

บทที่ 2

กรอบแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Method) เป็นการประเมินมูลค่าหรือราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์อยู่บนความเชื่อพื้นฐานที่ว่า หลักทรัพย์แต่ละตัวใน ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง จะมีมูลค่าหรือราคาที่แท้จริงของตัวเอง ซึ่งมูลค่าหรือราคาที่แท้จริงจะถูกกำหนดจากปัจจัยแวดล้อมด้านต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตัวหลักทรัพย์นั้น

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมีหลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน (เพชรี ชุมทรัพย์, 2544) คือ การวิเคราะห์เศรษฐกิจของประเทศโดยรวม การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท

2.1.1 การวิเคราะห์เศรษฐกิจ

การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (Economic Analysis) เป็นขั้นตอนแรกของการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐาน ข้อมูลที่สะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจโดยรวม การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในอนาคตอันมีผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วง ซึ่งจะมีผลกระทบต่อภาวะอุตสาหกรรมต่างๆ รวมทั้งในแต่ละธุรกิจได้ในระดับหนึ่ง ทั้งนี้การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจนั้นถือเป็นส่วนที่สำคัญอย่างยิ่ง เพราะเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่นๆ การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจดังกล่าวจะพิจารณาถึงภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มในอนาคตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นและกำลังจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด เพื่อให้ทราบว่าเศรษฐกิจกำลังมีการขยายตัว หรือเกิดภาวะถดถอย ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจดังกล่าวจะเป็นอย่างไร รวมทั้งการวิเคราะห์เพื่อให้ทราบว่าแนวโน้มดังกล่าวจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่น่าเพียงไร และเศรษฐกิจส่วนไหนที่จะขยายตัวหรือหดตัว ในระดับที่เร็วกว่าในจุดอื่นๆ ทั้งนี้เพื่อเป็นจุดเริ่มต้นในการเลือกธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่อยู่ในภาวะเศรษฐกิจ เพื่อมาวิเคราะห์ว่าธุรกิจหรืออุตสาหกรรมใดจะมีผลตอบแทนที่ดีในระดับความเสี่ยงที่ได้รับการเลือกลงทุน

กล่าวโดยรวม การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์หลัก คือ จะเลือกลงทุนเมื่อใดเพื่อให้สอดคล้องกับแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลง สำหรับหลักการของการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในที่นี้จะวิเคราะห์เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาค ได้แก่

1. ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (Gross National Product : GNP) เป็นเครื่องมือวัดภาวะเศรษฐกิจที่ใช้กันอย่างแพร่หลายที่สุด ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเป็นเครื่องวัดมูลค่าของผลผลิตสินค้าและบริการทั้งหมดของประเทศไม่ว่าการผลิตนั้นจะเกิดขึ้นในประเทศใดๆ ก็ตาม
2. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) เป็นตัวแสดงถึงความสามารถในการผลิตของประเทศ นอกจากนี้ยังพิจารณาถึงผลผลิตสุทธิของชาติ (Net National Product : NNP) และรายได้ส่วนบุคคล (Personal Income : PI) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงรายได้ส่วนบุคคลก่อนหักภาษี ซึ่งจะสะท้อนอำนาจซื้อของประชากร โดยสามารถอธิบายพฤติกรรมการซื้อของผู้บริโภคเมื่อรายได้ส่วนบุคคลเปลี่ยนแปลงไป
3. ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ยที่ควรนำมาพิจารณาควรเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลง และสามารถสะท้อนสภาพคล่องของตลาดเงินได้ดีพอสมควร อัตราดอกเบี้ยซึ่งกำหนดคงที่เป็นการเฉพาะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ไม่เหมาะสมที่จะนำมาพิจารณาเพื่อการวิเคราะห์เศรษฐกิจ

2.1.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมเป็นขั้นตอนที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้าง และรายละเอียดของธุรกิจที่สนใจ เพื่อรับรู้และเข้าใจถึงความเคลื่อนไหวของธุรกิจว่ามีโอกาส หรือปัญหาที่ทำให้ธุรกิจในอุตสาหกรรมประสบความสำเร็จ หรือล้มเหลวอย่างไร เมื่อทราบแล้วก็จะนำมาพิจารณาประกอบกับแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจเพื่อให้ทราบถึงโอกาสการเจริญเติบโตของธุรกิจ การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรมเป็นสิ่งที่ต้องทำต่อเนื่องจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ทั้งนี้เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในภาคเศรษฐกิจย่อมส่งผลกระทบต่อโดยตรงและต่อเนื่องต่อภาวะอุตสาหกรรม เช่น การเกิดภาวะเศรษฐกิจขยายตัวในช่วงเวลาหนึ่งจะมีผลสนับสนุนให้อุตสาหกรรมบางประเภทขยายตัวมากขึ้น ในขณะที่การเกิดภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อให้อุตสาหกรรมบางกลุ่มชะลอตัวลง อย่างไรก็ตามเชื่อว่าอุตสาหกรรมทุกประเภทจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจเสมอไป โดยอาจจะเป็นไปได้ในทิศทางที่ตรงข้ามกับทิศทางของเศรษฐกิจได้ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มจะมากหรือน้อยเพียงไร ขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมแต่ละชนิด รวมทั้งช่วงวงจรของแต่ละธุรกิจด้วย ดังนั้นการที่เราทราบถึงพื้นฐานของอุตสาหกรรม

แนวโน้มและลักษณะของอุตสาหกรรมจะช่วยให้เราสามารถเลือกลงทุนได้อย่างเหมาะสมในแต่ละช่วงเวลา ในการวิเคราะห์แนวโน้มของอุตสาหกรรมดังกล่าวในแต่ละช่วง ควรจะมีองค์ประกอบที่สำคัญในการพิจารณา

การจำแนกอุตสาหกรรมตามประเภทของวงจรธุรกิจ

เป็นการแบ่งอุตสาหกรรมตามภาวะที่เกิดขึ้นจริงจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจซึ่งแยกออกเป็น 4 ประเภทด้วยกัน คือ

1. Growth Industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีการขยายตัวของรายได้จากการประกอบการที่เป็นอิสระโดยไม่ขึ้นอยู่กับวงจรธุรกิจ ซึ่งส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับระดับการพัฒนาคุณภาพ และเทคโนโลยีในการผลิตของอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมสื่อสารและโทรคมนาคม อุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้าหรือแม้แต่อุตสาหกรรมผลิตคอมพิวเตอร์ที่มักจะมีระดับการพัฒนาการคิดค้นของวิทยาการใหม่ๆ

2. Cyclical Industry เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้ผลเกี่ยวพันจากการขยายตัวของเศรษฐกิจรวมทั้งจะได้ผลกระทบจากการเกิดปัญหาภาวะเศรษฐกิจตกต่ำค่อนข้างมาก ตัวอย่างของอุตสาหกรรมประเภทนี้ เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ โรงงาน ภัตตาคาร รวมทั้งสินค้าฟุ่มเฟือย (Luxury Goods) ต่างๆ ที่ผู้บริโภคสามารถเลื่อนการบริโภคไปได้ให้เหมาะสมกับฐานะทางการเงินและเศรษฐกิจ

3. Defensive Industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีการเคลื่อนไหวไม่เป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจ โดยอัตราการขยายตัวที่สม่ำเสมอ จัดเป็นอุตสาหกรรมที่มีความจำเป็นต่อการบริโภค และผู้บริโภคมีการจัดสรรรายได้สำหรับการบริโภคสินค้าดังกล่าวในแต่ละช่วงเวลา เช่น อาหาร สินค้าอุปโภคบริโภคและบริการบางประเภท ซึ่งรายได้ของธุรกิจในกลุ่มนี้จะไม่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจ

4. Cyclical-Growth Industry อุตสาหกรรมที่รวมลักษณะของการเป็น Cyclical Industry และ Growth Industry เข้าด้วยกัน ตัวอย่างของอุตสาหกรรมในกลุ่มนี้ได้แก่ อุตสาหกรรมขนส่งทางอากาศ เนื่องจากการพัฒนาของระบบเทคโนโลยีในระดับสูงที่นำไปสู่รูปแบบของการให้บริการที่สะดวกรวดเร็วการวิเคราะห์แนวทางในการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมต่างๆ ไม่ว่าจะพิจารณาในเชิงของประเภทผลผลิตหรือในเชิงของวงจรธุรกิจดังได้กล่าวแล้วข้างต้น หากจะทำการวิเคราะห์แนวโน้มของอุตสาหกรรมดังกล่าวในแต่ละช่วงควรมีองค์ประกอบที่สำคัญในการพิจารณาคือ

1) วงจรของอุตสาหกรรม (Industry Life Cycles)

อุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะมีวงจรธุรกิจที่แตกต่างกัน โดยการศึกษาอุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะต้องทราบฐานะหรือขั้นตอนของธุรกิจว่าจัดอยู่ในขั้นไหน เพื่อเป็นแนวทางในการคาดการณ์สู่ทางและแนวโน้มของอุตสาหกรรมนั้นๆ ในระยะต่อไป

ขั้นที่ 1 อุตสาหกรรมขั้นเริ่มแรก (Pioneer Stage) เป็นช่วงที่ธุรกิจมีการขยายตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น (Increase at Increasing Rate) ซึ่งเป็นช่วงที่ธุรกิจจะมีโอกาสในการทำกำไรจากการประกอบการได้มาก ซึ่งจะเป็นแรงจูงใจให้มีธุรกิจหน้าใหม่เข้ามาทำการผลิตมากขึ้น ทำให้เกิดภาวะการแข่งขันในการรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดโดยการใช้กลยุทธ์ต่างๆ เช่น การพัฒนาคุณภาพสินค้า การใช้เครื่องหมาย ยี่ห้อที่ได้รับการยอมรับ รวมทั้งการเกิดสินค้าลอกเลียนแบบต่างๆ

ผลจากการมีภาวะการแข่งขันที่ค่อนข้างมากด้วยกลยุทธ์ทางการตลาด ราคาและคุณภาพ สินค้าจะทำให้ผู้ผลิตที่มีความสามารถในการผลิตปรับตัวอยู่รอด ในขณะที่ผู้ผลิตที่ไม่มีคุณภาพจะต้องออกจากตลาดไปในที่สุด

ขั้นที่ 2 อุตสาหกรรมขั้นขยายตัว (Expansion Stage) เป็นช่วงที่ธุรกิจที่ผ่านการดำเนินงานในขั้นเริ่มแรกจะมีการแข่งขันกันอย่างรุนแรงมากขึ้น อุปสงค์และอุปทานของสินค้าเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โอกาสในการทำกำไรของธุรกิจยังมีอยู่มาก อย่างไรก็ตามระดับราคาสินค้ามีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างง่าย

ขั้นที่ 3 อุตสาหกรรมขั้นครองตลาด (Maturity Stage) ธุรกิจมีการพัฒนาด้านคุณภาพของสินค้าและมีการปรับระดับราคาสินค้าให้ถูกลง จากนโยบายในการตัดราคาสินค้าเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งในทางการตลาด อย่างไรก็ตามอัตราการขยายตัวของธุรกิจเริ่มชะลอลงต่ำกว่าอัตราการขยายตัวในช่วงแรกกิจการ หรือธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพที่เพียงพอจะประสบปัญหาการขาดทุนและต้องออกจากอุตสาหกรรม

สำหรับธุรกิจที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดสูง และยังมีอัตราการขยายตัวจะเริ่มมีการจ่ายเงินปันผล(Dividends)เพื่อตอบสนองต่อระบบเศรษฐกิจและสร้างความสนใจให้แก่นักลงทุน

ขั้นที่ 4 อุตสาหกรรมขั้นอิมตัว (Stabilization Stage) การขยายตัวของความต้องการสินค้าเริ่มชะลอลงนำไปสู่การเกิดภาวะชะลอตัวของภาคการผลิตจนถึงขั้นหยุดนิ่ง (Stagnation) ยอดขายสินค้าของธุรกิจเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลง (Increase at Decreasing Rate)

ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดภาวะอิมตัวของธุรกิจอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค การสูงขึ้นของอัตราค่าจ้างแรงงาน การเปลี่ยนแปลงในระดับเทคโนโลยี ดังนั้นธุรกิจที่อยู่ในช่วงของอุตสาหกรรมที่กำลังอิมตัว จะมีรายได้จากการประกอบการที่ลดลงเทียบกับช่วงที่ผ่านมา

ซึ่งจะมีผลสะท้อนให้ราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรม ดังกล่าวต้องปรับตัวลดลงในที่สุด

2) ปัจจัยอื่นๆ ที่ใช้ในการพิจารณาภาวะอุตสาหกรรม

นอกเหนือจากการพิจารณาในส่วนของวงจรของอุตสาหกรรม และประเภทของอุตสาหกรรมแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่ควรนำมาพิจารณาเพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจ ซึ่งได้แก่

2.1) โครงสร้างของอุตสาหกรรม จะพิจารณาถึงเรื่องต่าง ๆ ดังนี้

1) ในการพิจารณาจำนวนบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นว่าธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้นเป็นลักษณะผูกขาด กึ่งผูกขาด กิจการกึ่งแข่งขัน หรือกิจการแข่งขันเสรี เช่น กิจการสาธารณูปโภค กิจการรถยนต์ กิจการผลิตยารักษาโรค หรือกิจการผลิตผลทางการเกษตร ตามลำดับ เป็นต้น

2) ขนาดของแต่ละบริษัท จะพิจารณาว่าเป็นบริษัทใหญ่หรือเล็ก ใช้เงินลงทุนมากน้อยเพียงไร เพราะมีส่วนต่อความสามารถในการปรับตัวด้านการเงินและสภาพคล่องต่อการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ต่างๆ

3) ปริมาณการขยายตัวของแต่ละบริษัท จะพิจารณาจากส่วนแบ่งทางการตลาด (Market Share) ซึ่งจะช่วยให้รู้คู่ทางการตลาดและการขยายตัวในระยะต่อไป

2.2) ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์ (Demand) และอุปทาน (Supply) จะพิจารณาในสิ่งต่างๆ ที่เกี่ยวข้องโดยควรจะรู้ในสิ่งที่เกี่ยวข้องดังนี้คือ

1) แนวโน้มของอุปสงค์ จากการศึกษาพฤติกรรมการบริโภคของผู้บริโภค เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดประเภทของสินค้าที่ต้องการผลิตให้เหมาะสมกับภาวะตลาด

2) กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของธุรกิจ

3) นโยบายการกำหนดราคาโดยจะต้องคาดการณ์จากแนวโน้มของอุปสงค์ และกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับต้นทุนของธุรกิจในการพิจารณา กำหนดราคาจำหน่าย

4) ความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกันในต่างบริษัทกัน

5) ความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกันระหว่างผู้ผลิตในต่างประเทศ ความยากง่ายและอุปสรรคในการเข้าสู่อุตสาหกรรม (Barrier to Entry) ของผู้ผลิตรายใหม่

2.3) กฎเกณฑ์ของรัฐบาล นโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับการลงทุน หรือการส่งเสริมการผลิตในอุตสาหกรรมบางประเภทเป็นเรื่องที่สำคัญ เพราะมีผลต่อการพัฒนาและการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างด้านการผลิตของอุตสาหกรรม ทั้งนี้รวมถึงในส่วนของนโยบายด้านการเงิน การคลัง เช่น การแก้ไขโครงสร้างภาษี การปรับอัตราดอกเบี้ย การตั้งกำแพงภาษี การให้สิทธิประโยชน์

สำหรับกิจการที่ตั้งในต่างจังหวัด ในเขตส่งเสริมการลงทุน เช่น การให้สินเชื่อเงินกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำแก่การลงทุนในภูมิภาคในเขต 3 รวมทั้งให้สิทธิด้านภาษีอากรต่างๆ

2.4) ปัจจัยอื่นๆ เช่นยอดขายในอดีต และแนวโน้มในอนาคตว่ามีความผันผวน หรือมีเสถียรภาพมากน้อยเพียงไร เงื่อนไขของอัตราค่าจ้างแรงงาน สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน รวมทั้งในสินค้าประเภทที่สามารถใช้ทดแทนกันได้

2.1.3 การวิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์บริษัทเป็นขั้นตอนสุดท้าย ที่จะเป็นตัวพิจารณาทางด้านพื้นฐานเพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุนหลังจากที่ได้ประมวลแล้วว่าภาวะเศรษฐกิจ การเมือง และอุตสาหกรรมทั้งในปัจจุบันและอนาคตมีแนวโน้มที่จะเป็นอย่างไร และส่งผลกระทบต่อธุรกิจแต่ละประเภทไปในทิศทางใด การเลือกบริษัทที่จะลงทุน จะเป็นเกณฑ์ศึกษาที่ทำให้สามารถจำกัดการลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งได้อย่างเหมาะสมภายใต้เงื่อนไขของงบลงทุนที่มีอยู่อย่างจำกัดอยู่ในระดับหนึ่ง ซึ่งจะชี้ให้เห็นถึงความแตกต่างในด้านองค์ประกอบของธุรกิจ ระดับการปรับตัวและการพัฒนาของแต่ละธุรกิจที่มีความแตกต่างกัน ในอันที่มีผลต่อการคาดการณ์ทิศทางและแนวโน้มของธุรกิจที่ควรจะเป็นในระยะต่อไป

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของธุรกิจแต่ละประเภทประกอบด้วย 2 ส่วนคือ ปัจจัยภายนอก (External Factors) และ ปัจจัยภายใน (Internal Factors) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ปัจจัยภายนอก หมายถึง ผลกระทบที่ธุรกิจไม่สามารถควบคุมได้ ซึ่งได้แก่ ปัญหาทางเศรษฐกิจ การเมือง รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงของสถานะด้านอุตสาหกรรม

ปัจจัยภายใน หมายถึง องค์ประกอบและสถานะโดยรวมของธุรกิจที่อยู่ภายใต้การควบคุม และการจัดการของธุรกิจ ซึ่งผลกระทบจะมากหรือน้อยเพียงไร หรือเป็นไปในทิศทางใดขึ้นอยู่กับนโยบาย มาตรการและประสิทธิภาพในการจัดการของแต่ละธุรกิจ อย่างไรก็ตามในประเด็นของการวิเคราะห์บริษัทนั้น จะให้ความสำคัญเฉพาะปัจจัยที่ควบคุมได้ และมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทโดยตรงคือปัจจัยภายในสำหรับวิธีการวิเคราะห์บริษัทจะทำได้ใน 2 วิธี คือ

1. การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis)
2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)

การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ

การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ คือการวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทที่ไม่เป็นตัวเลขหรือสถิติ ซึ่งไม่สามารถใช้วิธีการคำนวณด้วยการเปรียบเทียบในรูปสัดส่วน หรือตัวเลขร้อยละเพื่อเปรียบเทียบกัน

ได้ เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทีมงานผู้บริหาร ทั้งด้านคุณภาพและนโยบายของผู้บริหาร กลยุทธ์ในทางการตลาด ความสามารถในการขยายตัวของบริษัทที่มีผลต่อการคาดคะเนยอดขายหรืออัตรายขายตัวของบริษัทในอนาคตเพราะสิ่งเหล่านี้จะมีส่วนสำคัญในการกำหนดอัตรากำไรและเงินปันผลของบริษัท ซึ่งจะมีผลต่อการเคลื่อนไหวของระดับราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ตามค่าที่นักลงทุนแต่ละบุคคลจะประเมินได้ ทั้งนี้ในการวิเคราะห์ เชิงคุณภาพของบริษัทจะต้องคำนึงถึงสิ่งต่างๆ เหล่านี้คือ

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

ทีมผู้บริหารของบริษัทประกอบด้วย คณะกรรมการ ซึ่งจะรวมถึงคณะกรรมการบริหารและผู้บริหารระดับผู้จัดการต่างๆ การวัดความสามารถด้านการจัดการของทีมผู้บริหารสามารถศึกษาได้จาก

- ประสบการณ์หรือผลงานของผู้บริหารแต่ละคนในอดีต
- พื้นฐานความรู้และระดับการศึกษาของผู้บริหาร
- ชื่อเสียงและสถานภาพทางสังคม
- โลกทัศน์ (Vision) ของผู้บริหาร

2. **การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของบริษัท** เพื่อหาแนวโน้มด้านการประกอบการที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเพื่อประมวลออกมาเป็นรายได้ในรูปของกำไร (Profit) โดยที่การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของแต่ละบริษัทจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการ เช่น ค่านิยมของผู้บริโภคที่มีต่อสินค้า ลักษณะของสินค้าและบริการ การจัดการด้านต้นทุนการผลิตและต้นทุนขาย ความสามารถของฝ่าย การตลาด การกำหนดราคาจำหน่ายสินค้า โดยที่หากสินค้านั้นเป็นสินค้าที่ผูกขาดจากการเป็นผู้ผลิตรายเดียวในตลาด บริษัทจะมีความสามารถในการกำหนดราคาสินค้าได้ค่อนข้างมาก เนื่องจากเป็นสินค้าที่มีอยู่น้อยและจำเป็นต่อการบริโภค เช่น น้ำประปา ไฟฟ้า โทรศัพท์ เป็นต้น ในขณะที่สินค้าที่มีผู้ผลิตจำนวนมากและมีคู่แข่งในตลาด การคำนวณกลยุทธ์ในการขายสินค้าจะต้องมีมากขึ้นเพื่อความอยู่รอดของธุรกิจ เนื่องจากผู้บริโภคมีโอกาสที่จะเลือกบริโภคสินค้าจากผู้ผลิตที่จะให้ความพอใจสูงสุด เช่น นม อาหารกระป๋อง ทั้งนี้หากธุรกิจไม่มีการคำนึงถึงสิ่งดังกล่าวจะมีผลทำให้บริษัทต้องสูญเสียส่วนครองตลาด (Market Share) ในอันที่มีผลต่อการลดลงของระดับรายได้และกำไรของบริษัท

ในส่วนของคุณิยมและความนิยมของผู้บริโภค ก็มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของ ยอดขายด้วย โดยคุณิยมดังกล่าวอาจจะเปลี่ยนแปลงไปตามระดับการพัฒนาของคุณภาพสินค้าหรือ การพัฒนาเทคโนโลยี เช่น แนวโน้มของผู้บริโภคในตลาดรถยนต์ที่เปลี่ยนจากการใช้รถยนต์ขนาด ใหญ่ที่มีขนาดซีซี.ค่อนข้างมากไปสู่การใช้รถยนต์ที่มีขนาดเล็กและมีซีซี.ต่ำ เนื่องจากคุณสมบัติใน การประหยัดน้ำมันและความคล่องตัวเพื่อให้สอดคล้องกับสภาพการจราจรในขณะที่ความนิยมใน รถญี่ปุ่นจะเพิ่มมากขึ้นแทนการใช้รถยนต์จากค่ายยุโรปที่มีระดับราคาจะไหลล้นค่อนข้างแพง

กล่าวโดยรวมจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของยอดขายและรายได้ของบริษัทในแต่ละช่วง ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆหลายประการ ซึ่งเป็นทั้งปัจจัยที่สามารถควบคุมได้และอยู่นอกเหนือการ ควบคุม ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการจัดการของทีมงาน ที่เกี่ยวข้องในอันที่จะทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของยอดขายและกำไรของบริษัท

นอกเหนือจากปัจจัยสำคัญทั้ง 2 ประการข้างต้นอันได้แก่ ความสามารถในการจัดการ การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของบริษัทแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องและอาจมีผลต่อการวัด คุณภาพของบริษัท เช่น โครงการในอนาคตของบริษัท รายจ่ายเกี่ยวกับการค้นคว้าวิจัยและพัฒนา สิ่งใหม่ๆ (Research and Development-R&D) ขนาดของบริษัท ลักษณะของผลิตภัณฑ์ การ กระจายผลิตภัณฑ์ รวมทั้งเครื่องหมายการค้า (Brand Names) ด้วย ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะมีผลต่อการ เปลี่ยนแปลงในรายได้และผลกำไรของบริษัทซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลในที่สุด

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นการวิเคราะห์ผลประกอบการของธุรกิจจากงบการเงินใน ช่วงเวลาหนึ่งทั้งในอดีตและปัจจุบัน ซึ่งในงบการเงินดังกล่าวจะประกอบด้วยส่วนของงบดุล งบ กำไรขาดทุน การวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินดังกล่าวจะเป็นการวิเคราะห์รายละเอียดของงบ ในช่วงระยะเวลาหลายปีต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน ทั้งนี้เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มของผลการดำเนินงาน ของบริษัททั้งในอดีต ปัจจุบันและในอนาคตโดยเฉพาะในส่วนของผลกำไรและเงินปันผล ทั้งนี้การ วิเคราะห์งบการเงินดังกล่าวจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจถึงโครงสร้างด้านการเงินของธุรกิจ หลายๆ ด้าน

1. การวิเคราะห์งบการเงิน

การวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio)เป็นเครื่องมือการวิเคราะห์ที่ ช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการ

วิเคราะห์ที่ได้ ผู้ลงทุนจะต้องนำมาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์ในอดีตและนำมา เปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน(เพชร ชุมทรัพย์, 2544)

อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งตามจุดมุ่งหมายในการใช้ได้ 4 ประเภท

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 การคำนวณนี้ถ้ามีค่ามากก็แสดงถึงความมั่นใจของเจ้าหนี้ในระยะสั้น คือการมีโอกาสได้รับชำระหนี้สินมีอยู่มากตาม โอกาสส่วนที่เพิ่มขึ้น

$$1.2) \text{ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)} \\ = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงคลัง}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

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

อัตราส่วนนี้จะเรียกว่า Acid-Test Ratio ก็ได้ อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ โดยการตัดสินค้าคงคลังออก เนื่องจากสินค้าคงคลังเป็นสินทรัพย์ระยะสั้นที่มีความคล่องตัวในการเปลี่ยนเป็นเงินสด

2) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Activity Ratio)

2.1) อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง (Inventory Turnover)

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

อัตราส่วนนี้แสดงความสามารถในการเปลี่ยนสินค้าเป็นจำนวนเงิน นับตั้งแต่สินค้าถึงบริษัทจนถึงวันจำหน่ายสินค้านั้นออกไป และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการว่าได้ถือสินค้า

คงคลังไว้ในระดับที่น่าพอใจ หรือถ้อยมากเกินไป โดยถ้ายังจำนวนรอบมากก็แสดงว่าฝ่ายจัดการมีประสิทธิภาพมาก

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) เพื่อดูแหล่งที่มาของ เงินทุน 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)

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

อัตราส่วนนี้ใช้สำหรับวัดธุรกิจว่าได้มีการใช้เงินทุนภายนอกต่อเงินทุนภายใน (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 ซึ่งเจ้าของจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปแบบปันผล ดังนั้น ธุรกิจสมควรที่จะลดภาระหนี้ หรือมีการเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยนี้ ธุรกิจจะต้องจ่ายเป็นเงินสด ดังนั้นจึงต้องดูการหมุนเวียนของเงินสด (Cash Flow) 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)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้ทราบถึงความสามารถในการหากำไรของธุรกิจ ภายหลังจากที่คิด ต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมดรวมทั้งภาษีเงินได้แล้ว ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าประสิทธิภาพในการ ผลิตและการขายของฝ่ายจัดการสูง

4.3) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets : ROA)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือ สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างมี ประสิทธิภาพ

4.4) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับ ผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นที่เปอร์เซ็นต์ โดยอาจนำไปเปรียบเทียบ ผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในกิจการอื่น ๆ

2. การวิเคราะห์หุ้นสามัญตามหลักพื้นฐาน

หลักการวิเคราะห์หุ้นสามัญ

1) ความเพียงพอของรายได้

รายได้ของหุ้นสามัญคือเงินปันผล รายได้ที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผล

คณะกรรมการของบริษัทจะตั้งเป็นสำรองสะสม เพื่อเก็บไว้จ่ายเงินปันผลในปีที่ธุรกิจไม่ดี หรือเพื่อ นำมาใช้ขยายกิจการเป็นการเพิ่มส่วนทุนของธุรกิจ ซึ่งทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้น ซึ่งราคา ตลาดของหุ้นจะได้รับอิทธิพลจากนโยบายเงินปันผล ผู้ซื้อจะต้องรู้ในเรื่องของรายได้และความ สม่าเสมอของเงินปันผล

2) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ (Price-Earning Ratio)

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบ ระหว่างราคาซื้อขายต่อหุ้น กับกำไรสุทธิ ต่อหุ้น ส่วนกลับของ P/E ratio จะได้ค่า Earning Yield หรืออัตราผลตอบแทนสุทธิต่อราคาซื้อขาย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิต่อหุ้นจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่เท่ากัน โดยจะส่งผล ต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน

3) การกู้ยืมของธุรกิจ (Leverage)

การกู้ยืมนี้ทำให้สัดส่วนของรายได้ผู้ถือหุ้นสูงขึ้น เพราะการออกพันธบัตรจ่ายดอกเบี้ยต่ำ และเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิต่ำ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นจะสูงขึ้น ดังนั้นการกู้ยืมจะให้ประโยชน์ คือ ทำให้ผลตอบแทนสูง

4) ราคามูลค่าหุ้นตามหลักบัญชี (Book Value)

คือ จำนวนเงินต่อหุ้นที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับถ้า บริษัทเลิกกิจการ ณ วันนั้นโดยสินทรัพย์ต่างๆ สามารถขายได้ในราคาที่ปรากฏในบัญชีของบริษัท และเป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคา มูลค่าหุ้นสามัญตามหลักบัญชี (Book Value) กับราคาตลาด (Market Price) ผู้ลงทุนใช้ราคาตลาดประเมินได้ในอนาคต หุ้นสามัญส่วนมากจะขายราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าตามหลักบัญชี และถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคามูลค่าตามหลักบัญชีแสดงว่าธุรกิจนั้นใกล้ล้มละลาย

$$\text{มูลค่าตามบัญชี / หุ้น} = \frac{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด} - \text{หนี้สินทั้งหมด}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญ ทั้งหมด}}$$

$$\text{หรือ} = \frac{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด}}$$

2.2 หลักทฤษฎีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

2.2.1 การประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และความเสี่ยง

โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (Discount Rate) ที่เหมาะสมอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการถูกกำหนดจากปัจจัย 2 อย่าง คือ (เพอร์จุมทรัพย์, 2544)

- 1) อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากของธนาคารออมสิน เป็นต้น
- 2) ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนต้องการจะได้ เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับการลงทุนครั้งนั้น หรือเรียกว่า ผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium)

การกำหนด Discount Rate ที่เหมาะสม ซึ่งสามารถใช้สมการลดถอยอย่างง่าย ดังนี้

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

โดยกำหนดให้

$$E(R_i) = \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ } i$$

$E(R_m)$	=	อัตราผลตอบแทนของตลาด
R_f	=	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง
$E(R_m) - R_f$	=	ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium)
β	=	ความเสี่ยงของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด

2.2.2 การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

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

การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ

หลักการประเมินมูลค่าที่แท้จริง

1. พยากรณ์งบกำไรขาดทุน และงบดุลล่วงหน้า โดยวิธีร้อยละของยอดขาย (The Percent of Sales Method) ซึ่งเริ่มต้นด้วยการพิจารณาการต่างๆ ในงบการเงินที่จะเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับ ยอดขาย เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น เป็นต้น และคำนวณรายการต่าง ๆ เหล่านั้นเป็นอัตราร้อยละของยอดขาย โดยสมมติว่ารายการต่างๆ นั้น เปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เมื่อได้ตัวเลขประมาณการของยอดขายแล้วก็จะสามารถพยากรณ์รายการต่างๆ ในงบการเงินได้ (ศิรินันท์ ธนิตยวงศ์ และคณะ, 2535)
2. พยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{FCFE} &= \text{Net Income} + \text{Depreciation} \pm \text{Net Debt Issue} \\ &\quad \pm \text{Change in Working Capital} - \text{Capital Expenditure} \end{aligned}$$

หามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นตลอดช่วงเวลา โดยใช้ Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (R_i) ซึ่งแบบจำลองจะเป็น ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Value of Stock} &= \text{PV of FCFE During Extraordinary Phase} + \\ &\quad (\text{มูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์}) \text{PV of Terminal Price} \end{aligned}$$

$$P_n = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_t}{(1+r)^n}$$

โดยที่

$$P_n = \text{มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ}$$

$$P_t = \text{ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ } t = \frac{FCFE_{t+1}}{r - g_n}$$

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

$$r = R_i \text{ หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์}$$

$$g_n = \text{อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดคงที่แบบตลอดไป}$$

หลังปีที่ n

2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เจริญพงษ์ ตีรคุณบุรณะ (2541) ได้ทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้วิธีปัจจัยพื้นฐาน โดยได้ศึกษา บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) PTTEP วิธีการศึกษาประกอบด้วยการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัท โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ SWOT การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์โดยใช้ตัวแบบตัวคูณกำไรและตัวแบบมูลค่าปัจจุบัน และนำมาเปรียบเทียบราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ศึกษาเป็นบริษัทที่มีศักยภาพสูง ทั้งในส่วนของกำไรรายและผลิต มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับราคา 566 บาทต่อหุ้น ซึ่งใกล้เคียงกับราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

สัมพันธ์ ดนตรี (2543) ได้ทำการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อสาร โทรคมนาคม เพื่อทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ปลายปี 2542 โดยการศึกษาประกอบด้วยการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และวิเคราะห์บริษัทในกลุ่มธุรกิจสื่อสาร โทรคมนาคมจำนวน 4 บริษัทซึ่งเป็นบริษัทที่มีมูลค่าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีปริมาณสูง ได้แก่ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เทเลคอมเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) โดยการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะใช้แบบจำลองประเมินมูลค่า Valuation Model แล้วนำราคาที่แท้จริงมาเปรียบเทียบกับราคาในตลาดหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์พบว่า ภาวะเศรษฐกิจประเทศไทยมีแนวโน้มที่ดีในอนาคต ส่วนภาวะอุตสาหกรรมสื่อสารโทรคมนาคมมีการแข่งขันสูงและสามารถเจริญเติบโตได้อย่างต่อเนื่องผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทพบว่า บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) และ บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) มีราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงควรทำการขายหุ้นของ 2 บริษัทนี้ ในขณะที่บริษัทชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เทเลคอมเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งนักลงทุนสามารถซื้อหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนได้

ปิยะรัตน์ ยงทรัพย์สินธุ์ (2546) ได้ทำการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานการศึกษาบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) ผลการศึกษาพบว่าภาวะเศรษฐกิจไทยในปี 2545 ถึงปี 2546 เศรษฐกิจคาดว่าจะมีการขยายตัวต่อเนื่อง แต่เกิดปัจจัยเสี่ยงด้านสงครามที่เกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2546 สำหรับภาวะอุตสาหกรรมด้านพลังงานคาดว่าจะยังมีขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยความต้องการใช้น้ำมัน

สำเร็จรูปเพิ่มขึ้นร้อยละ 4 ถึงร้อยละ 5 และความต้องการใช้ก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 6 ตามความต้องการใช้ไฟฟ้าที่คาดว่าจะขยายตัวร้อยละ 6 ถึงร้อยละ 7 ด้านการวิเคราะห์ตัวบริษัทพบว่า เป็นบริษัทเดียวในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินการในธุรกิจปิโตรเลียมเต็มรูปแบบ และยังเป็นบริษัทที่เข้าไปร่วมลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับปิโตรเลียมอีกหลายแห่ง จากการวิเคราะห์งบการเงินพบว่าบริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมาก และมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง 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) เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุนซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุนได้

พัชราวดี วงศ์เกษม (2549) ได้ทำการศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน กรณีศึกษา บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน) ผลการศึกษาพบว่า ภาวะเศรษฐกิจไทยในปี 2546 ถึงปี 2549 เศรษฐกิจคาดว่าจะยังมีการขยายตัวต่อเนื่อง แต่เกิดปัจจัยเสี่ยงด้านราคาน้ำมันที่ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูง และแรงกดดันอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นมาตั้งแต่ครึ่งปีหลังปี 2548 สำหรับภาวะอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ การผลิตและจำหน่ายในปี 2548 ถึงปี 2549 เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากการลงทุนในโครงการก่อสร้างภาครัฐและวิสาหกิจขยายตัว จากการวิเคราะห์งบการเงินพบว่า บริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมากและมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผลการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์พบว่า ราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2549 ที่ประเมินได้เท่ากับ 665.34 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปิด ณ สิ้นปี 2548 ที่ราคา 244 บาท อยู่ถึง 421.34 บาท ถือได้ว่า ณ ที่ราคาปิดสิ้นปี 2548 ราคาหลักทรัพย์ของปูนซีเมนต์ไทย ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Under Value) อยู่ถึงร้อยละ 172.68 สามารถสรุปได้ว่า หลักทรัพย์ของบริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุน ซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุนได้

วิชัย บัวแดง(2550) ได้ศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด(มหาชน) ผลการศึกษาพบว่า ภาวะเศรษฐกิจไทยในปี 2547 ถึงปี 2550 เศรษฐกิจคาดว่าจะมีการฟื้นตัวจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจในไทยเอง แต่เกิดปัจจัยเสี่ยงด้านราคาน้ำมันที่ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูง และแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นมาตั้งแต่ปี 2548 และปัจจัยด้านการเมืองในไทยและการแข็งค่าของเงินบาทในไทยเอง สำหรับ

ภาวะอุตสาหกรรมปิโตรเคมีและการกลั่นนั้นยังมีทิศทางที่มีการใช้งาน และนำไปผลิตสินค้าอย่างต่อเนื่อง และยังมีการเพิ่มพลังงานการกลั่นเพิ่มขึ้น จากการวิเคราะห์งบการเงินพบว่า มีฐานะทางการเงินที่กำลังจะแก้ไขและทำให้มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีการปรับปรุงโครงสร้างหนี้และฐานะทางการเงินเพื่อให้มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง ผลการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์พบว่าราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2550 ที่ประเมินได้เท่ากับ 11.41 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปิด ณ สิ้นปี 2549 ที่ราคา 6.10.อยู่ถึง 5.31 ถือได้ว่า ณ ที่ราคาปิดสิ้นปี 2549 ราคาหลักทรัพย์ของไออาร์พีซี ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Under Value) สามารถสรุปได้ว่าหลักทรัพย์ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุนซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุนได้

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved