



# การสนับสนุนจากหุ้นของ IBM

**INVESTOR'S EDUCATIONAL SERIES**

# สารบัญ

พีอีเรโซ (P/E Ratio หรือ PER) ตัวเลขยอดนิยมของคนเล่นหุ้น-----	1
ความสามารถในการเจริญเติบโตของบริษัท-----	2
ความเสี่ยง-----	2
การวัดความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้น-----	4
เงินปันผล-----	5
คุณภาพของสินทรัพย์-----	6
ความสามารถของผู้บริหาร-----	7
การประเมินราคาหุ้นอย่างง่าย-----	7
การเบี่ยงเบนของราคาหุ้นจากราคาที่ควรจะเป็นและการแก่งกำไร-----	9

*This page is intentionally left blank*

# การประเมินมูลค่าหุ้น

การประเมินมูลค่าหุ้นเป็นทั้งศาสตร์และศิลป์ ในแง่ของความเป็นศาสตร์ แนวความคิดเกี่ยวกับการประเมินค่าหุ้นตั้งอยู่บนพื้นฐานของทฤษฎีการเงิน ที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด และความเสี่ยงในการลงทุน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากนักลงทุนทุกคนมีความคิดเห็น และทัศนคติต่อปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อตลาดแตกต่างกัน ความคิดเห็นของนักลงทุนทุกคนรวมกันขึ้นมาเป็นตัวกำหนดภาวะตลาด ดังนั้น ความเป็นศิลป์ของการประเมินมูลค่าหุ้นจึงอยู่ที่ว่าเราสามารถคาดการณ์ได้ตรงกับการตอบสนอง ที่นักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดที่จะกระทำได้มากน้อยเพียงใด ดังที่ J.M. Keynes ปราชญ์ทางเศรษฐศาสตร์ ได้เคยกล่าวไว้ว่า “หุ้นก็เหมือนกับการประกวดนางงาม คนที่เตอะกรรมการส่วนใหญ่ได้มากที่สุดคือผู้ชนะ”

ในที่นี้ เราจะมาทำความเข้าใจกันเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อการกำหนดราคาหุ้น ความเข้าใจดังกล่าวจะช่วยให้เราสามารถประเมินสถานะการณ์ได้ดียิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม ควรเข้าใจด้วยว่าความรุนแรง และผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีต่อราคาหุ้นอาจจะแตกต่างกันไป เมื่อสถานะการณ์เปลี่ยนไป ในบางขณะผู้คนอาจให้ความสำคัญกับปัจจัยหนึ่ง ๆ มากกว่าปัจจัยอื่น ๆ และในบางขณะ ผู้คนอาจจะไม่สนใจปัจจัยนั้น ๆ เลยก็ได้

หุ้นก็ยังคงเหมือนนางงาม ถ้าคุณจะพนันว่า ใครจะชนะการประกวด คุณก็ต้องเดาใจกรรมการส่วนใหญ่ ซึ่งในกรณีนี้ ก็คือ ผู้เล่นทุกคนในตลาด ว่าส่วนไหนของนางงามจะเป็นส่วนที่เตอะมากที่สุด บทความนี้ พยายามจะพูดถึงว่าจะคุณงามควรจะดูกันที่ไหน มีวิธีการดูอย่างไรบ้าง ซึ่งเป็นวิธีมาตรฐานในรูปแบบต่างๆ แต่สายตากกรรมการปีนี้จะเน้นส่วนไหน คงต้องไปค้นหากันเอาเอง อย่าลืมว่า รสนิยม และแฟชั่นเป็นอะไรที่เปลี่ยนแปลงอยู่เรื่อย แม้ว่าสุดท้ายแล้วรูปแบบก็กลับมาซ้ำๆกัน แต่มันก็ไม่เคยหยุดนิ่ง

## พีอีเรโซ (P/E Ratio หรือ PER) ตัวเลขยอดนิยมของคนเล่นหุ้น

คนเล่นหุ้นน้อยคนนักที่จะไม่เคยได้ยินคำว่า P/E และส่วนใหญ่ก็ทราบกันดีว่า P/E คือ ราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น ดังนั้น สิ่งที่ P/E บอกเราก็คือว่า ตลาดยินดีที่จะจ่ายเงินค่าหุ้น จำนวนกี่บาทสำหรับทุก ๆ 1 บาทของกำไรต่อหุ้นที่บริษัททำได้ ตัวอย่างเช่น ถ้าบริษัทหนึ่งมีกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 5 บาท และมีราคาซื้อขายกันที่ 100 บาท ดังนั้น P/E ก็เท่ากับ  $100/5 = 20$  เท่า ซึ่งหมายความว่าตลาดยินดีที่จะจ่ายเงิน 20 บาท สำหรับทุก ๆ 1 บาท ที่บริษัทสามารถทำกำไรได้

ในทางกลับกัน ถ้าบริษัทสามารถทำกำไรได้ปีละ 5 บาท ทุก ๆ ปี โดยที่ราคาตลาดเท่ากับ 100 บาท ดังนั้นการลงทุนซื้อหุ้นที่ราคา 100 บาท จะคุ้มทุนในระยะเวลา  $100/5 = 20$  ปี ซึ่งก็เป็นอีกมุมมองหนึ่งสำหรับค่า P/E เราสามารถมองได้ว่า P/E เท่ากับ 20 หมายความว่า กำไรต่อหุ้นที่บริษัททำได้ จะคืนทุนในระยะเวลา 20 ปี นี้ยังไม่ได้คิดถึงดอกเบี้ยเลยนะครับ

ทีนี้ลองถามคำถามใหม่ สมมุติว่ามีคนมาเสนอโครงการหนึ่งให้คุณลงทุน โดยบอกว่าจะต้องใช้เวลา 20 ปี กว่าจะได้คืนทุน โดยที่ยังไม่ได้คิดดอกเบี้ย คุณจะร่วมลงทุนในโครงการนี้หรือไม่ เชื่อว่าส่วนใหญ่คงคิดเหมือนกันว่าไม่ร่วมลงทุนในโครงการ ถ้ายังงั้น ทำไมคนส่วนใหญ่จึงลงทุนในหุ้น ซึ่งใช้ระยะเวลาคืนทุน 20 ปี (มีค่า P/E = 20) ?

ส่วนหนึ่ง เป็นเรื่องของสภาพคล่อง เนื่องจากเราสามารถขายหุ้นไปในตลาดได้เมื่อเราต้องการเงิน แต่ส่วนสำคัญที่เป็นหัวใจของมันจริง ๆ ก็คือ บริษัทไม่ได้ให้กำไรเท่าเดิม (5 บาท ในตัวอย่างข้างต้น) ทุกปี แต่บริษัทนับวันก็ยิ่งโตขึ้นสามารถทำกำไรได้มากขึ้น สมมุติว่าบริษัทโตขึ้นเท่าตัวทุก ๆ ปี ดังนั้น กำไรก็จะเพิ่มเป็น 10 บาท ในปีที่ 2, 20 บาท ในปีที่ 3, 40 บาท ในปีที่ 4 ในกรณีนี้ สิ่งที่เราคิดว่าใช้เวลา 20 ปีถึงจะคืนทุน จะใช้เวลาเพียง 4 ปีเศษ ๆ เท่านั้น

การซื้อหุ้นก็เหมือนกับการซื้ออนาคต เรามินิที่จะจ่ายราคาสูงให้แก่บริษัทที่มีอนาคตไกล มีโอกาสที่จะเติบโตได้มาก มีความเสี่ยงอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ และมีการบริหารงานที่ดี ในทางกลับกัน เราอาจจะจ่ายราคาต่ำให้แก่หุ้นที่มีโอกาสโตได้น้อย (อนาคตไกลเหมือนกัน แต่ไกลหูไกลตา หรือ ไกลปืนเที่ยง) หรือว่า มีความเสี่ยงมากเกินไป เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่จะได้รับ นั่นเป็นสาเหตุที่ว่าทำไมค่า P/E ของหุ้นต่าง ๆ จึงไม่เท่ากัน

ต่อไปนี้ เราจะได้กล่าวถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคา ซึ่งมีผลกระทบต่อราคา P/E ของหลักทรัพย์

## ความสามารถในการเจริญเติบโตของบริษัท

บริษัทที่มีแนวโน้มที่จะเติบโตได้อีกมากในอนาคต ก็จะสามารถทำกำไรได้มากขึ้นในอนาคต ดังนั้น นักลงทุนก็ยินดีที่จะจ่ายเงินซื้อหุ้นบริษัทนั้นในราคาที่แพงขึ้น ซึ่งแนวโน้มและความสามารถในการที่จะเติบโตได้นั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง เช่น ลักษณะของธุรกิจและผลิตภัณฑ์ หรือ สภาพการแข่งขันของบริษัท

การเติบโตของบริษัท จะมีวัฏจักรในตัวของมันเอง ผลิตภัณฑ์ใหม่ที่สามารถตอบสนองความต้องการของตลาดได้มาก จะมีอนาคตที่ดี มียอดขายที่สูง อย่างไรก็ตาม ถ้าไม่มีพัฒนาการใหม่ เพิ่มขึ้นแล้ว การเติบโตในระดับที่สูงมาก ก็จะคงอยู่ได้เพียงชั่วระยะหนึ่งเท่านั้น ไม่มีผลิตภัณฑ์ใดที่สามารถเติบโตสูงได้อย่างมั่นคงโดยไม่มีการพัฒนาเพิ่มเติม ดังนั้น ถ้าจะพยายามรักษาระดับความเจริญเติบโต ให้อยู่ได้อย่างต่อเนื่อง บริษัทควรมีการลงทุนและพัฒนา เพิ่มเติมจากเดิมที่เคยมีอยู่

การพิจารณาถึงความสามารถ ในการเจริญเติบโตของบริษัทจึงควรต้องดูถึงภาวะและแนวโน้มของตลาด และ ภาวะการแข่งขัน ตลอดจนการลงทุน ไม่ว่าจะเพื่อขยายกำลังการผลิต หรือการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ หรือการขยายโครงการไปในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง

## ความเสี่ยง

การลงทุนในหุ้นมีความเสี่ยง มากกว่าการเอาเงินไปฝากธนาคารหรือการซื้อพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจากการลงทุนในหุ้นหมายถึง การมีส่วนในการเป็นเจ้าของกิจการ ถ้ากิจการเติบโตได้กำไรดีเราก็จะได้ผลตอบแทนจากกำไรที่ดี แต่ถ้ากิจการไปไม่รอดล้มล้มพับฐานไปเราก็อาจจะเสียเงินที่ลงทุนไป อย่าลืมนะครับว่าถ้าบริษัทล้มไป เจ้าหนี้มีสิทธิ์ที่จะเรียกร้องสิทธิในสินทรัพย์ของบริษัทก่อนใครเพื่อน เหลือจากใช้หนี้เท่าไร (ก็คงไม่มากแล้วละ ถ้าเป็นยั้งจริง ๆ) ผู้ถือหุ้นถึงค่อยเอามาแบ่งกัน

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหุ้น ก็ไม่ได้มีมากอย่างตัวอย่างข้างบนนี้หรอกนะครับ (อย่าเพิ่งตกอกตกใจไป) เพราะตลาดหลักทรัพย์ ก็ได้มีการศึกษา และตรวจสอบบริษัทต่าง ๆ ที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลัก

ทรัพย์อย่างละเอียดรอบคอบ ก่อนที่จะอนุญาตให้หุ้นนั้นเข้ามาซื้อขายได้ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ จึงเป็นบริษัทที่มีฐานะทางธุรกิจที่มั่นคง และเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงอยู่ในเกณฑ์ยอมรับได้

อย่างไรก็ดี การลงทุนในหุ้นก็ยิ่งเสี่ยงมากกว่าฝากเงิน นักลงทุนจะต้องการอัตราผลตอบแทนที่มาก ในการลงทุนในหุ้นที่มีความเสี่ยงมาก ดังนั้น จึงทำให้หุ้นที่มีความเสี่ยงมากมีราคาต่ำกว่าหุ้นที่มีความเสี่ยงน้อย เพื่อให้ผลตอบแทนสูงขึ้น

ระดับความเสี่ยงของหุ้นแต่ละตัวในตลาดนั้น แตกต่างกันทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น

**1. ฐานะทางการเงิน** บริษัทที่มีหนี้สินสูง และมีสภาพคล่องน้อย จะมีความเสี่ยงมากกว่า บริษัทที่มีหนี้สินน้อย และมีสภาพคล่องสูง ทั้งนี้ไม่ได้หมายความว่า บริษัทที่ไม่มีหนี้เลย จะดีกว่าบริษัทที่มีหนี้เสมอไป การมีหนี้ไม่ใช่สิ่งที่ไม่เลวร้ายเสมอไปเพราะการลงทุนโดยใช้หนี้บางส่วนจะช่วยให้ผู้ถือหุ้นใช้เงินลงทุนน้อยลง (อาจจะไม่ต้องเพิ่มทุนหรือเพิ่มทุนแต่น้อย) โดยที่ได้กำไรมากขึ้น ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น

ปัญหาเกี่ยวกับหนี้สินก็คือ ภาระการจ่ายดอกเบี้ย และการจ่ายเงินต้น ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเครียดทางการเงินได้ ถ้าบังเอิญธุรกิจอยู่ในช่วงตกต่ำ นอกจากนี้ การมีหนี้สินมากขึ้น ก็มีความเสี่ยงมากขึ้น ในแง่ของสถาบันการเงินที่ให้กู้ยืม ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมสูงขึ้น และอาจจะไม่คุ้มกับการลงทุน

ดังนั้น สิ่งที่ควรพิจารณาก็คือ โครงสร้างของหนี้สิน และทุนของบริษัทว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสมหรือไม่ และบริษัทมีความสามารถเพียงพอที่จะบริหารสภาพคล่องของตนเองได้ดีเพียงใด ต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทอยู่ที่อัตราดอกเบี้ยเท่าใด ต้นทุนการกู้ยืมนี้มีความสำคัญไม่น้อยเหมือนกัน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่บริษัทกู้ยืม จะเป็นฐานขั้นต่ำที่ใช้วัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนจากการซื้อหุ้นของบริษัทดังกล่าวจะต้องมากกว่า หรืออย่างน้อยที่สุด ก็เท่ากับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ที่บริษัทกู้ยืมอยู่ ทั้งนี้เพราะในแง่ของเจ้าหนี้มีความเสี่ยงน้อยกว่าเจ้าของกิจการ เนื่องจากถ้าบริษัทล้มพับลงไปเจ้าหนี้จะสามารถเรียกร้องสิทธิได้ก่อน

**2. ลักษณะของกิจการ** กิจการที่มีวัฏจักรจะมีความเสี่ยงมากกว่ากิจการที่ไม่มีวัฏจักร ธุรกิจบางประเภทจะได้กำไรดีในช่วงระยะเวลาหนึ่ง และซบเซาในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ธุรกิจประเภทนี้มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากในช่วงที่ธุรกิจซบเซา บริษัทอาจจะอยู่ในฐานะที่มีความคล่องตัวทางการเงินน้อย

**3. การกระจายธุรกิจ** บริษัทที่มีการกระจายธุรกิจที่ดีจะมีความเสี่ยงน้อย การกระจายธุรกิจ อาจจะเป็นไปในลักษณะกระจายไปในธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือเกี่ยวเนื่องซึ่งกันและกัน หรือ กระจายไปยังธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกันก็ได้ การกระจายไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกันจะช่วยลดความเสี่ยงในด้านการผลิตหรือการตลาด และช่วยทำให้มีประสิทธิภาพในการผลิตมากขึ้น แต่ก็ยังคงมีความเสี่ยงในแง่ของธุรกิจโดยรวม เช่น ธุรกิจห้องเย็นอาจขยายกิจการไปทำฟาร์มเลี้ยงกุ้ง, อาหารกุ้ง, และการตลาดกุ้งได้ ซึ่งจะลดความเสี่ยงในแง่ของการหาวัตถุดิบ ตลอดจนการขายได้ แต่ก็ยังมีความเสี่ยงถ้าธุรกิจกุ้งแซ่แข็งซบเซา ก็จะมีผลกระทบไปทั้งหมด

การกระจายธุรกิจไปยังธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกัน ช่วยลดความเสี่ยงได้เช่นกัน เพราะถ้าธุรกิจหนึ่งซบเซา อีกธุรกิจหนึ่งอาจจะยังดี ซึ่งทำให้บริษัทสามารถรักษาผลการดำเนินงานและกำไรไว้ได้ อย่างไรก็ตาม การกระจายไปยังธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกัน อาจมีปัญหาในแง่ของการควบคุมและบริหาร ซึ่งทำได้ลำบากมากขึ้น

## การวัดความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้น

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ภาวะความเสี่ยงของบริษัทจะสะท้อนออกมา ในรูปของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น โดยที่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นจะประกอบด้วย 3 ส่วน คือ กำไรจากการซื้อขาย (Capital Gains), รายได้จากเงินปันผล (Dividend), และรายได้จากสิทธิในการจองลูกหุ้น (Rights)

ในกรณีที่บริษัทมีความเสี่ยงเนื่องจากวัฏจักรธุรกิจ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นจะลดลงเมื่อธุรกิจของบริษัทอยู่ในภาวะซบเซา ผลตอบแทนที่ลดลงนี้อาจอยู่ในรูปเงินปันผลที่ลดลง เนื่องจากกำไรลดลง และ/หรือ ราคาที่ลดลงเนื่องจากนักลงทุนเห็นว่าบริษัทอยู่ในช่วงที่ทำกำไรได้น้อย ตลอดจนรายได้จากสิทธิในการจองลูกหุ้นก็อาจจะไม่มี เนื่องจากบริษัทจะไม่ขยายกิจการในช่วงที่ภาวะธุรกิจซบเซา ในทางตรงกันข้าม เมื่อธุรกิจดีผลตอบแทนจากการลงทุนก็จะดี ดังนั้นจะเห็นได้ว่าความเสี่ยงของธุรกิจจะถูกแสดงออกมาในรูปของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

ดังนั้น ความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นก็น่าจะเป็นตัววัดความเสี่ยงที่ดีที่สุดหนึ่ง นอกจากนี้การวัดความเสี่ยงจากความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนก็ทำได้ง่ายกว่า เนื่องจากใช้แต่ข้อมูลเกี่ยวกับราคา, เงินปันผล, และสิทธิในการจองลูกหุ้น ซึ่งเป็นข้อมูลที่ทำให้ได้ง่ายกว่าการวัดภาวะธุรกิจของบริษัทโดยตรง

ความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุน สามารถวัดได้จากค่าความแปรปรวน (Variance) หรือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนค่าเหล่านี้แสดงถึงความเสี่ยงโดยรวมของหุ้นนั้น ๆ ซึ่งในความเสี่ยงที่ว่ามันจะประกอบด้วย 3 ส่วนใหญ่ ๆ คือ

**1. ความเสี่ยงของตลาดหุ้นโดยรวม (Market Risk)** ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ทุก ๆ หุ้นจะเจอด้วยกันทั้งนั้น เพียงแต่ใครจะเจอมากน้อยเท่านั้น กล่าวคือ ถ้าตลาดหุ้นดีหุ้นส่วนใหญ่ก็จะดีไปด้วย แต่ถ้าตลาดหุ้นไปไม่ได้ไม่ค่อยสวย หุ้นส่วนใหญ่ก็จะแย่ไปด้วย ความเสี่ยงนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ トラバドก็ตามที่เราคิดที่จะเล่นหุ้น

**2. ความเสี่ยงของอุตสาหกรรม (industry Risk)** ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะในอุตสาหกรรมที่หุ้นตัวนั้นอยู่ เช่น ในช่วงที่ภาวะการท่องเที่ยวซบเซา ธุรกิจโรงแรมก็ทำรายได้ไม่ดีเหมือน ๆ กัน ราคาของหุ้นโรงแรมก็ตกไปตาม ๆ กัน ความเสี่ยงชนิดนี้สามารถหลีกเลี่ยงได้ โดยการถือหุ้นของหลาย ๆ บริษัท ที่อยู่ในการอุตสาหกรรมต่าง ๆ กัน เพราะถ้าอุตสาหกรรมหนึ่งแย่ อุตสาหกรรมอื่นอาจจะทำกำไรได้ดี

**3. ความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท (Company Specific Risk)** เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกับหุ้นบริษัทใดบริษัทหนึ่งเท่านั้น ความเสี่ยงนี้สามารถกระจายไปได้ถ้าเราถือหุ้นของหลาย ๆ บริษัท เพราะถ้าบริษัทหนึ่งแย่ อีกบริษัทหนึ่งอาจจะดี

จะเห็นได้ว่ามีแต่ความเสี่ยงโดยรวมของตลาดหุ้นเท่านั้นที่เราไม่สามารถกระจายทิ้งไปได้ เป็นความเสี่ยงที่ต้องยอมรับสภาพ トラバドที่คิดจะเล่นหุ้นอยู่ ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนส่วนใหญ่ควรจะกระจายความเสี่ยงของอุตสาหกรรม และความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัทออกไป และผลตอบแทนจากความเสี่ยงควรจะได้รับการเป็นผลตอบแทนที่เกิดจากส่วนของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากตลาดหุ้นโดยรวมเท่านั้น พูดย่าง ๆ ก็คือ ถ้าเรารู้สึกว่าเราสามารถลดความเสี่ยงลงได้ โดยการซื้อหุ้นกระจายไว้ในหลาย ๆ กิจการ แต่ไม่ยอมลดความเสี่ยงคืนเล่นมันแต่หุ้นตัวโปรดตัวเดียว ก็ไม่ใช่หน้าที่อะไรของตลาดที่จะต้องมาให้ผลตอบแทนจากความเสี่ยงที่เราไม่คืนมันลงไป

นี่เป็นพื้นฐานของทฤษฎี Capital Asset Pricing Model หรือที่เรียกกันย่อ ๆ ว่า CAPM ซึ่งบอกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นจะประกอบด้วย ผลตอบแทนที่คาดหวังว่าจะได้รับ ซึ่งส่วนนี้จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาด กับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากความเสี่ยงเฉพาะตัวหรืออุตสาหกรรมของหุ้นนั้นๆ โปรดสังเกตนะครับว่า ผลตอบแทนที่คาดหวังจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาด แต่ส่วนอื่นๆ นั้นเป็นเรื่องเฉพาะตัวของแต่ละหุ้นแต่ละอุตสาหกรรม

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหุ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเราวัดกันด้วยค่าที่เรียกกันว่า เบต้า (Beta) โดยที่ค่าเบต้าของตลาดจะเท่ากับ 1 เสมอเนื่องจากการวัดเปรียบเทียบระหว่างตลาดกับตัวของมันเอง ความสัมพันธ์นี้แสดงอยู่ในรูปของสมการดังนี้

$$R_j - r_f = \alpha + \beta(R_m - r_f) + \varepsilon$$

โดยที่  $R_j$  คืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น  $j$ ,  $R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้น,  $r_f$  คือ อัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Rate) และ  $\varepsilon$  คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น ๆ เฉพาะตัวของหุ้นนั้น ๆ ค่า  $R_j - r_f$  นั้นเราเรียกว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง (Excess Return) ของหุ้น  $j$  และในทำนองเดียวกัน  $R_m - r_f$  ก็คือ Excess Return ของตลาด

ค่าเบต้าที่ว่ามันก็คือ  $\beta$  ในสมการข้างบน นั่นเอง หุ้นที่มีค่าเบต้าสูงกว่า 1 แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นตัวนั้นจะเปลี่ยนแปลงมากกว่าตลาด เมื่อผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป หรือพูดง่าย ๆ อีกอย่างก็คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นที่มีค่าเบต้าสูง จะมีความแปรปรวนมากกว่าตลาดนั่นก็คือ หุ้นที่มีเบต้ายิ่งสูงก็จะมีความเสี่ยงที่สัมพันธ์กับตลาดสูงขึ้นไปด้วย ดังนั้น เราควรจะคาดหวังผลตอบแทนที่สูงจากหุ้นที่มีเบต้าสูง เพราะเรากำลังรับความเสี่ยงที่สูง แต่เราควรจะคาดหวังผลตอบแทนที่ต่ำจากหุ้นที่มีเบต้าต่ำเพราะความเสี่ยงต่ำ

ค่า  $\alpha$  นั้น เราเรียกกันว่า อัลฟา ซึ่งในตามทฤษฎีแล้วควรมีค่าเป็น 0 หรือแตกต่างจาก 0 อย่างไม่มีนัยสำคัญ

## เงินปันผล

อีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นได้แก่ เงินปันผล ผลกระทบของเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้นนั้น เป็นไปได้ 2 ทาง ทางแรกที่เราเห็นได้ชัดก็คือ ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากก็ทำให้คนสนใจที่จะลงทุนในหุ้นนั้นมากขึ้น เนื่องจากจะให้ผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลที่ดี เมื่อราคาหุ้นตกมาก ๆ สิ่งหนึ่งที่นักลงทุนมองกันมากก็คือ เงินปันผล เนื่องจากถ้าราคาหุ้นตกลงไปมาก ๆ โดยที่ธุรกิจของบริษัทยังอยู่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล เมื่อเทียบกับเงินที่ลงทุนไปในการซื้อหุ้นก็จะสูงขึ้น อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเทียบกับเงินที่ลงทุนไปในหุ้นนี้เราเรียกว่า Dividend yield ซึ่งวัดได้จากเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นหารด้วยราคาหุ้น

ตัวอย่างเช่น ถ้าหุ้นหนึ่งเดิมมีราคา 100 บาท จ่ายเงินปันผล 5 บาท Dividend yield ก็จะเท่ากับ  $5/100 = 5\%$  ที่นี้สมมุติว่าตลาดหุ้นซบเซาราคาหุ้นตกลงเหลือแค่ 50 บาท แต่ปัจจัยต่างๆ ของบริษัทไม่เปลี่ยน สมมุติว่าบริษัทยังคงสามารถจ่ายเงินปันผลได้ 5 บาทเหมือนเดิม ตอนนี้อยู่ dividend yield จะมีค่าเท่ากับ  $5/50 = 10\%$  ซึ่งชั้กจะใกล้เคียงกับดอกเบี้ยเงินฝากเข้าไปทุกที ทำให้เกิดแรงจูงใจเข้ามาซื้อมากขึ้น เพราะถ้าหุ้นไม่ขึ้นอย่างน้อยก็ได้เงินปันผลที่ใกล้เคียงกับดอกเบี้ยเงินฝาก แต่ถ้าหุ้นขึ้นเราก็ได้กำไรจากราคาหุ้นแถมพอกอีกต่างหาก



อย่างไรก็ดี เงินปันผลก็มีผลในทางลบกับราคาหุ้นได้เช่นเดียวกัน เนื่องจากเงินปันผลนั้นจ่ายมาจากกำไรที่บริษัททำได้ เมื่อจ่ายเงินปันผลมาก เงินที่เก็บไว้ในบริษัทก็ลดน้อยลงทำให้บริษัทมีเงินเอาไปลงทุนให้กองงายได้น้อยลง ซึ่งอาจจะทำให้การเจริญเติบโตของบริษัทไม่สูงเท่าที่ควร นอกจากนี้ รายได้ที่เราได้รับจากเงินปันผลนั้นจะต้องถูกหักภาษี แต่รายได้จากการขายหุ้นแล้วได้กำไรไม่ต้องเสียภาษี ดังนั้น ถ้าบริษัทสามารถเก็บเงินกำไรเอาไปลงทุนให้มันงอกเงย ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นแล้วอาจจะเป็นผลดีต่อผู้ลงทุนมากกว่าการจ่ายกำไรออกมาเป็นเงินปันผลจนหมดเกลี้ยง

ดังนั้น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ก็นับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญอันหนึ่ง ในการกำหนดราคาหุ้น บริษัทควรจะเก็บเงินไว้ลงทุนให้มันงอกเงยต่อไปในอนาคตมากกว่าจ่ายเงินปันผล ถ้าหากว่าบริษัทมีทางเลือกที่จะลงทุนแล้วให้ผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากบริษัท

ตัวอย่างเช่น ถ้านักลงทุนในตลาดคาดหวังว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทควรจะเป็น 18% และบริษัทมีช่องทางที่จะนำกำไรที่ได้ไปลงทุนต่อ โดยมีผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ 20% แล้วละก็ อย่างนี้ถ้าเก็บเงินเอาไปลงทุนในบริษัทต่อมากกว่าจ่ายออกมาเป็นเงินปันผล ในทางตรงกันข้าม ถ้าเก็บเงินเอาไว้ไม่ยอมจ่ายปันผลออกมา แต่เอาไปฝากธนาคารไว้เฉย ๆ ได้ดอกเบี้ยไม่ก็สตาจก็อย่างนี้ผู้จ่ายออกมาเป็นเงินปันผลเสียดีกว่า นักลงทุนจะได้เอาเงินมาเล่นหุ้นตัวอื่นต่อ

## คุณภาพของสินทรัพย์

เมื่อเราซื้อหุ้นของบริษัท เราก็มีส่วนเป็นเจ้าของคนหนึ่งของบริษัท ตัวบริษัทก็มีสินทรัพย์จำนวนหนึ่ง ซึ่งมีมูลค่าที่สามารถประเมินได้ บางบริษัทอาจจะมีสินทรัพย์ที่ซื้อไว้ในราคาถูกเมื่อหลายปีก่อน เช่นอาจจะซื้อที่ดินริมถนนบางนาตราดไว้ ตั้งแต่สมัยที่ขายกันตารางวาละ 2,000 บาท ในกรณีนี้สินทรัพย์ของบริษัทหลังจากการประเมินใหม่แล้วจะสูงกว่าที่แสดงอยู่ในบัญชี นักวิเคราะห์บางคนนิยมการคำนวณหามูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัท โดยการคำนวณมูลค่าของสินทรัพย์ที่บริษัทมีอยู่ตามราคาตลาดแล้วหักออกด้วยหนี้สินรวม ซึ่งสิ่งที่ได้ก็เป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่เป็นของผู้ถือหุ้นจริง ๆ นั่นเอง

ราคาของหุ้น โดยทั่วไปจะสูงกว่าราคาตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นทั้งนี้ก็ขึ้นอยู่กับว่าสินทรัพย์ดังกล่าวมีสภาพคล่องมากน้อยเพียงใด สามารถขายหรือเปลี่ยนแปลงไปทำอย่างอื่นได้ยากง่ายเพียงใด ซ้อยกเว้น ที่เห็นได้ชัดก็ได้แก่ ที่ดินของธนาคาร ซึ่งใช้ตั้งสำนักงานสาขาอยู่ ที่ดินนี้เมื่อประเมินมูลค่าใหม่อาจจะมีค่าสูงมาก แต่อาจจะไม่เตอะต่านักลงทุนมากนัก เนื่องจากการยากที่ธนาคารจะขายที่ตั้งสำนักงานสาขาของตัวเอง เพราะต้องขออนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย และการเปลี่ยนที่ตั้งสาขาอาจหมายถึง การขาดธุรกิจจากลูกค้าประจำบางรายที่ใช้บริการของธนาคารเพราะมีความสะดวกทางด้านสถานที่ตั้งใกล้กัน

นอกจากนี้การประเมินมูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดก็ทำได้ยาก เนื่องจากเราอาจจะไม่มีข้อมูลมากเพียงพอว่าบริษัทมีสินทรัพย์อะไรบ้างจำนวนเท่าใด อีกทั้งการประเมินราคาสินทรัพย์บางประเภททำได้ยากมาก เช่น เครื่องจักรหรือ สิทธิบัตรในการดำเนินกิจการบางประเภท เป็นต้น

ดังนั้น นักลงทุนเป็นจำนวนมาก จึงใช้ตัวเลขมูลค่าตามบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้นแทน ซึ่งข้อเสียของมันก็คือ ตัวเลขนี้เป็นตัวเลขทางบัญชี ซึ่งไม่ได้แสดงให้เห็นถึงราคาตลาดที่แท้จริง แต่ข้อดีก็คือ สามารถหาข้อมูลได้ง่าย ๆ จากตัวเลขในงบการเงิน ตัวเลขหนึ่งที่นักลงทุนชอบดูกันก็คือ ราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price/Book Value หรือ P/BV) ซึ่งวัดจาก

ราคาหุ้นในปัจจุบัน หารด้วย มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น ตัวเลขนี้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนจะยอมจ่ายเงินเท่าไรสำหรับทุกๆ 1 บาทของมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

## ความสามารถของผู้บริหาร

ส่วนสำคัญที่กำหนดปัจจัยทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้น ไม่ว่าจะเป็นการเจริญเติบโตของบริษัท, ความเสี่ยงของบริษัท, นโยบายเงินปันผล ฯลฯ ก็คือ ผู้บริหารของบริษัท ผู้บริหารมีหน้าที่กำหนดนโยบายต่าง ๆ ของบริษัท ซึ่งมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ดังนั้น สิ่งหนึ่งที่ไม่ควรมองข้ามคือ ความสามารถและความเชื่อถือได้ของผู้บริหารของบริษัท

## การประเมินราคาหุ้นอย่างง่าย ๆ

การประเมินราคาหุ้น สามารถทำได้หลายวิธี แต่ละวิธีก็มีหลายรูปแบบแล้วแต่ข้อสมมุติที่เหมาะสม ในที่นี้จะเสนอวิธีการประเมินราคาหุ้นแบบง่าย ๆ สำหรับกรณีที่บริษัทมีอัตราการเติบโตคงที่ และอัตราผลตอบแทนที่ตลาดคาดหวังจากการลงทุนในหุ้นก็คงที่เช่นเดียวกัน

เมื่อเราลงทุนในหุ้น ผลตอบแทนที่เราได้รับก็คือ เงินปันผล และกำไรจากการขายหุ้น ในที่นี้เราจะต้องคาดการณ์ตัวเลข 3 ตัว ตัวแรกคือ เงินปันผลที่คาดว่าจะมีการจ่ายออกมา ตัวที่สองคือ ราคาหุ้นที่เราคาดว่าจะขายได้ในอนาคต และตัวสุดท้าย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังว่าจะได้รับจากการลงทุน อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังนี้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นนั้น

สมมุติว่าเราคาดว่าเราจะสามารถขายหุ้นได้ราคา 230 บาท ในอีก 1 ปีข้างหน้า และได้รับเงินปันผล 10 บาท ในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยที่อัตราผลตอบแทนเมื่อคำนึงถึงความเสี่ยงของหุ้นตัวนั้นควรจะอยู่ที่ประมาณ 20% ราคาหุ้นที่ควรจ่ายในวันนี้ควรมีค่าเท่าใด

จะเห็นว่าถ้าเราซื้อหุ้นวันนี้ เราจะได้เงิน  $230+10 = 240$  บาท ในอีก 1 ปีข้างหน้า และที่อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง 20% หมายความว่า ถ้าเราลงทุน 100 บาทในวันนี้ เราก็คาดหวังว่าจะได้เงิน 120 บาท ในอนาคต หรือพูดอีกอย่างหนึ่งว่า ถ้าเราคาดว่าจะได้เงิน 120 บาทใน 1 ปีข้างหน้าเราก็ควรจะยอมลงทุน 100 บาทในวันนี้ ดังนั้น ถ้าเราคาดว่าจะได้เงิน 240 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้า เราก็ควรจะยอมลงทุนเป็นเงิน  $240 \times 100 / 120 = 200$  บาท ซึ่งก็เป็นราคาหุ้นที่ควรจะเป็น

ทีนี้ ถ้าสมมุติว่าเราซื้อหุ้นและถือไว้ตลอดโดยไม่ขาย สิ่งที่เราได้รับก็คือ เงินปันผลที่บริษัทจ่ายออกมาทุกปี ถึงตรงนี้บางท่านอาจร้องโวยวายว่า ไม่เคยซื้อหุ้นเพื่อเอาเงินปันผลเลยซักที หวังแต่กำไรจากการขายอย่างเดียวล้วน ๆ ก็ใช่นะครับ ถึงจะเป็นอย่างนั้นก็ตาม แต่อย่าลืมนะครับว่า บริษัทจ่ายเงินปันผลออกมาส่วนหนึ่ง และส่วนหนึ่งเก็บเอาไว้ลงทุนต่อ ซึ่งก็จะทำให้บริษัทโตขึ้นมีมูลค่ามากขึ้น และสามารถจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้น ซึ่งก็จะส่งผลให้ราคามันสูงขึ้นอยู่ดีนั่นแหละ ดังนั้น ไม่ว่าคุณหวังกำไรจากอะไรก็ตาม มันมีความสัมพันธ์ที่สามารถเปลี่ยนกลับไปกลับมาระหว่างกระแสเงินปันผลในอนาคต กับมูลค่าหุ้นในปัจจุบันได้อยู่ดี

กลับมาในกรณีที่เรซื้อหุ้น และถือไว้ตลอดโดยไม่ขายนะครับ ในกรณีนี้มูลค่า หรือราคาหุ้นที่ควรจะเป็น ก็คือมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่เราได้รับจากเงินปันผล สมมุติว่าบริษัทคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปเป็นเงิน  $D$  บาท โดยมีอัตราการเติบโตในอัตราคงที่คือ ปีละ  $g\%$  โดยที่อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ  $k\%$  มูลค่าหรือราคาของหุ้น ( $P$ ) จะมีค่าเท่ากับ

$$P = \frac{D}{k - g}$$

สูตรนี้พวกนักวิชาการเรียกกันว่า Gordon's Model ซึ่งเป็นแบบหนึ่งของการคิดราคาหุ้นตามกระแสเงินสดที่ได้รับจากเงินปันผลในอนาคต (Dividend Capitalization) ข้อจำกัดของสูตรนี้ก็คือ ข้อสมมุติที่ว่าอัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลคงที่เท่ากับ  $g\%$  ต่อปี และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังคงที่เท่ากับ  $k\%$  สูตรนี้จะใช้ได้ต่อเมื่ออัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $k$ ) มากกว่าอัตราการเจริญเติบโต ( $g$ ) เท่านั้น ดังนั้น สูตรนี้จะไม่เหมาะที่จะใช้กับหุ้นของบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูง ซึ่ง  $g > k$  ทั้งนี้เพราะคงไม่มีบริษัทไหนในโลกนี้ที่จะโตในอัตราสูงมาก ๆ ได้ตลอดกาล ในกรณีที่บริษัทกำลังอยู่ในช่วงเติบโตเร็วนี้ เราอาจจะต้องเปลี่ยนแปลงข้อสมมุติเกี่ยวกับการเจริญเติบโตในอัตราคงที่เสียใหม่ แต่สูตรการคำนวณก็จะยุ่งยากขึ้น

ถ้าเราสมมุติว่าบริษัทมีนโยบายในการจ่ายเงินปันผล เป็นสัดส่วนกับกำไรที่ได้เสมอเช่น จ่ายเงินปันผล  $50\%$  ของกำไร ตัวเลข  $50\%$  นี้เราเรียกว่า Payout Ratio ( $b$ ) ในกรณีนี้ เงินปันผลเท่ากับ  $0.5 \times$  กำไรต่อหุ้น หรือเขียนเป็นสูตรได้ว่า  $D = bE$  ดังนั้น เราสามารถเขียนสูตรการประเมินราคาหุ้นเสียใหม่ได้เป็น

$$P = \frac{bE}{k - g}$$

ดังนั้น

$$\frac{P}{E} = \frac{b}{k - g}$$

จากสูตรข้างบนนี้ จะเห็นได้ว่าปัจจัยที่กำหนด  $P/E$  มีอยู่ 3 ส่วนคือ

**1. อัตราจ่ายเงินปันผล (Payout Ratio หรือค่า  $b$ )** อัตราจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อค่า  $P/E$  สองทาง ทางแรกถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลออกมาจากกำไรมาก ก็ทำให้เราได้รับเงินปันผลมาก ซึ่งเป็นสิ่งดี และทำให้ค่า  $P/E$  สูงขึ้นด้วย อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลออกมามาก ก็มีข้อเสีย เนื่องจากบริษัทจะมีเงินเหลือเก็บเอาไว้ลงทุนได้น้อยลง ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราการเจริญเติบโตของบริษัท

ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลออกมาเป็นจำนวน  $b\%$  ของกำไรบริษัทก็จะมีเงินเหลือเก็บไว้ไปลงทุนต่อเท่ากับ  $(1 - b)$  คูณด้วยกำไร ทีนี้ถ้าเราสมมุติต่อไปว่า บริษัทสามารถนำเงินไปลงทุนต่อโดยให้ผลตอบแทนเท่ากับ Return on Equity (ROE, ซึ่งได้อธิบายไว้ในส่วนของการวิเคราะห์งบการเงินไปแล้ว) ดังนั้นกำไรของบริษัทก็จะเติบโตขึ้นด้วยอัตราเท่ากับ  $(1 - b) \text{ ROE}$  ซึ่งหมายความว่า  $g = (1 - b) \text{ ROE}$  นั่นเอง ดังนั้น สูตรการประเมินราคาก็จะสามารถเขียนใหม่ได้เป็น

$$\begin{aligned}\frac{P}{E} &= \frac{b}{k - (1-b)ROE} \\ &= \frac{b}{k - ROE + bROE}\end{aligned}$$

จะเห็นได้ว่า มีค่า  $b$  อยู่ทั้งที่ตัวตั้งและตัวหาร ดังนั้น ถ้าบริษัทมีอัตราจ่ายเงินปันผลสูง ค่า  $b$  ก็จะทำให้ตัวตั้งสูงขึ้นซึ่งทำให้ค่า  $P/E$  สูงขึ้น แต่ก็จะทำให้ตัวหารสูงขึ้นด้วยซึ่งจะทำให้ค่า  $P/E$  ลดลง แล้วตกลงผลโดยรวมจะเป็นอย่างไรกัน คำตอบก็คือ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $k$ ) เปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการเก็บเงินเอาไว้อย่างไรกิจการในบริษัท ซึ่งวัดกันด้วย  $ROE$  กล่าวคือ

- ถ้า  $ROE < k$  ซึ่งหมายความว่า การเก็บเงินไว้ในบริษัทเพื่อขยายกิจการ ( $ROE$ ) ให้ผลตอบแทนที่น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ บริษัทก็ควรจะจ่ายเงินปันผลออกมาดีกว่า ในกรณีนี้ อัตราเงินปันผลจ่าย ( $b$ ) ยิ่งสูง ยิ่งทำให้มูลค่าโดยรวมของหุ้นลดลง (เพราะบริษัทควรจะจ่ายเงินปันผลออกมาให้หมดเลยด้วยซ้ำ)
- ถ้า  $ROE > k$  หมายความว่า การเก็บเงินไว้ขยายกิจการในบริษัท ( $ROE$ ) ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในกรณีนี้บริษัทก็ควรจะเก็บเงินเอาไปขยายกิจการดีกว่า และควรจะขยายไปเรื่อยๆ ราบใดที่อัตราผลตอบแทนจากการขยายกิจการยังสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในกรณีนี้ อัตราเงินปันผลจ่าย ( $b$ ) ยิ่งสูง ก็จะทำให้มูลค่าโดยรวมของหุ้นเพิ่มขึ้น

**2. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุน ( $k$ )** ถ้าผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนสูง ราคาหรือค่า  $P/E$  ก็จะต่ำ ลงจะยังจำได้แน่ครับว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการนี้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหุ้นของบริษัทด้วย หุ้นที่มีความเสี่ยงมาก นักลงทุนก็จะต้องการผลตอบแทนมากเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงดังกล่าวและความเสี่ยงนี้เราวัดกันด้วยค่าเบต้า หุ้นที่มีค่าเบต้ามากกว่า ก็มีความเสี่ยงมากกว่า

**3. อัตราการเติบโตของบริษัท** ถ้าบริษัทเติบโตสามารถทำกำไรได้สูงขึ้นมาก ก็จะทำให้ราคาหุ้นหรือค่า  $P/E$  สูงขึ้น

ซึ่งทั้งหมดนี้เป็นสิ่งที่เราได้พูดถึงมาแล้วตั้งแต่แรก แต่เป็นการแสดงสิ่งที่เราพูดให้อยู่ในรูปของทฤษฎีเพื่อให้เข้าใจได้ดียิ่งขึ้น

## การเบี่ยงเบนของราคาหุ้นจากราคาที่ควรจะเป็นและการเก็งกำไร

ในบางครั้งราคาหุ้นที่เราประเมินจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัทอาจจะแตกต่างไปจากราคาตลาด ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะว่าต่างคนก็ต่างจิตต่างใจ นักลงทุนแต่ละคนอาจจะมองความเสี่ยงตลอดจนความสามารถในการเติบโตของบริษัทต่างกัน และแต่ละคนก็คาดการณ์เงินปันผลที่จะได้รับในปีต่อไปต่างกัน ดังนั้นความถูกต้องของการประเมินมูลค่าหุ้นก็ขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์อนาคตของบริษัทว่าถูกต้องมากน้อยเพียงใด

แต่อย่างน้อยที่สุด ถ้าเราใช้ความพยายามและความละเอียดรอบคอบในการคาดการณ์มากพอค่าที่เราประมาณการก็น่าจะใกล้เคียงความจริงบ้าง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความมั่นใจของเรา ถ้าเราเชื่อมั่นว่าสิ่งที่เราคาดการณ์ถูกต้อง แต่ราคาหุ้นที่ซื้อขายในตลาดต่ำกว่าที่เราประเมินเท่าใด เราก็ยังปลอดภัยเท่านั้น ในทำนองกลับกัน ถ้าราคาหุ้นในตลาดสูงกว่าที่เราประเมิน เราก็ควรจะขายหุ้นตัวนั้น

แต่ในบางกรณี ราคาหุ้นบางตัวจะถูกเบี่ยงเบนไปจากความเป็นจริงเนื่องจากแรงของการเก็งกำไร การเก็งกำไร อาจเกิดขึ้นเพราะว่ามีข่าวลือในแง่ดี ซึ่งบางคนเรียกว่าข่าววงในทำให้คนเข้ามาซื้อไว้มากส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นในที่สุด ถ้าข่าวลือนั้นเป็นจริงและทุกคนที่ได้รับข่าวลือนั้นประเมินราคาหุ้นตามข่าวอย่างถูกต้องรอบคอบก็คงไม่เป็นอะไร แต่ได้ที่ว่าไม่เป็นไรเสีย เรากำลังสมมุติอยู่ 2 อย่างนะครับ คือ 1. ข่าววงในนั้นเป็นเรื่องจริงและ 2. ทุกคนที่ได้รับข่าววงในนั้น ประเมินราคาตามข่าวอย่างถูกต้องรอบคอบ

แต่ในบางครั้ง หรือ อาจจะหลาย ๆ ครั้งที่ข้อสมมุติทั้งสองข้อไม่เป็นจริง บางครั้งข่าวลืออาจจะออกมา (ส่วนใหญ่ก็ประเภทข่าวเพิ่มทุน) แล้วบริษัทก็ออกโรงมาปฏิเสธ หรือบางครั้งข่าวลือเป็นจริง แต่คนแห่กันเข้ามาซื้อตามข่าวไว้มากจนดึงราคาให้สูงเกินกว่าที่มันควรจะเป็น ตรงนี้ควรจะต้องระวังกันไว้บ้าง ถ้าคุณคิดจะวิ่งตามชาวบ้านก็ควรวิ่งให้เร็วเข้าไว้มิฉะนั้น คุณอาจจะวิ่งเข้าไปซื้อหลังจากที่คนอื่นเขาซื้อกันไปนานแล้วและกำลังจะขาย เพราะราคามันสูงเกินความเป็นจริง และสมมุติว่าคุณวิ่งเร็วจริงมันก็ยังมีความเสี่ยงว่าคุณวิ่งถูกทางหรือไม่ คุณอาจจะวิ่งตามชาวบ้านไปชนกับคัตก้อก็ได้

คงยังจำได้นะครับว่า ทฤษฎี CAPM บอกเราไว้ว่า อัตราผลตอบแทนประกอบด้วย 2 ส่วน ส่วนแรกคือ ส่วนที่เป็นผลตอบแทนที่เกิดจากปัจจัยรวมของตลาด และส่วนที่สองเป็นผลตอบแทนที่เกิดจากปัจจัยเฉพาะตัวของบริษัทหรืออุตสาหกรรมนั้น ๆ ในกรณีปกติถ้าเราไม่มีข้อมูลอะไรพิเศษ เกี่ยวกับบริษัท หรือ อุตสาหกรรมนั้น ๆ อย่างดีที่สุดก็คือ เราเล่นตามตลาด แต่การที่เราเก็งกำไรหุ้นตัวใดตัวหนึ่งเป็นพิเศษเพราะคิดว่ามีข่าววงใน หมายความว่าเรากำลังเล่นเพื่อหวังผลตอบแทนที่เกิดจากปัจจัยเฉพาะตัวของบริษัทนั้น ๆ ซึ่งถ้าเรามีข่าววงในที่เชื่อถือได้จริง ๆ และคนอื่น ๆ ในตลาดยังไม่รู้ ก็สามารถทำกำไรได้ ปัญหาก็คือ เรารู้ว่าข่าววงในจริงมากน้อยแค่ไหน

การเล่นเก็งกำไรบนผลตอบแทนที่เกิดจากปัจจัยเฉพาะตัวนั้นเป็นเหมือนดาบสองคม ถ้าข่าวของเราถูกต้องจริงและคนอื่นยังไม่รู้ ก็จะทำให้ได้กำไรจากข่าวนั้นได้มาก แต่บางครั้งมันก็กลับมาฆ่าเราได้เหมือนกันถ้าเราได้ข่าวมาผิดๆ บางครั้งเราคิดว่าราคามันควรจะขึ้นไปได้อีกเยอะ เพราะเรามีข้อมูล หรือข่าววงในที่เราคิดว่าคนอื่นในตลาดยังไม่รู้ แต่ในทางกลับกันก็เป็นไปได้เหมือนกันที่ราคามันมันเป็นอยู่นี้ถูกต้องแล้วและคงขึ้นไปกว่านี้อีกไม่ได้ แต่เราหลงคิดไปเองเพราะคนอื่น ๆ ในตลาดอาจจะรู้อยู่แล้วหรืออาจจะมีความรู้ลวงในอื่น ๆ ที่เราไม่รู้ก็เป็นไปได้

ดังนั้น การเล่นหุ้นควรจะมีการประเมินสถานการณ์อย่างรอบคอบ เมื่อได้รับข่าวใด ๆ มา ควรจะต้องมีการวิเคราะห์ลงไปให้ลึกซึ้งว่าข่าวนี้นั้นเป็นไปได้มากน้อยเพียงใด การติดตามข่าวจากหนังสือพิมพ์ และวารสารต่างๆ ประกอบกับการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทจะช่วยให้เราตอบคำถามเหล่านี้ได้ดียิ่งขึ้น และเมื่อวิเคราะห์ดูแล้วว่ามีความเป็นไปได้มากเราจะต้องนำเอาข่าวเหล่านี้มาพิจารณาว่ามีผลกระทบอย่างไรต่อการดำเนินงานของบริษัทเพื่อนำเอามาประเมินมูลค่าของหุ้นนั้นเสียใหม่ว่าจะควรจะเป็นเท่าใด

การเบี่ยงเบนของราคาหุ้นจากราคาที่มันควรจะเป็นจะเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น ในที่สุดเมื่อทุกคนเห็นความเบี่ยงเบนจากความเป็นจริง ทุกคนก็จะเข้ามาทำกำไรจากการเบี่ยงเบนนั้น และทำให้ราคาเข้าใกล้ความเป็นจริงในที่สุด