

P/E ratio ไทย ทำไมต่ำ

P/E ratio ของประเทศไทยนั้นต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกันมาตลอดเกือบ 2 ปีที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน โดย ณ วันที่ 30 มกราคม 2550 (2007) ค่า P/E ratio ของไทยอยู่ที่ 9.1 เท่า ในขณะที่ประเทศเพื่อนบ้านอย่างมาเลเซีย และสิงคโปร์ มีค่าดังกล่าวอยู่ที่ 18.3 และ 15.0 เท่า ตามลำดับ

ค่า P/E ratio ของไทยนอกจากจะต่ำกว่าประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ในภาพรวมแล้ว ยังพบว่าประเทศไทยยังมีค่า P/E ratio ต่ำกว่าสองประเทศดังกล่าวในเกือบทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ทั้งกลุ่มการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มพลังงาน เป็นต้น แสดงว่า P/E ratio ของไทยที่ต่ำกว่าไม่เกี่ยวกับโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม นอกจากนี้เมื่อพิจารณาภาพรวมการเติบโตของผลประกอบการโดยการหา derived earning index พบว่าผลประกอบการของบริษัทไทยมีการเติบโตตามปกติ เช่นเดียวกับของประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ แต่ดัชนีราคาของไทยกลับไม่ปรับตัวไปในทิศทางเดียวกับแนวโน้มของผลประกอบการส่งผลให้ค่า P/E มีเพิ่มขึ้นน้อย ทำให้สันนิษฐานว่าค่า P/E ratio ของไทยที่ต่ำกว่านั้นไม่ได้เป็นผลมาจากผลประกอบการของบริษัทไม่ดี แต่น่าจะเป็นอิทธิพลมาจากปัจจัยความแตกต่างระดับโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุน

การศึกษาทางสถิติโดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ในช่วงปี 2543 – 2548 (2000 -2005) โดยควบคุมตัวแปรทางด้านพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน เช่น ขนาด อัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น ช่วยยืนยันได้ว่า ค่า P/E ratio ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไทย จะมีค่าต่ำกว่าโดยเฉลี่ยถึงแม้ว่าพื้นฐานบริษัทจะเหมือนกันก็ตาม (Thailand P/E ratio discount) โดยจะต่ำกว่าประเทศสิงคโปร์ 2.54 เท่า และต่ำกว่ามาเลเซีย 3.45 เท่า โดยเฉลี่ย โดยพบอย่างน้อย 3 ปัจจัยระดับโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุนที่ก่อให้เกิดความแตกต่างของค่า P/E ratio ระหว่างประเทศ หรือเกิด Thailand P/E ratio discount ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (risk-free interest rate) ความผันผวนของผลตอบแทนของตลาด (volatility in return) และการบริหารจัดการเกี่ยวกับสิทธิผู้ถือหุ้น (shareholder rights)

นอกจากนี้ ค่า P/E ratio ที่ลดลงจาก 10.1 เท่าเหลือ 8.6 เท่าภายในวันเดียวหลังจากการใช้มาตรการกันสำรองของธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2549 แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงทางด้านนโยบาย เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้หลักทรัพย์ของประเทศไทยมี discount เพิ่มขึ้น ทั้งๆ ที่ปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อความแตกต่างในค่า P/E ratio ของไทยและต่างประเทศไม่ได้เปลี่ยนแปลงในวันดังกล่าว ซึ่งในช่วงที่ผ่านมา ค่า P/E ratio ของไทยก็ต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้านอย่างมาเลเซีย และสิงคโปร์อยู่แล้วด้วยสาเหตุจากความแตกต่างของปัจจัยต่างๆ ในแต่ละประเทศ แต่มาตรการดังกล่าวส่งผลให้ Thailand P/E ratio discount เพิ่มขึ้นไปอีก

จัดทำโดย

วิธาน เจริญผล

Email: research@set.or.th

Disclaimer

ข้อความที่ปรากฏในการศึกษาฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เราเชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

P/E ratio ไทย ทำไมต่ำ

การศึกษานี้พบว่าการเพิ่ม market capitalization ของไทย 2 เท่า การเพิ่มค่า P/E ratio จะเป็นปัจจัยผลักดันได้ถึงร้อยละ 50

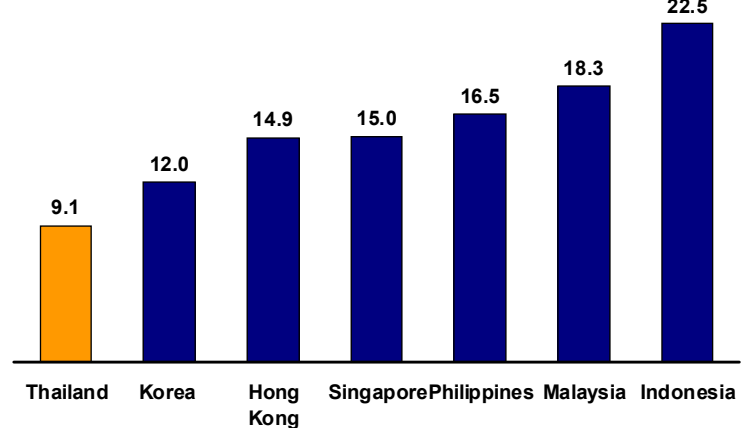
ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับ P/E ratio ของไทย

จากการศึกษาในฉบับก่อนหน้า¹ พบว่า P/E ratio มีส่วนสำคัญในการผลักดันการขยายตัวของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ซึ่งหมายถึงการขยายตัวของตลาดหุ้นไทยด้วย แต่ในช่วงที่ผ่านมาพบว่า P/E ratio ของประเทศไทยมีค่าต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกัน ดังนั้นหากสามารถเพิ่มค่า P/E ratio ให้ใกล้เคียงหรือสูงกว่าประเทศเพื่อนบ้านได้ เป้าหมายการเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดก็น่าจะใกล้ขึ้น

การศึกษานี้จะเน้นพิจารณาว่าทำไม P/E ratio ของประเทศเราจึงต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้านอย่างที่เห็นอยู่ในปัจจุบัน โดยวิเคราะห์จากปัจจัยพื้นฐานรายบริษัทจดทะเบียนของประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ เพื่อดูว่าการที่ค่า P/E ratio ของไทยต่ำนั้นเป็นเหตุมาจากพื้นฐานของแต่ละบริษัทจดทะเบียนโดยตรงหรือไม่ และหากไม่ใช่สาเหตุจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัทอย่างเดียว จะมีความแตกต่างในปัจจัยระดับโครงสร้างเศรษฐกิจหรือระดับตลาดหุ้นใดบ้างที่ทำให้ค่า P/E ratio ของไทยต่ำกว่า

P/E ratio โดยรวมของประเทศในภูมิภาคเอเชีย ณ ปัจจุบัน (2550)

หน่วย: เท่า



ที่มา: Bloomberg ณ วันที่ 30 มกราคม 2550

ปัจจุบัน P/E ratio โดยรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ที่ระดับ 9.1 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดเทียบกับประเทศใกล้เคียง เช่น สิงคโปร์ ฮองกง มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เป็นต้น

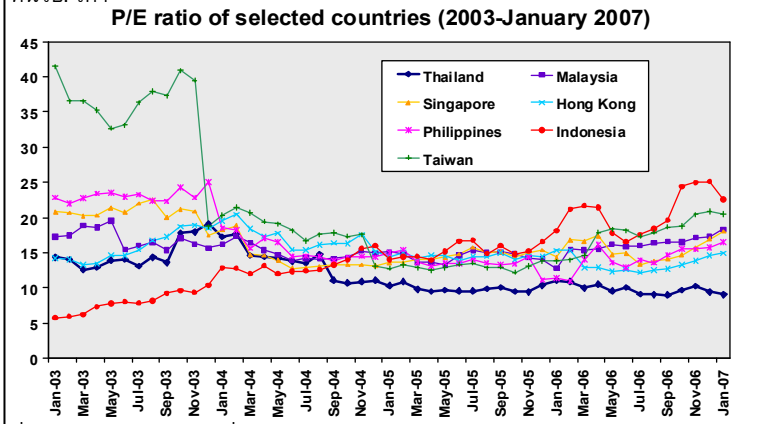
ค่า P/E ratio ของไทยในปัจจุบัน (ณ วันที่ 30 มกราคม 2550) อยู่ที่ 9.1 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเดียวกัน

P/E ratio ของไทยไม่ได้ต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเฉพาะในปัจจุบันเท่านั้น จากกราฟด้านล่างจะเห็นได้ว่า P/E ratio ของไทยต่ำกว่ามาตลอดตั้งแต่ช่วงปลายปี 2547 (2004) โดยจากข้อมูลในช่วงดังกล่าว พบว่า P/E ratio โดยเฉลี่ยของไทยอยู่ที่ระดับ 10.03 เท่า ในขณะที่ของประเทศอื่นๆ เช่น สิงคโปร์ และมาเลเซียอยู่ที่ระดับ 15.00 และ 14.72 เท่า ตามลำดับ

¹ SET Note Issue 3/2006: มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) และ P/E Ratio เพิ่มอย่างไร

P/E ratios ของประเทศในภูมิภาคเอเชียช่วงปี 2546 - ปัจจุบัน

หน่วย: เท่า

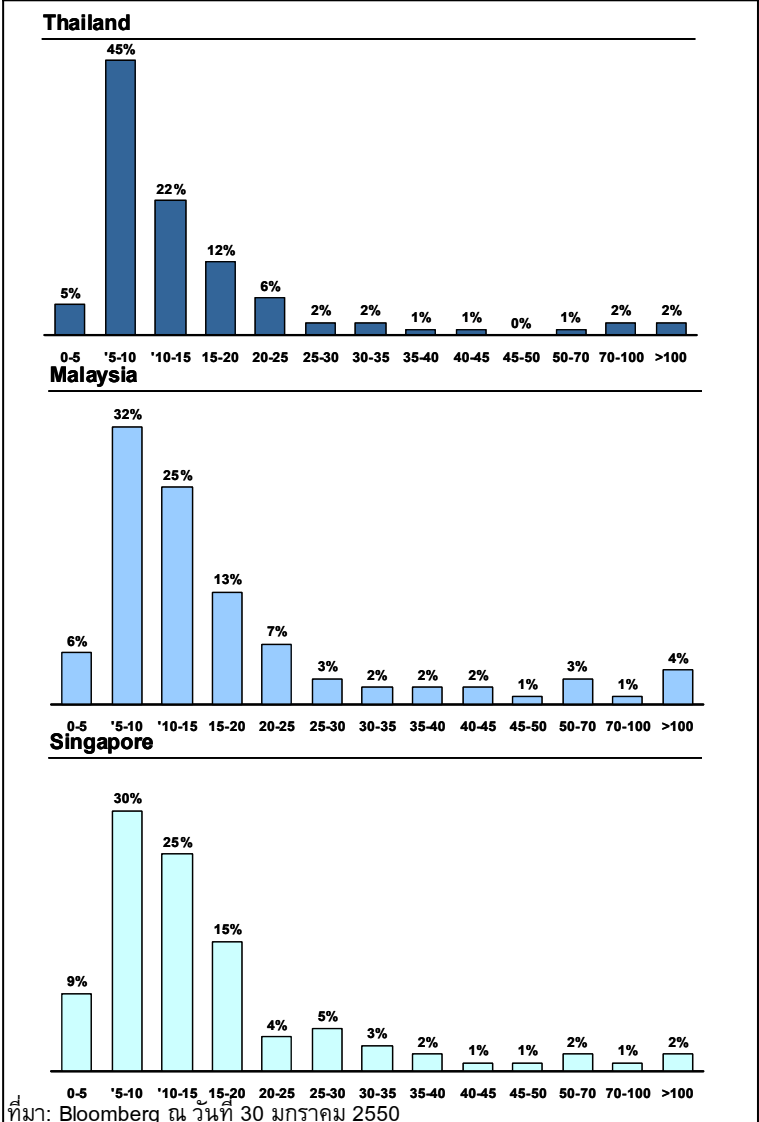


ที่มา: Bloomberg ณ วันที่ 30 มกราคม 2550

และหากดูการกระจายของค่า P/E ratio รายบริษัทของประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ เปรียบเทียบกัน จะเห็นได้ชัดว่าบริษัทส่วนใหญ่ของไต้หวันมีค่า P/E ratio กระจัดกระจายอยู่ในช่วง 5-10 เท่า ในขณะที่ประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ยังมีความหนาแน่นของค่า P/E ratio รายบริษัท ในช่วง 10-15 เท่าด้วย

ร้อยละ 45 ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย มีค่า P/E ratio อยู่ระหว่าง 5-10 เท่า ในขณะที่ของมาเลเซียและสิงคโปร์มีจำนวนบริษัทที่มีค่า P/E ratio ในช่วงดังกล่าวเพียงร้อยละ 30 และ 32 ตามลำดับ

ภาพการกระจายตัวของค่า PE ratio ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์

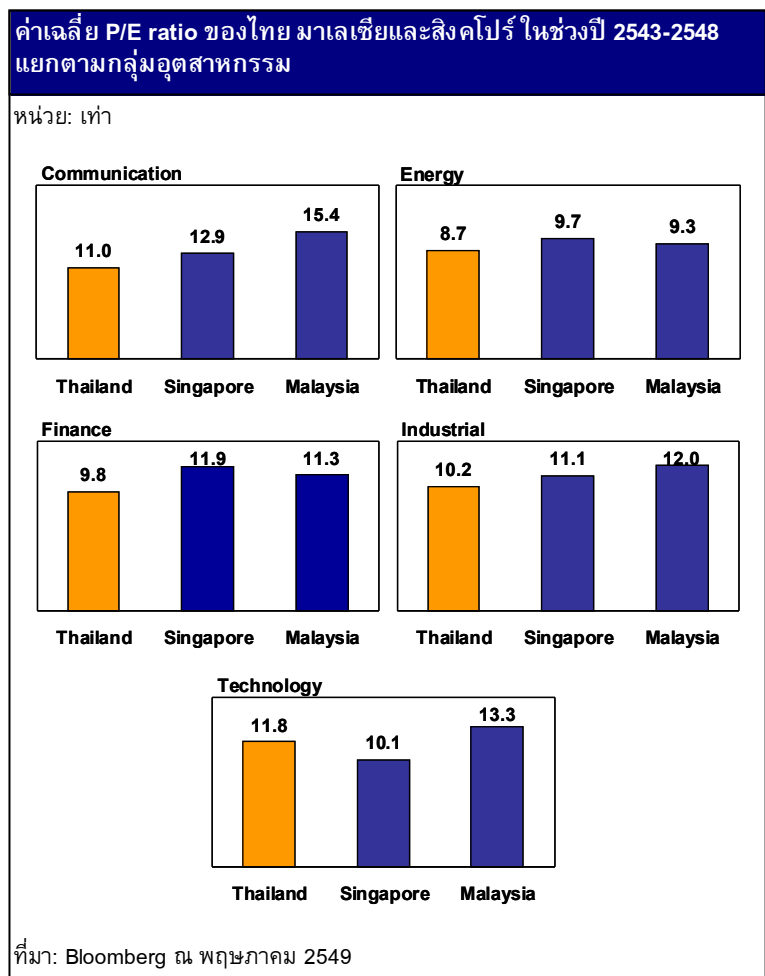


ที่มา: Bloomberg ณ วันที่ 30 มกราคม 2550

จากกราฟจะเห็นว่า ร้อยละ 45 ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดของ ไทยมีค่า P/E ratio อยู่ในช่วง 5-10 เท่า ในขณะที่ประเทศมาเลเซียและ สิงคโปร์มีจำนวนบริษัทที่มีค่า P/E ratio อยู่ในช่วงดังกล่าวร้อยละ 32 และ 30 ตามลำดับ นอกจากนี้จำนวนบริษัทจดทะเบียนของไทยที่มีค่า P/E ratio อยู่ในช่วง 10-15 เท่ามีเพียงร้อยละ 22 ในขณะที่ประเทศมาเลเซีย และสิงคโปร์มีจำนวนร้อยละ 26

ไม่เพียงแต่ในภาพรวมเท่านั้นที่ P/E ratio ของประเทศไทยต่ำที่สุด แต่ เมื่อนำสถิติค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2543-2548 (2000-2005) ของทุกหลักทรัพย์ ในกลุ่มอุตสาหกรรม² เดียวกันของประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์มา เปรียบเทียบกัน พบว่า P/E ratio ของไทย ต่ำกว่าทั้งสองประเทศในเกือบ ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

P/E ratio ของตลาดไทย ต่ำกว่าของประเทศ สิงคโปร์และมาเลเซีย ในเกือบทุกกลุ่ม อุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มเทคโนโลยี



โดยทั่วไป แบบจำลองอย่างง่ายที่ใช้ประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท จะ ประเมินโดยมูลค่าปัจจุบัน (present value) ของกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งหากสมมติว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราคงที่ตลอดแล้วการ คำนวณก็จะง่ายขึ้น โดยแบบจำลองนี้เป็นที่รู้จักในนาม Gordon Growth Model และสมการประเมินมูลค่าของหุ้นเขียนได้ดังนี้

² จำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมตามนิยามของ Bloomberg เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ เนื่องจากแต่ละประเทศมีเกณฑ์การแบ่งประเภทอุตสาหกรรม แตกต่างกัน รายละเอียดในภาคผนวก 1

$$\text{Value per share today} = \frac{\text{Expected Dividend per share next year}}{\text{Cost of Equity} - \text{Expected Growth Rate}}$$

และหากหารสูตรคำนวณทั้งสองข้างโดย expected earnings per share จะสามารถเขียนสูตร P/E ratio ได้ดังนี้

$$P/E = \frac{\text{Expected Payout Ratio}}{\text{Cost of Equity} - \text{Expected Growth Rate}}$$

ซึ่งจากสูตรคำนวณทางทฤษฎี จะได้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ เช่น P/E ratio จะเพิ่มขึ้นหากอัตราการเจริญเติบโตที่คาดการณ์ไว้ (expected growth rate) เพิ่มขึ้น ดังนั้นบริษัทที่เติบโตเร็วก็น่าจะมีค่า P/E ratio ที่สูงกว่า และค่า P/E ratio ของบริษัทก็น่าจะต่ำกว่าหากเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงและมี cost of equity สูง และตัวแปรสุดท้าย ค่า P/E ratio ก็ควรจะเพิ่มขึ้นหากอัตราการจ่ายเงินปันผล (dividend payout ratio) เพิ่มขึ้นหากบริษัทผลประกอบการเพิ่มขึ้นในอัตราเท่าๆ กัน

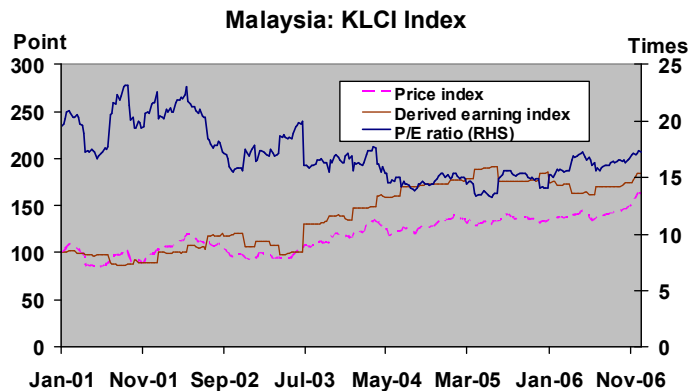
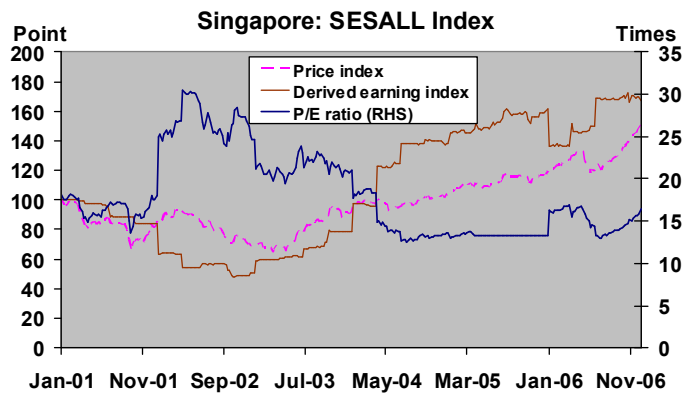
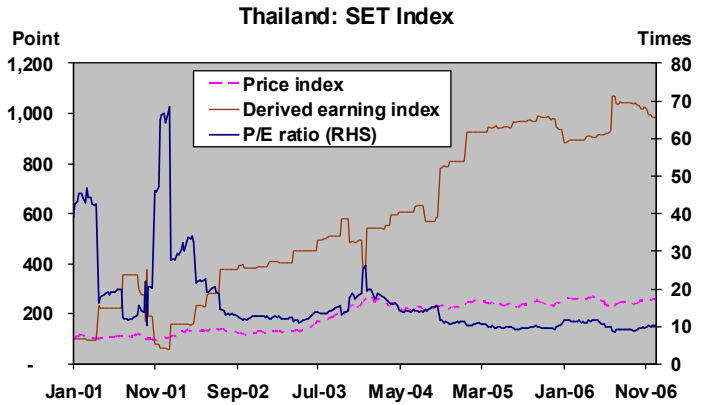
โดยปกติผู้ลงทุนจะใช้ค่า P/E ratios เป็นสถิติใช้วัดว่าหลักทรัพย์หรือหุ้นของบริษัทที่พิจารณามีราคาถูกหรือแพง หุ้นที่ซื้อขายกันที่ค่า P/E ratio ต่ำๆ มักจะมองว่าเป็นหุ้นราคาถูก อย่างไรก็ตาม หลักทรัพย์ที่มีค่า P/E ratio ต่ำอาจจะไม่ใช่หุ้นที่ถูก undervalued ก็ได้ และกลยุทธ์การซื้อขายที่ดูเฉพาะ P/E ratio อาจจะไม่ถูกต้องนักเพราะยังไม่ได้คำนึงถึงศักยภาพการเติบโต และความเสี่ยงของบริษัทนั้นๆ บริษัทที่มีค่า P/E ratio ต่ำ อาจจะเป็นเพราะบริษัทดังกล่าวมีแนวโน้มย่อแย่ในอนาคตและ/หรือ อาจจะมีความเสี่ยงสูงก็เป็นได้ ซึ่งหากเป็นกรณีนี้ค่า P/E ratio ที่ต่ำก็ไม่ น่าแปลกใจ

P/E ratio ของไทยต่ำเพราะบริษัทจดทะเบียนแย่มากหรือ?

หากพิจารณาองค์ประกอบของ P/E ratio โดยแยกออกเป็นส่วนของ ราคา และส่วนของผลประกอบการหรือกำไรต่อหุ้นด้วยการคำนวณหา derived earning index จากข้อมูล P/E ratio และดัชนีราคาหลักทรัพย์ ของตลาดหลักทรัพย์ไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์โดยรวม พบว่าการที่ค่า P/E ratio ของไทยต่ำกว่าอีกสองประเทศนั้น ไม่น่าจะเป็นผลมาจากปัจจัย ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากผลประกอบการโดยรวม ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

P/E ratio ดัชนีราคาและดัชนีผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์

จากข้อมูลเบื้องต้น ราคาหลักทรัพย์ของไทยที่ไม่เพิ่มขึ้นตามผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนที่ยังดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ P/E ratio ของไทยต่ำ



ที่มา: Bloomberg ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม 2549

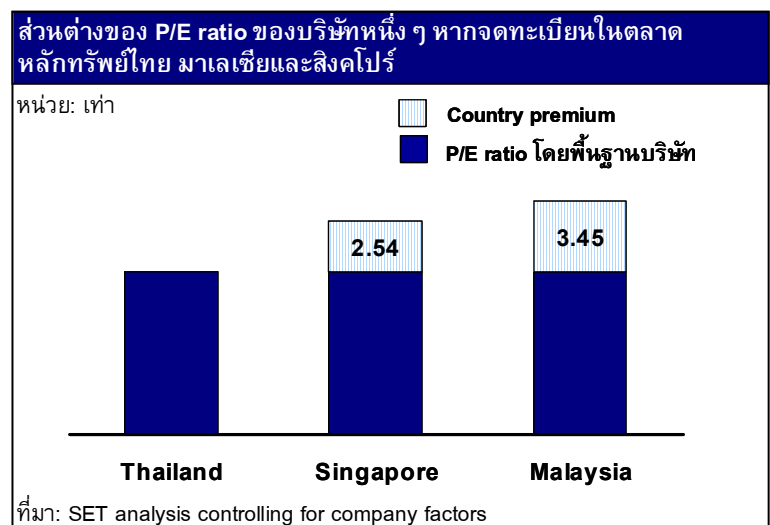
จากทั้งสามรูปข้างต้นจะเห็นได้ว่าดัชนีราคาและ earning index ของประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ เคลื่อนไหวไปในทางเดียวกัน ในขณะที่ของประเทศไทยนั้น earning index มีแนวโน้มสูงขึ้นมาโดยตลอดตั้งแต่ปี 2544 (2001) แต่ดัชนีราคากลับมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นช้ากว่า ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ค่า P/E ratio อยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้เป็นเพราะผู้ลงทุนประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ไทยอยู่ในระดับต่ำ ทั้งๆ ที่ผลประกอบการหรือกำไรของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวดีขึ้น

จะเห็นได้ว่า ปัจจัยพื้นฐานทางด้านผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยก็อยู่ในเกณฑ์ดี แต่การที่ P/E ratio ของไทยต่ำนั้นอาจจะได้รับอิทธิพลมาจากปัจจัยด้านอื่น ๆ หรืออาจเป็นเพราะความแตกต่างของโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุนที่ทำให้ P/E ratio ของประเทศไทยต่ำกว่า

ในการศึกษาว่าปัจจัยความแตกต่างระดับโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุนนั้นส่งผลให้เกิดค่าความแตกต่างของ P/E ratio ของไทย มาเลเซียและสิงคโปร์หรือไม่นั้น ไม่สามารถเทียบค่า P/E ratio อย่างเดียวได้ แต่จำเป็นต้องควบคุมตัวแปรพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน เช่น มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน อัตราการจ่ายปันผล turnover ratio เป็นต้น เพื่อที่จะทราบได้ว่าหากบริษัทมีพื้นฐานเหมือนกันแล้วนั้น จะมีความแตกต่างในค่า P/E ratio หากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์คนละประเทศหรือไม่ ซึ่งเมื่อควบคุมตัวแปรในระดับบริษัทจดทะเบียนแล้วพบว่าหากเป็นบริษัทของไทยก็จะมี P/E ratio ต่ำกว่าอยู่ดี ซึ่งนั่นหมายถึงมี Thailand P/E ratio discount

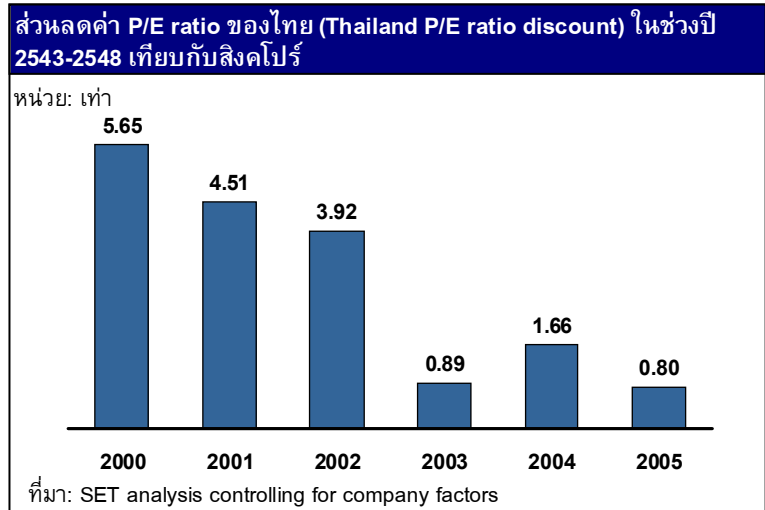
การวิเคราะห์ทางสถิติด้วยข้อมูลของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ยังคงยืนยันว่าปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่นอัตราการจ่ายปันผล มูลค่าหลักทรัพย์รวม Turnover ratio ยังมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในค่า P/E ratio เช่นเดียวกับการศึกษาจากข้อมูลเฉพาะของประเทศไทยในฉบับก่อนหน้า

จากผลการประมาณการสมการทางเศรษฐมิติ (รายละเอียดดังภาคผนวก 2) โดยใช้ข้อมูลลักษณะเป็น Panel data กล่าวคือใช้ข้อมูลรายบริษัทจดทะเบียนทั้งในประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ตั้งแต่ปี 2543-2548 (2000-2005) โดยใช้ตัวแปรหุ่น (dummy variables) แสดงความแตกต่างระหว่างประเทศ พบว่า โดยรวมแล้ว หากปัจจัยพื้นฐานบริษัทเหมือนกัน เช่น มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ อัตราการจ่ายปันผล quality of earnings และ turnover ratio เป็นต้นแล้ว ถ้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจะมีค่า P/E ratio ต่ำกว่าประเทศสิงคโปร์ ประมาณ 2.54 เท่า และต่ำกว่ามาเลเซียประมาณ 3.45 เท่า (Thailand discount)



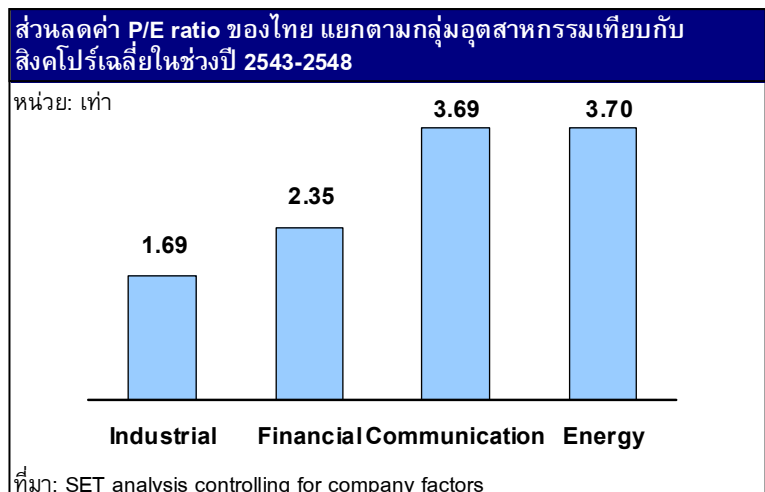
ตัวอย่างหนึ่งที่เราเห็นได้เช่น บริษัทโทรคมนาคมแห่งหนึ่งที่เราดำเนินการในประเทศไทย แต่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ พบว่ามี P/E ratio เฉลี่ยในช่วงปี 2543-2548 (2000-2005) อยู่ที่ระดับ 20.23 เท่า ในขณะที่บริษัทด้านโทรคมนาคมขนาดใหญ่ของไทย ซึ่งจดทะเบียนในประเทศไทยมีค่า P/E ratio เฉลี่ยในช่วงเดียวกันอยู่ที่ระดับ 15.93 เท่า

อย่างไรก็ตาม Thailand discount ไม่ได้คงที่ทุกปี เมื่อแยกพิจารณาประมวลผลสมการแยกแต่ละปี พบว่า Thailand discount ลดลงเรื่อยๆ ตั้งแต่ปี 2000 ดังกราฟ



ในขั้นแรกพบว่า โดยเฉลี่ยแล้วหากบริษัทมีปัจจัยพื้นฐานข้างต้นเท่ากัน และไม่เปลี่ยนแปลง ถ้าเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยจะมี P/E ratio ต่ำกว่าสิงคโปร์ 2.54 เท่า และต่ำกว่ามาเลเซีย 3.45 เท่า

นอกจากนี้ เมื่อแยกการประมาณการสมการถดถอยตามกลุ่มอุตสาหกรรม (นิยามตาม Bloomberg) ก็พบว่าแม้จะเป็นหุ้นที่มีข้อมูลทางด้านพื้นฐานเหมือนกัน แต่ถ้าเป็นหุ้นในประเทศไทยจะมีค่า P/E ratio ต่ำกว่าประเทศสิงคโปร์ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มเทคโนโลยี (Technology) โดยกลุ่มพลังงาน (Energy) จะมีค่า P/E ratio โดยเฉลี่ยต่ำกว่าสิงคโปร์ ประมาณ 3.7 เท่า กลุ่มการเงิน (Financial) ต่ำกว่าประมาณ 2.35 เท่า กลุ่มการสื่อสาร (Communications) ต่ำกว่าประมาณ 3.69 เท่า และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrial) ต่ำกว่าประมาณ 1.69 เท่า



หากไม่ใช่ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท แล้วปัจจัยใดที่ทำให้เกิด

Thailand discount

การศึกษาโดยกำหนดตัวแปรหุ่น (dummy variables) แทนลักษณะของประเทศในการประมาณการสมการถดถอยของบริษัทจดทะเบียนในชั้นแรกตั้งข้างต้นยืนยันได้เพียงว่าปัจจัยความแตกต่างระดับโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุนมีส่วนสำคัญทำให้ค่า P/E ratio ของไทยต่ำกว่ามาเลเซีย และสิงคโปร์ แต่ยังไม่สามารถตอบได้ว่าตัวแปรใดทำให้เกิดความแตกต่างดังกล่าว

เพื่อที่จะทราบตัวแปรปัจจัยดังกล่าว ผู้ศึกษาได้ประมาณการสมการถดถอยอีกครั้งโดยเพิ่มตัวแปรในระดับโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุนต่างๆ แทนที่จะใช้ตัวแปรหุ่น โดยตัวแปรที่ศึกษาเพิ่มได้แก่ 1) GDP 2) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี (risk-free interest rate) 3) อันดับด้านการบริหารจัดการเกี่ยวกับสิทธิผู้ถือหุ้น (shareholder value) โดย IMD World Competitiveness Yearbook 4) ความผันผวนในผลตอบแทนจากราคาของตลาด (volatility in return on investment) และ 5) turnover ratio

ในขั้นต่อมา พบว่าการบริหารจัดการด้านสิทธิผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิด Thailand P/E ratio discount นอกเหนือจากปัจจัยด้านอัตราดอกเบี้ย (risk-free interest rate) และความผันผวนในผลตอบแทนของตลาด

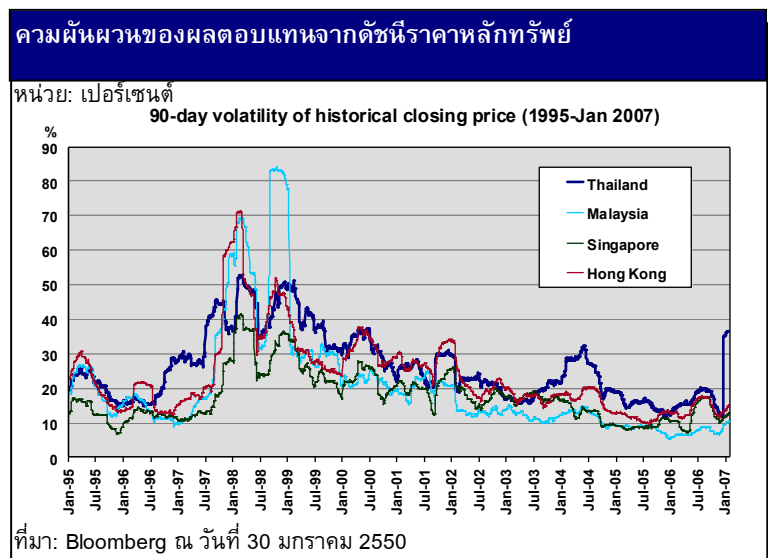
ผลการศึกษาในภาพรวม (ไม่แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม) พบว่าปัจจัยระดับโครงสร้างเศรษฐกิจและตลาดทุนที่อธิบายความแตกต่างของค่า P/E ratio ระหว่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญมีอยู่ 3 ปัจจัยจากจำนวน 6 ปัจจัยที่นำมาศึกษาดังกล่าวข้างต้น ได้แก่ 1) risk-free interest rate 2) การจัดอันดับด้านการบริหารจัดการเกี่ยวกับสิทธิผู้ถือหุ้น และ 3) ความผันผวนในผลตอบแทนจากราคาของตลาด โดยปัจจัยที่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดคือการจัดการเกี่ยวกับสิทธิผู้ถือหุ้น (shareholder rights) รองลงมาคือความผันผวนในผลตอบแทนจากราคาของตลาดหลักทรัพย์ และท้ายสุดคืออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

การบริหารจัดการด้านสิทธิผู้ถือหุ้นมีผลต่อค่า P/E ratio โดยจากการศึกษาพบว่าประเทศที่มีอันดับดีกว่า จะมีค่า P/E ratio สูงตามไปด้วย นอกจากนี้ การศึกษาโดย Aggarwal, Klapper and Waddock (2003)³ พบว่าบริษัทจัดการกองทุนของสหรัฐอเมริกาจะเลือกลงทุนในตลาดเกิดใหม่ (emerging market) ที่ให้ความสำคัญทางด้านสิทธิผู้ถือหุ้น (shareholder rights) กรอบระเบียบและกฎหมาย (legal framework) และมาตรฐานทางบัญชี (accounting standards) มากกว่า และยังเจาะจงเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีนโยบายเน้นเรื่องความโปร่งใส และเปิดเผยทางบัญชีมากกว่า (greater transparency and accounting disclosures) นอกเหนือไปจากปัจจัยทางด้านขนาดบริษัท ชื่อเสียง (visibility) และบทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์ด้วย

³ Aggarwal Reena, Leora Klapper, and Peter D. Waddock (2003), "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors", Policy Research Working Paper No. 3101, The World Bank

การศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าปัจจัยทางด้านความโปร่งใสและบรรษัทภิบาลเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทและการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน ซึ่งย่อมส่งผลต่อค่า P/E ratio ของบริษัทนั้นด้วย

อีกตัวแปรหนึ่งที่มีนัยสำคัญคือความผันผวนของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศที่เปรียบเสมือนความเสี่ยงชนิดหนึ่งในการลงทุนของผู้ลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ P/E ratio ต่ำกว่าหากตลาดมีความผันผวนมากกว่า ซึ่งจากข้อมูลจะเห็นได้ว่าผลตอบแทนจากราคาของตลาดหลักทรัพย์ไทย มีความผันผวนสูงกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค



ทางด้านตัวแปรอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (risk-free interest rate) พบว่าประเทศที่มี risk-free interest rate สูงจะส่งผลให้ค่า P/E ratio ของตลาดต่ำกว่า เนื่องจาก risk-free interest rate เปรียบเสมือน discount rate ที่ทำให้มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคตลดลง

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านข้อมูล ทำให้การศึกษานี้ไม่สามารถศึกษาครอบคลุมถึงปัจจัยอื่นๆ ที่น่าจะมีผลต่อความแตกต่างของค่า P/E ratio อีกทั้งค่า adjusted R-squared ของสมการที่มีค่าค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นว่าน่าจะมีปัจจัยระดับประเทศอื่นๆ ที่อธิบายความแตกต่างของ P/E ratio ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซียได้อีก ยกตัวอย่างเช่น โครงสร้างประเภทผู้ลงทุน เทคโนโลยี เป็นต้น ซึ่งยังต้องการการศึกษาในรายละเอียดเพิ่มเติมต่อไป

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยภายนอกต่างๆ ที่ไม่สามารถควบคุมได้ที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของค่า P/E ratio โดยเฉพาะปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน เช่น ปัจจัยความผันผวนทางการเมือง รวมถึงมาตรการสกัดกั้นเงินทุนระยะสั้นของธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 19 ธันวาคม 2549 ที่ผ่านมา ที่ส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรง และทำให้

นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยภายนอกของแต่ละประเทศที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นนักลงทุนทำให้ Thailand P/E ratio discount เพิ่มขึ้น ได้ดังเช่นมาตรการสกัดเงินทุนระยะสั้นของธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้ P/E ratio ลดลงจาก 10.1 เหลือ 8.6 ภายในวันเดียว และอาจจะเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อ Thailand P/E ratio discount ต่อเนื่องในระยะยาว

ค่า P/E ratio ของไทยลดลงจาก 10.1 เหลือ 8.6 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า Thailand P/E ratio discount เพิ่มขึ้นอย่างมากภายในวันเดียว เพราะการที่ P/E ratio ลดลงดังกล่าวไม่ได้เป็นผลมาจากพื้นฐานบริษัทจดทะเบียนแต่อย่างใด แต่เป็นเพราะมาตรการดังกล่าว กระทบความเชื่อมั่นในการลงทุนอย่างรุนแรง ส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดไทยลดลง นอกจากนี้มาตรการดังกล่าวอาจจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในระยะยาวเพราะผู้ลงทุนโดยเฉพาะผู้ลงทุนต่างชาติจะมีความระแวงในการลงทุนมากขึ้น ซึ่งอาจจะทำให้มี Thailand P/E ratio discount ต่อเนื่องไปในระยะยาวด้วย

ภาคผนวก 1: การจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมตามนิยามของ Bloomberg

การจำแนกบริษัทจดทะเบียนตามกลุ่มอุตสาหกรรมในการศึกษานี้ ใช้เกณฑ์การจำแนกตามแหล่งข้อมูล Bloomberg ซึ่งอาจจะไม่ตรงกับการจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมหรือสาขาเศรษฐกิจที่ใช้ในแต่ละประเทศ โดยในการศึกษานี้มีรายละเอียดกลุ่มย่อยภายใต้แต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้

1. กลุ่มพลังงาน (Energy)
 - 1.1. Coal
 - 1.2. Energy-alternate sources
 - 1.3. Oil and gas
 - 1.4. Oil and gas service
 - 1.5. Pipelines
2. กลุ่มเทคโนโลยี (Technology)
 - 2.1. Computers
 - 2.2. Office / Business equipment
 - 2.3. Semiconductors
 - 2.4. Software
3. กลุ่มการเงิน (Financial)
 - 3.1. Banks
 - 3.2. Closed-end funds
 - 3.3. Country funds-closed-end
 - 3.4. Diversified financial service
 - 3.5. Insurance
 - 3.6. Investment companies
 - 3.7. REITs
 - 3.8. Real estate
 - 3.9. Savings and loans
 - 3.10. Venture capital
4. กลุ่มการสื่อสาร (Communications)
 - 4.1. Advertising
 - 4.2. Internet
 - 4.3. Media
 - 4.4. Telecommunications
5. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrial)
 - 5.1. Aerospace / Defense
 - 5.2. Building materials
 - 5.3. Electrical components and equipments
 - 5.4. Electronics
 - 5.5. Engineering and construction
 - 5.6. Environmental control
 - 5.7. Hand / Machine tools
 - 5.8. Machinery – construction and mining
 - 5.9. Metal fabricate / Hardware
 - 5.10. Miscellaneous manufacturing
 - 5.11. Shipbuilding
 - 5.12. Transportation
 - 5.13. Trucking and leasing
6. กลุ่มอื่นๆ (Others)

ภาคผนวก 2: รายละเอียดการประมาณการสมการทางเศรษฐมิติด้วยข้อมูล panel data

ข้อมูลที่ใช้ในการประมาณการสมการ P/E ratio เป็นข้อมูลแบบ panel data คือมีทั้งมิติภาคตัดขวาง (cross-section data) และภาคอนุกรมเวลา (time series data) โดยเก็บรวบรวมเป็นรายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ในช่วงปี 2543-2548 (2000-2005) จากแหล่งข้อมูล Bloomberg

ในเบื้องต้น ข้อมูลดิบที่รวบรวมจะนำมาคำนวณสถิติเบื้องต้นและตัด outliers ที่อาจทำให้เกิดการบิดเบือนของสมการ พฤติกรรมออก ซึ่งหลังจากกำจัด outliers แล้วสามารถสรุปสถิติเบื้องต้นของตัวแปรต่างๆ แยกตามประเทศได้ดังนี้

Table 1: Descriptive statistics of each variables

Variables	P/E ratio (times)	Mkt Cap. (Min. USD)	Dividend payout ratio (%)	Quality of earning (times)	Turnover ratio (%)
Thailand (750 obs.)					
Mean	9.91	186.30	53.18	1.72	26.22
Maximum	29.34	3,442.23	99.90	13.81	483.70
Minimum	1.26	1.89	1.76	0.01	0.0009
Std. Dev.	5.12	449.35	21.91	1.31	51.94
Malaysia (1,153 obs.)					
Mean	12.38	253.63	35.19	1.76	18.93
Maximum	29.83	3,775.21	99.27	24.02	444.09
Minimum	0.92	1.99	0.05	0.01	0.09
Std. Dev.	5.53	542.39	20.94	1.81	38.67
Singapore (751 obs.)					
Mean	11.64	232.05	39.96	1.65	24.75
Maximum	29.46	3,959.511	99.75	21.09	359.54
Minimum	1.54	5.64	0.03	0.01	0.07
Std. Dev.	5.53	490.60	23.68	1.66	43.06

ถึงแม้ว่าจะเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลรายบริษัทจากสามประเทศ จำนวนทั้งสิ้น 6 ปี แต่เนื่องจากมีปัญหาค่าความไม่ครบถ้วนของทุกตัวแปรของทุกบริษัทจากแหล่งข้อมูล Bloomberg ทำให้จำนวนข้อมูล (observations) ทั้งหมดที่สามารถใช้ได้จริงลดลงเหลือตามจำนวนดังกล่าวในตารางข้างต้น

การประมาณการสมการในส่วนแรกเป็นสมการที่ประกอบด้วยตัวแปรพื้นฐานของแต่ละบริษัทจดทะเบียน พร้อมกับตัวแปรหุ่น (dummy variables) แสดงความแตกต่างระหว่างประเทศ เพื่อพิจารณาว่าปัจจัยความแตกต่างระหว่างประเทศเป็นส่วนหนึ่งที่มีอธิบายความแตกต่างของค่า P/E ratio แต่ละประเทศหรือไม่ โดยรูปแบบสมการถดถอยเขียนได้ดังนี้

$$PE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Thai_dum_{it} + \beta_2 Malay_dum_{it} + \beta_3 DVD_{it} + \beta_4 QEARN_{it} + \beta_5 MCAP_{it} + \beta_6 TURN_{it} + \beta_7 EPS_gr_{it} + e_{it}$$

โดยที่ PE_{it} คือ price-earnings ratio ของบริษัท i ณ เวลาที่ t

$Thai_dum_{it}$ คือ ตัวแปรหุ่น โดยหากเท่ากับ 1 แสดงว่าบริษัท i จดทะเบียนในประเทศไทย
 $Malay_dum_{it}$ คือ ตัวแปรหุ่น โดยหากเท่ากับ 1 แสดงว่าบริษัท i จดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย

DVD_{it} คือ dividend payout ratio ของบริษัท i ณ เวลาที่ t
 $QEARN_{it}$ คือ quality of earning ของบริษัท i ณ เวลาที่ t นิยามโดย

$$Quality\ of\ earning = \frac{Cash\ flow\ from\ operation}{Net\ income}$$

$MCAP_{it}$ คือ market capitalization ของบริษัท i ณ เวลาที่ t
 $TURN_{it}$ คือ turnover ratio ของบริษัท i ณ เวลาที่ t
 EPS_gr_{it} คือ อัตราการเติบโตของ earning per share ของบริษัท i ณ เวลาที่ t

ผลการประมาณการสมการถดถอยในส่วนแรกนี้แบ่งเป็นการประมาณการในภาพรวม (ไม่แยกกลุ่มอุตสาหกรรม) และการประมาณการสมการแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม แสดงดังตาราง

Table 2: Estimation results

Dependent variables: Price-earnings ratio						
Explanatory variables	All	Energy	Technology	Financial	Communication	Industrial
$Thai_dum_{it}$	-2.54* (0.231)	-3.66* (1.318)	-	-2.09* (0.613)	-3.69* (1.289)	-1.69* (0.523)
$Malay_dum_{it}$	0.91* (0.206)	-	2.57* (0.976)	1.30* (0.572)	2.66** (1.584)	1.14* (0.346)
DVD_{it}	0.05* (0.003)	0.10* (0.027)	0.05* (0.022)	0.09* (0.010)	0.04* (0.016)	0.05* (0.006)
$QEARN_{it}$	0.78* (0.049)	-	1.15* (0.349)	0.49* (0.111)	1.91* (0.429)	1.00* (0.108)
$MCAP_{it}$	0.001* (0.000)	0.001* (0.0003)	-	0.002** (0.001)	-	0.001* (0.0004)
$TURN_{it}$	0.013* (0.002)	-	-	-	0.09* (0.026)	0.03* (0.008)
EPS_gr_{it}	-	-	-	-	-	-
Adjusted R-squared (%)	0.17	0.42	0.27	0.21	0.32	0.16
Observations	3,724	27	95	421	129	1,081

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บหมายถึง standard deviations

* สัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

** สัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

จากผลการประมาณการในข้างต้นพบว่าพบว่าตัวแปรการเติบโตของ earning per share นั้นไม่มีความสามารถในการอธิบายค่า P/E ratio อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งๆ ที่น่าจะเป็นปัจจัยสำคัญหนึ่ง เนื่องจากเป็นหนึ่งในองค์ประกอบของ Gordon Growth

Model ดังที่กล่าวไปแล้วในข้างต้น แต่เนื่องจากการศึกษานี้เป็นการศึกษา trailing P/E ratios ซึ่ง Jacob and Huai (2004)⁴ พบว่า EPS growth นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับค่า P/E ratio ดังกล่าวมากนัก แต่ค่า P/E ratio กลับอธิบายได้โดย forecasted earnings มากกว่า (forward P/E ratios)

การประมาณการสมการในส่วนที่สองเป็นการศึกษาหาปัจจัยระดับประเทศที่ทำให้เกิดความแตกต่างในค่า P/E ratio ของแต่ละประเทศ หลังจากในส่วนแรกได้ยืนยันแล้วว่าบริษัทจดทะเบียนในแต่ละประเทศจะมี P/E ratio แตกต่างกันแม้จะมีปัจจัยพื้นฐานเหมือนกัน เช่นประเทศไทย เห็นได้ชัดว่าโดยเฉลี่ยแล้วจะมี P/E ratio ต่ำกว่า (มี Thailand discount) โดยการประมาณการสมการในส่วนที่สองจะปรับเปลี่ยนตัวแปรหุ่น (dummy variables) แสดงประเทศ มาใช้ปัจจัยต่างๆ ในระดับประเทศ เช่น GDP อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (risk-free interest rate) การจัดอันดับด้านการบริหารจัดการ เป็นต้น โดยสมการเขียนได้ดังนี้

$$PE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 RF_RATE_{it} + \beta_4 RANK_{it} + \beta_5 V_RETURN_{it} + \beta_6 VOL_{it} + \beta_7 DVD_{it} + \beta_8 QEARN_{it} + \beta_9 MCAP_{it} + \beta_{10} TURN_{it} + \beta_{11} EPS_gr_{it} + e_{it}$$

โดยตัวแปรที่เพิ่มมาคือ

GDP_{it}	คือ GDP growth rate ของประเทศที่บริษัท i จดทะเบียนอยู่ ณ เวลาที่ t
RF_RATE_{it}	คือ risk-free interest rate ของประเทศที่บริษัท i จดทะเบียนอยู่ ณ เวลาที่ t
$RANK_{it}$	คือ อันดับด้านการบริหารจัดการสิทธิผู้ถือหุ้น (shareholder value) ของประเทศที่บริษัท i จดทะเบียนอยู่ ณ เวลาที่ t โดย IMD World Competitiveness Yearbook
V_RETURN_{it}	คือความผันผวนของผลตอบแทน (volatility in return) ของตลาดของประเทศที่บริษัท i จดทะเบียนอยู่ ณ เวลาที่ t
VOL_{it}	คือมูลค่าซื้อขายรวมต่อปีในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่บริษัท i จดทะเบียนอยู่ ณ เวลาที่ t

ในส่วนที่สองนี้จะทำการประมาณการเฉพาะในภาพรวม ไม่แยกกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากเป็นการเน้นศึกษาเฉพาะปัจจัยในระดับประเทศว่าตัวแปรใดบ้างที่เป็นส่วนสำคัญของ Thailand discount ที่เกิดขึ้นจากการศึกษาในส่วนแรก โดยผลการประมาณการเป็นดังนี้

$$PE_{it} = 10.78 - 0.36RF_RATE_{it} - 0.09RANK_{it} - 0.12V_RETURN_{it} + 0.06DVD_{it} + 0.77QEARN_{it} + 0.0004MCAP_{it} + 0.01TURN_{it}$$

(0.521) (0.169) (0.012) (0.023) (0.004)

(0.057) (0.0002) (0.002)

$$Adj. R^2 = 0.1414$$

ตัวเลขในวงเล็บหมายถึง standard deviations

⁴ Jacob K. Thomas and Zhang, Huai (2004), "Another Look at P/E Ratios", Working papers, Yale School of Management, April 2004