

## บทที่ 3

### แนวความคิดและระเบียบวิธีการศึกษา

#### 3.1 ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นการวิเคราะห์ที่ลำดับพิจารณาจากสภาพเศรษฐกิจมายังสภาพอุตสาหกรรมตลอดถึงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และของบริษัทมาวิเคราะห์แต่ละส่วนเพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

ในการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ตลอดจนระดับราคาของหลักทรัพย์ ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องพิจารณาดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ เบื้องต้นและข้อมูลทางเศรษฐกิจอื่นๆ ได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันและที่คาดไว้ในอนาคต นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่น ๆ ของรัฐบาล ฯลฯ

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ควรพิจารณาวัฏจักรธุรกิจประเภทของอุตสาหกรรม วงจรขยายตัวของอุตสาหกรรมและโครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรมควบคู่กันไป

หลังจากที่ผู้ลงทุนได้วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม เพื่อศึกษาถึงภาวะการลงทุนและประเภทของอุตสาหกรรมที่จะเลือกลงทุนแล้ว ขั้นตอนต่อไปก็จะเป็นการวิเคราะห์บริษัทเพื่อศึกษาถึง บริษัทที่ควรลงทุนและราคาหลักทรัพย์ที่ควรซื้อ โดยที่ผู้ลงทุนควรจะวิเคราะห์ทั้งในเชิงคุณภาพและในเชิงปริมาณ

การวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นการวิเคราะห์ที่ประกอบด้วยขั้นตอนการเก็บรวบรวมข้อมูล การศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลและการตีความผลที่ได้จากการศึกษา เพื่อนำมาพิจารณากำหนดหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุน

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมีหลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน คือการวิเคราะห์เศรษฐกิจของประเทศโดยรวม การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท (เพชรี บูมทรัพย์, 2544) ซึ่งในขั้นตอนนี้สามารถวิเคราะห์เป็น 2 ลักษณะ ประกอบด้วย

- การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเลขและไม่สามารถเปรียบเทียบในเชิงตัวเลขได้ ซึ่งเป็นการพิจารณาถึงการบริหารงานของบริษัท
- การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนเห็นภาพของบริษัทในด้านฐานะการเงิน ประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไร

### หลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์

#### 1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจ

การวิเคราะห์เศรษฐกิจเป็นขั้นตอนที่มีความสำคัญต่อการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากในการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ อาทิ หลักทรัพย์บางกลุ่มมีระดับราคาตกลง เมื่อสภาพเศรษฐกิจชะลอตัวลงและจะมีระดับราคาสูงขึ้นเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น พฤติกรรมดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าสภาพเศรษฐกิจโดยทั่วไป น่าจะมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์นั้น

อย่างไรก็ตาม เมื่อสภาพเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมมิได้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับสภาพเศรษฐกิจ หรือด้วยขนาดของการเปลี่ยนแปลงเท่าเทียมกันเสมอไป หลักทรัพย์ในบางอุตสาหกรรมอาจจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจเพียงเล็กน้อย ขณะที่หลักทรัพย์ในบางอุตสาหกรรมอาจจะได้รับผลกระทบอย่างมากเมื่อภาวะเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง

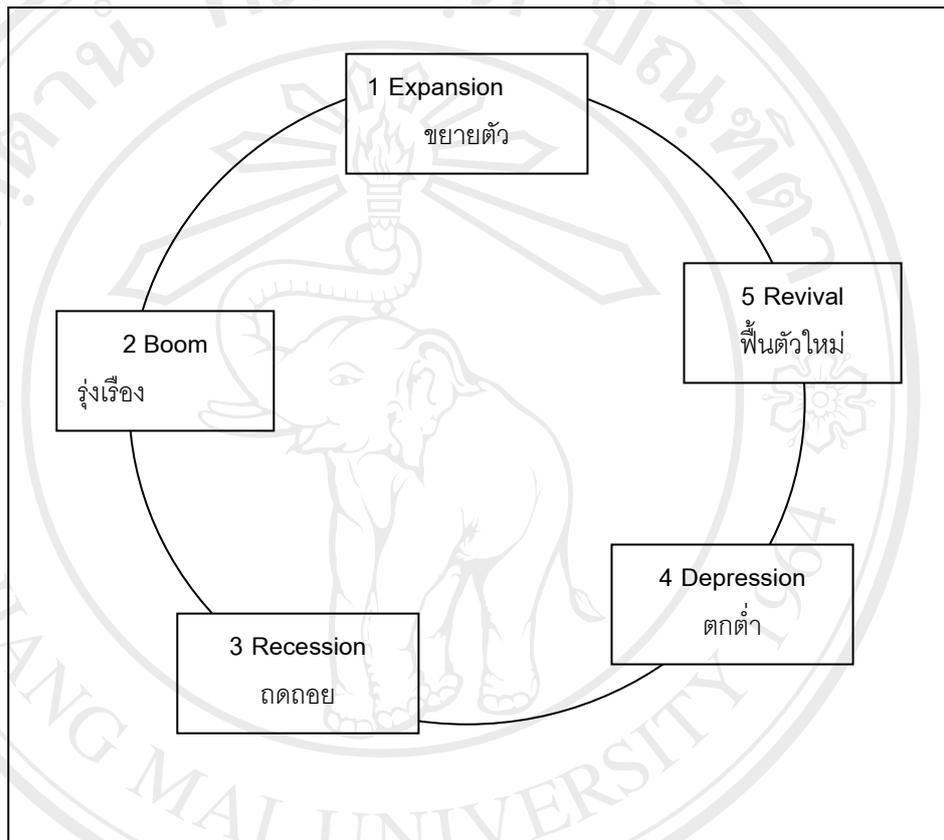
ดังนั้น การวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงมีความจำเป็นที่ต้องวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป เพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ทิศทางราคาของเศรษฐกิจ และท้ายที่สุดก็จะสามารถหาทางเลือกเกี่ยวกับบริษัทในเครืออุตสาหกรรมนั้นที่ควรลงทุน

#### 1) การพิจารณาภาวะเศรษฐกิจมหภาคและวัฏจักรธุรกิจ

การตรวจสอบและการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจจะสามารถชี้ให้เห็นถึงอุตสาหกรรมที่ได้รับผลประโยชน์จากการขยายตัวของเศรษฐกิจได้ ซึ่งจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทต่อไป นั่นคือ ถ้าแนวโน้มในอนาคตของเศรษฐกิจเป็นไปในด้านลบ ก็มักจะคาดการณ์ว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีระดับราคาต่ำลง หรือถ้าแนวโน้มเศรษฐกิจเป็นไปในด้านบวก หลักทรัพย์โดยทั่วไปก็น่าจะมีระดับราคาสูงขึ้นตามไปด้วย

ในการสังเกตและวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจอาจสามารถพิจารณาได้จากวัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle) ซึ่งเป็นสิ่งที่บ่งบอกลักษณะเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง แบ่งออกได้เป็น

รูปที่ 3.1 วัฏจักรธุรกิจ



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548)

การที่ธุรกิจจะอยู่ในภาวะรุ่งเรืองหรือตกต่ำนอกจากจะขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในธุรกิจอันได้แก่ ประสิทธิภาพของการบริหารแล้ว ปัจจัยภายนอกซึ่งได้แก่ ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจก็มีส่วนอย่างมาก การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจ โดยที่การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะมีผลต่อการประกอบการของธุรกิจและมีส่วนในการซื้ออนาคตของธุรกิจ

เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในระยะขยายตัว อำนาจซื้อของประชาชนจะสูง ระยะเวลาดังกล่าวมีการขยายการลงทุนการผลิตและการขายมีปริมาณเพิ่มขึ้น ในภาวะนี้ธุรกิจจะมีสภาพคล่องทางการเงินสูง รายได้ของประชากรสูงขึ้น ทำให้ระดับราคาเพิ่มสูงขึ้นและมีแนวโน้มที่จะเกิดภาวะเงินเฟ้อ

เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอยหรือตกต่ำ ภาวะเศรษฐกิจก็จะมีผลกระทบต่อธุรกิจแตกต่างกันไปตามประเภทของธุรกิจ เพราะสินค้าหรือบริการของธุรกิจแต่ละประเภทจะปรับตัวเข้ากับวัฏจักรธุรกิจแต่ละวัฏจักรแตกต่างกันไป เช่น ธุรกิจที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคจะอ่อนไหวต่อวงจรระยะสั้น (Short-term Cycle) ธุรกิจที่ผลิตสินค้าทุนจะขึ้นกับแนวโน้มการเติบโตระยะยาว (Long-term Growth Trend) ปลายธุรกิจการผลิตขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการตกต่ำทางเศรษฐกิจมาก เพราะขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียนและมีขีดจำกัดทางด้านการศึกษา เป็นต้น

ตัวชี้และเครื่องวัดที่ใช้วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและวัฏจักรธุรกิจมีหลายตัวด้วยกัน อาทิ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเบื้องต้น (Gross National Product – GNP) เป็นตัวชี้วัดที่ดีว่าวัดความเคลื่อนไหวของเศรษฐกิจอย่างกว้างๆ ได้ดีที่สุด นอกจากนั้น ก็มีการวัดผลโดยใช้ผลผลิตอุตสาหกรรม (Industrial Production) ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว GNP และผลผลิตของอุตสาหกรรมจะมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงในทิศทางเดียวกับวัฏจักรธุรกิจ

นอกจากนั้น ยังจำเป็นต้องพิจารณาข้อมูลทางเศรษฐกิจอื่นๆ อีก ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันและที่คาดไว้ในอนาคต นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ของรัฐบาล ฯลฯ

❖ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (Gross National Product-GNP) เป็นเครื่องมือวัดภาวะเศรษฐกิจที่ใช้กันอย่างแพร่หลายที่สุด ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเป็นเครื่องมือวัดมูลค่าของผลผลิต สินค้า และบริการทั้งหมดของประเทศไม่ว่าการผลิตนั้นจะเกิดในประเทศใดๆ ก็ตาม ในบางกรณีอาจใช้ตัวเลขผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product-GDP) แทน ซึ่งเป็นการวัดมูลค่าของผลผลิตสินค้าและบริการทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการผลิตในประเทศนั้น ๆ

❖ ผลผลิตอุตสาหกรรม (Industrial Production) เป็นดัชนีที่แสดงผลผลิตของอุตสาหกรรม อาทิ อุตสาหกรรมเหมืองแร่ ไฟฟ้า และก๊าซ โดยหน่วยงานทางการจะเป็นผู้ประกาศตัวเลขผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีนี้มักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับภาวะเศรษฐกิจและวัฏจักรธุรกิจ

❖ รายได้ส่วนบุคคล (Personal Income) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงรายได้ส่วนบุคคลก่อนหักภาษี ซึ่งจะสะท้อนอำนาจซื้อของประชากร โดยสามารถอธิบายพฤติกรรมการณ์ของผู้บริโภคเมื่อรายได้ส่วนบุคคลเปลี่ยนแปลงไป

- ❖ ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) เป็นดัชนีที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าและบริหารในแต่ละงวด ซึ่งสามารถใช้เป็นเครื่องมือวัดภาวะเงินเฟ้อได้อีกวิธีหนึ่ง
- ❖ ดัชนีราคาผู้ผลิต (Producer Price Index) เป็นดัชนีที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าในแต่ละช่วงของการผลิต ตั้งแต่วัตถุดิบไปจนถึงสินค้าสำเร็จรูป ดัชนีราคาผู้ผลิตนี้สามารถใช้เป็นเครื่องมือบ่งบอกถึงภาวะเงินเฟ้อ
- ❖ อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เป็นตัวเลขที่แสดงอัตราร้อยละของผู้ว่างงานในระบบเศรษฐกิจเทียบกับกำลังแรงงานรวม ซึ่งจะแสดงให้เห็นสภาพเศรษฐกิจโดยเปรียบเทียบว่าเป็นไปในทิศทางที่กำลังขยายตัวหรือหดตัว
- ❖ อัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ยที่ควรนำมาพิจารณาควรเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงและสามารถสะท้อนสภาพคล่องของตลาดเงินได้ดีพอสมควร อัตราดอกเบี้ยซึ่งกำหนดคงที่เป็นการเฉพาะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ไม่เหมาะที่จะนำมาพิจารณาเพื่อการวิเคราะห์เศรษฐกิจ
- ❖ ปริมาณการขายปลีก (Retail Sales) เป็นตัวเลขที่แสดงยอดและการเปลี่ยนแปลงการขายปลีกนี้จะมีความสัมพันธ์กับการผลิต เช่น เมื่อตัวเลขการขายปลีกชะลอตัวลงเป็นระยะเวลานาน ก็อาจจะมีการลดการผลิตในช่วงเวลาต่อไป เป็นต้น

ในบางประเทศซึ่งมีระบบข้อมูลเศรษฐกิจที่ครบถ้วนอาจมีตัวเลขเศรษฐกิจอื่น ๆ เพิ่มเติมที่จะช่วยให้การวิเคราะห์เศรษฐกิจมีความชัดเจนมากขึ้น

## 2) การพิจารณานโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล

### 2.1) นโยบายการคลัง

นโยบายการคลังซึ่งประกอบด้วยนโยบายด้านรายรับ ได้แก่ นโยบายที่เกี่ยวข้องกับภาษี และที่เกี่ยวข้องกับรายรับอื่นที่มีใช้ภาษีอากร นโยบายด้านการใช้จ่ายของรัฐบาล ตลอดจนการจัดการส่วนที่เกินดุล หรือการหาเงินชดเชยส่วนที่ขาดดุล ซึ่งจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยตรง

เมื่อใดที่ยอดการใช้จ่ายของรัฐบาลสูงกว่ายอดรายรับของรัฐบาล หมายความว่า ฐานะการคลังของรัฐบาลอยู่ในสภาพขาดดุล ซึ่งอาจเป็นผลจากการใช้นโยบายการคลังขาดดุล กล่าวคือ รัฐบาลพยายามช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวมากขึ้น โดยเพิ่มการใช้จ่ายทางด้านโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) เช่นการก่อสร้างถนน ระบบคมนาคม เป็นต้น อย่างไรก็ตาม

ตาม ผู้วิเคราะห์จำเป็นต้องให้ความสำคัญกับปริมาณการขาดดุลของรัฐบาลและมาตรการการขาดดุลของรัฐบาล เพื่อที่จะสามารถคาดหวังผลกระทบโดยรวมที่จะเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจในอนาคต

ในทางตรงกันข้าม กรณีที่หยุดการใช้จ่ายของรัฐบาลต่ำกว่ายอดรายรับของรัฐบาล ฐานะการคลังของรัฐบาลอยู่ในสภาพเกินดุล ซึ่งอาจเกิดจากการที่รัฐบาลใช้นโยบายการคลังเกินดุล กล่าวคือ รัฐบาลพยายามชะลออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ และ/หรือชะลอการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ โดยจำกัดการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการของภาครัฐบาลหรือปรับอัตราภาษีอากรให้สูงขึ้น ซึ่งผู้วิเคราะห์จำเป็นต้องศึกษาและวิเคราะห์องค์ประกอบต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินมาตรการทางการคลังของรัฐบาล

## 2.2) นโยบายการเงิน

ธนาคารกลางจะเป็นผู้ดำเนินการเกี่ยวกับนโยบายการเงินของประเทศ โดยมีจุดประสงค์เพื่อควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย นโยบายการเงินนอกจากจะช่วยสนับสนุนนโยบายการคลังแล้ว ยังอาจช่วยในการทำให้เกิดความสมดุลกับผลของนโยบายการคลังด้วย

ธนาคารกลางมีแนวทางปฏิบัติในอันที่จะแก้ปัญหาเศรษฐกิจได้หลายแนวทาง แนวทางแรกคือ ธนาคารกลางสามารถเปลี่ยนแปลงเงินสำรองตามกฎหมาย (Legal Reserve Requirement) ได้ การที่ธนาคารกลางประกาศเพิ่มอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมายจะมีผลกระทบต่อปริมาณเงิน กล่าวคือ ระบบการเงินจะมีเงินสดสำรองส่วนเกินลดลง และธนาคารพาณิชย์ก็สามารถปล่อยกู้ได้ลดลง สำหรับการลดอัตราเงินสดสำรองตามกฎหมายจะมีผลต่อปริมาณเงินในทางตรงกันข้าม กล่าวคือระบบการเงินจะมีเงินสดสำรองส่วนเกินเพิ่มขึ้น และธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยเงินกู้ได้เพิ่มขึ้น

สำหรับแนวทางประการต่อไปคือ ธนาคารกลางยังสามารถเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยซื้อลด (Discount Rate) ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารเรียกเก็บจากธนาคารพาณิชย์ในการให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมระยะสั้น การลดอัตราดอกเบี้ยซื้อลดจะมีผลกระทบต่อเนื่องไปยังการกระจายเงินกู้ยืมไปยังอุตสาหกรรม และธุรกิจต่างๆ ด้วย นอกจากนั้นธนาคารกลางยังอาจจะยังกำหนดแนวทางการดำเนินงานทางด้านดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ เช่น นโยบายการให้เครดิตทั้งในด้านอัตราการขยายตัว หรือเกี่ยวกับภาคเศรษฐกิจที่ได้รับสินเชื่อ เป็นต้น

การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดพันธบัตร (Open Market Operation) ก็เป็นอีกแนวทางหนึ่งของเครื่องมือของนโยบายการเงิน เมื่อธนาคารกลางขายหลักทรัพย์ในตลาดการเงินจะทำให้ปริมาณเงินลดลง ในขณะที่เดียวกันอุปทานของหลักทรัพย์หรือพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาของพันธบัตรจะสูงขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนเกิดแรงจูงใจในการซื้อมากขึ้น ธนาคาร

กลางจะสามารถปรับสภาพอุปสงค์และอุปทานของเงินโดยขายหลักทรัพย์ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินต่าง ๆ และประชาชนทั่วไป

### 3) การพิจารณาภาพรวมของเศรษฐกิจเพื่อการวิเคราะห์หลักทรัพย์

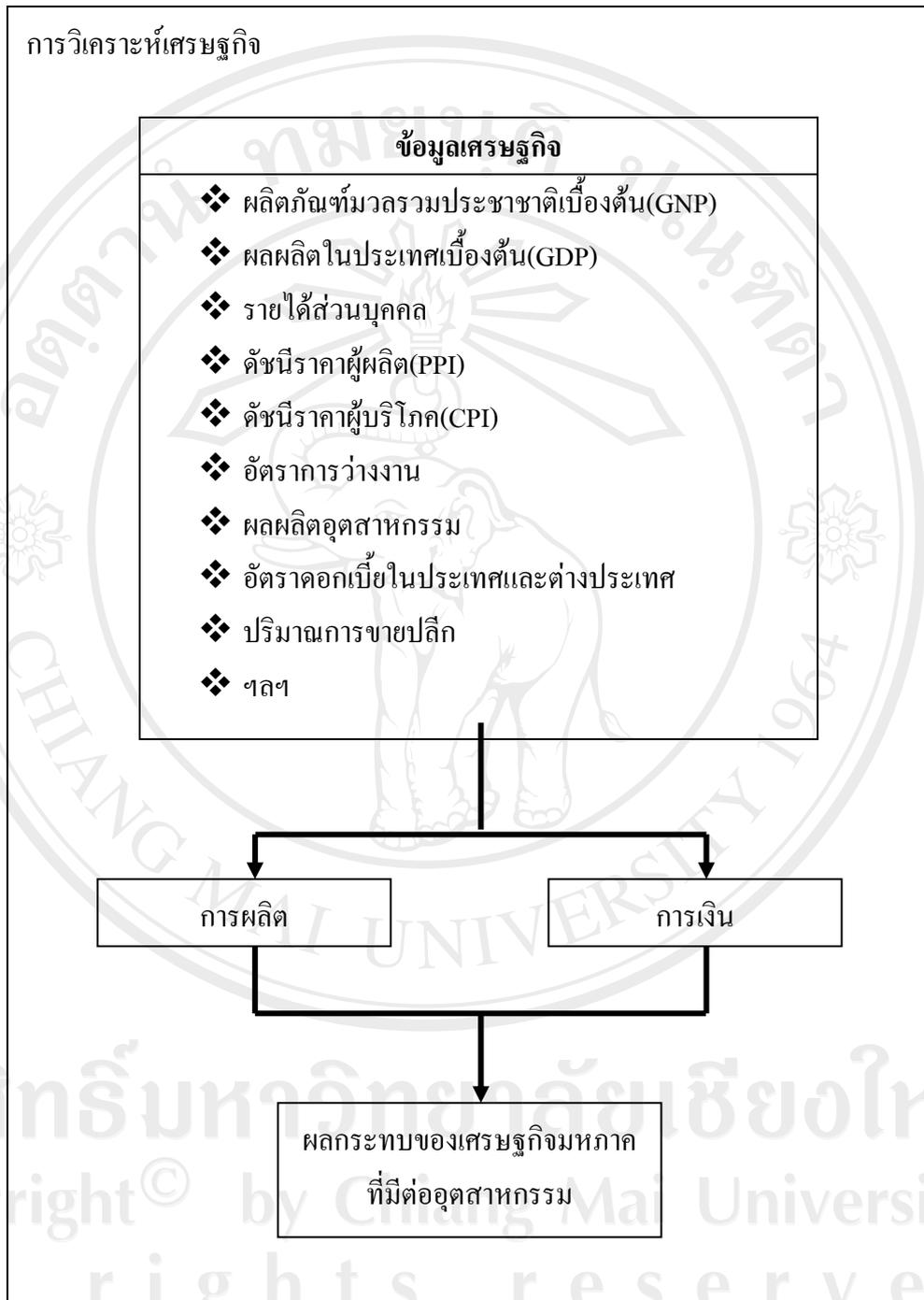
จะเห็นว่าการวิเคราะห์เศรษฐกิจทั่วไปเกี่ยวข้องกับการศึกษาปัจจัยหลายอย่างประกอบกัน อาทิ วัฏจักรธุรกิจ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง อัตราเงินเฟ้อ การใช้จ่ายของผู้บริโภคและของธุรกิจ ซึ่งการพิจารณาปัจจัยดังกล่าว ผู้วิเคราะห์จะต้องวิเคราะห์องค์ประกอบต่าง ๆ และใช้เป็นแนวทางในการสรุปภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศ

การวิเคราะห์ภาพรวมของเศรษฐกิจจะทำให้สามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการพิจารณาได้อย่างน้อย 2 แนวทางคือ

แนวทางแรก ภาพรวมของเศรษฐกิจทำให้สามารถกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุนที่น่าสนใจ อาทิ จากการวิเคราะห์เศรษฐกิจพบว่า การใช้จ่ายของภาคธุรกิจมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นมาก ก็อาจจะพิจารณาว่าการลงทุนในกิจการที่เป็นการผลิตสินค้าประเภททุน ได้แก่ การผลิตเครื่องจักร เครื่องมือต่าง ๆ เป็นการลงทุนที่น่าสนใจหรือพบว่า การใช้จ่ายภาครัฐบาลมีแนวโน้มลดลง ก็อาจพิจารณาหลีกเลี่ยงการลงทุนในกิจการที่มีลักษณะขึ้นลงตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ เป็นต้น

แนวทางที่สอง จากการใช้ภาพรวมของเศรษฐกิจกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุนก็อาจนำไปพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับสภาพของอุตสาหกรรมและบริษัทว่าอุตสาหกรรมและบริษัทนั้นๆ ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจอย่างไรต่อไป

รูปที่ 3.2 กระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548)



## 2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

### 1) วัฏจักรธุรกิจและการวิเคราะห์อุตสาหกรรม

โดยทั่วไป การเปลี่ยนแปลงในการประกอบกิจการของธุรกิจจะหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle) กล่าวคือ ในระยะเริ่มแรกของการประกอบธุรกิจจะอยู่ในภาวะขยายตัว (Expansion) โดยที่ธุรกิจจำเป็นต้องใช้กลยุทธ์การตลาดเข้ามาสนับสนุนการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้ก้าวเข้าสู่ภาวะรุ่งเรือง (Boom) ธุรกิจจะดำรงอยู่ในภาวะรุ่งเรืองในช่วงระยะเวลาหนึ่ง หลังจากนั้น ก็จะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) โดยอาจเกิดจากสาเหตุหลายประการ อาทิ คู่แข่งมีสินค้าหรือบริการที่มีคุณภาพทัดเทียมกันหรือมีคุณภาพสูงกว่า ทำให้ผู้บริโภคมีความนิยมในสินค้าของบริษัทน้อยลง ซึ่งหากไม่มีการปรับปรุงหรือแก้ไขธุรกิจก็จะเข้าสู่ภาวะตกต่ำ (Depression) ซึ่งอาจจะส่งผลให้บริษัทเลิกกิจการได้

อย่างไรก็ตาม เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้ก้าวเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในขณะที่ยังอยู่ในภาวะรุ่งเรือง ธุรกิจจะมีการปรับปรุงด้านการผลิต การตลาดและการบริหาร เช่น ธุรกิจอาจจะใช้กลยุทธ์การส่งเสริมการขาย (Promotion) ปรับปรุงช่องทางการจำหน่าย (Distribution) พัฒนาและปรับปรุงคุณภาพของสินค้าให้ดีขึ้น เปลี่ยนแปลงรูปแบบของบรรจุภัณฑ์ (Packaging) ให้ดึงดูดผู้บริโภค หรือใช้กลยุทธ์ราคา (Pricing) มาเป็นเครื่องกระตุ้นการบริโภคสินค้าและบริการ หรือมีการออกสินค้าใหม่มาทดแทนสินค้าเดิมที่มีอยู่ เนื่องจากสินค้านั้นไม่เป็นที่ต้องการของตลาดแล้ว ซึ่งกลยุทธ์เหล่านี้อาจทำให้ธุรกิจกลับฟื้นตัวขึ้นใหม่ (Revival) และเข้าสู่ภาวะขยายตัว (Expansion) แล้วหมุนเวียนเข้าสู่ภาวะต่าง ๆ ของวัฏจักรธุรกิจอีกครั้งหนึ่ง

อุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะได้รับผลกระทบจากวัฏจักรธุรกิจแตกต่างกันไป เช่น อุตสาหกรรมประเภทสินค้าบริโภคคงทน ซึ่งได้แก่ รถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น มีปัจจัยที่สำคัญคือ รายได้ของประชาชน อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมบางประเภทก็ไม่ได้รับผลกระทบจากวัฏจักรธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ เช่น อุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าเกี่ยวกับสิ่งจำเป็นในชีวิตประจำวัน ได้แก่ อาหาร เครื่องดื่ม และยา เป็นต้น

ในการคาดคะเนเกี่ยวกับภาวะอุตสาหกรรม โดยพิจารณาวัฏจักรธุรกิจตลอดจนปัจจัยที่มีผลกระทบอื่นๆ อาจพิจารณาโดยการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 5 กลุ่มใหญ่ๆ ดังนี้

กลุ่มที่ 1 - อุตสาหกรรมสินค้าแปรรูป ซึ่งขึ้นอยู่กับวัตถุดิบที่จะนำมาเข้าสู่กระบวนการแปรรูปต่อไปเป็นสำคัญ เช่น อุตสาหกรรมอาหารกระป๋อง เป็นต้น

กลุ่มที่ 2 - อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่ใช้สิ้นเปลือง เช่น อาหารและเครื่องดื่ม เครื่องนุ่งห่ม ของใช้ประจำวัน ซึ่งขึ้นอยู่กับรายได้ของประชาชนโดยส่วนรวมเป็นหลัก

กลุ่มที่ 3 -อุตสาหกรรมสินค้าบริโภคคงทน เช่น รถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า ซึ่งปัจจัยที่มีผลกระทบสำคัญ ได้แก่ รายได้และภาวะสินเชื่อ

กลุ่มที่ 4 -อุตสาหกรรมเพื่อการส่งออก ซึ่งปัจจัยที่มีผลกระทบสำคัญจะ ได้แก่ ความต้องการและราคาสินค้าในตลาดโลก นโยบายการค้าของรัฐบาล

กลุ่มที่ 5 -อุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับการเงินการธนาคาร ซึ่งขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ นโยบายการบริหารสินทรัพย์และหนี้สิน

## 2) วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม สิ่งที่ผู้วิเคราะห์ควรจะทราบก็คือวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรมของแต่ละอุตสาหกรรม โดยการพิจารณาวงจรอุตสาหกรรมจะวิเคราะห์ปัจจัยต่อไปนี้

- ❖ ประเภทของอุตสาหกรรมที่พิจารณา เช่น อุตสาหกรรมนั้นมีลักษณะผูกขาดหรือมีคู่แข่งในอุตสาหกรรมเป็นจำนวนมาก
- ❖ อุตสาหกรรมนั้นๆ อยู่ภายใต้กฎหมายและระเบียบข้อบังคับใดของทางการ กฎหมายและระเบียบข้อบังคับดังกล่าวเข้มงวดหรือไม่อย่างไร
- ❖ อุตสาหกรรมนั้นต้องพึ่งพาการพัฒนาด้านเทคโนโลยีหรือไม่ อย่างไร
- ❖ ตัวแปรทางเศรษฐกิจใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมนั้นๆ เช่น ตัวแปรอุปสงค์มวลรวม อัตราดอกเบี้ย ภาวะการแข่งขันจากต่างประเทศ เป็นต้น

การพิจารณาดังกล่าวทำให้ทราบถึงวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งอาจจำแนกออกเป็น 4 ระยะดังนี้

**2.1) ระยะเริ่มพัฒนา (Initial Development Stage)** ระยะนี้เป็นระยะที่อุตสาหกรรมเพิ่งเริ่มก่อตั้ง ระดับความเสี่ยงมักสูง ถ้าเป็นบริษัทเล็กมีความจำเป็นต้องนำผลกำไรของบริษัทไปใช้ในการลงทุน บริษัทเหล่านี้จึงมักไม่จ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นน้อย ถ้าการดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จในตลาด อุปสงค์ของสินค้าของบริษัทนั้นก็เพิ่มขึ้น ทำให้ยอดขายผลกำไร และสินทรัพย์เพิ่มขึ้น หลังจากนั้นอุตสาหกรรมจะก้าวเข้าสู่ระยะที่ 2

**2.2) ระยะเจริญเติบโต (Growth)** ในระยะนี้ สินค้าเป็นที่ยอมรับของตลาดและผู้ลงทุน สามารถมองเห็นแนวโน้มของอุตสาหกรรมได้ชัดเจนขึ้น ยอดขายและผลกำไรจากทรัพย์สินจะเพิ่มขึ้น ในอัตราที่สูง แต่ผลกำไรที่ได้รับจำนวนมากนั้นยังจำเป็นต้องนำไปลงทุนต่อเพื่อให้สามารถผลิตสินค้ามารองรับความต้องการของตลาดได้ รวมทั้งเพื่อนำผลกำไรนั้นไปขยายกิจการและอุตสาหกรรมจะเข้าสู่ระยะที่ 3 ต่อไป

**2.3) ระยะขยายตัว (Expansion)** ในระยะขยายตัวนี้ อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายและผลกำไรยังเป็นไปในทางบวกแต่เป็นอัตราที่ชะลอตัวลงจากระยะที่ 2 เนื่องจากมีคู่แข่งเข้ามาแย่งส่วนแบ่งในตลาดมากขึ้น อุตสาหกรรมที่อยู่ในระยะนี้ได้มีการขยายกิจการไปมากและมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้น

**2.4) ระยะอิ่มตัวหรือเสื่อมถอย (Maturity or Decline)** ระยะนี้อุปสงค์ในสินค้าลดน้อยถอยลงและบริษัทต่าง ๆ เริ่มออกจากอุตสาหกรรม ถ้าบริษัทในอุตสาหกรรมไม่สามารถปรับปรุงและพัฒนากลยุทธ์ทางการตลาดหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงสินค้าและบริการให้สนองตอบต่อความต้องการของผู้บริโภคได้ อุตสาหกรรมนั้นก็อาจจะเข้าสู่ระยะเสื่อมถอยได้

### 3) โครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรม

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรมจำเป็นต้องพิจารณาโครงสร้างการแข่งขันในแต่ละอุตสาหกรรมด้วยว่ามีความแข็งแกร่งทางการแข่งขันเพียงใด ปัจจัยที่พิจารณาดังกล่าวประกอบด้วย :

**3.1) การแข่งขันที่เป็นอยู่ (Rivalry Among Existing Competitors)** ในการวิเคราะห์ว่าการแข่งขันในอุตสาหกรรมมีความรุนแรงและความคงอยู่ยาวนานเพียงใด ต้องพิจารณาจำนวนของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมและขนาดของบริษัท หากบริษัทคู่แข่งมีขนาดใกล้เคียงกับบริษัทที่พิจารณาย่อมสร้างความกดดันในการแข่งขันมากยิ่งขึ้น นอกจากนั้น ควรพิจารณาคู่แข่งในต่างประเทศทั้งในปัจจุบันและอนาคตด้วย โดยการวิเคราะห์อุตสาหกรรมในระดับตลาดโลกเนื่องจากในปัจจุบันการค้าระหว่างประเทศได้มีการพัฒนาขยายตัวและเชื่อมโยงไปทั่วโลก จึงต้องพิจารณาบริษัทคู่แข่งต่างชาติที่อาจมีเงินทุนและความสามารถในการบริหารที่เข้มแข็งกว่าบริษัทในประเทศ

**3.2) การคุกคามจากคู่แข่งใหม่ (Threat of New Entrants)** ปัจจัยที่จะเป็นอุปสรรคต่อคู่แข่งใหม่ในการเข้าสู่อุตสาหกรรม ได้แก่ ช่องทางทำกำไร ซึ่งก็คือราคาของสินค้าในปัจจุบันเปรียบเทียบกับต้นทุน ความต้องการใช้เงินทุน ช่องทางการจัดจำหน่าย (Distribution Channel) ซึ่งถ้ามีความซับซ้อนและต้องใช้เวลาค่อนข้างมากในการจำแนกแจกจ่าย รวมทั้งต้องเสียค่าใช้จ่ายมาก ก็อาจทำให้ไม่คุ้มกับการที่จะเข้ามาในตลาดสินค้าประเภทนี้ นอกจากนั้น ก็อาจมีนโยบายของรัฐบาลหรือกฎระเบียบของทางการที่จำกัดสิทธิหรือการให้ใบอนุญาตในการประกอบการต่าง ๆ เป็นต้น จะเห็นได้ว่า หากอุตสาหกรรมปราศจากเครื่องกีดขวางเหล่านี้แล้ว คู่แข่งรายอื่น ๆ ย่อมจะเข้ามาแย่งส่วนแบ่งในตลาดได้ง่ายขึ้น และแบ่งปันผลกำไรจากอุตสาหกรรมนี้ไป

**3.3) การคุกคามจากสินค้าที่ใช้ทดแทนกันได้ (Threat of Substitute Products)** อุตสาหกรรมที่มีสินค้าอื่นที่ใช้ทดแทนกันได้ จะทำให้เกิดสภาพการแข่งขันมากขึ้นและมีการแบ่งปันส่วนแบ่งตลาดและผลกำไรกันมากขึ้น เนื่องจากผู้บริโภคสามารถบริโภคสินค้าอื่นที่ใช้ทดแทนกันได้และมีระดับราคาใกล้เคียงหรือต่ำกว่า ตัวอย่างเช่น อุตสาหกรรมอาหารซึ่งประกอบด้วยเนื้อสัตว์ต่าง ๆ ผู้บริโภคอาจจะหันไปบริโภคเนื้อไก่แทนเนื้อหมู โดยคำนึงปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณา ซึ่งก็คือราคา เป็นต้น

**3.4) อำนาจในการต่อรองของผู้ซื้อ (Bargaining Power of Buyers)** ผู้ซื้อมีส่วนในการกำหนดผลกำไรเนื่องจากในการเลือกบริโภคสินค้า ผู้ซื้อสามารถต่อรองราคาของสินค้าหรือเรียกร้องให้มีการพัฒนาคุณภาพของสินค้าให้ดีขึ้นได้ โดยจะนำไปต่อรองพิจารณาระหว่างคู่แข่งเพื่อให้ได้สินค้าและบริการที่มีคุณภาพดีและระดับราคาที่สมเหตุสมผล โดยที่ลูกค้ารายใหญ่ย่อมมีอำนาจในการต่อรองสูงกว่าลูกค้ารายเล็กซึ่งสั่งซื้อสินค้าในปริมาณที่น้อยกว่า

**3.5) อำนาจในการต่อรองของผู้ขาย (Bargaining Power of Suppliers)** ผู้ขายมีอำนาจต่อรองกับผู้บริโภคโดยผ่านการปรับราคาสินค้าหรือลดคุณภาพของสินค้าที่ผลิตลง หากในอุตสาหกรรมนั้นมีผู้ขายน้อยราย ความจำเป็นในการพึ่งพาผู้ขายก็จะยิ่งมีมากขึ้น ทำให้ผู้ขายนั้นมีอำนาจในการต่อรองสูง

ปัจจัยทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้นสามารถใช้ประกอบในการพิจารณาโครงสร้างของการแข่งขันในแต่ละอุตสาหกรรม และสามารถพิจารณาศักยภาพในการทำกำไรในระยะยาวได้ ผู้วิเคราะห์ปัจจัยเหล่านี้ในทุกอุตสาหกรรม เพื่อช่วยในการเลือกอุตสาหกรรมที่สนใจลงทุนต่อไป

#### 4) ปัจจัยทางอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่ต้องพิจารณา

นอกจากปัจจัยหลักดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ผู้วิเคราะห์ควรที่จะพิจารณาปัจจัยอื่นๆ เกี่ยวกับตัวอุตสาหกรรมด้วย เพื่อให้การวิเคราะห์มีความครอบคลุมได้ดียิ่งขึ้น ปัจจัยเหล่านี้ประกอบด้วย

**4.1) โครงสร้างของอุตสาหกรรม** – ได้แก่ การวิเคราะห์ว่าอุตสาหกรรมนั้นมีโครงสร้างแบบผูกขาด กึ่งผูกขาดหรือแข่งขันอย่างสมบูรณ์ ลักษณะโครงสร้างของอุตสาหกรรมจะมีความสำคัญในการวิเคราะห์โครงสร้างราคาและความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อราคาของสินค้า

**4.2) ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์และอุปทาน** – อุปสงค์และอุปทานจะมีผลกระทบต่อราคาคุณภาพของอุตสาหกรรมนั้นๆ และมีผลกระทบต่อความสามารถในการผลิตสินค้าที่มีคุณภาพในระดับราคาที่น่าพอใจ

**4.3) ตัวแปรทางด้านต้นทุน** – โดยทั่วไปต้นทุนของสินค้าได้รับผลกระทบจากปัจจัยหลายประการ อาทิ วัตถุดิบที่มีอยู่ ค่าแรง เป็นต้น

**4.4) กฎระเบียบข้อบังคับของรัฐบาล** – ผู้วิเคราะห์จำเป็นต้องพิจารณา กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมนั้น ๆ เพื่อให้ทราบบรรทัดฐานที่รัฐบาลกำหนดไว้ การเปลี่ยนแปลงหรือการออกกฎหมายใหม่ อาจทำให้อุตสาหกรรมบางประเภทสูญเสียสภาพการ แข่งขันที่เปลี่ยนแปลงได้

### 3. การวิเคราะห์บริษัท

ภายหลังจากที่ผู้ลงทุนได้วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมเพื่อศึกษาถึง ภาวะการลงทุน และประเภทของธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่จะเลือกลงทุนแล้ว ขั้นตอนต่อไปจะเป็น การศึกษาถึงบริษัทที่ควรลงทุนและราคาหลักทรัพย์ที่ควรซื้อ

#### 1) ประเภทของบริษัท และ ประเภทของหลักทรัพย์

ในการวิเคราะห์บริษัทในขั้นแรกจะต้องทำความเข้าใจเกี่ยวกับประเภทของ บริษัทและประเภทของหลักทรัพย์ ทั้งนี้หลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องจัดอยู่ในประเภท เดียวกับบริษัทที่ออกหลักทรัพย์นั้น เนื่องจากการพิจารณาประเภทของหลักทรัพย์นั้น นอกจากจะดู ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทแล้ว ยังต้องพิจารณาลักษณะความเคลื่อนไหวของราคาว่ามี ลักษณะเป็นอย่างไรด้วย เช่น หลักทรัพย์หรือหุ้นที่ออกโดยบริษัทที่เป็น Growth Company อาจจะไม่เป็นหลักทรัพย์ประเภท Growth Stock ในตลาดหุ้นก็ได้ เป็นต้น

##### 1.1) Growth Company and Growth Stock

Growth Company เป็นบริษัทที่มียอดขายและผลกำไรในอดีตที่ผ่านมา สูงกว่ามาตรฐานในอุตสาหกรรมเดียวกัน บริษัทที่มีลักษณะเป็น Growth Company จะมีความสามารถในการบริหาร และมีความเป็นไปได้ที่จะลงทุนในโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนสูง กว่าที่คาดไว้ ดังนั้น ผลที่ได้รับก็คือ ยอดขายและผลกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่า มาตรฐานและของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

สำหรับ Growth Stock เป็นหุ้นของบริษัทที่กำลังเจริญก้าวหน้าและมีผล ประสิทธิภาพดี และมีการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเป็นสัดส่วนน้อย เนื่องจากบริษัทนำเอากำไร สะสมเป็นเงินทุนสำหรับการขยายกิจการ Dividend Yield จึงมีระดับต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ใน ตลาดมักปรับตัวสูงขึ้นอย่างสม่ำเสมอ

##### 1.2) Defensive Company and Stock

Defensive Company จะมีผลกำไรที่มีเสถียรภาพ แม้ว่าในอนาคตสภาพ เศรษฐกิจโดยทั่วไปจะตกต่ำก็ตาม ได้แก่ กิจการสาธารณูปโภค บริษัทที่ผลิตและจำหน่ายสินค้าที่ จำเป็นแก่การครองชีพ เป็นต้น

สำหรับ Defensive Stock หมายถึงหุ้นของบริษัทที่มีผลประกอบการและจ่ายเงินปันผลในช่วงเศรษฐกิจซบเซาได้ดีกว่าหลักทรัพย์อื่นโดยรวม เมื่อมีการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจจะเป็นไปในทางลบ ผู้ลงทุนควรสนใจลงทุนในหุ้นประเภทนี้ เนื่องจากลักษณะของหุ้นประเภทนี้ค่อนข้างมีการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่มากนัก เมื่อภาวะเศรษฐกิจไม่แน่นอนหรือตกต่ำ

หลักทรัพย์ที่จัดอยู่ในประเภท Defensive ได้แก่ หุ้นกิจการสาธารณูปโภค เนื่องจากหลักทรัพย์เหล่านี้มีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างช้า ๆ แต่มีแนวโน้มสูงขึ้นตลอดเวลา ซึ่งลักษณะนี้เกิดขึ้นรวมทั้งในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจรุ่งเรือง ลักษณะอีกประการหนึ่งของหลักทรัพย์ประเภทนี้ คือ หลักทรัพย์นี้จะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ราคาหลักทรัพย์ประเภทนี้จะมีราคาสูงขึ้น

นอกจากหลักทรัพย์ของกิจการสาธารณูปโภคแล้ว หลักทรัพย์ในประเภทนี้ ยังได้แก่ หลักทรัพย์ของบริษัทผลิตเครื่องดื่ม บริษัทอาหารและยา เป็นต้น

### 1.3) Cyclical Company and Stock

ผลกำไรของยอดขายของบริษัทประเภท Cyclical Stock เป็นหุ้นที่มีลักษณะตรงกันข้ามกับ Defensive Stock คือเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีกำไรเปลี่ยนแปลงตามวงจรธุรกิจ เมื่อภาวะเศรษฐกิจดีขึ้น ผลประกอบการของธุรกิจจะดีขึ้นและมีการเจริญเติบโต ราคาของหลักทรัพย์ก็จะสูงขึ้นตาม ในทางตรงกันข้าม เมื่อภาวะเศรษฐกิจซบเซาผลประกอบการของธุรกิจจะลดลงอย่างมาก

Cyclical Stock ได้แก่ หุ้นของอุตสาหกรรมประเภทวัสดุก่อสร้าง ยื่อกะดาษและกระดาษ เครื่องมือและเครื่องจักร ยานพาหนะและอุปกรณ์ วัสดุก่อสร้าง รวมทั้งอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าฟุ่มเฟือย

### 1.4) Speculative Company and Stock

Speculative Company คือ บริษัทที่ได้รับผลตอบแทนสูงในขณะที่ยอมรับระดับความเสี่ยงที่สูง บริษัทที่จัดอยู่ในประเภทนี้ ได้แก่ บริษัทที่ริเริ่มคิดค้นสิ่งใหม่ ๆ ที่ค่อนข้างใช้ความเสี่ยงสูง เช่นการขุดเจาะน้ำมัน เหมืองแร่ เป็นต้น

สำหรับ Speculative Stock เป็นหลักทรัพย์ที่ดึงดูดผู้ลงทุนที่ต้องการเก็งกำไรได้เป็นอย่างดี ไม่มีความมั่นคงถาวร และมีการปรับตัวขึ้นลงอย่างรวดเร็วตามอุปสงค์และอุปทานของตลาด ดังนั้นจึงมีอัตราความเสี่ยงสูงมาก

หลังจากที่ได้ทำความเข้าใจเกี่ยวกับประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์แล้ว ลำดับต่อไปของการวิเคราะห์บริษัท แบ่งได้เป็น 2 ลักษณะคือ การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ

## 2) การวิเคราะห์บริษัทเชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis)

การวิเคราะห์ธุรกิจเชิงคุณภาพ เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้แก่ อัตราการขยายตัวในอดีตและเมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่ง ส่วนแบ่งตลาด โครงสร้างเงินทุน โครงสร้างการขยายโรงงานในอนาคต การขยายช่องทางการจำหน่ายสินค้าที่ได้เตรียมการไว้ ความสัมพันธ์ระหว่างบุคลากรในบริษัท เป็นต้น เพื่อให้ง่ายแก่การเข้าใจ ผู้วิเคราะห์สามารถดูตัวอย่างการวิเคราะห์เชิงคุณภาพที่สำคัญๆ บางประการดังนี้ คือ

**2.1) ขนาดของบริษัท (Size of the Firm)** ผู้วิเคราะห์ควรจะพิจารณาขนาดของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบธุรกิจขนาดเล็กทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และได้เปรียบในด้านสภาพการแข่งขันในตลาด เป็นต้น

**2.2) อัตราการขยายตัวในอดีต (Past Rate of Growth)** ในการประมาณการผลกำไรของบริษัทในอนาคตเพื่อกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น ผู้วิเคราะห์อาจใช้อัตราการขยายตัวในอดีตเป็นบรรทัดฐาน ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่อัตราการขยายตัวในอนาคต จะเท่ากับอัตราการขยายตัวในอดีตหรือในกรณีที่บริษัทมีจุดเด่นหรือข้อได้เปรียบที่แสดงให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะมีการพัฒนาก้าวหน้าทั้งจากการเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีตและมาตรฐานอุตสาหกรรมอัตราการขยายตัวก็น่าจะสูงขึ้น

**2.3) ลักษณะของผลิตภัณฑ์ (Nature of the Products)** ลักษณะของสินค้าในบริษัทเป็นลักษณะใด หากเป็นสินค้าที่จำเป็นในชีวิตประจำวัน อุปสงค์ในสินค้าจะมีเสถียรภาพมาก ซึ่งจะส่งผลให้กำไรของบริษัทที่ผลิตหรือจำหน่ายสินค้านั้นจะมีเสถียรภาพมากกว่าบริษัทที่ผลิตสินค้าประเภทอื่น

**2.4) ชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์ (Brand Names)** กรณีที่บริษัทมีชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์เป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับบุคคลทั่วไป โอกาสในการทำกำไรของธุรกิจก็สูงขึ้นไปด้วย

**2.5) โครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure)** โครงสร้างของเงินทุนจะแตกต่างกันไปตามนโยบายของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีโครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ย่อมจะมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่าธุรกิจที่มีเงินทุนส่วนใหญ่มาจากหนี้สิน

**2.6) การกระจายของผลิตภัณฑ์ (Diversification)** ธุรกิจผลิตหรือจำหน่ายสินค้าและบริการหลายชนิดและมีชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์หลายชื่อย่อมจะสามารถมีส่วนแบ่งในตลาดได้มากกว่าธุรกิจที่มีการกระจายของผลิตภัณฑ์น้อย และย่อมสามารถลดความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอนของการประกอบการได้มากกว่า

**2.7) ผู้บริหารระดับสูง (Top Management)** คณะผู้บริหารนับเป็นทรัพยากรที่มีค่ายิ่งของธุรกิจ หากผู้บริหารของบริษัทใด มีความสามารถในการบริหารและเสริมสร้างสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้ได้บังคับบัญชา รวมทั้งมีประสบการณ์และความชำนาญในการประกอบธุรกิจประเภทนั้นแล้ว ย่อมจะทำให้การดำเนินงานของธุรกิจนั้นมีโอกาสประสบความสำเร็จสูง

**2.8) ความสามารถทางการคิดค้นและเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ (Research & Product Development Resources)** บริษัทที่มีความสามารถคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่จะเป็นผู้ที่ริเริ่มและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่นั้นในตลาด หากสินค้านั้นเป็นที่ยอมรับในช่วงแรก บริษัทก็จะสามารถทำกำไรได้สูงโดยปราศจากคู่แข่ง และยังสามารถพัฒนาสินค้านั้นให้มีคุณภาพดียิ่งขึ้นมากกว่าที่คู่แข่งจะตามทัน ทำให้บริษัทมีข้อได้เปรียบกว่าบริษัทที่จะก้าวตามเข้ามาเป็นคู่แข่งในตลาดในภายหลัง

**2.9) พนักงาน (Human Resources)** พนักงานเป็นทรัพยากรที่สำคัญของบริษัท การดำเนินงานของบริษัทจะราบรื่นไปด้วยดีและมีประสิทธิภาพก็ย่อมต้องอาศัยบุคลากรภายในบริษัท บริษัทจึงควรมีการพัฒนาด้านทรัพยากรบุคคลเพื่อป้องกันการเปลี่ยนแปลงหรือผลงงานบ่อย ๆ ซึ่งอาจจะมีผลกระทบถึงการดำเนินงานและผลกำไรของบริษัท

### 3) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นการวิเคราะห์ผลประกอบการของธุรกิจจากงบการเงินในช่วงเวลาหนึ่งทั้งในอดีตและปัจจุบัน ซึ่งในงบการเงินดังกล่าวจะประกอบด้วยส่วนของงบดุล งบกำไรขาดทุน การวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินดังกล่าวจะเป็นการวิเคราะห์รายละเอียดของงบในช่วงระยะเวลาหลายปีต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน ทั้งนี้เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในอดีต ปัจจุบันและในอนาคต โดยเฉพาะในส่วนของผลกำไรและเงินปันผล ทั้งนี้การวิเคราะห์งบการเงินดังกล่าวจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจโครงสร้างด้านการเงินของธุรกิจหลายๆ ด้าน

#### 3.1) การวิเคราะห์งบการเงิน

การวิเคราะห์งบการเงินโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (financial ratio) เป็นเครื่องมือการวิเคราะห์ที่ช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินการของบริษัทซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้ ผู้ลงทุนจะต้องนำมาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์ในอดีต และนำมาเปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ใน อุตสาหกรรมเดียวกัน (เพชร จุมทรัพย์, 2544)

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 การคำนวณนี้ถ้ามีค่ามากก็แสดงถึงความมั่นคงในของเจ้าหนี้ในระยะสั้น คือการมีโอกาสได้รับชำระหนี้สินมีอยู่มากตามโอกาสส่วนที่เกิดขึ้น

$$(1.2) \text{ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (quick ratio) } = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงคลัง}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

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

อัตราส่วนนี้จะเรียกว่า acid-test ratio ก็ได้ อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ โดยการตัดสินค้าคงคลังออก เนื่องจากสินค้าคงคลังเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีความคล่องตัวในการเปลี่ยนเป็นเงินสด

(2) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (*activity ratio*)

$$(2.1) \text{ อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง (inventory turnover) } = \frac{\text{ต้นทุนสินค้าขาย}}{\text{สินค้าคงเหลือถัวเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงความสามารถในการเปลี่ยนสินค้าเป็นจำนวนเงินนับตั้งแต่สินค้าถึงบริษัทจนถึงวันจำหน่ายสินค้านั้นออกไป และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการว่าได้ถือสินค้าคงคลังไว้ในระดับที่น่าพอใจ หรือถือมากเกินไป โดยถ้ายิ่งจำนวนรอบมากก็แสดงว่าฝ่ายจัดการมีประสิทธิภาพมาก

$$(2.2) \text{ อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (account receivable turnover) } = \frac{\text{ยอดขายสุทธิ}}{\text{ลูกหนี้ถัวเฉลี่ย}}$$

หรือระยะเวลาในการเก็บหนี้โดยเฉลี่ย (average collection period)

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

อัตราส่วนนี้แสดงสภาพคล่องของลูกหนี้ว่าจะหมุนเวียนเปลี่ยนสภาพจากลูกหนี้มาเป็นเงินสดได้รวดเร็วเพียงใด และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในการจัดการลูกหนี้เกี่ยวกับนโยบายการให้เครดิต และนโยบายในการเรียกเก็บหนี้ ดังนั้น หากธุรกิจใดเกิดอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ต่ำ หรือมีระยะเวลาในการเก็บหนี้โดยเฉลี่ยหลายวัน แสดงว่านโยบายในการเรียกเก็บของธุรกิจไม่มีประสิทธิภาพ หรืออาจเป็นเพราะธุรกิจมีนโยบายให้เครดิตแก่ลูกหนี้ยาวนาน

(2.3) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (fixed-asset turnover)

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

อัตราส่วนนี้ใช้วัดว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก่อให้เกิดประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านั้นเท่าใด ซึ่งถ้าค่าแสดงว่าธุรกิจไม่สามารถใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่อย่างเต็มประสิทธิภาพ

(3) อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน หรือภาระหนี้สิน (leverage ratio) เพื่อดูแลแหล่งที่มาของเงินทุน และภาระผูกพันของกิจการในระยะยาวประกอบด้วย

(3.1) อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (debt to total assets ratio)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นสัดส่วนการลงทุนว่า สินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้น ใช้เงินทุนจากหนี้สินกี่ส่วน เพื่อเป็นการวัดความเสี่ยงเกี่ยวกับภาระหนี้ในอนาคตของกิจการนั้นๆ

(3.2) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio)

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

อัตราส่วนนี้ใช้สำหรับวัดธุรกิจว่าได้มีการใช้เงินลงทุนภายนอกต่อเงินทุนภายใน(ส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นอย่างไร โดยเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงทั้งในด้านเจ้าของและเจ้าหน้าที่ของกิจการ ถ้าอัตราส่วนนี้ยังสูงแสดงว่ากิจการนี้มีความเสี่ยงสูง

เนื่องจากการกู้ยืมเงินมาใช้ในกิจการมาก อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์จะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนดังกล่าวของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม ถ้าสัดส่วนนี้ล้นต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทต่ำกว่าอุตสาหกรรมแสดงว่าความเสี่ยงทางการเงินยังไม่อยู่ในระดับที่น่าเป็นห่วง

(3.3) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (time interest earned ratio)

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

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

อัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธุรกิจ ซึ่งควรมีค่าไม่ต่ำกว่า 3 และยิ่งสูงก็ยิ่งแสดงความมั่นใจแก่เจ้าหนี้ในการที่จะได้รับชำระดอกเบี้ย และถ้ากำไรจากการดำเนินงานใกล้เคียงกับดอกเบี้ยจ่าย เป็นเครื่องชี้ว่ากิจการกู้เงินมาลงทุนมากเกินไป โดยกำไรที่หามาได้ต้องจ่ายเป็นดอกเบี้ย ซึ่งเจ้าของจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปแบบปันผล ดังนั้นธุรกิจสมควรที่จะลดภาระหนี้ หรือมีการเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยนี้ธุรกิจจะต้องจ่ายเป็นเงินสด ดังนั้น จึงต้องดูการหมุนเวียนของเงินสด (cash flow) ประกอบด้วย

#### (4) อัตราส่วนความสามารถในการหากำไร (profitability ratio)

(4.1) อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (gross profit margin)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายในการผลิตและนโยบายการตั้งราคา

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

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการหากำไรของธุรกิจภายหลังจากที่คิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมดรวมทั้งภาษีเงินได้แล้ว ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าประสิทธิภาพในการผลิตและการขายของฝ่ายจัดการสูง

(4.3) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด(return on assets :

ROA)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

(4.4) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity :

ROE)

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

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นที่เปอร์เซ็นต์ โดยอาจนำไปเปรียบเทียบผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในกิจการอื่น ๆ

### 3.2) การวิเคราะห์หุ้นสามัญตามหลักพื้นฐาน

#### หลักการวิเคราะห์หุ้นสามัญ

1. ความเพียงพอของรายได้ – รายได้ของหุ้นสามัญ คือ เงินปันผล รายได้ที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผล คณะกรรมการของบริษัทจะตั้งเป็นสำรองสะสม เพื่อเก็บไว้จ่ายเงินปันผลในปีที่ธุรกิจไม่ดี หรือเพื่อนำมาใช้ขยายกิจการเป็นการเพิ่มส่วนทุนของธุรกิจ ซึ่งทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้น ซึ่งราคาตลาดของหุ้นจะได้รับอิทธิพลจากนโยบายเงินปันผล ผู้ซื้อจะต้องรู้ในเรื่องของรายได้ และความสม่ำเสมอของเงินปันผล

2. อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ(price-Earning ratio) – อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบ ระหว่างราคาซื้อขายต่อหุ้นกับกำไรสุทธิต่อหุ้น ส่วนกลับของ P/E ratio จะได้ค่า earning yield หรืออัตราผลตอบแทนสุทธิต่อราคาซื้อขาย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิต่อหุ้นจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่เท่ากัน โดยจะส่งผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน

3. การกู้ยืมของธุรกิจ (leverage) – การกู้ยืมนี้ทำให้สัดส่วนของรายได้ผู้ถือหุ้นสูงขึ้น เพราะการออกพันธบัตรจ่ายดอกเบี้ยต่ำ และเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิต่ำ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นจะได้สูง ดังนั้นการกู้ยืมจะให้ประโยชน์ คือทำให้ผลตอบแทนสูง

4. ราคามูลค่าหุ้นตามหลักบัญชี (book value) – คือ จำนวนเงินต่อหุ้นที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับถ้า บริษัทเลิกกิจการ ณ วันนั้น โดยสินทรัพย์ต่าง ๆ สามารถขายได้ในราคาที่ปรากฏ ในบัญชีของบริษัท และเป็น การพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคามูลค่าหุ้นสามัญตามหลักบัญชี (book value) กับราคาตลาด (market price) ผู้ลงทุนใช้ราคาตลาดประเมินได้ในอนาคต หุ้นสามัญส่วนมากจะขายราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าตามหลักบัญชี และถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคามูลค่าตามหลักบัญชีแสดงว่าธุรกิจนั้นใกล้จะล้มละลาย

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

### 3.2 การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

#### 3.2.1 ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model)

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

- 1) อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากของธนาคารออมสิน เป็นต้น
- 2) ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนต้องการจะได้ เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับการลงทุนครั้งนั้น หรือเรียกว่า ผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (risk premium)

การกำหนด discount rate ที่เหมาะสม ซึ่งสามารถใช้สมการถดถอยอย่างง่าย ดังนี้

$$\begin{aligned} E(R_i) &= R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \\ \text{โดย} &= R_f + \beta_i E(R_m) - \beta_i R_f \\ &= (R_f - \beta_i R_f) + \beta_i E(R_m) \\ &= \alpha + \beta_i E(R_m) \end{aligned}$$

โดยกำหนดให้

$$\begin{aligned} E(R_i) &= \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ I} \\ E(R_m) &= \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด} \end{aligned}$$

$$R_f = \text{อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง}$$

$$E(R_m) - R_f = \text{ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (market risk premium)}$$

$$\beta_i = \text{ความเสี่ยงของหลักทรัพย์TOPเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด}$$

ความหมายหรือตัวแปร และวิธีคำนวณค่าตัวแปรแต่ละตัวแปรในสมการที่ใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากหลักทรัพย์ ปรากฏตามตารางดังต่อไปนี้

**ตารางที่ 3.1** 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) [ $E(R_m) - R_f$ ]	ผลต่างระหว่างค่าที่คาดไว้ของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เฉลี่ยทั้งตลาดกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง	ค่าที่คาดไว้ของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เฉลี่ยทั้งตลาด วิเคราะห์จากอดีตโดยใช้ค่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของตลาด + อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้น
ความเสี่ยงของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด [ $\beta_i$ ]	ตัวชี้ความเสี่ยงของหุ้นเทียบกับความเสี่ยงทั้งตลาด	ค่าสัมประสิทธิ์ความชันของสมการถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นนั้น (แกน Y) กับอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (แกน X)

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548)

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

1. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (under value) นักลงทุนควรซื้อหลักทรัพย์นั้น เพื่อหากำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคต เพื่อให้เท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น

2. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (over value) นักลงทุนควรขายหลักทรัพย์นั้น เพื่อป้องกันการขาดทุนจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะต่ำลงในอนาคตมาเท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น

3. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เท่ากับ มูลค่าที่ควรจะเป็น แสดงว่าราคานั้นเป็นราคาดุลยภาพ (equilibrium price) ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงไม่มีกำไร หรือขาดทุนจากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ จึงควรถือหลักทรัพย์นั้นไว้ต่อไป

หลักการประเมินมูลค่าที่แท้จริง

1. พยากรณ์งบกำไรขาดทุนและงบดุลล่วงหน้า โดยวิธีร้อยละของยอดขาย (the percent of sales method) ซึ่งเริ่มต้นด้วยการพิจารณารายการต่าง ๆ ในงบการเงินที่จะเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้ในการขายและบริหาร สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น เป็นต้น และคำนวณรายการต่าง ๆ เหล่านั้นเป็นอัตราร้อยละของยอดขาย โดยสมมติว่ารายการต่าง ๆ นั้น เปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เมื่อได้ตัวเลขประมาณการของยอดขายแล้วก็จะสามารถพยากรณ์รายการต่าง ๆ ในงบการเงินได้

2. พยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{FCFE} = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ค่าเสื่อมราคา} + \text{ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในอาคาร} \\ \text{และอุปกรณ์สุทธิ} - \text{การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ใน} \\ \text{การดำเนินงานสุทธิ} - \text{การจ่ายเงินกู้}$$

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

$$\text{Value of Stock} = \text{PV of FCFE During Extraordinary Phase} + \text{PV of Terminal Price}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

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

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

$r = R_i$  คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์คำนวณได้จากสมการ CAPM

$g_n = \text{อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดแบบตลอดปีไปหลังปีที่ } n$

### 3.2.2 ทฤษฎี Quantiles via Optimization

ทฤษฎี การวิเคราะห์ แควนไทล์ (Quantiles) มีความเกี่ยวข้องกับกระบวนการจัดลำดับ (Operation of ordering) และการจัดเรียงลำดับการสังเกตกลุ่มตัวอย่าง (Sorting the sample observation) และยังไม่สามารถแยกจากกันได้ แท้จริงแล้วอาจกล่าวได้ว่าทั้งสองคือ คำจำกัดความของ ทฤษฎีการวิเคราะห์ แควนไทล์ (Quantiles) ดังนั้น เราจึงสามารถตีความหมายของ การวิเคราะห์ แควนไทล์ (Quantiles) ได้โดยผ่านทางเลือกอย่างง่ายและรวดเร็ว ในเรื่องของ จุดที่ดีที่สุด (Optimization) เราสามารถให้คำจำกัดความของค่ามัธยฐาน (Median) เพื่อแก้โจทย์เกี่ยวกับการลดผลรวมของ ค่าสมบูรณ์คงเหลือ (Absolute residuals) เช่นเดียวกับการให้คำจำกัดความเรื่องค่าเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่าง เพื่อแก้ปัญหาลดผลรวมของ ค่ากำลังสองที่เหลือ (Squared residuals) ส่วนความสมมาตร (Symmetry) ของฟังก์ชันค่าสัมบูรณ์แบบเชิงเส้นเป็นช่วง (Piecewise linear absolute value function) แสดงให้เห็นว่า การลดผลรวมของ ค่าสมบูรณ์ (absolute residuals) จะต้องเท่ากับจำนวนที่เหลือ (residuals) บวกและลบ ดังนั้นจึงเป็นการเน้นให้เห็นว่า จำนวนการสังเกตด้านบนและล่างมัธยฐานมีจำนวนเท่าเดิม

เนื่องจากความสมมาตร (Symmetry) ของ ค่าสัมบูรณ์ (absolute value) ส่งผลถึงมัธยฐาน และในบางครั้ง ถึง การลดผลรวมของค่าสัมบูรณ์คงเหลือ (absolute residuals) ที่ได้รับการวัดอย่างไม่สมมาตร กล่าวคือการให้น้ำหนักค่าที่เหลือ (residuals) ที่เป็นบวกและลบต่างกัน ทำให้เกิดแควนไทล์ (Quantiles) ซึ่งในกรณีนี้จะใช้สูตร

$$\min_{\xi} \sum \rho_T(y_i - \xi)$$

โดยที่ฟังก์ชัน  $\rho_T(\cdot)$  เป็นฟังก์ชันค่าสัมบูรณ์ (absolute value) หลัก ตามรูปที่ 1 ซึ่งส่งผลให้เกิด Tth แควนไทล์อย่างง่าย (Sample Quantile) ตามผลลัพธ์ (การคำนวณอย่างเป็นทางการ จะต้องคำนวณ directional derivatives โดยใช้  $\xi$ )

หลังจากที่สามารถหาคำนิยามแควนไทล์โดยปราศจากเงื่อนไข (Unconditional quantiles) ในปัญหาจุดที่ดีที่สุด (Optimization) ได้แล้ว การหาคำนิยามแควนไทล์แบบมีเงื่อนไข (Conditional Quantiles) ในแบบวิธีที่คล้ายกัน จึงเป็นเรื่องง่าย การวิเคราะห์แบบถดถอย (Least squares regression) สามารถใช้เป็นต้นแบบสำหรับขั้นตอนต่อไปได้ แต่ถ้ามีการสุ่มตัวอย่าง ( $y_1, y_2, \dots, y_n$ ) จะใช้สูตรดังต่อไปนี้



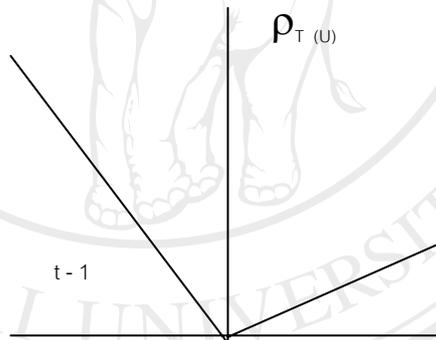
$$\min_{\xi \in \mathcal{R}} \sum_{i=1}^n (y_i - \mu)^2$$

เราจะได้ค่าเฉลี่ยตัวอย่างประชากร โดยปราศจากเงื่อนไข (Unconditional Population mean) โดยประมาณ และค่า  $EY$  หากเราแทนที่สเกล  $\mu$  ด้วย ฟังก์ชันพารามเมตริก  $\mu(x, \beta)$  จะใช้สูตร

$$\min_{\xi \in \mathcal{R}} \sum_{i=1}^n (y_i - \mu(x_i, \beta))^2$$

เราจะได้ค่าฟังก์ชันคาดหวังโดยมีเงื่อนไข (Conditional expectation function)  $E(Y/x)$  โดยประมาณ

### รูปที่ 3.3 ความสัมพันธ์แควนไทล์ ฟังก์ชัน $\rho$



ที่มา: Bollerslev (1986)

สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แควนไทล์ (quantile regression) เราจะใช้การคำนวณแบบเดียวกัน การที่เราจะได้ค่าฟังก์ชันมัธยฐานแบบมีเงื่อนไข (Conditional median function) โดยประมาณ เราจะต้องแทนที่สัดส่วน  $\xi$  ในสูตรแรกด้วยฟังก์ชันพารามเมตริก  $\xi(x_i, \beta)$  และตั้งค่า  $T$  ที่  $\frac{1}{2}$  ค่าความแปรปรวน (Variants) ของการคำนวณแบบนี้ได้รับการเสนอในช่วงกลางศตวรรษที่ 18 โดย Boscoich และได้รับการพัฒนาโดย Laplace และ Edge worth เพื่อให้ได้ค่าฟังก์ชันแควนไทล์แบบมีเงื่อนไข (Conditional quantile functions) อื่นๆ โดยประมาณ เราจะแทนค่าสัมบูรณ์ (absolute values) ด้วย  $PT(.)$  ดังนี้

$$\min_{\xi} \sum \rho_T(y_i - \xi(x_i, \beta))$$

การแก้โจทย์ที่ทำให้น้อยที่สุด(minimization) ในกรณีที่  $(X, \beta)$  จัดอยู่ในฐานะฟังก์ชันแบบเชิงเส้นของตัวแปร(parameters) เราสามารถใช้วิธีโปรแกรมเชิงเส้น (Linear programming methods)



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
 Copyright© by Chiang Mai University  
 All rights reserved