

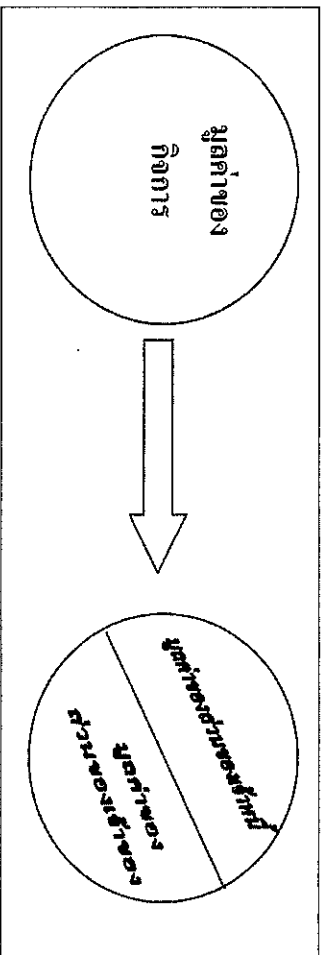
msus:ijyafn
|valuation|



บทที่ 7 การประเมินมูลค่า (Valuation)

โดยทั่วไปการประเมินมูลค่าตราสารทางการเงินสำหรับนักลงทุน หมายถึง การประเมินมูลค่าของตราสารต่าง ๆ ที่กิจการออกขายเพื่อระดมเงินทุนให้แก่กิจการ โดยในบทนี้จะเน้นการประเมินมูลค่าในตราสารประเภทหุ้น อันได้แก่หุ้นสามัญ ในการลงทุนการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการเพื่อที่จะนำไปเปรียบเทียบกับมูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญเพื่อที่จะตัดสินใจลงทุน โดยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่กิจการแต่ละกิจการออกขาย (จัดจำหน่าย) ทั้งหมดจะมีค่าเท่ากับมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นและเมื่อนำไปรวมกับมูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้นที่จะได้มูลค่าที่แสดงถึงมูลค่าโดยรวมของกิจการ ในมุมมองกลับกันถ้าถามการประเมินมูลค่าของกิจการออกมาได้ แล้วนำมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการไปหักออกจะทำให้ได้มูลค่าของส่วนเจ้าของเจ้าของกิจการโดยส่วนรวมที่ผู้ถือหุ้นทั้งหมดที่จัดจำหน่ายจะทำได้มูลค่าค่าของหุ้นสามัญต่อหุ้น ดังนั้นถึงแม้ว่าวัตถุประสงค์ของบทนี้เพื่อที่จะให้สามารถประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญ เพื่อนำไปตัดสินใจลงทุนที่เป็นประโยชน์กับนักลงทุนที่ประสงค์ลงทุนในหุ้นสามัญ การวิเคราะห์ยังสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในด้านการจัดการองค์กรที่มีวัตถุประสงค์ในขั้นต้นที่จะสร้างมูลค่าองค์กรให้ที่สูงสุด เพราะสามารถนำไปใช้ประเมินมูลค่าของกิจการได้

สามารถแสดงรูปแบบความสัมพันธ์ของมูลค่าได้ดังแผนภาพต่อไปนี้



รูปที่ 7.1 แสดงแผนภาพมูลค่าของกิจการ

โดยมูลค่าของกิจการจะประกอบไปด้วยมูลค่าบางส่วนของผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นของส่วนเจ้าของส่วนประกอบกัน โดยการประเมินมูลค่าของกิจการและหรือตราสารสามารถแบ่งประเภทมูลค่าของกิจการได้เป็น 3 ประเภท ได้แก่

1. มูลค่าทางตลาด (Market Value)
2. มูลค่าทางบัญชี (Accounting Value/Book Value)
3. มูลค่าที่ควรจะเป็น (Intrinsic Value)

ซึ่งมูลค่าทางตลาดของกิจการ ได้แก่ มูลค่าของตราสารหุ้นและตราสารหนี้ของกิจการ ที่ซื้อขายกันในตลาดด้วยจำนวนของตราสารนั้นๆ ในขณะที่มูลค่าทางบัญชี คือมูลค่าของการได้มาซึ่งสินทรัพย์และหนี้สิน ณ เริ่มแรก ที่มีการนับที่กเป็นราคาหุ้น (ดังนั้นมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญมาจากมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ที่ด้วยมูลค่าทางบัญชีที่ของหนี้สินแล้วหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด) และสุดท้ายมูลค่าที่ควรจะเป็น ได้แก่มูลค่าของกิจการที่กำหนดจากมูลค่าทางบัญชีของตราสารหนี้และตราสารหุ้น โดยในการตัดสินใจลงทุนนั้น มูลค่าที่เกี่ยวข้องได้แก่มูลค่าตลาด (Market Value) และมูลค่าที่ควรจะเป็น (Intrinsic Value) เมื่อนักลงทุนคาดว่า มูลค่าที่ควรจะเป็นสูงกว่ามูลค่าตลาด นักลงทุนควรตัดสินใจซื้อตราสารนั้นเพื่อทำกำไร เมื่อมูลค่าตลาดปรับตัวสูงขึ้นตามมูลค่าที่ควรจะเป็น ในทางกลับกัน เมื่อมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าที่ควร

จะเป็นของตราสารนั้น นักลงทุนควรตัดสินใจขายตราสารนั้น จะเห็นได้ว่าในการตัดสินใจลงทุน มูลค่าทางบัญชีไม่เกี่ยวข้องในการตัดสินใจ เนื่องจากมูลค่าทางบัญชีอาจไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของตราสาร ณ เวลานั้น มูลค่าทางบัญชีเป็นเพียงมูลค่าที่แนะนำในอดีต แต่อาจไม่ใช่มูลค่าที่เหมาะสมในปัจจุบัน

❁ การประเมินมูลค่าภาวะเป็นของกิจการ (Intrinsic Value)

หลักการในการประเมินมูลค่าตราสารจะเป็นของกิจการโดยทั่ว ๆ ไปมาจากแนวคิดสำคัญ 3 แนวคิด ดังนี้

1. แนวคิดจากงบดุล (Balance Sheet Concept)
2. แนวคิดจากวิธีการคิดลด (Discounting Concept)
3. แนวคิดจากวิธีอื่น (Other Concept)

1. แนวคิดจากงบดุล (Balance Sheet Concept)

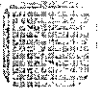
งบดุล (Balance Sheet) คือ หนึ่งในงบการเงินของกิจการที่เป็นนิติบุคคล จะต้องเปิดเผยสู่สาธารณะ โดยงบดุลคืองบที่แสดงถึงสถานะของกิจการ ณ วันใดวันหนึ่ง โดยสถานะของกิจการแสดงอยู่ในรูปของสินทรัพย์รวมทั้งหมดที่กิจการครอบครอง ซึ่งจะต้องมีมูลค่าเท่ากับ (ดูล) แหล่งของเงินทุนรวมของกิจการที่ประกอบไปด้วยเงินทุนจากแหล่งของหนี้สิน และแหล่งของเจ้าของ ดังนั้นงบดุลจึงประกอบด้วยสินทรัพย์ ส่วนของเจ้าของและส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงได้ดังนี้

$$\text{สินทรัพย์รวม} = \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} + \text{ส่วนของผู้เจ้าของ}$$

ด้วยหลักการของงบดุลเมื่อนำค่าของสินทรัพย์รวมหักด้วยส่วนของผู้เจ้าของจากการอ่านนี้ จะได้มูลค่าของส่วนของผู้เจ้าของออกมา เมื่อนำมูลค่าดังกล่าวหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด (Outstanding Shares) ผลลัพธ์ที่ได้คือมูลค่าของหุ้นสามัญต่อหุ้นนั่นเอง

วิธีการประเมินมูลค่าของสินทรัพย์สามารถกระทำ ได้จากการพิจารณาได้ข้อมูลทางบัญชี ด้วยวิธีหาค่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่กิจการครอบครองจากมูลค่าทางบัญชีสุทธิ (หักค่าเสื่อมราคาสะสมแล้ว) ของสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ โดยเมื่อนำไปประเมินราคาของหุ้นสามัญมูลค่าที่ได้ข้อหุ้นสามัญเรียกว่า มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ (Book Value of Equity) โดยปกตินักลงทุนจะมีความเชื่อว่ามีมูลค่าของหุ้นสามัญนั้นสูงเกินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ (หรืออีกนัยหนึ่งคือมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ) ทำให้เมื่อเรหาค่าที่มูลค่าตลาดของหุ้นลดลงง่าให้มูลค่าของหุ้นสามัญนั้น (หรืออีกนัยหนึ่งคือลดลงต่ำกว่า) นักลงทุนจะเชื่อว่ามูลค่าตลาดต่ำกว่าที่มูลค่าที่หุ้นสามัญควรจะเป็น ซึ่งก่อให้เกิดสัญญาณเตือนเกิดขึ้นในหุ้นสามัญนั้น

อย่างไรก็ตามความเชื่อนี้อาจก่อให้เกิดความผิดพลาดในการลงทุนได้ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่มูลค่าที่ควรจะเป็น (Market Value) ของหุ้นสามัญสามารถลดต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี ซึ่งการเกิดกรณีแบบนี้เนื่องมาจากมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์นั้นสูงเกินจริง (สูงกว่ามูลค่าตลาดของสินทรัพย์นั้น) อันอาจจะเนื่องมาจากการต่อมูลค่าของสินทรัพย์จากสภาพการณ์แวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งหมายรวมไปถึงกฎเกณฑ์กฎระเบียบต่าง ๆ สภาพเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปด้วย ซึ่งส่งผลให้สินทรัพย์ที่ซื้อจะมีราคาตลาดต่ำกว่าราคาทุนสุทธิที่ได้ลงบัญชีไว้ อาทิเช่น ราคาที่ดินที่ได้รับการประเมินจากกรณีดินสามารถมีได้ทั้งเพิ่มขึ้นและลดลงตามสภาพเศรษฐกิจซึ่งสะท้อนอุปสงค์และอุปทานของตลาด



ดังนั้นการปรับใช้หลักการของบทสรุปเพื่อนำประเมินมูลค่าหุ้นสามัญให้มีความถูกต้องมากขึ้น จึงสามารถกระทำได้จากการพยายามประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการให้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงให้มากที่สุด หนึ่งในวิธีการนี้คือการหามูลค่าตลาดให้กับสินทรัพย์ ซึ่งกระทำได้โดยการขายทอดตลาดสินทรัพย์ (Liquidate) ซึ่งนี่จำเป็นต้องขายสินทรัพย์ออกไปจริงๆ แต่ต้องมีกำไรประเมินมูลค่าในแง่ของสินทรัพย์ที่กิจการครอบครองอยู่ในราคาตลาดของสินทรัพย์นั้น โดยอาจจะได้มาจากการสอบถามราคาจากผู้เชี่ยวชาญและหรือจากการประเมินมูลค่าของผู้ถือหุ้นสามัญที่ได้จากวิธีการนี้เป็นมูลค่าจากการขายทอดตลาดสินทรัพย์ (Liquidate Value) ซึ่งเมื่อพิจารณาแล้วมูลค่าของงบขายทอดตลาดสินทรัพย์นี้แสดงถึงมูลค่าขั้นต่ำของหุ้นสามัญ เนื่องจากถ้ามูลค่าตลาดของหุ้นสามัญมีค่าต่ำกว่ามูลค่าจากการขายทอดตลาด นักลงทุนจะมีโอกาสในการค้ากำไร (Arbitrage Opportunity) โดยไม่มีความเสี่ยงจากการเข้าซื้อหุ้นสามัญ อันแสดงถึงการเป็นเจ้าของกิจการ (สมบัติให้ไม่มีสัดส่วนการครอบครองมากกว่ากับดูแลกิจการ) แล้วนำสินทรัพย์ของกิจการออกขายในราคาตลาด ซึ่งผลรวมของราคาซื้อขายสินทรัพย์ที่สูงกว่าราคาซื้อหุ้นสามัญ ดังนั้นส่วนต่างของราคาซื้อขายดังกล่าว จะหมายถึงกำไรจากการค้ากำไรนั่นเอง

ถึงแม้ว่าในทางปฏิบัติ การซื้อหุ้นสามัญของกิจการเพื่อจะได้มีสิทธิเสียงในการกำกับดูแลกิจการเป็นเสียงส่วนใหญ่จะไม่สามารถทำได้โดยง่าย แต่ถึงพิจารณาเพียงแบบตัวว่ามีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญบวกค่าเข้าใกล้มูลค่าขั้นต่ำที่ควรจะเป็นตามหลักการขายทอดตลาดดังกล่าวจะก่อให้เกิดอุปสงค์ในหุ้นสามัญจากการรับทราบข้อมูลดังกล่าว การที่อุปสงค์เพิ่มขึ้นทำให้ส่งผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ และท้ายสุดราคาของหุ้นสามัญควรปรับตัวสูงขึ้นจนทำให้มูลค่าของงบขายทอดตลาดของหุ้นสามัญกลับมาเป็นราคาขั้นต่ำของหุ้นสามัญที่ควรจะเป็นในที่สุด (โดยขั้นตอนนี้จะเกิดขึ้นได้ตามสมมติฐานที่ว่านักลงทุนมีข้อมูลข่าวสารเท่ากัน ทำให้เห็นโอกาสการค้ากำไรเหนือคนอื่น)

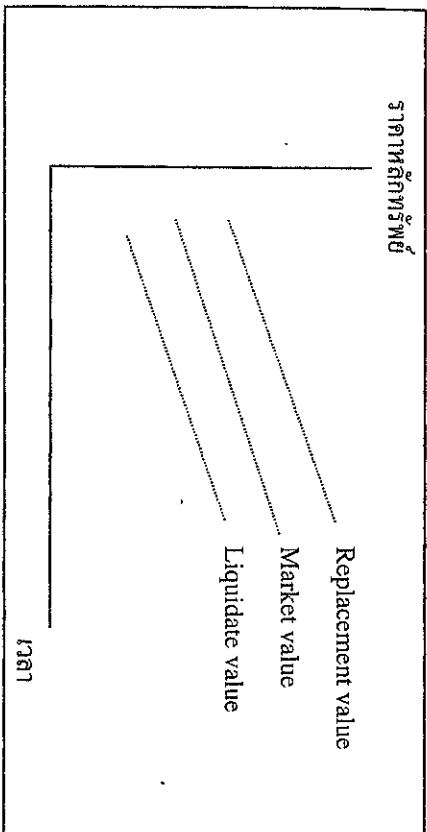
วิธีที่สองในการพยายามปรับมูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการให้สะท้อนมูลค่าที่ควรจะเป็นมากที่สุด ได้แก่ วิธีการหามูลค่าของสินทรัพย์อื่น ๆ ที่สามารถนำมาทดแทนสินทรัพย์เดิมที่กิจการมีอยู่ (Replacement Cost) โดยมูลค่าของหุ้นสามัญที่ได้จากแนวคิดนี้จะถูกเรียกว่าเป็น Replacement Value ซึ่งจะแสดงถึงมูลค่าสูงสุดที่หุ้นสามัญควรจะป็น (Cop Price) โดยเมื่อมูลค่าของหุ้นสามัญอยู่ใน จุดที่สูงกว่ามูลค่านี้ แสดงว่ามูลค่าตลาดของหุ้นสามัญมีความสูงเกินกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้เจ้าของของกิจการได้ประโยชน์ส่วนเกินจากการเป็นเจ้าของกิจการนั้น เมื่อนักลงทุนเห็นประโยชน์ดังกล่าวย่อมมีความต้องการเป็นเจ้าของกิจการอย่างนั้นบ้าง อาจโดยการสร้างกิจการใหม่ทดแทนกิจการเดิม หรือซื้อหุ้นในกิจการเดิมเพื่อเข้ามาเป็นเจ้าของกิจการซึ่งในกรณีแรกจะมีต้นทุนต่ำกว่าเนื่องจากการดำเนินงานในการซื้อหุ้นของกิจการนั้น ดังนั้นกิจการเดิมที่มีมูลค่าส่วนเกินจะมีคู่แข่งทางธุรกิจเพิ่มขึ้น ซึ่งแน่นอนถ้าไม่มีการปรับเปลี่ยนการดำเนินงานในกิจการ จะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงอันเนื่องมาจากหลายสาเหตุ อาทิเช่น ส่วนแบ่งการตลาดลดลงทำให้รายได้ลดลง และ/หรือต้นทุนการผลิตสินค้าและบริการสูงขึ้นจากการมีคู่แข่งทางธุรกิจเพิ่มขึ้น ดังนั้นด้วยเหตุผลที่กล่าวมาทำให้สามารถเชื่อถือได้ว่ามูลค่าของกิจการจะปรับตัวลดลงจนต่ำกว่ามูลค่า Replacement Value ของหุ้นสามัญนั่นเอง มีอัตราส่วนอยู่หนึ่งตัวที่สะท้อนแนวคิดดังกล่าว คือ

$$Q \text{ ratio} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของหุ้น}}{\text{มูลค่าเมื่อมีการทดแทน}} \left[\frac{\text{Market value}}{\text{Replacement value}} \right]$$

เมื่อพิจารณาในหรืออุตสาหกรรมใดมีอัตราส่วน Q สูงกว่า 1 สามารถพิจารณาได้ว่าธุรกิจนั้น หรืออุตสาหกรรมนั้นเป็นธุรกิจ (อุตสาหกรรม) ที่น่าเข้าไปลงทุนแข่งขัน เนื่องจากต้นทุนที่จะเข้าไปแข่งขันต่ำกว่ามูลค่าที่จะได้รับจากการเป็นเจ้าของธุรกิจนั้นๆ

ในทางตรงกันข้ามอัตราส่วน Q ต่ำกว่า 1 ในทางปฏิบัติสามารถนำไปใช้แสดงถึงธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่อาจจะเป็นเป้าหมายในการถูกเข้าครอบงำกิจการ (Merger and Acquisition) เพราะการซื้อหุ้นสามัญเพื่อการเป็นเจ้าของกิจการมีต้นทุนต่ำกว่าการเข้าไปตั้งธุรกิจแข่งขันกับธุรกิจเดิม

กล่าวโดยสรุปนักลงทุนสามารถนำแนวคิดของมูลค่าไปใช้ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ในงบดุล โดยเมื่อนำมูลค่าในส่วนของหนี้สินมาหักออกจะทำให้ได้มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามมูลค่าที่น่าจะนำไปใช้เพื่อหาพิสัยของมูลค่าหุ้นมากกว่าจะนำไปใช้เปรียบเทียบโดยตรงกับมูลค่าตลาดเพื่อตัดสินไปลงทุนเลยโดยแสดงเป็นรูปภาพได้ดังนี้



รูปที่ 7.2 แสดงการเปรียบเทียบการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ด้วยแนวคิดงบดุล

2. แนวคิดจากวิธีการคิดลด (Discounting Concept)

วิธีการคิดลด (Discounting) เพื่อประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีหลักการคือ การประเมินผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งเมื่อคิดลดผลประโยชน์ดังกล่าวกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน มูลค่านั้นจะสะท้อนถึงมูลค่าที่ควรจะเป็น ซึ่งหลักการนี้เป็นหลักการพื้นฐานของการเงินในการประเมินมูลค่าสิ่งต่างๆ นั่นเอง

กล่าวคือ มูลค่าของสิ่งใดก็ตามควรจะมีความเท่ากับค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคตสิ่งนั้น อย่างไรก็ตามจากแนวคิดนี้สามารถพิจารณาในรูปแบบการประเมินราคาหุ้นสามัญจากวิธีการคิดลดได้เป็น 2 รูปแบบ โดยแบบที่หนึ่งเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยตรงจากผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นสามารถจะได้รับ ในขณะที่รูปแบบที่สองเป็นการประเมินมูลค่าของกิจการจากผลประโยชน์รวมทั้งหมดที่ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการจะได้รับ ซึ่งสะท้อนอยู่ในกระแสเงินสดที่กิจการได้มาจากการดำเนินงานและการลงทุน (Free Cash Flow) แล้วจึงนำมาคูณค่าหนึ่งที่กิจการมีเพื่อกหัก ส่วนที่เหลือจึงเป็นมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งท้ายที่สุดเมื่อนำจำนวนหุ้นที่ลดจำหน่ายแล้วมาหารจะทำให้ได้มูลค่าของผู้ถือหุ้นออกมา



❖ **วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากเงินปันผล (Dividend Discount Model: DDM)**

ผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับในอนาคต ได้แก่ เงินปันผล (Dividend) และมูลค่าของหุ้นสามัญในอนาคตเมื่อขายหุ้นสามัญ ดังนั้นในรูปแบบการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญจะมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลและมูลค่าของหุ้นสามัญจากการขายหุ้นสามัญในอนาคตดังนี้

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_e)^1} + \frac{D_2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+K_e)^n} \quad \text{เมื่อ}$$

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{(1+K_e)^{n+1}}$$

$$\text{ดังนั้น } P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K_e)^n}$$

โดยที่ P_n หมายถึง มูลค่าของหุ้นสามัญ ณ เวลา n

D_n หมายถึง เงินปันผล ณ เวลา n

K_e หมายถึง ต้นทุนเงินทุนของเจ้าของ (Cost of equity)

โดยการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญในลักษณะนี้คือการประเมินราคาการคิดมูลค่าในอนาคตของเงินปันผลนั่นเอง (Dividend Discount Model) หรือเรียกว่า DDM ถือเป็นรูปแบบของการประเมินสมารถเข้าใจได้ง่าย แต่การนำไปใช้ในทางปฏิบัติอาจก่อให้เกิดปัญหาในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญได้ เนื่องจากการประมาณค่าของข้อมูล (input) เพื่อใช้ในแบบจำลองที่อาจมีปัญหานั้นเองจากไม่สามารถทราบได้ หรือถ้าประมาณค่าที่ออกจะไม่สมเหตุผลหรือมีความผิดพลาด ซึ่งแน่นอนว่าข้อมูลที่ใส่ในแบบจำลองมีความผิดพลาดแล้ว ผลลัพธ์ที่ได้ (มูลค่าของหุ้นสามัญ) จะไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง ซึ่งเหตุผลหลักของความผิดพลาดในการใช้ DDM ได้แก่ ระยะเวลา ที่มีระยะเวลาในอนาคตที่ยังมาก (n มีค่ามาก) จำนวนข้อมูลที่น้อยเกินไปหรือมีมาก ความผิดพลาดที่สูงขึ้น อีกทั้งเมื่อเป็นการพยากรณ์ไปอนาคตยิ่งไกลออกไปเท่าไร ความถูกต้องแม่นยำยิ่งต่ำเท่านั้น ดังนั้นจึงได้มีการเพิ่มสมมติฐานที่เกี่ยวกับเงินปันผลในอนาคตเข้าไปใน DDM ทำให้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยวิธี DDM สามารถพิจารณาได้ดังนี้

1. การประเมินโดยอัตราการเพิ่มของเงินปันผลมีค่าเป็นศูนย์ (Zero Growth Model)
2. การประเมินโดยอัตราการเพิ่มของเงินปันผลมีค่าเพิ่มคงที่ (Constant Growth Model)
3. การประเมินโดยอัตราการเพิ่มของเงินปันผลไม่คงที่ (Multiple Growth Model)

1. **การประเมินโดยอัตราการเพิ่มของเงินปันผลมีค่าเป็นศูนย์ (Zero Growth Model)**

ในกรณีอัตราการเพิ่มของเงินปันผลมีค่าเป็นศูนย์ จะกล่าวได้ว่า เงินปันผลจ่ายในแต่ละปีจะเท่ากันตลอด (g = 0) ทำให้การพิจารณามูลค่าหุ้นสามัญเป็นดังนี้

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_e)^1} + \frac{D_2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K_e)^n}$$

$$D_0 = D_1 = D_2 = \dots = D_n$$

$$\text{ดังนั้น } P_0 = \sum_{n=1}^n \frac{D_0}{(1+K_e)^n}$$

กรณีนี้ k มีค่ามากกว่า 0 และ n เข้าใกล้ ∞ ค่า $\sum_{n=1}^{\infty} \frac{1}{(1+k_e)^n}$ จะมีความเท่ากับ $1/k_e$

ดังนั้น มูลค่าหุ้นสามัญ: $P_0 = D_0/k_e$ หรือกล่าวได้ว่า $P_0 = D_1/k_e$ นั่นเอง ($D_0 = D_1$)

ตัวอย่าง 7.1 บริษัทจุฬา คาดว่าจะจ่ายเงินปันผลหุ้นละ 7 บาท และคาดว่าจะจ่ายเช่นนี้ไม่มีหน้า และ ปีต่อไปไม่มีที่สิ้นสุด ถ้านักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน 5% นักลงทุนควรตัดสินใจในการซื้อหุ้นของบริษัทจุฬาอย่างไร

$$P_0 = D_1/k_e$$

$$P_0 = 7/.05 = 140 \text{ บาท}$$

ซึ่งเป็นราคาที่เหมาะสมของบริษัทจุฬา ถ้าปัจจุบันหุ้นนี้มีราคาต่ำกว่า 140 บาท นักลงทุนควรซื้อเนื่องจากราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

2. การประเมินโดยอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลเป็นค่าเพิ่มคงที่ (Constant Growth Model)

อัตราการเพิ่มของเงินปันผลเป็นศูนย์ในทางปฏิบัติไม่พบเห็นมากนัก ถ้ามี จะเป็นเพียงช่วงใดช่วงหนึ่งเท่านั้น ดังนั้นการประยุกต์ใช้ข้อสมมติฐานเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้นสามารถประยุกต์กับกรณีเงินปันผลมีอัตราการเพิ่มขึ้นคงที่จะพบเห็นได้มากกว่า ซึ่งการกำหนดให้เงินปันผลของหุ้นสามัญมีอัตราเพิ่มขึ้นที่คงที่ มีแบบจำลองการประเมินราคาหุ้นสามัญ ดังนี้

$$D_1 = D_0(1+g)$$

$$D_2 = D_1(1+g)$$

$$D_n = D_{n-1}(1+g)$$

โดยที่ g หมายถึง อัตราการเพิ่ม (คงที่) ของเงินปันผล

ดังนั้น

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+K_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+K_e)^n} \rightarrow \textcircled{1}$$

นำ $\frac{(1+K_e)}{(1+g)}$ คูณสมการ $\textcircled{1}$ จะได้

$$P_0 \frac{(1+K_e)}{(1+g)} = D_0 + \frac{D_0(1+g)}{(1+K_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+K_e)^n} \rightarrow \textcircled{2}$$



เมื่อทำ (2) - (1) จะได้

$$P_0 \frac{(1+K_e)}{(1+g)} - P_0 = D_0$$

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{K_e - g}$$

หรือ $P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$

ตัวอย่าง 7.2 บริษัทสุฟ้า จ่ายเงินปันผลของงวดที่ผ่านมาในปีปัจจุบันละ 2 บาท และคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลในงวดต่อๆ ไปด้วยอัตราที่ 3% ถ้านักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน 8% นักลงทุนควรตัดสินใจในการซื้อหุ้นของบริษัทสุฟ้าอย่างไร

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

$P_0 = 2(1.03) / (08-.03) = 41.20$ บาท ซึ่งเป็นราคาที่แท้จริงของหุ้นบริษัทสุฟ้า ถ้าปัจจุบันนี้มีราคาต่ำกว่า 41.20 บาท นักลงทุนควรซื้อ ถ้าสูงกว่า นักลงทุนควรขาย

จะเห็นว่าในการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญจากแบบจำลอง DDM ที่เดิมต้องการข้อมูลเป็นจำนวนมากที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายในแต่ละระยะเวลาและต้นทุนเงินในส่วนของผู้ถือหุ้น (อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมที่เจ้าของกิจการ) แต่เมื่อได้เพิ่มสมมติฐานของอัตราปันผลคงที่เข้าไป ทำให้การประเมินราคาหุ้นสามัญต้องการข้อมูลเพียงแค่ 2 ตัว ได้แก่ อัตราเงินปันผล (g) และต้นทุนเงินปันผลในส่วนของเจ้าของ (อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมที่เจ้าของกิจการ: k_e) ซึ่งจะเห็นได้ว่าไม่ได้มีความยุ่งยากในการที่จะต้องการประเมินผลในแต่ละระยะเวลาในการเริ่มต้นผู้ระยะเวลาในอนาคต อย่างไรก็ตามผู้ประเมินจะต้องพิจารณาข้อดีของแบบจำลองเปรียบเทียบกับข้อจำกัดที่จะเกิดขึ้นจากข้อสมมติฐานที่เพิ่มเติมเข้ามา เนื่องจากความสมเหตุสมผลของมูลค่าหุ้นสามัญที่ประเมินออกมาจากแบบจำลอง ขึ้นอยู่กับความสมเหตุสมผลของตัวแปรที่กำหนดของอัตราเงินปันผล ถ้าตัวแปรดังกล่าวไม่สามารถสะท้อนสิ่งที่เกิดขึ้นจริงในอนาคต มูลค่าของหุ้นสามัญที่ประเมินได้ก็ไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้เช่นกัน

3. การประเมินโดยอัตราการเพิ่มของเงินปันผลไม่คงที่ (Multiple Growth Model)

แบบจำลองการประเมินโดยอัตราการเพิ่มของเงินปันผลไม่คงที่ ผลผลิตมาจากวิธีที่มีสมมติฐานว่าอัตราการเพิ่มของเงินปันผลจะมีระดับไม่คงที่ในช่วงเวลาหนึ่ง และหลังจากนั้นระดับคงที่ตลอดไป เพื่อลดความยุ่งยากซับซ้อนในการคำนวณ ซึ่งวิธีการนี้ใช้ในการประเมินมูลค่าเมื่อผู้ประเมินสามารถมีข้อมูลสนับสนุนการคาดการณ์ได้ในระยะหนึ่ง แต่หลังจากนั้นแล้วไม่ได้มีข้อมูลละเอียดพอ จึงให้สมมติฐานว่าจะมีอัตราการเติบโตแบบคงที่หลังจากช่วงเวลาผ่านไป

สมมติให้ช่วงระยะเวลาที่อัตราการเพิ่มของเงินปันผลที่มีระดับไม่คงที่เริ่มตั้งแต่ปัจจุบันจนถึงเวลาที่ t การพิจารณาจะเป็นดังนี้

ปี	อัตราดอกเบี้ยปันผล	เงินปันผลต่อหุ้น
1	g_1	$D_1 = D_0(1+g_1)$
2	g_2	$D_2 = D_1(1+g_2)$
...
t	g_t	$D_t = D_{t-1}(1+g_t)$

กรณีอัตราการเพิ่มของเงินปันผลไม่คงที่ การคำนวณมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลจะพิจารณาเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรก เป็นการคำนวณมูลค่าปัจจุบันที่อัตราการเพิ่มของเงินปันผลไม่คงที่ซึ่งเป็นราคาคำนวณมูลค่าปัจจุบันตั้งแต่นั้นเป็นต้นไปตลอดตั้งสมการดังนี้

$$P_0 = \left[\sum_{t=1}^t \frac{D_t}{(1+k)^t} \right] + \left[\frac{D_{t+1}}{(k-g)(1+k)^t} \right]$$

ตัวอย่าง 7.3 บริษัทหจก. จ่ายเงินปันผลในงวดที่ผ่านมามีมูลค่า 2 บาท โดยคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 20% เป็นระยะเวลา 2 ปี และจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นอีก 30% เป็นระยะเวลา 3 ปี หลังจากนั้นคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลจ่ายจะเพิ่มขึ้นในอัตรา 15% ต่อปีคงที่ไปตลอด นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน 18% ถ้าในปัจจุบัน หุ้นบริษัทนี้มีราคาตลาดเท่ากับ 45 บาท ราคาค่านี้เป็นราคาที่เหมาะสมหรือไม่

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_0)^1} + \frac{D_2}{(1+k_0)^2} + \frac{D_3 + P_3}{(1+k_0)^3}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{(k_0 - g)} = \frac{8.367}{(0.18 - 0.12)} = 139.45$$

$$\text{ดังนั้น } P_0 = \frac{2.4}{1.18} + \frac{2.88}{(1.18)^2} + \frac{3.74}{(1.18)^3} + \frac{4.87}{(1.18)^4} + \frac{6.33}{(1.18)^5} + \frac{7.28 + 139.45}{(1.18)^6} = 66.09$$

ถ้าหุ้นในปัจจุบันราคาต่ำกว่า 66.09 นักลงทุนไม่ควรซื้อ เนื่องจากมีมูลค่าสูงกว่าราคาที่ควรจะเป็น



จากแบบจำลอง DDM จะเห็นได้ว่ามูลค่าของหุ้นสามัญ ณ ปัจจุบันจะมีความก (\uparrow) เมื่อ

เงินปันผลปัจจุบันมีค่ามาก	$[D_0 \uparrow]$
อัตราเพิ่มเงินปันผลมีค่าสูง	$[g \uparrow]$
ต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของมีค่าน้อย	$[k_e \downarrow]$

แต่การพิจารณาเพียงแค่นี้เป็นการพิจารณาเพียงไม่ครอบคลุมเพียงพอ อาจทำให้ผู้นำมาแบบจำลองไปประยุกต์ใช้เกิดข้อผิดพลาดได้ อาทิเช่น เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับสามัญ 2 ตัวที่จ่ายเงินปันผลไม่เท่ากัน หรือการที่กิจการกำลังตัดสินใจจะจ่ายเงินปันผลในอนาคต โดยมักจะมีความเชื่อจากแบบจำลอง DDM ว่าการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าหรือเงินปันผลทำให้มูลค่าหุ้นสามัญสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ ความจริงแล้ว การพิจารณาเพียงแค่นี้ อาจมีข้อผิดพลาดเนื่องจากการละเลยข้อเท็จจริงที่ว่ายังมีตัวแปรอีก 1 ตัวที่มีส่วนในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วย ได้แก่ อัตราเพิ่มในเงินปันผล (g) ซึ่งนโยบายเงินปันผลที่แตกต่างกันจะส่งผล (อิทธิพล) กับ g และ k_e ตัวแปรนี้ด้วย (การที่เงินปันผลมีค่าสูง จะส่งผลกับค่า g และ k_e ในขณะเดียวกัน) เนื่องจากเมื่ออัตราการมีกำไรสุทธิและแหล่งของเงินสดเข้ามา กิจการจะต้องตัดสินใจใช้เงินไปใน 2 ทาง คือจ่ายเป็นเงินปันผลหรือเก็บสะสมไว้ในกิจการเพื่อการลงทุนในอนาคต ซึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายเงินปันผลของกิจการว่าจะจ่ายเงินปันผลในอัตราเท่าใด ถ้ามีเงินเหลือจากจ่ายเงินปันผล เงินส่วนนั้นจะเรียกว่า ไรเสสม (Retain Earnings) เก็บไว้เป็นแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ ดังนั้นการที่กิจการจ่ายเงินปันผลมากกว่าหรือน้อย จะกระทบกับเงินทุนส่วนนี้ของกิจการด้วย ซึ่งโดยทั่วไปกิจการมีจุดประสงค์ในการกำกับกำไรสะสมไว้เนติกิจการเพื่อที่จะลงทุนต่อไปกิจการ เมื่อกิจการนำไปลงทุนในการลงทุนที่ดี กล่าวคือมีผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุน ซึ่งในที่นี้คือต้นทุนเงินของกำไรสะสม ซึ่งคือ ต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของ (k_e) จะทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากการลงทุนที่ดี (ส่วนต่างของผลตอบแทนและต้นทุน) และนั่นก็คือสิ่งที่ก่อให้เกิดอัตราเพิ่ม (g) หรือการขยายตัวในมูลค่ากิจการ ซึ่งได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตตัวเดียวที่กับอัตราเพิ่มในราคาของหุ้นสามัญ และคืออัตราเพิ่มของเงินปันผลในแบบจำลองนั่นเองสามารถ แสดงความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{K_e - g}$$

$$P_1 = \frac{D_1(1+g)}{K_e - g}$$

$$\text{ดังนั้น} \quad P_1 = P_0(1+g)$$

จะเห็นว่า อัตราเพิ่มเงินปันผลจะมีค่าเท่ากับอัตราเพิ่มของมูลค่าหุ้นสามัญ ซึ่งคืออัตราเพิ่มของมูลค่ากิจการในทางเดียวกัน และอัตราเพิ่มตัวนี้มาจากการพิจารณาการลงทุนของกิจการ ในการลงทุนที่ดีที่มีค่าปัจจุบันสุทธิจากการลงทุนเป็นบวก ($NPV > 0$) ซึ่งหมายถึงการลงทุนที่มีอัตราผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนเงินลงทุน ($ROI > WACC$) และหรือ $ROE > k_e$

ดังนั้น อัตราเพิ่มในเงินปันผล (g) จะมีค่ายิ่งสูงซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนในการลงทุน (ROI / ROE) และสัดส่วนในการสร้างกำไรสะสมไว้ในกิจการ (retention Ratio : b) มีค่าสูงขึ้น สามารถแสดงดังต่อไปนี้

$$g = ROE \times b$$

โดยที่ ROE หมายถึง อัตราผลตอบแทนของเจ้าของ (Return on Equity)

b หมายถึง สัดส่วนในการสำรองกำไรสะสม (Retention Ratio) และ b = 1 - p (p คือ อัตราเงินปันผลจ่าย)

อย่างไรก็ตามต้องคำนึงถึงว่ากิจการจะมีอัตราเพิ่มขึ้นในมูลค่าของกิจการก็ต่อเมื่อกิจการมีการลงทุนที่ตีงเท่านั้น ซึ่งการลงทุนที่ตีงสามารถพิจารณาได้จากการลงทุนที่มีค่าปัจจุบันสุทธิระหว่างผลตอบแทนและต้นทุนเป็นบวกนั่นเองแสดงได้ด้วยเงื่อนไขดังนี้ $g = ROE \times b$ เพราะ $ROE > k_e$ เท่านั้น

$$\text{สรุปได้ว่า } P_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{K_e - g}$$

$$g = ROE \times b \text{ โดยที่ } ROE > k_e$$

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดค่า ROE/ROI มีดังนี้

- ประสิทธิภาพการใช้ทรัพย์สิน ซึ่งเป็นความสามารถของกิจการในการใช้ประโยชน์จากทรัพย์สินที่มีอยู่ในการสร้างยอดขาย
- การควบคุมรายจ่าย เป็นเรื่องของการควบคุมต้นทุนสินค้า ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและการขายรวมทั้งออกเบี้ยจ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ
- เพื่อให้ก้าวไปสู่หรือของกิจการสูงขึ้น
- การบริหารหนี้ เป็นความสามารถของกิจการในการจัดหาเงินทุนโดยการลงทุนในอัตราที่เหมาะสม

วิธีการคิดกระแสเงินสดของกิจการ

แนวคิดนี้จะพิจารณากระแสเงินสดของกิจการ ที่มาจากการดำเนินงานและการลงทุน โดยที่กิจการมีอิสระที่จะพิจารณาเข้าไปให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ โดยการประเมินผลในส่วนนี้ยังไม่พิจารณาถึงข้อจำกัดจากแหล่งเงินทุน (Financing) ของกิจการ ซึ่งกระแสเงินสดดังกล่าวเรียกว่า Free Cash Flow (FCF) เมื่อได้กระแสเงินสดในอนาคตของกิจการแล้วนำมาคิดลดกลับมาเป็นค่าปัจจุบัน มูลค่าตั้งกล่าวจะสะท้อนมูลค่าของกิจการ (Value of Firm) ที่เป็นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลักของกิจการได้แก่ เจ้าหนี้ และเจ้าของ เมื่อหักมูลค่าของเจ้าหนี้ที่มีลำดับของการเรียกร้องในมูลค่ากิจการก่อนออกไปส่วนที่เหลือคือ มูลค่าของเจ้าตัวเอง ดังนี้

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{FCF_1}{(1+K)^1} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+K)^n} \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+K)^t} \end{aligned}$$



โดยที่ $F\tilde{C}F$ หมายถึง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและจากการลงทุนที่คิดขึ้น ณ เวลา t
K หมายถึง ต้นทุนเงินกู้ของกิจการ (weighted average cost of capital: WACC)

การประยุกต์ใช้แบบจำลองนี้จะต้องพิจารณาเป็น 2 ส่วน ประกอบกัน คือ การประมาณการกระแสเงินสด ($F\tilde{C}F_t$) และ ต้นทุนเงินทุนของกิจการ (K)

การประมาณการกระแสเงินสด ($F\tilde{C}F_t$)

โดยทั่ว ๆ ไปกระแสเงินสดสุทธิของกิจการมาจาก 3 กิจกรรมหลักของกิจการนั้นคือ

1. กิจกรรมการดำเนินงาน (Operation)
2. กิจกรรมการลงทุน (Investment)
3. กิจกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุน (Financing)

โดยผลรวมสุทธิของทั้ง 3 กิจกรรม ได้แก่ กระแสเงินสดสุทธิของกิจการ ซึ่งเผยแพร่ในบรรทัดสุดท้ายของงบกระแสเงินสด หรือในสินทรัพย์หมุนเวียนในส่วนของเงินสดในงบดุลนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม $F\tilde{C}F$ ไม่ใช่กระแสเงินสดสุทธิของกิจการ $F\tilde{C}F$ แต่เป็นกระแสเงินสดเพื่อการดำเนินงานได้ตามปกติของกิจการ มาจากผลรวมของกระแสเงินสดจาก 2 กิจกรรมในแต่ละช่วงเวลา อันได้แก่ กิจกรรมการดำเนินงาน (Operation) และกิจกรรมการลงทุน (Investment) ส่วนผลกระทบของกิจกรรมการลงทุนได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านตัวแปรของอัตราส่วนลด ซึ่งสะท้อนต้นทุนเงินกู้ของกิจการ ถ้ารวมกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาแหล่งเงินทุนเข้าไปใน $F\tilde{C}F$ เพื่อประเมินมูลค่าจึงเป็นการคิดซ้ำซ้อน อีกทั้งในการประเมินมูลค่ากิจการควรจะสะท้อนมาจากกิจกรรมปกติที่กิจการทำที่เป็นอิสระจากผลกระทบจากแหล่งเงินทุนก่อน ไม่เช่นนั้นอาจจะมีข้อดีในการประเมินค่าของกิจการได้ ดังนั้น $F\tilde{C}F$ ของกิจการสามารถคำนวณได้จากการนำกำไรสุทธิที่คาดว่าจะได้ ซึ่งเป็นกำไรทางบัญชีมาปรับด้วยค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสด (ค่าเสื่อมและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย) และปรับด้วยการเปลี่ยนแปลงในทุนหมุนเวียนสุทธิ โดยที่ทุนหมุนเวียนหมายถึงสินทรัพย์หมุนเวียนที่ถือหุ้นในบริษัท รวมทั้งบวกกลับด้วยดอกเบี้ยจ่าย เนื่องจากจริง ๆ แล้วดอกเบี้ยจ่ายนั้นเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุน แต่การบวกกลับนั้นไม่ได้บวกทั้งจำนวน เนื่องจากค่าใช้จ่ายในดอกเบี้ยจ่ายนั้นสามารถนำไปลดการภาษีเงินได้ได้ ทำให้กิจการมีกระแสเงินสดลดลง (ดอกเบี้ยจ่าย x อัตราภาษี) สามารถแสดงรูปแบบการคำนวณได้ดังนี้

$$FCF = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ค่าเสื่อมราคา/ค่าใช้จ่ายตัดจ่าย} \pm \Delta \text{ ทุนหมุนเวียนสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} \times (1 - \text{อัตราภาษี}) + \Delta \text{ สินทรัพย์ถาวร}$$

การประมาณค่าต้นทุนของกิจการ (K)

ในเรื่องของเงินทุนของกิจการนั้น นับว่ามีความจำเป็นอย่างสูงสำหรับผู้บริหารกิจการที่จะต้องให้ความสนใจ และทำความเข้าใจ เนื่องจากเงินทุนของกิจการนั้นเป็นขั้นตอนแรกสำหรับการเริ่มต้นธุรกิจ ผู้บริหารธุรกิจควรจะทราบว่าสามารถหาเงินทุนได้จากแหล่งเงินทุนใดที่ทำให้ต้นทุนต่ำและเหมาะสมกับการใช้เงินทุนในแต่ละธุรกิจ สำหรับความต้องการใช้เงินทุนของกิจการนั้น มีวัตถุประสงค์ต่าง ๆ กัน อาทิเช่น เพื่อลงทุนในสินทรัพย์ถาวร เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการซื้อวัตถุดิบ หรือเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เช่น ค่าค่าไฟ เงินเดือนพนักงาน เป็นต้น ดังนั้นประเภทของเงินทุนที่จะนำไปใช้จึงควรเลือกสรรให้เหมาะสมกับการนำเงินทุนไปใช้ ประเภทของเงินทุนสามารถแบ่งตามเกณฑ์ได้หลายรูปแบบดังนี้

1. เกณฑ์ของระยะเวลา ซึ่งจะสามารถแบ่งออกได้เป็นเงินระยะสั้น เงินระยะปานกลาง และเงินระยะยาว โดยใช้ระยะเวลาที่ธุรกิจมีภาระหรือผูกมัดที่จะต้องคืนเงินทุนเป็นเกณฑ์ เช่น เงินกู้ระยะยาว 1 ปี จะถือเป็นเงินระยะสั้น และสำหรับภาระของงบกำไรจะคืนเงินทุนที่ประมาณไม่เกิน 5 ปี จะหมายถึง เงินระยะกลาง ส่วนภาระของการชำระคืนเงินทุนมากกว่า 5 ปี จะพิจารณาเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว

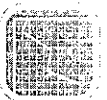
2. เกณฑ์ตามแหล่งที่มา ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 แหล่งกว้างๆ คือ แหล่งเงินทุนในระบบ และแหล่งเงินทุนนอกระบบ โดยแหล่งเงินทุนในระบบ อาทิเช่น แหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินต่างๆ ทั้งจากธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน หรือบริษัทหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีแหล่งเงินทุนในระบบที่เป็นสถาบันการเงินเฉพาะกิจ อันได้แก่ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย สหกรณ์ออมทรัพย์ บริษัทประกัน รวมถึงกองทุนต่างๆ ที่มีอยู่ เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และหน่วยลงทุน (Unit Trust) สำหรับแหล่งเงินทุนนอกระบบ ได้แก่ แหล่งเงินทุนที่เกิดขึ้นเองตามต้องการเงินทุนและผู้มีเงินทุนในการที่จะตกลงระเบียบกฎเกณฑ์ซึ่งมาระหว่างกัน เช่น การกู้ยืมระหว่างบุคคล หรือการเล่นแชร์ เป็นต้น

3. เกณฑ์ตามสถานะที่มีต่อกิจการ ซึ่งตามปกติแล้วกิจการจะมีแหล่งเงินทุนที่มาจากเจ้าของและส่วนของผู้ถือหุ้น แหล่งเงินทุนที่มาจากส่วนเจ้าของนั้นก็คือ หุ้นสามัญ (Common Stock) และหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) ซึ่งทั้ง 2 แบบนี้แตกต่างกัน กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนที่แน่นอนในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชี ในขณะที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินสดแต่เป็นจำนวนที่ไม่แน่นอน ขณะที่แหล่งเงินทุนจากหนี้สินอาจจะแบ่งอย่างง่าย ๆ เป็นหนี้ระยะสั้น เช่น เจ้าหนี้การค้า ตัวอย่างที่ใช้เงิน หรือเงินเบิกบัญชี หนี้สินระยะปานกลางและระยะยาว เช่น เงินกู้ หุ้นกู้ (Debenture) หรือพันธบัตร (Bond) อีกทางหนึ่งอาจจะจำแนกเงินทุนจากหนี้สิน โดยการศึกษาหลักทรัพย์สินที่ประกัน ซึ่งได้แก่ แหล่งเงินทุนจากหนี้สินที่ไม่มีหลักประกันและแหล่งเงินทุนจากหนี้สินที่มีหลักประกัน ซึ่งหลักประกันนี้มีได้หลายประเภท เช่น ใช้นुकคคค้ประกัน ใช้หลักทรัพย์สินต่างๆ ทั้งถูกหน้ของกิจการ (Pledged) หรือสินค้า ที่ดิน และอาคาร เป็นต้น

4. เกณฑ์ตามแหล่งภายในและภายนอกกิจการ แหล่งเงินทุนจากแหล่งภายในกิจการ ได้แก่ กำไรสะสม ซึ่งก็คือกำไรส่วนที่ยังคงอยู่ในกิจการ และค่าเสื่อมราคาสละสม ซึ่งค่าเสื่อมเป็นค่าใช้จ่ายในแต่ละปีของกิจการที่ไม่ได้เป็นเงินสดจ่ายให้แก่ผู้ใด ดังนั้นจะยังคงอยู่ในกิจการ รวมถึงการนำลูกหนี้ของกิจการไปขายนำมาใช้ประโยชน์ (Factoring) สำหรับแหล่งเงินทุนนอกกิจการจะหมายถึงการระดมทุนทั้งจากการกู้ยืมและการจำหน่ายหุ้นของกิจการ

นอกจากนี้ยังสามารถแบ่งตามเกณฑ์ของการตลาดการเงิน (Financial Market) ซึ่งเงินทุนอาจจะมาจากตลาดเงิน (Money Market) หรือตลาดทุน (Capital Market) ก็ได้

แหล่งเงินทุนที่มาจากแหล่งต่างๆ กัน ก็จะมีเงื่อนไขและระยะเวลาแตกต่างกัน รวมทั้งความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ซึ่งจะสะท้อนอยู่ในรูปของต้นทุนที่แตกต่างกัน อาทิเช่น เงินทุนที่มาจากแหล่งเงินในระบบจะมีต้นทุนต่ำกว่าแหล่งเงินจากนอกระบบ หรือแหล่งเงินทุนที่มาจากการกู้ยืมที่มีหลักประกัน จะทำให้กิจการมีการระดมทุนเงินต่ำกว่า แต่ขณะเดียวกันจะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสในการไม่ใช้ประโยชน์จากหลักทรัพย์นั้นได้อย่างเต็มที่เข้ามา



เงินหมุนของแต่ละกิจการ จะประกอบด้วยแหล่งเงินทุนจากแหล่งใดสามารถตรวจดูได้จากงบดุลของกิจการทางด้านของหนี้สินและ ส่วนของเจ้าของ ดังนี้

บริษัท xxx จำกัด

งบดุล

วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 254x

สินทรัพย์	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น
	หนี้สินหมุนเวียน
	เงินเบิกเกินบัญชี
	เจ้าหนี้การค้า
	ตั๋วสัญญาใช้เงิน
	ตัวเงินจ่าย
	เงินกู้ระยะ 1 ปี
	หนี้สินระยะปานกลาง
	เงินกู้ระยะปานกลาง
	หนี้สินระยะยาว
	เงินกู้ระยะยาว
	หุ้นกู้
	พันธบัตร
	ส่วนของผู้ถือหุ้น
	ทุนสุ่มเสถียร
	หุ้นสามัญ
	กำไรสะสม
<u>xxx</u>	<u>xxx</u>
<u>xxx</u>	<u>xxx</u>

จะเห็นว่าแหล่งเงินลงทุนของกิจการแต่ละกิจการนั้นมักจะประกอบไปด้วยเงินลงทุนที่มาจากแหล่งต่างๆ มากกว่าหนึ่งแหล่งขึ้นไป ซึ่งแหล่งเงินลงทุนเหล่านี้เมื่อประกอบเข้าด้วยกันจะกลายเป็นโครงสร้างของกิจการ ซึ่งโครงสร้างนี้สามารถมองได้เป็น 2 ประเภท คือ

- โครงสร้างทางการเงิน (Financial structure) ซึ่งประกอบไปด้วย เงินทุนระยะสั้น ระยะปานกลางและเงินทุนระยะยาว
- โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) จะประกอบไปด้วยแหล่งเงินทุนเฉพาะระยะยาวเท่านั้น อาทิเช่น หนี้สินระยะยาว

วัตถุประสงค์ของการแบ่งโครงสร้างของแหล่งเงินทุนเป็นโครงสร้างทางการเงินและโครงสร้างเงินทุนนั้นคือ การแยกพิจารณาแหล่งเงินทุนระยะสั้นและระยะยาว เพื่อคำนวณต้นทุนของกิจการแบบที่เฉลี่ยเพื่อนำไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจทางการเงินของกิจการ โดยทั่วไปมักจะสนใจเฉพาะต้นทุนถาวรเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนซึ่งไม่รวมหนี้สินระยะสั้น เนื่องจากหนี้สินระยะสั้นจะมีการเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอในรอบระยะเวลาหนึ่งๆ และบางครั้งที่ถึงก็ไปตลาดฤดูกาล (seasonal) เช่น ฤดูกาลค้าอาจจะมามากในช่วงหลังปีใหม่ เนื่องจากขายสินค้าได้มากในช่วงปีใหม่ ซึ่งถ้าพิจารณาหนี้สินระยะสั้นเข้ามาในต้นทุนเฉลี่ยอาจจะทำให้ได้ผลลัพธ์ที่คลาดเคลื่อนได้ ก่อนที่จะกล่าวต่อไปในเรื่องของต้นทุนเงินถาวรเฉลี่ยของกิจการ จะได้อธิบายถึงต้นทุนเงินทุนของแต่ละแหล่งเงินทุนก่อนเป็นลำดับ

ต้นทุนเงินทุนของหนี้สิน

จะเห็นว่าต้นทุนเงินทุนของหนี้สินนั้น มีสิ่งที่จะต้องพิจารณา คือ ดอกเบี้ย ระยะเวลาชำระคืน รวมทั้งค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นแล้วนำมาคำนวณให้เป็นต้นทุนต่อปีต่อเงิน 100 บาท นอกจากนี้ในเรื่องของต้นทุนหนี้สินยังมีเรื่องของภาษีเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย กล่าวคือ ต้นทุนที่คำนวณได้ยังไม่ได้ต้นทุนที่แท้จริงถ้าหากธุรกิจจดทะเบียนเป็นนิติบุคคล กรมสรรพากรยินยอมให้ธุรกิจที่จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลสามารถนำรายการดอกเบี้ยจ่ายหักเป็นค่าใช้จ่ายก่อนนำไปคำนวณภาษี ซึ่งจะทำให้ภาษีที่คำนวณได้ลดน้อยลง อันเป็นประโยชน์จากการยกหนี้สิน ดังนั้นต้นทุนจากการก่อหนี้จะมีต้นทุนลดลงจากเดิม

$$\text{ต้นทุนที่คำนวณได้ (1 - อัตราภาษี)} = \text{ต้นทุนที่แท้จริงหลังหักภาษี}$$

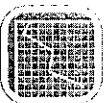
$$\text{หรือ } K_d(1-T) = K_d^*$$

โดยต้นทุนที่คำนวณได้ของแหล่งของหนี้สินทั่วไปเป็นสัญญา (Contract) มักจะใช้อัตราดอกเบี้ยของสัญญาหนี้ แต่ถ้าการก่อหนี้นั้นมาจากการออกตราสารหนี้ ซึ่งมีตลาดมารองรับ ต้นทุนที่หักคำนวณเป็นต้นทุนเงินทุน สมควรที่จะพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (Yield-to-Maturity: YTM) เนื่องจากอัตราผลตอบแทน YTM จะสะท้อนอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของผู้ถือหุ้นได้ดีกว่า การพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ย โดยรายละเอียดของการคำนวณจะกล่าวถึงโดยละเอียดในบทที่ 9

ต้นทุนเงินทุนจากส่วนเจ้าของ (K_e) ประกอบไปด้วยต้นทุนหุ้นสามัญ และ ต้นทุนจากกำไรสะสม

ต้นทุนหุ้นสามัญ (K_e) หุ้นสามัญซึ่งจะจ่ายเป็นผลในอัตราที่แน่นอนเป็นผลตอบแทน จะมีต้นทุนดังนี้

$$k_p = \frac{dps}{mps}$$



โดยที่

 dps หมายถึง เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น mpr หมายถึง ราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิต่อหุ้น

ข้อสังเกต: เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิไม่เข้าภาษีเงินได้ และแม้ว่าเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิไม่เข้าภาระผูกพันที่บริษัทต้องจ่าย แต่บริษัทที่ออกหุ้นใหญ่จะจ่ายตามที่ระบุไว้ เนื่องจากการไม่จ่ายเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิจะทำให้การจ่ายเงินปันผลให้หุ้นสามัญไม่สมารถกระทำได้และอาจเป็นการยากในการจัดหาทุนเพิ่มจากตลาดทุน

ต้นทุนหุ้นสามัญ (k_s) หุ้นสามัญจะต่างจากหุ้นบุริมสิทธิเนื่องจากเงินปันผลจ่ายไม่แน่นอน ดังนั้นการคำนวณต้นทุนของหุ้นสามัญนั้นต้องอาศัยสมมติฐานในการคำนวณ โดยสามารถแบ่งการพิจารณาได้เป็น

• **วิธี Discounted Cash Flow (DCF)** วิธีนี้จะเหมือนกับวิธีการคิดมูลค่าหุ้นสามัญแบบ DDM โดยการคำนวณมีสมมติฐานว่าเงินปันผลที่จ่ายมีอัตราความเจริญเติบโตที่คงที่ ต้นทุนหุ้นสามัญจะคำนวณได้จาก

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

โดยที่ D_1 หมายถึง เงินปันผลจ่ายต่อหุ้นในปีหน้า P_0 หมายถึง ราคาตลาดต่อหุ้น ณ ปัจจุบัน g หมายถึง อัตราความเจริญเติบโตของเงินปันผล

ตัวอย่าง Z4 บริษัท X ออกหุ้นสามัญ 2 ล้านหุ้น ทุนละ 1,000 บาท แต่มีราคาตลาดเท่ากับ 1,500 บาท และคาดว่าจะจ่ายเงินปันผล 20% ต่อหุ้น ในปีหน้าซึ่งอัตราความเจริญเติบโตในการจ่ายเงินปันผล คือ 5%

$$k_s = \frac{200}{1,500} + 5\% = 18.33\%$$

• **วิธี CAPM:** การพิจารณาต้นทุนเงินของเจ้าของกิจการตามแบบวิธี DDM ค่อนข้างมีข้อจำกัด เนื่องจากกำหนดให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นทุกๆ ปี และการเพิ่มขึ้นนั้นเพิ่มด้วยอัตราที่คงที่ ดังนั้นจึงยังมีวิธีคิดต้นทุนหุ้นสามัญอีกแบบ โดยอิงแนวคิดจากทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model)

ตามวิธี CAPM มีสมมติฐานว่า ค่าของทุนของเจ้าของจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง บางทีค่าขาดเปรียบความเสี่ยงที่คำนวณขึ้นมาจากราคาตลาดของหุ้นสามัญ และค่าขาดเปรียบความเสี่ยงทางตลาด ดังนั้นต้นทุนหุ้นสามัญจะคำนวณได้จาก

$$k_s = R_f + (R_m - R_f) \times \text{Beta}$$

โดยที่ R_f หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง R_m หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด

Beta หมายถึง ค่าเบต้าคือดัชนีวัดความเสี่ยงของการ

โดยมีรายละเอียดของภาระประเมินค่าต่างๆดังนี้

- การประมาณค่า R_f : อัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยงนั้น ได้ประมาณการโดยมีหลักเกณฑ์ 2 ข้อ คือ ไม่มีความเสี่ยงในด้านอัตราคืนตัวระยะ (Default Risk) และไม่มีความเสี่ยงในอัตราผลตอบแทนที่นำไปลงทุนต่อ (Reinvestment Rate Risk) สำหรับประเทศสหรัฐอเมริกาโดยทั่วไปแล้วนั้นจะนำอัตรารัฐบาล แต่ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยสูงด้วย ถ้าประเทศใดหรือช่วงเวลาที่ไม่มีพันธบัตรรัฐบาลหรือมีพันธบัตรแต่ไม่สภาพคล่องสามารถนำอัตราดอกเบี้ยของทรัพย์สินที่รับด้วยค่าไปซื้อถือของกิจการ (Receipts)

- การประมาณค่า $R_M - R_f$ (Market Risk Premium)

ส่วนขาดหายความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดนั้นเป็นผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด โดยนำผลตอบแทนของตลาดหักด้วยผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง ซึ่งจะได้ว่าเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสของนักลงทุนในการนำเงินมาลงทุนในตลาด และการขาดหายความเสี่ยงโดยปกติจะนำอัตราการขาดผลตอบแทนของตลาดในอดีตแล้วนำมาเฉลี่ยเพื่อใช้อ้างอิงต่อไป

- การประมาณค่าเบต้า (Beta) ของหลักทรัพย์

ค่าเบต้าเป็นการวัดการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทหนึ่งเทียบกับการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ซึ่งอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปนั้นจะวัดได้โดยการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) สามารถทำได้จากการที่สมการถดถอยระหว่างตัวแปรตาม อันได้แก่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับตัวแปรอิสระ อันได้แก่อัตราผลตอบแทนของตลาด สัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยดังกล่าวคือค่าเบต้านั่นเอง

ต้นทุนค่าไร้ผลกระทบ k_T ค่าไร้ผลกระทบหมายถึง เงินส่วนกำไรซึ่งคงอยู่ในกิจการ ซึ่งสามารถนำไปใช้ขยายกิจการได้ ต้นทุนของกำไร

สะสมจึงหมายถึง ต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ถือหุ้นไม่ได้รับเงินปันผลไปนั่นเอง ซึ่งถ้าผู้ถือหุ้นได้รับเงินปันผลคือกำไรที่จัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นของกิจการ โดยผู้ถือหุ้นจะต้องเสียภาษีส่วนหนึ่งของเงินปันผลนั้น

$$k_T = \text{ต้นทุนหุ้นสามัญ} (1 - \text{อัตราภาษีบุคคลธรรมดา})$$

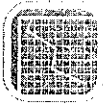
$$k_T = k_s (1 - T_p)$$

โดยที่ k_s หมายถึง ต้นทุนเงินของหุ้นสามัญ
 T_p หมายถึง อัตราภาษีบุคคลธรรมดา

การคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน : WACC

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง (เช่น หนี้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น) และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแห่งนั้นจะมีความแตกต่างกัน ดังนั้นจึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด โดยการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน: WACC (Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งการคำนวณหา WACC จะได้จากสมการดังนี้

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_s k_s + W_T k_T$$



โดย W_D , W_P , W_T และ W_U เป็นสัดส่วนของหนี้สิน, ทุนปฐมสิทธิ์, และส่วนของผู้ถือหุ้น ในหุ้นสามัญและถ้าไร้ละสน ตามลำดับ ($W_D + W_P + W_T = W_U$)

k_D หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

k_P หมายถึง ต้นทุนของทุนปฐมสิทธิ์

k_U หมายถึง ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น จากหุ้นสามัญ

k_T หมายถึง ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น จากกำไรสะสม

อย่างไรก็ตาม เมื่อต้นทุนเงินกู้รวมประกอบไปด้วย 2 ส่วนใหญ่ๆ ได้แก่ ส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น การคำนวณค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วนเงินทุนจากแต่ละแหล่งเงินทุน จะเป็นดังนี้

$$WACC \text{ (weighted average cost of capital)} = k_D(1-T) \times W_D + k_U \times W_U = k_D(1-T) \times \frac{D}{V} + k_U \times \frac{E}{V}$$

โดยที่ D หมายถึง มูลค่าส่วนของหนี้

E หมายถึง มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น

V หมายถึง มูลค่ารวมของกิจการ

ข้อควรระวัง ได้แก่ สัดส่วนเงินทุนจากแต่ละแหล่ง เงินทุนที่นำมาคำนวณจะต้องเป็นส่วนที่คำนวณจากมูลค่าตลาด ไม่ใช่ มูลค่าทางบัญชี ยกเว้นว่าหากมูลค่าตลาดไม่ได้

3. แนวคิดจากวิธีอื่น

P/E Multiple

วิธีการประเมินค่าหุ้นสามัญจากอัตราส่วน P/E (Price / Earning Ratio) วิธีการนี้มาจากแนวคิดที่ว่ามูลค่าของหุ้นสามัญมาจากศักยภาพของการในการหากำไรสุทธิของกิจการในอนาคต เมื่อกิจการมีกำไรสุทธิในแต่ละปี กิจการมีทางเลือก 2 ทางเลือกได้แก่ การจ่ายเงินปันผล หรือการนำกำไรนั้นไปลงทุนต่อไปในโครงการต่างๆ การลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนดี (NPV > 0) จะทำให้บริษัทมีการเติบโตที่ดีต่อไป และสะท้อนออกมาในรูปแบบราคาหุ้นของบริษัทที่รับตัวธุรกิจนั้น ดังนั้นอัตราส่วน P/E จึงเป็นตัววัดที่ดีของการคาดการณ์โอกาสการเติบโตของบริษัทในอนาคต การนำแนวคิดนี้ไปประยุกต์ใช้กับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ จะทำได้โดยการนำอัตราส่วน P/E ไปคูณกับกำไรสุทธิที่ได้รับ การประมาณการล่วงหน้า ซึ่งวิธีการนี้เรียกว่า P/E Multiple

$$P_0 = \frac{P}{E} \times E_1$$

โดยที่ $\frac{P}{E}$ หมายถึง อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับกำไรสุทธิต่อหุ้น

E_1 หมายถึง กำไรสุทธิที่ได้รับจากการประมาณการสำหรับ 1 ช่วงระยะเวลาข้างหน้า

ข้อควรสังเกต คือ มูลค่าของหุ้นสามัญ โดยวิธีนี้มีข้อดีคือง่ายในการใช้งานและหาค่าข้อมูล แต่มีข้อจำกัดคือแท้จริงแล้ว กำไรสุทธิต่อหุ้นในอัตราส่วน P/E นั้นเป็นคนละตัวกับกำไรสุทธิที่ได้จากการประมาณการ เนื่องจากในทางปฏิบัติเมื่อใช้อัตรา P/E นั้นอัตราส่วนดังกล่าวคำนวณมาจากกำไรสุทธิต่อหุ้นสำหรับปีปัจจุบัน (E_0)

ดังนั้นในการประยุกต์ใช้ต้องระมัดระวังว่าอัตราส่วน P/E ณ ปัจจุบันยังเป็นตัวที่แนะนำสำหรับใช้แทนอัตราส่วน P/E ในอนาคตหรือไม่ ยิ่งไปกว่านั้นการใช้แบบจำลองนี้ยังต้องให้ความสำคัญกับความเสี่ยงของการประมาณค่าว่าไรสุทธิที่จะเกิดในอนาคต (E_1) ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นสามัญจึงควรมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในค่าไรสุทธิของกิจการซึ่งอาจจะไม่ได้หมายความว่าจะต้องมีความสัมพันธ์กันโดยตรงบูรณ์ (1 ต่อ 1) เนื่องจากบางส่วนของกำไรเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิอาจจะเนื่องมาจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นชั่วคราวเฉพาะช่วงเวลาต่างๆ โดยโอกาสที่จะเกิดขึ้นอีกในอนาคตค่อนข้างต่ำ (Transitory Component) ไม่เหมือนกับส่วนประกอบอื่นในค่าไรสุทธิที่เกิดขึ้นแล้วและแนวโน้มจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต ซึ่งสามารถเรียกได้ว่า เป็น (Permanent Component) กล่าวโดยสรุปคือถ้าไรสุทธิเปลี่ยนแปลงและแนวโน้มจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต และนั่นทำให้การเปลี่ยนแปลงที่ยั่งยืนแล้ว นักลงทุนควรมีการปรับเปลี่ยนการประเมินการเปลี่ยนแปลงในค่าไรสุทธิโดยเฉพาะในส่วนของไรสุทธิที่ส่งผลให้กิจการในอนาคตจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้น อุบัติการณ์ดังกล่าวที่หุ้นสามัญจะรับตัวสูงขึ้น ซึ่งท้ายที่สุดก็จะส่งผลให้หุ้นสามัญมีราคาสูงขึ้นนั่นเอง

อย่างไรก็ตามมีวิธีการประมาณค่า P_0/E_1 ซึ่งจะเป็นตัวชี้วัดประโยชน์ของการเติบโตในอนาคตของบริษัท โดยจะสามารถพิจารณาได้จากสูตร ดังนี้

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1}{k} \left[1 + \frac{PVGO}{E/k} \right] \text{ โดยที่ } PVGO \text{ คือ โอกาสการเติบโตในอนาคตของบริษัท}$$

หุ้นที่มี อัตราส่วน P/E สูง จะแสดงว่าเป็นบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูง นักลงทุนหรือนักวิเคราะห์ที่ใช้อัตราส่วนนี้ในการวิเคราะห์และมองตลาดในแง่ดี จะลงทุนซื้อหุ้นที่มีอัตราส่วน P/E สูง

ถ้านำเรื่อง DDM มาประยุกต์ใช้กับ อัตราส่วน P/E จะได้ว่า $P_0 = D_1/(k-g)$, $D_1 = E_1(1-b)$ และ $g = ROE \cdot b$ ดังนั้น อัตราส่วน

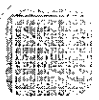
P/E ในจะเป็นอย่างนี้

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{(1-b)}{k - ROE \cdot b}$$

ซึ่งจากสมการ จะอธิบายได้ว่าอัตราส่วน P/E จะเพิ่มขึ้นตาม ROE ซึ่งเป็นสิ่งที่สมเหตุสมผล เนื่องจากการลงทุนมีค่า ROE สูงย่อมแสดงว่าบริษัทมีอัตราการเติบโตสูง ซึ่งสะท้อนทำให้ อัตราส่วน P/E สูงตามด้วย

❖ ข้อจำกัดของ อัตราส่วน P/E

ค่าอัตราส่วน P/E เป็นการคำนวณจากกำไรทางบัญชี ซึ่งจะถูกอิทธิพลของกฎเกณฑ์ทางบัญชีที่เป็นต้นทุนเดิม (Historical Cost) ทำให้การประเมินค่าทางเศรษฐศาสตร์มีขมขื่นจากความไม่เป็นจริง ในระยะเวลาที่เศรษฐกิจมีการเงินเพื่อ ต้นทุนทางบัญชี (ค่าเสื่อมราคาและสิ้นค้าคงคลัง) จะทำให้การประเมินค่าทางเศรษฐศาสตร์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นการประยุกต์ใช้ อัตราส่วน P/E ควรคำนึงถึงคุณภาพของกำไร และหรือมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ของกำไรด้วย



คุณภาพของกำไร (Quality of Earning)

เมื่อพิจารณาถึงคุณภาพของกำไรของกิจการซึ่งเป็นตัวสะท้อนพื้นฐานที่ใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการและหาค่าของหุ้นสามัญของกิจการสามารถพิจารณาได้จากหลายปัจจัย โดยสรุปได้ดังนี้

ปัจจัยในทางบวกต่อคุณภาพของกำไร ได้แก่

- ความสม่ำเสมอของกำไร
- ไม่มีรายการที่ผิดปกติหรือผิดไปจากการคาดการณ์ในงบดุล
- ใช้กฎเกณฑ์ทางบัญชีแบบธรรมะรังและโปร่งใส
- เป็นกำไรที่มาจากธุรกิจการรวมปกติของกิจการ

ปัจจัยในทางลบต่อคุณภาพของกำไร ได้แก่

- กำไรมีความผันผวนสูง
- มีรายการที่ไม่ปกติหรือผิดไปจากการคาดการณ์ในงบดุล
- ใช้กฎเกณฑ์ทางบัญชีที่ไม่แน่นอนและไม่โปร่งใส
- เป็นกำไรที่มาจากธุรกิจการรวมหลังเงินหมุน (financing)
- มีองค์ประกอบที่ซับซ้อน

ตัวอย่างของรายการที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของกำไร ได้แก่

- การลดลงอย่างมีนัยสำคัญของค่าใช้จ่ายในการบริหาร
- การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน
- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ทางบัญชี
- รายได้ที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียวแต่เป็นจำนวนที่สูง

มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA)

มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) คือ ตัวชี้วัดว่าคุณค่า (Value) มากกว่าใดที่ถูกสร้างขึ้นในช่วงระยะเวลาหนึ่งซึ่งเป็นช่วงเวลาสั้นๆ และคุณค่าที่เพิ่มขึ้นนี้สามารถเกิดได้ในทุกกิจกรรมของห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) โดยมีการคำนวณที่ขึ้นอยู่กับรายชื่อที่ต้องครอบคลุมโดยจ่ายจากการก่อหนี้และผลตอบแทนขั้นต้นที่คิดแยกตามความเสี่ยงของวิสาหกิจให้แก่งานของเจ้าของ นั่นคือผลตอบแทนขั้นต้นที่นักลงทุนต้องการทั้ง EVA ยังเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่เชื่อมโยงให้เกิดการสร้างควมมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ออกจากคำว่า EVA จะคล้ายกับแนวความคิดเดิมทางบัญชีที่เรียกว่า กำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit) จะแตกต่างกันอยู่ที่แนวคิดของ EVA นั้นให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ในขณะที่กำไรทางเศรษฐศาสตร์นั้นจะกำหนดให้ต้นทุนเงินของกิจการคงที่

ค่าของ EVA นั้นจะอยู่ในรูปของสกุลเงิน ถ้าได้ค่า EVA เป็นบวกจะแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีผลตอบแทนที่ได้รับเหนือกว่าต้นทุนที่ลงไปและหลักทรัพย์ที่สามารถสร้างรายได้ นั่นคือบริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพื่อก่อให้เกิดความมั่งคั่ง ซึ่งเป็นจุดมุ่งหมายของบริษัทได้



สูตรในการคำนวณคือ

$$EVA = NOPAT - \text{Capital charge}$$

$$= NOPAT - (\text{Invested Capital} \cdot WACC)$$

โดยที่

- NOPAT (Net Operating Profit After Tax) นั้นเป็นการวัดกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี ซึ่ง NOPAT นี้จะเป็นการวัดจากกำไรจากการขายที่บริษัทไม่ได้ถือหุ้นคืนและกำไรที่บริษัทไม่ได้ถือหุ้นคืนในโครงสร้างเงินลงทุน บริษัทจะมีเงินทั้งหมดจากส่วนของผู้ถือหุ้นสำหรับการคำนวณNOPATที่ได้รับนั้นสามารถคำนวณได้โดยนำดอกเบี้ยจ่ายหักภาษีบวกเข้าไปในกำไรสุทธิหลังหักภาษีสมมติฐานที่ใช้ในการคำนวณคืออัตราภาษีเท่ากับ 30%

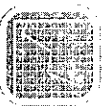
$$\text{ดังนั้น NOPAT} = \text{Net Income} + (1-0.30) \times \text{Interest Expense}$$

- Invested Capital คือ ทุนที่ส่งไปโดยมุมมองของการเงินนั้น Invested Capital มีค่าเท่ากับสินทรัพย์รวม หัก หนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย (Non-Interest-Bearing Current Liabilities) หรือความหมายอีกนัยหนึ่งคือสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธินั่นเอง
- WACC คือต้นทุนเงินกู้เฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกิจการ ที่ประกอบจากต้นทุนเงินกู้จากแต่ละแหล่งเงินทุน (แหล่งเงินทุนระยะยาวเท่านั้น)

ทั้งนี้ทางแสดงค่า NOPAT และ Invested Capital นั้นควรเป็นค่าที่หลังจากการ ปรับปรุงทางบัญชีแล้ว รายการปรับปรุงทางบัญชีจะทำให้ EVA มีความน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ไขความไม่เที่ยง หรือการบิดเบือนที่เกิดขึ้นจากความไม่ถูกต้องในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีและแก้ไขจุดอ่อนของการบัญชีที่รั่วของทั่วไป เพื่อให้ทำไรท์ได้นั้นมีความสม่ำเสมอ โดยรายการปรับปรุง เช่น

- โอบกัมมีการที่เกิดความไม่แน่นอนของหลักการบัญชีที่รั่วของทั่วไป ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักการระงับซึ่งกำกับหนดให้กิจการใช้การบัญชีตามความพยายามที่ก่อให้เกิดผลสำเร็จ (Successful Efforts Accounting)
- ปรับปรุงค่าเสื่อมราคาโดยใช้วิธีของทุนจม (Sinking Fund Method) แทนที่จะใช้วิธีเส้นตรง (Straight-Line Method) ในการคิดค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
- เพิ่มความรับผิดชอบของฝ่ายบริหาร (Accountability) ในการบริหารเงินทุนของผู้ถือหุ้น โดยจะจัดวิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interest Accounting) ให้หมดไปโดยรับรู้รายการที่สิ้นนอกงบดุล (Off-Balance Sheet Debt) รับรู้รายการ Stock Options เป็นค่าใช้จ่ายทางธุรกิจ
- จำกัดขีดความสามารถของฝ่ายบริหารในการปรับแต่งตัวเลขกำไร โดยจะจัดรายการที่สงสัยจะสูญและค่าใช้จ่ายในการรับประกันสินค้าหลังการขายที่ประมาณขึ้นตามเกณฑ์คงค้างให้หมดไป
- ขจัดค่าใช้จ่ายที่มีไม่เงินสด (Non-Cash Charges) ให้หมดไป เช่น ค่าความนิยม ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี เป็นต้น
- ปรับปรุงค่าใช้จ่ายและพัฒนา (R&D Expenses) ที่มาตรฐานบัญชีให้ตัดเป็นค่าใช้จ่ายในงวดนั้นๆ ให้เป็นค่าใช้จ่ายที่ยอมโดยตัดจ่ายได้

รายการที่สามารถปรับปรุงได้นั้นความจริงแล้วมีมากกว่า 150 รายการ แต่ละบริษัทอาจมีไม่เกิน 15 รายการ และในปัจจุบันส่วนใหญ่ที่ปฏิบัติกันจะปรับประมาณ 6 รายการหรือน้อยกว่านั้น สำหรับเกณฑ์ที่ใช้ในการเลือกจ่ายการปรับปรุงนั้นคือ



1. รายการปรับปรุงนั้นต้องเป็นรายการที่มีสาระสำคัญ
2. มีผลกระทบต่อผลลัพธ์เมื่อรายการนั้นถูกปรับปรุงแล้ว
3. ต้องมีข้อมูลพร้อมและเพียงพอที่จะใช้ในกาปรับปรุง
4. ต้องง่ายต่อการเข้าใจ แม้ว่าจะไม่ไปคนที่ยู่ในสายการเงิน

ซึ่งรายการปรับปรุงที่ใช้ส่วนมาก คือ

1. กำไร/ขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring Gains and Losses)
 2. ค่าวิจัยและพัฒนา (Research and Development)
 3. ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (Deferred Taxes)
 4. ค่าเมื่อหนี้สงสัยจะสูญ (Provision for Warranties and Bad Debts)
 5. การสำรองในเกณฑ์ของ LIFO (LIFO Reserves)
 6. ค่าความนิยม (Goodwill)
 7. ค่าเสื่อมราคา (Depreciation)
 8. ค่าเช่าเพื่อการดำเนินงาน (Operating Leases)
- สำหรับต้นทุนทางการเงินทุน (Financial Cost) นั้นสะท้อนออกมาในรูปของ WACC ซึ่งประกอบไปด้วยต้นทุนจากการก่อหนี้และต้นทุนในส่วนของเจ้าของ

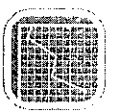
จุดแข็งและจุดอ่อนของ EVA

จุดแข็ง

1. EVA เป็นการวัดมูลค่าเพิ่มที่รับด้วยค่าทางเศรษฐกิจแล้วทำให้กำไรที่รับนั้นใกล้เคียงกับเงินสดอย่างแท้จริง
2. EVA นั้นดีกว่าผลตอบแทนแบบเก่าๆ เช่น EPS, ROE, ROA เพราะการวัดผลตอบแทนแบบนี้ไม่ได้บอกถึงข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารว่าเพิ่มคุณค่าให้แก่เจ้าของอย่างไร ผลตอบแทนที่ตีมาจากแบบนี้จะเป็น Leading Indicator และไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงกำไรที่ความสามารถเติบโตได้ต่อไป เนื่องจากการเติบโตหมายถึงคุณค่าที่ถูกสร้างขึ้น โดยให้ผลตอบแทนที่มากกว่าผลตอบแทนแบบที่ลงทุนต้องการซึ่งจะทำให้หรือมูลค่าที่เพิ่มขานั้นไม่ได้มากกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ นั่นหมายความว่าคุณค่าของคุณจะถูกทำลายลง
3. สำหรับ EVA และ ROI นั้น EVA ดีกว่า ROI เนื่องจาก EVA จะยอมรับทุกโครงการที่ผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนเงินทุน ซึ่งคือ EVA เป็นบวก แต่ ROI นั้นบางโครงการยอมรับโครงการอาจมีการนับเป็นได้เนื่องจากถ้าผลตอบแทนของโครงการนั้นมากกว่า WACC แต่น้อยกว่า ROI ผู้บริหารโครงการอาจไม่ยอมรับโครงการนั้นเนื่องจากจะทำให้ ROI เติบโตลดลงๆ ที่โครงการนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับบริษัทได้

จุดอ่อน

1. เป็นการวัดที่ซับซ้อนและเป็นสกุลเงิน ไม่สามารถทำการเปรียบเทียบข้ามบริษัทข้ามอุตสาหกรรมหรือข้ามประเทศได้ ทำให้มีผลการเปรียบเทียบขนาด โดยถ้าบริษัทใดมีขนาดใหญ่มีรายได้และกำไรสูงกว่า EVA สูงแต่เมื่อเทียบเป็นขนาดฐาน เช่น ต่อเงินลงทุนหรือต่อหุ้นแล้ว นักลงทุน 1 คน หรือเงินของนักลงทุน 1 บาท อาจได้รับผลตอบแทนน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็กก็ได้
2. การคำนวณ EVA นั้นใช้ฐานของการเงินมากกว่า ดั้งนั้นถ้ามีการตกแต่ข้อมูลทางการเงิน เช่น ให้รับรู้รายได้เร็วขึ้นจะทำให้ EVA ยังเป็นตัวชี้วัดที่ไม่สมบูรณ์อย่างแท้จริงได้ อีกทั้งในงบการเงินไม่ได้แสดงถึงปัจจัยที่ไม่สามารถแสดงเป็นตัวเงินได้ เช่น ความพึงพอใจของผู้บริโภค ความรักต่อสินค้า ทำให้ผู้บริหารอาจไม่คำนึงถึงเรื่องนี้ได้
3. เป็นการวัดที่อยู่ในช่วงของระยะเวลาหนึ่งสั้นๆ เท่านั้น เช่น 1 ปี ทำให้ผลที่ได้เป็นการมองในภาพระยะเวลากว่าหนึ่งเท่านั้น ดังนั้นถ้าอยากให้เห็น EVA ในปีที่ดีขึ้น ผู้บริหารก็อาจไม่ลงทุนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือบุคลากรได้ และบางครั้งบริษัทอาจซื้อหุ้นคืนหรือลดต้นทุนลงช่วงเวลาหนึ่งซึ่งอาจทำให้ราคาหุ้นรวมถึง EVA สูงขึ้นในช่วงเวลาสั้น ๆ แต่ไม่จำเป็นว่าจะสามารถสร้างคุณค่าอย่างยั่งยืนได้ (Sustainable Wealth)





นิยามคำศัพท์

การวิเคราะห์เชิงเทคนิค (Technical Analysis)

หมายถึง การวิเคราะห์มูลค่าของหุ้นสามัญโดยใช้ข้อมูลในอดีตที่เกี่ยวข้องกับราคาและหรือปริมาณซื้อขายของหุ้นสามัญเอง โดยมีการนำข้อมูลดังกล่าวมาในรูปแบบความสัมพันธ์เพื่อใช้ในการประเมิน (พยากรณ์) มูลค่าของหุ้นสามัญในอนาคต

การวิเคราะห์พื้นฐาน (Fundamental Analysis)

หมายถึง การวิเคราะห์มูลค่าของหุ้นสามัญจากข้อมูลสถานการณ์ที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยเชิงมหภาค ปัจจัยเชิงอุตสาหกรรม รวมถึงปัจจัยเชิงธุรกิจ โดยมีการนำข้อมูลทั้งหมดมาใช้ในการประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นสามัญ

โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure)

หมายถึง เงินทุนระยะสั้น ระยะเวลาปานกลาง และเงินทุนระยะยาว

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

หมายถึง แหล่งเงินทุนเฉพาะระยะยาวเท่านั้น อาทิเช่น หนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และกำไรสะสม

งบดุล (Balance Sheet)

หมายถึง งบที่แสดงถึงสถานะของกิจการ ณ วันใดวันหนึ่ง โดยสถานะของกิจการแสดงได้ด้วยสินทรัพย์รวมทั้งกิจการครอบคลุมครอง ซึ่งจะต้องมีมูลค่าเท่ากับ (ดุล) แหล่งของเงินทุนรวมของกิจการที่ระบอบไปด้วยเงินทุนจากแหล่งของหนี้สิน และแหล่งของเจ้าของ ดังนั้นสมการงบดุล ได้แก่ สินทรัพย์รวม = เงินทุนจากเจ้าหนี้ + เงินทุนจากเจ้าของ

มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA)

หมายถึง กำไรทางเศรษฐศาสตร์ โดยมีการคำนวณอยู่บนพื้นฐานที่ว่ารายได้ต้องครอบคลุมต้นทุนทุกอย่างรวมถึงดอกเบี้ยจ่ายจากการก่อหนี้ และผลตอบแทนที่คาดหวังของความเสียหายของบริษัทให้แก่ส่วนของเจ้าของหรือนั่นคือผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่นักลงทุนต้องการ ทั้ง EVA ยังเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่เชื่อมโยงให้เกิดการสร้างค่างามั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น และเป็นพื้นฐานในระบบการให้ผลตอบแทนอีกด้วย

วิธีคิดลดเพื่อประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ (Discounting)

หมายถึง การประเมินผลประโยชน์ที่ผู้ถือครองหุ้นสามัญจะได้รับในอนาคต ซึ่งเมื่อคิดลดผลประโยชน์ดังกล่าวกลับมาเป็นค่าปัจจุบัน มูลค่านั้นจะสะท้อนถึงมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นสามัญดังกล่าว

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากเงินปันผล (DDM)

หมายถึง เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการ จากการหามูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลจ่ายของกิจการในอนาคต

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากอัตราส่วน P/E (P/E Multiple)

หมายถึง เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการ จากผลคูณของอัตราส่วนราคาหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิ กับกำไรสุทธิที่ประมาณการนั้น

กระแสเงินสด (Free Cash Flow: FCF)

หมายถึง กระแสเงินสดของกิจการที่มาจาก 2 กิจกรรมอื่นได้แก่ กิจกรรมการดำเนินงานและกิจกรรมการลงทุนของกิจการ ซึ่งเป็นกระแสเงินสดของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ (เจ้าหนี้และเจ้าของ)

มูลค่าทางบัญชี (Book Value)

หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญที่มาจากงบดุลของกิจการ



มูลค่าขายทอดตลาด (Liquidation Value)

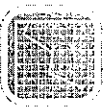
หมายถึง มูลค่าสุทธิของหุ้นสามัญที่มาจากภาระประเมินมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ที่หักด้วยหนี้สินของกิจการ

มูลค่าต้นทุนทดแทน (Replacement Cost)

หมายถึง มูลค่าต้นทุนในการทดแทนสินทรัพย์ของกิจการ

อัตราส่วน G (g ratio)

หมายถึง อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของกิจการหารด้วยมูลค่าต้นทุนทดแทน



คำถามท้ายบท

1. บริษัท บางจาก มี ROE = 15% อัตราการจ่ายเงินปันผลเท่ากับ 40% ถ้าคิดว่าบริษัทจะมีกำไรต่อหุ้นในปีหน้าเท่ากับ 4 บาท ต่อหุ้น หุ้นของบริษัท บางจาก จะขายเท่าไร เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะได้รับของหุ้นนี้เท่ากับ 13%
 - ก. ใน 3 ปี ข้างหน้า หุ้นบางจากจะขายเท่าไร
2. บริษัท ปตท. มี ROE = 9% ค่าเบต้าเท่ากับ 1.35 อัตราส่วนของกำไรสะสมเท่ากับ 2/3 ถ้าโร่นี้เท่ากับ 3 บาทต่อหุ้นปีนี้ ผลประจำปีพึงจ่ายชำระไป อัตราผลตอบแทนของตลาดในปีหน้าคาดว่าจะเท่ากับ 14% อัตราดอกเบี้ยของคลังเงินคลังเท่ากับ 6%
 - ทราคาดายของหลักทรัพย์ ปตท.
 - ทา P/E Ratio

3. ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป เท่ากับ 17.9 บาทต่อหุ้น ถ้าไรสุทธิต่อหุ้นเท่ากับ 0.51 บาท ถ้าคาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้น 25% จงประมาณการราคาขาย ณ ปัจจุบัน โดยใช้ P/E Multiplier

4. เมื่อใช้ Two-stage Dividend Discount Model จะได้มูลค่าที่แท้จริงของบริษัทแกรมมีเท่ากับ 63 บาท

รายการ	แกรมมี	อาร์เอส
ค่าเบต้า	1.35	1.15
ราคาตลาด	45 บาท	30 บาท
มูลค่าที่แท้จริง	63 บาท	?
<u>หมายเหตุ</u>		
- อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง	4.5%	4.5%
- อัตราผลตอบแทนตลาด	14.5%	14.5%

- จงคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของอาร์เอส
 - ถ้ากำไรต่อหุ้นและเงินปันผลอีตราการเติบโต 12% ต่อปี ใน 3 ปี แรก ส่วนนี้ต่อๆ ไป โตเท่ากับ 9% ต่อปี จงหามูลค่าที่แท้จริง ณ ปัจจุบันของหลักทรัพย์อาร์เอส ทั้งนี้เงินปันผล ณ ปัจจุบันเท่ากับ 1.72 บาทต่อหุ้น
 - เมื่อนำราคาตลาดมาเปรียบเทียบกับมูลค่าที่แท้จริงของแต่ละหลักทรัพย์ ควรจะซื้อหลักทรัพย์ใด
- 5 บริษัทผลิตเครื่องปรับอากาศแห่งหนึ่งจะจ่ายเงินปันผล 2 บาทต่อหุ้น หลังจากนั้นเงินปันผลคาดว่าจะเท่าเดิมในปีถัดไป และเพิ่มขึ้นเป็น 3 บาทต่อหุ้นเป็นระยะเวลา 2 ปี หลังจากนั้น คาดว่าจะมีอีตราการเติบโตของเงินปันผล 5% ต่อปีไปโดยไม่มีกำหนด หุ้นสามัญอื่นที่มีความเสี่ยงเหมือนกับบริษัทนี้มีผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ 8% ให้คำนวณมูลค่าหุ้นของบริษัทผลิตเครื่องปรับอากาศดังกล่าว
 - 6 จากการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยวิธี Constant Growth Model ($P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$) ถนว่า
 1. ถ้า $D_A < D_B$ แล้ว $P_A < P_B$ หรือไม่
 2. ถ้ามี earning เท่ากัน $P_A = P_B$ หรือไม่

เฉลยคำถามท้ายบท

$$1. \quad n. \quad g = ROE \times b = 15 \times (1 - 0.4) = 15 \times 0.6 = 9\%$$

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{40}{0.13 - 0.09} = (4 \times 0.4) / (0.13 - 0.09)$$

$$= 40 \text{ บาท}$$

$$91. \quad P_3 = \frac{D_3(1+g)}{K_e - g} = \frac{1.6 \times 1.09^3}{0.13 - 0.09} = 51.8 \text{ บาท}$$

$$2. \quad n. \quad g = ROE \times b = 9\% \times 2/3 = 6\%$$

$$CAPM: K_e = 6\% + 1.35 \times (14\% - 6\%) = 16.8\%$$

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{K_e - g} = \frac{(3 \times 1/3) \times (1 + 0.06)}{0.168 - 0.06}$$

$$= 9.81 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

$$91. \quad P_0 = \frac{(1-b)}{E_1 K_e - ROE * b} = \frac{(1 - 2/3)}{(0.168 - 0.09 \times 2/3)}$$

$$= 3.09 \text{ บาท}$$

$$3. \quad P_0 = \frac{P}{E} X E_1 = (17.9 / 0.51) \times (0.51 \times (1 + 0.25))$$

$$= 18.625 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

$$4. \quad n. \quad CAPM: K_e = 4.5\% + 1.15 \times (14.5\% - 4.5\%) = 16\%$$

$$91. \quad \text{เงินปันผลปีที่ 0} = 1.72 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

$$\text{เงินปันผลปีที่ 1} = 1.72 \times (1 + 0.12) = 1.93 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

$$\text{เงินปันผลปีที่ 2} = 1.72 \times (1 + 0.12)^2 = 2.16 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

$$\text{เงินปันผลปีที่ 3} = 1.72 \times (1 + 0.12)^3 = 2.42 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

$$\text{เงินปันผลปีที่ 4} = 2.42 \times (1 + 0.09) = 2.64 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

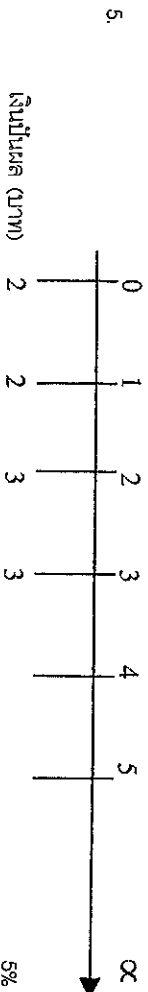


$$P_3 = \frac{D_4}{K_e - g} = \frac{2.64}{(0.16 - 0.09)} = 37.71 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

Multiple Growth Model: $P_0 = \left[\sum_{t=1}^3 \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \right] + \left[\frac{D_{t+1}}{(k_e - g)(1+k_e)^t} \right]$

$$P_0 = \frac{1.93}{(1+0.16)} + \frac{2.16}{(1+0.16)^2} + \frac{2.16 + 37.71}{(1+0.16)^3} = 28.98 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

ค. ควรซื้อแกรมมี เพราะราคาตลาด (45 บาทต่อหุ้น) น้อยกว่า มูลค่าที่แท้จริง (63 บาทต่อหุ้น)



$$P_3 = \frac{3(1+0.05)}{0.08-0.05}$$

$$P_0 = \frac{2}{(1+0.08)} + \frac{3}{(1+0.08)^2} + \frac{3}{(1+0.08)^3} + \frac{P_3}{(1+0.08)^3}$$

$$= \frac{2}{(1+0.08)} + \frac{3}{(1+0.08)^2} + \frac{3}{0.03 \times (1+0.08)^3}$$

$$P_0 = 90.15$$

6. 1. ถ้า $D_A < D_B$ แล้ว P_A น่าจะเป็นต้องน้อยกว่า P_B ขึ้นอยู่กับ g และ k ด้วย เพราะการจ่ายเงินปันผลน้อย แต่ถ้า A ลงทุนแล้วก่อให้เกิดประโยชน์ทำให้ NPV เป็นบวก จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น แม้ไม่ได้เป็นเงินปันผล แต่ได้เป็น Capital gain ในอนาคต

2. ถ้ามีกำไรสุทธิ เท่ากัน P_A น่าจะเป็นต้องเท่ากับ P_B เพราะขึ้นอยู่กับการจ่ายเงินปันผลด้วย

