าผู้กู้จะสามารถชำระหนี้ให้แก่ธนาคารครบตามจำนวนและตรงต่อเวลา บางส่วนนั้นจะกลายเป็นหนี้เสีย (NPL : Non-profit loss) ซึ่งการที่ธนาคารมีหนี้เสียมาก ๆ นั้นจะส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของธนาคาร กล่าวคือ ธนาคารอาจไม่มีเงินที่นำมาชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ได้ เราเรียกความเสียหายที่เกิดจากการที่ลูกหนี้ของธนาคารไม่สามารถชำระหนี้เงินกู้ได้นั้นว่า ความเสี่ยงด้านสินเชื่อ (Credit risk) นอกจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการปล่อยกู้ของธนาคารนั้น ธนาคารยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตลาดทุน ได้แก่ Forward contracts, Swap, Options หรือ Bond จากการลงทุนเหล่านี้ก่อให้เกิดกำไรหรือขาดทุนได้ ซึ่งความเสี่ยงเหล่านี้เราจะเรียกว่า ความเสี่ยงด้านการลงทุน (Market Risk) ซึ่งหากมีความเสียหายเกิดขึ้นเยอะ ก็ส่งผลเสียต่อสถานะการเงินของธนาคารได้เช่นกัน หากความเสียหายอย่างรุนแรงเกิดขึ้นขณะครบกำหนดที่ธนาคารต้องจ่ายคืนชำระเจ้าหนี้ ธนาคารก็อาจไม่สามารถหาเงินมาได้ทันเวลา ส่งผลให้ธนาคารล้มละลายได้ ธนาคารควบคุมเหตุการณ์เช่นนี้ได้คือ ธนาคารต้องมีเงินก้อนหนึ่งในกรณีฉุกเฉิน ซึ่งเงินก้อนนั้นเราเรียกว่า เงินทุนสำรอง ซึ่งแนวความคิดเงินทุนสำรองมิได้จำกัดอยู่เพียงแก่ธุรกิจธนาคารเท่านั้น อาจรวมไปถึงสถาบันการเงินอื่น ๆ ด้วยเช่นกัน แต่อาจไม่ได้เข้มงวดเหมือนธุรกิจธนาคาร เพราะการล้มละลายของบริษัทนั้นมิได้ส่งผลกระทบต่อมหาศาลเทียบเท่ากับการล้มละลายของธุรกิจธนาคาร

### การบริหารความเสี่ยงและเงินทุนสำรอง

การบริหารความเสี่ยงนั้นถือเป็นกระบวนการหนึ่งในการควบคุม ติดตาม รวมถึงการตรวจสอบการทำธุรกรรมของสถาบันการเงิน เพื่อให้สถาบันการเงินนั้นมีระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม เช่น การควบคุมการปล่อยสินเชื่อ เพื่อมิให้ธนาคารมีความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นต่อลูกค้ารายใดรายหนึ่งมากเกินไป แต่บทบาทหลักนั้นอยู่ที่ การประเมินเงินทุนสำรอง การตั้งราคาผลิตภัณฑ์ทางการเงินตามกลุ่มตลาดของลูกค้า การวัดระดับประสิทธิภาพของการดำเนินงาน การแนะนำการ

ลงทุนในตราสาร การบริหารจัดการพอร์ตการลงทุน จึงเห็นได้ว่า การบริหารความเสี่ยงนั้นมีขอบเขตที่มากกว่าการคำนวณปริมาณเงินทุนสำรองตามที่ BIS ต้องการ ซึ่งความเสี่ยงต่าง ๆ ของสถาบันการเงินนั้นจะถูกแบ่งออกเป็น 3 ด้าน ต่อไปนี้

- ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นได้จากลูกค้าไม่สามารถจ่ายชำระเงินกู้คืน ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ ซึ่งอาจเป็นไปได้ทั้งและธนาคารกับลูกหนี้ทั่วไป หรือระหว่างธนาคารกับธนาคาร ผู้ซื้อกรรมธรรม์ชีวิตกับบริษัทประกัน ผู้ซื้อหุ้นกู้กับบริษัทที่ออกหุ้นกู้

- ความเสี่ยงด้านการลงทุน (Investment Risk) คือ ความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ ทั้งที่เกิดขึ้นในตลาดเงินและตลาดทุน เช่น Bond, Swap, Forward, Option, Eurodollar เพราะตราสารเหล่านี้นอกเหนือจากการลงทุนแล้วยังใช้เป็นการป้องกันความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้อีกด้วย การบริหารความเสี่ยงทางการลงทุน เปรียบเสมือนการควบคุมโอกาสมิให้ลงทุนในตราสารทางการเงินชนิดใดชนิดหนึ่งมากเกินไป

- ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ (Operational Risk) คือ ความเสียหายที่เกิดขึ้นจากพนักงานระดับปฏิบัติงาน ซึ่งความเสียหายที่เกิดขึ้นอาจเกิดได้จากความรู้เท่าไม่ถึงการณ์หรือมีเจตนาให้เกิดขึ้นจากความตั้งใจในการทุจริต

## 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 Forte, Gainfrate and Rossi 2018 ศึกษาว่าการประเมินมูลค่าแบบสัมพัทธ์นั้นดีสำหรับธนาคารหรือไม่ ข้อมูลจาก Compustat, Bloomberg และ I/B/E/S มีข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาที่เป็นธนาคารที่อยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 778 แห่ง แบ่งออกเป็น ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listed) จำนวน 503 แห่ง ไม่ได้จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Delisted) จำนวน 275 แห่ง และธนาคารที่อยู่ในยุโรปจำนวน 172 แห่ง แบ่งออกเป็น ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listed) จำนวน 131 แห่ง ไม่ได้จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Delisted) จำนวน 41 แห่ง ได้แบ่งธนาคารทั้งในสหรัฐอเมริกาและในยุโรปออกเป็น 3 รูปแบบ คือ ธนาคารเพื่อการลงทุน ธนาคารพาณิชย์ และธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็ก โดยการศึกษาตัวแปรของตัวเทียบราคาต่อไปนี้ Price/equity book value, Price/tangible book value of equity, Price to revenue, Price to dividend, Price to bank deposit และ Price/earning (forecast 1 year and 2 year)

ผลการศึกษาการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยตัวเปรียบเทียบสำหรับธนาคารในสหรัฐอเมริกานั้นมีความถูกต้องและแม่นยำมากกว่าธนาคารในยุโรป สำหรับธนาคารในประเทศสหรัฐอเมริกานั้น

พบว่า ธนาคารเพื่อการลงทุนนั้นมีความถูกต้องน้อยที่สุดเมื่อเทียบกับธนาคารรูปแบบอื่นในสหรัฐอเมริกา ซึ่งอาจเกิดจากสาเหตุที่ว่าโครงสร้างทางธุรกิจและลักษณะการดำเนินงานนั้นแตกต่างจากประเทศอื่น ๆ และจากการศึกษา ประการแรกพบว่า Forward P/E นั้น ให้ความแม่นยำที่ดีกว่า Trailing P/E ประการที่สอง การใช้ตัวเปรียบเทียบรายได้ล่วงหน้า 2 ปี (Two-year earnings forecasts) มีความแม่นยำในการประเมินแบบการใช้ตัวเปรียบเทียบรายได้ล่วงหน้า 1 ปี (One-year earnings forecasts) ประการที่สามพบว่าตัวเปรียบเทียบราคาแบบ P/BV นั้นเกิดอคติ (Bias) โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร และพบว่าจำเป็นอย่างยิ่งที่จะปรับค่าให้ถูกต้องโดยการหักออกด้วยสินทรัพย์ที่จับต้องได้ออกจากมูลค่าทางบัญชี ผลการศึกษายังพบอีกว่า การประเมินมูลค่าด้วยตัวเทียบราคาแบบ P/BV นั้น ให้การประเมินมูลค่าที่มีความผิดพลาดน้อยกว่าการใช้ตัวเทียบราคาแบบ P/TBV ณ การวัดระดับของความถูกต้องที่ 25%

2.3.2 Doron Nissim (2013) การศึกษาความถูกต้องของวิธีการประเมินมูลค่าแบบสัมพัทธ์ สำหรับบริษัทประกันภัยของประเทศสหรัฐอเมริกา จาก 3 แหล่งฐานข้อมูล ได้แก่ I/B/E/S, CRSP, และ COMPUSTAT ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990 – ค.ศ. 2011 จำนวนข้อมูล 32,001 (บริษัทที่แตกต่างกัน 372 บริษัท) ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการประเมินตามการคาดการณ์รายได้ของนักวิเคราะห์นั้นดีกว่าการประเมินตามรายได้ที่ปรากฏอยู่ในรายงาน (งบการเงิน) Nissim ยังพิสูจน์ว่าตัววัดมูลค่าทางบัญชี (P/BV) นั้นในความแม่นยำอย่างยิ่งเมื่อถูกปรับสภาพให้มีความสอดคล้องกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ผู้วิจัยได้เน้นสองประเด็นที่ค่อนข้างมีความเกี่ยวข้องกันในการประเมินมูลค่าธนาคาร อย่างแรกให้การมุ่งเน้นไปที่ความแตกต่างระหว่างการปรับลดและหั่นพื้นฐาน เมื่อประเมินมูลค่าโดยใช้ P/EPS หุ่นปรับลดมีคุณสมบัติการทำนายที่สูงขึ้น ประการที่สองแสดงให้เห็นว่าการใช้รายได้ก่อนรายการพิเศษแทนที่จะเป็นรายได้ที่ปรากฏอยู่ในรายงานงบการเงินช่วยเพิ่มความแม่นยำในการประเมินค่า ในงานก่อนหน้านี้นี้ Nissim (2002) พร้อมกับ Lui และ Thomas ได้ทำการวิเคราะห์ความแม่นยำของตัววัดในตลาดสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1982 และ ค.ศ. 1999 (วิเคราะห์ความสอดคล้องกันในเกือบทุกอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่อุตสาหกรรมการเงิน) การจัดอันดับมีดังต่อไปนี้ การใช้ข้อมูลพยากรณ์รายได้ล่วงหน้า (Forward earnings) ดีที่สุด และ การใช้ข้อมูลรายได้ในอดีต (Historical earnings) เป็นลำดับสอง ส่วนการใช้กระแสเงินสด (Cash flow) อยู่ในอันดับที่สาม และ การใช้ตัววัดมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และ ตัววัดมูลค่าการขยาย (P/S) นั้นอยู่ในอันดับที่ต่ำที่สุด

2.3.3 Jing Liu, Doron Nissim and Jacob Thomas (2002) ศึกษาเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้น โดยการใช้ตัวเปรียบเทียบราคา จากแหล่งข้อมูล COMPUSTAT, I/B/E/S, CRSP ใช้ข้อมูล

ตั้งแต่ ค.ศ. 1982 - ค.ศ. 1999 โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 26,613 ในตลาดหุ้นของสหรัฐอเมริกาเกือบทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน

จากการศึกษาข้อมูลในอุตสาหกรรมเดียวกันของบริษัทที่เทียบเคียงกันได้ ศึกษาความถูกต้องของการประเมินมูลค่าหุ้น (Value Driver) โดยการใช้สมมติฐานของสัดส่วนราคากับตัวแปรของ (Value driver) ประการแรกพบว่าตัว Multiple จากผลการคาดการณ์กำไรในอนาคต (Forward earnings) นั้นสามารถอธิบายการประเมินราคาหุ้นได้ดีกว่า การใช้ผลกำไรในอดีต (Trailing earnings) จากกลุ่มตัวอย่างการศึกษาส่วนมาก ความแม่นยำถัดมาตามลำดับคือ ตัวแปรกระแสเงินสด (Cash flow) และตัวแปรมูลค่าทางบัญชี (BV) และการใช้ตัวแปรรายได้จากการขาย (Sales) ได้ให้ผลลัพธ์ที่ให้อุบัติการณ์น้อยที่สุด และยังพบอีกว่าการจัดหมวดหมู่ของอุตสาหกรรมเดียวกันแล้วทำการประเมินนั้นให้ผลลัพธ์ที่ดีที่สุด

2.3.4 Ian Cooper & Leonardo Cordeiro (2008) ศึกษาเกี่ยวกับจำนวนที่เหมาะสมที่สุดของบริษัทเปรียบเทียบเมื่อประเมินมูลค่าตราสารทุนด้วยตัวเทียบราคา (Multiples) แหล่งข้อมูลจาก I/B/E/S database โดยมีกลุ่มตัวอย่างการศึกษาจำนวน 49,757 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ.1982 - ค.ศ.2006 โดยการประมาณการค่าของมูลค่าที่คาดหวัง (Target value) และการวัด Pricing errors โดยค่าเฉลี่ยแบบ Harmonic mean

ผลของการศึกษาพบว่า ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าด้วยวิธีสัมพัทธ์ของกลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่ นั้นแตกต่างกัน กลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กให้ค่าความถี่ Pricing error ที่สูง และจากการศึกษากลุ่มตัวอย่างพบว่า ระหว่างอุตสาหกรรมหรือข้ามช่วงเวลาให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี ค.ศ. 1999 - ค.ศ. 2003 ช่วงวิกฤตทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นให้ค่าเฉลี่ย Pricing error ที่เพิ่มขึ้น การประเมินมูลค่าตัวอย่างขนาดเล็ก (Cross Industry) ดูเหมือนจะมีข้อดีมากกว่าในบางอุตสาหกรรมมากกว่าในอุตสาหกรรมอื่น ๆ พบว่า “Non-Food retailing” ให้ข้อผิดพลาดสัมพัทธ์ที่สูงกว่า “Food retailing” และธุรกิจเครื่องสำอาง ถึงแม้ว่า “Non-Food retailing” ให้ค่า Bias ที่ต่ำที่สุด แต่ให้ค่า MSE และ MAD ที่สูงที่สุดเช่นกัน ลักษณะของอุตสาหกรรมช่วยในการอธิบายความแม่นยำสัมพัทธ์เปรียบเทียบได้เพียงเล็กน้อยทั้งจำนวนกลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กและจำนวนกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่ ผลลัพธ์ที่สำคัญคือพบว่าการใช้จำนวนบริษัทของกลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กเพียง 5 บริษัทนั้นเพียงพอต่อการเปรียบเทียบกันได้ แต่ต้องเป็นบริษัทที่มีการคัดเลือกมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และจะต้องมีการเติบโตที่คาดหวัง (Expected Growth Rate) ที่ใกล้เคียงกัน มีค่าอัตราการเติบโตเฉลี่ยไม่เกิน 1 % ของอัตราการเติบโตของบริษัทเป้าหมาย (Target firm) ยังพบอีกว่าการเพิ่มจำนวนบริษัทนั้นยังมีผลต่อการประเมิน แต่มีข้อเสียคือการเพิ่มขึ้นของค่ารบกวน (Noise)

2.3.5 Cheng and McNamara (2000) ศึกษาเกี่ยวกับความถูกต้องของการประเมินค่าของราคาต่อกำไรและการประเมินของราคาต่อมูลค่าทางบัญชี ข้อมูลจาก COMPUSTAT database ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1973- ค.ศ.1999 ตลาดทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ไม่รวมภาคการเงิน มีกลุ่มตัวอย่างของการศึกษาจำนวน 230,310 ตัวอย่าง เพื่อศึกษาความถูกต้องของการประเมินหุ้นด้วย P/EPS, P/BV และการรวมกันระหว่าง P/EPS & P/BV พบว่า ประสิทธิภาพของวิธีการประเมินขึ้นอยู่กับ การเปรียบเทียบของบริษัทที่เทียบกันได้ ขนาดของบริษัท (Size) ที่เทียบเคียงกันได้จากอุตสาหกรรม และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นรวม (ROE) จากการศึกษาพบว่าภายใต้วิธีการประเมินมูลค่าแบบวิธี P/EPS นั้นมีประสิทธิภาพดีกว่าวิธี P/BV และการรวมกันระหว่าง P/EPS & P/BV ให้ความถูกต้องมากกว่าวิธีการใช้ P/EPS หรือ P/BV เพียงอย่างเดียวอย่างหนึ่ง วิธีการประเมินค่าที่ดีที่สุดในบรรดาวิธีการทั้งหมดที่ศึกษาคือการเลือกเทียบเคียงตามสมาชิกอุตสาหกรรมและใช้วิธีการประเมินมูลค่า P/EPS & P/BV แบบรวม และพบว่าปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่สุดในการประเมินมูลค่าแบบ P/EPS คือขนาดของบริษัทที่ใช้ในการเปรียบเทียบนั้นส่งผลต่อการประเมินมากที่สุดสำหรับวิธี P/EPS

2.3.6 Penman and Reggiani (2013) ได้ให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์พื้นฐาน ว่าการซื้อหุ้นที่มีตัวทวีคูณต่ำนั้น นักลงทุนอาจติดกับดักบริษัทที่ซื้อได้ เพราะว่าการเติบโตของกำไรในอนาคตนั้นย่อมมีความเสี่ยง เพื่อให้ได้ผลตอบแทนการลงทุนที่คุ้มค่ามากขึ้น มักจะอธิบายได้ว่าเมื่อมีความเสี่ยงสูงขึ้น นักลงทุนจะแสวงหาค่า "พรีเมียม" ที่จำเป็นส่วนชดเชยจากความเสี่ยงที่ได้รับ

2.3.7 Andrew W. Alford (1992) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของความแม่นยำของกลุ่มบริษัทที่เปรียบเทียบกันได้ของวิธีการประเมินโดยใช้ P/EPS จากฐานข้อมูล CRSP, NYSE, ASE, NASDAQ มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างของการศึกษาปี ค.ศ. 1978 จำนวน 1,636 บริษัท, ปี ค.ศ. 1982 จำนวน 1,591 บริษัท และ ปี ค.ศ. 1986 จำนวน 1,471 บริษัท

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาเกี่ยวกับการวิธีประเมินมูลค่าหุ้นด้วย P/E ratio เมื่อบริษัทที่เปรียบเทียบนั้นถูกเลือกจากพื้นฐานของอุตสาหกรรม ความเสี่ยงที่วัดจากขนาดของกิจการ การเติบโตของรายได้ จากการศึกษาตัวเลขอุตสาหกรรม ได้แก่ 1-digit, 2-digit, 3-digit และ 4-digit ผลลัพธ์สรุปได้ว่าขั้นตอนการเลือกบริษัทที่เทียบเคียงกันในอุตสาหกรรมนั้นค่อนข้างมีประสิทธิภาพโดยที่อุตสาหกรรมถูกกำหนดโดยตัวเลข SIC สามหลัก ความแม่นยำที่คล้ายกันจะเกิดขึ้นเมื่อความเสี่ยงและการเติบโตของกำไรถูกนำมาใช้ร่วมกันเพื่อสร้างพอร์ตการลงทุนของบริษัทที่เทียบเคียงกันได้และผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่าความถูกต้องของการประเมินมูลค่า การเพิ่มขนาดของบริษัท และประสิทธิภาพของการเลือกบริษัทที่เปรียบเทียบได้บนพื้นฐานของอุตสาหกรรมนั้นดีกว่าสำหรับบริษัทขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก



2.3.8 Erik Lie and Heidi J. Lie (2002) ศึกษาการใช้ตัวทวิคูณในการประเมินมูลค่าขององค์กรจากฐานข้อมูล COMPUSTAT database มีกลุ่มตัวอย่างการศึกษาจำนวน 8,621 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทั้งที่เป็นบริษัทเกี่ยวข้องกับการเงินและไม่เกี่ยวข้องกับการเงินการตรวจสอบเชิงเปรียบเทียบในตลาดหุ้นญี่ปุ่น

ประเมินตัวเปรียบเทียบราคาหลายรายการที่ใช้ในการประเมินมูลค่าบริษัท พบว่าตัวเปรียบเทียบราคา P/BV (Market value to book value of assets) โดยทั่วไปจะสร้างประมาณการที่แม่นยำและมีอคติน้อยกว่าตัวเปรียบเทียบราคาจากยอดขาย (P/S) และตัวเปรียบเทียบราคาที่เป็นกำไร (P/E) ประการที่สองแม้ว่าการปรับระดับเงินสดของบริษัทไม่ได้ส่งผลต่อการประมาณการมูลค่าของบริษัท แต่การใช้รายได้ที่คาดการณ์ไว้ (Forecasted earnings) ดีกว่ารายได้ในอดีต (Trailing earnings) ประการที่สามตัวเปรียบเทียบราคาที่เป็นรายได้ก่อนหักดอกเบี้ย, ภาษี, ค่าเสื่อมราคา, ค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มักให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าเปรียบเทียบราคาที่เป็น EBIT ในที่สุดความถูกต้องและค่าอคติของการประเมินมูลค่า รวมถึงประสิทธิภาพที่สัมพันธ์กันของเปรียบเทียบราคาเหล่านั้นแตกต่างกันไปตามขนาดของบริษัทและการทำกำไรของบริษัท

2.3.9 Herrmann และ Richter (2003) การศึกษาการวิเคราะห์เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตัวทวิคูณในบริษัทของยุโรป ยกเว้นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการเงิน พบว่า ตัวทวิคูณรายรับเป็นเครื่องมือที่แม่นยำที่สุด ซึ่งตัวทวิคูณยอดขายเป็นเครื่องมือที่เชื่อถือได้น้อยที่สุด และยังพบอีกว่า P/BV ให้ความถูกต้องได้ดีกว่า EV/EBITDA เมื่อคัดเลือกบริษัทที่เปรียบเทียบได้ที่ขึ้นอยู่กับการเติบโตของกำไรแทนการเป็นสมาชิกอุตสาหกรรมเดียวกัน

### บทที่ 3

#### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการทดสอบความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจการเงิน โดยมีวิธีดำเนินการวิจัย ดังต่อไปนี้

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษางานวิจัยนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ โดยนำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องมาอธิบายความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ โดยใช้ข้อมูลทฤษฎีภูมิ รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ Thomson Reuters Eikon ฐานข้อมูลจาก The Institutional Brokers' Estimate System (“IBES”) เก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ.2540 - พ.ศ.2561 รวมทั้งสิ้น 22 ปี

ตารางที่ 1 แสดงรายละเอียดและที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

รายละเอียดข้อมูล	ที่มาของข้อมูล	ช่วงของข้อมูล
ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน	Thomson Reuters Eikon	ข้อมูลรายปี
ราคาปิดของหลักทรัพย์	SET SMART	ข้อมูล ณ วันที่ 30 เมษายน
ราคาเปิดเฉลี่ยของหลักทรัพย์	SET SMART	ข้อมูลรายปี
ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์	SET SMART	ข้อมูลรายปี
ข้อมูลสถิติทางการเงิน	SET SMART	ข้อมูลรายปี
ข้อมูลสถานะของบริษัท	SET SMART	ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562

ตารางที่ 2 แสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา แยกประเภทตามหมวดธุรกิจ

หมวดธุรกิจ	จำนวนบริษัท	สัดส่วน (%)
กลุ่มธนาคาร	22	17.89%
กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์	76	61.79%
กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต	25	20.33%
รวมบริษัททั้งหมด	123	100.0%

ตารางที่ 3 แสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา แยกประเภทตามสถานะของบริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562)

หมวดธุรกิจ	Listed		Delisted	
	จำนวนบริษัท	สัดส่วน (%)	จำนวนบริษัท	สัดส่วน (%)
กลุ่มธนาคาร	11	18.97%	10	16.92%
กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์	15	25.86%	11	15.38%
กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต	32	55.17%	44	67.70%
รวมบริษัททั้งหมด	58	100.00%	65	100.00%

ตารางที่ 4 แสดงข้อมูลสถิติทางการเงิน แยกตามหมวดธุรกิจ

	สินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	ส่วนของผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)	EPS	EPS (FY2)
<b>กลุ่มธนาคาร</b>				
Median	306,329	26,209	1.96	3.07
1 <sup>st</sup> quartile	131,607	10,297	0.05	0.63
3 <sup>rd</sup> quartile	994,067	77,172	5.22	6.09
<b>กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์</b>				
Median	4,622	1,786	0.27	0.41
1 <sup>st</sup> quartile	2,254	1,100	0.05	0.16
3 <sup>rd</sup> quartile	9,424	3,636	11.87	14.36

ตารางที่ 4 ข้อมูลสถิติทางการเงิน แยกตามหมวดธุรกิจ (ต่อ)

	สินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	ส่วนของผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)	EPS	EPS (FY2)
<b>กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต</b>				
Median	3,090	1,157	1.14	0.78
1 <sup>st</sup> quartile	1,411	515	0.33	0.36
3 <sup>rd</sup> quartile	7,749	2,959	3.55	2.73

จากตารางที่ 3.1.2 แสดงข้อมูลบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน แยกประเภทตามหมวดธุรกิจ แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เป็นต้น จัดประเภทหมวดธุรกิจตามข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“SET”)

ตารางที่ 3.1.3 แสดงข้อมูลสถานะของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562 เก็บข้อมูลจากเว็บไซต์ SET โดยแบ่งสถานะของบริษัทเป็น 2 ประเภท ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (“Listed”) และหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ถูกเพิกถอน (“Delisted”)

ตารางที่ 3.1.4 แสดงข้อมูลสถิติทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ได้แก่ สินทรัพย์รวม ส่วนของผู้ถือหุ้น EPS และ EPS (FY2) โดยจัดเรียงข้อมูล และวิเคราะห์ขนาดของข้อมูล ดังนี้

(1) Median หรือค่ามัธยฐาน นำข้อมูลมาเรียงจากค่าน้อยไปค่ามาก แสดงค่ากลางของข้อมูล

(2) 1<sup>st</sup> quartile หรือ ควอร์ไทล์ที่ 1 และ 3<sup>rd</sup> quartile หรือ ควอร์ไทล์ที่ 3 นำข้อมูลมาเรียงจากค่าน้อยไปค่ามาก และแบ่งเป็น 4 ส่วนเท่า ๆ กัน แสดงข้อมูลส่วนที่ 1 และส่วนที่ 3

### 3.2 สมมติฐานในการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตสามารถกำหนดสมมติฐานทางการศึกษา เรื่องความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินด้วยวิธีสัมพัทธ์ ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 การประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาต่อกำไรในอนาคต (“Forward P/EPS”) ให้ความแม่นยำได้ดีกว่า ตัวเปรียบเทียบราคาต่อกำไรในอดีต (“Trailing P/EPS”)

สมมติฐานที่ 2 การประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตน (“P/TBV”) ให้ความแม่นยำได้ดีกว่า ตัวเปรียบเทียบราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (“P/BV”)

สมมติฐานที่ 3 การประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (“P/BV”) ให้ความแม่นยำได้ดีกว่า ตัวเปรียบเทียบราคาต่อรายได้ (“P/S”)

สมมติฐานที่ 4 ช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินส่งผลกระทบต่อผลการประเมินมูลค่าหุ้นมีความแม่นยำน้อยลงเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน

สมมติฐานที่ 5 ตัวเปรียบเทียบราคา (“Price multiples”) สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการจัดพอร์ตการลงทุนของหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงิน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าผลตอบแทนของตลาด

### 3.3 วิธีการดำเนินการวิจัยและเครื่องมือที่ใช้

งานวิจัยนี้เก็บข้อมูลตามที่กล่าวข้างต้น ในข้อ 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดยตัดส่วนที่ไม่มีข้อมูลจากฐานข้อมูลออก หลังจากนั้นใช้โปรแกรม Excel ช่วยในการวิเคราะห์และประมวลผลข้อมูล ดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายลักษณะของข้อมูลบริษัทที่ศึกษา

2. การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และเป็นไปในทิศทางใด โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1.0 ถึง +1.0 ซึ่งหากมีค่าเข้าใกล้ -1.0 หมายความว่าตัวแปรทั้งสองตัวมีความสัมพันธ์กันอย่างมากในเชิงตรงกันข้าม หากมีค่าใกล้ +1.0 หมายความว่า ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันโดยตรงอย่างมาก และหากมีค่าเป็น 0 หมายความว่า ตัวแปรทั้งสองตัวไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน

3. วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้อัตราส่วนราคาของแต่ละบริษัทในแต่ละปี

- 3.1 สูตรในการคำนวณ เพื่อหาข้อผิดพลาดจากการประเมินมูลค่า (“Valuation error”) ดังนี้

Valuation Error (x; t) =	$\frac{\text{Peer group multiple (all banks except x; t)} * \text{Value Driver (x; t)} - \text{Market Price (x; t)}}{\text{Market Price (x; t)}}$
--------------------------	---

กำหนดให้

x คือ บริษัทที่ทำการศึกษ

t คือ ปีที่กำหนด

Peer group multiple (all financials except x; t) คือ การคำนวณหาอัตราส่วนราคาของทั้งอุตสาหกรรมการเงิน (Benchmark Price multiple) ยกเว้นบริษัทที่ทำการศึกษา โดยใช้วิธีถ่วงเฉลี่ยแบบค่าเฉลี่ยฮาร์โมนิก (Harmonic mean)<sup>1</sup> ซึ่งในงานวิจัยจะกำหนดให้เป็นค่าเบต้า ( $\beta$ )

Value driver (x; t) คือ ตัวขับเคลื่อนมูลค่าของบริษัทที่ทำการศึกษาและปีที่กำหนด โดยตัวขับเคลื่อนมูลค่า คืออัตราส่วนราคา

Peer group multiple (all financials except x; t) \* Value driver (x; t) คือราคาอ้างอิง ซึ่งในงานวิจัยนี้กำหนดให้เป็นค่า  $\hat{P}$

Market Price (x; t) คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ 30 เมษายนของบริษัทที่ทำการศึกษาในแต่ละปีที่กำหนด อ้างอิงจากวิจัยของ Doron Nissim (2013)<sup>2</sup>

Valuation error (x; t) คือ ข้อผิดพลาดจากการประเมินมูลค่าโดยใช้อัตราส่วนราคาของแต่ละบริษัทในแต่ละปีว่ามีความเบี่ยงเบนไปจากอัตราส่วนราคาของอุตสาหกรรมมากน้อยเพียงใด ซึ่งค่าที่คำนวณได้จะถูกแสดงในรูปของเปอร์เซ็นต์ของข้อผิดพลาดที่เกิดจากการนำค่า ( $\hat{P}$ ) หักออกด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ณ วันที่ 30 เมษายน และหารด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ณ วันที่ 30 เมษายน โดยหากมูลค่าที่คำนวณได้ มีค่าเป็นบวก แสดงถึงมูลค่าของบริษัทที่ศึกษาว่าต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (“Undervalued”) และหากมูลค่าที่คำนวณได้ มีค่าเป็นลบ แสดงถึงมูลค่าของบริษัทที่ศึกษาว่าสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (“Overvalued”)

3.2 นำค่า Valuation error ของแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษาที่ในแต่ละปีที่กำหนดไปใส่ค่าสัมบูรณ์ (Absolute) และมาเปรียบเทียบกับราคาปิด ณ วันที่ 30 เมษายน ค่าที่ได้จะแสดงในรูปของเปอร์เซ็นต์ (%) และมีค่าเป็นบวก

3.3 หาความแม่นยำของการประเมินมูลค่าโดยนับจำนวนข้อผิดพลาดที่อยู่ในรูปของเปอร์เซ็นต์ (%) จากข้อ 3.2 แบ่งช่วงของข้อผิดพลาดดังกล่าวเป็น 5 ช่วง โดยนับจำนวนข้อผิดพลาดที่มีเปอร์เซ็นต์น้อยกว่า 5%, 25%, 50%, 75% และ 90% ตามลำดับ แล้วหารด้วยจำนวนข้อผิดพลาดทั้งหมด หลังจากนั้น นำหนึ่งมาลบกับค่าที่คำนวณได้

<sup>1</sup> วิธีการถ่วงเฉลี่ยแบบค่าเฉลี่ยฮาร์โมนิก (Harmonic mean) นิยมใช้กับข้อมูลที่เป็นอัตราส่วน อาทิ อัตราส่วนทางการเงิน

$$\text{ซึ่งมีสูตรการคำนวณต่อไปนี้ } H.M = \frac{n}{\sum_{i=1}^n \frac{1}{x_i}} \text{ หรือ } H.M = \frac{n}{\frac{1}{x_1} + \frac{1}{x_2} + \dots + \frac{1}{x_n}}$$

<sup>2</sup> ตามงานวิจัยของ Doron Nissim (2013) ระบุว่าราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนเมษายนของปีถัดไปนั้น ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่ถูกรับปรุงจากการประกาศงบการเงินแล้ว และหากราคาปิดของหุ้นที่ศึกษานั้น ไม่มีราคาปรากฏไว้ ณ สิ้นเดือนเมษายนของปีนั้น ผู้วิจัยจะใช้ราคาปิดของวันก่อนหน้าในการคำนวณ

4. วิเคราะห์วิกฤตการณ์ทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลความแม่นยำของการประเมินมูลค่า โดยวิเคราะห์แบ่งเป็น 2 ช่วงวิกฤตการณ์ ดังนี้

ช่วงวิกฤตดิ้มยำกุ้งแบ่งเป็น 2 ช่วง ได้แก่ ช่วงเกิดวิกฤติ ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2544 และช่วงหลังวิกฤติ ปี พ.ศ. 2545 - พ.ศ. 2548

ช่วงวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์แบ่งเป็น 2 ช่วง ได้แก่ ช่วงเกิดวิกฤติ ปี พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2555 และช่วงหลังวิกฤติ ปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560

5. วิเคราะห์สหสัมพันธ์ โดยแบ่งข้อมูลเป็น 2 ประเภท จากค่า Valuation error ที่มีค่าเป็นบวก จัดกลุ่มให้เป็น Undervalued และค่า Valuation error ที่มีค่าเป็นลบ จัดกลุ่มให้เป็น Overvalued

6. วิเคราะห์กลยุทธ์การลงทุน โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 กลยุทธ์ ดังนี้

6.1 กลยุทธ์ Long strategy เป็นการศึกษาผลตอบแทนรายปีของหุ้นในอุตสาหกรรมการเงินที่มีมูลค่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (“Undervalued”) และใช้กลยุทธ์ซื้อ (Long strategy) หุ้นที่มีมูลค่าราคาต่ำกว่าที่เหมาะสม เริ่มจากจัดเรียงลำดับข้อผิดพลาดของการประเมินมูลค่า (“Valuation error”) จากค่าน้อยไปค่ามาก และทำการลงทุนซื้อ (Long position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก (Top stocks undervalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ ซึ่งในแต่ละปีมีการลงทุนในน้ำหนักที่ไม่เท่ากันตามสัดส่วนของหุ้น และทุก ๆ ปี มีการเปลี่ยนแปลงพอร์ตการลงทุนไปตามการเรียงลำดับของ Valuation error แล้วจึงนำมาหาค่าส่วนต่างจากเปอร์เซ็นต์ของการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“Market return”) กับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหุ้นที่ซื้อเข้าพอร์ตการลงทุน เพื่อหาค่าผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินจากการลงทุน (“Average Excess Return”) ในแต่ละปี

6.2 กลยุทธ์ Long Strategy และ Shoring the market เป็นการศึกษาค้นคว้าผลตอบแทนรายปีของหุ้นในอุตสาหกรรมการเงินที่มีมูลค่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued) และใช้กลยุทธ์ซื้อ (Long strategy) หุ้นที่มีมูลค่าราคาต่ำกว่าที่เหมาะสม โดยจัดเรียงลำดับข้อผิดพลาดของการประเมินมูลค่า (“Valuation error”) จากค่าน้อยไปค่ามาก และทำการลงทุนซื้อ (Long position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ (Top stocks undervalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ ซึ่งในแต่ละปีมีการลงทุนในน้ำหนักที่ไม่เท่ากันตามสัดส่วนของหุ้นทั้งหมด และทุก ๆ ปีมีการเปลี่ยนแปลงพอร์ตการลงทุนไปตามการเรียงลำดับของ Valuation error และในเวลาเดียวกันทำกลยุทธ์ขายดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยล่วงหน้า (Shorting market) โดยถัวเฉลี่ยเงินลงทุนทั้งสองกลยุทธ์ให้มีน้ำหนักเท่า ๆ กันระหว่างการ Long stocks และ Short market เพื่อหาค่าผลตอบแทนรวมจากการลงทุนทั้งสองกลยุทธ์โดยการนำผลตอบแทนทั้งสองแบบมารวมกัน จากนั้นทำการหาค่าเฉลี่ยรวมของพอร์ตในปีนั้น ๆ (“Average Return”) ในแต่ละปี

6.3 กลยุทธ์ Long – Short strategy on undervalued and overvalued เป็นการศึกษาค้นคว้าผลตอบแทนรายปีของหุ้นในอุตสาหกรรมการเงิน ที่มีมูลค่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (“Undervalued”) และใช้กลยุทธ์ซื้อ (“Long strategy”) หุ้นที่มีมูลค่าราคาต่ำกว่าที่เหมาะสม โดยจัดเรียงลำดับ Valuation Error จากค่าน้อยไปค่ามาก และทำการลงทุนซื้อ (Long position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ (Top stocks undervalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ ซึ่งในแต่ละปีมีการลงทุนในน้ำหนักที่ไม่เท่ากันตามสัดส่วนของหุ้นทั้งหมด และทุก ๆ ปีมีการเปลี่ยนแปลงพอร์ตการลงทุนไปตามการเรียงลำดับ Valuation error และในเวลาเดียวกันทำกลยุทธ์ขายหุ้นกลุ่มที่มีมูลค่าสูงกว่าที่เหมาะสม (Short overvalued) โดยจัดเรียงลำดับ Valuation Error จากค่าน้อยไปค่ามาก และทำการขายหุ้น (Short position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าสูง (Top stocks overvalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ โดยถัวเฉลี่ยเงินลงทุนทั้งสองกลยุทธ์ให้มีน้ำหนักที่เท่า ๆ กันระหว่างการ Long undervalued และ Short overvalued เพื่อหาค่าผลตอบแทนรวมจากการลงทุนทั้งสองกลยุทธ์โดยการนำผลตอบแทนทั้งสองแบบมารวมกัน จากนั้นทำการหาค่าเฉลี่ยรวมของพอร์ตในปีนั้น ๆ (Average Return)

### 3.4 อัตราส่วนราคา (Price multiples) ที่ใช้ในการศึกษา

3.4.1 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไร (Price-earnings ratio; P/EPS) เป็นอัตราส่วนที่แสดงว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้นเป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น และนักลงทุนยินดีที่จะจ่ายเงินราคา



เท่าใดเพื่อที่จะได้กำไรกับเงินปันผลจ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และหุ้นตัวนี้จะต้องใช้เวลากี่ปีถึงจะให้ผลตอบแทนหรือกำไร

กล่าวได้ว่าหากหุ้นสามัญในมีค่าอัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไรที่สูง แสดงว่านักลงทุนยินดีที่จะจ่ายเงินราคาสูงเพื่อซื้อหุ้นที่คาดว่า หุ้นนั้นจะสามารถสร้างผลกำไรที่สูงได้ในอนาคต แต่การลงทุนในหุ้นอัตราส่วน EPS ที่สูง ก็ทำให้นักลงทุนมีความเสี่ยงสูงด้วยเช่นกัน ดังนั้นจำเป็นอย่างยิ่งในการเปรียบเทียบ EPS ของอุตสาหกรรม (Sector) บริษัทที่เทียบเคียง (Comparable firms) ที่เราสนใจว่าโดยเฉลี่ยแล้วเป็นเท่าใด หุ้นที่เราสนใจนั้นมีมูลค่าที่สูงเกินกว่าที่ควรจะเป็นหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็นต่อการลงทุน ซึ่งสามารถคำนวณ EPS ได้จาก

$$P/EPs = \text{Market stock price per share} / \text{earnings per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ EPS คือ กำไรต่อหุ้นที่แสดงในงบการเงินรวม ณ วันสิ้นปีของหุ้นสามัญที่ต้องการศึกษา

3.4.2 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไรจากการคาดการณ์ล่วงหน้าในอีก 1 ปีข้างหน้า (Forward Price-earnings ratio; P/EPs (FY1)) เป็นอัตราส่วนที่แสดงว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้น เป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้นของการคาดการณ์กำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า (Expected earnings for the next fiscal year) และนักลงทุนยินดีที่จะจ่ายเงินราคาเท่าใดเพื่อที่จะได้กำไรกับเงินปันผลจ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และหุ้นตัวนี้จะต้องใช้เวลากี่ปีถึงจะให้ผลตอบแทนหรือกำไร

$$P/EPs(FY1) = \text{Market stock price per share} / \text{Forward 1 year of earnings per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ earnings per share คือ การคาดการณ์กำไรต่อหุ้นล่วงหน้าในอีก 1 ปีข้างหน้าจากนักวิเคราะห์ที่แสดงในงบการเงินรวม ณ วันสิ้นปีของหุ้นสามัญที่ต้องการศึกษา

3.4.3 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไรจากการคาดการณ์ล่วงหน้าในอีก 2 ปีข้างหน้า (Forward Price-earnings ratio; P/EPs (FY2)) เป็นอัตราส่วนที่แสดงว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้น เป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้นของการคาดการณ์กำไรในอีก 2 ปีข้างหน้า และนักลงทุนยินดีที่จะจ่ายเงินราคาเท่าใดเพื่อที่จะได้กำไรกับเงินปันผลจ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และหุ้นตัวนี้จะต้องใช้เวลากี่ปีถึงจะให้ผลตอบแทนหรือกำไร

$$P/EPs(FY2) = \text{Market stock price per share} / \text{Forward 1 year of earnings per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ EPS คือ การคาดการณ์กำไรต่อหุ้นล่วงหน้าในอีก 2 ปีข้างหน้าจากนักวิเคราะห์ที่แสดงในงบการเงินรวม ณ วันสิ้นปีของหุ้นสามัญที่ต้องการศึกษา

3.4.4 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อยอดขาย (Price to sale ratio; P/S) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้นเป็นกี่เท่าของยอดขายที่บริษัททำได้

$$P/S = \text{Market stock price per share} / \text{sale per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ Sales per share คือ ยอดขายทั้งหมดที่หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญ

3.4.5 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าสินทรัพย์ที่จับต้องได้ (Price to tangible asset ratio; P/TBV) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ว่าราคาปิดของหุ้นสามัญนั้นเป็นกี่เท่าของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตน

$$P/TBV = \text{Market stock price per share} / \text{tangible asset per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ Tangible asset per share คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตนทั้งหมดที่หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญ

3.4.6 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to book value ratio; P/BV) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้นเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี

$$P/BV = \text{Market stock price per share} / \text{book value per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ Book value per share คือ มูลค่าทางบัญชีทั้งหมดที่หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญ

3.4.7 อัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อเงินปันผลจ่าย (Price to dividends ratio; P/DIV) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์ว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้นเป็นกี่เท่าของเงินปันผลจ่าย

$$P \text{ to dividend} = \text{Market stock price per share} / \text{dividend per share}$$

โดยที่ Market stock price per share คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนปีถัดมา (Nissim, 2013) ของหุ้นที่ต้องการศึกษา และ Dividend per share คือ เงินปันผลจ่ายต่อจำนวนหุ้นสามัญ

### 3.5 เปอร์เซนต์ค่าความผิดพลาด (% of Valuation error) กับการนำไปใช้วิเคราะห์

การศึกษาความสัมพันธ์ของความถูกต้องในการประเมินหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคา (Price multiples) ที่เกิดขึ้น ณ ระดับต่าง ๆ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2561 เพื่อศึกษาว่าตัวเปรียบเทียบราคาชนิดใดที่เหมาะสมต่อการประเมินความถูกต้องในแต่ละประเภท การศึกษาว่าตัวเปรียบเทียบราคาใดที่ให้ค่าความแม่นยำที่ดีที่สุดตามลำดับ ในการศึกษาที่ผู้วิจัยแบ่งระดับความถูกต้องออกเป็น 5 ระดับ คือ ที่ระดับความแม่นยำ 5%, ที่ระดับความแม่นยำ 25%, ที่ระดับความแม่นยำ 50%, ที่ระดับความแม่นยำ 75% และที่ระดับความแม่นยำ 90% ในทุกการศึกษาต่อไปนี้<sup>3</sup>



<sup>3</sup> จากการแยกประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ได้คำนวณ ค่าอคติ (“Bias”) ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสอง (“MSE”) ค่าความเฉลี่ยคลาดเคลื่อนสมบูรณ์ (“MAD”) ค่าที่คำนวณได้จะแสดงผลในส่วนของ Appendix

$$\begin{aligned} \text{Bias} &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^n \sum_{x=1}^X \text{Valuation Error} (x; t) \\ \text{MAD} &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^n \sum_{x=1}^X |\text{Valuation Error} (x; t)| \\ \text{MSE} &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^n \sum_{x=1}^X \text{Valuation Error} (x; t)^2 \end{aligned}$$

หากราคาตลาดมีประสิทธิภาพจริง ราคาประมาณการที่คำนวณได้จะใกล้เคียงกับราคาตลาดปัจจุบันมาก นั่นหมายความว่าค่าความผิดพลาดมีค่าน้อย อ้างอิงจาก Dittmann and Maug (2008) ได้พิจารณาแล้วว่าวิธีการคำนวณข้อผิดพลาดนี้ทำให้เกิดข้อผิดพลาดน้อยที่สุด

## บทที่ 4 ผลการวิจัย

ผลของการวิจัยเรื่อง การหาความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยวิธีสัมพัทธ์ แบ่งผลการวิเคราะห์ ดังต่อไปนี้

1. วิเคราะห์ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ แยกตามกลุ่มประเภทธุรกิจการเงิน
2. วิเคราะห์ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ แบบรายปี
3. วิเคราะห์ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ แยกตามวิกฤตการณ์ทางการเงิน
4. วิเคราะห์ผลตอบแทนจากการใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเครื่องมือในการจัดพอร์ตการลงทุน

ตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ แยกตามกลุ่มประเภทธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

2540-2561

	Valuations within x% of price:				
	5.00%	25.00%	50.00%	75.00%	90.00%
<b>ธนาคาร</b>					
P/EPS	30.77%	34.23%	42.31%	60.38%	78.46%
P/EPF1	3.14%	3.14%	4.40%	10.69%	21.38%
P/EPF2	1.88%	1.88%	2.50%	11.25%	18.75%
P/S	0.42%	1.26%	3.35%	18.41%	22.18%
P/TBV	0.53%	1.06%	2.12%	6.35%	20.11%
P/BV	0.90%	0.90%	3.15%	11.26%	18.47%
P/dividends	0.64%	1.27%	2.55%	12.10%	16.56%

ตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ แยกตามกลุ่มประเภทธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 (ต่อ)

2540-2561

	Valuations within x% of price:				
	5.00%	25.00%	50.00%	75.00%	90.00%
<b>ประกันภัยและประกันชีวิต</b>					
P/EPS	13.48%	17.42%	21.35%	34.83%	51.69%
P/EPSF1	76.73%	77.36%	77.99%	77.99%	18.42%
P/EPSF2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.82%
P/S	0.69%	0.69%	2.08%	6.25%	17.36%
P/TBV	1.26%	1.26%	2.52%	3.14%	11.95%
P/BV	0.69%	0.69%	2.78%	9.72%	16.67%
P/dividends	0.67%	0.67%	0.67%	2.01%	9.40%
<b>เงินทุนและหลักทรัพย์</b>					
P/EPS	46.14%	50.35%	56.91%	70.02%	81.03%
P/EPSF1	3.03%	3.79%	6.06%	15.15%	30.30%
P/EPSF2	5.92%	7.24%	8.55%	13.16%	28.95%
P/S	4.83%	6.87%	10.69%	24.17%	46.56%
P/TBV	9.38%	10.72%	14.48%	24.40%	38.87%
P/BV	6.91%	7.73%	14.92%	29.28%	46.96%
P/dividends	2.20%	3.66%	6.59%	15.38%	37.00%

ตารางข้างต้น แสดงผลลัพธ์การคำนวณด้วยวิธีการคำนวณตามที่กล่าวในบทที่ 3 กล่าวคือคำนวณค่าความผิดพลาด (Valuation errors) จากการหาผลต่างระหว่างราคาอ้างอิง (Inferred price) กับราคาตลาด (Actual market price) ณ วันที่ 30 เมษายน ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ไม่เปิดทำการจะใช้ราคาตลาดของวันทำการก่อนหน้า หาดด้วยราคาตลาด (Actual market price)

ราคาอ้างอิง (Inferred price) คำนวณมาจากการเปรียบเทียบราคาอ้างอิงในอุตสาหกรรม โดยละเว้นตัวอย่างที่ศึกษา และคูณด้วยตัวขับเคลื่อนมูลค่า (Value driver) และค่าความผิดพลาดโดยใช้วิธีถ่วงเฉลี่ยฮาร์โมนิกของแต่ละบริษัทในแต่ละปี

ผลลัพธ์ที่ได้แสดงข้อมูลเปอร์เซ็นต์ของกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยแยกตามประเภทกลุ่มธุรกิจ ได้แก่ กลุ่มธนาคาร (Banks), กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต (Insurance) และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ (Finance & Securities) สามารถวิเคราะห์ได้ ดังนี้

1. กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% พบว่า ตัวเปรียบเทียบราคา P/EPS ให้ค่าความแม่นยำมากที่สุดเมื่อเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาอื่น

2. Trailing P/EPS ถือเป็นตัวเปรียบเทียบราคาที่ให้ค่าความแม่นยำได้ดีกว่า Forward P/EPS โดย Forward P/EPS จำนวนโดย I/B/E/S ซึ่งหลักการคำนวณนั้น ไม่ได้รวมถึงรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ หรือรายได้ที่มีจำนวนเยอะและเกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว

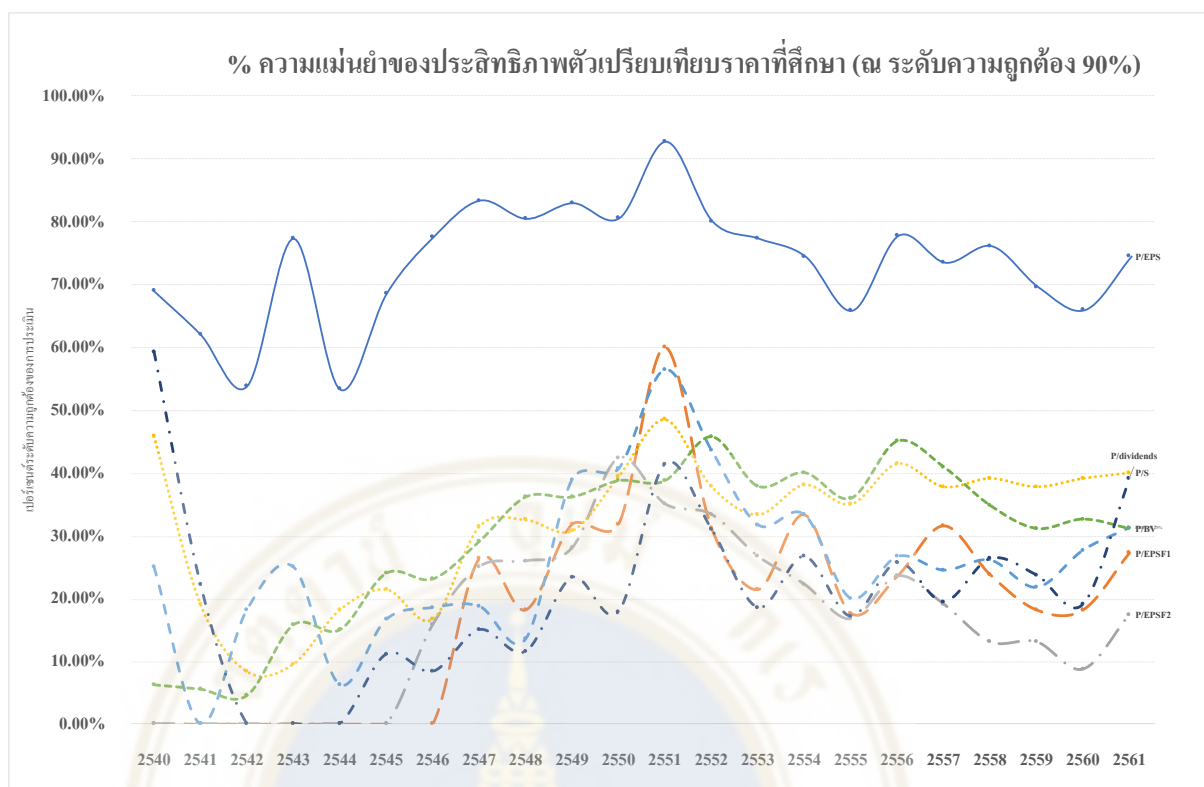
3. วิเคราะห์ตัวเปรียบเทียบราคาระหว่าง P/BV และ P/TBV เพื่อศึกษาว่า มูลค่าตามบัญชีเทียบกับมูลค่าตามบัญชีไม่รวมสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ให้ค่าที่แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งได้ข้อสรุปว่า

ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% ค่าความแม่นยำของตัวเปรียบเทียบ P/BV ให้ความแม่นยำมากกว่า P/TBV ในกลุ่มธุรกิจ แต่อย่างไรก็ตาม ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% พบว่า กลุ่มธนาคาร ตัวเปรียบเทียบ P/TBV ให้ค่าความแม่นยำมากกว่า P/BV

วิเคราะห์ความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ แบบรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540- พ.ศ. 2561 ณ ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% และ 75%

ตารางที่ 6 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ.2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 90%

The accuracy performance across time : Financial Industry (each yaer from 1997-2018)																						
Valuations within x% of price:	90%																					
	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561
P/EPS	68.97%	62.07%	53.85%	77.27%	53.33%	68.57%	77.50%	83.33%	80.43%	82.93%	80.56%	92.68%	80.00%	77.27%	74.42%	65.85%	77.78%	73.47%	76.09%	69.57%	65.96%	74.47%
P/EPSE1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.32%	18.18%	31.82%	31.82%	60.00%	31.25%	21.43%	33.33%	17.65%	23.53%	31.58%	23.81%	18.18%	18.18%	27.27%
P/EPSE2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.79%	25.00%	25.93%	28.00%	42.31%	35.00%	33.33%	26.67%	22.22%	16.67%	23.53%	19.05%	13.04%	13.04%	8.70%	17.39%
P/S	45.83%	19.05%	8.33%	9.52%	18.18%	21.43%	16.67%	31.43%	32.50%	30.77%	39.39%	48.48%	37.84%	33.33%	38.10%	35.00%	41.46%	37.78%	39.13%	37.78%	39.13%	40.00%
P/TBV	25.00%	0.00%	18.18%	25.00%	6.25%	16.67%	18.52%	18.75%	13.51%	38.89%	40.63%	56.41%	43.59%	31.71%	33.33%	20.00%	26.67%	24.49%	26.09%	21.74%	27.66%	31.25%
P/BV	6.25%	5.56%	4.55%	15.79%	15.00%	24.00%	23.08%	29.03%	36.11%	36.11%	38.71%	38.71%	45.71%	37.84%	40.00%	35.90%	45.00%	40.91%	34.78%	31.11%	32.61%	31.11%
P/dividends	59.26%	22.22%	0.00%	0.00%	0.00%	11.11%	8.33%	15.00%	11.54%	23.33%	17.86%	41.38%	31.03%	18.52%	26.67%	17.14%	25.71%	19.44%	26.32%	23.68%	19.05%	39.02%



ภาพที่ 3 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 90%

แผนภูมิกราฟแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 90%

ค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ที่คำนวณได้แปลงเป็นค่าสัมบูรณ์ที่เกิดจากการนำส่วนต่างของราคาอ้างอิงหักออกด้วยราคาปิดของหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนของปีถัดไปของแต่ละหุ้นแล้วหารด้วยราคาปิดของหุ้น ซึ่งค่าราคาอ้างอิงนั้นได้ประมาณการมาจากการเปรียบเทียบราคาที่เหมาะสมของกลุ่มธุรกิจการเงิน (Peer group multiples) ที่ละเว้นตัวอย่างศึกษาที่เราสนใจ (Out of sample) ถัวเฉลี่ยด้วยค่าเฉลี่ยแบบ (Harmonic mean average) คำนวณแต่ละตัวเปรียบเทียบอ้างอิงคูณด้วยตัวขับเคลื่อนมูลค่า (Value driver) โดยที่แกน Y แสดงเปอร์เซ็นต์ความแม่นยำในการประเมิน และแกน X แสดงปี พ.ศ. ของการประเมิน

ผลการศึกษาของการวิเคราะห์ความแม่นยำในการประเมินมูลค่าด้วยวิธีสัมพัทธ์ แบบรายปี ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% พบว่า การประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคนั้น ตัวเปรียบเทียบราคาต่อกำไร หรือที่เรียกว่า P/EPS ให้ความแม่นยำสูงที่สุด หรือให้ค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ในระดับที่ต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาในลักษณะอื่น อาทิ P/EPS (FY1), P/EPS (FY2), P/S, P/TBV, P/BV และ P/dividends ตั้งแต่ปี



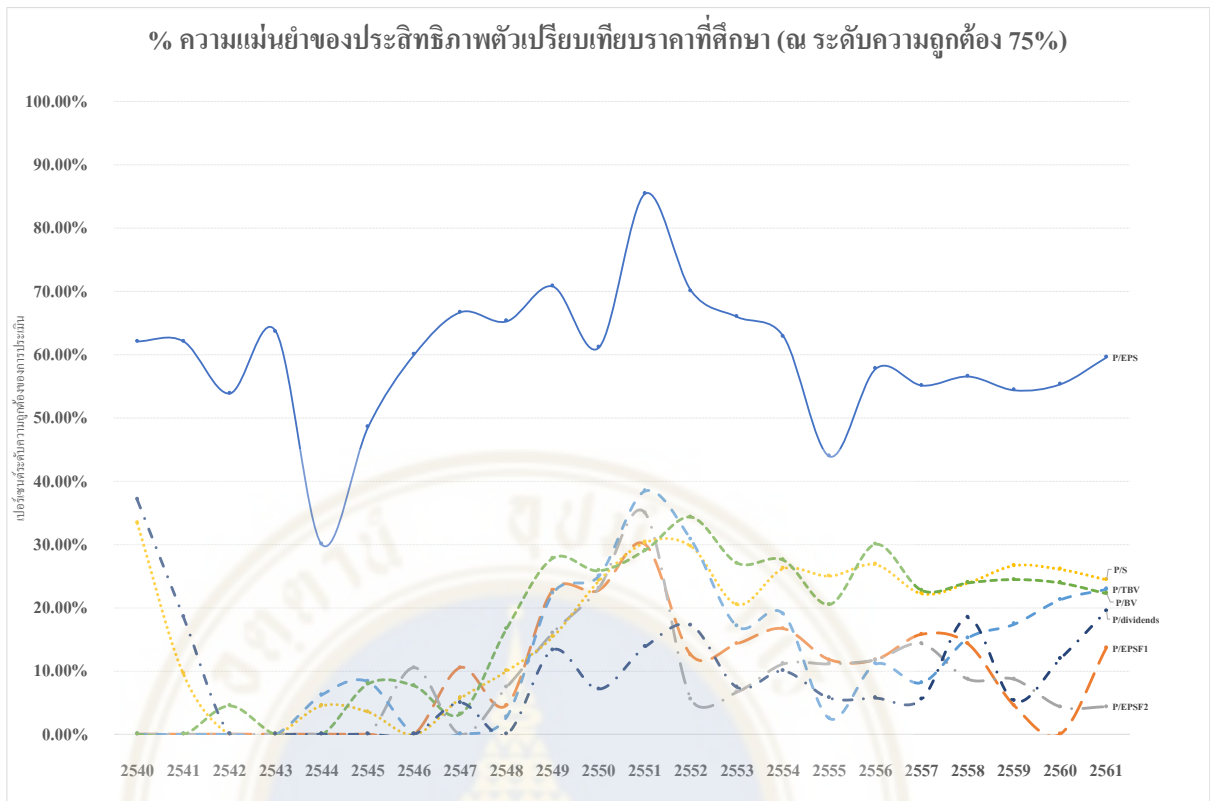
พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ซึ่งหมายความว่าการใช้ P/EPS นั้นเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ให้ความแม่นยำมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับการใช้ตัวเปรียบเทียบราคา (Price multiple) แบบอื่น ส่วนตัวเปรียบเทียบราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และตัวเปรียบเทียบราคาต่อยอดขาย (P/S) ให้ความแม่นยำในการประเมิน เป็นลำดับถัดมา

จากกราฟสามารถวิเคราะห์ได้ว่า ตัวเปรียบเทียบราคาที่ค่อนข้างมีความผันผวนคือ ตัวเปรียบเทียบราคาต่อการคาดการณ์กำไร ในอีก 1 ปีข้างหน้า (P/EPS (FY1)) เส้นที่แสดงตัวเปรียบเทียบราคา P/EPS ในช่วงปี 2544 พบว่ามีความผันผวนในการประเมินที่ให้ค่าความแม่นยำที่ลดลง เนื่องจากวิกฤตการณ์ทางการเงินต้มยำกุ้ง (Tom Yam Kung crisis) ในปี พ.ศ. 2544 ต่อมาได้มีการเริ่มใช้ Basel II ที่จะส่งผลกระทบต่อการใช้ในปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2551 ที่มุ่งเน้นความสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ การคำนวณเงินทุนขั้นต่ำ (Minimum capital requirement) การตรวจสอบและกระบวนการของการบริหารความเสี่ยง (Supervisory requirement) และการเปิดเผยเกี่ยวกับข้อมูลรวมทั้งวิธีการวัดความเสี่ยง (Market discipline) ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นได้ออกกฎเกณฑ์บังคับใช้ Basel II กับธนาคารที่อยู่ในประเทศไทย เพื่อให้มีความสอดคล้องกับหลักสากล สังเกตได้ว่าจากกราฟที่แสดงความแม่นยำในการประเมินที่สูงขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2551 และในปี พ.ศ. 2551 ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเศสหรัฐอเมริกา (US crisis / Subprime mortgage crisis) ที่เกิดจากการปล่อยสินเชื่อที่ด้อยคุณภาพ ซึ่งประเทศไทยเรียกว่า วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ส่งผลให้ธนาคารทั่วโลกตื่นตัว และมีการกันเงินสำรองเพิ่มขึ้นส่งผลให้การประเมินมีความแม่นยำลดลงในปี พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2555

จากกราฟแสดงการเปรียบเทียบความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินของตัวเปรียบเทียบราคาในช่วงปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 พบว่า ตัวเปรียบเทียบราคาอยู่ในระดับความแม่นยำที่ 10% - 40% เป็นส่วนใหญ่

ตารางที่ 7 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ.2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 75%

The accuracy performance across time : Financial Industry (each year from 1997-2018)																						
Valuations within x% of price:	75%																					
	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561
P/EPS	62.07%	62.07%	53.85%	63.64%	30.00%	48.57%	60.00%	66.67%	65.22%	70.73%	61.11%	85.37%	70.00%	65.91%	62.79%	43.90%	57.78%	55.10%	56.52%	54.35%	55.32%	59.57%
P/EPSF1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.53%	4.55%	22.73%	22.73%	30.00%	12.50%	14.29%	16.67%	11.76%	11.76%	15.79%	14.29%	4.55%	0.00%	13.64%
P/EPSF2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.53%	0.00%	7.41%	16.00%	23.08%	35.00%	5.56%	6.67%	11.11%	11.11%	11.76%	14.29%	8.70%	8.70%	4.35%	4.35%
P/S	33.33%	9.52%	0.00%	0.00%	4.55%	3.57%	0.00%	5.71%	10.00%	15.38%	24.24%	30.30%	29.73%	20.51%	26.19%	25.00%	26.83%	22.22%	23.91%	26.67%	26.09%	24.44%
P/TBV	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.25%	8.33%	0.00%	0.00%	2.70%	22.22%	25.00%	38.46%	30.77%	17.07%	19.05%	2.50%	11.11%	8.16%	15.22%	17.39%	21.28%	22.92%
P/BV	0.00%	0.00%	4.55%	0.00%	0.00%	8.00%	7.69%	3.23%	16.67%	27.78%	25.81%	29.03%	34.29%	27.03%	27.50%	20.51%	30.00%	22.73%	23.91%	24.44%	23.91%	22.22%
P/dividends	37.04%	18.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	0.00%	13.33%	7.14%	13.79%	17.24%	7.41%	10.00%	5.71%	5.71%	5.56%	18.42%	5.26%	11.90%	19.51%



ภาพที่ 4 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ.2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 75%

แผนภูมิกราฟแสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของกลุ่มธุรกิจการเงิน แบบรายปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ณ ระดับความแม่นยำที่ 75%

ค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ที่คำนวณได้แปลงเป็นค่าสัมบูรณ์ที่เกิดจากการนำส่วนต่างของราคาอ้างอิงหักออกด้วยราคาปิดของหุ้น ณ สิ้นเดือนเมษายนของปีถัดไปของแต่ละหุ้นแล้วหารด้วยราคาปิดของหุ้น ซึ่งค่าราคาอ้างอิงนั้นได้ประมาณการมาจากการเปรียบเทียบราคาที่เหมาะสมของกลุ่มธุรกิจการเงิน (Peer group multiples) ที่ละเว้นตัวอย่างศึกษาที่เราสนใจ (Out of sample) ถัวเฉลี่ยด้วยค่าเฉลี่ยแบบ (Harmonic mean average) คำนวณแต่ละตัวเปรียบเทียบอ้างอิงคูณด้วยตัวขับเคลื่อนมูลค่า (Value driver) โดยที่แกน Y แสดงเปอร์เซ็นต์ความแม่นยำในการประเมินและแกน X แสดงปี พ.ศ. ของการประเมิน

ผลการศึกษาของการวิเคราะห์ความแม่นยำในการประเมินมูลค่าด้วยวิธีสัมพัทธ์ แบบรายปี ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% พบว่า การประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคนั้น ตัวเปรียบเทียบเปรียบราคาต่อกำไร หรือที่เรียกว่า P/EPS ให้ความแม่นยำสูงที่สุดหรือให้ค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ในระดับที่ต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาในลักษณะอื่น

อาทิ P/EPS (FY1), P/EPS (FY2), P/S, P/TBV, P/BV และ P/dividends ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

สรุปได้ว่าทุก ๆ ระดับความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินที่ 5% 25% 50% 75% และ 90% พบว่า ตัวเปรียบเทียบราคาที่เหมาะสมมีความแม่นยำมากที่สุดคือ P/EPS เมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาในลักษณะอื่น ๆ ตั้งแต่ช่วง พ.ศ.2540 - พ.ศ. 2561

ตารางที่ 8 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาต่อกำไร P/EPS

Multiples accuracy performance: Financial Industry 2540-2561						Obs.
Valuations within x% of price:						
5%	25%	50%	75%	90%		
PEPS						
2540	31.03%	37.93%	44.83%	48.28%	48.28%	29
2541	37.93%	37.93%	48.28%	55.17%	55.17%	29
2542	46.15%	46.15%	53.85%	53.85%	57.69%	26
2543	22.73%	36.36%	45.45%	54.55%	59.09%	22
2544	46.67%	70.00%	80.00%	86.67%	90.00%	30
2545	31.43%	51.43%	62.86%	71.43%	82.86%	35
2546	22.50%	40.00%	57.50%	65.00%	72.50%	40
2547	16.67%	33.33%	59.52%	66.67%	76.19%	42
2548	19.57%	34.78%	58.70%	67.39%	78.26%	46
2549	17.07%	29.27%	53.66%	58.54%	65.85%	41
2550	19.44%	38.89%	47.22%	55.56%	61.11%	36
2551	7.32%	14.63%	26.83%	43.90%	43.90%	41
2552	20.00%	30.00%	50.00%	62.50%	65.00%	40
2553	22.73%	34.09%	59.09%	63.64%	65.91%	44
2554	25.58%	37.21%	51.16%	53.49%	58.14%	43
2555	34.15%	56.10%	65.85%	70.73%	73.17%	41
2556	22.22%	42.22%	51.11%	60.00%	60.00%	45
2557	26.53%	44.90%	59.18%	61.22%	65.31%	49
2558	23.91%	43.48%	56.52%	58.70%	60.87%	46
2559	30.43%	45.65%	54.35%	63.04%	63.04%	46
2560	34.04%	44.68%	57.45%	59.57%	61.70%	47
2561	25.53%	40.43%	57.45%	63.83%	65.96%	47
				SUM		865

จากตารางข้างต้นแสดงให้เห็นถึงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ในระดับต่าง ๆ จากตัวเปรียบเทียบราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/EPS) ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 พบว่า ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% การประเมินมูลค่าหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินนั้น P/EPS มีความ

เหมาะสมที่สุดในการใช้เป็นมาตรวัดความถูกต้องของการประเมินมูลค่า หรือเป็นมาตรวัดค่าความผิดพลาด (Valuation error) ที่เบี่ยงเบนออกจากราคาที่ควรจะเป็น เมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาประเภทอื่น ๆ และหากพิจารณา ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% ในช่วง พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2561 หรือประมาณ 5 ปีที่ผ่านมา ค่าความแม่นยำที่เกิดขึ้นก็มีความแม่นยำที่สูง เพราะเกิดค่าความผิดพลาด (Valuation error) ในระดับที่ต่ำ

ตารางที่ 9 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาต่อมูลค่าตามบัญชี P/BV

Multiples accuracy performance: Financial Industry						2540-2561
Valuations within x% of price:						
	10%	25%	50%	75%	90%	Obs.
BV						
2540	93.75%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	16
2541	94.44%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	18
2542	95.45%	95.45%	100.00%	100.00%	100.00%	22
2543	84.21%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	19
2544	85.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	20
2545	76.00%	92.00%	100.00%	100.00%	100.00%	25
2546	76.92%	92.31%	100.00%	100.00%	100.00%	26
2547	70.97%	96.77%	100.00%	100.00%	100.00%	31
2548	63.89%	83.33%	91.67%	94.44%	97.22%	36
2549	63.89%	72.22%	86.11%	91.67%	91.67%	36
2550	61.29%	74.19%	83.87%	87.10%	90.32%	31
2551	61.29%	70.97%	83.87%	83.87%	83.87%	31
2552	54.29%	65.71%	77.14%	91.43%	94.29%	35
2553	62.16%	72.97%	86.49%	91.89%	91.89%	37
2554	60.00%	72.50%	85.00%	95.00%	95.00%	40
2555	64.10%	79.49%	87.18%	97.44%	97.44%	39
2556	55.00%	70.00%	90.00%	95.00%	95.00%	40
2557	59.09%	77.27%	93.18%	95.45%	95.45%	44
2558	65.22%	76.09%	91.30%	97.83%	97.83%	46
2559	68.89%	75.56%	88.89%	97.78%	97.78%	45
2560	67.39%	76.09%	91.30%	97.83%	97.83%	46
2561	68.89%	77.78%	93.33%	97.78%	97.78%	45
				SUM		728

จากตารางข้างต้นแสดงให้เห็นถึงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ในระดับต่าง ๆ จากตัวเปรียบเทียบราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 พบว่า ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% การประเมินมูลค่าหุ้นธุรกิจการเงินนั้น P/BV มีความเหมาะสมลำดับที่สองรองจาก P/EPS ในการใช้เป็นมาตรวัดความถูกต้องของการประเมินมูลค่า หรือวัดความผิดพลาด (Valuation error) ปกติที่เบี่ยงเบนออกจากราคาที่ควรจะเป็น

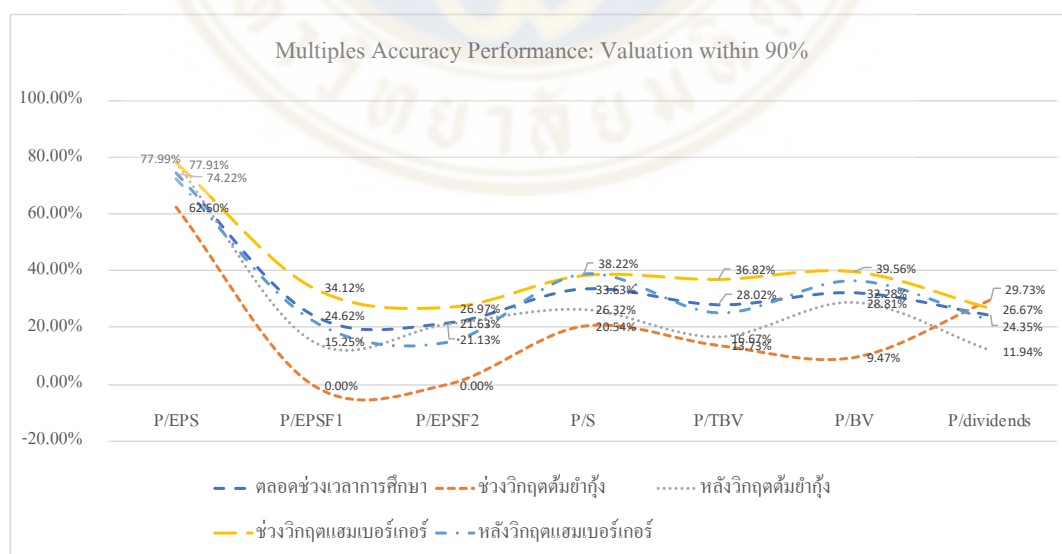
ตารางที่ 10 แสดงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบสัมพัทธ์ของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาต่อรายได้ P/S

Multiples accuracy performance: Financial Industry						2540-2561
Valuations within x% of price:						
	10%	25%	50%	75%	90%	Obs.
S						
2540	54.17%	66.67%	79.17%	91.67%	95.83%	24
2541	80.95%	90.48%	95.24%	95.24%	95.24%	21
2542	91.67%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	24
2543	90.48%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	21
2544	81.82%	95.45%	95.45%	95.45%	95.45%	22
2545	78.57%	96.43%	100.00%	100.00%	100.00%	28
2546	83.33%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	30
2547	68.57%	94.29%	100.00%	100.00%	100.00%	35
2548	67.50%	90.00%	97.50%	97.50%	100.00%	40
2549	69.23%	84.62%	92.31%	94.87%	97.44%	39
2550	60.61%	75.76%	87.88%	93.94%	96.97%	33
2551	51.52%	69.70%	90.91%	93.94%	93.94%	33
2552	62.16%	70.27%	86.49%	91.89%	97.30%	37
2553	66.67%	79.49%	92.31%	94.87%	97.44%	39
2554	61.90%	73.81%	90.48%	95.24%	97.62%	42
2555	65.00%	75.00%	92.50%	97.50%	97.50%	40
2556	58.54%	73.17%	92.68%	97.56%	97.56%	41
2557	62.22%	77.78%	95.56%	97.78%	97.78%	45
2558	60.87%	76.09%	91.30%	93.48%	95.65%	46
2559	62.22%	73.33%	93.33%	97.78%	97.78%	45
2560	60.87%	73.91%	91.30%	93.48%	95.65%	46
2561	60.00%	75.56%	88.89%	91.11%	91.11%	45
				SUM		776

จากตารางข้างต้นแสดงให้เห็นถึง ๓ ระดับความแม่นยำต่าง ๆ จากตัวเปรียบเทียบราคาต่อกำไรต่อยอดขาย (P/S) ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 พบว่าที่ระดับความแม่นยำที่ 90% การประเมินมูลค่าหุ้นในธุรกิจการเงินนั้น P/S มีความเหมาะสมลำดับที่สามถัดจาก P/BV ในการใช้เป็นมาตรวัดความถูกต้องของการประเมินมูลค่าหรือวัดความผิดพลาด (Valuation error) ปกติที่เบี่ยงเบนออกจากราคาที่เหมาะสม

ตารางที่ 11 แสดงการประเมินมูลค่าของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาตั้งแต่ พ.ศ. 2540 - 2561 รวมถึงช่วงวิกฤติและหลังวิกฤติต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์ ณ ระดับความแม่นยำที่ 90%

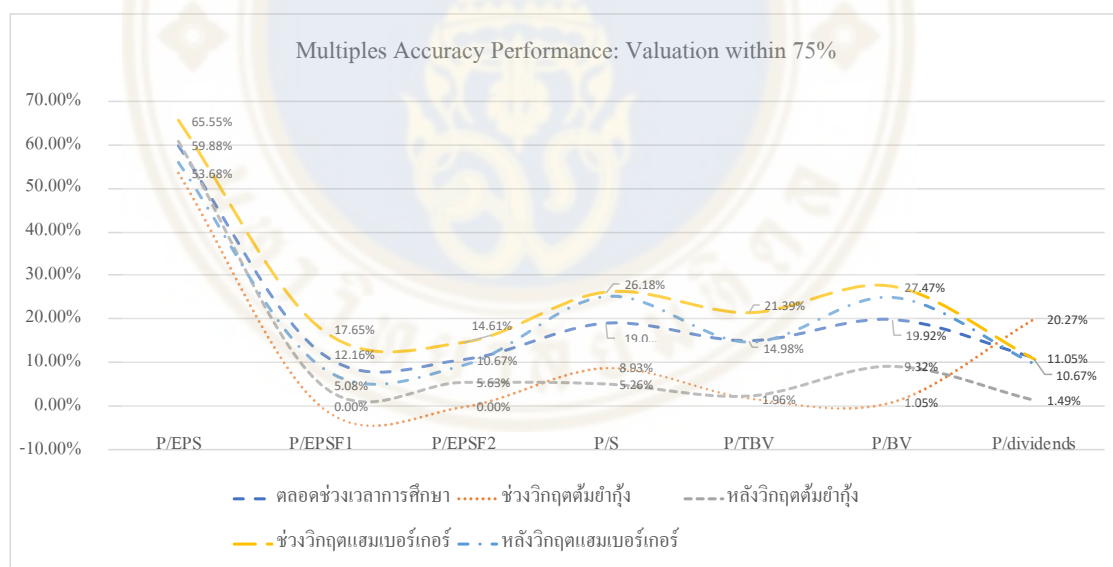
	ตลอดช่วงเวลาการศึกษา	ช่วงวิกฤติต้มยำกุ้ง	หลังวิกฤติต้มยำกุ้ง	ช่วงวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์	หลังวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์
P/EPS	74.22%	62.50%	77.91%	77.99%	72.53%
P/EPSF1	24.62%	0.00%	15.25%	34.12%	22.77%
P/EPSF2	21.63%	0.00%	21.13%	26.97%	14.95%
P/S	33.63%	20.54%	26.32%	38.22%	39.01%
P/TBV	28.02%	13.73%	16.67%	36.82%	25.32%
P/BV	32.28%	9.47%	28.81%	39.56%	36.65%
P/dividends	24.35%	29.73%	11.94%	26.67%	22.75%



ภาพที่ 5 แสดงกราฟการประเมินมูลค่าของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาตั้งแต่ พ.ศ. 2540-2561 รวมถึงช่วงวิกฤติและหลังวิกฤติต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์ ณ ระดับความแม่นยำที่ 90%

ตารางที่ 12 แสดงการประเมินมูลค่าของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาตั้งแต่ พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2561 รวมถึงช่วงวิกฤตและหลังวิกฤตต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์ ณ ระดับความแม่นยำที่ 75%

	ตลอดช่วงเวลาการศึกษา	ช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง	หลังวิกฤตต้มยำกุ้ง	ช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์	หลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์
P/EPS	59.88%	53.68%	60.74%	65.55%	55.79%
P/EPF1	12.16%	0.00%	5.08%	17.65%	8.91%
P/EPF2	10.67%	0.00%	5.63%	14.61%	9.35%
P/S	19.07%	8.93%	5.26%	26.18%	25.11%
P/TBV	14.98%	1.96%	2.50%	21.39%	14.59%
P/BV	19.92%	1.05%	9.32%	27.47%	24.89%
P/dividends	11.05%	20.27%	1.49%	10.67%	9.52%



ภาพที่ 6 แสดงกราฟการประเมินมูลค่าของกลุ่มธุรกิจการเงินด้วยตัวเปรียบเทียบราคาตั้งแต่ พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2561 รวมถึงช่วงวิกฤตและหลังวิกฤตต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์ ณ ระดับความแม่นยำที่ 75%

การประเมินหามูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่ม financial industry ของช่วงเวลาการศึกษา ระหว่างปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ผู้วิจัยได้เลือกกลุ่มตัวอย่างในช่วงเวลาดังกล่าวเพราะหากนับ



ย้อนกลับไปจากปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 ทั้งหมด 22 ปี ในช่วงเวลาดังกล่าวมีการเกิดขึ้นของวิกฤตเศรษฐกิจโลกครั้งใหญ่ที่สำคัญถึงสองครั้ง คือ วิกฤตต้มยำกุ้งที่เกิดขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2540 ซึ่งประเทศไทยเราเป็นศูนย์กลางของวิกฤตครั้งนี้ โดยปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดอันเนื่องมาจากกระแสเงินทุนไหลเข้าออกอย่างเสรี รวมไปถึงการที่นโยบายการเงินที่อิสระมากเกินไป หรือแม้กระทั่งการใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ทั้งหมดนี้ล้วนเป็นปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ต้มยำกุ้งขึ้น และอีกหนึ่งวิกฤตเศรษฐกิจโลกที่ส่งผลกระทบต่อหลายประเทศไม่แพ้กันคือ วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ที่เกิดขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2551 ปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์นี้คือการจัดอันดับของเครดิตของตราสารทางการเงินที่ไม่สะท้อนความเป็นจริง มีการให้เครดิตกับตราสารทางการเงินในระดับ AAA กับตราสารที่ไม่ได้มีพื้นฐานที่ดีจริง ทำให้ผู้ถือตราสารนี้ทั้งบุคคลธรรมดาและสถาบันการเงินถูกผัดน้ำชำระหนี้ จึงเกิดเป็นวิกฤตครั้งใหญ่ แม้วิกฤตการณ์ครั้งนี้จะเกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่ก็ส่งผลกระทบต่อประเทศไทยเนื่องจากเป็นประเทศที่เป็นคู่ค้าที่สำคัญของประเทศไทย

จากการทำการศึกษา พบว่า หากดูภาพรวมของช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมด ตัวเปรียบเทียบราคา (Price multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำที่สุด คือ P/EPS กล่าวคือ P/EPS มีความผิดพลาดที่ต่ำที่สุดที่ 25.78% นั้นหมายถึงสามารถประเมินมูลค่าได้อย่างแม่นยำที่ 74.22% ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% เมื่อเปรียบเทียบกับ P/S ที่มีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ที่ระดับ 66.37% เท่ากับว่าสามารถประเมินมูลค่าได้อย่างแม่นยำที่ 33.63% และ P/BV ที่มีค่าความผิดพลาดที่ระดับ 67.72% ทำให้มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่ 32.28% และถึงแม้จะเปลี่ยนมาวัดผลการประเมินที่ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS ก็ยังคงเป็นตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำที่สุดที่มีค่าของความผิดพลาด (Valuation Error) ที่ 40.12% แสดงให้เห็นว่ามีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่ระดับ 59.88% ซึ่งค่าความผิดพลาดต่ำที่สุดและค่าความถูกต้องสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ตัวอื่น ๆ ข้อมูลส่วนใหญ่ตกอยู่ในช่วงที่ระดับความแม่นยำที่ 75% จนถึง 90% ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าช่วงระดับความแม่นยำที่ 75% ถึง 90% เป็นช่วงที่มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่า ของตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple)

เปรียบเทียบผลการประเมินมูลค่าช่วงที่เกิดและหลังเกิดวิกฤตต้มยำกุ้งในช่วงที่เกิดวิกฤตต้มยำกุ้ง ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ทุกตัวมีค่าความความผิดพลาด (Valuation Error) สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะ P/EPS (FY1) และ P/EPS (FY2) ที่ทุกระดับความแม่นยำสูงขึ้นถึง 100% หมายความว่า ที่ระดับความแม่นยำตั้งแต่ 90% ลงไปจนถึง 5% ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) P/EPS (FY1) และ P/EPS (FY2) ไม่มีเปอร์เซ็นต์ความแม่นยำในการประเมินมูลค่าเลย เพราะมีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) เท่ากับ 100% ข้อมูลส่วนใหญ่ตกอยู่ในช่วงที่ระดับ

ความแม่นยำที่มากกว่า 90% แต่สำหรับ P/EPS ถึงแม้จะสูงขึ้นกว่าเดิมเปรียบเทียบกับตลอด 22 ปี แต่ก็ยังมีค่าความผิดพลาดในการประเมินมูลค่า (Valuation Error) ที่ต่ำที่สุดคือ 37.50% นั้นหมายถึงสามารถประเมินมูลค่าได้อย่างแม่นยำที่ 62.50% ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% เมื่อเปรียบเทียบกับ P/Dividends และ P/S ที่มีค่าความผิดพลาดในการประเมินมูลค่า (Valuation Error) เท่ากับ 70.27% และ 79.46% หมายถึงว่ามีความสามารถในการประเมินมูลค่าได้แม่นยำในระดับ 29.73% และ 20.54% ตามลำดับ ณ จุดระดับความแม่นยำเดียวกันที่ 90% เพราะฉะนั้นจึงพอสรุปได้ว่าในช่วงที่มีวิกฤตต้มยำกุ้งข้อมูลโดยส่วนใหญ่จะตกอยู่ในช่วงที่ระดับความแม่นยำที่ 90% นั้นมันหมายถึงเป็นช่วงที่มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าของตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ซึ่งตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินได้แม่นยำคือ P/EPS และ P/Dividends และ P/S ที่มีค่าความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่ 62.50% และ 29.73% และ 20.54% ตามลำดับ

ในช่วงหลังวิกฤตต้มยำกุ้งก็ยังคงเป็น P/EPS ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำที่สุดที่ระดับความแม่นยำที่ 90% โดยมีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ที่ลดลงเหลือ 22.01% เมื่อเทียบกับช่วงวิกฤตต้มยำกุ้งที่มีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) เท่ากับ 37.50% แสดงให้เห็นว่าช่วงหลังวิกฤต P/EPS มีความสามารถในการประเมินมูลค่าได้แม่นยำขึ้นเป็น 77.91% เทียบกับช่วงวิกฤตที่มีความแม่นยำที่ 62.50% และอีกหนึ่งตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำเป็นลำดับถัดมาคือ P/BV และ P/S ที่มีค่าความแม่นยำในการประเมินที่ระดับ 28.81% และ 26.32% ตามลำดับ ณ ระดับความแม่นยำที่เท่ากันที่ 90% ถึงแม้จะเปลี่ยนมาวัดผลการประเมินที่ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS ก็ยังคงเป็น ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำที่สุดที่มีค่าของความผิดพลาด (Valuation Error) ที่ 39.26% แสดงให้เห็นว่ามีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่ระดับ 60.74% ซึ่งค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ต่ำที่สุดและค่าความถูกต้องสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับ ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ตัวอื่น ๆ ที่มีความแม่นยำในการประเมินที่แตกต่างกันชัดเจนที่มีความแม่นยำที่ 9.32% คือ P/BV และ 5.63% คือ P/EPS (FY2) จะเห็นได้ว่าถึงแม้จะเปลี่ยนมาวัดผลการประเมินที่ระดับความแม่นยำที่ 75% ช่วงระหว่างวิกฤตและหลังวิกฤตตัวเปรียบเทียบราคา(Price Multiple)ที่ยังคงมีความแม่นยำในการประเมินมากที่สุดก็คือ P/EPS และ P/BV ตามลำดับ แต่ P/S มีความแม่นยำกว่า P/EPS (FY2) ในการประเมินมูลค่าช่วง ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% เท่านั้น เพราะถ้าเปลี่ยนมาวัดผลการประเมินที่ระดับความแม่นยำที่ 75%, 50%, 25% และ 5% ตัวเปรียบเทียบราคาที่จะประเมินมูลค่าได้แม่นยำกว่า P/S จะเป็น P/EPS (FY2) แทน แต่ที่ระดับความแม่นยำที่ 5% ทั้ง P/S และ P/EPS (FY2) ไม่มีค่าความแม่นยำในการประเมินความแม่นยำเท่ากันคือมีค่า 0.00% ข้อมูลส่วนใหญ่ตกอยู่ในช่วงที่ระดับความแม่นยำที่ 90% จนถึง 75% ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าช่วงระดับความแม่นยำที่ 90% ถึง 75% เป็นช่วงที่มีความแม่นยำใน

การประเมินมูลค่า ของตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) จากการเปรียบเทียบผลการประเมินมูลค่าช่วงที่เกิดวิกฤตและหลังเกิดวิกฤตต้มยำกุ้งจึงพอสรุปได้ว่า ที่ระดับความแม่นยำที่ 90% เป็นช่วงที่มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าของตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) เพราะข้อมูลส่วนใหญ่ตกอยู่ในช่วงนี้ และตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินได้แม่นยำที่สุดคือ P/EPS

เปรียบเทียบผลการประเมินมูลค่าช่วงเกิดและหลังเกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในช่วงเกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำคือ P/EPS และ P/BV และ P/S ตามลำดับ เนื่องจากมีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ที่ต่ำที่สุดคือ 22.01% และ 60.44% และ 61.78% นั้นแสดงให้เห็นว่า ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ทั้ง 3 มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าในระดับ 77.99% และ 39.56% และ 38.22% ตามลำดับ ณ ที่ระดับความแม่นยำที่ 90%

ในช่วงหลังเกิดวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำก็ยังเป็น P/EPS ที่มีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ต่ำที่สุดเท่ากับ 27.47% เมื่อเปรียบเทียบกับ P/S และ P/BV ที่มีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ต่ำที่สุดเป็นลำดับถัดมาเท่ากับ 60.99% และ 63.35% ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า P/EPS และ P/S และ P/BV มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่ระดับ 72.53% และ 39.01% และ 36.65% ณ ที่ระดับความแม่นยำเท่ากับ 90% และถึงแม้จะเปลี่ยนมาวัดผลการประเมินที่ระดับความแม่นยำที่ 75% ช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำก็ยังคงเป็น P/EPS และ P/BV และ P/S โดยมีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าในระดับ 65.55% และ 27.47% และ 26.18% ตามลำดับ และในส่วนช่วงหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำคือ P/EPS และ P/S และ P/BV โดยมีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าในระดับ 55.79% และ 25.11% และ 24.89% ตามลำดับ ข้อมูลส่วนใหญ่ตกอยู่ในช่วงที่ระดับความแม่นยำที่ 90% จนถึง 75% ดังนั้นจึงพออนุมานได้ว่าช่วงระดับความแม่นยำที่ 90% ถึง 75% เป็นช่วงที่มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าของตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple)

จากข้อมูลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า ข้อมูลโดยส่วนใหญ่จะตกอยู่ในช่วงระดับความแม่นยำที่ 90% ถึง 75% เป็นช่วงที่มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่า ของตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) แต่ถ้าอยู่ในช่วงที่เกิดวิกฤตข้อมูลส่วนใหญ่จะตกอยู่ในช่วงที่ระดับความแม่นยำที่ 90% และในส่วนของตัวเปรียบเทียบราคาไม่ว่าผู้ศึกษาจะสนใจทั้งช่วงเวลาการศึกษาหรือเลือกสนใจเฉพาะช่วงเวลาที่เกิดและหลังเกิดวิกฤตการณ์ ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ประเมินมูลค่าได้แม่นยำที่สุดคือ P/EPS โดยจะมีค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ที่ต่ำที่สุดและมีค่าความถูกต้องที่สูงที่สุดเสมอ แต่ถ้าเปรียบเทียบ 3 ตัวแปร ถ้าอยู่ในช่วงปกติที่ไม่มีการเกิดวิกฤตการณ์

นอกจาก P/EPS แล้ว ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) อีกตัวที่มักจะทำให้ค่าความผิดพลาดต่ำเป็นลำดับถัดมาก็คือ P/S และ P/BV แต่ถ้าอยู่ในช่วงวิกฤตการณ์ นอกจาก P/EPS แล้วตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ที่ให้ค่าความผิดพลาด (Valuation Error) ต่ำเป็นลำดับถัดมา จะเปลี่ยนแปลงไปตามข้อมูลในช่วงเวลานั้น ๆ

### **ตัวเปรียบเทียบราคาสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการลงทุนได้หรือไม่ ?**

การวิเคราะห์ส่วนนี้ ผู้วิจัยได้นำค่าความผิดพลาดที่คำนวณได้ทั้งค่าบวกและค่าลบมาหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนภายหลังระยะเวลา โดยอ้างอิงจากสมมติฐานที่ว่าประสิทธิภาพของตลาดจะสะท้อนอยู่ในมูลค่าหุ้น

การวิเคราะห์ดังต่อไปนี้ใช้ข้อมูลเดียวกับการวิเคราะห์ข้างต้น โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทนภายหลังระยะเวลา

P/E (FY1) และ P/E (FY2) ควรหลีกเลี่ยงที่จะนำมาใช้เป็นเครื่องมือตัดสินใจในการลงทุนด้วยวิธีวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกับผลตอบแทนของหุ้น เนื่องจากเป็นเครื่องมือที่คำนวณมาจากการประมาณการ

ตารางที่ 13 แสดงการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทนภายหลัง  
ระยะเวลาของตัวเปรียบเทียบราคา แบบ Single Multiples

Correlation analysis: single multiples.

Panel A. Positive tail (undervalued)

Year	P/EPS	P/EPS (FY1)	P/EPS (FY2)	P/S	P/DIV	P/BV	P/TBV
1997	(0.24)	(0.13)	(0.13)	(0.33)	(0.24)	(0.13)	0.00
1998	(0.31)	(0.09)	N/A	0.59	0.59	N/A	(0.05)
1999	(0.16)	N/A	N/A	0.08	N/A	(0.06)	(0.13)
2000	(0.12)	N/A	N/A	(0.21)	N/A	(0.13)	0.36
2001	(0.10)	N/A	N/A	0.64	N/A	(0.09)	0.27
2002	0.20	(0.74)	N/A	0.10	(0.74)	(0.67)	0.08
2003	0.16	0.27	(0.69)	N/A	0.37	(0.03)	0.52
2004	(0.64)	(0.20)	(0.23)	0.00	0.11	0.04	(0.07)
2005	(0.16)	(0.00)	(0.15)	0.14	(0.13)	(0.02)	0.04
2006	(0.59)	(0.05)	(0.12)	(0.20)	0.24	(0.44)	(0.12)
2007	0.32	(0.18)	0.10	0.50	0.06	0.03	(0.05)
2008	(0.03)	0.18	0.26	0.13	(0.12)	0.11	0.23
2009	(0.11)	0.35	0.26	(0.31)	0.11	(0.29)	0.12
2010	N/A	(0.23)	(0.11)	(0.20)	(0.28)	0.17	0.35
2011	(0.17)	(0.12)	(0.07)	(0.10)	(0.04)	(0.13)	(0.31)
2012	(0.19)	(0.32)	(0.27)	0.50	0.40	0.08	(0.10)
2013	(0.21)	(0.08)	(0.25)	(0.21)	0.00	(0.14)	0.16
2014	0.16	0.18	(0.01)	(0.07)	0.05	(0.20)	0.01
2015	0.10	0.09	0.09	(0.06)	(0.20)	N/A	0.24
2016	(0.16)	0.27	(0.10)	(0.11)	(0.07)	(0.03)	(0.12)
2017	(0.11)	0.15	(0.08)	(0.09)	0.09	N/A	(0.03)
2018	(0.11)	(0.11)	0.06	0.05	(0.20)	(0.44)	(0.16)
# Obs.>0	5	7	5	10	10	5	12
# Obs.<0	16	12	12	11	9	14	10

ตารางที่ 13 แสดงการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทนภายหลัง  
ระยะเวลาของตัวเปรียบเทียบราคา แบบ Single Multiples (ต่อ)

Panel B. Negative tail (overvalued)

Year	P/EPS	P/EPS (FY1)	P/EPS (FY2)	P/S	P/DIV	P/BV	P/TBV
1997	0.03	(0.37)	(0.37)	(0.53)	(0.49)	(0.45)	(0.22)
1998	0.12	0.13	0.13	0.08	0.23	(0.08)	0.05
1999	0.20	(0.08)	(0.04)	0.26	(0.14)	0.25	0.11
2000	(0.03)	(0.06)	(0.14)	(0.52)	(0.37)	(0.33)	0.18
2001	(0.06)	0.04	0.11	0.05	(0.18)	(0.07)	0.04
2002	(0.34)	0.26	0.17	0.12	0.21	0.08	0.14
2003	0.18	0.14	0.21	0.36	0.15	0.25	0.30
2004	0.04	(0.06)	(0.05)	0.17	0.10	0.00	0.07
2005	0.03	(0.05)	0.07	0.17	(0.05)	(0.13)	0.05
2006	(0.02)	0.05	0.12	0.03	(0.13)	(0.07)	0.02
2007	0.30	0.26	0.33	0.45	0.15	0.25	0.01
2008	(0.16)	(0.03)	(0.01)	0.00	0.01	(0.05)	0.16
2009	(0.10)	0.05	(0.01)	0.11	0.13	0.05	0.01
2010	0.16	0.18	0.17	0.16	(0.03)	0.22	(0.02)
2011	(0.03)	(0.04)	(0.07)	0.08	(0.12)	(0.07)	(0.04)
2012	0.01	0.02	(0.02)	0.19	0.25	0.07	0.08
2013	(0.07)	0.06	(0.25)	(0.22)	(0.03)	(0.20)	(0.02)
2014	0.13	(0.17)	(0.03)	0.11	(0.11)	0.09	(0.29)
2015	0.11	0.11	0.03	(0.06)	(0.06)	0.13	0.03
2016	0.24	0.03	(0.06)	(0.04)	(0.02)	0.13	0.07
2017	(0.22)	0.16	0.05	(0.08)	(0.15)	(0.01)	0.12
2018	0.10	(0.15)	(0.19)	0.02	(0.10)	0.05	(0.39)
# Obs.>0	13	13	10	16	8	12	16
# Obs.<0	9	9	12	6	14	10	6

จากตารางข้างต้น แสดงผลลัพธ์ของการหาความสัมพันธ์ของแต่ละตัวเปรียบเทียบ  
ราคา ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2561 ผลของการศึกษาเป็น ดังนี้

1. สำหรับการหาความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีค่าความผิดพลาดเป็นบวก (Undervalued)  
พบว่า ตัวเปรียบเทียบ P/TBV และ P/dividend มีความสัมพันธ์กัน โดยตรง และตัวเปรียบเทียบ  
P/EPS, P/EPS (FY1), P/EPS (FY2), P/BV และ P/S มีความสัมพันธ์ในเชิงตรงกันข้าม

2. สำหรับการหาความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีค่าความผิดพลาดเป็นลบ (Overvalued) พบว่า ตัวเปรียบเทียบ P/EPS, P/EPS (FY1), P/S, P/BV และ P/dividend มีความสัมพันธ์การโดยตรง และตัวเปรียบเทียบ P/EPS (FY2) และ P/TBV มีความสัมพันธ์ในเชิงตรงกันข้าม

3. P/dividends ควรหลีกเลี่ยงใช้เป็นเครื่องมือช่วยในการลงทุน เนื่องจากเป็นตัวเปรียบเทียบราคาที่ไม่สามารถสะท้อนราคาในอนาคตได้ และ Forward P/E ควรหลีกเลี่ยงเช่นกัน โดยถึงแม้ว่าอาจจะเป็นตัวเปรียบเทียบราคาที่สามารถให้ความแม่นยำ แต่การประมาณการตัวเปรียบเทียบราคาไม่สามารถระบุการเปลี่ยนแปลงของราคาได้

4. P/BV, P/TBV และ historical P/EPS สามารถให้ความแม่นยำผลตอบแทนในอนาคตได้มากที่สุด

นอกจากนี้ ศึกษาวิเคราะห์เพิ่มเติมโดยนำตัวเปรียบเทียบราคามากกว่า 1 ตัว มาหาความสัมพันธ์ร่วมกับผลตอบแทนภายหลังระยะเวลา โดยวิเคราะห์แยกระหว่างบริษัทที่มีมูลค่า Undervalued และบริษัทที่มีมูลค่า Overvalued



ตารางที่ 14 แสดงการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทนภายหลัง  
ระยะเวลาของตัวเปรียบเทียบราคา แบบ Combination of multiple

Correlation analysis: combination of multiple

	P/EPS & P/EPS (FY1)	P/EPS & P/BV	P/EPS & P/TBV	P/EPS (FY2) & P/BV	P/EPS (FY2) & P/TBV	P/Revenue & P/BV	P/Revenue & P/TBV
Panel A. Positive tail (Undervalued)							
1997	(0.24)	(0.24)	(0.24)	(0.16)	(0.01)	(0.33)	(0.33)
1998	(0.31)	(0.31)	(0.31)	N/A	(0.05)	0.59	0.59
1999	(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.06)	(0.13)	0.00	0.02
2000	(0.12)	(0.12)	(0.12)	(0.13)	0.36	(0.26)	0.02
2001	(0.10)	(0.10)	(0.09)	(0.09)	0.27	0.60	0.76
2002	0.20	0.20	0.21	(0.67)	0.08	(0.59)	0.11
2003	0.16	0.16	0.16	(0.67)	(0.57)	(0.03)	0.52
2004	(0.67)	(0.64)	(0.65)	(0.11)	(0.20)	0.04	(0.07)
2005	(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.05)	(0.06)	(0.02)	0.04
2006	(0.55)	(0.58)	(0.59)	(0.45)	(0.15)	(0.44)	(0.13)
2007	0.30	0.32	0.32	0.04	0.02	0.04	0.04
2008	(0.02)	0.03	(0.01)	0.12	0.33	0.11	0.23
2009	(0.09)	(0.26)	(0.10)	(0.29)	0.15	(0.31)	(0.04)
2010	(0.23)	0.17	0.35	0.17	0.34	0.11	(0.07)
2011	(0.17)	(0.19)	(0.19)	(0.13)	(0.34)	(0.15)	(0.15)
2012	(0.20)	(0.01)	(0.20)	0.08	(0.10)	0.28	0.48
2013	(0.22)	(0.21)	(0.18)	(0.16)	(0.16)	(0.20)	(0.20)
2014	0.22	(0.17)	0.17	(0.19)	(0.00)	(0.16)	(0.06)
2015	0.11	0.10	0.12	0.09	0.29	(0.06)	(0.04)
2016	(0.16)	(0.16)	(0.17)	(0.10)	(0.12)	(0.11)	(0.11)
2017	(0.10)	(0.11)	(0.12)	(0.08)	(0.08)	(0.09)	(0.09)
2018	(0.13)	(0.14)	(0.14)	0.03	0.03	0.04	0.04
# Obs.>0	5	6	6	6	9	9	11
# Obs.<0	17	16	16	15	13	13	11



ตารางที่ 14 แสดงการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาดและผลตอบแทนภายหลัง  
ระยะเวลาของตัวเปรียบเทียบราคา แบบ Combination of multiple (ต่อ)

Panel B. Positive tail (Overvalued)

1997	0.01	(0.01)	0.02	(0.46)	(0.36)	(0.51)	(0.49)
1998	0.13	0.08	0.12	(0.03)	0.12	(0.01)	0.08
1999	0.19	0.24	0.22	0.19	0.07	0.28	0.25
2000	(0.03)	(0.05)	(0.02)	(0.35)	0.10	(0.47)	(0.19)
2001	(0.06)	(0.07)	(0.05)	(0.01)	0.07	(0.01)	0.06
2002	(0.33)	(0.32)	(0.33)	0.13	0.18	0.11	0.15
2003	0.18	0.19	0.19	0.27	0.28	0.32	0.39
2004	0.03	0.04	0.05	(0.02)	0.02	0.09	0.15
2005	0.03	0.02	0.04	(0.07)	0.06	0.01	0.14
2006	(0.02)	(0.03)	(0.02)	0.00	0.08	(0.03)	0.03
2007	0.32	0.31	0.30	0.38	0.22	0.41	0.31
2008	(0.15)	(0.16)	(0.15)	(0.05)	0.09	(0.03)	0.07
2009	(0.10)	(0.09)	(0.10)	0.04	0.00	0.09	0.08
2010	0.17	0.17	0.16	0.23	0.07	0.21	0.09
2011	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.08)	(0.06)	0.00	0.03
2012	0.01	0.02	0.02	0.04	0.04	0.13	0.16
2013	(0.06)	(0.09)	(0.07)	(0.26)	(0.13)	(0.22)	(0.16)
2014	0.11	0.13	0.10	0.06	(0.23)	0.11	(0.10)
2015	0.12	0.12	0.12	0.12	0.04	0.04	(0.02)
2016	0.25	0.24	0.25	0.07	0.01	0.05	0.01
2017	(0.21)	(0.20)	(0.21)	0.01	0.10	(0.05)	0.01
2018	0.10	0.10	0.08	(0.03)	(0.34)	0.04	(0.18)
# Obs.>0	13	12	13	12	17	14	16
# Obs.<0	9	10	9	10	5	8	6

จากตารางข้างต้น แสดงผลลัพธ์ของการหาความสัมพันธ์จากรวมกันของตัว  
เปรียบเทียบราคา ทั้งหมด 7 ค่า โดยผู้วิจัยได้เลือกตัวเปรียบเทียบราคาที่อาจพยากรณ์ได้ดีที่สุด ข้อมูล  
ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2561 ผลของการศึกษาเป็น ดังนี้

1. สำหรับการหาความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีค่าความผิดพลาดเป็นบวก (Undervalued)  
โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาด และผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) พบว่า  
การรวมกันของตัวเปรียบเทียบทุกตัว ยกเว้น P/S & P/TBV มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม
2. สำหรับการหาความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีค่าความผิดพลาดเป็นลบ (Overvalued)  
โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความผิดพลาด และผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) พบว่า

สามารถนำไปใช้พิจารณาเป็นตัวช่วยในการลงทุนได้ เนื่องจาก การรวมกันของตัวเปรียบเทียบราคา  
ทุกตัวในบริษัทที่มีมูลค่าสูงเกินไป มีความสัมพันธ์กันทางตรง

**การจัดพอร์ตการลงทุนในหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยกลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างกัน 3  
กลยุทธ์**

กลยุทธ์ที่ 1 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (long strategy on  
undervalued stocks) เพียงอย่างเดียว

ตารางที่ 15 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์ Long strategy ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

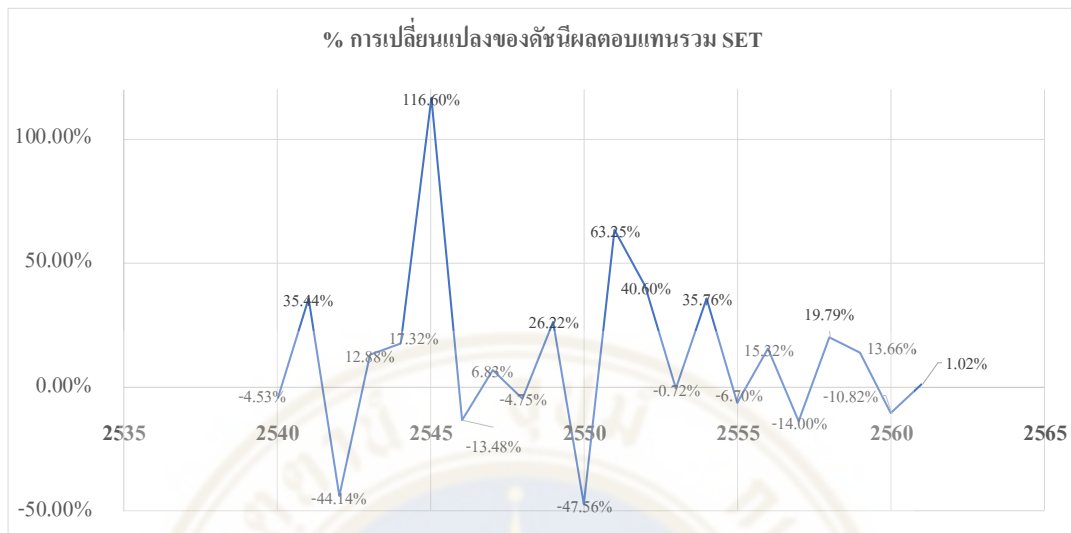
Table 6

Investment strategies: long strategy on undervalued.

YEAR	P/EPS & P/EPS	P/EPS & P/BV	P/EPS & P/TBV	P/EPS (FY2) &	P/EPS (FY2) &	P/S & P/BV	P/S & P/TBV	SET
	(FY1)			P/BV	P/TBV			
2540	13.80%	13.80%	13.80%	-21.38%	-3.88%	-22.54%	-9.24%	-4.53%
2541	-5.34%	-5.34%	-5.34%	-1.36%	-1.36%	42.57%	42.57%	35.44%
2542	-19.46%	-19.46%	-19.46%	-19.90%	-15.54%	-15.81%	-15.81%	-44.14%
2543	-4.31%	-4.31%	-4.31%	10.54%	27.64%	8.07%	21.05%	12.88%
2544	-28.34%	-28.34%	-16.50%	-12.83%	-9.90%	12.77%	16.35%	17.32%
2545	-82.54%	-86.06%	-65.99%	-81.30%	-85.86%	-71.57%	-53.10%	116.60%
2546	-8.23%	-16.48%	-8.06%	-25.71%	-27.70%	-22.67%	-22.05%	-13.48%
2547	-25.53%	-26.55%	-32.07%	-14.52%	-16.79%	-21.68%	-18.97%	6.83%
2548	-4.45%	-18.86%	-17.55%	-21.83%	-13.58%	-16.06%	-17.75%	-4.75%
2549	-29.50%	-37.81%	-38.31%	-27.25%	-32.49%	-24.67%	-26.48%	26.22%
2550	1.43%	0.72%	5.12%	-2.07%	4.64%	0.77%	5.21%	-47.56%
2551	27.80%	18.80%	36.70%	46.41%	51.95%	50.72%	47.50%	63.25%
2552	4.27%	-8.98%	-6.63%	-4.16%	-6.63%	-13.31%	-8.04%	40.60%
2553	-5.83%	-3.75%	0.31%	0.31%	0.31%	3.37%	0.87%	-0.72%
2554	19.10%	-3.10%	-0.53%	1.34%	-9.77%	20.23%	6.01%	35.76%
2555	2.42%	4.97%	10.71%	2.42%	8.27%	11.84%	9.18%	-6.70%
2556	-3.04%	-11.30%	-1.23%	-3.42%	5.44%	6.04%	7.64%	15.32%
2557	5.29%	3.88%	3.97%	3.33%	7.49%	2.40%	0.99%	-14.00%
2558	-4.11%	-4.11%	-3.02%	2.83%	0.66%	-0.05%	-2.84%	19.79%
2559	-4.46%	-4.46%	-13.61%	-9.65%	-12.41%	-11.43%	-9.01%	13.66%
2560	-9.10%	-9.10%	-10.14%	-7.35%	-5.96%	-8.29%	-8.73%	-10.82%
2561	-13.73%	-16.70%	-16.25%	-16.09%	-19.63%	-19.47%	-18.54%	1.02%
Average return	-7.90%	-11.93%	-8.56%	-9.17%	-7.05%	-4.03%	-2.42%	11.73%
Std ( $\sigma$ )	21.83%	21.25%	20.25%	22.47%	25.14%	25.21%	22.31%	34.89%
Efficiency (R/ $\sigma$ )	-0.3619	-0.5617	-0.4230	-0.4079	-0.2804	-0.1601	-0.1084	0.3361
# Negative years	15	17	16	15	14	12	12	9
# Positive years	7	5	6	7	8	10	10	13
Best year	27.80%	18.80%	36.70%	46.41%	51.95%	50.72%	47.50%	116.60%
Worst year	-82.54%	-86.06%	-65.99%	-81.30%	-85.86%	-71.57%	-53.10%	-47.56%

หมายเหตุ : การศึกษาผลตอบแทนรายปีของหุ้นในอุตสาหกรรมการเงิน (ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัย) ที่มีมูลค่าราคาหุ้น (Undervalued) ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และใช้กลยุทธ์ซื้อ (Long strategy) หุ้นที่มีมูลค่าราคาต่ำกว่าที่เหมาะสม โดยจัดเรียงลำดับค่าความผิดพลาด (Valuation Error) จากที่มีค่าน้อยไปมาก นำจำนวนหุ้นที่ได้ในแต่ละปีหารครึ่ง และทำการลงทุนซื้อ (Long position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ (Top stocks undervalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ ซึ่งในแต่ละปีมีการลงทุนในน้ำหนักที่ไม่เท่ากันตามสัดส่วนของหุ้นทั้งหมด และทุก ๆ ปี มีการเปลี่ยนแปลงพอร์ตการลงทุนไปตามการเรียงลำดับค่าความผิดพลาด แล้วจึงนำมาหาค่าส่วนต่างจาก%เปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Market return : SET) กับ %เปลี่ยนแปลงของหุ้นที่ซื้อเข้าพอร์ตการลงทุน เพื่อหาค่าผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินจากการลงทุน (Average Excess Return) ในแต่ละปี โดยใช้การทำงานร่วมกันของตัวคูณทวี (Combinations of multiples) ที่คัดเลือก 7 รูปแบบจาก 21 รูปแบบ

ผลจากการศึกษาพอร์ตการลงทุน พบว่า ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2540-2561 นั้นในทุก ๆ ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวคูณทวี ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่แยกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่ตลอด 22 ปี นั้นค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวมของตลาดหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 11.73% ส่วนตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาระนั้นมีค่าผลตอบแทนที่แยกว่าทุก ๆ ตัวแปร ตัวตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาที่เกี่ยวข้อง 3 ลำดับ คือ P/EPS&P/BV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -11.93%, P/EPS(FY2)&P/BV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -9.17% และ P/EPS&P/TBV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -8.56% ตามลำดับ จากการสังเกตค่า จำนวนปีของค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวม ในทุก ๆ การทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคา (จำนวนปีที่ติดลบและจำนวนปีที่บวก) ก็พบว่าจำนวนปีที่มีค่าติดลบมีจำนวนที่มากกว่าจำนวนปีที่มีค่าเป็นบวกและเมื่อติดลบแล้วก็จะจะมีค่าติดลบที่ค่อนข้างสูง ในปีที่ให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่เป็นค่าบวกนั้น ก็ได้ให้ค่าบวกที่สูง ๆ ส่งผลให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวมของแต่ละตัวแปรมีค่าติดลบ ส่วนค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่แสดงนั้น พบว่า มีค่าความผันผวนของความเสียงที่อยู่ในระดับสูงในทุก ๆ ตัวแปรของการจัดพอร์ตการลงทุน



ภาพที่ 7 กราฟแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

จากกราฟแสดง % การเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าตลอดปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 นั้นผลตอบแทนนั้นมีค่าที่ผันผวนในช่วงระยะ 22 ปีที่ผ่านมา ในปีที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุดอยู่ในปี พ.ศ. 2546 ที่มีค่าเท่ากับ 116.60% โดยจากในอดีตตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 หรือช่วงวิกฤตทางการเงินของประเทศไทยนั้น (Tom Yam Kung Crisis) ตลาดหุ้นนั้นมีแนวโน้มที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งตลาดหุ้นไทยค่อยปรับตัวสูงขึ้นในปี พ.ศ. 2546 ที่ทำให้ตลาดปรับตัวสูงขึ้นและไต่ระดับถึง 600 จุด ในปีปลายปี





ภาพที่ 8 ภาพแสดงดัชนีตลาดหุ้นไทยย้อนหลังตั้งแต่ พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2562

ที่มาภาพ : <https://www.toro.in.th/วิเคราะห์กราฟหุ้นย้อนหลัง/>

ในช่วงปี พ.ศ. 2551 ตลาดหุ้นไทยได้ปรับตัวลดลงอีกครั้งและผลตอบแทนรวมเฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 47.56% โดยส่งผลให้ผลตอบแทนรวมในปี 2552 ดัชนีปิดที่ 400 จุด ซึ่งมีสาเหตุมาจากวิกฤตทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา (US crisis/subprime mortgage crisis) ที่เกิดจากการปล่อยสินเชื่อที่ด้อยคุณภาพในสหรัฐอเมริกา ซึ่งประเทศไทยอาจเรียกว่า วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จนกระทั่งหลังจากปี พ.ศ. 2552 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเรื่อย ๆ แต่เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มของผลตอบแทนจาก SET หลังจากปี พ.ศ. 2552 นั้นก็ยังคงมีความผันผวนในลักษณะ (Sideway) พบว่า ในปีใน พ.ศ. 2555 ตลาดให้ผลตอบแทนสูงสุด(%การเปลี่ยนแปลง) เท่ากับ 35.76%

การวิเคราะห์การการจัดพอร์ตการลงทุนในหุ้นอุตสาหกรรมการเงินเมื่อพิจารณาแยกตามรายปี จะพบว่าผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานั้นมีผลผันกับผลตอบแทนรวมเฉลี่ยจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั่นคือ จะมีเครื่องหมายและทิศทางที่ตรงกันข้าม กล่าวได้ว่าหากตลาดให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่ติดลบแล้ว การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน โดยกลยุทธ์ที่เข้าซื้อเฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ (Long strategy most undervalued) นั้นจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่เป็นบวก แต่หาก ตลาดให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่เป็นบวก การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน โดยกลยุทธ์ที่เข้าซื้อเฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ (Long strategy most undervalued) นั้นจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่ติดลบ ในตัวอย่างปี พ.ศ. 2557 และปีพ.ศ. 2559 จากตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 16 แสดงผลตอบแทนตลาดและผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุน Long strategy เฉลี่ย ระหว่าง พ.ศ. 2556 – พ.ศ. 2561

YEAR	P/EPS & P/EPS (FY1)	P/EPS & P/BV	P/EPS & P/TBV	P/EPS (FY2) & P/BV	P/EPS (FY2) & P/TBV	P/S & P/BV	P/S & P/TBV	SET
2556	-3.04%	-11.30%	-1.23%	-3.42%	5.44%	6.04%	7.64%	15.32%
2557	5.29%	3.88%	3.97%	3.33%	7.49%	2.40%	0.99%	-14.00%
2558	-4.11%	-4.11%	-3.02%	2.83%	0.66%	-0.05%	-2.84%	19.79%
2559	-4.46%	-4.46%	-13.61%	-9.65%	-12.41%	-11.43%	-9.01%	13.66%
2560	-9.10%	-9.10%	-10.14%	-7.35%	-5.96%	-8.29%	-8.73%	-10.82%
2561	-13.73%	-16.70%	-16.25%	-16.09%	-19.63%	-19.47%	-18.54%	1.02%

การวิเคราะห์การจัดพอร์ตการลงทุนในหุ้นอุตสาหกรรมการเงิน โดยใช้ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาในแต่ละรูปแบบเป็นเกณฑ์ในการลงทุน เมื่อเปรียบเทียบระหว่างตารางผลตอบแทนตลาดและผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุน Long strategy เฉลี่ย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540-2561

ตารางที่ 17 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์ Long strategy ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 เปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากตลาด

Investment strategies: long strategy on undervalued.

Year	P/EPS & WIN or LOSS P/EPS (FY1)	WIN or LOSS P/BV	P/EPS & WIN or LOSS P/TBV	WIN or LOSS & P/BV	P/EPS (FY2) WIN or LOSS & P/TBV	WIN or LOSS P/S & P/BV	WIN or LOSS P/S & P/TBV	WIN or LOSS SET							
2540	13.80%	W	13.80%	W	13.80%	W	-21.38%	L	-3.88%	W	-22.54%	L	-9.24%	L	-4.53%
2541	-5.34%	L	-5.34%	L	-5.34%	L	-1.36%	L	-1.36%	L	42.57%	W	42.57%	W	35.44%
2542	-19.46%	W	-19.46%	W	-19.46%	W	-19.90%	W	-15.54%	W	-15.81%	W	-15.81%	W	-44.14%
2543	-4.31%	L	-4.31%	L	-4.31%	L	10.54%	L	27.64%	W	8.07%	L	21.05%	W	12.88%
2544	-28.34%	L	-28.34%	L	-16.50%	L	-12.83%	L	-9.90%	L	12.77%	L	16.35%	L	17.32%
2545	-82.54%	L	-86.06%	L	-65.99%	L	-81.30%	L	-85.86%	L	-71.57%	L	-53.10%	L	116.60%
2546	-8.23%	W	-16.48%	L	-8.06%	W	-25.71%	L	-27.70%	L	-22.67%	L	-22.05%	L	-13.48%
2547	-25.53%	L	-26.55%	L	-32.07%	L	-14.52%	L	-16.79%	L	-21.68%	L	-18.97%	L	6.83%
2548	-4.45%	W	-18.86%	L	-17.55%	L	-21.83%	L	-13.58%	L	-16.06%	L	-17.75%	L	-4.75%
2549	-29.50%	L	-37.81%	L	-38.31%	L	-27.25%	L	-32.49%	L	-24.67%	L	-26.48%	L	26.22%
2550	1.43%	W	0.72%	W	5.12%	W	-2.07%	W	4.64%	W	0.77%	W	5.21%	W	-47.56%
2551	27.80%	L	18.80%	L	36.70%	L	46.41%	L	51.95%	L	50.72%	L	47.50%	L	63.25%
2552	4.27%	L	-8.98%	L	-6.63%	L	-4.16%	L	-6.63%	L	-13.31%	L	-8.04%	L	40.60%
2553	-5.83%	L	-3.75%	L	0.31%	W	0.31%	W	0.31%	W	3.37%	W	0.87%	W	-0.72%
2554	19.10%	L	-3.10%	L	-0.53%	L	1.34%	L	-9.77%	L	20.23%	L	6.01%	L	35.76%
2555	2.42%	W	4.97%	W	10.71%	W	2.42%	W	8.27%	W	11.84%	W	9.18%	W	-6.70%
2556	-3.04%	L	-11.30%	L	-1.23%	L	-3.42%	L	5.44%	L	6.04%	L	7.64%	L	15.32%
2557	5.29%	W	3.88%	W	3.97%	W	3.33%	W	7.49%	W	2.40%	W	0.99%	W	-14.00%
2558	-4.11%	L	-4.11%	L	-3.02%	L	2.83%	L	0.66%	L	-0.05%	L	-2.84%	L	19.79%
2559	-4.46%	L	-4.46%	L	-13.61%	L	-9.65%	L	-12.41%	L	-11.43%	L	-9.01%	L	13.66%
2560	-9.10%	W	-9.10%	W	-10.14%	W	-7.35%	W	-5.96%	W	-8.29%	W	-8.73%	W	-10.82%
2561	-13.73%	L	-16.70%	L	-16.25%	L	-16.09%	L	-19.63%	L	-19.47%	L	-18.54%	L	1.02%
Count: W	8		6		8		6		8		7		8		
Count: L	14		16		14		15		14		14		13		
Status if WIN>LOSE	No		No		No		No		No		No		No		

หมายเหตุ : ตารางแสดงการเปรียบเทียบความสามารถในการแข่งขันระหว่าง การใช้ (Combinations of multiples) เป็นเกณฑ์เลือกหุ้น undervalued ในการลงทุน โดยแสดงค่าเป็นผลตอบแทนรวมเฉลี่ย

รายปี กับ ผลตอบแทนรวมของตลาดรายปี (SET) เมื่อเทียบค่าระหว่างสองตัวแปรแล้ว หากผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของ Combinations of multiples มีค่ามากกว่าค่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาด(รายปี) จะถูกกำหนดด้วย “W หรือ WIN” คือ สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด แต่หากมีค่าน้อยกว่าค่าผลตอบแทนรวมของตลาดรายปี จะถูกกำหนดด้วย “L หรือ LOSE” คือ ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด

ผลจากการแสดงให้แสดงให้เห็นว่าตลอดปี พ.ศ. 2540-2561 ของการทำงานร่วมกันตัวเปรียบเทียบราคาจำนวน 7 รูปแบบ ไม่มีรูปแบบใดที่ให้ประสิทธิภาพของการลงทุนที่ชนะผลตอบแทนตลอดเวลา 22 ปี

ตารางที่ 18 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการ โดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการลงทุน หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินประเทศสหรัฐ

Year	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/S & P/BV	P/S & P/BV	P/S & P/BV	P/S & P/BV	WIN or LOSS	SET
	P/EPS (FY1)	P/BV	P/TBV	& P/BV	& P/BV	& P/BV	& P/BV	& P/BV	& P/BV						
2557	5.29%	W	3.88%	W	3.97%	W	3.33%	W	7.49%	W	2.40%	W	0.99%	W	-14.00%
2558	-4.11%	L	-4.11%	L	-3.02%	L	2.83%	L	0.66%	L	-0.05%	L	-2.84%	L	19.79%
2559	-4.46%	L	-4.46%	L	-13.61%	L	-9.65%	L	-12.41%	L	-11.43%	L	-9.01%	L	13.66%
2560	-9.10%	W	-9.10%	W	-10.14%	W	-7.35%	W	-5.96%	W	-8.29%	W	-8.73%	W	-10.82%
2561	-13.73%	L	-16.70%	L	-16.25%	L	-16.09%	L	-19.63%	L	-19.47%	L	-18.54%	L	1.02%
Count: W		8		6		8		6		8		7		8	
Count: L		14		16		14		15		14		14		13	
Status if WIN>LOSE		No		No		No		No		No		No		No	

หากพิจารณาเพียงปีเหตุการณ์ล่าสุดหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา(US subprime) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 – 2561 พบว่า ในปี พ.ศ. 2557 ตลาดให้ผลตอบแทนรวมเท่ากับ -14.00% และในทุก ๆ การลงทุนโดยใช้ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานั้นให้ประสิทธิภาพที่ดีกว่าตลาดในทุก ๆ multiples และค่าผลตอบแทนที่ได้จะมีค่าผกผันกับผลตอบแทนรวมของตลาดด้วยเช่นกัน ในปี พ.ศ. 2559 ผลตอบแทนจากตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาให้ประสิทธิภาพที่ด้อยกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด ให้ค่าผลตอบแทนที่ติดลบใน 6 ตัวแปร และพบว่าตลาดให้ผลตอบแทนที่มีค่าบวกเท่ากับ 13.66% การลงทุนในปี พ.ศ. 2561 นั้นพบว่า ผลตอบแทนจากตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาให้ประสิทธิภาพที่ด้อยกว่าผลตอบแทนรวมของตลาดทั้งหมด 7 ตัวแปร และมีค่าที่ติดลบ หมายถึง ตลาดให้ผลตอบแทนที่ต่ำที่เท่ากับ 1.02% กล่าวคือ จากการอาศัยตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาพิจารณาในการลงทุนนั้นให้ผลตอบแทนที่แย่กว่าการลงทุนในดัชนีตลาด

**กลยุทธ์ที่ 2 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมและขายดัชนีตลาด (SET)**  
**(Long strategy on undervalued stocks and shorting the market)**

ตารางที่ 19 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์การลงทุน : กลยุทธ์ซื้อหุ้น (Long strategy) ในอุตสาหกรรมการเงินที่มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่เหมาะสมและขาย SET (Market) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540-พ.ศ. 2561

Table 7

Investment strategies: long strategy on undervalued and shorting the market.

YEAR	P/EPS &	P/EPS & P/BV	P/EPS & P/TBV	P/EPS (FY2) &	P/EPS (FY2) &	P/Revenue	P/Revenue &	SET
	P/EPS (FY1)			P/BV	P/TBV	&P/BV	P/TBV	
2540	6.90%	6.90%	6.90%	-10.69%	-1.94%	-11.27%	-4.62%	-4.53%
2541	-2.67%	-2.67%	-2.67%	-0.68%	-0.68%	21.28%	21.28%	35.44%
2542	-9.73%	-9.73%	-9.73%	-9.95%	-7.77%	-7.91%	-7.91%	-44.14%
2543	-2.15%	-2.15%	-2.15%	5.27%	13.82%	4.03%	10.53%	12.88%
2544	-14.17%	-14.17%	-8.25%	-6.41%	-4.95%	6.38%	8.18%	17.32%
2545	-41.27%	-43.03%	-32.99%	-40.65%	-42.93%	-35.78%	-26.55%	116.60%
2546	-4.11%	-8.24%	-4.03%	-12.86%	-13.85%	-11.34%	-11.03%	-13.48%
2547	-12.76%	-13.27%	-16.04%	-7.26%	-8.39%	-10.84%	-9.49%	6.83%
2548	-2.23%	-9.43%	-8.78%	-10.91%	-6.79%	-8.03%	-8.87%	-4.75%
2549	-14.75%	-18.91%	-19.16%	-13.62%	-16.25%	-12.33%	-13.24%	26.22%
2550	0.72%	0.36%	2.56%	-1.04%	2.32%	0.39%	2.61%	-47.56%
2551	13.90%	9.40%	18.35%	23.20%	25.98%	25.36%	23.75%	63.25%
2552	2.13%	-4.49%	-3.31%	-2.08%	-3.31%	-6.65%	-4.02%	40.60%
2553	-2.92%	-1.88%	0.15%	0.15%	0.15%	1.69%	0.44%	-0.72%
2554	9.55%	-1.55%	-0.27%	0.67%	-4.89%	10.12%	3.01%	35.76%
2555	1.21%	2.48%	5.36%	1.21%	4.14%	5.92%	4.59%	-6.70%
2556	-1.52%	-5.65%	-0.61%	-1.71%	2.72%	3.02%	3.82%	15.32%
2557	2.65%	1.94%	1.98%	1.66%	3.74%	1.20%	0.50%	-14.00%
2558	-2.05%	-2.05%	-1.51%	1.42%	0.33%	-0.02%	-1.42%	19.79%
2559	-2.23%	-2.23%	-6.80%	-4.83%	-6.20%	-5.71%	-4.51%	13.66%
2560	-4.55%	-4.55%	-5.07%	-3.68%	-2.98%	-4.15%	-4.37%	-10.82%
2561	-6.86%	-8.35%	-8.13%	-8.05%	-9.82%	-9.73%	-9.27%	1.02%
Average return	-3.95%	-5.97%	-4.28%	-4.58%	-3.53%	-2.02%	-1.21%	11.73%
Std ( $\sigma$ )	10.92%	10.62%	10.12%	11.23%	12.57%	12.60%	11.15%	34.89%
Efficiency ( $R/\sigma$ )	-0.3619	-0.5617	-0.4230	-0.4079	-0.2804	-0.1601	-0.1084	0.3361
# Negative years	15	17	16	15	14	12	12	9
# Positive years	7	5	6	7	8	10	10	13
Best year	13.90%	9.40%	18.35%	23.20%	25.98%	25.36%	23.75%	116.60%
Worst year	-41.27%	-43.03%	-32.99%	-40.65%	-42.93%	-35.78%	-26.55%	-47.56%

หมายเหตุ : การศึกษาผลตอบแทนรายปีของหุ้นในอุตสาหกรรมการเงิน (ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัย) ที่มีมูลค่าราคาหุ้น (Undervalued) ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และใช้กลยุทธ์ซื้อ (long strategy) หุ้นที่มีมูลค่าราคาต่ำกว่าที่เหมาะสม โดยจัดเรียงลำดับค่าความผิดพลาด (Valuation



Error)จากที่มีค่าน้อยไปมาก นำจำนวนหุ้นที่ได้ในแต่ละปีหารครึ่ง และทำการลงทุนซื้อ (long position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ (top stocks undervalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ ซึ่งในแต่ละปีมีการลงทุนในน้ำหนักที่ไม่เท่ากันตามสัดส่วนของหุ้นทั้งหมด และทุก ๆ ปีมีการเปลี่ยนแปลงพอร์ตการลงทุนไปตามการเรียงลำดับค่าความผิดพลาด และในเวลาเดียวกันก็ทำการขายดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยล่วงหน้า (shorting market) โดยถัวเฉลี่ยเงินลงทุนทั้งสองกลยุทธ์ให้มีน้ำหนักที่เท่า ๆ กันระหว่างการ long stocks และ short market เพื่อหาค่าผลตอบแทนรวมจากการลงทุนทั้งสองกลยุทธ์โดยการนำผลตอบแทนทั้งสองแบบมารวมกัน จากนั้นทำการหาค่าเฉลี่ยรวมของพอร์ตในปีนั้น ๆ (Average Return) เลือกการทำงานร่วมกันของตัวคูณทวี (Combinations of multiples) ที่คัดเลือก 7 รูปแบบจาก 21 รูปแบบ

ผลจากการศึกษาพอร์ตลงทุน พบว่าค่าผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2540-2561 นั้น ในทุก ๆ ตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวคูณทวี ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่แยกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่ตลอด 22 ปี นั้นค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวมของตลาดหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 11.73% ส่วนตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานั้นมีค่าผลตอบแทนที่แยกว่าทุก ๆ ตัวแปร ตัวตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาที่แย่มากที่สุด 3 ลำดับ คือ P/EPS&P/BV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -5.97%, P/EPS(FY2)&P/BV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -4.58% และ P/EPS&P/TBV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -4.28% ตามลำดับ จากการสังเกตค่า จำนวนปีของค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวม ในทุก ๆ การทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคา (จำนวนปีที่ติดลบและจำนวนปีที่บวก) ก็พบว่าจำนวนปีที่มีค่าติดลบมีจำนวนที่มากกว่าจำนวนปีที่มีค่าเป็นบวกและเมื่อติดลบแล้วก็จะมีการติดลบที่ค่อนข้างสูง ในปีที่ให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่เป็นค่าบวกนั้น ก็มีได้ให้ค่าบวกที่สูง ๆ ส่งผลให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวมของแต่ละตัวแปรมีค่าติดลบ ส่วนค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่แสดงนั้น พบว่า มีค่าความผันผวนของความเสียหายที่อยู่ในระดับสูงในทุก ๆ ตัวแปรของการจัดพอร์ตการลงทุน

การวิเคราะห์การจัดพอร์ตการลงทุนในหุ้นอุตสาหกรรมการเงิน โดยใช้ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาในแต่ละรูปแบบเป็นเกณฑ์ในการลงทุน เมื่อเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนรวมเฉลี่ยตลาดกับผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตัวเปรียบเทียบราคา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561

ตารางที่ 20 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการใช้กลยุทธ์ Long strategy on undervalued stocks and shorting the market ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - พ.ศ. 2561 เปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากตลาด

Investment strategies: long strategy on undervalued and shorting the market.

Year	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS	P/EPS (FY2) WIN or LOSS	P/EPS (FY2) WIN or LOSS	P/S & P/BV	P/S & P/BV	P/S & P/BV	P/S & P/BV	SET				
	P/BV	P/BV	P/BV	P/BV	& P/BV	& P/BV									
2540	6.9%	W	6.9%	W	6.9%	W	-10.7%	L	-1.9%	W	-11.3%	L	-4.6%	L	-4.53%
2541	-2.7%	L	-2.7%	L	-2.7%	L	-0.7%	L	-0.7%	L	21.3%	L	21.3%	L	35.44%
2542	-9.7%	W	-9.7%	W	-9.7%	W	-9.9%	W	-7.8%	W	-7.9%	W	-7.9%	W	-44.14%
2543	-2.2%	L	-2.2%	L	-2.2%	L	5.3%	L	13.8%	W	4.0%	L	10.5%	L	12.88%
2544	-14.2%	L	-14.2%	L	-8.3%	L	-6.4%	L	-5.0%	L	6.4%	L	8.2%	L	17.32%
2545	-41.3%	L	-43.0%	L	-33.0%	L	-40.7%	L	-42.9%	L	-35.8%	L	-26.5%	L	116.60%
2546	-4.1%	W	-8.2%	W	-4.0%	W	-12.9%	W	-13.9%	L	-11.3%	W	-11.0%	W	-13.48%
2547	-12.8%	L	-13.3%	L	-16.0%	L	-7.3%	L	-8.4%	L	-10.8%	L	-9.5%	L	6.83%
2548	-2.2%	W	-9.4%	L	-8.8%	L	-10.9%	L	-6.8%	L	-8.0%	L	-8.9%	L	-4.75%
2549	-14.7%	L	-18.9%	L	-19.2%	L	-13.6%	L	-16.2%	L	-12.3%	L	-13.2%	L	26.22%
2550	0.7%	W	0.4%	W	2.6%	W	-1.0%	W	2.3%	W	0.4%	W	2.6%	W	-47.56%
2551	13.9%	L	9.4%	L	18.3%	L	23.2%	L	26.0%	L	25.4%	L	23.8%	L	63.25%
2552	2.1%	L	-4.5%	L	-3.3%	L	-2.1%	L	-3.3%	L	-6.7%	L	-4.0%	L	40.60%
2553	-2.9%	L	-1.9%	L	0.2%	W	0.2%	W	0.2%	W	1.7%	W	0.4%	W	-0.72%
2554	9.6%	L	-1.6%	L	-0.3%	L	0.7%	L	-4.9%	L	10.1%	L	3.0%	L	35.76%
2555	1.2%	W	2.5%	W	5.4%	W	1.2%	W	4.1%	W	5.9%	W	4.6%	W	-6.70%
2556	-1.5%	L	-5.6%	L	-0.6%	L	-1.7%	L	2.7%	L	3.0%	L	3.8%	L	15.32%
2557	2.6%	W	1.9%	W	2.0%	W	1.7%	W	3.7%	W	1.2%	W	0.5%	W	-14.00%
2558	-2.1%	L	-2.1%	L	-1.5%	L	1.4%	L	0.3%	L	0.0%	L	-1.4%	L	19.79%
2559	-2.2%	L	-2.2%	L	-6.8%	L	-4.8%	L	-6.2%	L	-5.7%	L	-4.5%	L	13.66%
2560	-4.5%	W	-4.5%	W	-5.1%	W	-3.7%	W	-3.0%	W	-4.1%	W	-4.4%	W	-10.82%
2561	-6.9%	L	-8.3%	L	-8.1%	L	-8.0%	L	-9.8%	L	-9.7%	L	-9.3%	L	1.02%
Count: W	8		7		8		7		8		7		7		
Count: L	14		15		14		14		14		14		14		
Status if WIN>LOSE	No		No		No		No		No		No		No		

หมายเหตุ : ตารางแสดงการเปรียบเทียบความสามารถในการแข่งขันระหว่าง การใช้กลยุทธ์ซื้อกลุ่มหุ้น undervalued สูง ๆ โดยแสดงค่าเป็นผลตอบแทนรวมเฉลี่ยรายปีบวกกับการใช้กลยุทธ์ขายดัชนีตลาดล่วงหน้า (shorting market) แล้วหาค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวมในปีนั้น ๆ นำผลตอบแทนรวม (2 กลยุทธ์) มาเปรียบเทียบกับค่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาด (SET) หากผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของ 2 กลยุทธ์มีค่ามากกว่าค่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาด (รายปี) จะถูกกำหนดด้วย “W หรือ WIN” คือ สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด แต่หากมีค่าน้อยกว่าค่าผลตอบแทนรวมของตลาดรายปี จะถูกกำหนดด้วย “L หรือ LOSE” คือ ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด

ผลจากตารางแสดงให้แสดงให้เห็นว่าตลอดปี พ.ศ. 2540-2561 ไม่มีรูปแบบของการทำงานร่วมกันตัวเปรียบเทียบราคาใดที่สามารถให้จำนวนประสิทธิภาพของการลงทุนที่ชนะผลตอบแทนตลอดเวลา 22 ปี

ตารางที่ 21 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการ โดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการลงทุน  
หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินประเทศสหรัฐ

Year	P/EPS & P/EPS (FY1)	WIN or LOSS	P/EPS & P/BV	WIN or LOSS	P/EPS & P/TBV	WIN or LOSS	P/EPS (FY2) & P/BV	WIN or LOSS	P/EPS (FY2) & P/TBV	WIN or LOSS	P/S & P/BV	WIN or LOSS	P/S & P/TBV	WIN or LOSS	SET
2557	2.6%	W	1.9%	W	2.0%	W	1.7%	W	3.7%	W	1.2%	W	0.5%	W	-14.00%
2558	-2.1%	L	-2.1%	L	-1.5%	L	1.4%	L	0.3%	L	0.0%	L	-1.4%	L	19.79%
2559	-2.2%	L	-2.2%	L	-6.8%	L	-4.8%	L	-6.2%	L	-5.7%	L	-4.5%	L	13.66%
2560	-4.5%	W	-4.5%	W	-5.1%	W	-3.7%	W	-3.0%	W	-4.1%	W	-4.4%	W	-10.82%
2561	-6.9%	L	-8.3%	L	-8.1%	L	-8.0%	L	-9.8%	L	-9.7%	L	-9.3%	L	1.02%
Count: W		8		7		8		7		8		7		7	
Count: L		14		15		14		14		14		14		14	
Status if WIN>LOSE		No		No		No		No		No		No		No	

หากพิจารณาเพียงปีเหตุการณ์ล่าสุดหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศ  
สหรัฐอเมริกา(US subprime) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 – พ.ศ. 2561 พบว่า ในปี พ.ศ. 2557 ตลาดให้  
ผลตอบแทนรวมเท่ากับ -14.00% และในทุก ๆ การลงทุนโดยใช้ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัว  
เปรียบเทียบราคานี้ให้ประสิทธิภาพที่ดีกว่าตลาดในทุก ๆ multiples และค่าผลตอบแทนที่ได้จะมี  
ค่าผกผันกับผลตอบแทนรวมของตลาดด้วยเช่นกัน ในปี พ.ศ. 2559 ผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีจากตัว  
แปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาให้ประสิทธิภาพที่ดียิ่งกว่าผลตอบแทนรวมของ  
ตลาด ให้ค่าผลตอบแทนที่ติดลบในทุก ๆ ตัวแปร และพบว่าตลาดให้ผลตอบแทนที่มีค่าบวก การ  
ลงทุนในปี พ.ศ. 2561 นั้นพบว่า ผลตอบแทนจากตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคา  
ให้ประสิทธิภาพที่ดียิ่งกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด และมีค่าที่ติดลบ หมายถึง ตลาดให้  
ผลตอบแทนที่ต่ำที่เท่ากับ 1.02% จากการอาศัยตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานี้  
ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่า

กลยุทธ์ที่ 3 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และขายหุ้นที่มีมูลค่าสูง  
กว่าราคาที่เหมาะสม (long-short strategy on undervalued and overvalued)

ตารางที่ 22 แสดงผลตอบแทนจากโดยใช้กลยุทธ์การลงทุน : กลยุทธ์ซื้อหุ้น(long strategy) ในอุตสาหกรรมการเงินที่มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น และขายหุ้นที่มีมูลค่าราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540-2561

Table 8

Investment strategies: long-short strategy on undervalued and overvalued.

YEAR	P/EPS &	P/EPS & P/BV	P/EPS & P/TBV	P/EPS (FY2) &	P/EPS (FY2) &	P/S & P/BV	P/S & P/TBV	SET
	P/EPS (FY1)			P/BV	P/TBV			
2540	-21.18%	-29.77%	-29.77%	-47.36%	-38.61%	-47.94%	-41.29%	-4.53%
2541	-13.95%	-15.83%	-15.83%	-13.84%	-13.84%	0.07%	0.07%	35.44%
2542	-12.49%	-10.94%	-10.94%	-11.16%	-8.98%	-6.43%	-6.43%	-44.14%
2543	-8.40%	-15.14%	-5.40%	-4.45%	8.46%	-10.01%	1.47%	12.88%
2544	-16.11%	-15.96%	-10.59%	-8.21%	-6.94%	5.84%	7.63%	17.32%
2545	-16.41%	-18.18%	-7.33%	-6.38%	-16.02%	-1.52%	1.05%	116.60%
2546	1.93%	-1.97%	1.77%	-3.54%	-7.41%	-2.00%	-4.24%	-13.48%
2547	-5.97%	-6.09%	-9.54%	0.74%	-0.75%	-1.18%	-1.14%	6.83%
2548	0.39%	-7.05%	-6.30%	-8.29%	-2.97%	-5.40%	-5.82%	-4.75%
2549	-10.34%	-14.50%	-14.75%	-6.13%	-9.87%	-3.95%	-5.15%	26.22%
2550	1.85%	3.24%	3.69%	2.41%	3.51%	3.92%	3.83%	-47.56%
2551	2.13%	-3.00%	6.41%	7.56%	15.66%	14.53%	14.80%	63.25%
2552	2.24%	-4.37%	-3.21%	1.54%	0.88%	-2.19%	0.19%	40.60%
2553	-2.67%	-1.73%	0.89%	1.96%	1.48%	3.49%	1.08%	-0.72%
2554	1.38%	-9.72%	-8.43%	-3.62%	-11.01%	7.05%	-0.78%	35.76%
2555	-2.72%	-1.19%	1.44%	-0.93%	2.02%	4.04%	3.44%	-6.70%
2556	-5.44%	-10.59%	-5.22%	-6.70%	0.13%	-2.98%	-2.12%	15.32%
2557	1.26%	0.55%	0.59%	-4.94%	-3.38%	-2.46%	-7.18%	-14.00%
2558	1.78%	1.62%	2.46%	8.45%	5.48%	1.97%	2.25%	19.79%
2559	-0.44%	0.35%	-4.02%	-8.50%	-8.83%	-8.35%	-6.30%	13.66%
2560	-1.48%	-1.48%	-2.00%	1.52%	2.51%	0.35%	0.87%	-10.82%
2561	-1.27%	-3.98%	-3.24%	-5.99%	-11.34%	-8.26%	-10.79%	1.02%
Average return	-4.81%	-7.53%	-5.42%	-5.27%	-4.54%	-2.79%	-2.48%	11.73%
Std ( $\sigma$ )	7.25%	8.15%	8.04%	10.98%	10.88%	11.59%	10.28%	34.89%
Efficiency (R/ $\sigma$ )	-0.6643	-0.9247	-0.6743	-0.4798	-0.4168	-0.2409	-0.2412	0.3361
# Negative years	14	18	15	15	13	13	11	9
# Positive years	8	4	7	7	9	9	11	13
Best year	2.24%	3.24%	6.41%	8.45%	15.66%	14.53%	14.80%	116.60%
Worst year	-21.18%	-29.77%	-29.77%	-47.36%	-38.61%	-47.94%	-41.29%	-47.56%

หมายเหตุ : การศึกษาผลตอบแทนรายปีของหุ้นในอุตสาหกรรมการเงิน (ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัย) ที่มีมูลค่าราคาหุ้น(Undervalued)ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และใช้กลยุทธ์ซื้อ (long strategy)หุ้นที่มีมูลค่าราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น โดยจัดเรียงลำดับค่าความผิดพลาด(Valuation Error) จากที่มีค่าน้อยไปมาก นำจำนวนหุ้นที่ได้ในแต่ละปีหารครึ่ง และทำการลงทุนซื้อ(long position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก ๆ(top stocks undervalued) เพียงกึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมด

ในปีนั้น ๆ ซึ่งในแต่ละปีมีการลงทุนในน้ำหนักที่ไม่เท่ากันตามสัดส่วนของหุ้นทั้งหมด และทุก ๆ ปี มีการเปลี่ยนแปลงพอร์ตการลงทุนไปตามการเรียงลำดับค่าความผิดพลาด และในเวลาเดียวกันก็ทำ กลยุทธ์ขายหุ้นกลุ่มที่มีมูลค่ากว่าราคาที่เราควรจะเป็นสูง ๆ (short overvalued) โดยจัดเรียงลำดับค่า ความผิดพลาด (Valuation Error) จากที่มีค่าน้อยไปมาก นำจำนวนหุ้นที่ได้ในแต่ละปีหารครึ่ง และทำ การขายหุ้น (short position) เฉพาะหุ้นที่มีมูลค่าสูงมาก ๆ (top stocks overvalued) เพียงกึ่งหนึ่งของ จำนวนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น ๆ โดยถัวเฉลี่ยเงินลงทุนทั้งสองกลยุทธ์ให้มีน้ำหนักที่เท่า ๆ กันระหว่าง การ long undervalued และ short overvalued เพื่อหาค่าผลตอบแทนรวมจากการลงทุนทั้งสองกล ยุทธ์ โดยการนำผลตอบแทนทั้งสองแบบมารวมกัน จากนั้นทำการหาค่าเฉลี่ยรวมของพอร์ตในปีนั้น ๆ (Average Return) เลือกรการทำงานร่วมกันของตัวคูณทวี (Combinations of multiples) ที่คัดเลือก 7 รูปแบบจาก 21 รูปแบบ

ผลจากการศึกษาพอร์ตลงทุน พบว่าค่าผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2540-2561 นั้น ใน ทุก ๆ ตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวคูณทวี ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมที่ต่ำกว่าผลตอบแทน เฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยที่ตลอด 22 ปี นั้นค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวม ของตลาดหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 11.73% ส่วนตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบ ราคานั้นมีค่าผลตอบแทนที่ต่ำกว่าทุก ๆ ตัวแปร ตัวตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบ ราคาที่แย่มากที่สุด 3 ลำดับ คือ P/EPS&P/BV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -7.53%, P/EPS(FY2)&P/TBV มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ -5.42% และ P/EPS&P/BV มีค่าผลตอบแทน เฉลี่ยเท่ากับ -5.27% ตามลำดับ จากการสังเกตค่า จำนวนปีของค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวม ในทุก ๆ การทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคา และการใช้กลยุทธ์แบบที่สามนี้พบว่าส่วนมากนั้นค่า ผลตอบแทนจะค่อนข้างแปรผันไปตามผลตอบแทนตลาดเชิงทิศทางลบ กล่าวคือ หากตลาดให้ ผลตอบแทนเป็นลบ การใช้กลยุทธ์ที่สามในการลงทุนจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่า และหากตลาดให้ ผลตอบแทนที่เป็นบวก การลงทุนจากกลยุทธ์ที่สามก็จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาดเช่นกัน

ตารางที่ 23 แสดงการวิเคราะห์การจัดพอร์ตการลงทุนในหุ้นอุตสาหกรรมการเงิน โดยใช้ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาในแต่ละรูปแบบเป็นเกณฑ์ในการลงทุน เมื่อเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนรวมเฉลี่ยตลาดกับผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตัวเปรียบเทียบราคา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540-พ.ศ. 2561

Investment strategies: long-short strategy on undervalued and overvalued.

YEAR	P/EPS & P/EPS (FY1)	WIN or LOSS	P/BV & P/BV	WIN or LOSS	P/EPS & P/TVB	WIN or LOSS	P/EPS (FY2) & P/BV	WIN or LOSS	P/EPS (FY2) & P/TVB	WIN or LOSS	P/S & P/BV	WIN or LOSS	P/S & P/TVB	WIN or LOSS	SET
1997	-21.18%	W	-29.77%	W	-29.77%	W	-47.36%	W	-38.61%	W	-47.94%	W	-41.29%	W	-55.18%
1998	-13.95%	L	-15.83%	L	-15.83%	L	-13.84%	L	-13.84%	L	0.07%	W	0.07%	W	-4.53%
1999	-12.49%	L	-10.94%	L	-10.94%	L	-11.16%	L	-8.98%	L	-6.43%	L	-6.43%	L	35.44%
2000	-8.40%	W	-15.14%	W	-5.40%	W	-4.45%	W	8.46%	W	-10.01%	W	1.47%	W	-44.14%
2001	-16.11%	L	-15.96%	L	-10.59%	L	-8.21%	L	-6.94%	L	5.84%	L	7.63%	L	12.88%
2002	-16.41%	L	-18.18%	L	-7.33%	L	-6.38%	L	-16.02%	L	-1.52%	L	1.05%	L	17.32%
2003	1.93%	L	-1.97%	L	1.77%	L	-3.54%	L	-7.41%	L	-2.00%	L	-4.24%	L	116.60%
2004	-5.97%	W	-6.09%	W	-9.54%	W	0.74%	W	-0.75%	W	-1.18%	W	-1.14%	W	-13.48%
2005	0.39%	L	-7.05%	L	-6.30%	L	-8.29%	L	-2.97%	L	-5.40%	L	-5.82%	L	6.83%
2006	-10.34%	L	-14.50%	L	-14.75%	L	-6.13%	L	-9.87%	L	-3.95%	W	-5.15%	L	-4.75%
2007	1.85%	L	3.24%	L	3.69%	L	2.41%	L	3.51%	L	3.92%	L	3.83%	L	26.22%
2008	2.13%	W	-3.00%	W	6.41%	W	7.56%	W	15.66%	W	14.53%	W	14.80%	W	-47.56%
2009	2.24%	L	-4.37%	L	-3.21%	L	1.54%	L	0.88%	L	-2.19%	L	0.19%	L	63.25%
2010	-2.67%	L	-1.73%	L	0.89%	L	1.96%	L	1.48%	L	3.49%	L	1.08%	L	40.60%
2011	1.38%	W	-9.72%	L	-8.43%	L	-3.62%	L	-11.01%	L	7.05%	W	-0.78%	L	-0.72%
2012	-2.72%	L	-1.19%	L	1.44%	L	-0.93%	L	2.02%	L	4.04%	L	3.44%	L	35.76%
2013	-5.44%	W	-10.59%	L	-5.22%	W	-6.70%	L	0.13%	W	-2.98%	W	-2.12%	W	-6.70%
2014	1.26%	L	0.55%	L	0.59%	L	-4.94%	L	-3.38%	L	-2.46%	L	-7.18%	L	15.32%
2015	1.78%	W	1.62%	W	2.46%	W	8.45%	W	5.48%	W	1.97%	W	2.25%	W	-14.00%
2016	-0.44%	L	0.35%	L	-4.02%	L	-8.50%	L	-8.83%	L	-8.35%	L	-6.30%	L	19.79%
2017	-1.48%	L	-1.48%	L	-2.00%	L	1.52%	L	2.51%	L	0.35%	L	0.87%	L	13.66%
2018	-1.27%	W	-3.98%	W	-3.24%	W	-5.99%	W	-11.34%	L	-8.26%	W	-10.79%	W	-10.82%
Count: W		8		6		7		6		6		10		8	
Count: L		14		16		15		16		16		12		14	
Status if WIN>LOSE		NO		NO		NO		NO		NO		NO		No	

หมายเหตุ : ตารางแสดงการเปรียบเทียบความสามารถในการแข่งขันระหว่าง การใช้กลยุทธ์ซื้อกลุ่มหุ้น undervalued สูง ๆ โดยแสดงค่าเป็นผลตอบแทนรวมรายปีบวกกับการใช้กลยุทธ์หุ้นกลุ่ม overvalued สูง ๆ (short overvalued) แล้วหาค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรวมในปีนั้น ๆ นำผลตอบแทนรวม (2 กลยุทธ์) มาเปรียบเทียบกับค่าผลตอบแทนรวมของตลาด (SET) หากผลตอบแทนรวมของ 2 กลยุทธ์มีค่ามากกว่าค่าผลตอบแทนรวมของตลาด (รายปี) จะถูกกำหนดด้วย “W หรือ WIN” คือ สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด แต่หากมีค่าน้อยกว่าค่าผลตอบแทนรวมของตลาดรายปี จะถูกกำหนดด้วย “L หรือ LOSE” คือ ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด

ผลจากตารางแสดงให้แสดงให้เห็นว่าตลอดปี พ.ศ. 2540-2561 ไม่มีรูปแบบของการทำงานร่วมกันตัวเปรียบเทียบราคาใดที่สามารถให้จำนวนประสิทธิภาพของการลงทุนที่ชนะผลตอบแทนตลอดเวลา 22 ปี

ตารางที่ 24 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยจากการ โดยใช้ตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการลงทุน หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินประเทศสหรัฐอเมริกา

Investment strategies: long strategy on undervalued and shorting the market.

Year	P/EPS & WIN or LOSS P/EPS (FY1)	WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS P/BV	WIN or LOSS	P/EPS & WIN or LOSS P/TBV	WIN or LOSS	P/EPS (FY2) & P/BV	WIN or LOSS	P/EPS (FY2) & P/TBV	WIN or LOSS	P/S & P/BV	WIN or LOSS	P/S & P/TBV	WIN or LOSS	SET
2557	2.6%	W	1.9%	W	2.0%	W	1.7%	W	3.7%	W	1.2%	W	0.5%	W	-14.00%
2558	-2.1%	L	-2.1%	L	-1.5%	L	1.4%	L	0.3%	L	0.0%	L	-1.4%	L	19.79%
2559	-2.2%	L	-2.2%	L	-6.8%	L	-4.8%	L	-6.2%	L	-5.7%	L	-4.5%	L	13.66%
2560	-4.5%	W	-4.5%	W	-5.1%	W	-3.7%	W	-3.0%	W	-4.1%	W	-4.4%	W	-10.82%
2561	-6.9%	L	-8.3%	L	-8.1%	L	-8.0%	L	-9.8%	L	-9.7%	L	-9.3%	L	1.02%
Count: W		8		7		8		7		8		7		7	
Count: L			14		15		14		14		14		14		14
Status if WIN>LOSE		No		No		No		No		No		No		No	

หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา (US subprime) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 – 2561 พบว่า ในปี พ.ศ. 2557 ตลาดให้ผลตอบแทนรวมเท่ากับ -14.00% และในทุก ๆ การลงทุนโดยใช้ตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานั้นให้ประสิทธิภาพที่ดีกว่าตลาดในทุก ๆ multiples และค่าผลตอบแทนที่ได้จะมีค่าผกผันกับผลตอบแทนรวมของตลาดด้วยเช่นกัน ในปี พ.ศ. 2560 ผลตอบแทนจากตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาให้ประสิทธิภาพที่ชนะผลตอบแทนรวมของตลาดที่เป็นค่าบวกในทุก ๆ ตัวแปร และพบว่าตลาดให้ผลตอบแทนที่มีค่าติดลบเท่ากับ -10.82% ผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในปี พ.ศ. 2561 นั้นพบว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีจากตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาให้ประสิทธิภาพที่ดีกว่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาด และมีค่าที่ติดลบ หมายถึง ตลาดให้ผลตอบแทนที่ต่ำ ไม่ติดลบ มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 1.02% และหากสังเกตในตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาจะให้ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่ด้อยประสิทธิภาพที่สูงกว่า

### สรุปผลจากการใช้กลยุทธ์ทั้ง 3 แบบ

กลยุทธ์ที่ 1 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (long strategy on undervalued stocks) เพียงอย่างเดียว

กลยุทธ์ที่ 2 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และขายดัชนีตลาด (SET)(long strategy on undervalued stocks and shorting the market.)

กลยุทธ์ที่ 3 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และขายหุ้นที่มีมูลค่าสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (long-short strategy on undervalued and overvalued.)

พบว่าหากมองในมุมมองของผลตอบแทนรวมเฉลี่ยตลอด 22 ปีผ่านทั้งทั้ง 7 รูปแบบของตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาแล้ว จะสังเกตได้ว่าไม่มีกลยุทธ์ใดที่สามารถให้ผลตอบแทนรวมที่เหนือกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด(SET) ได้แม้แต่กลยุทธ์เดียว แต่หากใน

มุมมองที่มองแยกประเภทออกเป็นรายปีของแต่ละกลยุทธ์แล้ว สามารถสรุปได้ว่าจากทั้งสามกลยุทธ์ หากปีในตลาดให้ผลตอบแทนที่เป็นลบ ส่วนใหญ่การลงทุนที่จัดพอร์ตจากตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาจะให้ผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของตลาด

บทสรุปจากการลงทุนด้วย 3 กลยุทธ์นั้น จากการจัดพอร์ตการลงทุนด้วยวิธีการแบ่งหุ้น ออกเป็น Undervalued กับ หุ้นที่เป็น Overvalued โดยผ่านการเลือกการลงทุนจากตัวแปรของการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานั้น อาจไม่มีความเหมาะสมในการนำมาพิจารณาเป็นพอร์ตการลงทุนหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินของกลุ่มนักลงทุน แต่อาจมีความเป็นไปได้สำหรับหุ้นอุตสาหกรรมอื่นเมื่อนำตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการจัดพอร์ตการลงทุน ที่จะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด





## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ศึกษาเกี่ยวกับความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน โดยมีการศึกษาวิเคราะห์แยกตามหมวดธุรกิจ แบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ เป็นต้น ศึกษาวิเคราะห์แยกเป็นรายปี ศึกษาวิเคราะห์ตามวิกฤตการณ์ทางการเงินที่สำคัญทั้งของประเทศไทยและของโลก ซึ่งจากการศึกษาความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์นั้น ได้วิเคราะห์ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%, 25%, 50%, 75% และ 90% ของแต่ละตัวเปรียบเทียบราคา รวมถึงวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าผิดพลาดจากการประเมินมูลค่า (“Valuation Error”) ของแต่ละตัวเปรียบเทียบราคาว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนในปีถัดไปในทิศทางใด รวมถึงนำความสัมพันธ์ดังกล่าวไปวิเคราะห์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุน

ผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับวิเคราะห์ความแม่นยำของแต่ละอัตราส่วนราคา ผู้วิจัยได้สรุปผลการวิจัย ได้ดังนี้

วิเคราะห์แยกตามหมวดธุรกิจ พบว่า P/EPS ให้ค่าความแม่นยำได้ดีที่สุดในทุกหมวดธุรกิจ อีกทั้งยังพบว่า Trailing P/E ให้ค่าความแม่นยำได้ดีกว่า Forward P/E

เปรียบเทียบความแม่นยำระหว่าง P/TBV และ P/BV พบว่าในกลุ่มธนาคาร P/TBV ให้ค่าความแม่นยำได้ดีกว่า P/BV ในขณะที่กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ พบว่า P/BV ให้ค่าความแม่นยำได้ดีกว่า P/TBV

เปรียบเทียบความแม่นยำระหว่าง P/S และ P/BV พบว่าในกลุ่มธนาคาร P/S ให้ค่าความแม่นยำได้ดีกว่า P/BV ในขณะที่กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ พบว่า P/BV ให้ค่าความแม่นยำได้ดีกว่า P/S

วิเคราะห์แยกรายปี ตลอดปี พ.ศ. 2540 – 2561 พบว่า P/EPS ให้ค่าความแม่นยำสูงที่สุดในทุก ๆ ปี เมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาในรูปแบบอื่น และพบว่าความแม่นยำนั้นมีความผันแปรไปตามสภาพเศรษฐกิจหรือสถานการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจกลุ่มการเงิน อาทิ ในปี พ.ศ. ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินทั้งที่เกิดขึ้นในประเทศไทย บทบาทการบังคับใช้กฎหมายเพื่อป้องกันความเสียหายของกลุ่มสถาบันการเงิน สภาพเศรษฐกิจภายในประเทศของปีนั้น ๆ ย่อมส่งผลในทิศทางเดียวกันกับความแม่นยำของ P/EPS

ส่วน P/BV และ P/S นั้นให้ความแม่นยำเป็นลำดับถัดมาจาก P/EPS สำหรับการประเมินความแม่นยำกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินสำหรับการวิเคราะห์แยกแบบรายปี ส่วน P/EPS (FY1) นั้นมีความผันผวนในการประเมินความแม่นยำมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเปรียบเทียบราคาในรูปแบบอื่น

ผลการวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์แยกตามวิกฤตการณ์ทางการเงินที่สำคัญต่าง ๆ พบว่า

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมด จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/S และ P/BV ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมด จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/BV และ P/S ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/DPS และ P/S ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/DPS และ P/S ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงหลังวิกฤตต้มยำกุ้ง จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/BV และ P/S ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงหลังวิกฤตต้มยำกุ้ง จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/BV และ P/EPF2 ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/BV และ P/S ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/BV และ P/S ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 90% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/S และ P/BV ตามลำดับ

วิเคราะห์ข้อมูลช่วงหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จะพบว่า ณ ระดับความแม่นยำที่ 75% P/EPS มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุด เมื่อเทียบกับ P/S และ P/BV ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์ข้อมูลตามช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินที่สำคัญต่าง ๆ จะเห็นได้ว่า จะเป็นช่วงวิกฤตหรือหลังวิกฤต ณ ระดับความแม่นยำต้องที่ 90% หรือ 75% P/EPS จะเป็นตัวเปรียบเทียบราคา (Price multiple) ที่มีความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่สูงที่สุดเสมอ

ผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของ Valuation Error ว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนในปีถัดไปในทิศทางใด รวมถึงการนำไปใช้ในการจัดตัดสินใจทำกลยุทธ์การลงทุน ผู้วิจัยได้สรุปผลการวิจัย ได้ดังนี้

วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของ Valuation Error ว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนในปีถัดไปในทิศทางใด โดยในตอนแรกวิเคราะห์แยกตามแต่ละอัตราส่วนราคา โดยใช้ Valuation Error ในการแบ่งประเภทของบริษัทในแต่ละปี แบ่งเป็น Undervalued และ Overvalued ซึ่งจากการวิเคราะห์ Single multiples กลุ่ม Undervalued พบว่า Trailing P/E, Forward P/E และ P/S ที่ค่าความสัมพันธ์ของ Valuation error มีทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนส่วนเกินในปีถัดไป และกลุ่ม Overvalued พบว่า P/EPS (FY2) และ P/DPS มีทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน สำหรับการวิเคราะห์ Combination on multiples กลุ่ม Undervalued พบว่า P/EPS & P/EPS (FY1), P/EPS & P/BV, P/EPS&P/TBV, P/EPS (FY2)&P/BV, P/EPS (FY2)&P/TBV และ P/S&P/BV มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับกลุ่ม Overvalued พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันทั้งหมด

วิเคราะห์กลยุทธ์การลงทุน โดย 3 กลยุทธ์สำหรับการลงทุนนั้น ได้แก่

1. กลยุทธ์ที่ 1 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Long strategy on undervalued stocks) เพียงอย่างเดียว
2. กลยุทธ์ที่ 2 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และขายดัชนีตลาด (SET) (Long strategy on undervalued stocks and shorting the market)
3. กลยุทธ์ที่ 3 กลยุทธ์ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และขายหุ้นที่มีมูลค่าสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Long-short strategy on undervalued and overvalued.)

พบว่า จากการจัดพอร์ตการลงทุน ทั้ง 3 รูปแบบนั้น เมื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนเฉลี่ยจากรูปแบบการจัดพอร์ตการลงทุนด้วยตัวเปรียบเทียบราคาในทุกรูปแบบตลอด 21 ปี แล้วทำการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (SET) พบว่า ทั้งสามกลยุทธ์นั้นไม่มีกลยุทธ์ในที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดได้แม้เพียงกลยุทธ์เดียวของผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีของการใช้ตัวเปรียบเทียบราคาในการคัดเลือกหุ้นกลุ่มการเงินมาจัดพอร์ตนั้น พบว่า ให้จำนวนปีที่ให้ผลตอบแทนติดลบมากกว่าจำนวนปีที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวก ในทุก ๆ กลยุทธ์การลงทุน และในปีที่ให้ผลตอบแทนติดลบก็จะให้ค่าติดลบที่สูง ๆ ซึ่งในปีที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวกนั้นก็ให้ผลตอบแทนที่ไม่ได้สูงเพียงพอ จึงทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุนในทุก ๆ กลยุทธ์ นั้นให้ผลตอบแทนที่ติดลบ

บทสรุปจากการลงทุนด้วย 3 กลยุทธ์นั้น จากการจัดพอร์ตการลงทุนด้วยวิธีการแบ่งหุ้นออกเป็น Undervalued กับ หุ้นที่เป็น Overvalued โดยผ่านการเลือกการลงทุนจากตัวแปรของการ

ทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคานั้น อาจไม่มีความเหมาะสมในการนำมาพิจารณาเป็นพอร์ตการลงทุนหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงินของกลุ่มนักลงทุน แต่อาจมีความเป็นไปได้สำหรับหุ้นอุตสาหกรรมอื่นเมื่อนำตัวแปรการทำงานร่วมกันของตัวเปรียบเทียบราคาเป็นเกณฑ์ในการจัดพอร์ตการลงทุน ที่จะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด



## บรรณานุกรม

- ประเมินมูลค่าหุ้นด้วย DCF: เขาทำกันอย่างไร. <https://www.finnomena.com/investment-reader/dcf/>  
กรกฎาคม 2561
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551), แนวคิดการบริหารกลุ่ม  
หลักทรัพย์ พิมพ์ครั้งที่ 1 ,หลักสูตรผู้เชี่ยวชาญการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSD) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
[https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017\\_YFSCamp\\_Inv\\_Reading02.pdf](https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017_YFSCamp_Inv_Reading02.pdf)
- อุษณีย์ ลิ่วรัตน์. (2559). วิเคราะห์หุ้นราย Sector หุ้นกลุ่มธนาคาร. พิมพ์ครั้งที่ 1. บุญศิริการพิมพ์.  
กรุงเทพฯ.
- Andrew W. Alford (1992), The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price  
earnings valuation methods, *Journal of Accounting Research*, 1992, vol. 30, issue 1,  
94-108
- Calomiris, C., & Nissim, D. (2007). Activity-based valuation for bank holding companies (NBER  
Working Paper 12918). Retrieved from [http://www.columbia.edu/  
\\*dn75/research.htm](http://www.columbia.edu/~dn75/research.htm).
- Cooper, I., & Cordeiro, L. (2008). Optimal equity valuation using multiples: The number of  
comparable firms. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1272349> or  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1272349>.
- C.S. Agnes Cheng & Ray McNamara (2000), The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and  
Price-Book Benchmark Valuation Methods, *Review of Quantitative Finance and  
Accounting*, 15 (2000): 349±370
- Fama, E. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 46, 1575–1617.
- Fama, E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47,  
427–466.
- Fama, E., & French, K. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal  
of Financial Economics*, 105, 457–472.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Gianfranco Forte, Gianfranco Gianfrate, Emanuele Rossi, Does relative valuation work for banks?, *Global Finance Journal*
- Lie, E., & Lie, H. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2),44–54.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*,40(1),135–172.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2007). Cash flow king in valuations?, *Financial Analysts Journal*, 63, 56–68.
- Nissim, D. (2013). Relative valuation of U.S. insurance companies. *Review of Accounting Studies*, 18(2), 324–359.
- Sanjay Sehgal & Asheesh Pandey.(2010). Equity Valuation Using Price Multiples: Evidence From India. *Journal of Accounting and Finance*, 1, 89–108, 2010
- Stephen Penman & Francesco Reggiani (2013), Returns to buying earnings and book value: accounting for growth and risk, *Review of Accounting Studies* volume 18, pages1021–1049(2013)
- Volker Herrmann & Frank Richter (2003), Pricing with Performance-Controlled Multiples, *Schmalenbach Business Review* volume 55, pages194–219(2003)