

## บทที่ 2

### กรอบแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน (fundamental method) เป็นการประเมินมูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์อยู่บนความเชื่อพื้นฐานที่ว่า หลักทรัพย์แต่ละตัวใน ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง จะมีมูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมของตัวเอง ซึ่งมูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมจะถูกกำหนดจากปัจจัยแวดล้อมด้านต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตัวหลักทรัพย์นั้น

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมีหลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน (เพชร ชุมทรัพย์, 2544) คือ การวิเคราะห์เศรษฐกิจของประเทศโดยรวม การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท ซึ่งในขั้นตอนนี้สามารถวิเคราะห์เป็น 2 ลักษณะ ประกอบด้วย

- การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (qualitative analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเลข และไม่สามารถเปรียบเทียบในเชิงตัวเลขได้ซึ่งเป็นการพิจารณาถึงการบริหารงานของบริษัท
- การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) เป็นการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนเห็นภาพของบริษัทในด้านฐานะการเงินประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการหากำไร

##### 2.1.1 การวิเคราะห์เศรษฐกิจ

1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (economic analysis) เป็นขั้นตอนแรกของการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐาน ข้อมูลที่สะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจโดยรวมการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในอนาคตอันมีผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วง ซึ่งจะมีผลกระทบต่อภาวะอุตสาหกรรมต่างๆ รวมทั้งในแต่ละธุรกิจได้ในระดับหนึ่ง ทั้งนี้การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจนั้นถือเป็นส่วน ที่สำคัญอย่างยิ่ง เพราะเป็นปัจจัย ที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่นๆ การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจดังกล่าวจะมองถึงภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มในอนาคตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นและกำลังจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดเพื่อให้ทราบว่าเศรษฐกิจกำลังมีการขยายตัวหรือเกิดภาวะถดถอย ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจดังกล่าวจะเป็นเช่นไร รวมทั้งต้องวิเคราะห์เพื่อให้ทราบว่าแนวโน้มดังกล่าวจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่นาน

เพียงไร และเศรษฐกิจส่วนไหนที่จะขยายตัวหรือหดตัวในระดับที่เร็วกว่าในจุดอื่นๆ ทั้งนี้เพื่อเป็นจุดเริ่มต้นในการเลือกธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่อยู่ในภาวะเศรษฐกิจ เพื่อมาวิเคราะห์ว่าธุรกิจหรืออุตสาหกรรมใดจะมีผลตอบแทนที่ดีในระดับความเสี่ยงที่ได้รับการเลือกลงทุน

กล่าวโดยรวม การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์หลัก คือ จะเลือกลงทุนเมื่อใด เพื่อให้สอดคล้องกับแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลง สำหรับหลักการของการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจจะวิเคราะห์ ในที่นี้จะวิเคราะห์เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (Gross National Product : GNP) เป็นเครื่องมือวัดภาวะเศรษฐกิจที่ใช้กันอย่างแพร่หลายที่สุด ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเป็นเครื่องวัดมูลค่าของผลผลิต สินค้า และบริการทั้งหมดของประเทศไม่ว่าการผลิตนั้นจะเกิดขึ้นในประเทศใดๆ ก็ตาม

2. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) เป็นตัวแสดงถึงความสามารถในการผลิตของประเทศ นอกจากนี้ยังพิจารณาถึงผลผลิตสุทธิของชาติ (Net National Product : NNP) และรายได้ส่วนบุคคล (Personal Income : PI) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงรายได้ส่วนบุคคลก่อนหักภาษี ซึ่งจะสะท้อนอำนาจซื้อของประชากร โดยสามารถอธิบายพฤติกรรมการณ์การซื้อของผู้บริโภคเมื่อรายได้ส่วนบุคคลเปลี่ยนแปลงไป

3. ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ยที่ควรนำมาพิจารณาควรเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลง และสามารถสะท้อนสภาพคล่องของตลาดเงินได้ดีพอสมควร อัตราดอกเบี้ยซึ่งกำหนดคงที่เป็นการเฉพาะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ไม่เหมาะสมที่จะนำมาพิจารณาเพื่อการวิเคราะห์เศรษฐกิจ

#### 4. ระดับราคา

### 2.1.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมเป็นขั้นตอนที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างและรายละเอียดของธุรกิจที่สนใจ เพื่อรับรู้และเข้าใจถึงความเคลื่อนไหวของธุรกิจว่ามีโอกาส หรือปัญหาที่ทำให้ธุรกิจให้อุตสาหกรรมประสบความสำเร็จ หรือล้มเหลวอย่างไร เมื่อทราบแล้วก็จะนำมาพิจารณาประกอบกับแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจเพื่อให้ทราบถึงโอกาสการเจริญเติบโตของธุรกิจ การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรมเป็นสิ่งที่ต้องทำต่อเนื่องจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ทั้งนี้เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในภาคเศรษฐกิจย่อมส่งผลกระทบต่อโดยตรงและต่อเนื่องต่อภาวะอุตสาหกรรม เช่น การเกิดภาวะเศรษฐกิจขยายตัวในช่วงเวลาหนึ่งจะมีผลสนับสนุนให้อุตสาหกรรมบางประเภทขยายตัวมากขึ้น ในขณะที่การเกิดภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อให้อุตสาหกรรมบางกลุ่มชะลอตัวลง อย่างไรก็ตามเชื่อว่าอุตสาหกรรมทุกประเภทจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ สอดคล้องกับภาวะ

เศรษฐกิจเสมอไป โดยอาจจะเป็นไปได้ในทิศทางที่สวนทางกับทิศทางของเศรษฐกิจได้ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มจะมากหรือน้อยเพียงไรขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมแต่ละชนิด รวมทั้งช่วงวงจรของแต่ละธุรกิจด้วย ดังนั้น การที่เราทราบถึงพื้นฐานของอุตสาหกรรม แนวโน้มและลักษณะของอุตสาหกรรมจะช่วยให้เราสามารถเลือกลงทุนได้อย่างเหมาะสมในแต่ละช่วงเวลา ในการวิเคราะห์แนวโน้มของอุตสาหกรรมดังกล่าวในแต่ละช่วง ควรจะมีองค์ประกอบที่สำคัญในการพิจารณา

#### การจำแนกอุตสาหกรรมตามประเภทของวงจรธุรกิจ

เป็นการแบ่งอุตสาหกรรมตามภาวะที่เกิดขึ้นจริงจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจซึ่งแยกออกเป็น 4 ประเภทด้วยกัน คือ

1. Growth industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีการขยายตัวของรายได้จากการประกอบการที่เป็นอิสระโดยไม่ขึ้นอยู่กับวงจรธุรกิจ ซึ่งส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับระดับการพัฒนาคูณภาพ และเทคโนโลยีในการผลิตของอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมสื่อสารและโทรคมนาคม อุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้า หรือแม้แต่อุตสาหกรรมผลิตคอมพิวเตอร์ที่มักจะมีระดับการพัฒนาคิดค้นของวิทยาการใหม่ๆ

2. Cyclical industry เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้ผลเกี่ยวพันจากการขยายตัวของเศรษฐกิจ รวมทั้งจะได้ผลกระทบจากการเกิดปัญหาภาวะเศรษฐกิจตกต่ำค่อนข้างมาก ตัวอย่างของอุตสาหกรรมประเภทนี้ เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ โรงงาน ภัตตาคาร รวมทั้งสินค้าฟุ่มเฟือย (Luxury Goods) ต่างๆ ที่ผู้บริโภคสามารถเลื่อนการบริโภคไปได้ให้เหมาะสมกับฐานะทางการเงินและเศรษฐกิจ

3. Defensive industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีการเคลื่อนไหวไม่เป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจโดยอัตราการขยายตัวที่สม่ำเสมอ จัดเป็นอุตสาหกรรมที่มีความจำเป็นต่อการบริโภค และผู้บริโภคมีการจัดสรรรายได้สำหรับการบริโภคสินค้าดังกล่าวในแต่ละช่วงเวลาเช่น อาหาร สินค้าอุปโภคบริโภคและบริการบางประเภท ซึ่งรายได้ของธุรกิจในกลุ่มนี้จะไม่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจ

4. Cyclical-growth industry อุตสาหกรรมที่รวมลักษณะของการเป็น Cyclical Industry และ Growth Industry เข้าด้วยกัน ตัวอย่างของอุตสาหกรรมในกลุ่มนี้ได้แก่ อุตสาหกรรมขนส่งทางอากาศ เนื่องจากการพัฒนาของระบบเทคโนโลยีในระดับสูงที่นำไปสู่รูปแบบของการให้บริการที่สะดวก รวดเร็ว

#### การวิเคราะห์แนวทางในการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมต่างๆ ไม่ว่าจะพิจารณาในเชิงของประเภทผลผลิตหรือในเชิงของวงจรธุรกิจดังกล่าวแล้วข้างต้น หากจะทำการวิเคราะห์แนวโน้มของอุตสาหกรรมดังกล่าวในแต่ละช่วงควรมีองค์ประกอบที่สำคัญในการพิจารณาคือ

1. วงจรของอุตสาหกรรม (Industry Life Cycles)
2. ปัจจัยอื่น ๆ ที่ใช้ในการพิจารณาภาวะอุตสาหกรรม (Key Characteristics)
  - 2.1 โครงสร้างของอุตสาหกรรม
  - 2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์และอุปทาน
  - 2.3 กฎเกณฑ์ของรัฐบาล
  - 2.4 อื่น ๆ

### 1. วงจรของอุตสาหกรรม (Industry Life Cycles)

อุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะมีวงจรธุรกิจที่แตกต่างกัน โดยการศึกษาอุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะต้องทราบฐานะหรือขั้นตอนของธุรกิจว่าจัดอยู่ในขั้นไหน เพื่อเป็นแนวทางในการคาดการณ์ผู้ทางและแนวโน้มของอุตสาหกรรมนั้นๆ ในระยะต่อไป

ขั้นที่ 1 อุตสาหกรรมขั้นเริ่มแรก (pioneer Stage) เป็นช่วงที่ธุรกิจมีการขยายตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น (increase at increasing rate) ซึ่งเป็นช่วงที่ธุรกิจจะมีโอกาสในการทำกำไรจากการประกอบการได้มาก ซึ่งจะเป็นแรงจูงใจให้มีธุรกิจหน้าใหม่เข้ามาทำการผลิตมากขึ้น ทำให้เกิดภาวะการแข่งขันในการรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดโดยการใช้กลยุทธ์ต่างๆ เช่น การพัฒนาคุณภาพสินค้า การใช้เครื่องหมาย ยี่ห้อที่ได้รับการยอมรับ รวมทั้งการเกิดสินค้าลอกเลียนแบบต่างๆ

ผลจากการมีภาวะการแข่งขันที่ค่อนข้างมากด้วยกลยุทธ์ทางการตลาด ราคาและคุณภาพสินค้าจะทำให้ผู้ผลิตที่มีความสามารถในด้านการผลิตปรับตัวอยู่รอด ในขณะที่ผู้ผลิตที่ไม่มีคุณภาพจะต้องออกจากตลาดไปในที่สุด

ขั้นที่ 2 อุตสาหกรรมขั้นขยายตัว (expansion stage) เป็นช่วงที่ธุรกิจที่ผ่านการดำเนินงานในขั้นเริ่มแรกจะมีการแข่งขันกันอย่างรุนแรงมากขึ้น อุปสงค์และอุปทานของสินค้าเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โอกาสในการทำกำไรของธุรกิจยังมีอยู่มาก อย่างไรก็ตามระดับราคาสินค้ามีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างง่าย

ขั้นที่ 3 อุตสาหกรรมขั้นครองตลาด (maturity stage) ธุรกิจมีการพัฒนาคุณภาพของสินค้าและมีการปรับระดับราคาสินค้าให้ถูกลง จากนโยบายในการตัดราคาสินค้าเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งในทางการตลาด อย่างไรก็ตามอัตราการขยายตัวของธุรกิจเริ่มชะลอลงต่ำกว่าอัตราการขยายตัวในช่วงแรกกิจการ หรือธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพที่เพียงพอจะประสบปัญหาการขาดทุนและต้องออกจากอุตสาหกรรม

สำหรับธุรกิจที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดสูง และยังมีอัตราการขยายตัวจะเริ่มมีการจ่ายเงินปันผล (dividends) เพื่อตอบสนองต่อระบบเศรษฐกิจและสร้างความสนใจให้แก่นักลงทุน

ขั้นที่ 4 อุตสาหกรรมขั้นอิมตัว (stabilization stage) การขยายตัวของความต้องการสินค้าเริ่มชะลอลงนำไปสู่การเกิดภาวะชะลอตัวของภาคการผลิตจนถึงขั้นหยุดนิ่ง (stagnation) ยอดขายสินค้าของธุรกิจเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลง (increase at decreasing rate)

ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดภาวะอิมตัวของธุรกิจอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค การสูงขึ้นของอัตราค่าจ้างแรงงาน การเปลี่ยนแปลงในระดับเทคโนโลยี

ดังนั้นธุรกิจที่อยู่ในช่วงของอุตสาหกรรมที่กำลังอิมตัวจะมีรายได้จากการประกอบการที่ลดลงเทียบกับช่วงที่ผ่านมา ซึ่งจะมีผลสะท้อนให้ราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรม ดังกล่าวต้องปรับตัวลดลงในที่สุด

## 2. ปัจจัยอื่นๆ ที่ใช้ในการพิจารณาภาวะอุตสาหกรรม

นอกเหนือจากการพิจารณาในส่วนของวงจรของอุตสาหกรรม และประเภทของอุตสาหกรรมแล้วยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่ควรนำมาพิจารณาเพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจ ซึ่งได้แก่

### 2.1 โครงสร้างของอุตสาหกรรม จะพิจารณาถึงเรื่องต่างๆ ดังนี้

2.1.1 ในการพิจารณาจำนวนบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นว่าธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้นเป็นลักษณะผูกขาด กึ่งผูกขาด กิจการกึ่งแข่งขัน หรือกิจการแข่งขันเสรี เช่น กิจการสาธารณูปโภค กิจการรถยนต์ กิจการผลิตรักษาโรค หรือกิจการผลิตผลทางการเกษตร ตามลำดับ เป็นต้น

2.1.2 ขนาดของแต่ละบริษัท จะพิจารณาว่าเป็นบริษัทใหญ่หรือเล็ก ใช้เงินลงทุนมากน้อยเพียงไร เพราะมีส่วนต่อความสามารถในการปรับตัวด้านการเงินและสภาพคล่องต่อการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ต่างๆ

2.1.3 ปริมาณการขยายตัวของแต่ละบริษัทจะพิจารณาจากส่วนแบ่งทางการตลาด (market share) ซึ่งจะช่วยให้รู้สู่ทางการตลาดและการขยายตัวในระยะต่อไป

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์ (demand) และอุปทาน (supply) จะพิจารณาในสิ่งต่างๆ ที่เกี่ยวข้องโดยควรจะรู้ในสิ่งที่เกี่ยวข้องดังนี้คือ

2.2.2 แนวโน้มของอุปสงค์ จากการศึกษาพฤติกรรมผู้บริโภคของผู้บริโภค เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดประเภทของสินค้าที่ต้องการผลิตให้เหมาะสมกับภาวะตลาด

2.2.2 กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของธุรกิจ

2.2.3 นโยบายการกำหนดราคาโดยจะต้องคาดการณ์จากแนวโน้มของอุปสงค์ และกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับต้นทุนของธุรกิจในการพิจารณากำหนดราคาจำหน่าย

2.2.4 ความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกันในต่างบริษัทกัน



2.2.5 ความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกันระหว่างผู้ผลิตในต่างประเทศ ความยากง่ายและอุปสรรคในการเข้าสู่อุตสาหกรรม(barrier to entry) ของผู้ผลิต รายใหม่

2.3 กฎเกณฑ์ของรัฐบาล นโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับการลงทุน หรือการส่งเสริมการผลิตในอุตสาหกรรมบางประเภทเป็นเรื่องที่สำคัญ เพราะมีผลต่อการพัฒนาและการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างด้านการผลิตของอุตสาหกรรม ทั้งนี้รวมถึงในส่วนของนโยบายด้านการเงิน การคลัง เช่น การแก้ไขโครงสร้างภาษี การปรับอัตราดอกเบี้ย การตั้งกำแพงภาษี การให้สิทธิประโยชน์สำหรับกิจการที่ตั้งในต่างจังหวัด ในเขตส่งเสริมการลงทุน เช่น การให้สิทธิเงินกู้ยืมอัตราดอกเบี้ยต่ำแก่การลงทุนในภูมิภาคในเขต 3 รวมทั้งให้สิทธิด้านภาษีอากรต่างๆ

2.4 อื่นๆ เช่น

- ยอดขายในอดีต และแนวโน้มในอนาคตว่ามีความผันผวน หรือมีเสถียรภาพมากน้อยเพียงไร
- เงื่อนไขของอัตราค่าจ้างแรงงาน
- สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันรวมทั้งในสินค้าประเภทที่สามารถใช้ทดแทนกันได้

### 2.1.3 การวิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์บริษัทเป็นขั้นตอนสุดท้ายที่จะเป็นตัวพิจารณาทางด้านพื้นฐานเพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุนหลังจากที่ได้ประมวลแล้วว่าภาวะเศรษฐกิจ การเมือง และอุตสาหกรรมทั้งในปัจจุบันและอนาคตมีแนวโน้มที่จะเป็นอย่างไร และส่งผลกระทบต่อธุรกิจแต่ละประเภทไปในทิศทางใด การเลือกบริษัทที่จะลงทุนจะเป็นเกณฑ์ศึกษาที่ทำให้สามารถจำกัดการลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งได้อย่างเหมาะสมภายใต้เงื่อนไขของงบลงทุนที่มีอยู่อย่างจำกัดอยู่ในระดับหนึ่ง

ซึ่งจะชี้ให้เห็นถึงความแตกต่างในด้านองค์ประกอบของธุรกิจ ระดับการปรับตัวและการพัฒนาของแต่ละธุรกิจที่มีความแตกต่างกัน ในอันที่มีผลต่อการคาดการณ์ทิศทางและแนวโน้มของธุรกิจที่ควรจะเป็นในระยะต่อไป

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของธุรกิจแต่ละประเภทประกอบด้วย 2 ส่วนคือ ปัจจัยภายนอก (external factors) และ ปัจจัยภายใน (internal factors) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ปัจจัยภายนอก หมายถึง ผลกระทบที่ธุรกิจไม่สามารถควบคุมได้ ซึ่งได้แก่ ปัญหาทางเศรษฐกิจ การเมือง รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงของสถานะด้านอุตสาหกรรม

ปัจจัยภายใน หมายถึง องค์ประกอบและสถานะโดยรวมของธุรกิจที่อยู่ภายใต้การควบคุมและการจัดการของธุรกิจ ซึ่งผลกระทบจะมากหรือน้อยเพียงไร หรือเป็นไปในทิศทางใดขึ้นอยู่กับนโยบาย

มาตรการและประสิทธิภาพในการจัดการของแต่ละธุรกิจอย่างไรก็ตามในประเด็นของการวิเคราะห์บริษัทนั้น จะให้ความสำคัญเฉพาะปัจจัยที่ควบคุมได้ และมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทโดยตรงคือ ปัจจัยภายในสำหรับวิธีการวิเคราะห์บริษัทจะทำได้ใน 2 วิธี คือ

1. การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (qualitative analysis) และ
2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis)

ซึ่งการวิเคราะห์ทั้ง 2 วิธีจะอาศัยข้อมูลพื้นฐานของบริษัทซึ่งจักได้กล่าวถึงในหัวข้อต่อไปก่อนที่จะบรรยายถึงวิธีการวิเคราะห์บริษัททั้ง 2 แบบ

#### แหล่งข้อมูลพื้นฐาน

ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทแต่ละแห่งที่จะใช้ในการวิเคราะห์นั้นสามารถศึกษาและค้นคว้าได้จากแหล่งต่างๆ ที่มีการรวบรวมไว้ เช่น

1. เอกสารและสื่อข้อมูลที่จัดทำขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย

- 1.1 รายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ประจำวัน (daily quotation) ซึ่งจะเป็นการให้รายละเอียดการเปลี่ยนแปลงด้านข้อมูลของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ การเคลื่อนไหวของราคาซื้อขาย รวมทั้งสัดส่วนที่สำคัญของหลักทรัพย์ที่ควรทราบ

- 1.2 รายงานประจำเดือน (monthly report)

- 1.3 รายงานประจำไตรมาส (quarterly report)

- 1.4 หนังสือสรุปข้อสนเทศบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตประจำปี

- 1.5 ระบบข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Set Smart ซึ่งจะเป็นการ

ให้รายละเอียดข้อมูลของหลักทรัพย์ในขั้นพื้นฐาน โดยผ่านระบบข้อมูลที่เชื่อมต่อกันระหว่างศูนย์ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (broker) แต่ละแห่งจะให้รายละเอียดข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน รายละเอียดหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และต่างด้าว รวมทั้งงบการเงินและสถิติการเพิ่มทุนต่างๆ รายละเอียดเกี่ยวกับข้อมูลหลักทรัพย์ประจำวัน ประจำเดือน ประจำปี รวมทั้งสถิติการซื้อขายของโบรกเกอร์

2. บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (broker) โดยที่บริษัทเหล่านี้ส่วนใหญ่จะมีการตั้งหน่วยงานเฉพาะเพื่อการศึกษาด้านธุรกิจหลักทรัพย์ขึ้นมา โดยมีหน้าที่ในการวิเคราะห์ด้านหลักทรัพย์ เพื่อให้คำแนะนำแก่ลูกค้าและนักลงทุนโดยทั่วไป

3. ระบบสื่อสารด้านข้อมูลต่างๆ ทั้งในรูปของหนังสือพิมพ์ และวารสารรวมทั้งสิ่งตีพิมพ์วิทยุกระจายเสียงและวิทยุโทรทัศน์

- 3.1 สิ่งตีพิมพ์ ได้แก่ หนังสือพิมพ์รายวัน รายสัปดาห์ ซึ่งจะมีคอลัมน์ที่จัดไว้โดยเฉพาะ เช่น วิเคราะห์หุ้น

3.2 สื่อสารอื่นๆ ได้แก่ วิทยุกระจายเสียง ซึ่งเสนอเป็นคลื่นพิเศษที่มีการรายงานสถานการณ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดช่วงของการซื้อขาย และทุกช่วงครึ่งชั่วโมงระหว่างการซื้อขาย โดยมีการให้ความคิดเห็นจากตัวแทนนักวิเคราะห์ของ broker ต่าง ๆ รวมทั้งสรุปภาวะการซื้อขายประจำวันและประจำวันและประจำสัปดาห์ และคาดการณ์แนวโน้มในระยะต่อไป

4. ธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ซึ่งได้เพิ่มการให้บริการในส่วนของการทำธุรกิจพาณิชย์ (investment banking) หลังจากที่ได้รับอนุญาตให้เพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการที่มีการแข่งขันทางธุรกิจกับบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ได้มากขึ้น

5. รายงาน เอกสารข้อมูลที่ออกโดยบริษัทที่ออกหลักทรัพย์โดยตรง เช่น หนังสือชี้ชวนรายงานประจำปี

6. กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ ซึ่งจะมีรายละเอียดข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทต่างๆ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับหนังสือบริคณห์สนธิ ข้อบังคับของบริษัท ทุนจดทะเบียน งบดุลและงบกำไรขาดทุนของบริษัทตามรอบระยะเวลาบัญชี

7. หนังสือการเยี่ยมบริษัท ซึ่งเป็นส่วนที่สำคัญมาก ทำให้เราทราบนโยบายและความเป็นไปของบริษัทในเชิงลึกมากขึ้น พร้อมทั้งได้มีโอกาสได้สังเกตสถานะแวดล้อมซึ่งเป็นสิ่งที่จำเป็นอีกด้วย

#### การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ

การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ คือการวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทที่ไม่เป็นตัวเลขหรือสถิติ ซึ่งไม่สามารถใช้วิธีการคำนวณด้วยการเปรียบเทียบในรูปแบบสัดส่วนหรือตัวเลขร้อยละเพื่อเปรียบเทียบกันได้ เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทีมงานผู้บริหารทั้งด้านคุณภาพและนโยบายของผู้บริหาร กลยุทธ์ในทางการตลาด ความสามารถในการขยายตัวของบริษัทที่มีผลต่อการคาดคะเนยอดขายหรืออัตรายขายตัวของบริษัทในอนาคตเพราะสิ่งเหล่านี้จะมีส่วนสำคัญในการกำหนดอัตราผลกำไรและเงินปันผลของบริษัท ซึ่งจะมีผลต่อการเคลื่อนไหวของระดับราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ตามค่าที่นักลงทุนแต่ละบุคคลจะประเมินได้ ทั้งนี้ในการวิเคราะห์ เชิงคุณภาพของบริษัทจะต้องคำนึงถึงสิ่งต่างๆ เหล่านี้คือ

1. **คุณภาพผู้บริหาร** ซึ่งจะเป็นผลสะท้อนของความสามารถของผู้บริหารของบริษัทในอันที่มีผลต่อผลประกอบการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท การปรับโครงสร้างของผู้บริหารในแต่ละช่วงจะมีผลต่อการดำเนินงานของธุรกิจโดยตรง โดยอาจจะปรับเปลี่ยนสภาพธุรกิจที่เคยทำกำไรไปสู่ภาวะขาดทุนได้ หากมีการเปลี่ยนแปลงทีมผู้บริหารจากที่มีความสามารถสูงไปสู่ผู้บริหารที่มีความสามารถต่ำ เนื่องจากการลาออกของผู้บริหารที่มีฝีมือ



ทีมผู้บริหารของบริษัทประกอบด้วย คณะกรรมการ ซึ่งจะรวมถึงคณะกรรมการบริหารและผู้บริหารระดับผู้จัดการต่างๆ การวัดความสามารถด้านการจัดการของทีมผู้บริหารสามารถศึกษาได้จาก

- ประสบการณ์หรือผลงานของผู้บริหารแต่ละคน ในอดีต
- พื้นฐานความรู้และระดับการศึกษาของผู้บริหาร
- ชื่อเสียงและสถานภาพทางสังคม
- โลกทัศน์ (vision) ของผู้บริหาร

**2. การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของบริษัท** เพื่อหาแนวโน้มด้านการประกอบการที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเพื่อประมวลออกมาเป็นรายได้ในรูปของกำไร (profit) โดยที่การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของแต่ละบริษัทจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการ เช่น ค่านิยมของผู้บริโภคที่มีต่อสินค้า ลักษณะของสินค้าและบริการ การจัดการด้านต้นทุนการผลิตและต้นทุนขาย ความสามารถของฝ่าย การตลาด การกำหนดราคาจำหน่ายสินค้า โดยที่หากสินค้านั้นเป็นสินค้าที่ ผูกขาดจากการเป็นผู้ผลิตรายเดียวในตลาด บริษัทจะมีความสามารถในการกำหนดราคาสินค้าได้ค่อนข้างมาก เนื่องจากเป็นสินค้าที่มีผู้น้อยและจำเป็นต่อการบริโภค เช่น น้ำประปา ไฟฟ้า โทรศัพท์ เป็นต้น ในขณะที่สินค้าที่มีผู้ผลิตจำนวนมากและมีคู่แข่งในตลาด การคำนวณกลยุทธ์ในการขายสินค้าจะต้องมีมากขึ้นเพื่อความอยู่รอดของธุรกิจ เนื่องจาก ผู้บริโภคมีโอกาสที่จะเลือกบริโภคสินค้าจากผู้ผลิตที่จะให้ความพอใจสูงสุด เช่น นม อาหารกระป๋อง ทั้งนี้หากธุรกิจไม่มีการคำนึงถึงสิ่งดังกล่าวจะมีผลทำให้บริษัทต้องสูญเสีย ส่วนครองตลาด (market share) ในอันที่มีผลต่อการลดลงของระดับรายได้และกำไรของบริษัท

ในส่วนของค่านิยมและความนิยมของผู้บริโภคก็มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของยอดขายด้วย โดยค่านิยมดังกล่าวอาจจะเปลี่ยนแปลงไปตามระดับการพัฒนาของคุณภาพสินค้าหรือการพัฒนาเทคโนโลยี เช่น แนวโน้มของผู้บริโภคในตลาดรถยนต์ที่เปลี่ยนจากการใช้รถยนต์ขนาดใหญ่ที่มีขนาดซีซี.ค่อนข้างมากไปสู่การใช้รถยนต์ที่มีขนาดเล็กและมีซีซี.ต่ำเนื่องจากคุณสมบัติในการประหยัดน้ำมันและความคล่องตัวเพื่อให้สอดคล้องกับสภาพการจราจรในขณะที่ความนิยมในรถยนต์ปุ่นจะเพิ่มมากขึ้นแทนการใช้รถยนต์จากค่ายยุโรปที่มีระดับราคาจะไหลค่อนข้างแพง

กล่าวโดยรวมจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของยอดขายและรายได้ของบริษัทในแต่ละช่วงขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ หลายประการซึ่งเป็นทั้งปัจจัยที่สามารถควบคุมได้และอยู่นอกเหนือการควบคุม ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในด้านการจัดการของทีมงานที่เกี่ยวข้องในอันที่จะทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของยอดขายและกำไรของบริษัท

นอกเหนือจากปัจจัยสำคัญทั้ง 2 ประการข้างต้นอันได้แก่ ความสามารถในการจัดการ การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของบริษัทแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องและอาจมีผลต่อการวัดคุณภาพของบริษัท เช่น โครงการในอนาคตของบริษัท รายจ่ายเกี่ยวกับการค้นคว้าวิจัยและพัฒนา

สิ่งใหม่ๆ (research and development-R&D) ขนาดของบริษัท ลักษณะของผลิตภัณฑ์ การกระจายผลิตภัณฑ์ รวมทั้งเครื่องหมายการค้า (brand names) ด้วย ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในรายได้และผลกำไรของบริษัทซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลในที่สุด

### การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นการวิเคราะห์ผลประกอบการของธุรกิจจากงบการเงินในช่วงเวลาหนึ่งทั้งในอดีตและปัจจุบัน ซึ่งในงบการเงินดังกล่าวจะประกอบด้วยส่วนของงบดุล งบกำไรขาดทุน การวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินดังกล่าวจะเป็นการวิเคราะห์รายละเอียดของงบในช่วงระยะเวลาหลายปีต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน ทั้งนี้เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในอดีต ปัจจุบันและในอนาคตโดยเฉพาะในส่วนของผลกำไรและเงินปันผล ทั้งนี้การวิเคราะห์ทั้งงบการเงินดังกล่าวจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจถึงโครงสร้างด้านการเงินของธุรกิจหลายๆ ด้าน

#### 1. การวิเคราะห์งบการเงิน

การวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (financial ratio) เป็นเครื่องมือการวิเคราะห์ (เพชรี, 2544) ที่ช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้ ผู้ลงทุนจะต้องนำมาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์ในอดีตและนำมาเปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งตามจุดมุ่งหมายในการใช้ได้ 4 ประเภท ดังนี้

1. อัตราส่วนสภาพคล่อง (liquidity ratio) เพื่อดูความสามารถในการชำระหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ ประกอบด้วย

$$1.1 \text{ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (current ratio) } = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

$$\text{หรือ} = \frac{\text{เงินสด} + \text{หลักทรัพย์ระยะสั้น} + \text{ลูกหนี้} + \text{สินค้าคงเหลือ}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้วัดความสามารถ และความเพียงพอของสินทรัพย์หมุนเวียนในการชำระหนี้สินหมุนเวียน การคำนวณนี้มีค่ามากก็แสดงถึงความมั่นใจของเจ้าหนี้ในระยะสั้น คือการมีโอกาสได้รับชำระหนี้สินมีอยู่มากตามโอกาสส่วนที่เกิดขึ้น

1.2 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (quick ratio)

$$= \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงคลัง}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

$$\text{หรือ} = \frac{\text{เงินสด} + \text{หลักทรัพย์ระยะสั้น} + \text{ลูกหนี้}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตราส่วนนี้จะเรียกว่า acid-test ratio ก็ได้ อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ โดยการตัดสินค้าคงคลังออก เนื่องจากสินค้าคงคลังเป็นสินทรัพย์ระยะสั้นที่มีความคล่องตัวในการเปลี่ยนเป็นเงินต่ำสุด

## 2. อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (activity ratio)

### 2.1 อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง (inventory turnover)

$$= \frac{\text{ต้นทุนสินค้าขาย}}{\text{สินค้าคงเหลือถัวเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงความสามารถในการเปลี่ยนสินค้าเป็นจำนวนเงิน นับตั้งแต่สินค้าถึงบริษัทจนถึงวันจำหน่ายสินค้านั้นออกไป และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการว่าได้ถือสินค้าคงคลังไว้ในระดับที่น่าพอใจ หรือถือมากเกินไป โดยถ้ายิ่งจำนวนรอบมากก็แสดงว่าฝ่ายจัดการมีประสิทธิภาพมาก

### 2.2 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (account receivable turnover)

$$= \frac{\text{ยอดขายสุทธิ}}{\text{ลูกหนี้ถัวเฉลี่ย}}$$

หรือ ระยะเวลาในการเก็บหนี้โดยเฉลี่ย (average collection period)

$$= \frac{\text{จำนวนวันใน 1 ปี}}{\text{อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงสภาพคล่องของลูกหนี้ว่าจะหมุนเวียนเปลี่ยนสภาพจากลูกหนี้มาเป็นเงินสดได้รวดเร็วเพียงใด และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในการจัดการลูกหนี้เกี่ยวกับนโยบายการให้เครดิต และนโยบายในการเรียกเก็บหนี้ ดังนั้น หากธุรกิจใดเกิดอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ต่ำ หรือมีระยะเวลาในการเก็บหนี้โดยเฉลี่ยหลายวัน แสดงว่านโยบายในการเรียกเก็บของธุรกิจไม่มีประสิทธิภาพ หรืออาจเป็นเพราะธุรกิจมีนโยบายการให้เครดิตแก่ลูกหนี้ยาวนาน

### 2.3 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (fixed-asset turnover)

$$= \frac{\text{ยอดขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ถาวรสุทธิเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้วัดว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก่อให้เกิดประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านั้นเท่าใด ซึ่งถ้าต่ำแสดงว่าธุรกิจไม่สามารถใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่อย่างเต็มประสิทธิภาพ

3. อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน หรือภาระหนี้สิน (leverage ratio) เพื่อดูแหล่งที่มาของเงินทุน และภาระผูกพันของกิจการในระยะยาวประกอบด้วย

## 3.1 อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (debt to total assets ratio)

$$= \frac{\text{หนี้สินทั้งหมด}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นสัดส่วนการลงทุนว่า สินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้นใช้เงินทุนจากหนี้สินกี่ส่วน เพื่อเป็นการวัดความเสี่ยงเกี่ยวกับภาระหนี้ในอนาคตของกิจการนั้น ๆ

## 3.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio)

$$= \frac{\text{หนี้สินทั้งสิ้น}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้สำหรับวัดธุรกิจว่า ได้มีการใช้เงินทุนภายนอกต่อเงินทุนภายใน (ส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นอย่างไร โดยเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงทั้งในด้านเจ้าของและเจ้าหนี้ของกิจการ ถ้าอัตราส่วนนี้ยังสูงแสดงว่ากิจการนี้มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากมีการกู้ยืมเงินมาใช้ในกิจการมากอย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์จะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนดังกล่าวของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม ถ้าสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทต่ำกว่าอุตสาหกรรม แสดงว่าความเสี่ยงทางการเงินยังไม่อยู่ในระดับที่น่าเป็นห่วง

## 3.3 อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (time interest earned ratio)

$$= \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$$

$$\text{หรือ} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธุรกิจ ซึ่งควรมีค่าไม่ต่ำกว่า 3 และยิ่งสูงก็ยิ่งแสดงความมั่นใจแก่เจ้าหนี้ในการที่จะได้รับชำระดอกเบี้ย และถ้ากำไรจากการดำเนินงานใกล้เคียงกับดอกเบี้ยจ่าย เป็นเครื่องชี้ว่ากิจการกู้เงินมาลงทุนมากเกินไป โดยกำไรที่หามาได้ต้องจ่ายเป็นดอกเบี้ย ซึ่งเจ้าของจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปแบบเงินปันผล ดังนั้น ธุรกิจสมควรที่จะลดภาระหนี้ หรือมีการเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยนี้ ธุรกิจจะต้องจ่ายเป็นเงินสด ดังนั้นจึงต้องดูการหมุนเวียนของเงินสด (cashflow) ประกอบด้วย

## 4. อัตราส่วนความสามารถในการหากำไร (profitability ratio)

## 4.1 อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (gross profit margin)

$$= \frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{ยอดขายสุทธิ}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายในการผลิต และนโยบายการตั้งราคา

4.2 อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย (net profit of sale or profit margin of sale)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (หลังหักภาษี)}}{\text{ยอดขายสุทธิ}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการหากำไรของธุรกิจ ภายหลังจากที่คิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมดรวมทั้งภาษีเงินได้แล้ว ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าประสิทธิภาพในการผลิตและการขายของฝ่ายจัดการสูง

4.3 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (return on assets : ROA)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (หลังหักภาษี)}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมดโดยเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

4.4 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity : ROE)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (หลังหักภาษี)}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นที่เปอร์เซ็นต์ โดยอาจนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในกิจการอื่น ๆ

## 2. การวิเคราะห์หุ้นสามัญตามหลักพื้นฐาน

หลักการวิเคราะห์หุ้นสามัญ

### 1. ความเพียงพอของรายได้

รายได้ของหุ้นสามัญคือเงินปันผล รายได้ที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผล คณะกรรมการของบริษัทจะตั้งเป็นสำรองสะสม เพื่อเก็บไว้จ่ายเงินปันผลในปีที่ธุรกิจไม่ดี หรือเพื่อนำมาใช้ขยายกิจการเป็นการเพิ่มส่วนทุนของธุรกิจ ซึ่งทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้น ซึ่งราคาตลาดของหุ้นจะได้รับอิทธิพลจากนโยบายเงินปันผล ผู้ซื้อจะต้องรู้ในเรื่องของรายได้ และความสม่ำเสมอของเงินปันผล

### 2. อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ (price-Earning ratio)



อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบ ระหว่างราคาซื้อขายต่อหุ้น กับกำไรสุทธิต่อหุ้น ส่วนกลับของ P/E ratio จะได้ค่า earning yield หรืออัตราผลตอบแทนสุทธิต่อราคาซื้อขาย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิต่อหุ้นจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่เท่ากัน โดยจะส่งผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน

### 3. การกู้ยืมของธุรกิจ (leverage)

การกู้ยืมนี้ทำให้สัดส่วนของรายได้ผู้ถือหุ้นสูงขึ้น เพราะการออกพันธบัตรจ่ายดอกเบี้ยต่ำ และเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิต่ำ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นจะได้สูง ดังนั้นการกู้ยืมจะให้ประโยชน์ คือ ทำให้ผลตอบแทนสูง

### 4. ราคามูลค่าหุ้นตามหลักบัญชี (book value)

คือ จำนวนเงินต่อหุ้นที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับถ้า บริษัทเลิกกิจการ ณ วันนั้น โดยสินทรัพย์ต่างๆ สามารถขายได้ในราคาที่ปรากฏในบัญชีของบริษัท และเป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคามูลค่าหุ้นสามัญตามหลักบัญชี (book value) กับราคาตลาด (market price) ผู้ลงทุนใช้ราคาตลาดประเมินได้ในอนาคต หุ้นสามัญส่วนมากจะขายราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าตามหลักบัญชี และถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคามูลค่าตามหลักบัญชีแสดงว่าธุรกิจนั้นใกล้ล้มละลาย

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าตามบัญชี / หุ้น} &= \frac{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด} - \text{หนี้สินทั้งหมด}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญ ทั้งหมด}} \\ \text{หรือ} &= \frac{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด}} \end{aligned}$$

## 2.2 หลักทฤษฎีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

### 2.2.1 การประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และความเสถียร

โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (discount rate) ที่เหมาะสมอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการถูกกำหนดจากปัจจัย 2 อย่าง คือ (เพชรี จุมทรัพย์, 2544)

1. อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากของธนาคารออมสิน เป็นต้น

2. ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนต้องการจะได้ เพื่อชดเชยกับความเสถียรที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับการลงทุนครั้งนั้น หรือเรียกว่า ผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (risk premium)

การกำหนด discount rate ที่เหมาะสม ซึ่งสามารถใช้สมการลดคดยอย่างง่าย ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

โดยกำหนดให้

$E(R_i)$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์  $i$

$E(R_m)$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

$E(R_m) - R_f$  = ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (market risk premium)

$\beta_i$  = ความเสี่ยงของหลักทรัพย์  $i$  เมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด

ความหมายหรือตัวแปร และวิธีคำนวณค่าตัวแปรแต่ละตัวแปรในสมการที่ใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากหลักทรัพย์ ปรากฏตามตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 แสดงความหมายและวิธีคำนวณค่าตัวแปรแต่ละตัวแปรในการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์

ตัวแปร	ความหมายของตัวแปร	วิธีคำนวณค่าตัวแปร
อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง [ $R_f$ ]	อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	เส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) ของพันธบัตรรัฐบาลที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย <a href="http://www.thaibdc.or.th">www.thaibdc.or.th</a>
ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (market risk premium) [ $E(R_m) - R_f$ ]	ผลต่างระหว่างค่าที่คาดไว้ของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เฉลี่ยทั้งตลาด กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง	-ค่าที่คาดไว้ของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เฉลี่ยทั้งตลาด วิเคราะห์จากอดีตโดยใช้ค่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของตลาด + อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้น
ความเสี่ยงของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด [ $\beta_i$ ]	ตัวชี้ความเสี่ยงของหุ้นเทียบกับความเสี่ยงทั้งตลาด	ค่าสัมประสิทธิ์ความชันของสมการถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นนั้น (แกน Y) กับอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ (แกน X)

ที่มา:ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2.2.2 การประเมินมูลค่า หลักทรัพย์

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เป็นการประเมินเพื่อหามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ของหลักทรัพย์ เพื่อนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดในขณะนั้น ก่อนที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ในการตัดสินใจมี 3 ลักษณะ (ศิรินันท์ ธนิตยวงศ์, 2535) คือ

1. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ ต่ำกว่า มูลค่าที่ควรจะเป็น (under value) นักลงทุนควรซื้อหลักทรัพย์นั้น เพื่อหากำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคต เพื่อให้เท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น
2. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ สูงกว่า มูลค่าที่ควรจะเป็น (over value) นักลงทุนควรขายหลักทรัพย์นั้น เพื่อป้องกันการขาดทุนจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะต่ำลงในอนาคตมาเท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น
3. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เท่ากับ มูลค่าที่ควรจะเป็น แสดงว่าราคานั้นเป็นราคาดุลยภาพ (equilibrium price) ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงไม่มีกำไร หรือขาดทุนจากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ จึงควรถือหลักทรัพย์นั้นไว้ต่อไป

### 2.2.3 การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ

หลักการประเมินมูลค่าที่แท้จริง (ศิรินันท์ ธนิตยวงศ์, 2535)

1. พยากรณ์งบกำไรขาดทุน และงบดุลล่วงหน้า โดยวิธีร้อยละของยอดขาย (the percent of sales method) ซึ่งเริ่มต้นด้วยการพิจารณารายการต่างๆ ในงบการเงินที่จะเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น เป็นต้น และคำนวณรายการต่าง ๆ เหล่านั้นเป็นอัตราร้อยละของยอดขาย โดยสมมติว่ารายการต่างๆ นั้นเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เมื่อได้ตัวเลขประมาณการของยอดขายแล้วก็จะสามารถพยากรณ์รายการต่างๆ ในงบการเงินได้ (ศิรินันท์ ธนิตยวงศ์ และคณะ, 2535)

2. พยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{FCFE} = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ค่าเสื่อมราคา} + \text{ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในอาคารและอุปกรณ์สุทธิ} - \text{การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงานสุทธิ} - \text{การจ่ายเงินกู้}$$

หามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นตลอดช่วงเวลา โดยใช้ Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $R_i$ ) ซึ่งแบบจำลองจะเป็นดังนี้

$$\text{Value of Stock} = \text{PV of FCFE during extraordinary phase} + \text{PV of Terminal price}$$

$$P_v = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

โดยที่

$$P_v = \text{ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ } n = \frac{\text{FCFEn}+1}{r - g_n}$$

$$\text{FCFE}_t = \text{Free Cash Flow to Equity หรือกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น}$$

$$r = R_f \text{ หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์คำนวณได้จากสมการ CAPM}$$

$$g_n = \text{อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดแบบตลอดไป หลังปีที่ } n$$

### 2.3 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

**เยาวลักษณ์ อรุณมีศรี (2534)** ศึกษาถึงลักษณะการลงทุนของชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับโครงสร้างของการลงทุน รูปแบบการลงทุน เปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับต่างประเทศ และได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยและลักษณะโดยทั่วไปที่ทำให้นักลงทุนต่างประเทศสนใจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลปฐมภูมิจากการสำรวจความคิดเห็น ใช้ข้อมูลทุติยภูมิในการวิเคราะห์ความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ เพื่อที่จะนำเอาการศึกษาเกี่ยวกับความเสี่ยงและราคาของหลักทรัพย์ไปใช้เป็นแนวทางการตัดสินใจลงทุน

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ 7 หลักทรัพย์คือ หุ้นสามัญของธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ชนชาติ บริษัทปูนซีเมนต์ไทย บริษัทผาแดง อินดัสตรี โรงแรมดุสิตธานี โดยใช้ข้อมูลรายเดือนทั้งหมด 30 เดือน ตั้งแต่ มกราคม 2531 ถึง มิถุนายน 2533 ศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนและความเสี่ยงที่พิจารณาจากค่า  $\beta$  และเป็นการที่อาศัยเส้นแสดงลักษณะ (characteristic lines) รวมทั้งการสร้างเส้นตลาดหลักทรัพย์ (security marker line) พิจารณาว่าหลักทรัพย์ใดมีราคาซื้อขายสูงหรือต่ำไปเมื่อคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้น โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์แทนผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง และผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดเป็นผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน ในการศึกษาในครั้งนี้ ก็จะเป็นผลการศึกษาเกี่ยวกับทัศนคติของผู้ลงทุนต่างประเทศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากข้อมูลปฐมภูมิพบว่าปัจจัยที่ทำให้ชาวต่างประเทศสนใจ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจของไทยประกอบกับปัจจัยด้านตลาดหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงรวมทั้งเงินปันผล ผลตอบแทนหรือP/E ratio ของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยสำคัญที่มี ผลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นของชาวต่างประเทศคือ กำไรต่อหุ้น การดำเนินงานของบริษัท บดุลของกิจการที่ออกหุ้นส่วนผลการวิเคราะห์ความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์จากการคำนวณ เมื่อพิจารณาเกี่ยวกับเส้นแสดงลักษณะ ปรากฏว่าหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาทั้งหมด มีค่าR<sup>2</sup> ต่ำ นั่นคือเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่ไม่มีผลต่อระบบ (unsystematic risk) มากกว่าความเสี่ยงที่มีผลต่อระบบ (systematic risk) สำหรับค่าβ ของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษา ปรากฏว่ามีเฉพาะหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนชาติเท่านั้นที่ค่าβมากกว่า1 และเมื่อพิจารณาเกี่ยวกับเส้นตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ค่า β ที่ได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของสมการเส้นแสดงลักษณะมาใช้เป็นความเสี่ยงปรากฏว่า หลักทรัพย์ที่ทำการวิเคราะห์เกือบทั้งหมดอยู่ใกล้เคียงกับเส้นตลาดหลักทรัพย์

**เจริญพงษ์ ติรคุณบุรณะ (2541)** ได้ทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้วิธีปัจจัยพื้นฐาน โดยได้ศึกษา บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) PTTEP วิเคราะห์การศึกษาร่วมด้วยการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัท โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ SWOT การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์โดยใช้ตัวแบบตัวคูณกำไรและตัวแบบมูลค่าปัจจุบัน และนำมาเปรียบเทียบกับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ศึกษาเป็นบริษัทที่มีศักยภาพสูง ทั้งในส่วนของกำไรจ่ายและผลิต มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับราคา 566 บาทต่อหุ้น ซึ่งใกล้เคียงกับราคาซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์

**จินตนา พานิชยานุวัฒน์ (2542)** ได้ทำการศึกษาร่วมด้วยการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน โดยใช้วิธีวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยใช้ตัวอย่างบริษัทในกลุ่มพลังงาน จำนวน 2 บริษัท ได้แก่ บริษัท บ้านปู จำกัด(มหาชน) : BANPU และบริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) : EGCOMP วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหลักเกณฑ์การวิเคราะห์หลักทรัพย์กลุ่มพลังงานด้านปัจจัยพื้นฐาน เพื่อหามูลค่าที่แท้จริงสำหรับเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน วิธีการศึกษาประกอบด้วย การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัทด้วยวิธี SWOT อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยใช้ตัวแบบเงินปันผล นำมาเปรียบเทียบกับราคาในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์บ้านปู จำกัด(มหาชน) มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนสามารถซื้อหุ้นในราคาต่ำได้ และสามารถได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นในอนาคต ส่วนหลักทรัพย์บริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด(มหาชน) พบว่าราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนควรขายหุ้นของบริษัทเพื่อป้องกันการขาดทุนจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะต่ำลงในอนาคต



**สัมพันธ์ คนตรี (2543)** ได้ทำการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อสาร โทรคมนาคม เพื่อทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ปลายปี 2542 โดยการศึกษาประกอบด้วย การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และวิเคราะห์บริษัทในกลุ่มธุรกิจสื่อสาร โทรคมนาคม จำนวน 4 บริษัทซึ่งเป็นบริษัทที่มีมูลค่าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีปริมาณสูง ได้แก่ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เทลคอมเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) โดยการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะใช้แบบจำลองประเมินมูลค่า Valuation Model แล้วนำราคาที่แท้จริงมาเปรียบเทียบกับราคาในตลาดหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์พบว่า ภาวะเศรษฐกิจประเทศไทยมีแนวโน้มที่ดีในอนาคต ส่วนภาวะอุตสาหกรรมสื่อสาร โทรคมนาคมมีการแข่งขันสูงและสามารถเจริญเติบโตได้อย่างต่อเนื่องผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท พบว่า บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) และ บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) มีราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงควรทำการขายหุ้นของ 2 บริษัทนี้ ในขณะที่ บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เทลคอมเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งนักลงทุนสามารถซื้อหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนได้

**ยุทธนา เรือนสุภา (2543)** ได้ศึกษาวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาได้แก่หลักทรัพย์ของ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารเอเซีย ธนาคารดีบีเอสไทยธนุ บริษัทการเงินอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารทหารไทย โดยใช้แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน (CAPM) และใช้การวิเคราะห์การถดถอยในการประมาณค่าความเสี่ยง ( $\beta$ ) โดยใช้ข้อมูลดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายสัปดาห์มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทน เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนตลาด โดยแบ่งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ออกเป็น 2 กลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด หลักทรัพย์กลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดกลางให้ผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ของราคากลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่ หลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีค่าเบต้า สูงกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สรุปได้ว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดซึ่งจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็ว

ปีระรัตน์ ยงทรัพย์สินธุ์ (2546) ได้ทำการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานการศึกษา บริษัท ปตท. จำกัด(มหาชน)ผลการศึกษาพบว่าภาวะเศรษฐกิจไทยในปี 2545 ถึงปี 2546 เศรษฐกิจคาดว่าจะมีการขยายตัวต่อเนื่อง แต่เกิดปัจจัยเสี่ยงด้านสงครามที่เกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2546 สำหรับภาวะอุตสาหกรรมด้านพลังงานคาดว่าจะยังมีขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปเพิ่มขึ้นร้อยละ 4 ถึงร้อยละ 5 และความต้องการใช้ก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 6 ตามความต้องการใช้ไฟฟ้าที่คาดว่าจะขยายตัวร้อยละ 6 ถึงร้อยละ 7 ด้านการวิเคราะห์ตัวบริษัทพบว่าเป็นบริษัทเดียวในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินการในธุรกิจปิโตรเลียมเต็มรูปแบบ และยังเป็นบริษัทที่เข้าไปร่วมลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับปิโตรเลียมอีกหลายแห่ง จากการวิเคราะห์งบการเงินพบว่าบริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมากและมีแนวโน้มเติบโตขึ้น อย่างต่อเนื่อง ผลการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์พบว่าราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2546 ที่ประเมินได้เท่ากับ 97.46 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปิด ณ สิ้นปี 2545 ที่ราคา 42.25 บาท อยู่ถึง 55.21 บาท ถือได้ว่า ณ ที่ราคาปิดสิ้นปี 2545 ราคาหลักทรัพย์ของ ปตท. ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (under value) อยู่ถึง 130 % สามารถสรุปได้ว่าหลักทรัพย์ของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุนซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกับ ผู้ลงทุนได้