



## มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) และ P/E ratio เพิ่มอย่างไร

เป้าหมายเชิงปริมาณของการพัฒนาตลาดทุนตามแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยฉบับที่ 2 ต้องการเพิ่มขนาดของตราสารทุนโดยพิจารณาจาก market capitalization ของตลาด จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่สำคัญต่อการเพิ่มขนาดตลาดตราสารทุนอยู่ที่การเพิ่ม P/E ของหลักทรัพย์ให้มีมูลค่าที่สมบูรณ์เนื่องจากข้อมูลในช่วงปี 2545-2548 ซึ่งให้เห็นว่ากว่าร้อยละ 45 ของ market capitalization ที่เพิ่มขึ้นมาจากการเพิ่มมูลค่าของ P/E ทั้งนี้ภาพรวม P/E ตลาดของตลาดทุนไทยค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะในสาขาการเงินที่เป็นสาขามีน้ำหนักสูงในตลาดทุนไทย

รายงานฉบับนี้ทำการศึกษาโดยมุ่งหาคำตอบว่าปัจจัยใดมีส่วนในการสนับสนุนการเพิ่มขึ้นของ P/E โดยการศึกษาด้านเศรษฐมิติในลักษณะรายบริษัท (firm-specific approach) ในตลาดหลักทรัพย์จำนวนกว่า 400 บริษัทโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (cross-section data) พบว่าปัจจัยที่มีส่วนผลักดันการเพิ่มของ P/E อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล สภาพคล่อง ขนาดของบริษัทเอง และความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทที่ลดลง โดยเฉพาะหากบริษัทสามารถจ่ายอัตราเงินปันผลเพิ่มร้อยละ 20 จะสามารถทำให้ค่า P/E เฉลี่ยเพิ่มขึ้นกว่า 1.4 หน่วย หรือหากเพิ่มขนาดบริษัทเป็น 2 เท่าก็จะสามารถช่วยเพิ่ม P/E เฉลี่ยอีกกว่า 0.6 หน่วย ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ล้วนมีความหมายในเชิงนโยบายสำหรับการเพิ่ม P/E ตลาดทุนไทยอย่างมีนัยสำคัญ

จัดทำโดย

วิธาน เจริญผล

Email: [research@set.or.th](mailto:research@set.or.th)

### Disclaimer

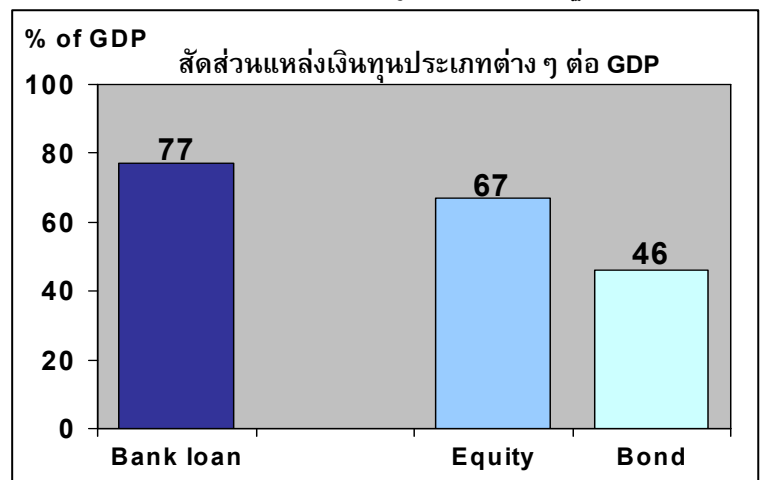
ข้อความที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

## กลไกการเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization)

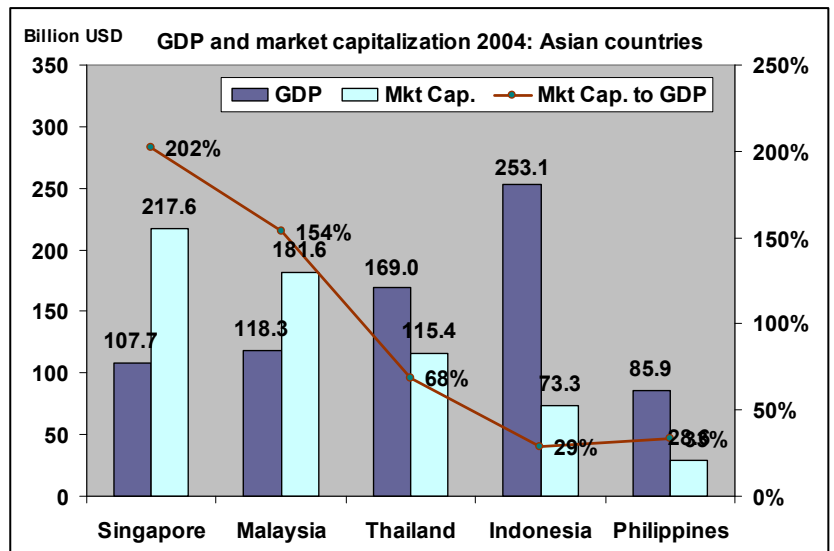
การเพิ่ม *market capitalization* เป็นเป้าหมายหนึ่งในการพัฒนาตลาดหุ้นไทย

ทำไมต้องเพิ่ม *market capitalization*

ในปัจจุบัน แม้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเริ่มมีบทบาทมากขึ้น ในฐานะแหล่งระดมทุนที่ต้นทุนต่ำ และการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง แต่ก็ยังมีบทบาทน้อยกว่าภาคสถาบันการเงินซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนดั้งเดิม อีกทั้งยังมี *market capitalization* เล็กกว่าประเทศอื่นๆ การเพิ่ม *market capitalization* ในตลาดตราสารทุนของไทยซึ่งหมายถึงการขยายตัวและการเจริญเติบโตของตลาดจึงเป็นเป้าหมายหนึ่งในการพัฒนา และเพิ่มบทบาทของตลาดหุ้นเพื่อความสมดุลระหว่างตลาดหุ้นและภาคสถาบันการเงิน และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ



Source: Bank of Thailand, TBMA, and SETSMART as of 31 October 2005

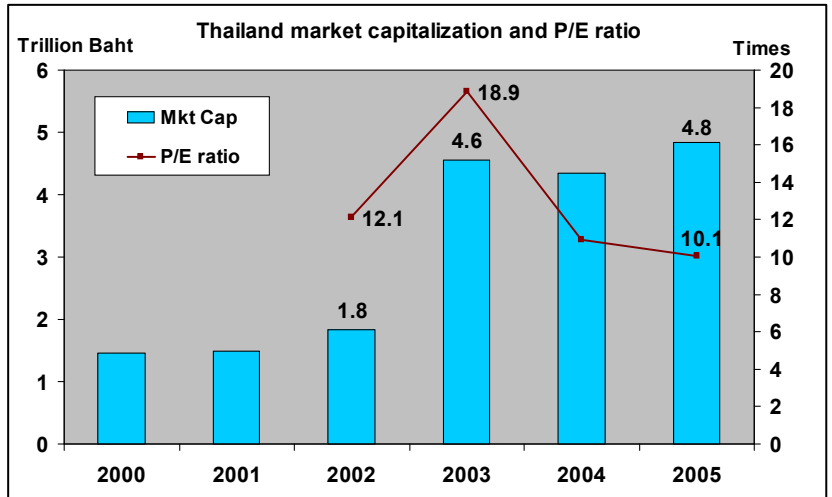


Source: Bloomberg and WFE as of 31 December 2004

เมื่อเปรียบเทียบกับมาเลเซีย จะเห็นว่าประเทศไทยมีขนาด GDP ใหญ่กว่าร้อยละ 43 แต่กลับมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเล็กกว่า

## จะเพิ่ม market capitalization ได้อย่างไร

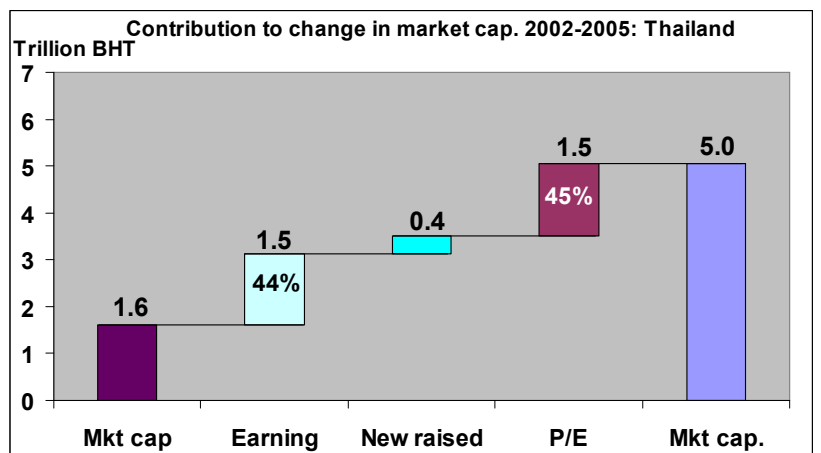
จากสูตรการคำนวณ การจะเพิ่ม market capitalization ขึ้นอยู่กับระดับราคาหุ้น ปริมาณหุ้นในตลาดและที่เสนอขายใหม่ทั้งการเพิ่มทุนของบริษัทเดิมในตลาด และบริษัทที่จะจดทะเบียนใหม่ ซึ่งแต่ละปัจจัยมีผลต่อระดับการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของ market capitalization ไม่เท่ากัน



Source: Bloomberg and WFE as of 31 December 2004

## เกือบครึ่งหนึ่งของมูลค่าตลาดไทยที่เพิ่มขึ้นมาจากการเพิ่มขึ้นของค่า P/E ratio

ในปัจจุบัน การเพิ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่เพื่อเพิ่ม Market capitalization โดยรวมของไทยมีข้อจำกัด เนื่องจากบริษัทใหญ่มีจำนวนเหลือไม่มาก ดังนั้นการเพิ่ม market capitalization โดยรวมจึงควรมุ่งเน้นการเพิ่มจากบริษัทที่จดทะเบียนอยู่แล้วโดยการเพิ่มค่า P/E และผลประกอบการของบริษัท จากการศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า market capitalization ที่เพิ่มขึ้นในช่วงปี 2002-2005 มี P/E ratio เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ market capitalization เพิ่มขึ้น โดยมีสัดส่วนในการเพิ่มร้อยละ 45

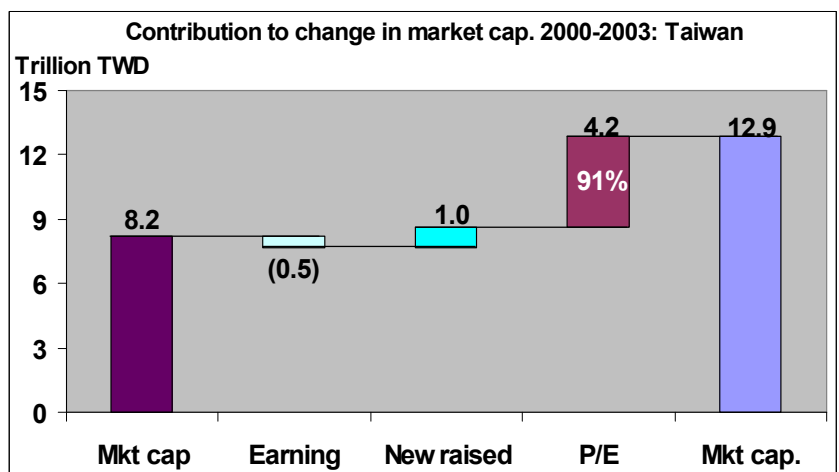
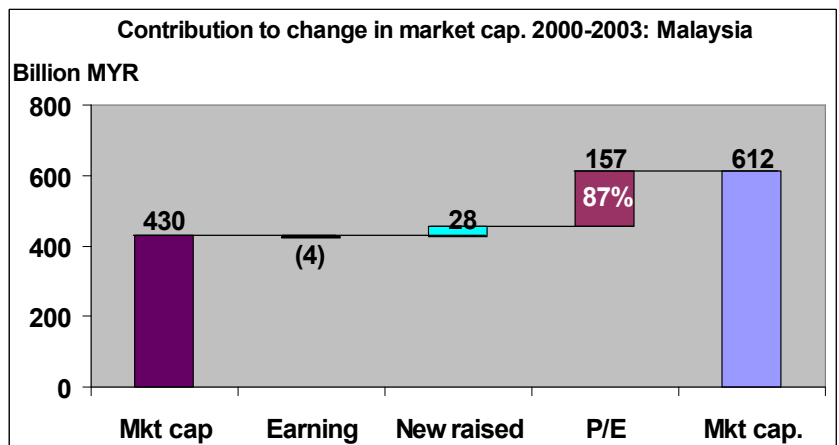
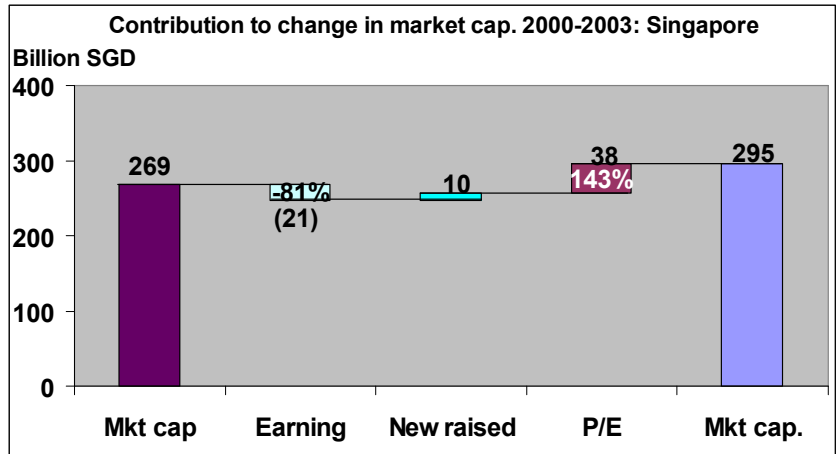


Source: calculation based on Bloomberg and SETSMART as of 3<sup>rd</sup> quarter/2005

Note: ตัวเลข % หมายถึงสัดส่วน % ของ market capitalization ที่เพิ่มขึ้น

แม้ในช่วงที่ผลประกอบการบริษัทลดลง  
**market capitalization** ของตลาดใน  
 ต่างประเทศยังเพิ่มได้จาก **P/E ratio**  
 ที่เพิ่มขึ้น

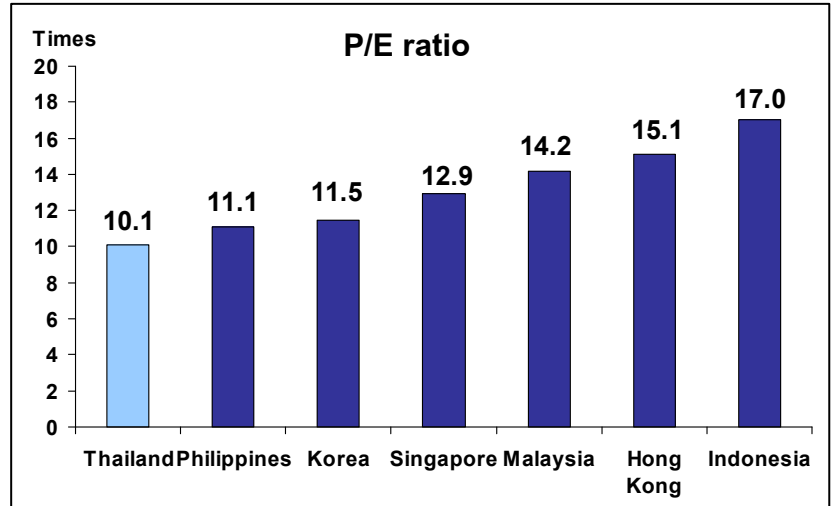
เช่นเดียวกับหลายๆ ประเทศในช่วงปี 2000-2003 ที่ปัจจัย P/E ratio เป็นแรงผลักดันสำคัญในการเพิ่ม market capitalization ของตลาดหลักทรัพย์ เช่น มาเลเซีย สิงคโปร์ และไต้หวัน ซึ่งช่วยให้ market capitalization เพิ่มขึ้นได้แม้ในว่าผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนลดลงในช่วงเวลาดังกล่าว



Source: calculation based on Bloomberg as of end year 2003

แต่ P/E ของไทยก็ยังคงต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ โดยเฉพาะในกลุ่มการเงินที่ต่ำกว่ามาก

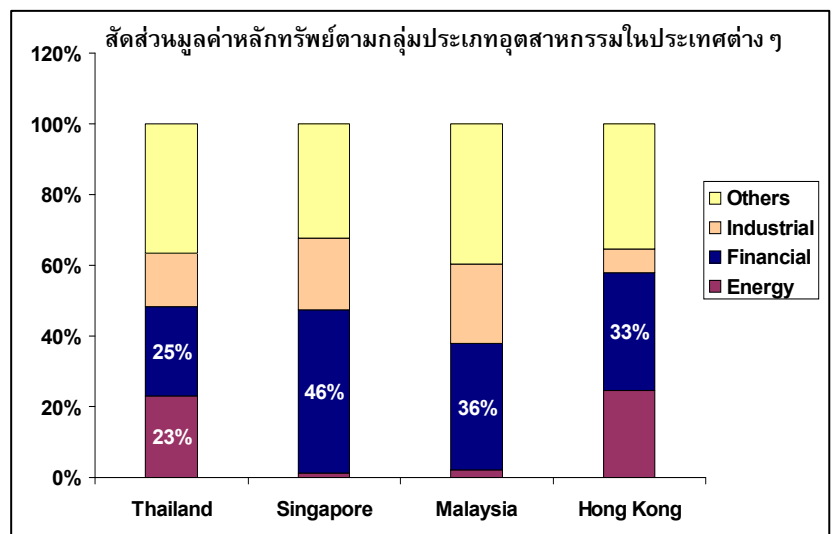
อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบ market capitalization ของตลาดไทยกับตลาดต่างประเทศ จะเห็นได้ว่า market capitalization ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังต่ำมากเมื่อเทียบกับต่างประเทศ สาเหตุที่สำคัญส่วนหนึ่งอาจเนื่องมาจาก P/E ratio ของไทยต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ



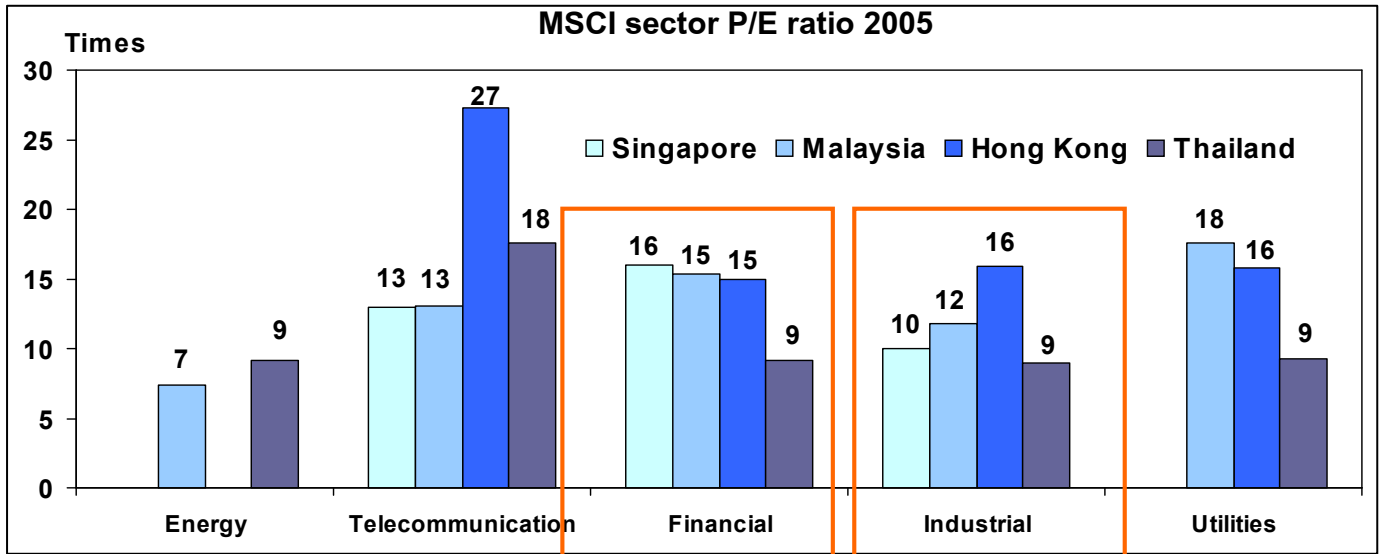
Source: Bloomberg as of 21 December 2005

หาก P/E ratio ในกลุ่มการเงินสูงเท่ามาเลเซีย จะเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ไทยจากปัจจุบันได้อีกกว่า 6 แสนล้านบาท หรืออีกประมาณร้อยละ 12

หากเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มที่ประเทศไทยมีค่า P/E ratio สูงกว่าประเทศอื่น ๆ ได้แก่ กลุ่มพลังงาน ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนน้อยในตลาดของประเทศอื่น ๆ และ P/E ratio ของไทยก็สูงกว่าไม่มากนัก ตรงกันข้ามกับกลุ่มการเงิน ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีนัยสำคัญมากในประเทศอื่น ๆ แต่ประเทศไทยกลับมีค่า P/E ratio ต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ มาก เป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ P/E ratio โดยรวมของไทยยังคงต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ



Source: Bloomberg as of 27 December 2005

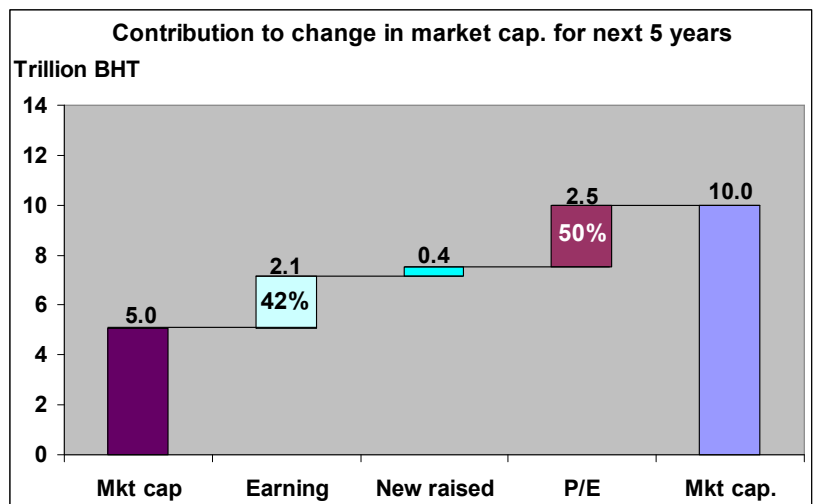


Source: Bloomberg as of 21 December 2005

ในขนาด *P/E ratio* จะยังเป็นตัวสำคัญในการเพิ่มมูลค่า  
หลักทรัพย์

หากจะให้ *market capitalization* เพิ่มขึ้น 2  
เท่าในอีก 5 ปีข้างหน้า ยังคงจำเป็นต้องเพิ่ม  
*P/E ratio*

สมมติให้ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนเติบโตอัตรา 1.5 เท่า<sup>1</sup>  
ของ real GDP ในอีก 5 ปีข้างหน้า การจะเพิ่ม *market capitalization*  
อีกเท่าตัวตามเป้าหมาย จำเป็นต้องเพิ่ม *P/E ratio* ซึ่งจะเป็นปัจจัย  
ผลักดันถึงร้อยละ 50 ของ *market capitalization* ที่จะเพิ่มโดยไม่  
จำเป็นต้องพึ่งพาการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดและจาก  
บริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่มากนัก



Source: calculation base on Bloomberg and SETSMART data as of 3<sup>rd</sup> quarter 2005

<sup>1</sup> สมมติฐานโดยพิจารณาจากข้อมูลอัตราการเพิ่มของผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนเทียบกับอัตราการเติบโตของ real GDP ในอดีต

## ปัจจัยอะไรบ้างที่มีผลต่อค่า P/E ratio บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไทย

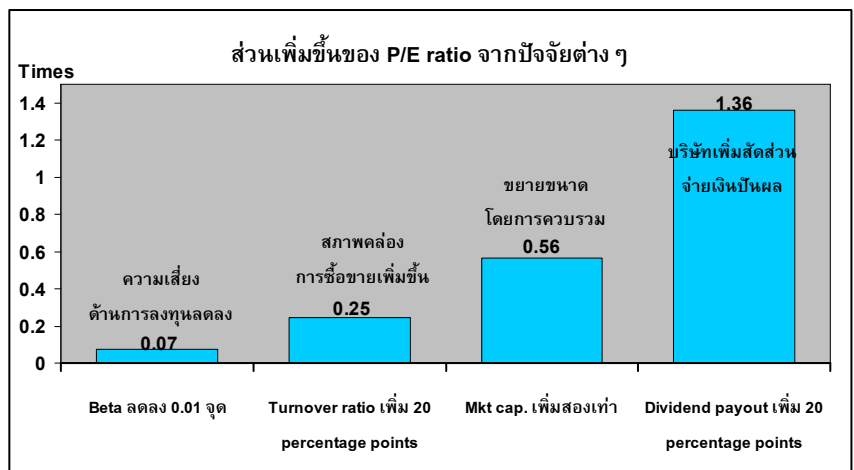
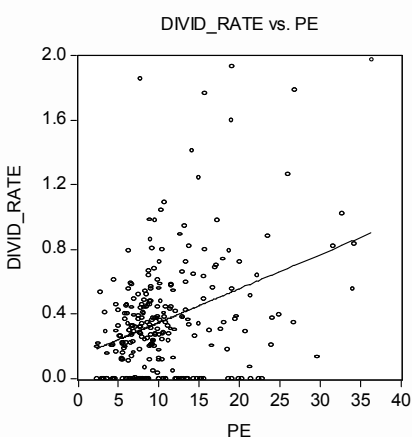
อัตราการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อค่า P/E ratio มากที่สุด รองลงมาคือค่าความเสี่ยง (beta) สภาพคล่องการซื้อขาย และขนาดบริษัท ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์รายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเบื้องต้นด้วยวิธีทางสถิติ (ดูภาคผนวก) โดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (cross-section data) ไตรมาสที่ 3 ปี 2005 ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มปกติ (ไม่รวมกลุ่มบริษัทในกลุ่ม rehabilitation) พบว่า ปัจจัยส่วนหนึ่งที่มีผลต่อค่า P/E ratio ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล ความเสี่ยง (beta) ขนาดของบริษัท ผลประกอบการของบริษัท และสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

การศึกษาในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนของทั้งตลาด พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ อัตราการจ่ายเงินปันผลและสภาพคล่องในตลาดสูง จะมีค่า P/E ratio สูงด้วย ในขณะที่ปัจจัยระดับความเสี่ยงของบริษัทที่มีผลเสียต่อระดับ P/E ratio ของบริษัท ในขณะที่อัตราการเติบโตของผลประกอบการไม่ได้ส่งผลให้ P/E ratio เพิ่มขึ้น เพราะโดยทฤษฎีแล้ว ค่า P/E ratio จะมีความสัมพันธ์กับอัตราเติบโตของผลประกอบการที่คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า (expected earnings growth) มากกว่า actual earnings growth

เมื่อศึกษาผลกระทบของแต่ละปัจจัยต่อค่า P/E ratio ที่ละปัจจัย โดยสมมติให้เฉพาะปัจจัยที่เราสนใจมีการเปลี่ยนแปลงในขณะที่ปัจจัยอื่นๆ คงที่ (ceteris paribus) พบว่า หากบริษัทจดทะเบียนสามารถเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลอีก 20 percentage points จาก 36% (ค่าเฉลี่ย) เป็น 56% จะสามารถเพิ่ม P/E ratio ได้อีกประมาณ 1.4 หน่วย หรือหากบริษัทเพิ่มขนาดเป็นสองเท่า จะช่วยเพิ่ม P/E ratio ได้ประมาณ 0.6 หน่วย หรือหากตลาดเพิ่มปริมาณการซื้อขายหุ้น (turnover ratio) ได้ อีก 20 percentage points จาก 0.26 เป็น 0.46 ก็จะช่วยเพิ่ม P/E ratio ได้อีกประมาณ 0.3 หน่วย ดังนั้นหากทำได้ทั้งสามมาตรการ ก็เป็นไปได้ที่ P/E ratio จะเพิ่มขึ้นประมาณ 2.3 หน่วยทีเดียว (เพิ่มจากค่าเฉลี่ยที่ระดับ 10.9 หน่วย) หากปัจจัยอื่นๆ ไม่เปลี่ยนแปลง ซึ่งอาจช่วยเพิ่ม market capitalization ขึ้นอีก 1.58 ล้านล้านบาท หรือประมาณ 30%

อัตราการจ่ายเงินปันผลมีผลสูงสุดในการทำให้ P/E ratio เพิ่มขึ้น



Note: สมมติฐานระดับการเพิ่มขึ้นจากระดับเฉลี่ยเดิม

การศึกษาแยกแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ยังคงให้ผลคล้ายการศึกษาในภาพรวม กล่าวคือ ปัจจัยที่ยังคงมีผลสำคัญได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน แม้ว่าปัจจัยอื่นๆ ในข้างต้นจะมีระดับนัยสำคัญน้อยลง อย่างไรก็ตาม การศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมมีข้อจำกัดด้านจำนวนข้อมูลที่น้อยเกินไป ทำให้ผลการศึกษาไม่สามารถสรุปได้ชัดเจน

จากผลการศึกษาในข้างต้น จะนำไปสู่การวิเคราะห์เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่าง P/E ratio ของไทย กับต่างประเทศ เพื่อศึกษาสาเหตุและปัจจัยที่ทำให้ค่า P/E ratio ของไทยต่ำกว่าต่างประเทศอย่างเป็นอยู่ในปัจจุบันต่อไป



## ภาคผนวก

### ผลประมาณการสมการถดถอยอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง P/E ratio และปัจจัยที่มีผลกระทบ

ข้อมูลที่ใช้ในการประมาณการเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (cross-section data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2548 โดยหลังจากตัด outlier แล้วรวมเป็นข้อมูลที่ครบถ้วนสมบูรณ์จำนวนทั้งสิ้น 215 จากทั้งหมด 424 บริษัท โดยการถูกคัดเลือกออกของบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนไม่ส่งผลให้เกิดความ bias ในตัวอย่างข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย ซึ่งตัวอย่างข้อมูลดังกล่าวมีคุณสมบัติทางสถิติเบื้องต้น ดังตาราง

	P/E ratio (Times)	Mkt Cap. (MB)	Dividend Rate (%)	Beta	EBIT growth (%)	Turnover ratio (%)
<b>All (215 obs.)</b>						
<b>Mean</b>	10.91	11,092.66	0.36	0.87	31.88	0.26
<b>Maximum</b>	36.35	198,519.70	1.97	1.79	1,168.33	6.98
<b>Minimum</b>	2.25	192.80	0.00	0.21	-412.72	0.00
<b>Std. Dev.</b>	6.29	24,284.95	0.37	0.36	156.68	0.69

ในการศึกษาใช้ earning yield เป็น dependent variable ตาม Zorn, Jirasakuldech and Dudney (2003)<sup>2</sup> เนื่องจาก E/P มีความสัมพันธ์ในเชิงเส้นตรงกับปัจจัยความเสี่ยงและตัวแปรอัตราการเจริญเติบโต ในขณะที่ตัวแปรเหล่านี้ไม่สัมพันธ์กับ P/E ratio ในเชิงเส้นตรง ผลประมาณการสมการเป็นดังนี้

$$\overline{E/P}_i = 0.09 + 0.05beta_i + 0.00006ebit_i - 0.0000004mcap_i - 0.01tuov_i - 0.05divid_i$$

(0.013) (0.013) (0.00003) (0.0000002) (0.007) (0.0013)

$$R^2 = 17.44 \quad \text{ตัวเลขในวงเล็บคือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation)}$$

โดยที่  $beta_i$  คือ ความเสี่ยงการลงทุน (investment or financial risk) ของบริษัท  $i$

โดยข้อมูลจาก Bloomberg as of 23 December 2005

$ebit_i$  คือ อัตราการเติบโตของ EBIT ของบริษัท  $i$

$mcap_i$  คือ มูลค่าตลาด (market capitalization) ของบริษัท  $i$

$tuov_i$  คือ turnover ratio ของบริษัท  $i$

$divid_i$  คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (dividend payout ratio) ของบริษัท  $i$

โดยข้อมูลทั้ง 4 ตัวแปรจาก SET ณ สิ้นไตรมาส 3 2005

และเนื่องจาก dependent variable เป็นส่วนกลับของ P/E ratio ดังนั้นการอธิบายความหมายของสัมประสิทธิ์ (coefficients) จึงต้องเป็นไปในทางตรงข้าม ตัวอย่างเช่น การที่อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับ E/P ratio แสดงว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับค่า P/E ratio

อย่างไรก็ตาม ผลจากการประมาณการในเบื้องต้น พบว่า น่าจะมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องอื่นๆ อีกในการอธิบายความแตกต่างของค่า P/E ratio ของแต่ละบริษัท เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสมการ ( $R^2$ ) ยังต่ำอยู่ ซึ่งจะได้ทำการศึกษาต่อไป

<sup>2</sup> Zorn, Thomas, Benjamas Jirasakuldech, and Donna Dudney 2003, "The P/E Multiple, Market Efficiency and Bubbles", Preliminary Draft, Version Dated January 15, 2003.

## Scatter Plots and Regression Lines

