

## บทที่ 2

### กรอบแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน (fundamental method) เป็นการประเมินมูลค่าหรือราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์อยู่บนความเชื่อพื้นฐานที่ว่า หลักทรัพย์แต่ละตัว ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง จะมีมูลค่าหรือราคาที่แท้จริง ซึ่งมูลค่าที่แท้จริงจะถูกกำหนดจากปัจจัยแวดล้อมด้านต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับตัวหลักทรัพย์นั้น

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมีลักษณะเด่นในการวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน คือ การวิเคราะห์เศรษฐกิจของประเทศโดยรวม การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท(เพชรี จุมทรัพย์, 2544) ซึ่งขั้นตอนนี้สามารถวิเคราะห์เป็น 2 ลักษณะ ประกอบด้วย

- 1) การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (qualitative analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเลข และไม่สามารถเปรียบเทียบในเชิงตัวเลขได้ ซึ่งเป็นการพิจารณาถึงการบริหารงานของบริษัท
- 2) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) เป็นการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนเห็นภาพของบริษัทในด้านฐานะการเงินประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และความสามารถในการหากำไร

##### 2.1.1 การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยรวม

1) การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (Economic analysis) เป็นขั้นตอนแรกของการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐาน ข้อมูลที่สะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจ โดยรวมการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในอนาคตอันมีผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วง ซึ่งมีผลต่อภาวะอุตสาหกรรมต่างๆ รวมทั้งในแต่ละธุรกิจได้ในระดับหนึ่ง ทั้งนี้การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจนั้นถือเป็นส่วนที่สำคัญอย่างยิ่ง เพราะเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่นๆ การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจดังกล่าวจะมองถึงภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มในอนาคตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นและกำลังจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด เพื่อให้ทราบว่าเศรษฐกิจกำลังมีการขยายหรือเกิดภาวะถดถอย ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากภาวะ

เศรษฐกิจ ดังกล่าวจะเป็นเช่นไร รวมทั้งต้องวิเคราะห์เพื่อให้ทราบว่าแนวโน้มดังกล่าวจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ยาวนานเพียงไร และเศรษฐกิจส่วนไหนที่จะขยายตัวหรือหดตัวในระดับที่เร็วกว่าในจุดอื่นๆ ทั้งนี้เพื่อเป็นจุดเริ่มต้นในการเลือกธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่อยู่ในภาวะเศรษฐกิจมาวิเคราะห์ว่าธุรกิจหรือ อุตสาหกรรม ใดจะมีผลตอบแทนที่ดีในระดับความเสี่ยงที่ได้รับการเลือกลงทุน

กล่าวโดยรวม การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์หลัก คือ จะเลือกลงทุนเมื่อใด เพื่อให้สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลง สำหรับหลักการของการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ในที่นี้จะวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ( Gross National Product : GNP) เป็นเครื่องมือวัดภาวะเศรษฐกิจแพร่หลายที่สุด ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเป็นเครื่องมือวัดมูลค่าของผลผลิต สินค้าและบริการทั้งหมดของประเทศไม่ว่าการผลิตนั้นจะเกิดขึ้นในประเทศใดๆ ก็ตาม

2) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross domestic product : GDP) เป็นตัวแสดงถึงความสามารถในการผลิตของประเทศ นอกจากนี้ยังพิจารณาถึงผลผลิตผลสุทธิของชาติ ( Net national product : NNP) และรายได้ส่วนบุคคล (Personal income : PI) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงรายได้ส่วนบุคคล ก่อนหักภาษี ซึ่งสะท้อนอำนาจการซื้อของประชากร โดยสามารถอธิบายพฤติกรรม การซื้อของผู้บริโภค เมื่อรายได้ส่วนบุคคลเปลี่ยนแปลงไป

3) ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ยที่ควรนำมา พิจารณาควรเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลง และสามารถสะท้อนสภาพคล่องของตลาดเงินได้ดีพอสมควร อัตราดอกเบี้ยซึ่งกำหนดคงที่เป็นการเฉพาะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ไม่เหมาะสมที่จะ นำมาพิจารณาเพื่อการวิเคราะห์เศรษฐกิจ

4) ระดับราคาและบริการ โดยทั่วไปขยับตัวสูงขึ้นหรือมีเงินเพื่อเกิดขึ้น จะทำให้อำนาจซื้อของประชาชนลดลง ซึ่งจะส่งผลต่อการขยายตัวของตลาดสินค้าและบริการลดลงและยังทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นด้วย ทำให้มีผลต่อเศรษฐกิจ โดยรวมและตลาดหลักทรัพย์

การพิจารณาภาพรวมของเศรษฐกิจ เพื่อการวิเคราะห์หลักทรัพย์จะเห็นว่าการวิเคราะห์เศรษฐกิจทั่วไปเกี่ยวข้องกับการศึกษาปัจจัยหลายอย่างประกอบด้วย อาทิ วัฏจักรธุรกิจ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง อัตราเงินเฟ้อ การใช้จ่ายของผู้บริโภคและของธุรกิจ ซึ่งการพิจารณาปัจจัยดังกล่าว ผู้วิเคราะห์จะต้องวิเคราะห์องค์ประกอบต่างๆ และใช้เป็นแนวทางในการสรุปภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศ การวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศจะทำให้สามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการพิจารณาได้อย่างน้อย 2 แนวทาง คือ

แนวทางแรก ภาพรวมเศรษฐกิจทำให้สามารถกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุนที่น่าสนใจ อาทิ จากการวิเคราะห์เศรษฐกิจพบว่า การใช้จ่ายของภาคธุรกิจมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นมาก ก็

อาจจะพิจารณาว่าการลงทุนในกิจการที่เป็นการผลิตสินค้าประเภททุน ได้แก่ การผลิตเครื่องจักร เครื่องมือต่างๆ เป็นการลงทุนที่น่าสนใจ หรือพบว่าการใช้จ่ายภาครัฐบาลมีแนวโน้มลดลง ก็อาจพิจารณาหลักเกี่ยวกับการลงทุนในกิจการที่มีลักษณะขึ้นลงตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ เป็นต้น

แนวทางที่สอง จากการใช้ภาพรวมของเศรษฐกิจกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุนก็อาจนำไปพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับสภาพของอุตสาหกรรมและบริษัทว่าอุตสาหกรรมและบริษัทนั้นๆ ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจอย่างไรต่อไป

### 2.1.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมเป็นขั้นตอนที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างและรายละเอียดของธุรกิจที่สนใจ เพื่อรับรู้และเข้าใจถึงความเคลื่อนไหวของธุรกิจว่ามีโอกาส หรือปัญหาที่ทำให้ธุรกิจ ในอุตสาหกรรมประสบความสำเร็จ หรือล้มเหลวอย่างไร เมื่อทราบแล้วก็จะนำมาพิจารณาประกอบกับ แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจเพื่อให้ทราบถึง โอกาสการเจริญเติบโตของธุรกิจ การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรมเป็นสิ่งที่ต้องทำต่อเนื่องจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ทั้งนี้เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในภาคเศรษฐกิจย่อมส่งผลกระทบต่อตรงและต่อเนื่องต่อภาวะอุตสาหกรรม เช่น การเกิดภาวะ เศรษฐกิจขยายตัวในช่วงเวลาหนึ่งจะมีผลสนับสนุนให้อุตสาหกรรมบางประเภทขยายตัวมากขึ้น ในขณะที่การเกิดภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อให้อุตสาหกรรมบางกลุ่มชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม ใช่ว่าอุตสาหกรรมทุกประเภทจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่สอดคล้องกับภาวะ เศรษฐกิจเสมอไป โดยอาจจะเป็นไปได้ในทิศทางที่สวนทางกับทิศทางของเศรษฐกิจได้ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มจะมากหรือน้อยเพียงไรขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมแต่ละชนิด รวมทั้งช่วงวงจรของแต่ละธุรกิจด้วย ดังนั้นการที่เราทราบ ถึงพื้นฐานของอุตสาหกรรม แนวโน้มและลักษณะของอุตสาหกรรมจะช่วยให้เราสามารถเลือกลงทุนได้อย่างเหมาะสมในแต่ละช่วงเวลา

การจำแนกอุตสาหกรรมตามประเภทของวงจรธุรกิจเป็นการแบ่งอุตสาหกรรมตามภาวะที่เกิดขึ้นจริงจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจซึ่งแยกออกเป็น 4 ประเภท คือ

1) growth industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีการขยายตัวของรายได้จากการประกอบการที่เป็น อิสระโดยไม่ขึ้นอยู่กับวงจรธุรกิจ ซึ่งส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับระดับการพัฒนาคุณภาพ และ เทคโนโลยี ในการผลิตของอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมสื่อสารและ โทรคมนาคม อุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้า หรือแม้แต่อุตสาหกรรมผลิตคอมพิวเตอร์ที่มักจะมีระดับการพัฒนาการคิดค้น วิทยาการใหม่ๆ

2) Cyclical industry เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้ผลเกี่ยวเนื่องจากการขยายตัวของเศรษฐกิจ รวมทั้งจะได้ผลกระทบจากการเกิดปัญหาภาวะเศรษฐกิจตกต่ำค่อนข้างมาก ตัวอย่างของอุตสาหกรรมประเภทนี้ เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ โรงงาน ภัตตาคาร สินค้าฟุ่มเฟือย (luxury goods) ต่างๆ ที่ผู้บริโภคสามารถเลื่อนการบริโภคไปได้ให้เหมาะสมกับฐานะทางการเงินและเศรษฐกิจ

3) Defensive industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีการเคลื่อนไหวไม่เป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจโดย อัตราการขยายตัวที่สม่ำเสมอ จัดเป็นอุตสาหกรรมที่มีความจำเป็นต่อการบริโภค และผู้บริโภคมีการ จัดสรรรายได้สำหรับการบริโภคสินค้าดังกล่าวในแต่ละช่วงเวลาเช่น อาหาร สินค้าอุปโภคบริโภคและ บริการบางประเภท ซึ่งรายได้ของธุรกิจในกลุ่มนี้จะไม่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของภาวะ เศรษฐกิจ

4) Cyclical-growth industry อุตสาหกรรมที่รวมลักษณะของการเป็น cyclical industry และ growth industry เข้าด้วยกัน ตัวอย่างของอุตสาหกรรมในกลุ่มนี้ได้แก่ อุตสาหกรรมขนส่งทางอากาศ เนื่องจากการพัฒนาของระบบเทคโนโลยีในระดับสูงที่นำไปสู่รูปแบบของการให้บริการที่ สะดวก รวดเร็ว

การวิเคราะห์แนวทางในการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุตสาหกรรมต่างๆ ไม่ว่าจะพิจารณา ในเชิงของประเภทผลผลิตหรือในเชิงของวงจรธุรกิจดังได้กล่าวแล้วข้างต้น หากจะทำการวิเคราะห์ หนวโน้มของอุตสาหกรรมดังกล่าวในแต่ละช่วงควรมี องค์ประกอบที่สำคัญ ในการพิจารณาคือ

#### 1) วงจรของอุตสาหกรรม (Industry life cycles)

อุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะมีวงจรธุรกิจที่แตกต่างกัน โดยการศึกษา อุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะต้องทราบฐานะหรือขั้นตอนของธุรกิจว่าจัดอยู่ในขั้นไหน เพื่อเป็น แนวทางในการคาดการณ์ลู่ทางและแนวโน้มของอุตสาหกรรมนั้นๆ ในระยะต่อไป

ขั้นที่ 1 อุตสาหกรรมขั้นเริ่มแรก (pioneer stage) เป็นช่วงที่ธุรกิจมีการขยายตัวใน อัตราที่เพิ่มขึ้น (increase at increasing rate) ซึ่งเป็นช่วงที่ธุรกิจจะมีโอกาสในการทำกำไรจากการ ประกอบการได้มาก ซึ่งจะเป็นแรงจูงใจให้มีธุรกิจหน้าใหม่เข้ามาทำการผลิตมากขึ้น ทำให้เกิด

ภาวะการแข่งขันในการรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดโดยการใช้กลยุทธ์ต่างๆ เช่น การพัฒนา คุณภาพสินค้า การใช้เครื่องหมาย ยี่ห้อที่ได้รับการยอมรับ รวมทั้งการเกิดสินค้าลอกเลียนแบบต่างๆ

ผลจากการมีภาวะการแข่งขันที่ค่อนข้างมากด้วยกลยุทธ์ทางการตลาด ราคา และคุณภาพ สินค้าจะทำให้ผู้ผลิตที่มีความสามารถในการผลิตปรับตัวอยู่รอด ในขณะที่ผู้ผลิตที่ ไม่มีคุณภาพจะต้องออกจากตลาดไปในที่สุด

ขั้นที่ 2 อุตสาหกรรมขั้นขยายตัว (expansion stage) เป็นช่วงที่ธุรกิจผ่านการ ดำเนินงานในขั้นเริ่มแรกจะมีการแข่งขันกันอย่างรุนแรงมากขึ้น อุปสงค์และอุปทานของสินค้า



เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โอกาสในการทำกำไรของธุรกิจยังมีอยู่มาก อย่างไรก็ตามระดับราคาสินค้ามีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างง่าย

ขั้นที่ 3 อุตสาหกรรมขั้นคล่องตลาด (maturity stage) ธุรกิจมีการพัฒนาด้านคุณภาพของสินค้าและมีการปรับระดับราคาสินค้าให้ถูกลง จากนโยบายในการตัดราคาสินค้าเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งในทางการตลาด อย่างไรก็ตามอัตราการขยายตัวของธุรกิจเริ่มชะลอลงต่ำกว่าอัตราการขยายตัวในช่วงแรกของกิจการ หรือธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพที่เพียงพอจะประสบปัญหาการขาดทุนและต้องออกจากอุตสาหกรรม

สำหรับธุรกิจที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดสูง และยังมีอัตราการขยายตัวจะเริ่มมีการจ่ายเงินปันผล (dividends) เพื่อตอบสนองต่อระบบเศรษฐกิจและสร้างความสนใจให้แก่นักลงทุน

ขั้นที่ 4 อุตสาหกรรมขั้นอิมตัว (stabilization stage) การขยายตัวของความต้องการสินค้าเริ่มชะลอลงนำไปสู่การเกิดภาวะชะลอตัวของภาคการผลิตจนอาจถึงขั้นหยุดนิ่ง (stagnation) ยอดขายสินค้าของธุรกิจเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลง (increase at decreasing rate) ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดภาวะอิมตัวของธุรกิจอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค การสูงขึ้นของอัตราค่าจ้างแรงงาน การเปลี่ยนแปลงในระดับเทคโนโลยี ดังนั้นธุรกิจที่อยู่ในช่วงของอุตสาหกรรมที่กำลังอิมตัวจะมีรายได้จากการประกอบการที่ลดลง เทียบกับช่วงที่ผ่านมา ซึ่งจะมีผลสะท้อนให้ราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวต้องปรับตัวลดลงในที่สุด

## 2) ปัจจัยอื่นๆ ที่ใช้ในการพิจารณาภาวะอุตสาหกรรม (key characteristics)

นอกเหนือจาก การพิจารณาในส่วนของวงจรอุตสาหกรรม และประเภทของอุตสาหกรรมแล้วยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่ควรจะนำมาพิจารณาเพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจซึ่งได้แก่โครงสร้างของอุตสาหกรรม จะพิจารณาเรื่องต่างๆ ดังนี้

2.1) ในการพิจารณาจำนวนบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นว่าธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้นเป็นลักษณะผูกขาด กึ่งผูกขาด กิจการกึ่งแข่งขัน หรือกิจการแข่งขันเสรี เช่น กิจการสาธารณูปโภค กิจการรถยนต์ กิจการผลิตรักษาโรค หรือกิจการผลิตผลทางการเกษตร ตามลำดับ เป็นต้น

2.2) ขนาดของแต่ละบริษัท จะพิจารณาว่าเป็นบริษัทใหญ่หรือเล็ก ใช้เงินลงทุนมากน้อยเพียงไร เพราะมีส่วนต่อความสามารถในการปรับตัวด้านการเงินและสภาพคล่องต่อการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ต่างๆ

2.3) ปริมาณการขยายตัวของแต่ละบริษัทจะพิจารณาจากส่วนแบ่งทางการตลาด (market share) ซึ่งจะทำให้รู้สู่ทางการตลาดและการขยายตัวในระยะต่อไป

2.4) ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์(demand) และอุปทาน (supply) จะพิจารณาในสิ่งต่างๆ ที่เกี่ยวข้องโดยควรจะรู้ในสิ่งที่เกี่ยวข้องดังนี้คือ

- (1) แนวโน้มของอุปสงค์ จากการศึกษาพฤติกรรมผู้บริโภคของผู้บริโภค เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดประเภทของสินค้าที่ต้องการผลิตให้เหมาะสมกับภาวะตลาด
- (2) กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของธุรกิจ
- (3) นโยบายกำหนดราคา โดยจะต้องคาดการณ์จากแนวโน้มของอุปสงค์และกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับต้นทุนของธุรกิจในการพิจารณากำหนดราคาจำหน่าย
- (4) ความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกันในต่างบริษัทกัน
- (5) ความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกันระหว่างผู้ผลิตในต่างประเทศความยากง่ายและอุปสรรคในการเข้าสู่อุตสาหกรรม ( barrier to entry) ของผู้ผลิตรายใหม่

### 3) กฎเกณฑ์ ของรัฐบาล

นโยบายการคลัง ซึ่งประกอบด้วยรายรับอัน ได้แก่ นโยบายที่เกี่ยวกับภาษี และที่เกี่ยวกับรายรับอื่นที่มีใช้ภาษีอากร นโยบายด้านการใช้จ่ายของรัฐบาล ตลอดจนการจัดการส่วนที่เกินดุล หรือการหาเงินชดเชยส่วนที่ขาดดุล ซึ่งจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยตรง เมื่อใดที่ยอดการใช้จ่ายของรัฐบาลสูงกว่ายอดรายรับของรัฐบาล หมายความว่า ฐานะการคลังของรัฐบาลอยู่ในสภาพขาดดุล ซึ่งอาจเป็นผลจากการใช้นโยบายการคลังขาดดุล กล่าวคือ รัฐบาลพยายามช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวมากขึ้น โดยเพิ่มการใช้จ่ายทางด้าน โครงสร้างพื้นฐาน ( infrastructure) เช่น การก่อสร้างถนน ระบบคมนาคม เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ผู้วิเคราะห์จำเป็นต้องให้ความสำคัญกับปริมาณการขาดดุลของรัฐบาล และมาตรการการแก้ไขการขาดดุลของรัฐบาล เพื่อที่จะสามารถคาดหวังผลกระทบโดยรวมที่จะเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจในอนาคต

ในทางตรงกันข้าม กรณีที่ยอดการใช้จ่ายของรัฐบาลต่ำกว่ายอดรายรับของรัฐบาล ฐานะการคลังของรัฐบาลอยู่ในสภาพเกินดุล ซึ่งอาจเกิดจากการที่รัฐบาลใช้นโยบายการคลังเกินดุล กล่าวคือ รัฐบาลพยายามชะลอตัวอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ และ/หรือชะลอการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ โดยจำกัดการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการของภาครัฐบาล หรือปรับอัตราภาษีให้สูงขึ้น ซึ่งผู้วิเคราะห์จำเป็นต้องศึกษาและวิเคราะห์ประกอบต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินมาตรการทางการคลังของรัฐบาล

นโยบายการเงินธนาคารกลางจะเป็นผู้ดำเนินการเกี่ยวกับนโยบายการเงินของประเทศ โดยมีจุดประสงค์เพื่อควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย นโยบายการเงินนอกจากจะ

ช่วยสนับสนุนนโยบายการคลังแล้ว ยังอาจช่วยในการทำให้เกิดความสมดุลกับผลของนโยบายการคลังด้วย ธนาคารกลางมีแนวทางปฏิบัติในอันที่จะแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจได้หลายแนวทาง

แนวทางแรกคือ ธนาคารกลางสามารถเปลี่ยนแปลงเงินสำรองตามกฎหมาย ( legal reserve requirement) ได้ การที่ธนาคารกลางประเทศเพิ่มอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมายจะมีผลกระทบต่อปริมาณเงิน กล่าวคือ ระบบการเงินจะมีเงินสดสำรองส่วนเกินลดลง และธนาคารพาณิชย์ก็สามารถปล่อยเงินกู้ได้ลดลง สำหรับการลดอัตราเงินสำรองตามกฎหมายจะมีผลต่อปริมาณเงินในทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ระบบการเงินจะมีเงินสดสำรองส่วนเกินเพิ่มมากขึ้น และธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยเงินกู้ได้เพิ่มขึ้น

สำหรับแนวทางประการต่อไปคือ ธนาคารกลางยังสามารถเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยซื้อลด (discount rate) ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระยะสั้นที่ธนาคารกลางกำหนดให้สำหรับธนาคารพาณิชย์ การลดอัตราดอกเบี้ยซื้อลด จะมีผลกระทบต่อเนื่องไปยังการกระจายเงินกู้ยืม ไปยังอุตสาหกรรมและธุรกิจต่างๆ ด้วย นอกจากนี้ ธนาคารกลางยังอาจกำหนดแนวทางการดำเนินงานทางด้านของธนาคารพาณิชย์ เช่น นโยบายการให้เครดิตทั้งในด้านอัตราการขยายตัวหรือเกี่ยวกับภาคเศรษฐกิจที่ได้รับสินเชื่อ เป็นต้น

การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดพันธบัตร (open market operation) ก็เป็นอีกแนวทางหนึ่งของเครื่องมือของนโยบายการเงิน เมื่อธนาคารกลางขายหลักทรัพย์ในตลาดการเงิน จะทำให้ปริมาณเงินลดลง ในขณะที่เดียวกันอุปทานของหลักทรัพย์ หรือพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ราคาของพันธบัตรลดลง และอัตราผลตอบแทน ( yield) ของพันธบัตรจะสูงขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนเกิดแรงจูงใจในการซื้อมากขึ้น ธนาคารกลางจะสามารถปรับสภาพอุปสงค์และอุปทานของเงิน โดยขายหลักทรัพย์ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินต่างๆ และประชาชนทั่วไป

4) อื่น ๆ เช่น ยอดขายในอดีต และแนวโน้มในอนาคตที่มีความผันผวน หรือมีเสถียรภาพมากน้อยเพียงไร เเงื่อนไขของอัตราค่าจ้างแรงงาน หรือ สภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันรวมทั้งในสินค้าประเภทที่สามารถใช้ทดแทนกันได้ เป็นต้น

### 2.1.3 การวิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์บริษัทเป็นขั้นตอนสุดท้ายที่จะเป็นตัวพิจารณาทางด้านพื้นฐานเพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะเลือกลงทุนหลังจากที่ได้ประมวลแล้วว่าภาวะเศรษฐกิจ การเมือง และอุตสาหกรรมทั้งในปัจจุบันและอนาคตมีแนวโน้มที่จะเป็นอย่างไร และส่งผลต่อธุรกิจแต่ละประเภทไปในทิศทางใดการเลือกบริษัทที่จะลงทุนจะเป็นเกณฑ์ศึกษาที่ทำให้สามารถจำกัดการลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งได้อย่างเหมาะสมภายใต้เงื่อนไขของ งบลงทุนที่มีอยู่อย่างจำกัดอยู่ใน

ระดับหนึ่ง ซึ่งจะชี้ให้เห็นถึงความแตกต่างในด้านองค์ประกอบของธุรกิจ ระดับการปรับตัวและพัฒนาของแต่ละธุรกิจที่มีความแตกต่างกัน ในอันที่มีผลต่อการคาดการณ์ทิศทางและแนวโน้มของธุรกิจที่ควรจะเป็นในระยะต่อไป

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจแต่ละประเภทประกอบด้วย 2 ส่วนคือ ปัจจัยภายนอก (external factor) และปัจจัยภายใน (internal factor) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ปัจจัยภายนอก หมายถึง ผลกระทบที่ธุรกิจไม่สามารถควบคุมได้ ซึ่งได้แก่ ปัญหาทางเศรษฐกิจ การเมือง รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงของสภาวะด้านอุตสาหกรรม

ปัจจัยภายใน หมายถึง องค์ประกอบของสภาวะ โดยรวมของธุรกิจที่อยู่ภายใต้การควบคุม และการจัดการของธุรกิจ ซึ่งผลกระทบจะมากหรือน้อยเพียงไร หรือเป็นไปในทิศทางใดขึ้นอยู่กับนโยบายมาตรการและประสิทธิภาพในการจัดการของแต่ละธุรกิจ อย่างไรก็ตามในประเด็นของการ

โดยแหล่งข้อมูลพื้นฐานของบริษัทแต่ละแห่งที่จะใช้ในการวิเคราะห์นั้นสามารถศึกษาและค้นคว้าได้จากแหล่งต่างๆ ที่มีการรวบรวมไว้ เช่น

1) เอกสารและสื่อข้อมูลที่จัดทำขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย

(1) รายงานการซื้อขายตลาดหลักทรัพย์ประจำวัน (daily quotation) ซึ่งจะเป็นการให้รายละเอียดการเปลี่ยนแปลงด้านข้อมูลของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ การเคลื่อนไหวของราคาซื้อขาย รวมทั้งสัดส่วนที่สำคัญของหลักทรัพย์ที่ควรทราบ

(2) รายงานประจำเดือน (monthly report)

(3) รายงานประจำไตรมาส (quarterly report)

(4) หนังสือสรุปข้อสนเทศบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตประจำปี

(5) ระบบข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ที่เรียกว่า set smart ซึ่งจะเป็นการให้รายละเอียดข้อมูลของหลักทรัพย์ในขั้นพื้นฐาน โดยผ่านระบบข้อมูลที่เชื่อมต่อกันระหว่างศูนย์ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทสมาคมการค้าหลักทรัพย์ broker แต่ละแห่งจะให้รายละเอียดข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน รายละเอียดหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และต่างดาว รวมทั้งงบการเงินและสถิติการเพิ่มทุนต่างๆ รายละเอียดเกี่ยวกับข้อมูลหลักทรัพย์ประจำวัน ประจำเดือน ประจำปี รวมทั้งสถิติซื้อขายของโบรกเกอร์

2) บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ (broker) โดยที่บริษัทเหล่านี้ส่วนใหญ่จะมีการตั้งหน่วยงานเฉพาะเพื่อการศึกษาด้านธุรกิจหลักทรัพย์ขึ้นมา โดยมีหน้าที่ในการวิเคราะห์ด้านหลักทรัพย์ เพื่อให้คำแนะนำแก่ลูกค้าและนักลงทุนโดยทั่วไป



3) ระบบสื่อสารด้านข้อมูลต่างๆ ทั้งในรูปของหนังสือพิมพ์ และวารสาร รวมทั้งสิ่งตีพิมพ์ วิทยุกระจายเสียง วิทยุโทรทัศน์ และอินเทอร์เน็ต

(1) สิ่งตีพิมพ์ ได้แก่ หนังสือพิมพ์รายวัน รายสัปดาห์ ซึ่งจะมีคอลัมน์ที่จัดไว้โดยเฉพาะ เช่น วิเคราะห์หุ้น

(2) สื่อสารอื่นๆ ได้แก่ วิทยุกระจายเสียง ซึ่งเสนอเป็นคลื่นพิเศษที่มีการรายงานสถานการณ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดช่วงของการซื้อขาย และทุกช่วงครึ่งชั่วโมงระหว่างการซื้อขาย โดยมีการให้ความคิดเห็นจากตัวแทนนักวิเคราะห์ของ broker ต่างๆ รวมทั้งสรุปภาวะการณ์ซื้อขายประจำวันและประจำสัปดาห์ และคาดการณ์แนวโน้มในระยะต่อไป

4) ธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ซึ่งได้เพิ่มการให้บริการในส่วนของการทำธุรกิจ พาณิชย์ธุรกิจ (investment banking) หลังจากที่ได้รับอนุญาตให้เพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการที่มีการแข่งขันทางธุรกิจกับบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ได้มากขึ้น

5) รายงาน เอกสารข้อมูลที่ออกโดยบริษัทที่ออกหลักทรัพย์โดยตรง เช่น หนังสือชี้ชวน รายงานประจำปี

6) กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ ซึ่งจะมีรายละเอียดข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทต่างๆ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับหนังสือบริคณห์สนธิ ข้อบังคับของบริษัท ทุนจดทะเบียน งบดุลและงบกำไรขาดทุนของบริษัทตามรอบระยะเวลาบัญชี

7) หนังสือการเยี่ยมบริษัท ซึ่งเป็นส่วนที่สำคัญมาก ทำให้เราทราบนโยบายและความเป็นไปได้ของบริษัทในเชิงลึกมากขึ้น พร้อมทั้งได้มีโอกาสได้สังเกตสภาวะแวดล้อมซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นอีกด้วย

การวิเคราะห์บริษัทนั้น จะให้ความสำคัญเฉพาะปัจจัยที่ควบคุมได้ และมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทโดยตรงคือ ปัจจัยภายใน สำหรับวิธีการวิเคราะห์บริษัทจะทำได้ใน 2 วิธี คือ

#### 1) การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (qualitative analysis)

การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ คือการวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทที่ไม่เป็นตัวเลขหรือสถิติ ซึ่งไม่สามารถใช้วิธีการคำนวณด้วยการเปรียบเทียบในรูปสัดส่วนหรือตัวเลขร้อยละเพื่อเปรียบเทียบกันได้ เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทีมงานผู้บริหาร ทั้งด้านคุณภาพและนโยบายของผู้บริหาร กลยุทธ์ในทางการตลาด ความสามารถในการขยายตัวของบริษัทที่มีผลต่อการคาดคะเนยอดขายหรืออัตราการขยายตัวของบริษัทในอนาคตเพราะสิ่งเหล่านี้จะมีส่วนสำคัญในการกำหนดอัตราผลกำไรและเงินปันผลของบริษัท ซึ่งจะมีผลต่อการเคลื่อนไหวของระดับราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ตามค่าที่นักลงทุนแต่ละบุคคลจะประเมินได้ ทั้งนี้ในการวิเคราะห์เชิงคุณภาพของบริษัทจะต้องคำนึงถึงสิ่งต่างๆ เหล่านี้คือ

(1.1) คุณภาพผู้บริหาร ซึ่งจะเป็นผลสะท้อนของความสามารถของผู้บริหารของบริษัทในอันที่มีผลต่อผลประกอบการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท การปรับโครงสร้างของผู้บริหารในแต่ละช่วงจะมีผลต่อการดำเนินงานของธุรกิจโดยตรง โดยอาจจะปรับเปลี่ยนสภาพของธุรกิจที่เคยทำกำไรไปสู่ภาวะขาดทุนได้ หากมีการเปลี่ยนแปลงทีมผู้บริหารจากที่มีความสามารถสูงไปสู่ผู้บริหารที่มีความสามารถต่ำ เนื่องจากการลาออกของผู้บริหารที่มีฝีมือ ทั้งนี้ ทีมผู้บริหารของบริษัทประกอบด้วย คณะกรรมการ ซึ่งจะรวมถึงคณะกรรมการบริหารและผู้บริหารระดับผู้จัดการต่างๆ การวัดความสามารถด้านการจัดการของทีมผู้บริหารสามารถศึกษาได้จาก

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

(1.2) การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของบริษัท เพื่อหาแนวโน้มด้านการประกอบการที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเพื่อประมวลออกมาเป็นรายได้ในรูปของกำไร (profit) โดยที่การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของแต่ละบริษัทจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการ เช่น ค่านิยมของผู้บริโภคที่มีต่อสินค้า ลักษณะของสินค้าและบริการ การจัดการด้านต้นทุนการผลิตและต้นทุนขาย ความสามารถของฝ่ายการตลาด การกำหนดราคาจำหน่ายสินค้า โดยที่หากสินค้านั้นเป็นสินค้าที่ผูกขาดจากการเป็นผู้ผลิตรายเดียวในตลาด บริษัทจะมีความสามารถในการกำหนดราคาสินค้าได้ค่อนข้างมากเนื่องจากเป็นสินค้าที่มีอยู่น้อยและจำเป็นต่อการบริโภค เช่น น้ำประปา ไฟฟ้า โทรศัพท์ เป็นต้น ในขณะที่สินค้าที่มีผู้ผลิตจำนวนมากและมีคู่แข่งในตลาด การกำหนดกลยุทธ์ในการขายสินค้าจะต้องมีมากขึ้นเพื่อความอยู่รอดของธุรกิจ เนื่องจากผู้บริโภคมีโอกาสที่จะเลือกบริโภคสินค้าจากผู้ผลิตที่จะให้ความพอใจสูงสุด เช่น นม อาหารกระป๋อง ทั้งนี้หากธุรกิจไม่มีการคำนึงถึงสิ่งดังกล่าวจะมีผลทำให้บริษัทต้องสูญเสียส่วนครองตลาด (market share) ในอันที่มีผลต่อการลดลงของระดับรายได้และกำไรของบริษัท

ในส่วนของค่านิยมและความนิยมของผู้บริโภคก็มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของยอดขายด้วย โดยค่านิยมดังกล่าวอาจจะเปลี่ยนแปลงไปตามระดับการพัฒนาของคุณภาพสินค้าหรือการพัฒนาเทคโนโลยี เช่น แนวโน้มของผู้บริโภคในตลาดรถยนต์ที่เปลี่ยนจากการใช้รถยนต์ขนาดใหญ่ที่มีขนาด ซีซี. ค่อนข้างมากไปสู่การใช้รถยนต์ที่มีขนาดเล็กและมี ซีซี. ต่ำ เนื่องจากคุณสมบัติในการประหยัดน้ำมันและความคล่องตัวเพื่อให้สอดคล้องกับสภาพจราจรในขณะที่ความนิยมในรถยนต์ญี่ปุ่นจะเพิ่มมากขึ้นแทนการใช้รถยนต์จากค่ายยุโรปที่มีระดับราคาจะไหลค่อนข้างแพง

กล่าวโดยรวมจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงยอดขายและรายได้ของบริษัทในแต่ละช่วงขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ หลายประการ ซึ่งเป็นทั้งปัจจัยที่สามารถควบคุมได้และอยู่นอกเหนือการควบคุม ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการจัดการของทีมงานที่เกี่ยวข้องในอันที่จะทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของยอดขายและกำไรของบริษัท

นอกเหนือจากปัจจัยสำคัญทั้ง 2 ประการข้างต้น อันได้แก่ ความสามารถในการจัดการ การวิเคราะห์ยอดขายหรือรายได้ของบริษัทแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องและอาจมีผลต่อการวัดคุณภาพของบริษัท เช่น โครงการในอนาคตของบริษัท ใช้จ่ายเกี่ยวกับการค้นคว้าวิจัยและพัฒนาสิ่งใหม่ๆ (research and development – R&D) ขนาดของบริษัท ลักษณะของผลิตภัณฑ์ การกระจายผลิตภัณฑ์ รวมทั้งเครื่องหมายการค้า (brand names) ด้วย ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในรายได้และผลกำไรของบริษัทซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลในที่สุด

## 2) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis)

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นการวิเคราะห์ผลประกอบการของธุรกิจจากงบการเงินในช่วงเวลาหนึ่งทั้งในอดีตและปัจจุบัน ซึ่งในงบการเงินดังกล่าวจะประกอบด้วยส่วนของงบดุล งบกำไรขาดทุน การวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินดังกล่าวจะเป็นการวิเคราะห์รายละเอียดของงบในช่วงระยะเวลาหลายปีต่อเนื่องถึงปัจจุบัน ทั้งนี้เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในอดีต ปัจจุบันและอนาคต โดยเฉพาะในส่วนของผลกำไรและเงินปันผล ทั้งนี้การวิเคราะห์งบการเงินดังกล่าวจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจถึงโครงสร้างด้านการเงินของธุรกิจหลายๆ ด้าน

การวิเคราะห์งบการเงิน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (Financial ratio) เป็นเครื่องมือการวิเคราะห์ ที่ช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้ ผู้ลงทุนจะต้องนำมาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์ในอดีตและนำมาเปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน (เพชรี ชุมทรัพย์, 2544)

อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งตามจุดมุ่งหมายในการใช้ได้ 4 ประเภท ดังนี้

(1) อัตราส่วนสภาพคล่อง (liquidity ratio) เพื่อดูความสามารถในการชำระหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ ประกอบด้วย

(1.1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (current ratio)

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

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

อัตราส่วนนี้ใช้วัดความสามารถและความเพียงพอของสินทรัพย์หมุนเวียนในการชำระหนี้สินหมุนเวียน การคำนวณนี้ถ้ามีค่ามากก็แสดงถึงความมั่นใจของเจ้าหนี้ในระยะเวลาสั้น 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 เนื่องจากสินค้าคงคลังเป็นสินทรัพย์ระยะสั้นที่มีความคล่องตัวในการเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสด

(2) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (activity ratio)

(2.1) อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง (inventory turnover)

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

Copyright © 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 แสดงว่านโยบายในการเรียกเก็บของธุรกิจไม่มีประสิทธิภาพหรืออาจเป็นเพราะธุรกิจมีนโยบายการให้เครดิตแก่ลูกหนี้นาน

(2.3) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (fixed-asset turnover)

$$= \frac{\text{ยอดขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ถาวร โดยเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้วัดว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก่อให้เกิดประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านั้นเท่าใด ซึ่งถ้าต่ำแสดงว่าธุรกิจไม่สามารถใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่อย่างเต็มประสิทธิภาพ

(3) อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน หรือภาระหนี้สิน (leverage ratio) เพื่อดูแหล่งที่มาของเงินทุน และภาระผูกพันของกิจการในระยะยาวประกอบด้วย

(3.1) อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (debt to total asset ratio)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นสัดส่วนการลงทุนว่า สินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้นใช้เงินทุนจากหนี้สินกี่ส่วน เพื่อเป็นการวัดความเสี่ยงเกี่ยวกับภาระหนี้ในอนาคตของกิจการนั้นๆ

(3.2) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio)

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

อัตราส่วนนี้ใช้สำหรับวัดธุรกิจว่า ได้มีการใช้เงินทุนภายนอกต่อเงินทุนภายใน (ส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นอย่างไร โดยเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงทั้งในด้านเจ้าของและเจ้าหน้าที่ของกิจการ 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 และยิ่งสูงก็ยิ่งแสดงความมั่นใจแก่เจ้าหน้าที่ในการที่จะได้รับชำระดอกเบี้ย และถ้ากำไรจากการดำเนินงานใกล้เคียงกับดอกเบี้ยจ่าย เป็นเครื่องชี้ว่ากิจการกู้เงินมาลงทุนมากเกินไป โดยกำไรที่หามาได้ต้องจ่ายเป็นดอกเบี้ย ซึ่งเจ้าของจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปเงินปันผล ดังนั้น ธุรกิจสมควรที่จะลดภาระหนี้ หรือมีการเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยนี้ ธุรกิจจะต้องจ่ายเป็นเงินสด ดังนั้นจึงต้องดูการหมุนเวียนของเงินสด (cash flow) ประกอบด้วย

(4) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (profitability ratio)

(4.1) อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (gross profit margin)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายในการผลิตและนโยบายในการตั้งราคา

(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 asset: ROA)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

(4.4) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity: ROE)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นที่เปอร์เซ็นต์ โดยอาจนำไปเปรียบเทียบผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในกิจการอื่นๆ

การวิเคราะห์หุ้นสามัญตามหลักพื้นฐาน

(1) ความเพียงพอของรายได้ รายได้ของหุ้นสามัญคือเงินปันผล รายได้ที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผล คณะกรรมการของบริษัทจะตั้งเป็นสำรองสะสม เพื่อเก็บไว้จ่ายเงินปันผลในปีที่ธุรกิจไม่ดี หรือเพื่อนำมาใช้ขยายกิจการเป็นการเพิ่มส่วนทุนของธุรกิจ ซึ่งทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้น ซึ่งราคาตลาดของหุ้นจะได้รับอิทธิพลจากนโยบายเงินปันผล ผู้ซื้อจะต้องรู้ในเรื่องของรายได้ และความสม่ำเสมอของเงินปันผล

## (2) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ (price-earning ratio)

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาซื้อขายต่อหุ้นกับกำไรสุทธิต่อหุ้น ส่วนกลับของ P/E ratio จะได้อัตราผลตอบแทนหรืออัตราผลตอบแทนสุทธิต่อราคาซื้อขาย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิต่อหุ้นจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่เท่ากัน โดยจะส่งผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน

3) การกู้ยืมของธุรกิจการกู้ยืมนี้ทำให้สัดส่วนของรายได้ผู้ถือหุ้นสูงขึ้น เพราะการออกพันธบัตรจ่ายดอกเบี้ยต่ำและเงินปันผลของหุ้นบริวารมีอัตราต่ำ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นจะสูงขึ้น ดังนั้นการกู้ยืมจะให้ประโยชน์ คือ ทำให้ผลตอบแทนสูง

4) ราคามูลค่าหุ้นตามหลักบัญชี (book value) คือ จำนวนเงินต่อหุ้นที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับถ้าบริษัทเลิกกิจการ ณ วันนั้น โดยสินทรัพย์ต่างๆ สามารถขายได้ในราคาที่ปรากฏในบัญชีของบริษัท และเป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคามูลค่าหุ้นสามัญตามหลักบัญชี (book value) กับราคาตลาด (market price) ผู้ลงทุนใช้ราคาตลาดประเมินได้ในอนาคต หุ้นสามัญส่วนมากจะขายราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าตามหลักบัญชี และถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคามูลค่าตามหลักบัญชีแสดงว่าธุรกิจนั้นใกล้จะล้มละลาย

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

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

## 2.2 ทฤษฎีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

การประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (discount rate) ที่เหมาะสม อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการถูกกำหนดจากปัจจัย 2 อย่าง คือ (เพชรี ชุมทรัพย์, 2544)

1) อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากของธนาคารออมสิน เป็นต้น

2) ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนต้องการจะได้ เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับการลงทุนครั้งนั้น หรือเรียกว่า ผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (risk premium)

การกำหนด discount rate ที่เหมาะสม ซึ่งสามารถใช้สมการลดค้อย่างง่าย 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** แสดงความหมายและวิธีคำนวณค่าตัวแปรในการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์

ตัวแปร	ความหมายของตัวแปร	วิธีคำนวณค่าตัวแปร
อัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง [ $R_f$ ]	อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะ ได้รับจากการลงทุนใน พันธบัตรรัฐบาล	เส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) ของพันธบัตรรัฐบาลที่ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย <a href="http://www.thaibdc.or.th">www.thaibdc.or.th</a>
ส่วนชดเชยความเสี่ยงของ ตลาด (market risk premium) [ $E(R_m) - R_f$ ]	ผลต่างระหว่างค่าที่คาดไว้ของ อัตราผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์เฉลี่ยทั้งตลาด กับ อัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง	ค่าที่คาดไว้ของอัตรา ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เฉลี่ยทั้งตลาด วิเคราะห์จาก อดีตโดยใช้ค่าอัตรา ผลตอบแทนจากเงินปันผลของ ตลาด + อัตราการเปลี่ยนแปลง ของดัชนีราคาหุ้น
ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ เมื่อ เทียบกับความเสี่ยงของตลาด [ $\beta_i$ ]	ตัวชี้ความเสี่ยงของหุ้นเทียบกับ ความเสี่ยงทั้งตลาด	ค่าสัมประสิทธิ์ความชันของ สมการถดถอยระหว่างอัตรา ผลตอบแทนของหุ้นนั้น (แกน Y) กับอัตราผลตอบแทนจาก ตลาดหลักทรัพย์ (แกน X)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยมีข้อสมมุติของ CAPM (Capital Asset Pricing Model) ที่สำคัญดังต่อไปนี้ (ไพบูลย์ เสรีวัฒนา, 2548)

- 1) Homogeneous expectations นักลงทุนมีการคาดการณ์ที่เหมือนกันทั้งในแง่ของการประเมินความเสี่ยงและ  $E(R_i, t)$
- 2) Risk free rate มีสินทรัพย์ที่ผลตอบแทนจะไม่มีความเสี่ยงเลยและผลตอบแทนของสินทรัพย์นี้คือ  $R_f, t$
- 3) Equal Lending-Borrowing rates อัตราดอกเบี้ยสำหรับการกู้ยืมและการให้ยืม (ฝาก) เท่ากัน
- 4) Efficient market ตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ นักลงทุนจะได้รับข่าวสารข้อมูลต่างๆ เหมือนกันเท่าเทียมกันและในเวลาทันทีทันใด และข่าวสารดังกล่าวจะสะท้อนในราคาสินทรัพย์ทันที ทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรพิเศษได้อย่างสม่ำเสมอ
- 5) Rational investors นักลงทุนจะมีการตัดสินใจอย่างมีเหตุผลเหมือนกัน และเป็นนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Avertor)
- 6) Perfectly liquid asset สินทรัพย์ทุกประเภทมีสภาพคล่องสูงสุดสามารถหาซื้อหรือขายได้ทันที และสามารถแบ่งแยกซื้อหรือขายได้เป็นหน่วยย่อยที่เล็กที่สุดตลอดเวลา
- 7) ไม่มีการเก็บภาษี (No tax) และการลงทุนซื้อขายหุ้นและสินทรัพย์การเงินอื่นๆ ไม่มีค่าใช้จ่าย (No transaction cost)

หลักการประเมินมูลค่าที่แท้จริง (ศิรินันท์ ธนิตยวงศ์, 2539)

- 1) พยากรณ์งบกำไรขาดทุน และงบดุลล่วงหน้า โดยวิธีร้อยละของยอดขาย (the percent of sales method) ซึ่งเริ่มต้นด้วยการพิจารณารายการต่างๆ ในงบการเงินที่จะเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น เป็นต้น และคำนวณรายการต่างๆ เหล่านั้นเป็นอัตราร้อยละของยอดขาย โดยสมมติว่ารายการต่างๆ นั้นเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เมื่อได้ตัวเลขประมาณการของยอดขายแล้วก็สามารถพยากรณ์รายการต่างๆ ในงบการเงินได้

- 2) พยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

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

หามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นตลอดช่วงเวลาโดยใช้ Face Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $R_i$ ) ซึ่งแบบจำลองจะเป็นดังนี้

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

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

โดยที่

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

$$FCFE_1 = \text{Cash Flow to Equity หรือกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น}$$

$$t = 1, 2, \dots, n$$

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

$$g_n = \text{อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดแบบตลอดไปหลังปีที่ } n$$

### 2.3 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เจริญพงษ์ ตรีคุณบุรณะ (2541) ได้ทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้วิธี ปัจจัยพื้นฐาน โดยได้ศึกษา บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) PTTEP วิธีการประกอบด้วยการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัท โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ SWOT การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยใช้ตัวแบบตัวคูณกำไรและตัวแบบมูลค่าปัจจุบันและนำมาเปรียบเทียบราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ศึกษาเป็นบริษัทที่มีศักยภาพสูง ทั้งใน ส่วนของการ ผลิตและจำหน่าย มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์อยู่ที่ระดับราคา 566 บาทต่อหุ้น ซึ่งใกล้เคียงกับราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

**จินตนา พานิชยานุวัฒน์ ( 2542 )** ได้ทำการศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานโดยวิธีวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยใช้ตัวอย่างบริษัทพลังงาน จำนวน 2 บริษัท ได้แก่ บริษัท บ้านปู จำกัด(มหาชน): BANPU และบริษัทผลิตไฟฟ้าจำกัด (มหาชน): EGCOMP วัตถุประสงค์เพื่อการศึกษา หลักเกณฑ์การวิเคราะห์หลักทรัพย์กลุ่มพลังงานด้านปัจจัยพื้นฐาน เพื่อหามูลค่าที่แท้จริงสำหรับเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน วิธีการศึกษาประกอบด้วย การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัทด้วยวิธี SWOT อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยใช้ตัวแบบเงินปันผล นำมาเปรียบเทียบกับราคาในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์บ้านปูจำกัด (มหาชน) มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนสามารถซื้อหุ้นในราคาต่ำได้และสามารถได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นในอนาคต ส่วนหลักทรัพย์บริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด(มหาชน) พบว่าราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนควรขายหุ้นของบริษัทเพื่อป้องกันการขาดทุนจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะต่ำลงในอนาคต

**ยุทธนา เรือนสุภา (2543)** ได้ศึกษาวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาได้แก่ หลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารเอเชีย ธนาคารดีบีเอสไทยธนุ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารทหารไทย โดยใช้แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน (CAPM) และใช้การวิเคราะห์การถดถอยในการ ประมาณค่าความเสี่ยง (β) โดยใช้ข้อมูลดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารเป็นตัวแทนของ หลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายสัปดาห์มา คำนวณหาอัตราผลตอบแทน เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนตลาด โดยแบ่งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ออกเป็น 2 กลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ให้ ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด หลักทรัพย์กลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดกลางให้ผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ของราคากลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่ หลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีค่าเบต้า สูงกว่า 1 และมี ความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สรุปได้ว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงใน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดซึ่งจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็ว



**ปิยะรัตน์ ยงทรัพย์สินธุ์ (2546)** ได้ทำการศึกษารวบรวมข้อมูลพื้นฐานการศึกษา บริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) ผลการศึกษาพบว่าภาวะเศรษฐกิจไทยในปี 2545 ถึงปี 2546 เศรษฐกิจ คาดว่ายังมีการขยายตัวต่อเนื่อง แต่เกิดปัจจัยเสี่ยงด้านสงครามที่เกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2546 สำหรับ ภาวะอุตสาหกรรมด้านพลังงานคาดว่าจะยังมีขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูป เพิ่มขึ้นร้อยละ 4 ถึงร้อยละ 5 และความต้องการใช้ก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 6 ตาม ความต้องการใช้ไฟฟ้า คาดว่าจะขยายตัวร้อยละ 6 ถึงร้อยละ 7 ด้านการวิเคราะห์ตัวบริษัทพบว่าเป็น บริษัทเดียวในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินการในธุรกิจปิโตรเลียมเต็มรูปแบบ และยังเป็นบริษัทที่เข้าไปร่วม ลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับปิโตรเลียมอีกหลายแห่ง จากการวิเคราะห์ห้วง การเงินพบว่า มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและมีแนวโน้มเติบโตขึ้น อย่างต่อเนื่อง ผลการ ประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์พบว่าราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2546 ที่ประเมินได้เท่ากับ 97.46 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปิด ณ สิ้นปี 2545 ที่ราคา 42.25 บาท อยู่ถึง 55.21 บาท ถือได้ว่าที่ราคาปิด สิ้นปี 2545 ราคาหลักทรัพย์ของ ปตท. ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (under value) อยู่ถึง 130 % สามารถ สรุปได้ว่า หลักทรัพย์ของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุนซึ่งจะ เป็นหลักทรัพย์ที่ให้ ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุนได้

**วิชัย บัวแดง (2550)** ได้ศึกษาหลักทรัพย์บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด(มหาชน) ผลการศึกษา พบว่า ภาวะเศรษฐกิจไทยในปี 2547 ถึงปี 2550 เศรษฐกิจคาดว่าจะการฟื้นตัวจากการชะลอตัวของ เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจใน ไทยเอง แต่เกิดปัจจัยเสี่ยงด้านราคาน้ำมันที่ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ ในระดับสูงและแรงกดดันอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นมาตั้งแต่ ปี 2548 และปัจจัยด้านการเมืองใน ไทย และภาวะการแข็งค่าของเงินบาทในไทยเอง สำหรับภาวะอุตสาหกรรมปิโตรเคมีและการกลั่นนั้น ยังมีทิศทางที่มี การใช้งานและนำไปผลิตสินค้าอย่างต่อเนื่องและยังมีการเพิ่มพลังงานการกลั่น น้ำมันเพิ่มขึ้นอีกด้วย จากการวิเคราะห์ห้วงการเงินพบว่าบริษัทมีฐานะทางการเงินที่กำลังจะแก้ไข และทำให้มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีการปรับปรุงโครงสร้างหนี้และปรับปรุงการบริหาร เพื่อให้มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง ผลการประเมินมูลค่าที่แท้จริงพบว่าราคาหลักทรัพย์สิ้นปี 2550 ที่ ประเมินได้เท่ากับ 11.41 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปิด ณ สิ้นปี 2549 ที่ราคา 6.10ถึง5.31 ถือได้ว่า ณ ที่ ราคาปิดสิ้นปี 2549 ราคาหลักทรัพย์ของ ไออาร์พีซี ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ( under value) สามารถ สรุปได้ว่าหลักทรัพย์ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด(มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การ ลงทุนซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุนได้

**วริษา วิสุทธิใจ (2551)** ได้ทำการศึกษารวบรวมข้อมูลพื้นฐานการศึกษา หลักทรัพย์ บริษัท ปตท.เคมิคอล จำกัด(มหาชน) ผลการศึกษา พบว่าจากการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของ

หลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2551 ที่ประเมินได้เท่ากับ 126.05 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปิด ณ สิ้นปี 2550 ที่ราคา 124 ถือได้ว่า ณ ที่ราคาสิ้นปี 2550 ราคาหลักทรัพย์ของ ปตท.เคมีคอล ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (under value) เพียงเล็กน้อย เมื่อนำค่าที่ประเมินได้มาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์บริษัทหลักทรัพย์ยูโอ บีเคเฮียวนและบริษัทหลักทรัพย์เอเชียพลัส ได้คาดการณ์ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2551 เท่ากับ 136 บาท และ 130 บาท ตามลำดับ สามารถสรุปได้ว่าหลักทรัพย์ของบริษัท ปตท.เคมีคอล จำกัด(มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ที่นักลงทุนควรถือไว้ ซึ่งจะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกับผู้ลงทุนได้



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved