



ใบรับรองวิทยานิพนธ์  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปริญญา

บริหารธุรกิจ

สาขา

บริหารธุรกิจ

คณะ

เรื่อง การศึกษาเปรียบเทียบแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์  
กรณีศึกษา: กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

The Comparative Study of Stock Valuation Model Case Study: Banking Industry

นามผู้วิจัย นายภัทร บุญฤทธิ

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

( อาจารย์พีรพัฒน์ วงศ์ชัยวัฒน์, D.Sc.

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

( ผู้ช่วยศาสตราจารย์ภัทรกิตติ์ เนตินิยม, Ph.D

ประธานสาขาวิชา

( ผู้ช่วยศาสตราจารย์ภัทรกิตติ์ เนตินิยม, Ph.D.

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

( รองศาสตราจารย์กาญจนา ชีระกุล, D.Agr.

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ \_\_\_\_\_ เดือน \_\_\_\_\_ พ.ศ. \_\_\_\_\_

สืบสิงห์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาเปรียบเทียบแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

กรณีศึกษา: กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

The Comparative Study of Stock Valuation Model

Case Study: Banking Industry

โดย

นายภัทร บุญฤทธิ

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ภัทร บุญฤทธิ์ 2557: การศึกษาเปรียบเทียบแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์  
กรณีศึกษา: กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ  
คณะบริหารธุรกิจ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: อาจารย์พีรพัฒน์ วงศ์ชัยวัฒน์, D.Sc.  
49 หน้า

วิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ปัจจุบันมีวิธีต่างๆมากมาย แต่วิธีการที่นิยมใช้อย่าง  
แพร่หลายมีวิธีการหลักๆได้แก่ การคิดลดเงินปันผล (DDM) การคิดลดกระแสเงินสด (DCF) และ  
ตัวแบบกำไรส่วนเกิน (RIM) ซึ่งแต่ละวิธีการก็มีแนวความคิดในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์  
แตกต่างกันไป วิธีการเหล่านี้ให้ความแม่นยำค่อนข้างสูงจึงได้รับความนิยมจาก อย่างไรก็ตามใน  
กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารนั้นเป็นกลุ่มที่มีพื้นฐานในการดำเนินธุรกิจแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรม  
อื่นๆ เนื่องจากธนาคารนั้นมีการทำธุรกิจเกี่ยวกับเงินเป็นหลัก ประกอบกับโครงสร้างเงินทุนที่  
แตกต่างจากกิจการทั่วไป ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าจึงได้ทำการทดสอบประสิทธิภาพของแบบจำลอง  
ทั้งสามแบบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1. เพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองคิด  
ลดเงินปันผล แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ และแบบจำลองกำไรส่วนเกิน โดยใช้ข้อมูลใน  
รายงานทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร 2. เพื่อ  
เปรียบเทียบการใช้แบบจำลองที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สามแนวทางในกลุ่ม  
อุตสาหกรรมธนาคาร

ผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้พบว่าแบบจำลอง RIM ให้ความคลาดเคลื่อนโดยเฉลี่ยต่ำกว่า  
แบบจำลอง DDM และแบบจำลอง DCF ตามลำดับ จากการพิจารณาพบว่าแบบจำลอง RIM นั้น  
นำเอามูลค่าทางบัญชีมาเป็นส่วนประกอบในการคำนวณ ซึ่งราคาตลาดของหลักทรัพย์ใน  
อุตสาหกรรมธนาคารนั้นค่อนข้างสอดคล้องกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการ ในขณะที่แบบจำลอง  
DCF ประสบปัญหาในการคำนวณเป็นอย่างมากในการคำนวณต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักและจาก  
การที่กระแสเงินสดอิสระติดลบเนื่องจากรูปแบบการดำเนินกิจการของอุตสาหกรรมธนาคาร

ลายมือชื่อนิสิต

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Pattara Boonyarith 2014: The Comparative Study of Stock Valuation Model Case Study: Banking Industry. Master of Business Administration, Major Field: Business Administration, Faculty of Business Administration. Thesis Advisor: Peerapat Wongchaiwat, D.Sc. 49 pages.

To evaluate the stock value, there are currently many approaches. Among these analytical instruments Dividend Discount Model (DDM), Discount Cash Flow Model (DCF) and Residual Income Model (RIM) are intensively used by investors and analyzers. Even though the main concepts and the analytical fundamental to predict the value of the firm of these models are different, their outputs are accurate in the case of general business. Banking and Financial industry's businesses, however, are different due to the complexity of capital structure. Hence, the main objective of this paper is to select the suitable model for predicting the stock value of banking and financial section. The historical data were used to evaluate the value using DDM, DCF and RIM model. Finally, the predicted values of each model are compared with those of historical market prices and calculated the error which was used as selective criteria. The results showed that RIM had the least valuation error on average followed by DDM and DCF model, respectively. This might be because the RIM included a book value into the estimation model which was commonly correlated to the stock price of banking and financial section, while DCF encountered the negative predicted value due to the natural structure of the industry.

---

Student's signature

---

Thesis Advisor's signature

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงของ อาจารย์พีรพัฒน์ วงศ์ชัยวัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ภัทรกิตต์ เนตินิยม อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์รอง และ ผู้ทรงคุณวุฒิภายนอก ที่ให้ความกรุณาให้คำปรึกษาและ ให้คำแนะนำกับการทำวิทยานิพนธ์นี้ ตลอดจนช่วยส่งเสริมและสนับสนุนให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบคุณเพื่อนๆ พี่ๆ นิสิต โครงการปริญญาโทสำหรับผู้บริหารการเงิน รุ่นที่ 6 และ ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโทผู้บริหารการเงิน (ภาคพิเศษ) ทุกคนที่ช่วยให้การศึกษา ระดับปริญญาโทครั้งนี้ สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

คุณค่าจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบเป็นเครื่องบูชาแด่พระคุณบิดา มารดา ครู อาจารย์ และ ผู้มีพระคุณทุกท่าน

ภัทร บุญฤทธิ์

มีนาคม 2557

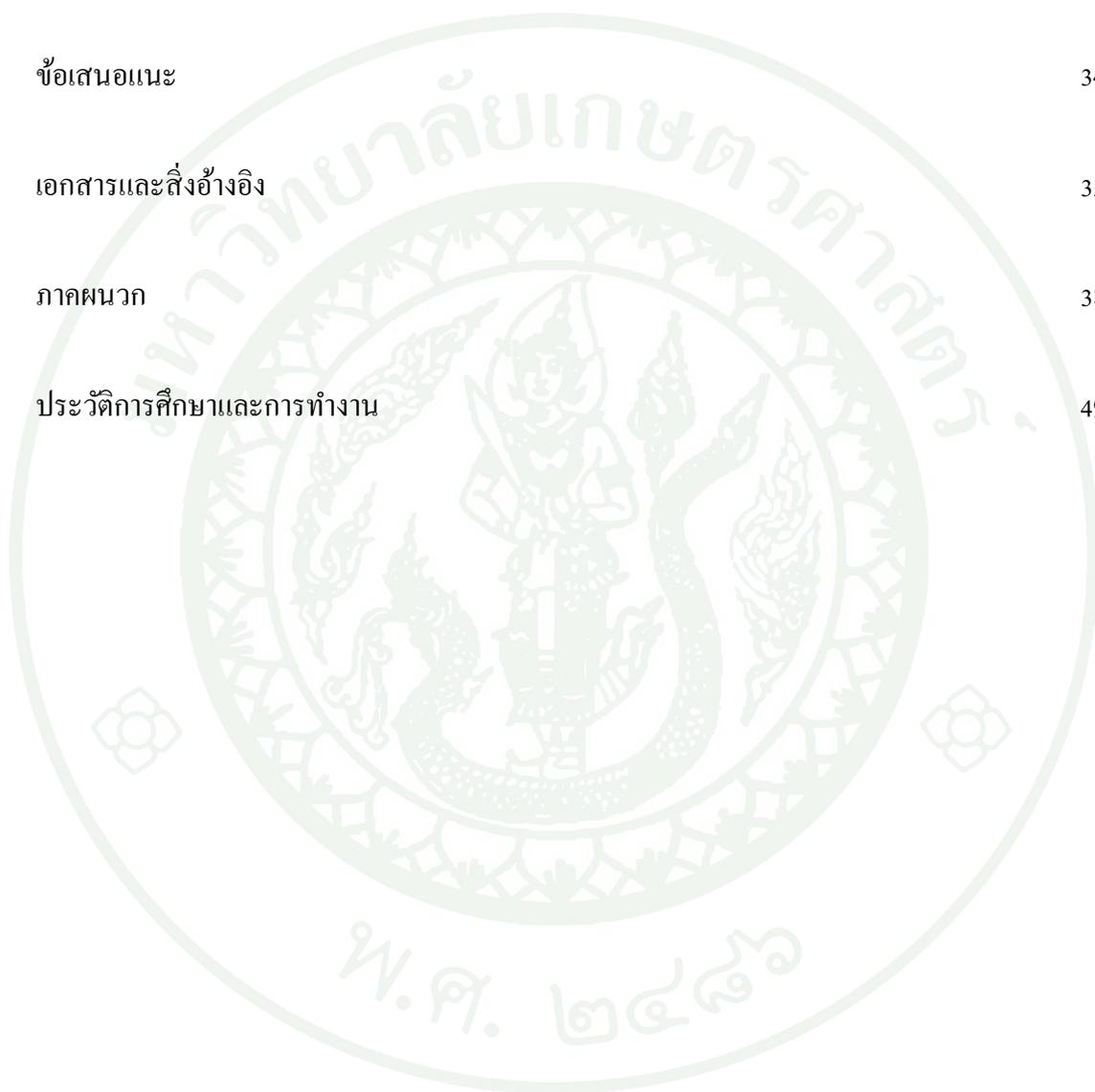
## สารบัญ

## หน้า

สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(5)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
ขอบเขตของการวิจัย	3
ประโยชน์ที่ได้รับ	3
ข้อจำกัดของการวิจัย	4
นิยามศัพท์	5
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	6
ทฤษฎีและแนวคิด	7
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	13
กรอบแนวคิดการวิจัย	17
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	18
วิธีการเก็บข้อมูล	19
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	20
บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์	28
ผลการวิจัย	28
ข้อวิจารณ์	31
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	33
สรุปผลการวิจัย	33

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ข้อเสนอแนะ	34
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	35
ภาคผนวก	38
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	49



## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแบบจำลอง	28
2	การเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับตัวแปรต่างๆในแต่ละตัวแบบจำลอง	29
3	การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของความแม่นยำเฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ	30
4	การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของผลลัพธ์เฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ	30
<b>ตารางผนวกที่</b>		
1	Market Risk Premium ที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์	39
2	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์	44
3	ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดเงินปันผลที่ยังไม่ได้ตัดตัวแปร	45
4	ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดเงินปันผลที่ยังตัดตัวแปรแล้ว	45

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
6	ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาหลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดที่ ตัดตัวแปรแล้ว	46
7	ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาหลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองกำไรส่วนเกินที่ยังไม่ได้ ตัดตัวแปร	47
8	เปรียบเทียบความแม่นยำเฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสาม แบบ	47
9	เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลลัพธ์ที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสาม แบบ	48

## สารบัญภาพ

ภาพที่

หน้า

1

กรอบแนวคิดการวิจัย

17



# บทที่ 1

## บทนำ

### ความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หุ้นสามัญ นับเป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ที่ต้องการมีสินทรัพย์ และแสวงหาผลตอบแทน โดยไม่ต้องลงทุนในธุรกิจโดยตรง สำหรับหุ้นสามัญนั้น นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสองรูปแบบ คือ ในรูปของเงินปันผล และกำไรจากการขายหุ้น โดยอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับนั้นขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ ที่นักลงทุนเลือกที่จะลงทุน ซึ่งนักลงทุนมักจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ที่อัตราความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้

การที่นักลงทุนลงทุนในหุ้นสามัญใดๆนั้น ทำให้นักลงทุนมีฐานะเปรียบเสมือน เจ้าของกิจการนั้นๆคนหนึ่ง เนื่องจากจะมีส่วนได้ส่วนเสียจากการดำเนินงานของกิจการนั้นทุกๆปี

นักลงทุนแต่ละรายเมื่อตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญใดๆก็จะมีกำหนดมูลค่าหุ้นที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งมีปัจจัยหลายอย่าง เช่น เป้าหมายการลงทุนที่แตกต่างกัน ข้อมูลข่าวสารที่ได้รับไม่เท่าเทียมกัน อัตราความเสี่ยงที่นักลงทุนแต่ละรายยอมรับได้ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ และความพึงพอใจส่วนบุคคล เป็นต้น จึงทำให้มีการคิดค้นวิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์มากมาย เพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนแต่ละประเภท ภายใต้เงื่อนไขข้อจำกัดต่างๆ และเป็นแนวทางให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็นก่อนที่จะลงทุนได้

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญเกิดขึ้นจากความเชื่อที่ว่านักลงทุนย่อมคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคต ซึ่งหมายถึง เงินปันผล และ กำไรส่วนต่าง ดังนั้น การประเมินมูลค่าย่อมขึ้นอยู่กับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

นอกเหนือจากมุมมองในการวิเคราะห์ของนักลงทุน และ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แต่ละคนที่ทำให้เกิดความแตกต่างของมูลค่าที่แท้จริง ของหุ้นสามัญที่คำนวณได้แล้ว ตัวแบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญยังมีสมมติฐานสำคัญอย่างหนึ่งคือ บริษัทที่นักลงทุนกำลังจะลงทุนต้องเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจต่อไป ไม่มีวันครบกำหนดอายุ ดังนั้น ผลประโยชน์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับก็จะได้รับต่อเนื่องไปตราบเท่าที่กิจการนั้นยังคงดำเนินอยู่ สมมติฐานดังกล่าวทำให้นักลงทุนจำเป็นต้องประมาณการการเคลื่อนไหวของกระแสเงินในอนาคตอย่างไม่จำกัด ซึ่งในทางปฏิบัติ นักลงทุนจะสามารถประมาณการ กระแสเงินสดในระยะเวลาดำเนินไปได้เพียงช่วงระยะเวลาหนึ่ง ส่วนที่เหลือจึงเป็นปัญหาของการประเมินมูลค่าปลายทาง

แนวคิดในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์นั้นแบ่งเป็นแนวคิดหลักๆ ได้สองกลุ่ม กลุ่มแรกคือ Absolute Valuation ซึ่งแนวความคิดนี้จะเน้นไปที่การหามูลค่าที่แท้จริงของกิจการและการลงทุน โดยเน้นที่พื้นฐานของกิจการใดกิจการหนึ่ง แบบจำลองที่ได้รับความนิยมสำหรับแนวคิด Absolute Valuation ได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow Model) และ แบบจำลองกำไรส่วนเกิน (Residual Income Model) แบบจำลองต่างๆ ในแนวคิดนี้จะให้มูลค่าที่แท้จริงของกิจการออกมาเป็นตัวเลขที่ชัดเจน กลุ่มที่สองคือ Relative Valuation ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบกิจการที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน โดยจะให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ เช่น Price to Earnings Multiple และนำมาเปรียบเทียบกับกิจการอื่นๆ ซึ่งวิธีการนี้จะบอกได้ว่าราคาหุ้นของกิจการนั้นสูงหรือต่ำกว่ากิจการอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันเมื่อเปรียบเทียบกัน

แต่สำหรับหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นกลุ่มที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประสบปัญหาในการประเมินมูลค่าเป็นอย่างมาก เนื่องจากธนาคารมีความแตกต่างกับกิจการทั่วไปสองประการ ประการแรกคือลักษณะการดำเนินธุรกิจของธนาคารทำให้การระบุนี้สินและเงินลงทุนรวมไปถึงการประมาณการกระแสเงินสดของกิจการเพื่อหามูลค่าหุ้นนั้นทำได้ยาก อีกประการหนึ่งคือธนาคารนั้นมีกรอบแนวทางที่กำหนดการจัดสรรและการลงทุนโดยธนาคารแห่งประเทศไทย หากกรอบแนวทางนี้เปลี่ยนแปลงก็จะกระทบกับมูลค่าของกิจการเป็นอย่างมาก

ผู้วิจัยมีความสนใจใช้แบบจำลอง 3 แบบที่เป็นที่นิยมแพร่หลายจากแนวคิด Absolute Valuation เพื่อทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองสามแบบอันได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM) แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (DCF) และ แบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RIM) ในหุ้นกลุ่มธนาคาร

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองต่างๆโดยใช้ข้อมูลในรายงานทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร
2. เพื่อเปรียบเทียบการใช้แบบจำลองที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สามแนวทางอัน ได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ และแบบจำลองกำไรส่วนเกิน ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

### ขอบเขตของการวิจัย

ทำการศึกษาเปรียบเทียบการประเมินมูลค่าหุ้นจากแบบจำลองสามแบบ อัน ได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ และแบบจำลองกำไรส่วนเกิน โดยใช้ข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในรายงานทางการเงินของกิจการ โดยศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2554

### ประโยชน์ที่ได้รับ

1. เพื่อเปรียบเทียบความแม่นยำของแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารทั้งสามแบบจำลองปฏิบัติซึ่งจะเป็นแนวทางกับนักลงทุน และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ในการเลือกใช้แบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่เหมาะสม เมื่อต้องการวิเคราะห์การลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

### ข้อจำกัดของการวิจัย

1. เนื่องจากแบบจำลองที่ใช้ทั้งสามแบบจำลองมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตเข้ามาคำนวณด้วย ซึ่งวิธีที่ใช้คาดการณ์ดังกล่าวนี้มีหลากหลายวิธีและให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันซึ่งอาจทำให้เกิดอคติต่อการเปรียบเทียบความแม่นยำของแบบจำลองว่าผลที่ได้นั้นเกิดจากวิธีการคำนวณของแต่ละแบบจำลองหรือเกิดจากความแม่นยำในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน ดังนั้นจึงกำหนดให้แบบจำลองทั้งสามนั้นคาดการณ์ผลการดำเนินงานได้อย่างถูกต้องโดยการใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินที่ได้รับการรับรองจากผู้ตรวจบัญชีแล้วเป็นเกณฑ์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เพื่อขจัดอคติในเรื่องการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตออกไป
2. การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำและปานกลาง ราคาหลักทรัพย์สามารถได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆเช่น ข่าวลือ และการคาดการณ์ล่วงหน้าภายใต้ข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ซึ่งทำให้ราคาในตลาดหลักทรัพย์ไม่เท่ากับมูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นหากการคำนวณจากแบบจำลองมีผลลัพธ์ที่ไม่ตรงกับราคาตลาดจะไม่สามารถสรุปได้ว่าเกิดจากมูลค่าที่แท้จริงแปรปรวนไปจากราคาตลาด หรือ ราคาตลาดแปรปรวนไปจากมูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นจึงกำหนดให้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับสูง ผู้ลงทุนไม่สามารถใช้ประโยชน์จากข่าวสารข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์เพื่อหาผลตอบแทนส่วนเกินได้ เพราะข้อมูลเหล่านี้สะท้อนอยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ในภาวะเช่นนี้ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (จิรัตน์, 2542; 263) ดังนั้นหากผลลัพธ์จากแบบจำลองใดมีค่าแตกต่างจากราคาตลาด ให้สรุปว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้จากแบบจำลองนั้นแปรปรวนไปจากราคาตลาด
3. การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลา 1 วันทำการอาจมีการซื้อขายกันได้หลายระดับราคา โดยอาจมีปัจจัยมาจากการเก็งกำไรหรือการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะ ดังนั้นจึงกำหนดให้ว่าราคาตลาดของวันทำการหนึ่งมีค่าเท่ากับราคาปิดของวันทำการนั้น

## นิยามศัพท์

**ตลาดหลักทรัพย์** หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ข้อมูลทางการเงิน** หมายถึง ข้อมูลที่ได้รับจากงบการเงิน ซึ่งแสดงถึงฐานะทางการเงินของ  
หลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลานั้นๆ รวมถึงผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ในช่วงต่างๆ

**งบการเงิน** หมายถึง งบดุล งบกำไรขาดทุน งบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้อถือหุ้น  
งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด หมายถึงชุดประกอบงบการเงินที่ได้รับการรับรองจาก  
ผู้สอบบัญชี

**บริษัทจดทะเบียน** หมายถึง หลักทรัพย์ที่ได้รับการจดทะเบียนหรือได้รับการอนุญาตให้ทำ  
การซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ราคาตลาด** หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาหนึ่ง  
โดยราคาตลาดจะถูกกำหนดโดยอุปสงค์ และอุปทานของหลักทรัพย์นั้น ในที่นี้กำหนดเป็น ราคา  
ตลาดที่มีการซื้อขายเกิดขึ้นจริงเป็นรายการสุดท้าย ณ สิ้นวันทำการ

**แบบจำลอง DDM** หมายถึงแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (สมการที่ 1)

**แบบจำลอง DCF** หมายถึงแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด (สมการที่ 2)

**แบบจำลอง RIM** หมายถึงแบบจำลองกำไรส่วนเกิน (สมการที่ 3)

## บทที่ 2

### การตรวจเอกสาร

ในการศึกษาครั้งนี้มี แนวคิด ทฤษฎี และหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย ประกอบด้วย

1. ทฤษฎีและแนวคิด
  - 1.1 แนวคิดการประเมินผลการดำเนินงาน
  - 1.2 ทฤษฎีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์
  - 1.3 การวัดความเสี่ยงจากการลงทุน
2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
3. กรอบแนวคิดการวิจัย

## ทฤษฎีและแนวคิด

### แนวคิดการประเมินผลการดำเนินงาน

การที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะวัดประสิทธิภาพและประเมินผลการดำเนินงานของกิจการนั้นทำได้ง่ายที่สุดโดยการพิจารณากำไรสุทธิของกิจการที่ประกาศออกมาในแต่ละไตรมาส ซึ่งกำไรสุทธินั้นมีผลโดยตรงกับราคาหลักทรัพย์ เช่น เมื่อกิจการประกาศกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นของบริษัทนั้นก็จะเพิ่มตาม ในทางกลับกัน หากกิจการประกาศกำไรสุทธิลดลง หรือ ประกาศผลขาดทุน ก็จะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้นลดลงไปด้วย

Fernandez (2008) ได้ให้ความเห็นที่แตกต่างออกไปว่า “กำไรสุทธิเป็นเพียงความเชื่อ แต่กระแสเงินสดต่างหากที่เป็นความจริง” โดยการมองว่าการคำนวณกำไรสุทธิโดยใช้ผลลัพธ์จากการนำรายรับของกิจการ มาหักด้วยรายจ่าย ทำให้กำไรสุทธิอาจมีปัญหาเรื่องประสิทธิภาพในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากสมมติฐานทางบัญชีหลายประการ เช่น เกณฑ์คงค้าง ค่าเสื่อมราคา การตั้งค่าเพื่อหนี้สงสัยจะสูญ การคำนวณต้นทุนสินค้า ฯลฯ ซึ่งแม้การใช้กำไรสุทธิจะได้รับความนิยมน้อยลง และสามารถวัดความสามารถของกิจการได้ในระดับหนึ่ง แต่การนำไปใช้โดยไม่ได้พิจารณารายละเอียด อาจส่งผลให้เกิดความผิดพลาดในการตีความได้

กระแสเงินสด จึงเป็นตัวชี้วัดที่เหมาะสมกว่ากำไรสุทธิ เนื่องจากไม่ขึ้นอยู่กับกฎเกณฑ์ทางบัญชี ซึ่งแนวคิดนี้กล่าวถึงการไหลเข้าและออกของเงินสดของกิจการ ซึ่งข้อดีของการใช้กระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดคือ กระแสเงินสดได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงวิธีการทางบัญชี ซึ่งตัวเลขทางการเงินอื่นๆจะได้รับผลกระทบมากกว่ามาก และการใช้กระแสเงินสดก็สามารถกำจัดอคติด้านคุณภาพกำไรระหว่างบริษัทเหมือนดังการใช้กำไรสุทธิ

จะเห็นได้ว่าการเลือกใช้กระแสเงินสด โดยการนำเอาตัวเลขในงบทางการเงิน รวมทั้งกำไรสุทธิมาทำการปรับปรุงและแสดงในรูปของกระแสเงินสด และนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดคุณภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน จึงเหมาะสมกว่าการใช้กำไรสุทธิ ซึ่งการคิดลดกระแสเงินสดนั้นมีหลายวิธีซึ่งแตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับประเภทของกระแสเงินสดที่ทำมาใช้คำนวณ และการนิยาม ซึ่งจะอยู่ในรูปแบบต่างๆดังนี้

รูปแบบแรกเป็นรูปแบบของกระแสเงินสดที่ชัดเจนที่สุด ซึ่งก็คือ เงินปันผล เพราะเป็นสิ่งที่นักลงทุนจะได้รับ โดยตรงจากการถือครองหุ้น การคำนวณมูลค่าโดยการคิดลดเงินปันผลหรือ Dividend Discount Model หรือ DDM การคำนวณด้วยแบบจำลองนี้สามารถทำได้ง่ายและสะดวก รวดเร็ว แต่มีข้อเสียคือไม่สามารถประเมินมูลค่าของบริษัทที่ประสบผลขาดทุนจนไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ หรือไม่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล

รูปแบบที่สองคือ กระแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงาน หรือ Operating cash Flow หมายถึง กระแสเงินสดที่ได้หักค่าใช้จ่ายต่างๆไปแล้ว และเป็นเงินสดก่อนจ่ายคืนให้กับเจ้าของเงินทุนกลุ่มต่างๆ ดังนั้นการคิดลดในการหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดนี้จึงใช้ค่าต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก หรือ Weighted Average Cost of Capital: WACC ซึ่งทำให้วิธีการนี้เหมาะสมที่จะใช้วัดมูลค่าของบริษัทที่มีความแตกต่างกันในด้านของโครงสร้างเงินทุน

กระแสเงินสดอีกรูปแบบหนึ่งคือ กระแสเงินสดของผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึงการแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานและหักภาระผูกพันหนี้ไว้แล้ว กระแสเงินสดส่วนที่เหลือจึงเป็นเงินทุนของเจ้าของ หรือผู้ถือหุ้น อัตราคิดลดจึงใช้อัตราผลตอบแทนของเงินทุนของนักลงทุนเลย

### ทฤษฎีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

Fernandez (2008) อธิบายถึงวิธีการหลักๆที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการด้วยการคิดลดกระแสเงินสด ได้แก่กระแสเงินสดอิสระ คิดลดด้วยต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กระแสเงินสดอิสระสำหรับเจ้าของ คิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของเจ้าของ Capital Cash Flow คิดลดด้วยต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักก่อนภาษี และ APV (Adjusted Present Value) วิธีการเหล่านี้มีสมมติฐานเดียวกัน และจะให้มูลค่าการคำนวณที่เท่ากัน โดยความแตกต่างจะอยู่ที่กระแสเงินสดที่นำมาเป็นจุดเริ่มต้นในการประเมินมูลค่า

Damodara (2009) เขียนบทความเกี่ยวกับวิธีการประเมินมูลค่ากิจการด้านการเงิน กล่าวว่า แนวทางการประเมินมูลค่าสำหรับอุตสาหกรรมกลุ่มการเงินนั้นไม่แตกต่างจากอุตสาหกรรมกลุ่มอื่น เพียงแต่มีข้อพิจารณาบางประการที่ทำให้การประเมินแตกต่างออกไป ประการแรกคือหนี้สิน ซึ่งอุตสาหกรรมการเงินนี้ยากที่จะระบุให้ชัดเจนได้ ส่งผลถึงการคำนวณต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) แต่การประเมินมูลค่าของส่วนทุนนั้นทำได้ง่ายมาก โดยการใช้การคิดลดกระแสเงินสด

อิสระต่อส่วนผู้ถือหุ้น ประการที่สองคือรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) และเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ใช้คำนวณหากระแสเงินสดอิสระก็ประมาณการได้ยาก เนื่องจากการนำเงินไปลงทุนต่อ(Reinvestment) ของกิจการกลุ่มนี้ถูกจัดเข้าไปในรายจ่ายจากการดำเนินงาน แทนที่จะเป็นรายจ่ายเพื่อการลงทุน ดังนั้นการประมาณการการกระแสเงินสดอิสระต่อส่วนผู้ถือหุ้นเราจึงต้องพิจารณาจากเงินปันผล โดยอนุมานว่าเงินที่กิจการไม่ได้จ่ายออกมาในรูปเงินปันผลนั้น ถือเป็นการนำเงินไปลงทุนต่อ

Dermine (2008) เขียนบทความด้านการประเมินมูลค่ากิจการธนาคารไว้ว่าแนวคิดการประเมินมูลค่ากิจการนั้นใช้ได้กับกิจการทั่วไป แต่กับกิจการกลุ่มธนาคารนั้นควรมีตัวแบบเฉพาะสำหรับใช้วัดมูลค่า ซึ่งบทความฉบับนี้ได้นำเสนอ “การประเมินมูลค่าจากพื้นฐานกิจการ (Fundamental Valuation)” ซึ่งมีลักษณะเฉพาะสองประการ ประการแรกคือตัวแบบนี้สามารถแยกแยะที่มาของมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจน และประการที่สองคือสามารถประเมินครอบคลุมไปถึงด้านการบริหารงานของธนาคาร เช่น การจัดสรรเงินทุน และ การกำหนดอัตราดอกเบี้ยต่างๆ โดยมีแนวคิดที่ว่ามูลค่าสินทรัพย์ มาจากผลรวมของ Liquidation Value และ Franchise Value

แบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เป็นที่นิยมใช้อย่างกว้างขวาง ได้แก่

#### The dividend discount model (DDM)

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญในรูปแบบของการคิดลดเงินปันผลทำได้ดังนี้

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV_T}{(1 + Ke)^T}$$

โดยที่  $V_0$  = มูลค่าเมื่อเวลา  $t=0$

$D_t$  = เงินปันผลสุทธิในอนาคตสำหรับช่วงเวลา  $t$

$Ke$  = ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

$TV_T$  = มูลค่าปลายทางซึ่งคำนวณจาก  $TV_T = \frac{D_{t+1}}{Ke-g}$ ,  $g$  = อัตราการเติบโต

### Discount Cash flows Model (DCF)

การประเมินมูลค่าของ Equity Value จากกระแสเงินสดอิสระสามารถคำนวณจากมูลค่าปัจจุบันของผลรวมของกระแสเงินสดอิสระ หักด้วยหนี้สิน

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^T} - Debt_0$$

โดยที่  $V_0$  = มูลค่าเมื่อเวลา  $t=0$

$FCF_t$  = กระแสเงินสดอิสระของกิจการ

$Debt_0$  = มูลค่าของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

$WACC$  = ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน

$TV_T$  = มูลค่าปลายทางซึ่งคำนวณจาก  $TV_T = \frac{FCF_{t+1}}{Ke-g}$ ,  $g$  = อัตราการเติบโต

### Residual Income Model (RIM)

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยแบบจำลองกำไรส่วนเกิน ทำได้ดังนี้

$$V_t = OE_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{AE_{t+1}}{(1+Ke)^t} + \frac{S_T}{(1+Ke)^T}$$

โดยที่  $V_t$  = มูลค่าเมื่อเวลา  $t$

$OE_t$  = มูลค่าทางบัญชีเมื่อเวลา  $t$

$AE_t$  = กำไรเกินปกติหรือ abnormal earnings เมื่อเวลา  $t$

$Ke$  = ต้นทุนเงินทุนของเจ้าของ

$S$  = มูลค่าปลายทางของกำไรเกินปกติ ซึ่งคำนวณจาก  $S_T = \frac{AE_{t+1}}{Ke-g}$

$g$  = อัตราการเจริญเติบโตของกำไรเกินปกติ

## การวัดความเสี่ยงจากการลงทุน

การวัดความเสี่ยงจากการลงทุน โดยดูช่วงห่างระหว่างอัตราผลตอบแทนสูงสุดกับอัตราผลตอบแทนต่ำสุด (Range) เป็นวิธีที่ง่ายที่สุด แต่ไม่เหมาะสมกับการวัดความเสี่ยงมากนัก เนื่องจากถ้าขนาดของตัวอย่างมีจำนวนมากขึ้น ค่าของช่วงห่างก็จะกว้างขึ้น วิธีวัดความเสี่ยงที่เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปได้แก่ การหาค่าความแปรปรวน (Variance) ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือการหาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ที่มีค่าความแปรปรวนหรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูง เป็นหลักทรัพย์ที่มีการกระจายของค่าอัตราผลตอบแทนออกจากอัตราผลตอบแทนที่คาดเอาไว้มาก และมีความไม่แน่นอนมากที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดไว้ หลักทรัพย์นั้นจึงเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง และในทางกลับกัน หากหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำจะมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหรือความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่ำ และในบางกรณี ความแปรปรวน หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนอาจนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดได้ ถ้าหากขนาดของการลงทุนและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุนที่เปรียบเทียบกันมีค่าแตกต่างกันมาก ในกรณีดังกล่าวควรใช้ค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนเป็นเครื่องมือในการวัดความเสี่ยง (จิรัตน์, 2542: 178-179)

ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นการวัดความเสี่ยงที่มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ที่ประเมินได้คลาดเคลื่อนไปจากราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น และหลักทรัพย์ที่นำมาเปรียบเทียบเป็นหลักทรัพย์เดียวกันแต่มีมูลค่าที่แท้จริงที่ประเมินได้แตกต่างกัน ดังนั้นจึงเลือกใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการวัดความเสี่ยง โดยมีแนวคิดที่ว่าแบบจำลองที่สามารถประเมินมูลค่าที่แท้จริงได้ใกล้เคียงกับราคาตลาดที่สุด จะต้องมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุดด้วยเช่นกัน

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน(Standard Deviation) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - X_t)^2}$$

โดยที่  $\sigma$  = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

$x_i$  = ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันสุดท้ายของปีที่ทำการทดสอบ

$X_t$  = มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ได้จากการประเมินตามวิธีของแบบจำลอง

$n$  = จำนวนหน่วยสังเกตของข้อมูล

$i$  = ลำดับที่ของข้อมูล

ความแม่นยำ (Accuracy) จากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จากแบบจำลองต่างๆสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$Accuracy = \frac{|x - X|}{x}$$

โดยที่ Accuracy = ความแม่นยำ

$x$  = ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันสุดท้ายของปีที่ทำการทดสอบ

$X$  = มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ได้จากการประเมินตามวิธีของแบบจำลอง

## งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยก่อนหน้านี้ได้พยายามศึกษาความแม่นยำของแบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญแบบต่างๆ ว่าสามารถให้ผลการคำนวณที่เหมาะสมกับราคาตลาดของหุ้นเพียงใด และการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ยกตัวอย่างเช่น

มัสดี สันติพงษ์ไพบูลย์ (2544) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองมูลค่าตามบัญชี โดยใช้กรณีศึกษาเป็นธนาคารกสิกรไทย จำกัด มหาชน โดยใช้แบบจำลอง Implied Fair Value ของบริษัท Warburg Dillon Read และ แบบจำลอง Future Clean Book ของบริษัท Salomon smith Barney Inc, โดยแบบจำลอง Implied fair Value สามารถคำนวณหามูลค่าหุ้นสามัญของธนาคารกสิกรไทย จำกัด ในวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ได้เท่ากับ 4.67 บาทต่อหุ้น มีค่าความแปรปรวนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานไปจากราคาตลาด ณ สิ้นปี พศ 2543 210.93 และ 14.83 ตามลำดับ ในขณะที่แบบจำลอง Future Clean Book คำนวณราคาได้เท่ากับ 106.95 บาทต่อหุ้น มีค่าความแปรปรวนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานไปจากราคาตลาด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2543 10369.35 และ 101.83 ตามลำดับ จึงสรุปได้ว่า แบบจำลอง Implied fair Value สามารถคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญของธนาคารกสิกรไทย จำกัด มหาชน ณ สิ้นปี 2543 ได้ใกล้เคียงกับราคาตลาดมากกว่าแบบจำลอง Future Clean Book เนื่องจากมีค่าความแปรปรวนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำกว่า

รัชวิน โอจรัสพร (2551) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินหลักของธนาคารพาณิชย์กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานและราคาปิดเฉลี่ยแต่ละไตรมาสย้อนหลังจำนวน 4 ปี ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2547 จนถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2550 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มี 2 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และสำหรับอัตราส่วนอื่นๆ ไม่พบว่ามี ความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กฤตยซ์ ศรีสุข (2556) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 โดยใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานและราคาปิดเฉลี่ยแต่ละไตรมาสย้อนหลังจำนวน 5 ปีตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2550 จนถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2554 โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์และแบบจำลองถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมากที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มธุรกิจการเงินกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร คือผลตอบแทนของสินทรัพย์ ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการนั้น ไม่มีอัตราส่วนทางการเงินใดมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีคืออัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี

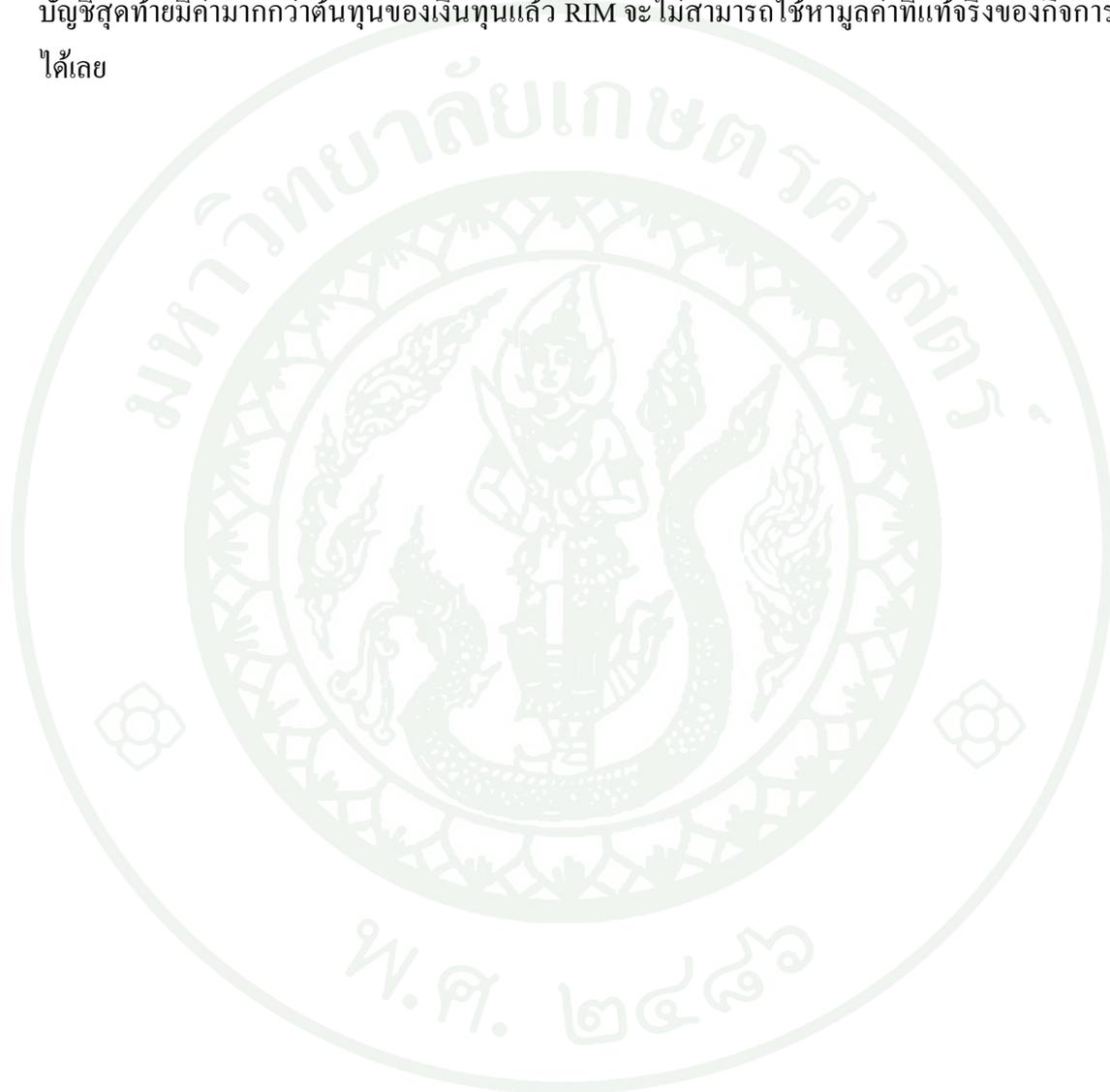
Penman and Sougiannis (1998) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบแบบจำลองการประเมินมูลค่าแบบต่างๆ ได้แก่ การคิดลดเงินปันผล (DDM) การคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (DFCF) และการคิดลดกำไรเกินปกติ (Discounted Abnormal Earnings หรือ RIM4) โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (realized payoffs) เพื่อหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญในช่วงเวลา  $T=1$  ถึง  $T=10$  ร่วมกับการคำนวณมูลค่าปลายทางทดสอบกับบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) และ National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 1973 – 1990 โดยมีกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ 3,544 บริษัทในปี 1973 ถึง 5,642 ในปี 1987 หรือมีค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างกว่า 4,192 บริษัทต่อปี ทั้งนี้ PS จัดกลุ่มตัวอย่างเข้าพอร์ตการลงทุนทั้งหมด 20 พอร์ตด้วยวิธีการสุ่ม (randomly assigned) ในแต่ละปีเพื่อทดสอบวิธีการประเมินมูลค่าภายใต้เงื่อนไขและภาวะการณ์ต่างๆ ที่อาจมีผลต่อการประมาณการ ผลงานวิจัยของ PS พบว่า นอกจากหุ้นสามัญของบางบริษัทที่มีอัตราส่วน E/P (earnings to price) ต่ำและ B/P (book to price) สูงและต่ำมากๆ โดยทั่วไปแล้วการประเมินมูลค่าจากแบบจำลอง RIM ซึ่งอ้างอิงกับการประมาณการกำไรในอนาคตให้ประสิทธิภาพในทางปฏิบัติและความแม่นยำในการประเมินมูลค่าที่เหนือกว่าแบบจำลอง DDM และ DCF ที่ต้องคาดการณ์เงินปันผลและกระแสเงินสดในอนาคตตามลำดับ

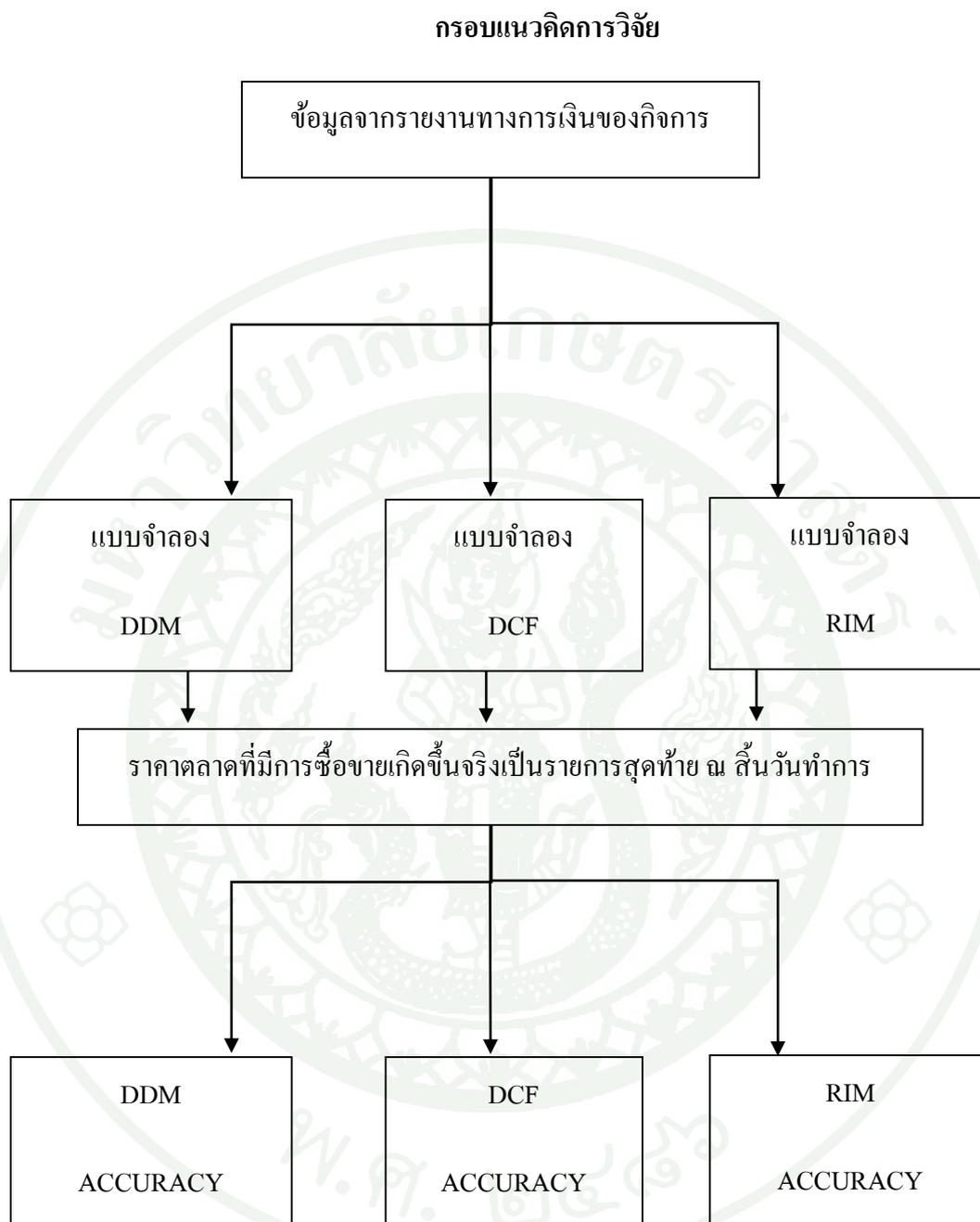
Dechow et al. (2001) ทำการศึกษาข้อมูลบริษัทใน New York Stock Exchange (NYSE) และ American Seock Exchange (AMEX) ในช่วงปี ค.ศ. 1976 - 1993 เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาด (E/P Ratio) และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคาตลาด (C/P Ratio) กับผลตอบแทนการลงทุนเกินปกติ (Abnormal Return) โดยมีการแบ่งการศึกษาออกเป็น 10 กลุ่มโดยเรียงลำดับจาก E/P Ratio และ C/P Ratio ที่มีที่ค่าต่ำสุดไปหาสูงสุด และจากการศึกษาได้ข้อสรุปว่ากิจการที่มี E/P Ratio และ C/P Ratio ที่อยู่ในระดับสูงมีผลตอบแทนการลงทุนเกินปกติมากกว่า E/P Ratio และ C/P Ratio ที่อยู่ในระดับต่ำ

Platt et al. (2009) ทำการวิเคราะห์กระแสเงินสดจริงเปรียบเทียบกับมูลค่ากิจการ (Enterprise Value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ปี 1987 – 2008 พบว่าตลาดมีการประเมินมูลค่ากิจการต่ำเกินไป ตลาดหุ้นดูเหมือนจะใช้อัตราคิดลดที่สูงเกินไปจนไปหักล้างผลกำไรในอนาคตที่นำไปคำนวณมูลค่าของบริษัท และที่น่าสนใจยิ่งกว่าคืองานวิจัยชี้ให้เห็นว่าราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนผลกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีทางการเงินที่ระบุว่า “มูลค่าของกิจการเท่ากับมูลค่าปัจจุบันที่คิดลดจากกระแสเงินสดในอนาคต” จากงานวิจัย มูลค่ากิจการมีค่าน้อยกว่ามูลค่าปัจจุบันที่คิดลดจากกระแสเงินสดในอนาคต กระแสเงินสดในอนาคตที่เพิ่มขึ้นหนึ่งดอลลาร์จะเพิ่มมูลค่ากิจการเพียง 75 เซนต์ (หรือเพียง 15 เซนต์ต่อ 1 ดอลลาร์ของกระแสเงินสดเมื่อมีการควบคุมเกี่ยวกับขนาดของกิจการ)

Anandarajan et al. (2006) ทำการศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างกำไรและมูลค่าทางบัญชีกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Istanbul Stock Exchange: ISE) โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลของ ISE ซึ่งไม่รวมบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมการเงินการธนาคาร และบริษัทที่มีมูลค่าทางบัญชีเป็นลบ ในช่วงปี ค.ศ. 1992 - 2001 ราย 6 เดือน ซึ่งประกอบไปด้วยตัวอย่างตัวอย่างจำนวน 3,671 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่ากำไรมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าทางบัญชีก็มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน โดยผลการศึกษายังได้ข้อสรุปอีกว่ามูลค่าทางบัญชีก็มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์มากกว่ากำไรของกิจการเมื่อพิจารณาจากค่า R<sup>2</sup> ที่สูงกว่า

Mohammad (2012) ได้ทำการพิสูจน์แนวคิดตามแบบจำลอง RIM เปรียบเทียบกับแบบจำลอง DDM ในทางทฤษฎี พบว่าทั้งสองแบบจำลองให้ค่าจากการประเมินมูลค่าที่เท่ากันเมื่อมีการคิดมูลค่าปลายทาง เนื่องจากการคาดการณ์มูลค่าทางบัญชีนั้นต้องคาดการณ์เงินปันผลด้วย นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าหากไม่พิจารณามูลค่าปลายทางรวมในการคำนวณ และหากมูลค่าทางบัญชีสุดท้ายมีค่ามากกว่าต้นทุนของเงินทุนแล้ว RIM จะไม่สามารถใช้หามูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้เลย





ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

## บทที่ 3

### วิธีการศึกษา

ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงในอดีตมาคำนวณมูลค่าหุ้นสามัญด้วยแบบจำลองการประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM DCF และ RIM เพื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าจริงที่มีการซื้อขายของหุ้นสามัญของบริษัทต่างๆ โดยกำหนดข้อสมมติให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพและราคาหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงอยู่เสมอ ผลที่ได้จากการเปรียบเทียบราคาหุ้นสามัญแต่ละบริษัทจะนำไปคำนวณค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพื่อเปรียบเทียบความแม่นยำจากการใช้แบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งสามแบบ และยังใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ของผลลัพธ์และตัวแบบจำลองแต่ละแบบ รวมไปถึงการพิจารณาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ และเพื่ออธิบายสาเหตุของความคลาดเคลื่อนในแต่ละแบบจำลอง

#### 1. วิธีการเก็บข้อมูล

##### 1.1 แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

##### 1.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

#### 2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

##### 2.1 ขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูล

##### 2.2 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

##### 2.3 สถิติที่ใช้ในการศึกษา

##### 2.4 ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย

## วิธีการเก็บข้อมูล

### แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยได้ทำการเก็บข้อมูลจาก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้แก่ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ งบการเงินของกิจการ และเอกสารแสดงแบบ 56-1 ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2555

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไร้ความเสี่ยง ใช้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปี พ.ศ. 2557 อายุไม่เกิน 12 ปี จากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ค่าชดเชยความเสี่ยงสำหรับตลาดทุนไทย กำหนดให้เป็น 7.40% ต่อปีจากข้อมูลของ Stern Business School ปรับปรุงเดือนมกราคม พ.ศ.2557

ค่าเบต้าทำการคำนวณทุกบริษัทจากสมการถดถอยเชิงเส้น โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายวันที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก คำนวณโดยถ่วงน้ำหนักตามสัดส่วนต้นทุนส่วนของเจ้าของ และต้นทุนของเจ้าหนี้โดยคำนวณจากสัดส่วนหนี้สินและดอกเบี้ยจ่ายของแต่ละธนาคาร

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร ในการศึกษาครั้งนี้ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธนาคาร อันได้แก่

1. ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
2. ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3. ธนาคาร ซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)
4. ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
5. ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
6. ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

7. บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน)
8. ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)

งานวิจัยนี้ไม่รวมข้อมูลของ บริษัท แอลเอสไฟแนนซ์เซียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) ด้วยปัจจัยด้านเงินปันผล และความเหมาะสมของข้อมูล

### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

#### แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้เลือกใช้แบบจำลอง 3 แบบที่เป็นที่นิยมแพร่หลายจากแนวคิด Absolute Valuation เพื่อทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองสามแบบได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM), แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (DCF) และ แบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RIM) ในหุ้นกลุ่มธนาคาร

#### The dividend discount model (DDM)

เงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งของผลกำไรที่แบ่งคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นที่พบเห็นกันได้มากที่สุด นอกจากนั้นยังมีกระแสรายรับในรูปแบบอื่นๆ ที่ผู้ถือหุ้นได้รับ อาทิ การซื้อหุ้นคืนโดยบริษัท และการ ให้สิทธิต่างๆ แก่ผู้ถือหุ้น จากแนวคิดดังกล่าว มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทจึงเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับจากบริษัท

Gordon Growth Model อธิบายการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญในรูปแบบของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับดังนี้คือ

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV_T}{(1 + Ke)^T} \quad (1)$$

โดยที่  $V_0$  = มูลค่าเมื่อเวลา  $t=0$   
 $D_t$  = เงินปันผลสุทธิในอนาคตสำหรับช่วงเวลา  $t$   
 $Ke$  = ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น  
 $TV_T$  = มูลค่าปลายทางซึ่งคำนวณจาก  $TV_T = \frac{D_{t+1}}{Ke-g}$ ,  $g$  = อัตราการเติบโต

ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ในแบบจำลองนี้คำนวณจากสมการ CAPM

$$Ke = r_f + \beta[E(r_m - r_f)] \quad (1.1)$$

โดยที่  $Ke$  = ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น  
 $r_f$  = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไร้ความเสี่ยง  
 $r_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด  
 $\beta$  = ค่าเบต้าของแต่ละบริษัท

#### Discount Cash flows Model (DCF)

กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) จะเป็นกระแสเงินสดหลังภาษีที่ได้จากการดำเนินงานเป็นเงินสดของบริษัทที่ไม่มีพันธะในการนำไปใช้ในการลงทุนและเงินทุนหมุนเวียนที่จำเป็นต่อการดำเนินงาน รวมถึงการขยายฐานสินทรัพย์ของบริษัท กระแสเงินสดอิสระจึงเป็นเหมือนเงินสดคงเหลือของบริษัทที่สามารถกระจายให้แก่เจ้าของเงินทุน (Capital providers) ซึ่งได้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นของบริษัท

การประเมินมูลค่าของ Equity value จากกระแสเงินสดอิสระสามารถคำนวณจากมูลค่าปัจจุบันของผลรวมของกระแสเงินสดอิสระ (Firm value) หักด้วยหนี้สิน

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^T} - Debt_0 \quad (2)$$

โดยที่  $V_0$  = มูลค่าเมื่อเวลา  $t=0$   
 $FCF_t$  = กระแสเงินสดอิสระของกิจการ  
 $Debt_0$  = มูลค่าของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

$WACC =$  ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน

$TV_T =$  มูลค่าปลายทางซึ่งคำนวณจาก  $TV_T = \frac{FCF_{t+1}}{Ke-g}$ ,  $g =$  อัตราการเติบโต

การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของกิจการในงานวิจัยนี้เลือกใช้วิธี Net income path เนื่องจากเป็นวิธีที่ทำได้ง่ายและให้ความแม่นยำ (Ruback : 2000) ซึ่งการคำนวณกระแสเงินสดอิสระทำได้ดังนี้

$$FCF_{it} = NOPAT_{it} + DEP_{it} + CAPEX_{it} + \Delta NOC_{it,it-1} \quad (2.1)$$

โดยที่  $NOPAT_{it} =$  กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

$DEP_{it} =$  ค่าเสื่อมราคา การตัดจำหน่าย และ รายจ่ายอื่นๆที่ไม่ใช่เงินสด

$CAPEX_{it} =$  รายรับหรือรายจ่ายส่วนทุน

$\Delta NOC_{it,it-1} =$  ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน

การคำนวณต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) นั้นคือต้นทุนทั้งหมดที่คำนวณจากโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ประกอบด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ์ และเจ้าหนี้

$$WACC = W_e K_e + W_p K_p + W_d K_d (1 - T) \quad (2.2)$$

โดยที่  $W_e =$  สัดส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ

$K_e =$  ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นสามัญ

$W_p =$  สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ์

$K_p =$  ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ์

$W_d =$  สัดส่วนของเจ้าหนี้

$K_d =$  ต้นทุนเงินทุนของเจ้าหนี้

$T =$  อัตราภาษี

### Residual Income Model (RIM)

แบบจำลองกำไรปกติเป็นแนวคิดใหม่ที่พัฒนาขึ้นมาเพื่อวัดมูลค่าจากกำไรที่คาดการณ์ในอนาคต ซึ่งเป็นวิธีที่รวมเอาแนวคิดการคิดลดมารวมกับแบบจำลองที่ใช้มูลค่าทางบัญชีในการคำนวณ (Gode and Ohlson ; 2006)

มูลค่าทางบัญชีเป็นตัววัดที่ครอบคลุมความมั่งคั่งสุทธิของบริษัท มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญจึงเท่ากับมูลค่าทางบัญชีบวกกับ premium ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่เกินกว่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยแบบจำลองกำไรส่วนเกิน ทำได้ดังนี้

$$V_t = OE_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{AE_{t+1}}{(1 + Ke)^t} + \frac{S_T}{(1 + Ke)^T} \quad (3)$$

โดยที่  $V_t$  = มูลค่าเมื่อเวลา t

$OE_t$  = มูลค่าทางบัญชีเมื่อเวลา t

$AE_t$  = กำไรเกินปกติหรือ abnormal earnings เมื่อเวลา t

$Ke$  = ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

$S$  = มูลค่าปลายทางของกำไรเกินปกติ ซึ่งคำนวณจาก  $S_T = \frac{AE_{t+1}}{Ke-g}$

$g$  = อัตราการเจริญเติบโตของกำไรเกินปกติ

เมื่อผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าต้นทุนของเงินทุน จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีมูลค่ามากกว่ามูลค่าทางบัญชี ซึ่งมูลค่าทางบัญชีนี้คือความมั่งคั่งของกิจการขณะที่ Market Premium ในราคาหุ้นแสดงให้เห็นถึงความคาดหวังถึงกำไรเกินปกติของกิจการจากนักลงทุน

กำไรเกินปกติของกิจการสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$AE_t = EPS_t - (Ke \times OE_{t-1}) \quad (3.1)$$

โดยที่  $EPS_t$  = กำไรต่อหุ้นเมื่อเวลา t

### วิธีทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ได้ใช้การคำนวณหาความแม่นยำและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการวัดประสิทธิภาพของแบบจำลองทั้งสามแบบอันได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด และแบบจำลองกำไรส่วนเกิน

การทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ใช้การทดสอบ T-Test เพื่อพิจารณาปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดของแต่ละแบบจำลอง และใช้ Pair-Sample T-Test เป็นเครื่องมือทดสอบความสัมพันธ์ของค่าเฉลี่ยผลลัพธ์และค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของแต่ละแบบจำลองว่ามีความเหมือนกันหรือไม่

ในการศึกษานี้ได้นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้มาวิเคราะห์โดยใช้วิธีทางสถิติเข้ามาช่วย โดยการใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS Version 11.5 เป็นโปรแกรมในการทดสอบ

การสร้างสมการถดถอยเพื่อใช้ในการพยากรณ์พยากรณ์เพื่อทดสอบหาปัจจัยที่มีอิทธิพลในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ของแต่ละแบบจำลองโดยมีรูปแบบดังนี้

สมการถดถอยแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM)

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_t \quad (4)$$

โดยที่  $Y$  = ผลลัพธ์จากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

$a$  = ค่าคงที่ของสมการถดถอย

$\beta_1$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเงินปันผล

$X_1$  = ค่าตัวแปรเงินปันผล

$\beta_2$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

$X_2$  = ค่าตัวแปรต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

$\beta_3$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมูลค่าปลายทาง

$X_3$  = ค่าตัวแปรมูลค่าปลายทาง

$\varepsilon_t$  = ค่าคลาดเคลื่อน

สมการถดถอยแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด (DCF)

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon_t \quad (5)$$

โดยที่  $Y$  = ผลลัพธ์จากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

$a$  = ค่าคงที่ของสมการถดถอย

$\beta_1$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ

$X_1$  = ค่าตัวแปรเงินกระแสเงินสดอิสระ

$\beta_2$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

$X_2$  = ค่าตัวแปรต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

$\beta_3$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหนี้สิน

$X_3$  = ค่าตัวแปรหนี้สิน

$\beta_4$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมูลค่าปลายทาง

$X_4$  = ค่าตัวแปรมูลค่าปลายทาง

$\varepsilon_t$  = ค่าคลาดเคลื่อน

สมการถดถอยแบบจำลองกำไรเกินปกติ (RIM)

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon_t \quad (6)$$

โดยที่  $Y$  = ผลลัพธ์จากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

$a$  = ค่าคงที่ของสมการถดถอย

$\beta_1$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมูลค่าทางบัญชี

$X_1$  = ค่าตัวแปรมูลค่าทางบัญชี

$\beta_2$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

$X_2$  = ค่าตัวแปรต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

$\beta_3$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรกำไรต่อหุ้น

$X_3$  = ค่าตัวแปรกำไรต่อหุ้น

$\beta_4$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร Equity Charge

$X_4$  = ค่าตัวแปร Equity Charge

$\beta_5$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมูลค่าปลายทาง

$X_5$  = ค่าตัวแปรมูลค่าปลายทาง

$\varepsilon_t$  = ค่าคลาดเคลื่อน

ผลที่ได้จากการทดสอบหาปัจจัยที่มีอิทธิพลในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ของแต่ละแบบจำลองนั้นจะนำไปใช้อ้างอิงในการอธิบายปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนจากการเปรียบเทียบผลลัพธ์จากแบบจำลองกับราคาตลาด

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลลัพธ์และความแม่นยำของทั้งสามแบบจำลองโดยใช้การทดสอบ Paired-Sample T-Test ซึ่งเป็นการจับคู่ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง 2 แบบจำลองเพื่อศึกษาว่าค่าเฉลี่ยของผลลัพธ์และค่าเฉลี่ยของความแม่นยำของแบบจำลองที่ศึกษามีความเหมือนกันหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 \quad (7)$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \quad (8)$$

ผลของการยอมรับสมมติฐาน

หากยอมรับ  $H_0$  สรุปได้ว่า  $\mu_1$  และ  $\mu_2$  มีค่าเฉลี่ยเท่ากันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

หากปฏิเสธ  $H_0$  หรือยอมรับ  $H_1$  สรุปได้ว่า  $\mu_1$  และ  $\mu_2$  มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

### การทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

การศึกษานี้ใช้โปรแกรมเพื่อช่วยในการประมวลผล เพื่อทดสอบความแม่นยำของการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ และทดสอบสมมติฐานทางสถิติโดยใช้ค่าสถิติ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่นำมาประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของแต่ละแบบจำลอง

### ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้ใช้เวลาในการเก็บข้อมูลและวิจัยตั้งแต่ 1 ธันวาคม 2556 ถึง 15 มีนาคม 2557

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

#### ผลการวิจัย

การศึกษาเปรียบเทียบแบบจำลองมูลค่าหลักทรัพย์ในงานวิจัยนี้เป็นการทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สามแบบจำลองอันได้แก่ แบบจำลองการคิดลดเงินปันผล (DDM) การคิดลดกระแสเงินสด และแบบจำลองกำไรส่วนเกิน ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีพื้นฐานการดำเนินธุรกิจและโครงสร้างของเงินทุนแตกต่างจากกิจการในอุตสาหกรรมประเภทอื่นๆ

ตารางที่ 1 ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแบบจำลอง

แบบจำลอง	ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
DDM	235%	4.168
DCF	571%	5.246
RIM	38%	0.198

จากข้อมูลในตารางที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแบบจำลอง DDM (สมการที่1) DCF (สมการที่2) และ RIM (สมการที่3) ทดสอบโดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินตลอดระยะเวลา 5 ปี (2551-2555) เทียบกับราคาตลาด ณ สิ้นปีของแต่ละช่วงเวลา ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) คือค่าเฉลี่ยของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานรายปีในการประเมินมูลค่าแบบจำลอง ผลการทดสอบพบว่าแบบจำลองกำไรส่วนเกิน(RIM)ให้ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนต่ำที่สุดอยู่ที่ 38% แบบจำลองที่ให้ประสิทธิภาพรองลงมาคือแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM) และแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด (DCF) โดยให้ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนอยู่ที่ 235% และ 571% ตามลำดับ

ในส่วนของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ก็ให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกันคือแบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RIM) ให้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุดอยู่ที่ 0.198 ในขณะที่

แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM) และแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ให้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 4.168 และ 5.246 ตามลำดับ

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของแต่ละแบบจำลองเพื่ออธิบายสาเหตุของความคลาดเคลื่อนของผลลัพธ์ ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์โดยมีผลที่ได้เป็นไปดังนี้

ตารางที่ 2 ข้อมูลสถิติการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ กับตัวแปรต่างๆ ในแต่ละตัวแบบจำลอง

<i>Model</i>	<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>
DDM	<i>Dividend</i>	1.11384
	<i>Terminal Value</i>	0.88403
DCF	<i>Debt</i>	0.99994
	<i>Free Cash Flow</i>	0.99994
RIM	<i>Book Value</i>	0.9965
	<i>Equity Charge</i>	0.97048
	<i>Earnings Per Share</i>	0.99845

จากข้อมูลในตารางที่ 2 แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยเชิงเส้น ค่าสัมประสิทธิ์แสดงให้เห็นว่าหากค่าของตัวแปรเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นเป็นสัดส่วนเท่าไร และในทางกลับกันหากค่าของตัวแปรหรือปัจจัยเงินปันผลลง 1 หน่วย จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงเป็นอัตราส่วนเดียวกัน

จากผลลัพธ์ของแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM – สมการที่ 1) พบว่า มูลค่าเงินปันผลและมูลค่าปลายทาง เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์โดยวิธีการคิดลดเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยเงินปันผลมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด

ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยเชิงเส้นจากผลลัพธ์ของแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด (DCF – สมการที่ 2) พบว่า มูลค่าหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและกระแสเงินสดอิสระเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์โดยวิธีการคิดลดเงินปันผล

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยมูลค่าหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์เท่ากัน

ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยเชิงเส้นจากผลลัพธ์ของแบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RIM – สมการที่ 3) พบว่ามูลค่าทางบัญชี, Equity Charge และ กำไรต่อหุ้น เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์โดยวิธีแบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RI) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยกำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือ มูลค่าทางบัญชีและ Equity Charge ตามลำดับ

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของผลลัพธ์ที่คำนวณได้จากแต่ละแบบจำลอง ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์โดยวิธี Paired Samples T-Test มีผลที่ได้เป็นไปดังนี้

**ตารางที่ 3** ข้อมูลสถิติการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของความแม่นยำเฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ

<i>Models</i>	<i>P-Value</i>
<i>ADDM - ADCF</i>	<i>0.665</i>
<i>ADDM - ARIM</i>	<i>0.353</i>
<i>ADCF - ARIM</i>	<i>0.699</i>

จากข้อมูลในตารางที่ 3 แสดงผลการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของความแม่นยำเฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ พบว่าทั้งสามแบบจำลองให้ความแม่นยำเฉลี่ยไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

**ตารางที่ 4** ข้อมูลสถิติการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของผลลัพธ์เฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ

<i>Models</i>	<i>P-Value</i>
<i>DDM - DCF</i>	<i>0.003*</i>
<i>DDM - RIM</i>	<i>0.204</i>
<i>DCF - RIM</i>	<i>0.010*</i>

จากข้อมูลในตารางที่ 4 แสดงผลการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของผลลัพธ์เฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ พบว่าแบบจำลองการคิดลดเงินปันผล กับ แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด และ แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสด กับ แบบจำลองกำไรส่วนเกิน เมื่อเปรียบเทียบกันแล้วมีประสิทธิภาพในการให้ผลลัพธ์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในขณะที่ แบบจำลองการคิดลดเงินปันผล กับแบบจำลองกำไรส่วนเกิน เมื่อเปรียบเทียบกันแล้วมีค่าเฉลี่ยของผลลัพธ์ที่ไม่แตกต่างกัน

เมื่อนำผลการศึกษาแบบจำลองทั้งสามแบบมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกันแล้วจะเห็นได้ว่าจากตารางที่ 1 แบบจำลองกำไรเกินปกตินั้นให้ค่าความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด แต่เมื่อนำมาทดสอบความแม่นยำเฉลี่ยเปรียบเทียบกันด้วยวิธีการ Paired-Sample T-Test ในตารางที่ 3 แล้วพบว่าทั้งสามแบบจำลองนั้นมีค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนที่ไม่แตกต่างกัน และเมื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลลัพธ์ที่ได้จากแต่ละแบบจำลองตามตารางที่ 4 นั้น พบว่ามีเพียงผลลัพธ์ของแบบจำลองการคิดลดเงินปันผล กับแบบจำลองกำไรส่วนเกินเท่านั้นที่มีค่าเฉลี่ยของผลลัพธ์ที่ไม่แตกต่างกัน

### ข้อวิจารณ์

การศึกษานี้ได้ศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารโดยใช้แบบจำลองสามแบบที่เรียกได้ว่าเป็นที่นิยมและเป็นมาตรฐานหลักในการวัดมูลค่าหลักทรัพย์ ได้แก่ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM) แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (DCF) และ แบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RIM) อย่างไรก็ตาม ด้วยอุตสาหกรรมการเงินการธนาคารนั้นมีรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างจากธุรกิจการขายสินค้าและบริการทั่วไปอย่างสิ้นเชิง

จากการศึกษาพบว่าการทำธุรกิจที่เกี่ยวกับการเงิน โดยตรงนั้นจะสร้างกระแสเงินสดมหาศาลจากการดำเนินงาน และในขณะที่เดียวกันการไหลเข้าออกของเงินนั้นก็รวมไปถึงการนำไปลงทุนต่อเพื่อให้เกิดดอกผลงอกเงยขึ้นมา การพัฒนารูปแบบของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีจำนวนมากขึ้นและแหล่งเงินทุนต่างๆ ที่มีต้นทุนของเงินทุนแตกต่างกัน รวมไปถึงการที่มีข้อบังคับและข้อกำหนดต่างๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดขึ้นให้ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งปฏิบัติตามก็กลายมาเป็นข้อจำกัดในการวัดกระแสเงินสดของกิจการ ทำให้ในความเป็นจริงนั้นการวัดมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด โดยใช้ข้อมูลที่ถูกต้องตรงกับความเป็นจริงทั้งหมดนั้นแทบเป็นไปได้ และถึงนักลงทุนและนักวิเคราะห์จะหาทางประมาณการด้วยวิธีต่างๆ ตัวแบบคิดลดเงินปันผลก็ให้ผลลัพธ์ที่ห่างไกลจากความเป็นจริงมาก

ในขณะที่ตัวแบบคิดลดเงินปันผลนั้นจะมีความแม่นยำที่มากกว่า แต่แนวคิดของ Gordon Growth Model กลับมีปัญหาเมื่อธุรกิจอยู่ในช่วงเติบโตสูงทำกำไรได้ดี อัตราการเติบโตของเงินปันผลนั้นมากกว่าต้นทุนเงินทุนของเจ้าของแล้ว แบบจำลองคิดลดเงินปันผลนั้นจะไม่สามารถใช้คำนวณหามูลค่าหลักทรัพย์ได้เลย แต่ในทางกลับกันถ้าเศรษฐกิจอยู่ในช่วงถดถอย แบบจำลองคิดลดเงินปันผลจะให้มูลค่าที่สูงเกินจริงทำให้นักลงทุนตัดสินใจผิดพลาดได้ ประกอบกับธนาคารบางแห่งมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำมากถึงแม้กิจการจะประกาศผลกำไร ทำให้มูลค่าที่ได้จากแบบจำลองนั้นต่ำกว่าราคาตลาดมากซึ่งส่งผลให้เกิดความคลาดเคลื่อนจากการคำนวณราคาหุ้นจากแบบจำลอง

ในด้านของแบบจำลองกำไรส่วนเกินนั้นปัจจัยหลักที่ใช้ในการคำนวณคือมูลค่าทางบัญชีซึ่งในทางทฤษฎีแล้ว การคำนวณมูลค่าทางบัญชียังต้องใช้เงินปันผลเข้ามาเป็นปัจจัยในการคำนวณด้วย ทำให้เมื่อมองในมุมมองของนักวิชาการแล้ว แบบจำลองกำไรส่วนเกินนั้นจะให้ผลได้ไม่แตกต่างกับแบบจำลองคิดลดเงินปันผลเลย ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบความสัมพันธ์ของผลลัพธ์เฉลี่ย

## บทที่ 5

### สรุปและอภิปรายผล

#### สรุปผลการวิจัย

จากการพิจารณา แบบจำลองกำไรเกินปกติแม้จะให้ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุด แต่ปัจจัยที่มีผลต่อราคาที่มีอิทธิพลสูงต่อราคาหลักทรัพย์ปัจจัยหนึ่งคือมูลค่าทางบัญชี ซึ่งในความเป็นจริงมูลค่าทางบัญชีอาจไม่ได้มีความสอดคล้องกับราคาตลาดเสมอไป ในบางช่วงเวลาที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้น หรือลดลงมากอย่างผิดปกติ จะทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ที่คำนวณได้จากแบบจำลองกำไรส่วนเกินจะมีความคลาดเคลื่อนสูงมากขึ้นตามไปด้วย

แบบจำลองการคิดลดเงินปันผล มีปัจจัยที่มีผลต่อราคาที่มีอิทธิพลสูงคือเงินปันผลที่บริษัทจ่ายในซึ่งเป็นการยากที่จะคาดการณ์เงินปันผลในอนาคต บางกิจการมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ไม่แน่นอนก็สารพัดทำให้ราคาหลักทรัพย์คลาดเคลื่อนได้และจะไม่สามารถคำนวณราคาหลักทรัพย์ได้เลยหากกิจการประกาศจ่ายเงินปันผล

แบบจำลองการคิดลดกระแสเงินสดของกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารประสบปัญหาอย่างมากเนื่องจากการใช้กระแสเงินสดอิสระในการคำนวณ ซึ่งกระแสเงินสดอิสระของกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารโดยพื้นฐานของกิจการจะติดลบเสมอ เนื่องจากธนาคารใช้เงินที่ได้รับมาเพื่อปล่อยกู้เป็นสินเชื่อ และลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆเพื่อหาผลตอบแทน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากการลงทุน มักจะติดลบ กิจกรรมธนาคาร แต่ธนาคารจะใช้วิธีการกู้ยืมระยะสั้นและออกตราสารหนี้ในกรณีที่กิจการขาดเงินสดสภาพคล่อง

จากการศึกษาเปรียบเทียบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารโดยใช้แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM) แบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (DCF) และแบบจำลองกำไรส่วนเกิน (RIM) โดยใช้ข้อมูลจริงในอดีตในการคำนวณและทดสอบความแม่นยำเปรียบเทียบกับราคาจริงในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าในทางปฏิบัติ แบบจำลองกำไรส่วนเกินสามารถให้ผลลัพธ์ที่ใกล้เคียงความเป็นจริงเหนือกว่าแบบจำลองคิดลดเงินปันผล และแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดสอดคล้องกับงานวิจัยของ Penman และ Sougiannis ในปี 1998 ที่ทำการทดสอบกับบริษัทมหาชนที่

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) และ National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 1973 – 1990 แต่ขัดแย้งกับการพิสูจน์ของ Mohammad ในปี 2012 ซึ่งแสดงให้เห็นทางทฤษฎีว่า RIM และ DDM ให้มูลค่าจากการประเมินที่เท่ากัน เพราะมาจากพื้นฐานการประมาณเดียวกันคือเงินปันผล

อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยฉบับนี้ แม้แบบจำลองกำไรส่วนเกินจะมีค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนต่ำที่สุด ก็ยังเป็นความคลาดเคลื่อนที่สูงถึง 38% ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าแม้แบบจำลองทั้งสามจะเป็นที่นิยมในกลุ่มนักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แต่แบบจำลองทั้งสามกลับไม่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร

#### ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจเพิ่มเงื่อนไขช่วงเวลาในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามภาวะเศรษฐกิจ และอาจพิจารณาตัวแบบจำลองอื่นๆ ที่ออกแบบมาให้เหมาะสมกับกลุ่มธนาคาร โดยเฉพาะ เช่นการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (FCFE) ที่สามารถแยกออกมาจากหนี้สินและเงินทุนดำเนินงานได้อย่างชัดเจน หรือตัวแบบการประเมินมูลค่าจากพื้นฐานของกิจการโดยคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์จากผลรวมของ Liquidation Value และ Franchise Value ซึ่งอาจได้ผลลัพธ์จากการประเมินที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น เพื่อเป็นแนวทางให้นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้เลือกใช้ตัวแบบที่เหมาะสมกับกลุ่มอุตสาหกรรมต่อไป

## เอกสารและสิ่งอ้างอิง

- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2548. การวิเคราะห์สถิติขั้นสูง SPSS. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- มณฑา สุทธิพงษ์. 2550. กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างทางบัญชีในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคต. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- เพชร ชุมทรัพย์. 2549. หลักการลงทุน. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- มัสดี สันติพงษ์ไพบูล. 2544. การศึกษาเปรียบเทียบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลองมูลค่าตามบัญชี กรณีศึกษา: ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน). วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัย สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- รัชวิน โอจรัสพร 2551. ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินหลักกับราคาหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- กฤตยชญ์ ศรีสุข 2556. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาวิทยาลัย สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549. การลงทุนในตราสารทุน (Equity Investments). วิชาการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ หลักสูตรการทดสอบ CISA ระดับ 1. กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อและสิ่งพิมพ์.
- Anandarajan A., I. Hasan, I. Isik and C. McCarthy. 2006. **The Role of Earnings and Book Values in Pricing Stocks: Evidence from Turkey** Advances in International Accounting, Vol 19 : 58-59

Damodaran, A. 2009. **Valuing Financial Service Firms**. Stern Business School, New York University, New York, USA.

Dermine, J. 2008. **Bank Valuation: with an Application to the implicit Duration of non-Maturing Deposits**, International Journal of Banking, Accounting and Finance, 2009, INSEAD Business School, Paris, France.

Platt, H., S. Demirkan and M. Platt 2009. **Free Cash Flow, Enterprise Value, and Investor Caution**, College of Business Administration, Northeastern University, Boston, USA.

Gordon, M. J. 1962. **The Investment Financing and Valuation of the Corporation**. Homewood, Ill.: Irwin.

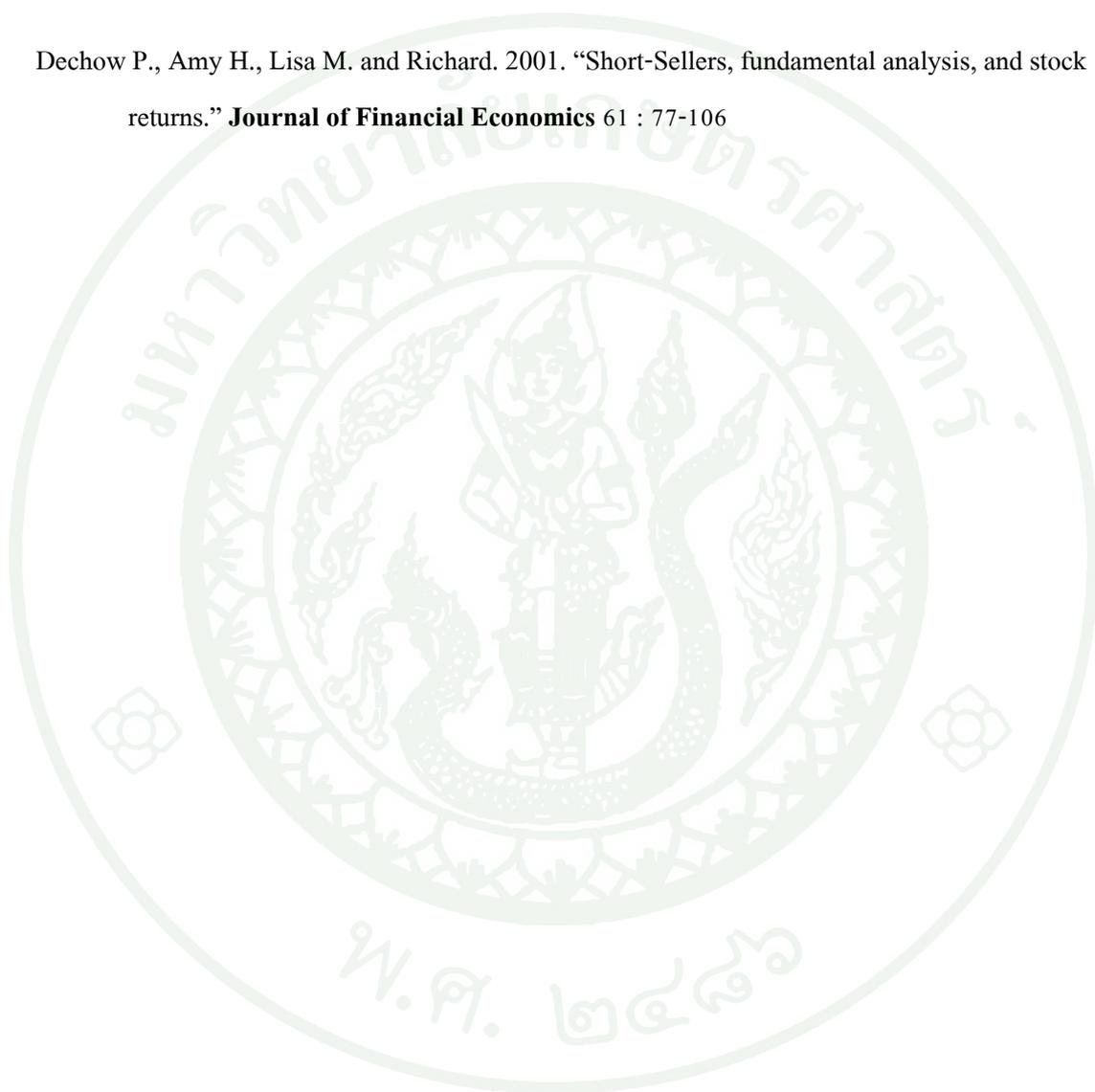
Gode, D. and A.J. Ohlson 2006. **A Unified Valuation Framework for Dividends, Free-Cash Flows, Residual Income, and Earnings Growth Based Models**. New York University, New York, USA.

Mohammad, T. A. 2012. **'Is Residual Income Model (RIM) REALLY Superior to Dividend Discount Model (DDM)?' – A Misconception**, Graduate School of Economics, Shiga University, Japan

Penman, S., and T. Sougiannis. 1998. "A Comparing of Dividend, Cash flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation." **Contemporary Accounting Research**, 15, (1998, Fall), 343-383.

Theodore, S. and T. Yaekura. 2000. "The Accuracy and Bias of Equity Values Inferred from Analysts' Earnings Forecasts." **Journal of Accounting, Auditing and Finance conference.**

Dechow P., Amy H., Lisa M. and Richard. 2001. "Short-Sellers, fundamental analysis, and stock returns." **Journal of Financial Economics** 61 : 77-106





ตารางผนวกที่ 1 Market Risk Premium ที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์

Country	Region	Local Currency Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Rating-based Default Spread	Country Risk Premium	CDS Default Spread	Country Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	1.00%	5.81%	0.81%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Andorra	Western Europe	A3	1.20%	6.80%	1.80%	NA	NA	NA
Angola	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Argentina	Central and South America	B3	6.50%	14.75%	9.75%	14.73%	26.41%	21.41%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3.00%	9.50%	4.50%	NA	NA	NA
Aruba	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.70%	5.36%	0.36%
Austria	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.74%	5.42%	0.42%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Bahamas	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Bahrain	Middle East	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.97%	8.77%	3.77%
Bangladesh	Asia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Barbados	Caribbean	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	NA	NA	NA
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Belgium	Western Europe	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	0.97%	5.77%	0.77%
Belize	Central and South America	Caa2	9.00%	18.50%	13.50%	NA	NA	NA
Benin	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Bermuda	Caribbean	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Bolivia	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Botswana	Africa	A2	0.85%	6.28%	1.28%	NA	NA	NA
Brazil	Central and South America	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.53%	8.11%	3.11%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.89%	7.15%	2.15%
Burkina Faso	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Cambodia	Asia	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Cameroon	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Canada	North America	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Cape Verde	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Chile	Central and South America	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	1.08%	5.93%	0.93%

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

Country	Region	Local Currency Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Rating-based Default Spread	Country Risk Premium	CDS Default Spread	Country Risk Premium
China	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	1.33%	6.31%	1.31%
Colombia	Central and South America	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	1.74%	6.92%	1.92%
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Costa Rica	Central and South America	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	3.43%	9.46%	4.46%
Croatia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	3.97%	10.27%	5.27%
Cuba	Caribbean	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
Curacao	Caribbean	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Cyprus	Western Europe	Caa3	10.00%	20.00%	15.00%	NA	NA	NA
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	A1	0.70%	6.05%	1.05%	1.07%	5.92%	0.92%
Democratic Republic of Congo	Africa	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Denmark	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.54%	5.12%	0.12%
Dominican Republic	Caribbean	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Ecuador	Central and South America	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
Egypt	Africa	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
El Salvador	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0.70%	6.05%	1.05%	0.89%	5.65%	0.65%
Fiji	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Finland	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.48%	5.03%	0.03%
France	Western Europe	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	1.06%	5.90%	0.90%
Gabon	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Germany	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.56%	5.15%	0.15%
Ghana	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Greece	Western Europe	Caa3	10.00%	20.00%	15.00%	NA	NA	NA
Guatemala	Central and South America	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	NA	NA	NA
Honduras	Central and South America	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Hong Kong	Asia	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	0.91%	5.68%	0.68%
Hungary	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	3.08%	8.93%	3.93%
Iceland	Western Europe	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	2.19%	7.60%	2.60%
India	Asia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	3.51%	9.58%	4.58%
Indonesia	Asia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	3.19%	9.10%	4.10%

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

Country	Region	Local Currency Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Rating-based Default Spread	Country Risk Premium	CDS Default Spread	Country Risk Premium
Ireland	Western Europe	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	1.69%	6.85%	1.85%
Isle of Man	Western Europe	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	NA	NA	NA
Israel	Middle East	A1	0.70%	6.05%	1.05%	1.53%	6.61%	1.61%
Italy	Western Europe	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.11%	7.48%	2.48%
Jamaica	Caribbean	Caa3	10.00%	20.00%	15.00%	NA	NA	NA
Japan	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	0.79%	5.50%	0.50%
Jordan	Middle East	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.26%	7.70%	2.70%
Kenya	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Korea	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	0.97%	5.77%	0.77%
Kuwait	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	NA	NA	NA
Latvia	Eastern Europe & Russia	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.69%	6.85%	1.85%
Lebanon	Middle East	B1	4.50%	11.75%	6.75%	4.38%	10.88%	5.88%
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Lithuania	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	1.77%	6.97%	1.97%
Luxembourg	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Macao	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Macedonia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Malaysia	Asia	A3	1.20%	6.80%	1.80%	1.65%	6.79%	1.79%
Malta	Western Europe	A3	1.20%	6.80%	1.80%	NA	NA	NA
Mauritius	Asia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Mexico	Central and South America	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	1.49%	6.55%	1.55%
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Mongolia	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Montenegro	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Montserrat	Caribbean	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Morocco	Africa	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	2.54%	8.12%	3.12%
Mozambique	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Namibia	Africa	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Netherlands	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.74%	5.42%	0.42%
New Zealand	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.80%	5.51%	0.51%

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

Country	Region	Local Currency Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Rating-based Default Spread	Country Risk Premium	CDS Default Spread	Country Risk Premium
Nicaragua	Central and South America	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Nigeria	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Norway	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.29%	4.75%	-0.26%
Oman	Middle East	A1	0.70%	6.05%	1.05%	NA	NA	NA
Pakistan	Asia	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
Panama	Central and South America	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.64%	6.77%	1.77%
Papua New Guinea	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Paraguay	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Peru	Central and South America	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.88%	7.13%	2.13%
Philippines	Asia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	1.81%	7.03%	2.03%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0.85%	6.28%	1.28%	1.28%	6.23%	1.23%
Portugal	Western Europe	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	4.03%	10.36%	5.36%
Qatar	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	1.03%	5.86%	0.86%
Ras Al Kaminah	Middle East	A2	0.85%	6.28%	1.28%	NA	NA	NA
Republic of the Congo	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	2.61%	8.23%	3.23%
Russia	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	2.21%	7.63%	2.63%
Rwanda	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Saudi Arabia	Middle East	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	1.09%	5.95%	0.95%
Senegal	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	0.90%	5.66%	0.66%
Serbia	Eastern Europe & Russia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Singapore	Asia	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0.85%	6.28%	1.28%	1.30%	6.26%	1.26%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	2.75%	8.44%	3.44%
South Africa	Africa	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	2.75%	8.44%	3.44%
Spain	Western Europe	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	1.96%	7.25%	2.25%
Sri Lanka	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
St. Maarten	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Suriname	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Sweden	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.39%	4.90%	-0.11%

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

<i>Country</i>	<i>Region</i>	<i>Local Currency Rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Country Risk Premium</i>	<i>CDS Default Spread</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Switzerland	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.56%	5.15%	0.15%
Taiwan	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Thailand	Asia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	1.86%	7.10%	2.10%
Trinidad and Tobago	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Tunisia	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	4.57%	11.17%	6.17%
Turkey	Western Europe	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	2.89%	8.65%	3.65%
Uganda	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Ukraine	Eastern Europe & Russia	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	2.88%	8.63%	3.63%
United Kingdom	Western Europe	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	0.57%	5.17%	0.17%
United States of America	North America	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.46%	5.00%	0.00%
Uruguay	Central and South America	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Venezuela	Central and South America	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	10.80%	20.51%	15.51%
Vietnam	Asia	B2	5.50%	13.25%	8.25%	3.35%	9.34%	4.34%
Zambia	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA

ตารางผนวกที่ 2 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์

Bond	Coupon	Maturity	TTM (Yrs.)	Quoted Date	Quoted Yield (%)
ILB217A	1.2	14-Jul-21	7.46	29-Jan-14	2.213320
ILB283A	1.25	12-Mar-28	14.13	29-Jan-14	2.523223
LB143A	8.25	5-Mar-14	0.10	29-Jan-14	2.235661
LB145B	5.25	12-May-14	0.28	29-Jan-14	2.243636
LB155A	3.625	22-May-15	1.31	29-Jan-14	2.333133
LB15DA	3.125	11-Dec-15	1.87	29-Jan-14	2.432914
LB16NA	4.125	18-Nov-16	2.81	29-Jan-14	2.758293
LB176A	3.25	16-Jun-17	3.38	29-Jan-14	2.850907
LB170A	2.8	10-Oct-17	3.70	29-Jan-14	3.012865
LB183B	5.125	13-Mar-18	4.12	29-Jan-14	3.147815
LB193A	3.45	8-Mar-19	5.11	29-Jan-14	3.389477
LB196A	3.875	13-Jun-19	5.37	29-Jan-14	3.366964
LB213A	5.85	31-Mar-21	7.17	29-Jan-14	3.720760
LB21DA	3.65	17-Dec-21	7.89	29-Jan-14	3.786262
LB236A	3.625	16-Jun-23	9.38	29-Jan-14	4.000000
LB25DA	3.85	12-Dec-25	11.88	29-Jan-14	4.130000
LB27DA	3.58	17-Dec-27	13.89	29-Jan-14	4.192493
LB283A	5.67	13-Mar-28	14.13	29-Jan-14	4.207040
LB296A	4.875	22-Jun-29	15.41	29-Jan-14	4.274275
LB316A	3.65	20-Jun-31	17.40	29-Jan-14	4.337860
LB326A	3.775	25-Jun-32	18.42	29-Jan-14	4.362071
LB416A	3.8	14-Jun-41	27.39	29-Jan-14	4.501803
LB446A	4.675	29-Jun-44	30.44	29-Jan-14	4.540569
LB616A	4.85	17-Jun-61	47.41	29-Jan-14	4.640000
LBA37DA	4.26	12-Dec-37	23.88	29-Jan-14	4.448756
LBF144A	2.53077	2-Apr-14	0.17	29-Jan-14	2.242571
LBF145C	2.31615	31-May-14	0.33	29-Jan-14	2.245516
LBF147A	2.31615	23-Jul-14	0.48	29-Jan-14	2.262500

ตารางผนวกที่ 3 ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคา  
หลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดเงินปันผลที่ยังไม่ได้ตัดตัวแปร

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.156	.916		.170	.866
	DIV	1.107	.560	.004	1.977	.055
	G	-.062	.850	.000	-.073	.942
	TV	.884	.002	.999	540.039	.000

a. Dependent Variable: DDM

ตารางผนวกที่ 4 ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคา  
หลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดเงินปันผลที่ตัดตัวแปรแล้ว

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.135	.859		.157	.876
	DIV	1.114	.546	.004	2.040	.047
	TV	.884	.002	.999	546.415	.000

a. Dependent Variable: DDM

ตารางผนวกที่ 5 ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคา  
หลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดที่ยังไม่ได้ตัดตัวแปร

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-595667	1347037		-.442	.662
	D	1.000	.000	28.744	50707.999	.000
	G	-72654.4	356281.0	.000	-.204	.840
	WACC	1.1E+07	2.0E+07	.000	.519	.609
	FCF	1.000	.000	29.046	52068.487	.000
	SHARES	-1.01E-06	.000	.000	-.027	.979
	FV	-904.589	1427.009	.000	-.634	.532

a. Dependent Variable: DCF

ตารางผนวกที่ 6 ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคา  
หลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดที่ตัดตัวแปรแล้ว

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-229723	560290.4		-.410	.685
	D	1.000	.000	28.744	57663.727	.000
	FCF	1.000	.000	29.046	58268.299	.000

a. Dependent Variable: DCF

ตารางผนวกที่ 7 ผลการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคา  
หลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆของแบบจำลองกำไรส่วนเกินที่ยังไม่ได้ตัดตัวแปร

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.124	.003		39.650	.000
	BV	.997	.001	.992	1368.457	.000
	EC	-.970	.006	-.123	-159.571	.000
	CPS	.998	.002	.137	661.771	.000

a. Dependent Variable: RI

ตารางผนวกที่ 8 เปรียบเทียบความแม่นยำเฉลี่ยที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ

Paired Samples Test									
Paired Differences									
		Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
					Mean	Lower			
Pair 1	ADDM - ADCF	7.4511	7.74709	1.41442	-6.5024	-.7167	.437	39	.665
Pair 2	ADDM - ARIM	15.2435	4.49214	.80681	.0054	3.3009	.943	39	.353
Pair 3	ADCF - ARIM	5.1402	5.16335	.94269	3.4001	7.2562	.391	39	.699

ตารางผนวกที่ 9 เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลลัพธ์ที่คำนวณได้จากตัวแบบจำลองทั้งสามแบบ

Paired Samples Test									
		Paired Differences			95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Lower	Upper			
Pair 1	DDM - DCF	332.1260	568.35312	103.76661	119.8995	544.3525	3.201	39	.003
Pair 2	DDM - RIM	341.0327	341.03265	61.25127	204.5405	204.5405	1.297	39	.204
Pair 3	DCF - RIM	5.1E+07	506.52722	92.47880	-442.3957	64.1150	-2.739	39	.010

## ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ นามสกุล	นายภัทร บุญฤทธิ
วันเดือนปีเกิด	10 เมษายน 2528
สถานที่เกิด	กรุงเทพมหานคร
ประวัติการศึกษา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
ตำแหน่งปัจจุบัน	รองผู้จัดการฝ่ายบัญชีและการเงิน
สถานที่ทำงาน	บริษัท ยัสपाल จำกัด