

การประเมินราคาหุ้นตาม Edwards-Bell-Ohlson (EBO) Model

สมชาย สุกัทรกุล*

บทคัดย่อ

วิธีการประเมินราคาหุ้น (Stock Valuation Model) ที่ได้รับความนิยมและเป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายในหมู่นักวิเคราะห์หุ้น นักลงทุน รวมทั้งคณาจารย์ทางด้านการบัญชีและการเงิน ได้แก่ Dividend Discount Model (DDM) ซึ่งหลักการของวิธี DDM เหมือนกับหลักการของวิธี Discounted Cash Flow Model นั่นคือ ราคาหุ้นตาม DDM เท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของเงินปันผลในอนาคตทั้งหมดกับมูลค่าของกิจการในวันสุดท้ายของธุรกิจ (Terminal Value)¹ ซึ่งจะเห็นได้ว่าราคาหุ้นตาม DDM สะท้อนเพียงอนาคตของบริษัท นั่นคือการตัดสินใจซื้อหุ้นของธุรกิจใดๆ เป็นเพียงการซื้ออนาคตของธุรกิจนั้นๆ ส่วนอดีตและปัจจุบันของธุรกิจจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นผ่านเงินปันผลในอนาคตเท่านั้น นอกจากนี้การนำ DDM ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้นมักจะจำกัดเพียงแค่กลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น ถ้าบริษัทไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในอดีตและมีแนวโน้มที่จะยังไม่ประกาศจ่ายเงินปันผลในอนาคต (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอนาคตอันใกล้) การประเมินราคาหุ้นโดย DDM จะทำได้ด้วยความยากลำบากหรือไม่อาจทำได้เลย²

บทความนี้จะกล่าวถึงวิธีการประเมินราคาหุ้นที่เรียกว่า Residual Income Model หรืออาจเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า Edward-Bell-Ohlson (EBO) Model ซึ่งหลักการของ EBO พัฒนามาจาก DDM โดยตรง ซึ่งราคาหุ้นตาม EBO จะสะท้อนทั้งปัจจุบันและอนาคตของบริษัท และชี้ให้เห็นถึงบทบาทและความสำคัญของข้อมูลบัญชีทั้งที่รายงานไว้ในงบดุลและงบกำไรขาดทุนของบริษัท นั่นคือ ราคาหุ้นตาม EBO มีความสัมพันธ์โดยตรงกับราคาตามบัญชีในปัจจุบันและในอนาคต และผลการดำเนินงาน (กำไรสุทธิ) ในอนาคตของบริษัท นอกจากนี้ EBO สามารถใช้ในการประเมินราคาหุ้นของบริษัทต่างๆ ได้ ไม่ว่าบริษัทนั้นๆ จะมีการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ก็ตาม

บทความนี้ได้อธิบายถึงขั้นตอนการได้มาของ EBO จากหลักการของ DDM และความสัมพันธ์ทางบัญชีที่เรียกว่า Clean Surplus Relation (CSR) และเสนอแนวทางในการนำ EBO ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้น พร้อมยกตัวอย่างการประเมินราคาหุ้นตาม EBO ซึ่งน่าจะเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์หุ้นและนักลงทุนในการประเมินราคาหุ้นเพื่อช่วยบ่งชี้ว่าหุ้นของบริษัทใดมีการซื้อขายกันในราคาที่สูงเกินไป (Overpriced) หรือต่ำเกินไป (Underpriced) ซึ่งจะนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่สร้างผลตอบแทนที่ดี นอกจากนี้บทความนี้น่าจะเป็นประโยชน์ต่อคณาจารย์ทางการบัญชีและการเงิน ในการนำไปเป็นส่วนหนึ่งของการเรียนการสอนในส่วนของการประเมินราคาหุ้นของธุรกิจในวิชาการวิเคราะห์งบการเงินและการลงทุนด้วย

* อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

¹ DDM มีการพัฒนาเป็นหลายรูปแบบ เพื่อให้การนำไปใช้งานจริงทำได้สะดวกมากขึ้น เช่น การสมมติให้อัตราการเติบโต (Growth Rate) ของเงินปันผลในอนาคตคงที่เพื่อลดปัญหาในการประมาณค่าของ Terminal Value เป็นต้น

² ราคาหุ้นในกรณีนี้จะอิงอยู่กับ Terminal Value เป็นสำคัญ ซึ่งการพยากรณ์ Terminal Value มักจะมีความคลาดเคลื่อนสูงมาก

Residual Income Model หรือ Edwards-Bell-Ohlson (EBO) Model

Edwards-Bell-Ohlson (EBO) Model ใช้หลักการของ Residual Income ซึ่งนำกลับมาพัฒนาขึ้นใหม่อีกครั้งโดย Ohlson (1995) ซึ่งหลักการของ Residual Income นี้ไม่ใช่เรื่องใหม่ ในอดีตได้มีการกล่าวถึง Residual Income อยู่บ้างแล้ว เช่น Edwards และ Bell (1961) เป็นต้น

EBO เป็นวิธีการประเมินราคาหุ้นซึ่งใช้ข้อมูลบัญชีที่รายงานไว้ในงบดุลและงบกำไรขาดทุนเป็นสำคัญ โดย EBO นี้พัฒนาขึ้นโดยเริ่มต้นจากหลักการของ Dividend Discount Model (DDM) ที่ได้รับความนิยมและเป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายมาเป็นเวลานาน และความสัมพันธ์ทางบัญชีที่เรียกว่า Clean Surplus Relation (CSR) ดังนี้

$$\text{DDM:} \quad P_t = \sum_{i=1}^{\infty} D_{t+i} / (1+r)^i \quad (1)$$

โดย P_t = ราคาหุ้น (Stock Price) ณ เวลา t
 D_{t+i} = ประเมินการจ่ายเงินปันผล (Expected Dividend) สำหรับงวดเวลาในอนาคต $t+i$
 r = อัตราผลตอบแทนการลงทุน (Rate of Return)

$$\text{CSR:} \quad B_t = B_{t-1} + NI_t - D_t \quad (2)$$

โดย B_t = ราคาตามบัญชี (Book Value) หรือส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) ณ เวลา t
 NI_t = กำไรสุทธิ (Net Income) สำหรับงวดเวลา t
 D_t = เงินปันผล (Dividend) สำหรับงวดเวลา t

สมการที่ 2 (CSR) สามารถเขียนใหม่ได้ดังนี้

$$D_t = B_{t-1} - B_t + NI_t \quad (3)$$

EBO กำหนดตัวแปรใหม่ที่เรียกว่า กำไรเกินปกติหรือกำไรส่วนเกิน (Abnormal Earnings หรือ Excess Earnings) ซึ่งหมายถึงกำไรสุทธิส่วนที่เกินจากผลตอบแทนการลงทุนจากราคาตามบัญชี ณ วันต้นงวด ซึ่งสามารถเขียนในรูปของสมการดังนี้

$$AE_t = NI_t - (r \times B_{t-1}) \quad (4)$$

โดย AE_t = กำไรเกินปกติ (Abnormal Earnings) สำหรับงวดเวลา t

สมการที่ 4 สามารถเขียนใหม่ได้ดังนี้

$$NI_t = AE_t + (r \times B_{t-1}) \quad (5)$$

เมื่อแทนค่า NI_t จากสมการที่ 5 ในสมการที่ 3 จะได้

$$\begin{aligned} D_t &= AE_t + (r \times B_{t-1}) + B_{t-1} - B_t \\ &= AE_t + (1+r)B_{t-1} - B_t \end{aligned} \quad (6)$$

เมื่อแทนค่า D_t จากสมการที่ 6 ในสมการที่ 1 (DDM) จะได้

$$\begin{aligned} P_t &= \sum_{i=1}^{\infty} [AE_{t+i} + (1+r)B_{t-1+i} - B_{t+i}] / (1+r)^i \\ &= \frac{AE_{t+1}}{(1+r)} + B_t - \frac{B_{t+1}}{(1+r)} + \frac{AE_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{B_{t+1}}{(1+r)} - \frac{B_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{AE_{t+3}}{(1+r)^3} + \frac{B_{t+2}}{(1+r)^2} - \frac{B_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots \end{aligned}$$

เนื่องจาก $-\frac{B_{t+i}}{(1+r)^i}$ เมื่อ $i = 1, 2, 3, \dots, \infty$ จะหักกลบกับ $\frac{(1+r)B_{t-1+i}}{(1+r)^i}$ เมื่อ $i = 2, 3, \dots, \infty$ ตามลำดับ ดังนั้นจะได้

$$\begin{aligned} P_t &= B_t + \frac{AE_{t+1}}{(1+r)} + \frac{AE_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{AE_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} AE_{t+i} / (1+r)^i \end{aligned} \quad (7)$$

จากสมการที่ 7 จะเห็นว่า ราคาหุ้น ณ เวลา t (P_t) ตาม EBO เท่ากับผลรวมของ (1) ราคาตามบัญชี (Book Value) ณ เวลา t (B_t) และ (2) ผลรวมของมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกำไรเกินปกติ (Abnormal Earnings: AE) ในอนาคตทั้งหมด นั่นคือราคาหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับข้อมูลบัญชีที่รายงานในงบดุล ซึ่งได้แก่ ราคาตามบัญชีหรือส่วนของผู้ถือหุ้น และข้อมูลบัญชีที่รายงานในงบกำไรขาดทุน ซึ่งได้แก่ กำไรสุทธิและเงินปันผล กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ข้อมูลบัญชีมีบทบาทและความสำคัญอย่างยิ่งในการประเมินราคาหุ้น

นอกจากนี้ Lee (1996) ชี้ให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่าง EBO กับวิธีการประเมินผลการดำเนินงานที่เรียกว่า Economic Value Added (EVA) ดังนี้

$$EVA: \quad EVA_t = Earnings_t - (r \times Capital_{t-1}) \quad (8)$$

โดยส่วนใหญ่ EVA จะใช้ในการประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทหรือของแต่ละแผนกในบริษัท เกณฑ์ในการคำนวณ EVA จะขึ้นอยู่กับเป้าหมายในการประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานหรือการประเมินผลการดำเนินงาน ถ้า EVA คำนวณเพื่อประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทโดยรวม (โดยไม่ได้แยกสำหรับเจ้าหน้าที่หรือเจ้าของ) EVA จะคำนวณดังนี้

$$EVA_t = EBI_t - (WACC \times TA_{t-1}) \quad (9)$$

โดย EBI_t = กำไรก่อนดอกเบี้ย (Earnings Before Interest) สำหรับงวดเวลา t
 TA_{t-1} = สินทรัพย์รวม (Total Asset) ณ เวลา $t-1$
 $WACC$ = ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital)

ถ้า EVA คำนวณเพื่อประเมินผลการดำเนินงานในส่วนของผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้น EVA จะคำนวณดังนี้

$$EVA_t = NI_t - (r_e \times B_{t-1}) \quad (10)$$

โดย NI_t = กำไรสุทธิ (Net Income) สำหรับงวดเวลา t
 r_e = ค่าของทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity Capital)
 B_{t-1} = ราคาตามบัญชี (Book Value) ณ เวลา t (วันต้นงวด t)

จากสมการที่ 4 และสมการที่ 10 จะเห็นว่ากำไรเกินปกติ (Abnormal Earnings) และ EVA สำหรับเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น นั้นคือสิ่งเดียวกัน ดังนั้นสมการที่ 7 สามารถเขียนใหม่ได้ดังนี้

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} EVA_{t+i} / (1+r)^i \quad (11)$$

นั่นคือ ราคาหุ้น (ตาม EBO) เท่ากับผลรวมของ (1) ราคาตามบัญชี และ (2) ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของ EVA ในอนาคตทั้งหมด

การนำ EBO ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้น

Lee (1996 และ 1999) เสนอแนวทางในการนำ EBO ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้นในทางปฏิบัติ ดังนี้

$$\begin{aligned} P_t &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} AE_{t+i} / (1+r_e)^i \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [NI_{t+i} - (r_e \times B_{t-1+i})] / (1+r_e)^i \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [(NI_{t+i} / B_{t-1+i}) - r_e] \times B_{t-1+i} / (1+r_e)^i \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [(ROE_{t+i} - r_e) \times B_{t-1+i}] / (1+r_e)^i \end{aligned} \quad (12)$$

โดย ROE_t = อัตราผลตอบแทนการลงทุนในหุ้น (Return on Equity) สำหรับงวดเวลา t

³ Stockworm.com ให้ EBO ในหลายรูปแบบได้แก่ (1) Basic EBO Model (2) Levered Beta EBO Model และ (3) Risk Proxy EBO Model โดยความแตกต่างของแต่ละ Model คือ Discount Rate (r) นอกจากนี้ Stockworm.com ยังใช้วิธีการอื่นๆ ในการประเมินราคาหุ้นด้วย เช่น Price/Earning Growth (PEG) Value และ Forward P/E Value

จะเห็นว่า $(ROE_t - r_e)$ คืออัตราผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นในส่วนที่เกินจากค่าของทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจเรียกได้ว่า Abnormal ROE หรือ ROE ส่วนที่เกินปกติ ดังนั้นจะเห็นว่ากำไรส่วนที่เกินปกติ (Abnormal Earnings: AE) ได้แก่อัตราผลตอบแทนส่วนที่เกินปกติจากการลงทุนของราคาตามบัญชี ณ วันต้นงวดนั่นเอง

การนำสมการที่ 12 ไปใช้ในทางปฏิบัตินั้นจะเผชิญกับปัญหาลักษณะคล้ายคลึงกับการนำ DDM ไปใช้ในทางปฏิบัติ นั่นคือ การประมาณค่าของ r_e ดังนั้นการประมาณค่า r_e ในกรณีของ EBO ก็สามารถใช้วิธีการเดียวกันกับการประมาณค่า r_e สำหรับ DDM นั่นคือการใช้หลักการของ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังนี้

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (13)$$

โดย	r_f	=	อัตราผลตอบแทนการลงทุนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate) ⁴
	r_m	=	อัตราผลตอบแทนการลงทุนของตลาด (Market rate of return)
	β	=	เบต้าหรือดัชนีวัดความเสี่ยงของหุ้นของบริษัทเปรียบเทียบกับตลาด

การพยากรณ์กำไรเกินปกติ (Abnormal Earnings) นั้นสามารถทำได้โดยการใช้ประมาณการของกำไรสุทธิในอนาคตหรือการใช้ประมาณการของ ROE ในอนาคตก็ได้ ซึ่งการประมาณการ ROE ในอนาคตอาจทำได้สะดวกกว่าโดยใช้ ROE ในปัจจุบันหรือในอดีต และปรับด้วยปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ หรืออาจใช้ ROE ถัวเฉลี่ยของอุตสาหกรรมก็ได้

นอกจากนี้การพยากรณ์กำไรเกินปกติ ยังจำเป็นต้องใช้ราคาตามบัญชีในอนาคตด้วย โดยราคาตามบัญชีในอนาคตสามารถคำนวณได้จาก Clean Surplus Relation (CSR) ดังนี้

$$\begin{aligned} B_{t+1} &= B_t + NI_{t+1} - D_{t+1} \\ &= B_t + (1 - k)NI_{t+1} \\ &= B_t[1 + [(1 - k)ROE_{t+1}]] \end{aligned} \quad (14)$$

โดย	k	=	อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)
-----	-----	---	---

$[1 + (1 - k)ROE_{t+1}]$ ในสมการที่ 14 อาจเรียกว่า อัตราการเติบโตของราคาตามบัญชี ซึ่งบ่งบอกถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาตามบัญชีจากวันต้นงวดจนถึงวันสิ้นงวดเวลา

ปัญหาอีกข้อหนึ่งของการนำ EBO ไปใช้ในทางปฏิบัติซึ่งคล้ายคลึงกับ DDM คือการที่จะต้องประมาณค่าของตัวแปรต่างๆ ไปเรื่อยๆ อย่างที่ไม่มีที่สิ้นสุด (งวดเวลา ∞) ดังนั้นในทางปฏิบัติการคำนวณตัวแปรต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ROE ในอนาคตอาจจะพยากรณ์เพียง 7 - 15 ปี เท่านั้น โดยผลงานวิจัยของ Tse และ Yaansah

⁴ Stockworm.com ใช้จากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 30 ปี (30-year t- bond rate of return)

(1999)⁵ พบว่าราคาตามบัญชีและกำไรเกินปกติประจำปีเพียงแค่ 3 ปี ในอนาคตสามารถอธิบายราคาหุ้นได้ถึง 70% ดังนั้นการพยากรณ์ ROE เพียง 7-15 ปี อาจเพียงพอสำหรับการประเมินราคาหุ้น

อย่างไรก็ตาม ถ้าต้องการให้การประเมินราคาหุ้นตามวิธี EBO มีความแม่นยำมากขึ้น อาจต้องมีการคำนวณค่า Terminal Value ของหุ้น ณ ระยะเวลาสุดท้ายที่มีการพยากรณ์ตัวแปรต่างๆ โดย Lee (1996) พัฒนาสมการในการประเมินราคาหุ้นตาม EBO โดยคำนึงถึง Terminal Value โดยกำหนดให้ระยะเวลา T คือระยะเวลาสุดท้ายที่มีการพยากรณ์ตัวแปรต่างๆ และราคาหุ้นตามวิธี EBO สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^T \frac{(ROE_{t+i} - r_e)}{(1 + r_e)^i} \times B_{t-1+i} + \frac{(ROE_{t+T+1} - r_e)}{r_e(1 + r_e)^T} \times B_{t+T} \quad (15)$$

การนำสมการที่ 15 ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้น จำเป็นต้องใช้ตัวแปรต่อไปนี้ (1) ราคาตามบัญชีในปัจจุบันซึ่งได้จากงบดุล (2) อัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งได้จากงบกำไรขาดทุน เพื่อใช้เป็นแนวทางในการพยากรณ์อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคต (3) ประสิทธิภาพการ r_e และ (4) ประสิทธิภาพการกำไรสุทธิในอนาคตสำหรับช่วงเวลาหนึ่ง

ตัวอย่างในการประเมินราคาหุ้นตาม EBO

บริษัท กขค จำกัด มีข้อมูลที่ใช้ในการประเมินราคาหุ้น ตาม EBO ดังนี้

ปีที่	0	1	2	3	4	5
กำไรสุทธิต่อหุ้น (NI_0)	4.00					
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (NI_t)		4.50	5.60	6.70	7.50	9.35
ราคาตามบัญชีต่อหุ้น (B_0)	25.00					
อัตราการจ่ายเงินปันผล (k_0)	0.00%					

สมมติให้ อัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่ นั่นคือ $k_0 = k_1 = k_2 = k_3 = \dots = k_\infty$ และค่าของทุนของเงินลงทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity Capital: r_e) คงที่และเท่ากับ 13% และ ROE ตั้งแต่ปีที่ 6 เป็นต้นไปคงที่และเท่ากับ ROE ของปีที่ 5 และ T เท่ากับ 5

จะเห็นว่า การนำ DDM ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้นของบริษัท กขค จำกัด นั้นทำได้ลำบากในทางปฏิบัติ เนื่องจากบริษัท กขค จำกัด ไม่ประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่ง EBO ไม่เผชิญกับปัญหาดังกล่าว

⁵ นอกจากนั้นงานวิจัยของ Frankel และ Lee (1998) และ Dechow, Hutton, และ Sloan (1999) พบว่า ราคาหุ้นที่คำนวณตาม EBO มีความใกล้เคียงกับราคาซื้อขายหุ้นมาก

ราคาหุ้นตาม EBO คำนวณได้ โดยเริ่มต้นจากการคำนวณ ROE และ ราคาตามบัญชี สำหรับปีที่ 1 - 5 ดังนี้

$$ROE_{t+1} = NI_{t+1} / B_t \text{ และ } B_{t+1} = B_t [1 + [(1 - k)ROE_{t+1}]]$$

ปีที่	0	1	2	3	4	5	6
B_t	25.00	29.50	35.10	41.80	49.30	58.65	
ROE_t		0.18	0.19	0.19	0.18	0.19	0.19
$(ROE_{t+i} - r_e)B_{t-1+i}$		1.25	1.77	2.11	2.09	2.96	
$(ROE_{t+T+1} - r_e)B_{t+T}$							3.52

ดังนั้นราคาหุ้นของบริษัท กขค จำกัด ณ ปีที่ 0 ($t = 0$) คำนวณได้ดังนี้

$$P_o = B_o + \sum_{i=1}^5 \frac{(ROE_{t+i} - r_e)}{(1 + r_e)^i} \times B_{t-1+i} + \frac{(ROE_{5+1} - r_e)}{r_e(1 + r_e)^5} \times B_5$$

$$= 25 + \frac{1.25}{(1.13)} + \frac{1.77}{(1.13)^2} + \frac{2.11}{(1.13)^3} + \frac{2.09}{(1.13)^4} + \frac{2.96}{(1.13)^5} + \frac{3.52}{(0.13)(1.13)^5}$$

$$= 46.54 \text{ บาท}$$

ดังนั้น ถ้าราคาซื้อขายหุ้นของบริษัท กขค จำกัด สูงกว่า 46.54 บาท ก็อาจจะกล่าวได้ว่า ราคาซื้อขายหุ้นสูงเกินไป (Overpriced) ซึ่งอาจจะเป็นแนวทางสำหรับนักวิเคราะห์หุ้นในการแนะนำนักลงทุนให้ขายหุ้น (Sell Recommendation)⁶ ในทางตรงข้าม ถ้าราคาซื้อขายหุ้นของบริษัท กขค จำกัด ต่ำกว่า 46.54 บาท ก็อาจจะกล่าวได้ว่า ราคาซื้อขายหุ้นต่ำเกินไป (Underpriced) ซึ่งอาจจะเป็นแนวทางสำหรับนักวิเคราะห์หุ้นในการแนะนำนักลงทุนให้ซื้อหุ้น (Buy Recommendation)

⁶ ในทางปฏิบัติ นักวิเคราะห์หุ้นมักจะไม่นำให้ขายหุ้น (Sell Recommendation) เพื่อรักษาความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้บริหารของบริษัท

สรุป

Residual Income Model หรือ Edwards-Bell-Ohlson (ESO) Model เป็นวิธีประเมินราคาหุ้นที่พัฒนามาจากหลักการของการประเมินราคาหุ้นตามวิธี Dividend Discount Model (DDM) ซึ่งเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมและเป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายมาเป็นเวลานาน ทั้งในหมู่นักวิชาการและในภาคการลงทุน ราคาหุ้นตามวิธี EBO นี้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับข้อมูลบัญชีที่รายงานไว้ในงบดุล ซึ่งได้แก่ ราคาตามบัญชี และข้อมูลบัญชีที่รายงานไว้ในงบกำไรขาดทุน ซึ่งได้แก่ กำไรสุทธิและเงินปันผล ดังนั้น EBO แสดงให้เห็นถึงบทบาทและความสำคัญของข้อมูลบัญชีทั้งที่รายงานในงบดุลและงบกำไรขาดทุน ในการประเมินราคาหุ้นของธุรกิจ นอกจากนี้ EBO สามารถนำไปใช้ในการประเมินราคาหุ้นได้อย่างกว้างขวางกว่า DDM เนื่องจาก DDM ไม่เหมาะที่จะนำไปใช้ในการประเมินราคาหุ้นของบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลและ/หรือไม่มีนโยบายที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคตอันใกล้ ในขณะที่ EBO สามารถนำไปใช้ประเมินราคาหุ้นของบริษัทต่างๆ โดยไม่มีข้อจำกัดดังกล่าว นอกจากนี้ผลงานวิจัยวิชาการเชิงตลาดทุน พบว่า EBO สามารถอธิบายราคาหุ้นของธุรกิจได้ดีกว่า DDM อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งบ่งชี้ถึงความเหมาะสมในการใช้ EBO เพื่อประเมินราคาหุ้นของธุรกิจ

บทความนี้ได้อธิบายถึงขั้นตอนการได้มาของ EBO จากหลักการของ DDM และความสัมพันธ์ทางบัญชีที่เรียกว่า Clean Surplus Relation (CSR) และเสนอแนวทางในการนำ EBO ไปใช้ในการประเมินราคาหุ้น และแนวทางในการประมาณการตัวแปรต่างๆที่จำเป็นในการคำนวณราคาหุ้นตาม EBO พร้อมยกตัวอย่างในการใช้ EBO เพื่อประเมินราคาหุ้นของธุรกิจ และบทความนี้จะจะเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์หุ้นและนักลงทุนในการประเมินราคาหุ้น เพื่อใช้ช่วยบ่งชี้ว่าหุ้นของบริษัทใดมีการซื้อขายกันในราคาที่สูงเกินไป (Overpriced) หรือต่ำเกินไป (Underpriced) ซึ่งอาจนำไปสู่การตัดสินใจการลงทุนที่สร้างผลตอบแทนที่สูงได้ นอกจากนี้เนื้อหาในบทความน่าจะเป็นประโยชน์ต่อคณาจารย์ทางด้านการบัญชีและการเงิน ในการนำไปพัฒนาให้เป็นส่วนหนึ่งในการเรียนการสอนในส่วนของ การประเมินราคาหุ้น ในวิชาการวิเคราะห์งบการเงินและการบริหารการลงทุนด้วย



บรรณานุกรม

- Edwards, E. and P. Bell. "The Theory and Measurement of Business Income", *University of California Press*, Berkeley, CA.
- Frankel, R. and C. M. C. Lee. "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-sectional Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics* 25 (1998): 283-319.
- Lee, C. M. C. "Measuring Wealth", *The CA Magazine* 129 (1996): 32-37.
- Lee, C. M. C. "Accounting-based Valuation: Impact on Business Practices and Research", *Accounting Horizon* (December 1999): 413-25.
- Ohlson, J. A. "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research* (Spring 1995): 661-87.
- Tse, S. Y. and R. A. Yaansah. "An Analysis of Historical and Future-oriented Information in Accounting-based Security Valuation Models", *Contemporary Accounting Research* (Summer 1999): 347-80.
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan. "An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model", *Journal of Accounting and Economics* 26 (1999): 1-34.