

บทที่ 17

ปัญหาที่สำคัญเกี่ยวกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Major Problems in Security Analysis)

การวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และทำการตัดสินใจเพื่อเลือกหลักทรัพย์ที่ดีและราคาเหมาะสมที่สุดในบรรดาหลักทรัพย์ลงทุนทั้งหลายที่เสนอขายในตลาด ทั้งนี้เพื่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ลงทุนมากที่สุด การวิเคราะห์หลักทรัพย์อาจเป็นการวิเคราะห์ทางเศรษฐศาสตร์ รายงานทางการเงินของอุตสาหกรรมประเภทนั้น รวมทั้งการดำเนินงานของบริษัทนั้น เพื่อนำมาพยากรณ์รายได้ในอนาคต คุณภาพ และประมาณมูลค่าของหลักทรัพย์ และเปรียบเทียบราคาของหลักทรัพย์นั้นกับหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด รายได้ในอนาคตของผู้ลงทุน คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับทั้งสิ้น ซึ่งประกอบด้วย รายได้ดอกเบี้ยจากหุ้นกู้ หรือพันธบัตร และรายได้เงินปันผลจากหุ้นหุ้น บวกด้วยกำไรจากมูลค่าของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น หรือหักด้วยขาดทุนเนื่องจากมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ถ้อยอยู่นั้นลดลง สำหรับผู้ลงทุนรายได้ที่จะได้รับในอนาคตจากหลักทรัพย์ จะพิจารณาจากรายได้ในอนาคตของธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์ เป็นคนว่า อัตราความเจริญเติบโตและเสถียรภาพของรายได้ในอนาคตของบริษัท สิ่งเหล่านี้เป็นตัวกำหนดมูลค่าของหลักทรัพย์ ดังนั้นเพื่อให้การพยากรณ์มูลค่าของหลักทรัพย์ได้ถูกต้องและใกล้เคียงที่สุด ผู้ลงทุนจึงต้องทำการวิเคราะห์รายละเอียดฉบับที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ในอดีต และคุณสมบัติปัจจุบันของหลักทรัพย์นั้น

หน้าที่และขอบเขตในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Functions and Extent of Security Analysis)

1. รวบรวมข้อมูลที่เชื่อถือได้ ข้อมูลที่จะนำมาทำการวิเคราะห์นั้นต้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้องและตรงกับที่ต้องการ ทั้งอดีต และปัจจุบัน เพื่อใช้พยากรณ์อุตสาหกรรม ยอดขาย และรายได้ของบริษัท และผู้ออกหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่ผู้ลงทุนสนใจจะลงทุน
2. วิเคราะห์และแปลความข้อมูลทางการเงินให้ตรงกับความเป็นจริง และมีการปรับข้อมูลหากมีความจำเป็น เพื่อให้ตัวเลขที่แสดงถึงความสามารถทางการเงิน การพยากรณ์กำไรในอนาคต ความมั่นคงทางการเงิน (financial strength) และคุณภาพของหลักทรัพย์ของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์ได้ถูกต้องใกล้เคียงมากที่สุด
3. พยากรณ์ยอดขาย รายได้ และมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการอุตสาหกรรม และบริษัทที่ออกหลักทรัพย์
4. การคัดเลือกหลักทรัพย์ ที่คิดสนใจลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่ถึงพอใจมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนชนิดอื่น โดยใช้ราคาปัจจุบัน หรือระดับราคาที่เกี่ยวข้องกันเพื่อคำนวณมูลค่าของเงินลงทุน ซึ่งมูลค่าของเงินนี้ส่วนใหญ่ได้มาจากการพยากรณ์อัตราความเจริญเติบโต และเสถียรภาพของรายได้ในอนาคตของผู้ลงทุนสามัญ
5. การแนะนำ การสนับสนุนให้ซื้อ ถือหลักทรัพย์นั้นต่อไป หรือขาย หรือเปลี่ยนเป็นหลักทรัพย์ชนิดหนึ่ง ชนิดใดในสินทรัพย์ลงทุนเหล่านั้น โดยพิจารณาคุณสมบัติของหลักทรัพย์ โอกาสที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะเจริญเติบโต

ก้าวหน้าในอนาคต โดยการเปรียบเทียบความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะ
จะเป็นไปได้

นอกจากหน้าที่ต่าง ๆ ตามที่กล่าวมาข้างต้นนี้แล้ว เพื่อให้การปฏิบัติ
ได้อย่างขึ้น ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ควรได้มีการฝึกอบรมทางด้านเศรษฐศาสตร์
การบัญชี การเงินธุรกิจ การเงินการธนาคาร และประวัติความเป็นมาของ
ตลาดหลักทรัพย์ตามที่ได้อ้างมาแล้วในบทอื่น ๆ ด้วย

ขอบเขตของการวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้น ขึ้นอยู่กับจุดประสงค์ของผู้
ลงทุน ความซับซ้อนของปัญหา ลักษณะของอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง รายละเอียด
ข้อมูลและเวลา ตลอดจนจำนวนเงินทุนที่มีอยู่

ปัจจัยที่สำคัญในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Factors Underlying Security
Analysis)

ก. ปัจจัยทางเชิงคุณภาพ (Qualitative Factors) เป็นการ
พิจารณาถึงลักษณะของอุตสาหกรรม ความสามารถของผู้บริหาร ความเจริญทาง
การค้นคว้าวิจัย และปรับปรุงกิจการ ขนาด ชื่อเสียงของกิจการ ภาวะของ
อุตสาหกรรมนั้น ๆ ตลอดจนการแข่งขันในตลาดและอื่น ๆ ซึ่งแสดงถึงการค่า-
เนื้องานภายในกิจการ ความเจริญก้าวหน้า และการคาดการณ์ของกิจการ การ
ได้มาของข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลทางเชิงคุณภาพค่อนข้างยุ่งยาก และการ
ประเมินค่าปัจจัยทางเชิงคุณภาพนี้ยุ่งยากกว่าข้อเท็จจริงทางเชิงปริมาณ ซึ่งแสดง
เป็นตัวเลข และใช้ความรู้ความชำนาญในอดีตและปัจจุบัน ซึ่งปัจจัยเชิงปริมาณ
ส่วนใหญ่แล้วแสดงในงบการเงินของบริษัท เช่น งบดุลย์ งบกำไรขาดทุน และ
ตารางประกอบงบต่าง ๆ เป็นต้นว่า งบกระแสเงินสดเข้าเงินสดออก ซึ่งแสดง

จำนวนเงินสัปดาห์โตมา และถูกใช้ไป บัจจยเชิงปริมาณนี้รวมทั้งสินทรัพย์ต่าง ๆ
หนี้สิน เงินทุน ยอดขาย และรายละเอียดเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายต่าง ๆ รายได้
เงินปันผล และข้อมูลอื่น ๆ เหล่านี้เป็นสิ่งจำเป็นที่ตองนำมาประกอบการตัดสินใจ
ใจ การวิเคราะห์บริษัทใดบริษัทหนึ่งนั้น บัจจยทางเชิงปริมาณที่สำคัญซึ่งจะตอง
นำมาวิเคราะห์นั้นเชื่อถือได้มากกว่าบัจจยเชิงคุณภาพ ถึงแม้ว่าบัจจยเชิงปริมาณ
นั้นเป็นการสรุปขั้นสุดท้ายของบัจจยทางเชิงคุณภาพ

บัจจยทางเชิงคุณภาพที่สำคัญ คือ

1. วิเคราะห์สภาวะของอุตสาหกรรม หลักเกณฑ์ทั่วไปที่ผู้ลงทุน
ถือปฏิบัติในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ อันดับแรกคือ พิจารณาถึงอุตสาหกรรม
ที่จะลงทุน และศึกษาถึงผลจากการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจ สังคมและการ
เมือง อิทธิพลต่าง ๆ ที่กระทบกระเทือนต่ออุตสาหกรรมประเภทนั้น ๆ มากน้อย
เพียงใด และอันดับต่อไปจึงเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่พิจารณาแล้วว่าดี
ที่สุดในอุตสาหกรรมนั้น โดยพิจารณาถึงเสถียรภาพของยอดขาย และรายได้ที่
คาดว่าจะได้ในอนาคตของบริษัทนั้น ๆ

2. คาคะเนแนวโน้มของยอดขายและรายได้ในอนาคต ยอดขาย
เป็นที่มาของกำไร การคาคะเนยอดขายและกำไรในอนาคตอาศัยตัวเลขยอด-
ขายในอดีต เพื่อจะได้ทราบถึงแนวโน้มของกำไรในอนาคต หากตัวเลขที่ไค้นั้น
ถูกต้องและกำไรมีแนวโน้มในทางที่เพิ่มขึ้น แสดงว่ากิจการเจริญเติบโตขึ้นเรื่อยๆ
ซึ่งการวิเคราะห์แนวโน้มของกำไรหรือความเจริญเติบโตนี้มีผลต่อราคาคาคของ
หลักทรัพย์ของธุรกิจนั้น แต่อย่างไรก็ตามเราไม่ควรยึดถือเป็นบรรทัดฐานเสมอไป
ควรพิจารณาถึงความถูกต้องและเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นขณะทำการวิเคราะห์

นั่นด้วย เช่นในช่วงที่ทำการวิเคราะห์เป็นช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำ ควรทำการปรับอัตราความเจริญเติบโตให้ตรงกับข้อเท็จจริง

3. คุณภาพทางการวิจัย การปรับปรุงกิจการและการพัฒนาผลิตภัณฑ์ของบริษัท ทั้งอดีต ปัจจุบัน และผลที่คาดว่าจะเป็นไปได้ในอนาคต และ

4. ความสามารถของผู้บริหาร ธุรกิจที่มีการบริหารงานดี มีประสิทธิภาพ ยอดขาย กำไร และอัตราความเจริญเติบโตเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนสูงขึ้น และอัตราส่วนราคา - รายได้สูงขึ้น นั่นคือราคาตลาดของหุ้นสูงขึ้น แต่ในบางครั้งที่อัตราส่วนราคา - รายได้สูงขึ้นกว่าที่ควรจะเป็นมาก ก็ไม่ควรคาดหวังว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้อย่างมากนั้น เนื่องจากการบริหารงานดีเลิศ ซึ่งความจริง อัตราส่วนราคา - รายได้ที่สูงขึ้นนั้น เนื่องจากริษัทใช้เงินทุนจากการกู้ยืมเป็นจำนวนมาก (leverage) อัตราความเจริญเติบโตของรายได้จึงสูง ซึ่งจุดมุ่งหมายของผู้บริหารเพื่อต้องการหารายได้ให้สูงที่สุด (maximize earnings)

ปัจจัยทางเชิงปริมาณ (Quatitative Factors)

ปัจจัยทางเชิงปริมาณ หมายถึงปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งสามารถวัดหรือคำนวณออกมาได้ และสามารถแปลความจากผลลัพธ์ที่คำนวณได้ด้วย ส่วนใหญ่แล้วจะได้อัตราจากการวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อจะได้ทราบถึงอนาคตของบริษัท และส่วนเกินที่ปลอดภัย (margin of safety) กรณีที่เป็นหุ้นกู้ส่วนเกินที่ปลอดภัย คือส่วนเกินของรายได้ และกระแสเงินสดเข้า - ออก ที่สูงกว่าผลตอบแทนที่ต้องการของหุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิ กรณีหุ้นสามัญ ส่วนเกินที่ปลอดภัย หมายถึงส่วนเกินของมูลค่าหุ้นที่สูงกว่าราคาตลาด แต่การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

นั้นขึ้นอยู่กับรายได้ในอนาคตของบริษัทซึ่งเป็นเพียงการพยากรณ์ โดยอาศัยข้อมูลที่
 ที่ได้ในอดีต มาประกอบเป็นแนวโน้ม หากข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์นั้นถูกต้อง
 การพยากรณ์รายได้ในอนาคตของบริษัทย่อมไม่แตกต่างกับความจริงมากนัก

ปัญหาของนักวิเคราะห์การเงิน (Problems of the Financial Analyst)

ก่อนที่จะมีการตัดสินใจว่าจะลงทุนซื้อหลักทรัพย์ชนิดใดชนิดหนึ่ง ผู้
 ลงทุนควรได้มีการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์นั้นเสียก่อน สิ่งที่ต้องดูถึงมูลค่าของ
 หลักทรัพย์นั้นได้แก่รายได้ เงินปันผล และคุณภาพของหลักทรัพย์ว่าจัดอยู่ในชั้นใด
 ซึ่งพิจารณาจากรายได้ในอนาคต เสถียรภาพและความเจริญเติบโตของรายได้
 การวางมาตรฐานการทดสอบความมั่นคงทางการเงิน เช่น สภาพคล่องของธุรกิจ
 เงินทุนที่ได้มาจากส่วนของเจ้าของกิจการ และอัตราส่วนแสดงความสามารถทำ
 กำไรและบันทึกรายงานราคาตลาดของหุ้นที่ผ่านมาในอดีต และการเปลี่ยนแปลง
 ของราคาหุ้น

ปัญหาทางด้านการคัดเลือกคุณภาพของหลักทรัพย์

ปัญหาเกี่ยวกับการคัดเลือกคุณภาพของหลักทรัพย์ และการประเมิน
 มูลค่าของหุ้นก็ได้กล่าวมาข้างแล้วในบทต้น ๆ กรณีลงทุนในหุ้นกู้และหุ้นบริษัทยัง
 ปัญหาใหญ่ที่ควรพิจารณาคือคุณภาพของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน ซึ่งต้องอาศัยความรู้
 ความชำนาญที่ผ่าน ๆ มา สิ่งสำคัญที่จะต้องพิจารณาคือ ความสามารถชำระหนี้
 ที่ถึงกำหนดทั้งปีที่ปกติและปีที่กิจการค้าซบเซา เพื่อพิจารณาถึงส่วนเกินที่ปลอดภัย
 ของเงินลงทุน มาตรการในการคัดเลือกส่วนใหญ่จะได้จากการวิเคราะห์ความ
 เสี่ยงภัย เช่น ความเสี่ยงทางการเงิน และคุณภาพของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์
 นอกจากนี้แล้ว ผู้ลงทุนควรมีความรู้ทางด้านความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย
 ความเสี่ยงในอำนาจซื้อที่ลดลงด้วย

พันธบัตรธุรกิจและหุ้นบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ การวิเคราะห์หลักทรัพย์เช่นเดียวกันกับหุ้นสามัญ กรณีหุ้นสามัญไม่เพียงแต่มีปัญหาเรื่องการคัดเลือกคุณภาพของหลักทรัพย์เท่านั้น แต่ยังคงคำนึงถึงมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ เปรียบเทียบกับการลงทุนชนิดอื่นด้วย

วิธีการคัดเลือกคุณภาพหุ้นสามัญ ไม่ได้แตกต่างไปจากพันธบัตรและหุ้นบริษัทมากนัก ความจริงแล้ว การพิจารณาคุณภาพทั้งหุ้นกู้และหุ้นทุนเป็นการยาก หากผู้ออกหลักทรัพย์อื่น ๆ ไม่ได้จัดลำดับคุณภาพของหุ้นไว้ตามที่ไค้กล่าวในตอนต้นแล้วว่าคุณภาพของหลักทรัพย์นั้น พิจารณาจากรายงานที่ผ่าน ๆ มา และฐานะทางการเงินหรือความสามารถชำระหนี้ของธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งหุ้นสามัญส่วนใหญ่แล้วได้มีการจัดลำดับชั้นในตลาดแล้ว ส่วนมากหลังจากที่ผู้ลงทุนได้ทำการวิเคราะห์อย่างละเอียด และเมื่อจัดให้เป็นบริษัทที่มีคุณภาพดีของอุตสาหกรรมนั้น ๆ แล้ว อัตราส่วนราคา - รายได้ จะสูง และอัตราผลตอบแทนจะต่ำ แต่ก็ยังเป็นส่วนน้อยซึ่งเรื่องนี้มีความสำคัญมากเหมือนกัน

ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์

กรณีหุ้นสามัญ ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหุ้นนับว่าเป็นสิ่งสำคัญที่สุด ซึ่งขึ้นอยู่กับอนาคตของบริษัทมากกว่าบันทึกรายงานในอดีต หุ้นสามัญที่คุณภาพดีมาก ราคาซื้อขายในตลาดอาจสูงมาก ซึ่งอาจเนื่องมาจากการเก็งกำไรอย่างมาก ทั้ง ๆ ที่การเลือกคุณภาพของหลักทรัพย์เป็นจุดประสงค์หลักของการลงทุน วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญนับเป็นเรื่องสำคัญ ผู้ลงทุนจะพิจารณาหุ้นสามัญจากโอกาสที่จะเป็นไปได้ของรายได้เงินปันผลในอนาคต อัตราความเจริญเติบโตของรายได้เงินปันผล และเสถียรภาพของความเจริญเติบโต และ

สุดท้ายก็พิจารณาถึงอัตรารายได้ที่นำมายกขึ้นเป็นทุน การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ จากบัญชีเหล่านี้ โอกาสที่จะเกิดขึ้นตามที่พยากรณ์ไว้นั้นน้อยกว่าการจัดลำตั้มชั้นคุณภาพของหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญนั้น ส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับความไม่แน่นอนในอนาคต ซึ่งเป็นเพียงการพยากรณ์เท่านั้น ความไม่แน่นอนจึงมีมาก นอกจากนี้ การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของธุรกิจที่ประกอบวิชาชีพ ผู้วิเคราะห์จะต้องมีความรู้ทางวิชาชีพนั้น ๆ โดยเฉพาะด้วย

ปัญหาเกี่ยวกับการพยากรณ์รายได้และกระแสเงินสดเข้า - ออก

การวิเคราะห์ทางการเงินเพื่อพยากรณ์รายได้และกระแสเงินสดเข้า - ออก ของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์ โดยอาศัยประวัติที่ผ่านมา และมีจุดเริ่มต้นที่มีการแย้งกันว่า การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญนั้น ควรพิจารณาจากรายได้ในอนาคตของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ล่วงหน้าหลาย ๆ ปี ไม่ใช่พิจารณาจากอดีต

ปัญหาเกี่ยวกับรายงานงบการเงินต่อบุคคลภายนอก

ผู้ลงทุนและผู้ให้เครดิตจะพิจารณางบการเงินของบริษัทเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจว่าจะลงทุนซื้อหลักทรัพย์หรือให้เครดิตแก่ธุรกิจนั้น ๆ หรือไม่ ฉะนั้นข้อมูลที่แสดงในงบการเงินต้องแสดงตามความเป็นจริงไม่บิดเบือน และควรเปิดเผยข้อมูลให้เพียงพอ นอกจากนั้น ข้อมูลทางการเงินก็ควรได้ผ่านการพิจารณาสนับสนุนในคำให้การบัญชีด้วยในเบื้องต้น โดยการสอบถามของผู้สอบบัญชีว่าเป็นหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อไม่ให้ผู้ซึ่งเกิดการหลงผิด ซึ่งอาจจะมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน.