

บทที่ 2

กรอบแนวคิดทฤษฎีและเอกสารที่เกี่ยวข้อง

2.1 กรอบแนวคิดทางทฤษฎี

2.1.1 หลักการของการลงทุนแบบประเมินคุณค่า (Value Investing)

1) การลงทุนด้วยมุมมองการร่วมทำธุรกิจ

โดยจะลงทุนในกิจการใดก็ตามเมื่อ สามารถคาดการณ์กำไรในอนาคตของกิจการได้หากปราศจากการคาดการณ์ได้ ถือว่าการลงทุนมีความเสี่ยงเกินไปที่จะคาดเดาได้ ดังนี้ถือว่าการเก็งกำไร ซึ่งการลงทุนแบบคุณค่าจะหลีกเลี่ยง โศกเด็ชขาดและไม่ถือว่าเป็นการลงทุนที่น่าลงทุนเลย

2) กำไรของบริษัท

ประเมินกำไรของบริษัทจะเป็นของนักลงทุน เช่น นักลงทุนถือหุ้น 100 หุ้น บริษัทมีกำไร 5 บาท นักลงทุนมีกำไร 500 บาท

บริษัทควรแบ่งกำไรสะสมเก็บไว้เพื่อนำไปลงทุนแทนนักลงทุนต่อไป เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงเพิ่มขึ้นไปอีก

3) ราคาซื้อ

ตารางที่ 2.1 ราคาซื้อกำหนดผลตอบแทนการลงทุน

ราคาซื้อ	ราคาขาย	ผลตอบแทน
950	1,100	15.7%
1,000	1,100	10
1,050	1,100	4.7

ที่มา: Buffet Mary ,Clark David. 2544.

อัตราผลตอบแทน = $\frac{\text{ราคาซื้อ}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$

ราคาซื้อต่ำลง หมายถึง ผลตอบแทนที่จะนำลงทุนจะได้รับสูงขึ้น

4) ประเมินมูลค่าธุรกิจ

ใช้งบการเงินในการพิจารณา

4.1) งบดุล เป็นงบที่บ่งบอกฐานะทางการเงิน โดยดูหลักๆ คือ เงินสด สินทรัพย์ หนี้สิน กำไรสะสม ส่วนผู้ถือหุ้น (ผลรวมระหว่างทุนชำระแล้วกับกำไรสะสม) ที่กล่าวมามีมากยิ่งดี แต่หนี้สินควรมีน้อย โดยเฉพาะหนี้ระยะยาว

4.2) งบกำไรขาดทุน เป็นงบที่บอกถึงรายได้และลักษณะการดำเนินงานของผู้บริหาร และบอกถึงลักษณะธุรกิจได้ด้วย

วิธีการหามูลค่ากิจการ

กิจการมีกระแสเงินสดของกำไรปีละ 2,920 บาท

เป็นเวลา 10 ปี

โดยมีการคำนวณมูลค่ากิจการดังนี้

PV กระแสเงินสด

$$= 2,920 / 1.08 + 2,920 / 1.08^2 + 2,920 / 1.08^3 + 2,920 / 1.08^4 + 2,920 / 1.08^5 +$$

$$2,920 / 1.08^6 + 2,920 / 1.08^7 + 2,920 / 1.08^8 + 2,920 / 1.08^9 + 2,920 / 1.08^{10}$$

$$= 2,703.73 + 2,503.42 + 2,275.56 + 2,146.21 + 1955.79 + 1,840.06 + 1,703.81 +$$

$$1,577.61 + 1,467.33 + 1,352.5$$

$$= 19,526.02$$

ค่ามูลค่าที่เหลือของกิจการในปีที่ 10

$$= \frac{2,920 \times 0.08}{1.08^{10}}$$

$$1.08^{10}$$

$$= 36,500 / 2.1589 = 16,906.80$$

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของกิจการ (PV)} = 19,526.02 + 16,906.80 = 36,432.82$$

$$\text{มูลค่าปัจจุบันกิจการ (PV)} = 36,432.82 \text{ บาท}$$

ถ้านำไปซื้อพันธบัตรรัฐบาล

ได้ดอกเบี้ย 8 % ต่อปี

$$\text{ณ. ปีที่ 10} \text{ นักลงทุนจะมีเงินเพิ่มเป็น } 78,655.73 \text{ บาท}$$

$$\text{มูลค่ากิจการในอนาคต (FV)} = 78,655.73 \text{ บาท}$$

แปลว่า นักลงทุนจะต้องลงทุน 36,432.82 บาท โดยได้ผลตอบแทน 8 % ต่อปี เป็นเวลา 10 ปี เพื่อได้รับ 78,655.73 บาทในปีที่ 10

5) หลักการเลือกกิจการที่จะลงทุน และราคาที่ควรลงทุน

ควรเลือกบริษัทที่ต้องการลงทุนไว้ก่อนและคำนวณราคาที่ควรลงทุนไว้ล่วงหน้า เมื่อราคาหุ้นตกลงถือเป็นโอกาสที่ดีเพื่อจะเข้าซื้อในราคาที่วางแผนไว้ล่วงหน้า

6) จำนวนผลตอบแทนทบต้น

ตารางที่ 2.2 ยกตัวอย่างตารางแสดงผลของผลตอบแทนทบต้นก่อนหักภาษี

ปี	ยอดเงินลงทุน	กำไรที่ได้รับและสะสม
1	1,000	80.00 บาท
2	1,080	86.40
3	1,166.4	93.31
4	1,259.71	100.77
5	1,360.48	108.83
-	-	1,469.31 บาท

ที่มา: Buffet Mary ,Clark David. 2544.

เมื่อสิ้นปีที่ 5 นักลงทุนได้รับเงินคืน 1,469.31บาท ผลตอบแทนจะไม่ถูกหักภาษีถ้าหากบริษัทยังไม่มีกำไรปันผล สำหรับวอร์เรนแล้ว เลือกที่จะให้กิจการเก็บกำไรสะสมไว้โดยไม่ต้องจ่ายปันผล เงินของผู้ถือหุ้นส่วนนี้จะยังอยู่ในบริษัท โดยปลอดจากการระดมภาษีเงินได้บุคคล และสามารถทำผลตอบแทนทบต้นต่อไปได้อย่างอิสระ

7) ลงทุนเฉพาะในบริษัทที่ได้เปรียบเชิงแข่งขันอย่างยั่งยืน คือสินค้าผูกขาด

มีมูลค่าที่เติบโตต่อเนื่อง ซึ่งได้มาจากปรัชญาการลงทุนของ ชาลี มังเกอร์ และ ฟิลิป ฟิชเชอร์ ได้พบว่า สุตท้ายตลาดจะสะท้อนมูลค่าแท้จริงของบริษัท

วอร์เรน พบว่าธุรกิจพื้นฐานเป็นหุ้นที่ไม่น่าสนใจเนื่องจากราคาหุ้นค่อนข้างสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงแล้ว ทำให้แนวโน้มที่นักลงทุนจะได้กำไรจากส่วนต่างระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าที่แท้จริงมีน้อย และเมื่อถูกหักภาษีกำไรจากการขายหุ้นจึงแทบจะไม่มีกำไร

8) จำแนกประเภทธุรกิจ แบ่งเป็น 2 ประเภท

8.1) ธุรกิจได้เปรียบเชิงแข่งขันอย่างยั่งยืน (ธุรกิจสินค้าผูกขาด)

- เป็นธุรกิจที่สามารถคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ สามารถทดสอบศักยภาพธุรกิจได้ โดยการทุ่มตลาดของกลุ่มแข่ง ถ้าคำตอบคือ ทำไม่ได้เนื่องจากราคาไม่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อของลูกค้าแสดงว่าสินค้านั้นคือสินค้าผูกขาด
- ราคาไม่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อของผู้บริโภค

- มีสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ เช่น ลิขสิทธิ์ ลูกจ้างรักภักดีต่อสินค้าหรือชื่อ
- ผลกำไรมีแนวโน้มเติบโต และสม่ำเสมอ แข็งแกร่ง
- มีโครงสร้างทางการเงินที่มั่นคง
- ธุรกิจมีอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่สูงอย่างสม่ำเสมอ
- ธุรกิจสามารถรักษาผลกำไรที่ทำได้ไว้เป็นกำไรสะสม
- ธุรกิจมีค่าใช้จ่ายเพื่อรักษาสถานการณ์ดำเนินงานน้อย ใช้งบประมาณเพื่อรักษาฐานลูกค้าน้อย
- บริษัทมีอิสระในการตัดสินใจนำกำไรสะสมไปลงทุน อาทิ ธุรกิจใหม่ ขยายกิจการ ซื้อหุ้นคืน ผู้บริหารมีอำนาจตัดสินใจ
- บริษัทมีอิสระในการปรับราคาขึ้นตามเงินเฟ้อ
- มูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้นจากกำไรสะสมส่งผลให้มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทเพิ่มขึ้น

8.2) ธุรกิจสินค้าโภคภัณฑ์

พบว่าให้ผลตอบแทนที่ไม่โดดเด่นอย่างสม่ำเสมอ เป็นบริษัทใดๆที่มีราคาเป็นปัจจัยหลักเพียงอย่างเดียวในการตัดสินใจของผู้บริโภค หรือมีการแข่งขันทางด้านราคาสูง ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนไม่โดดเด่น ยกตัวอย่างธุรกิจ โรงงานสิ่งทอ ผู้ผลิตวัตถุดิบสำหรับอาหาร เช่น ข้าวโพด ข้าว ผู้ผลิตเหล็ก บริษัทน้ำมัน และก๊าซ อุตสาหกรรมไม้แปรรูป โรงงานกระดาษ ฯลฯ

9) วิธีการเฟ้นหาบริษัทที่น่าลงทุน

วิธีนี้ประยุกต์มาจากงานเขียน ของ ฟิลิป ฟิชเชอร์ ชื่อ Common Stock and Uncommon Profit หรือเรียกว่า วิธีค้นหาปราศรัย (Scuttlebutt Approach) คือการค้นหาข้อมูลจากบุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัท เช่นผู้จัดการร้านค้าที่นำสินค้าจากบริษัทไปขาย นักลงทุนสามารถสอบถามขอขาดสินค้าได้ หรือ ลูกค้า นักวิเคราะห์สถาบัน

10) ผู้บริหารของบริษัทที่ลงทุน

ก่อนที่จะพิจารณาผู้บริหาร ต้องพิจารณาศักยภาพของบริษัทที่แข็งแกร่งก่อน สำหรับผู้บริหารที่ดี ต้องทุ่มเท ซื่อสัตย์ มีความสามารถ

หลักการที่บ่งบอกว่าผู้บริหารมีสำนึกอย่างเจ้าของบริษัทคือ

- จัดสรรการใช้เงินให้เกิดกำไร
- รักษาผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นให้สูงที่สุดเท่าที่ทำได้

- นำกำไรสะสมมาจ่ายปันผล หรือซื้อหุ้นคืนในกรณีที่ไม่มีการลงทุนที่เหมาะสม

11) กลไกตลาดสร้างโอกาสในการลงทุน

ปรากฏการณ์กลไกตลาดต่างจากการเก็งกำไรระยะสั้น แต่เป็นความผิดปกติในโครงสร้างพื้นฐานของตลาดที่มีสาเหตุมาจากวิธีการและแบบแผนในการซื้อขาย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลจากกลยุทธ์การลงทุนบางอย่าง เช่น การประกันพอร์ตการลงทุน และการแสวงกำไรจากดัชนีหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการมุ่งกำไรจากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นทั้งตลาด

ในสถานการณ์เช่นนี้ส่วนใหญ่มักจะเกิดกับสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจากอุปสงค์ขับเคลื่อนด้วยแรงซื้อที่ไม่ได้สนใจมูลค่าหรือศักยภาพทางธุรกิจ แต่สนใจตามทิศทางและอัตราการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาของหุ้นทั้งตลาดแทน

ปัญหานี้สร้างความตื่นตระหนกให้เกิดขึ้นกับนักลงทุนในวงกว้าง เมื่อนักลงทุนพบความขาดทุนโดยไม่ทราบสาเหตุ ส่วนใหญ่ก็จะเทขายหุ้น (Panic sell) และถอยออกไปอยู่นอกตลาด รอจนกว่าตลาดจะกลับสู่ภาวะปกติ

ซึ่งสถานการณ์ตื่นตระหนกแบบนี้เป็นปัญหาที่ย่ำแย่ แต่เป็นโอกาสให้นักลงทุนคุณค่าได้เข้ามาลงทุนด้วยมุมมองการร่วมทำธุรกิจ

12) ภาวะเงินเฟ้อ

คือ ภาวะที่ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปในท้องตลาดสูงขึ้นเรื่อยๆ ทั้งนี้ราคาสินค้าบางชนิดอาจเพิ่มขึ้น ในขณะที่ราคาสินค้าบางชนิดอาจลดลงก็ได้ แต่โดยรวมแล้วราคาสินค้าทั้งหมดโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จะถือว่าเกิดภาวะเงินเฟ้อ

วอร์เรน เชื่อว่า ภาวะเงินเฟ้อเป็นส่วนประกอบถาวรของระบบเศรษฐกิจ ปัจจัยเงินเฟ้อจึงกลายเป็นปัจจัยที่วอร์เรนจะนำมาพิจารณาเสมอในการประเมินโอกาสในการลงทุนทุกครั้ง

การศึกษาครั้งนี้จะใช้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในอัตราที่สูงที่สุดของปี 2551 เท่ากับ 6.5 %

13) ภาษี

ภาษีเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่ง สำหรับการตัดสินใจลงทุนและกำหนดระยะเวลาถือครองหุ้น และยังเป็นตัวบั่นทอนกำไรที่นักลงทุนควรจะได้รับ จะการศึกษาครั้งนี้กล่าวถึงรายการที่จะถูกหักภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ซึ่งมีดังนี้

- เงินปันผล
- กำไรสุทธิ
- กำไรต่อหุ้น

สำหรับการศึกษารั้ครั้งนี้ เป็นการลงทุนระยะยาว ระยะเวลา 7 ปี ด้วยเงินลงทุน 1,000,000 บาท คาดการณ์ผลตอบแทนมากกว่า 4,000,000 บาท อัตราภาษีที่ต้องนำมาคิดคำนวณ คือร้อยละ 37

14) เงินเพื่อและภาษี

กำหนด

อัตราภาษี 37.0 %

อัตราเงินเพื่อ 6.5 %

คำนวณผลตอบแทนที่แท้จริงได้ดังนี้

นักลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล อายุ 7 ปี ได้ผลตอบแทน 6.4 %

ดังนั้น จำนวน ผลตอบแทนขั้นต่ำ ที่ต้องการจากการลงทุนพันธบัตรรัฐบาล

อัตราเงินเพื่อทั่วไป ประมาณ 6.5 %

อัตราภาษีของการรับปันผลที่ได้จากการลงทุน 10 %

ถ้าหากต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่า พันธบัตรรัฐบาล 6.4 %

นักลงทุนควรลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่ ดังนี้

ผลตอบแทนที่ควรได้ขั้นต่ำ 4.85 %

บวก รับเงินปันผล(45.3% -10%) 1.71 %

ผลตอบแทนหลังหักภาษี(9.55%+3.37%) 6.56 %

หักเงินเพื่อ 6.50 %

ผลตอบแทนสุทธิจากการลงทุนPTTEP 0.06 %

(เท่ากับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 6.4%)

ดังนั้นถ้านักลงทุนต้องการผลตอบแทนขั้นต่ำ เพื่อให้ไม่เสียอำนาจการซื้อ

ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ 4.85 %

จำเป็นต้องได้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของนักลงทุนอย่างน้อยในอัตราที่เท่ากับ

ผลลัพธ์ของเงินเพื่อและภาษี เพื่อรักษาอำนาจการซื้อที่แท้จริงของนักลงทุน

15) การขายหุ้น

ชาลี มังเกอร์ และ ฟิลิป ฟิชเชอร์ เห็นว่าสำหรับนักลงทุนซึ่งได้ซื้อหุ้นของธุรกิจที่ได้เปรียบเชิงแข่งขันอย่างยั่งยืน ที่กำลังเติบโต และมีผู้บริหารที่ทำงานโดยประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เป็นสำคัญ ไม่มีช่วงเวลาใดที่จะสมควรให้ขายหุ้นได้เลย เว้นแต่สถานการณ์ได้เปลี่ยนแปลงไปหรือพบโอกาสการลงทุนอื่นที่ดีกว่า

การลงทุนยิ่งให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าเพราะเกิดจากผลตอบแทนทบต้นเกิดขึ้นเรื่อยๆ ยิ่งนานยิ่งทวีคูณผลตอบแทน แม้ว่าความจริงสามารถขายหุ้นเพื่อให้ได้กำไรอย่างงาม การได้รับผลตอบแทนแบบทบต้น ทำให้ได้กำไรอย่างเต็มที่ โดยไม่ต้องเสียภาษีจากกำไรจากการขายหุ้น

16) วิเคราะห์เชิงคณิตศาสตร์และสถิติ

ส่วนนี้เป็นเนื้อหาเกี่ยวกับการวิเคราะห์เชิงตัวเลข โดยเป็นส่วนของการคำนวณซึ่งประกอบด้วยสมการ สูตรการคำนวณ เพื่อหาราคาหุ้นที่เหมาะสม ช่วยในการตัดสินใจ โดยนักลงทุนจะต้องมีโปรแกรมคอมพิวเตอร์เพื่อคิดคำนวณเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่ถูกต้องและแม่นยำ รวมถึงง่ายและสะดวกรวดเร็วในการคำนวณ

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ในเครื่องคำนวณทางการเงิน ชื่อยี่ห้อ Texas Instrument รุ่น BA 2 Plus

สูตรที่ใช้คำนวณเพื่อวิเคราะห์ทางสถิติ ดังนี้

ตัวแปรสำคัญดังนี้

FV (Future Value)

มูลค่าอนาคต

PV (Present Value)

มูลค่าปัจจุบัน

I/Y

อัตราดอกเบี้ยต่อปี

i or r

อัตราดอกเบี้ยรับ

n

ระยะเวลาลงทุน (ปี)

T

จำนวนครั้งต่อปี (ครั้งต่อปี)

Present Value (PV)

$$PV = FV / (1 + i)^n$$

Future Value (FV)

$$FV = PV (1+i)^n$$

Compounding periods (n)

$$n = \ln (FV / PV) / \ln (1+i)$$

Interest rate (i)

i = the interest rate required

$$i = (FV / PV)^{1/n} - 1$$

$$i = (I / Y) / 100$$

I/Y = interest rate per year

$$I/Y = (FV / PV)^{1/n} - 1 \times 100$$

มูลค่าที่เหลือของกิจการ

$$= (C_{(n+1)} / i) / (1+i)^n$$

กำหนดให้

$$C = \text{net income before tax} ; \text{ให้ } g = 0$$

ที่มา : <http://www.moneychimp.com/articles/valuation/capm.htm>

ตัววัดที่ใช้วิเคราะห์ทางสถิติ ดังนี้

ROE (Return on equity) คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

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

ROA (Return on Asset) คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

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

EPS (Earning Per Share) คือ กำไรต่อหุ้น

$$\text{EPS} = \frac{\text{กำไรสุทธิของบริษัท}}$$

จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วของบริษัท

P/E (Price per Earning)

$$\text{P/E} = \frac{\text{ราคาหุ้น}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

การวิเคราะห์ใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปีของบริษัท เปรียบเทียบกำไรต่อหุ้นในแต่ละปี ว่ามีความสม่ำเสมอ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 2.3 กำไรต่อหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด(มหาชน)

ปี พ.ศ.	กำไรต่อหุ้น(บาทต่อหุ้น)
2544	0.67
2545	1.67
2546	3.34
2547	3.71
2548	3.69
2549	4.85
2550	7.24
2551	8.53

ที่มา: www.thaivi.com.

จากฐานข้อมูล กำไรของ บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด(มหาชน) มีการเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง และเพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอเป็นเวลาติดต่อกัน มากถึง 8 ปี ถือว่าเป็นกำไรที่สามารถคาดการณ์ได้ ดังนั้นจึงเหมาะสมที่จะนำมาคำนวณมูลค่าตามหลักการลงทุนแบบประเมินคุณค่าได้

16.1) หาอัตราการเติบโตของกำไร ปี พ.ศ. 2551

กำหนดตัวแปร

มูลค่าปัจจุบัน (PV) ปี 2544 0.67

มูลค่าอนาคต (FV) ปี 2551 8.53

ระยะเวลาลงทุน (N) 7

อัตราการเติบโตของกำไร 7 ปี 43.83 %

ถือได้ว่าเป็นการเติบโตของบริษัทที่น่าสนใจและน่าเก็บไว้เพื่อพิจารณา

16.2) หากำไรคาดการณ์ ปีพ.ศ. 2552

กำหนดตัวแปร

มูลค่าปัจจุบัน (PV) ปี 2544 0.67

อัตราการเติบโตของกำไร 7 ปี 43.83 %

ระยะเวลาลงทุน (N) ปี2552 8

มูลค่าอนาคต (FV) ปี 2552 12.27

คาดการณ์กำไรปี 2552 12.27 บาทต่อหุ้น

17) คาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำที่ราคา

7.1) กำหนดอัตราดอกเบี้ยต่อปีของกำไรต่อหุ้น จากตาราง

- 1) อัตราดอกเบี้ยต่อหุ้น 7 ปี = 43.83 %
- 2) คาดการณ์กำไรต่อหุ้น 7 ปี = 12.27 บาทต่อหุ้น
- 3) อัตราดอกเบี้ยกำไรต่อหุ้น ใน 5 ปี

กำหนดตัวแปร

กำไรต่อหุ้นเป็น

มูลค่าปัจจุบัน (PV) ปี 2546 3.34 บาทต่อหุ้น

มูลค่าอนาคต (FV) ปี 2552 12.27 บาทต่อหุ้น

ระยะเวลาลงทุน(ปี) 5 ปี

หาอัตราดอกเบี้ยกำไรต่อหุ้น 5 ปี 29.72 %

7.2) ประเมินอัตราดอกเบี้ยต่อปี(ขั้นต่ำ)

ประเมินอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ = ราคาหุ้น/กำไรต่อหุ้น (คาดการณ์)
หุ้น PTTEP ที่ราคา 102 บาท

ประเมินอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ = ราคาหุ้น/กำไรต่อหุ้น (คาดการณ์)
= $102 / 12.27 = 12.03 \%$

แปลว่า ประเมินอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ราคา 102 บาท ที่มีกำไรคาดการณ์
จะได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ 12.03 %

อัตราผลตอบแทนดังกล่าวก็เพิ่มขึ้นเนื่องจากกำไรต่อหุ้นของ PTTEP เดิมโต
ในอัตรา 43.83% รอบ 7 ปี และ 29.72 % รอบ 5 ปี

18) ประเมินมูลค่าบริษัทเชิงเปรียบเทียบกับพันธบัตรรัฐบาล

ใช้เปรียบเทียบกับการวิเคราะห์หุ้น PTTEP โดยใช้ระยะกาลลงทุน 7 ปีเท่ากัน

กำไรต่อหุ้นในปัจจุบัน

อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล

กำไรต่อหุ้นPTTEP 12.27

พันธบัตรรัฐบาลอายุ 7 ปี 6.4 %

(12.27 / 6.4 %) 191.72

อ่านค่าได้ว่า หุ้นPTTEP ที่ ราคา 191.72 บาท นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนจาก
พันธบัตรรัฐบาลกรณีนี้เท่ากับ 6.4 %

ดังนั้น PTTEP จึงมีราคาเชิงเปรียบเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลเท่ากับ 191.72 บาท

ถ้าซื้อหุ้นที่ราคาต่ำกว่า 191.72 บาท จะทำให้นักลงทุนได้หุ้นในราคาที่ต่ำกว่าเชิงเปรียบเทียบกับราคาพันธบัตรรัฐบาล และผลตอบแทนจากหุ้นจะ สูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล

19) หาผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น

ส่วนผู้ถือหุ้น = สินทรัพย์ – หนี้สินทั้งหมด

ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น = กำไรหลังหักภาษี / ส่วนผู้ถือหุ้น

นักลงทุนควรเลือกลงทุนบริษัทที่มีผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นสูง

ตารางที่ 2.4 ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น บริษัทปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)

งบการเงิน	บริษัทปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
สินทรัพย์	135,525.39 ล้านบาท
หนี้สิน	58,380.77 ล้านบาท
ส่วนผู้ถือหุ้น	77,144.62 ล้านบาท
กำไรหลังหักภาษี	19,754.97 ล้านบาท
ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น	25.61%

ที่มา: บริษัทปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน). 2551.

ปี 2551

กำไรหลังหักภาษี 19,754.97 ล้านบาท

ส่วนผู้ถือหุ้น 77,144.62 ล้านบาท

ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น

(19,754.97 / 77,144.62) 25.61 %

แสดงว่า บริษัท PTTEP เป็นบริษัทที่น่าสนใจ

ในฐานะที่เป็นเจ้าของ ในการเข้าถือหุ้น บริษัทปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) มีทางเลือก 2 ทางเลือก คือ ให้บริษัทนำกำไรที่ได้ไปลงทุนเพื่อทำกำไรเพิ่มขึ้นและสร้าง

กำไรให้นักลงทุน 25.61 % หรือ อีกทางเลือกคือให้รับเงินปันผล โดยถูกหักภาษีเงินได้บุคคล

ธรรมดา นักลงทุนควรเลือกทางเลือกแรก เพื่อผลตอบแทนทบต้นในระยะยาว

สิ่งที่น่าสนใจคือ ส่วนผู้ถือหุ้นที่มีการเติบโตและกำไรที่เพิ่มขึ้นสอดคล้องกันดังตาราง

ตัวอย่างต่อไปนี้

ตารางที่ 2.5 แสดงผลตอบแทนผู้ถือหุ้นแบบทบต้น

ปีที่	ส่วนผู้ถือหุ้น(ต้นปี)	อัตราผลตอบแทน ส่วนผู้ถือหุ้น (ROE)	กำไร(จะถูกนำไปเพิ่ม ในกำไรปีถัดไป)
1	77,144.62	25.61%	19,754.97ล้านบาท
2	96,899.59	25.61%	24,815.98
3	121,715.575	25.61%	31,171.36
4	152,886.9338	25.61%	39,154.34
5	192,041.2775	25.61%	49,181.77
6	241,223.0487	25.61%	61,777.22
7	303,000.2714	25.61%	77,598.37
8	380,598.6409	25.61%	97,471.31

จากการคำนวณผลตอบแทนทบต้นเป็นเวลา 8 ปี

ที่มา: Buffet and Clark (2001)

19.1) คำนวณผลตอบแทนในการลงทุนพันธบัตร

กำไร 19,754.97 ล้านบาท

ผลตอบแทนในการลงทุนพันธบัตร 7 ปี 6.4 %

ผลตอบแทนกำไรที่ได้ = กำไรหลังหักภาษี/ส่วนผู้ถือหุ้น

= $19,754.97 / 6.4 \%$

= 308,671.41 ล้านบาท

เป็นมูลค่าอนาคต (FV) 308,671.41 ล้านบาท

แปลค่าได้ว่า นักลงทุนต้องลงทุนในพันธบัตรเท่ากับ 308,671.41 ล้านบาท จะได้
ผลตอบแทนเท่ากับปีละ 19,754.97 ล้านบาท

19.2) คำนวณหาเงินลงทุนพันธบัตร

กำไรคาดการณ์ปี 8 97,471.31 ล้านบาท

อัตราผลตอบแทนต่อปี 6.4 %

คำนวณเงินลงทุนได้

= $97,471.31 / 6.4 \%$

= 1,522,989.38 ล้านบาท

เป็นมูลค่าอนาคต (FV) 1,522,989.38 ล้านบาท

จะต้องลงทุน 1,522,989.38 ล้านบาท จึงจะได้เท่ากับ 97,471.31 ล้านบาท

19.3) จำนวนหาอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนที่หาได้จากข้อ ที่ 19.1

เงินลงทุนเริ่มต้น ปีที่ 1 (PV)	308,671.41 ล้านบาท
มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น (FV)	380,598.6409 ล้านบาท
ระยะเวลาลงทุน	7 ปี

จำนวนอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนพันธบัตร 3.04 %

ถ้านักลงทุนจ่ายเงิน 308,671.41 ล้านบาท ต้นปีที่ 1 และขายด้วยราคามูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นเท่ากับ 380,598.6409 ล้านบาทในปีที่ 8 เท่ากับลงทุน 7 ปี นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทน 3.04 %

19.4) จำนวนหาอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนจากข้อที่ 19.2

เงินลงทุนเริ่มต้น ปีที่ 1 (PV)	308,671.41 ล้านบาท
มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น (FV)	1,522,989.38 ล้านบาท
ระยะเวลาลงทุน	7 ปี

จำนวนอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนในหุ้น PTTEP 25.61 %

ถ้าวางทุนในหุ้น PTTEP ขายได้ 1,522,989.38 ล้านบาท ผลตอบแทนจะเพิ่มขึ้นเป็น 25.61% เท่ากับมูลค่าของพันธบัตรรัฐบาลที่จะให้ดอกเบี้ยเท่ากับผลกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท PTTEP ในปีที่ 7 ซึ่งเท่ากับ 97,471.31 ล้านบาท

19.5) หาอัตราผลตอบแทนทบต้น

ส่วนผู้ถือหุ้น ปีที่ 1 (PV)	77,144.62 ล้านบาท
ส่วนผู้ถือหุ้น ปีที่ 8 (FV)	380,598.65 ล้านบาท
ระยะเวลาลงทุน	7 ปี

จำนวนอัตราผลตอบแทนทบต้น 25.61 %

20) การคาดการณ์ผลตอบแทน

20.1) หามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ

ว่าเป็นผลรวมของกำไรในอนาคตของธุรกิจที่ได้เปรียบแข่งขัน

วิธีทำ

1. ประมาณการมูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นในอนาคตโดยการใช้แนวโน้มในอดีตของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
2. ประมาณการมูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นในอนาคตได้แล้ว (สมมติว่าเป็นอีกสิบปี)

3. นำค่าที่ได้มาคูณกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่คาดการณ์ไว้ผลลัพธ์ที่ได้คือกำไรต่อหุ้นของบริษัทในอนาคต
 4. ประมาณการราคาซื้อ-ขายของหุ้นในอนาคต โดยการใช้ราคาที่นักลงทุนซื้อมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน
 5. จำนวนอัตราผลตอบแทนต่อปี
 6. เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนอื่นๆในตลาด รวมทั้งอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพื่อเอาชนะอัตราเงินเฟ้อ
- 20.2) ประมาณการกำไรต่อหุ้นในอนาคตและ ประเมินราคาตลาดในอนาคต

วิธีทำ

1. ประมาณการกำไรต่อหุ้นในอนาคต
2. ประเมินราคาตลาดในอนาคต
3. ใช้ผลลัพธ์ดังกล่าวมาคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

21) ประมาณการกำไรต่อหุ้นในอนาคตของบริษัท และประเมินราคาตลาดในอนาคตของ

หุ้น

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนธุรกิจ

กำไรต่อหุ้น = มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัท × อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

กำไรต่อหุ้นจะถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วน

ส่วนที่ 1 ของกำไรทั้งหมด จะเก็บไว้กับบริษัท เป็นกำไรสะสม

ส่วนที่ 2 ของกำไรส่วนที่เหลือ จะจ่ายเป็นปันผล

22) หุ้นเสมือนพันธบัตรที่ให้kupongเพิ่มขึ้นได้

มีอัตราการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทน แต่จริงๆแล้วเงินลงทุนเริ่มแรกได้

ผลตอบแทนคงที่ต่อปี และมีกำไรสะสมทั้งหมดต่อปีเพิ่มอีก ซึ่งเสมือนได้รับkupongพันธบัตรเป็น

ผลตอบแทนต่อปี และสามารถนำผลตอบแทนนี้ไปลงทุนใหม่ในหุ้นเสมือนพันธบัตรให้

ผลตอบแทนสะสมทั้งหมดต่อปี

23) การซื้อหุ้นคืน

บริษัทสามารถเพิ่มความมั่งคั่งให้ผู้ถือหุ้นด้วยการซื้อหุ้นคืนของบริษัท ทำให้สัดส่วน

ผู้ถือหุ้นลดลง ก็จะทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นด้วย (บริษัทสามารถเพิ่มอัตรา

ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้โดยการเพิ่มกำไรสุทธิ หรือ การลดส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทนั่นเอง)

24) ประเมินผู้บริหารในการใช้ประโยชน์จากกำไรสะสม

ผู้บริหารมีอิสระในการจัดการกับกำไรสะสม โดยมี 2 ทางเลือก คือการเก็บเป็นกำไรสะสมเพื่อดำเนินกิจการแสวงหาผลกำไรจากการลงทุนในกิจการต่อไป ผลของการลงทุนเพิ่มจะสะท้อนให้เห็นในระยะยาว ดูได้จากมูลค่าของธุรกิจที่เติบโตขึ้น ทางเลือกที่สองคือ จ่ายปันผลแก่ผู้ลงทุนซึ่งนักลงทุนควรให้ความสนใจเรื่องนี้หน่อยลง

2.1.2 แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

เพื่อนำมาประกอบการศึกษาทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติ เพื่อหาความเสี่ยงจากผลตอบแทนการลงทุนภาคการณ โดยทฤษฎีดังกล่าวมาจาก Harry Markowitz ค้นพบ ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สมัยใหม่ ต่อมา William F.Sharpe , John Lintner และ Jan Mossin ได้นำทฤษฎีดังกล่าวมาประยุกต์เป็นทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ มาเป็นแบบจำลองคุณภาพของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงภายใต้แบบจำลองดังกล่าว ความเสี่ยงในที่นี้ หมายถึง ความเสี่ยงเป็นระบบ (Systematic risk) หรือความเสี่ยงที่ไม่สามารถกำจัดได้โดยการกระจายการลงทุน

ข้อสมมติของแบบจำลอง การตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ประกอบด้วย

1. นักลงทุนแต่ละคนเป็นผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยง มีความคาดหวังอรรถประโยชน์จากการลงทุนสูงสุด
2. นักลงทุนเป็นผู้รับราคาและมีความคาดหวังในผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่มีการแจกแจงปกติ
3. สินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงที่นักลงทุนอาจกู้ยืมหรือให้กู้ยืมโดยไม่จำกัดจำนวนด้วยอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง
4. ปริมาณสินทรัพย์ มีจำนวนจำกัด ทำให้สามารถกำหนดราคาซื้อขายและแบ่งแยกเป็นหน่วยย่อยได้ไม่จำกัดจำนวน
5. ตลาดสินทรัพย์ไม่มีการกีดกัน ไม่มีต้นทุนเกี่ยวกับข่าวสารข้อมูล และทุกคนได้รับข่าวสารอย่างสมบูรณ์
6. ตลาดสินทรัพย์เป็นตลาดที่มีลักษณะสมบูรณ์ ไม่มีเรื่องภาษี กฏระเบียบ หรือ ข้อห้ามในการซื้อขายแบบขายก่อนซื้อ (Short sale) หมายถึงการขายหุ้นโดยไม่มีหุ้นอยู่ในบัญชี (Port folio) ของตน

จากข้อสมมติที่กล่าวไว้ว่า นักลงทุนต่างมีความคาดหวังจากการลงทุนเหมือนกัน เป็นผู้มีความเสี่ยง และเป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง ทำให้นักลงทุนให้ความสนใจลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงและกลุ่มสินทรัพย์เสี่ยงอยู่บนเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ นั่นคือนักลงทุนต่างสนใจลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มตลาดเหมือนกัน กลุ่มหลักทรัพย์ตลาด เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่รวมหลักทรัพย์ทุกประเภทที่มีผู้ถือครอง คุณภาพจึงเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในน้ำหนักของหลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดจากราคาหลักทรัพย์ ถ้าหลักทรัพย์ชนิดหนึ่งราคาต่ำกว่าอีกชนิดหนึ่ง เมื่อเทียบจากความเสี่ยงที่เท่ากัน นักลงทุนจะเลือกซื้อหรือลงทุนในหลักทรัพย์ที่ราคาถูกกว่า ทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นปรับตัวสูงขึ้นและการขายหลักทรัพย์ที่ราคาแพงกว่า จะทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นต่ำหรือลดลง กระบวนการดังกล่าวทำให้ราคาหลักทรัพย์ถูกผลักดันสู่คุณภาพในที่สุด และผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงสุด ณ. แต่ระดับความเสี่ยงแบบจำลอง CAPM นี้ เน้นสนใจในความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ เนื่องจากอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่าหากการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ให้หลากหลายขึ้นจะสามารถกำจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้ ความเสี่ยงใน CAPM นั้น หมายถึงความเสี่ยงเป็นระบบ (Systematic risk) โดยจะใช้ตัว (β) เป็นตัวแทน เมื่อค่าเบต้า (β) น้อยกว่า 1 หมายความว่าหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงมากกว่า หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้า (β) มากกว่า 1 ความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์วัดได้จากการเปรียบเทียบ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น กับ ความเสี่ยงในตลาดและการวัดความแปรปรวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดไม่อาจเทียบเคียงตัวเองได้ เพราะไม่สามารถนำค่าสถิตินี้ไปวัดเปรียบเทียบกับความแปรปรวนของหลักทรัพย์ตัวอื่นได้ จึงใช้การวัดความแปรปรวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นเทียบกับผลตอบแทนของตลาด ความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละตัวเป็นค่าความแปรปรวนของหลักทรัพย์และของตลาดจากหลักทรัพย์ใดๆค่าเบต้า (β) สามารถคำนวณได้จากสูตรทางคณิตศาสตร์

$$\beta_i (\text{ความเสี่ยง}) = \frac{\text{covariance}(R_i, R_m)}{\text{variance}(R_m)}$$

$E(R_m)$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากตลาด (Expected return from the market portfolio)

$E(R_i)$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุน (Expected return from the given investment)

ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์เดี่ยว หรือของทั้งพอร์ตโฟลิโอ นำมาจาก

R_i = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i (Return from portfolio)

R_f = อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Return from risk – free rate)

R_m = อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (Return from market)

โดยความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์
แสดงได้จากสมการ ดังนี้

$$R_i = \alpha + b \beta_i \quad \dots(1)$$

โดยที่ R_i = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Expected rate of return for asset i)

β_i = ความเสี่ยงเป็นระบบที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i (Systematic risk of the asset)

R_f = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความเสี่ยง $i = \alpha + b(0)$ ฉะนั้น $R_f = \alpha$

α = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

b = ค่าความชันของเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line : SML) นั่นคือ

ถ้าความเสี่ยงของหลักทรัพย์เท่ากับความเสี่ยงของตลาด เมื่อ $\beta = 1$

$$R_m = \alpha + b(1) \quad \dots(2)$$

$$R_m - \alpha = b_i \quad \dots(3)$$

ดังนั้นเกิดความสัมพันธ์ $R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad \dots(4)$

โดย

R_i = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Expected rate of return for asset i)

β_i = ความเสี่ยงเป็นระบบที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i (Systematic risk of the asset)

R_f = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล อายุ 7 ปี

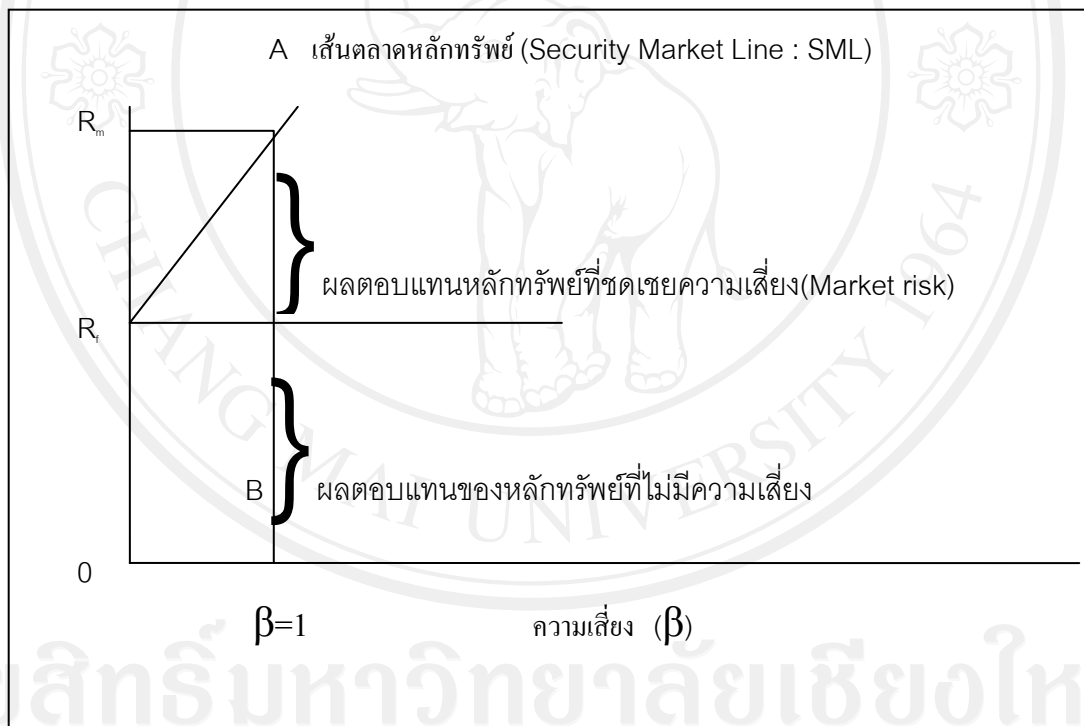
R_m = อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (Return from market)

ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนคาดหวังกับความเสี่ยง สามารถกำหนดแสดงเป็นเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line : SML) โดยเป็นความสัมพันธ์ที่แสดงระดับผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงต่างๆ หรือเป็นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยเส้นตลาดหลักทรัพย์นี้ มีข้อสมมติฐานว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพสูงและอยู่ในดุลยภาพ ความแตกต่างของผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์แต่ละตัวแสดงถึงความแตกต่างกันและค่าเบต้า (β) ในแต่ละหลักทรัพย์ด้วย ความเสี่ยงที่สูงกว่าของหลักทรัพย์หนึ่ง จะแสดงถึงผลตอบแทนที่สูงกว่า ด้วยความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวังนี้เป็น

เส้นตรง ซึ่งถ้าความสัมพันธ์นี้ไม่เป็นเส้นตรงหรือตลาดหลักทรัพย์ไม่เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว การลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะไม่มีประสิทธิภาพด้วย โดยหากเป็นเส้นโค้งคว่ำลง แสดงให้เห็นว่าเมื่อถือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากขึ้นกลับให้ผลตอบแทนลดลง หรือหากเป็นเส้นโค้งที่หงายขึ้นแสดงให้เห็นเมื่อถือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยจะให้ผลตอบแทนที่มากขึ้น ดังนั้นการที่ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงเป็นเส้นตรง ผลตอบแทนที่ควรได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใดควรเท่ากับการถือหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงบวกผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการถือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเท่านั้น หากมีผลตอบแทนอื่นใดที่มากกว่านี้ถือว่าการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติ

ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expect return)

รูปที่ 2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงในการลงทุนในหลักทรัพย์



ที่มา: Filscher and Jordan (1995)

จากรูปที่ 2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวังนี้เป็นแบบเส้นตรง จากรูป จุด A ให้ผลตอบแทนสูงกว่าจุดบนเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) ซึ่งแสดงว่าหลักทรัพย์มีราคาซื้อขายในตลาดต่ำกว่าราคาที่สมควรจะเป็น และจุด B คือหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำกว่าหลักทรัพย์อื่นบนเส้นตลาดหลักทรัพย์(SML) กล่าวคือ ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนจะพากันซื้อหลักทรัพย์ A มากขึ้นเมื่อมีอุปสงค์มากขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ A นี้สูงขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนลดลงจนสู่สมมูลบนเส้นตลาดหลักทรัพย์(SML) ส่วน

หลักทรัพย์ B ผู้ลงทุนจะไม่ซื้อเนื่องจากผลตอบแทนที่ได้ต่ำกว่าผลตอบแทนที่ต้องการ บนเส้นตลาดหลักทรัพย์(SML) ทำให้อุปสงค์ลดลง ราคาหลักทรัพย์ B จะลดลง จนทำให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นสู่ภาวะสมดุลบนเส้นตลาดหลักทรัพย์(Security Market Line :SML) เส้นตลาดหลักทรัพย์เป็นเส้นนี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงหรือค่า β กับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้จากการลงทุน โดยที่ระดับความเสี่ยงของตลาดจะมีค่าเท่ากับ 1 ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยง จะไปในทิศทางเดียวกัน คือ การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนย่อมคาดหวังผลตอบแทนที่จะกลับคืนมาในอัตราที่สูงขึ้นด้วย ในทางตรงกันข้ามการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงต่ำ นักลงทุนย่อมได้รับผลตอบแทนที่น่าจะต่ำด้วย

จากการศึกษานำเอา β หรือค่าความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ $E(R_i)$ มากำหนดจุดเพื่อเปรียบเทียบกับเส้น SML ดังรูปที่ 2 โดยถ้าหลักทรัพย์ใดอยู่เหนือเส้น SML จะเป็นหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนมากกว่าตลาด นั่นคือราคาของหลักทรัพย์นั้นมีค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Under Value) ในอนาคตเมื่อราคาของหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น ผลตอบแทนก็จะลดลงเข้าสู่ระดับเดียวกับผลตอบแทนตลาด ซึ่งนักลงทุนควรซื้อหลักทรัพย์นี้ไว้ในทางกลับกัน ถ้าหลักทรัพย์ใดอยู่ต่ำกว่าเส้น SML จะเป็นหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนน้อยกว่าตลาด นั่นคือราคาของหลักทรัพย์นั้นมีค่ามากกว่าที่ควรจะเป็น (Over Value) ในอนาคตเมื่อราคาของหลักทรัพย์นั้นลดลง ผลตอบแทนก็จะสูงขึ้นเข้าสู่ระดับเดียวกับผลตอบแทนตลาด ซึ่งนักลงทุนควรขายหลักทรัพย์นี้ก่อนราคาจะลดลง

2.2 เอกสารที่เกี่ยวข้อง

กมลวรรณ รัตนกาญจน์ (2547) ได้ศึกษาผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มสื่อสารด้วยวิธีเส้นพรมแดนเฟ้นสุ่ม จำนวน 5 หลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาปิดหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายอยู่ในตลาดในช่วงระยะเวลา 5 ปี

วิธีการศึกษาแหล่งข้อมูลในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาหลักทรัพย์ทั้งตลาดและราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร 5 หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และทำการซื้อขายช่วงระยะเวลา 5 ปี โดยเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่ วันที่ 1 มกราคม 2542 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2542 โดยหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร 5 หลักทรัพย์ คือ

1. หลักทรัพย์ของบริษัท แอดวานซ์ อินโฟเซอรัวิส จำกัด (มหาชน)

2. หลักทรัพย์ของบริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
3. หลักทรัพย์ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
4. หลักทรัพย์ของบริษัท ชินวัตร แชนเทลไลท์จำกัด (มหาชน)
5. หลักทรัพย์ของบริษัท ทีทีแอนด์ที จำกัด (มหาชน)

ผลการศึกษาจากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน พิจารณาภาพรวมทั้ง 5 ปี มีเพียงหลักทรัพย์ SHIN เท่านั้นที่มีจำนวนสัปดาห์ที่หลักทรัพย์มีค่าเปรียบเทียบมากกว่า 1 มากกว่าจำนวนสัปดาห์ที่ค่าเปรียบเทียบของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีค่าน้อยกว่า 1 ซึ่งแสดงว่าเมื่อพิจารณาโดยภาพรวมแล้วหลักทรัพย์ SHIN เหมาะที่จะพิจารณาเลือกลงทุน ส่วนหลักทรัพย์ TRUE SATT และ TTNT พบว่า หลักทรัพย์ทั้ง 3 มีจำนวนสัปดาห์ที่หลักทรัพย์มีค่าเปรียบเทียบมากกว่า 1 น้อยกว่าสัปดาห์ที่เปรียบเทียบของอัตราผลตอบแทนมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าเมื่อพิจารณาโดยภาพรวมแล้วหลักทรัพย์ TRUE SATT และ TTNT ไม่เหมาะที่จะพิจารณาเลือกลงทุน

เมื่อนำอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังแล้วนั้น หลักทรัพย์ทั้ง 5 คือ หลักทรัพย์ ADVANCE SHIN TRUE SATT TTNT ให้ผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังทุกหลักทรัพย์ แสดงว่าหลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์ มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Under value) ผู้ลงทุนควรที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์เพราะให้ผลตอบแทนสูง

อภิวัฒน์ นำประทานสุข(2547) ได้ศึกษาการวิเคราะห์มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในภาคเหนือด้วยเศรษฐมิติ เพื่อทำการพยากรณ์มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในเขตภาคเหนือในอนาคต และทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงคุณภาพในระยะยาวระหว่างมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในเขตภาคเหนือกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และ GDP ของประเทศ

โดยศึกษา ถึงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในเขตภาคเหนือ 17 จังหวัด โดยจะใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากวารสารตลาดหลักทรัพย์ เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลจากธนาคารกลางรวมถึงเว็บไซต์ของบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆที่เกี่ยวข้อง ใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่วันที่ 31 มกราคม 2539 ถึงวันที่ 31 ตุลาคม 2547 รวมทั้งสิ้น 106 เดือน

สรุปผลการศึกษา จากการวิเคราะห์แนวโน้มการซื้อขายหลักทรัพย์ในภาคเหนือ กล่าวได้ว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในภาคเหนือมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาเพิ่มขึ้น และฤดูกาลมีผลต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในภาคเหนือบ้างพอประมาณ

ศิษา กอလာประเสริฐ(2547) ได้ศึกษาถึงพฤติกรรมและปัญหาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายใหม่ในเขตอำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ โดยการรวบรวมข้อมูลจากแบบสอบถามจากลูกค้าบริษัทหลักทรัพย์ในจังหวัดเชียงใหม่จำนวน14บริษัท รวมทั้งสิ้น 104 ชุด

ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนส่วนใหญ่เป็นเพศชาย อายุระหว่าง25-35 สถานภาพโสด สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี อาชีพประกอบธุรกิจส่วนตัว รายได้ เฉลี่ย20,000-50,000 บาท เหตุผลสำคัญของการเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์คือต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก โดยสื่อโทรทัศน์ผู้แนะนำและเจ้าหน้าที่การตลาดมีความสำคัญต่อการเข้ามาลงทุนมากและการให้ความรู้เรื่องหลักทรัพย์แก่นักลงทุนรายใหม่

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเป็นปัจจัยที่นักลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุดโดยส่วนใหญ่แล้ว นักลงทุนสนใจในหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงิน และถือครองในระยะสั้นไม่เกิน 1สัปดาห์ เพื่อการเก็งกำไร ส่วนการถือครองระยะยาวเพื่อรับผลตอบแทนและสิทธิประโยชน์จากหลักทรัพย์ จากการทดสอบchi-square ตามสมมติฐานพบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับลักษณะการลงทุน คือ ดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ สถาบันจัดอันดับเครดิตมูดีส์อินเวสเตอร์เซอร์วิส และการวิเคราะห์ทางเทคนิคโดยใช้กราฟแท่งเทียนและผลประกอบการ โดยทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ0.05 การสร้างราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายใหญ่เป็นปัญหาใหญ่แก่นักลงทุน จนถึงการสร้างข่าวลือเพื่อสร้างราคาหลักทรัพย์ ปัญหาเหล่านี้ นักลงทุนต้องการให้ภาครัฐบาลควบคุมและเคร่งครัดและแก้ไขกรอบการทำงานและข้อเสนอแนะเพื่อมาตรฐานที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนส่วนใหญ่จะได้กำไรจากการลงทุน และถ้าหากขาดทุน นักลงทุนก็สามารถทำใจยอมรับได้ในระดับปานกลางและนักลงทุนก็จะลงทุนต่อไป เพื่อแก้ไขขาดทุน

พันเดช หลิมศิริวิไล(2547) ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาพฤติกรรมในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ และเพื่อศึกษาปัญหาการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลได้มาจากแบบสอบถามกับกลุ่มตัวอย่างจำนวน260รายที่เป็นนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเลือกมาโดยวิธี Non Probability Sampling แบบQuota Sampling โดยเลือกมาจากห้องค้าหลักทรัพย์จังหวัดเชียงใหม่ 13แห่ง ๆละ 20ราย และใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีพฤติกรรมดังนี้ มีประสบการณ์ลงทุนอย่างน้อย1ปี ลงทุนเพื่อตนเอง ลงทุนเพื่อเก็งกำไร ชอบลงทุนในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูง เสี่ยงสูง

ลงทุนในหุ้นสามัญ ถือครองน้อยกว่า1เดือน แหล่งข้อมูลที่ช่วยในการตัดสินใจ คือหนังสือพิมพ์
 วารสารในการลงทุนน้อยกว่า100,000บาท วงเงิน มาร์จิ้นใช้ลงทุนน้อยกว่า100,000บาท ให้
 การศึกษาครั้งนี้ได้แบ่งปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกลงทุน แบ่งออกเป็น 2ปัจจัย คือ
 ปัจจัยพื้นฐาน และปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
 ผลการศึกษาพบว่าด้านปัจจัยพื้นฐานที่ใช้พิจารณาลงทุนกลุ่มตัวอย่างได้ให้กำไรจากการซื้อขาย
 หลักทรัพย์มีความสำคัญที่สุด ส่วนการประกาศจ่ายเงินปันผลและความเสี่ยงของหลักทรัพย์เป็น
 ปัจจัยรองลงมาตามลำดับ สำหรับปัจจัยภายนอกที่ใช้พิจารณาลงทุนกลุ่มตัวอย่างได้ให้ภาวะ
 เศรษฐกิจภายในประเทศมีความสำคัญมากที่สุด ส่วนอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด และสถานะความ
 มั่นคงทางการเมือง มีความสำคัญรองลงมาตามลำดับ ด้านปัญหาของผู้ลงทุนในการลงทุน
 หลักทรัพย์ ปัญหาเกี่ยวกับประสิทธิภาพการรับรู้ข่าวสารในตัวของผู้ลงทุนเป็นปัญหาที่สำคัญ
 มากที่สุด รองมาคือความรู้ความเข้าใจในการลงทุนของนักลงทุน และสถานการณ์ทางการเมือง