

บทที่ 10

การวิเคราะห์บริษัท (COMPANY ANALYSIS)

หลังจากผู้วิเคราะห์ได้วิเคราะห์เศรษฐกิจและภาวะตลาดหุ้นเพื่อตัดสินใจเกี่ยวกับจังหวะเวลาที่จะเข้าตลาดหรือออกจากตลาดได้แล้ว และได้ทำการวิเคราะห์อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมเพื่อตัดสินใจเลือกอุตสาหกรรมที่สมควรจะลงทุนได้แล้ว งานขั้นต่อมาคือผู้วิเคราะห์จะต้องทำการวิเคราะห์บริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่เลือกไว้ เพื่อคาดคะเนผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นสามัญแต่ละบริษัทแล้วนำมาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ต้องการเพื่อการคัดเลือกบริษัทที่เหมาะสมที่จะลงทุนต่อไป

ผลตอบแทนการถือหุ้น (HOLDING PERIOD RETURN)

ในบทที่ 5 ได้กล่าวถึงผลตอบแทนที่จะใช้วัดการลงทุนทุกชนิดได้โดยใช้ผลตอบแทนการถือหลักทรัพย์ (Holding Period Return) หรือเรียกสั้น ๆ ว่า HPR เป็นตัววัดผลตอบแทนสำหรับการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเราก็จะใช้ HPR เป็นตัววัด สูตรในการวัด HPR เป็นดังนี้

$$\text{HPR}_t = \frac{D_t}{P_t} + \frac{P_{t+1}}{P_t}$$

โดยให้ HPR_t	=	ผลตอบแทนการถือหุ้นสามัญ
D_t	=	เงินปันผลที่ได้รับในงวดที่ถือ
P_t	=	ราคาตลาดหุ้นสามัญตอนต้นงวด
P_{t+1}	=	ราคาตลาดหุ้นสามัญปลายงวด

งานที่นักวิเคราะห์ต้องทำในการวิเคราะห์บริษัทคือ การพยายามคาดคะเนและวัด HPR ของหุ้นสามัญบริษัทต่าง ๆ ดังนั้นผู้วิเคราะห์จะต้องคาดคะเนเงินปันผล (D_t) และราคาตลาดหุ้นสามัญปลายงวด (P_{t+1}) ซึ่งเป็นสิ่งที่ยังไม่เกิดขึ้นส่วนราคาหุ้นสามัญต้นงวด (P_t) เป็นราคาที่ซื้อขายกันขณะนี้

การคาดคะเนเงินปันผลที่จะได้รับเป็นงานที่ไม่ยากนัก และค่อนข้างจะสามารถพยากรณ์ได้ค่อนข้างแม่นยำพอสมควร แต่การคาดคะเนราคาตลาดหุ้นสามัญในอนาคตเป็นงานที่ยากและค่าที่พยากรณ์มีโอกาสจะแตกต่างไปจากของจริงมาก ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความสามารถในการวิเคราะห์ของผู้พยากรณ์ที่รับรู้ข้อสนเทศต่าง ๆ ที่จะมีผลต่อราคาหุ้นในอนาคตได้มากน้อยแค่ไหน

การประเมินราคาหุ้นสามัญ

ในบทที่ 7 ได้กล่าวถึงการประเมินราคาหุ้นสามัญในอนาคต (P_{t+1}) โดยวิธีพื้นฐาน (fundamental approach) ซึ่งเป็นการพยายามหาค่าหรือราคาที่เหมาะสม หรือราคาตามทฤษฎี (Intrinsic value หรือ Justified price หรือ Theoretical value) โดยพิจารณาถึงปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นซึ่งได้แก่ เงินปันผลกำไรของบริษัท การเจริญเติบโตของเงินปันผลและกำไรและสินทรัพย์ของบริษัท ฯลฯ โดยใช้แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าปัจจุบัน และแนวคิดเกี่ยวกับตัวคูณหรืออัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) เป็นตัวแบบในการประเมินค่าที่เหมาะสม ซึ่งจะมีรูปแบบจำลองในการประเมินหลายรูปแบบแล้วแต่ข้อสมมุติเกี่ยวกับระยะเวลาการถือหุ้นนั้น ซึ่งสรุปจากบทที่ 7 ได้ดังนี้

1. กรณีถือตลอดไป ($r =$ อัตราส่วนลดหรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการ)

ค่าที่เหมาะสมคือ มูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลทั้งหมด (D_t)

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

2. กรณีถือมีระยะเวลาจำกัด

ค่าที่เหมาะสมคือ มูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่ได้รับ (D_t) และราคาหุ้นที่จะขายได้ในอนาคต (P_n)

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

จากทั้ง 2 กรณีจะได้

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g_d}$$

g_d = อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล

3. ใช้ตัวคูณหรืออัตราส่วนราคาต่อกำไร P/E เป็นตัวแบบในการประเมิน

$$P_t = E_t (P/E)$$

โดย (P/E) มีความสัมพันธ์กับ r และ g_d คือ

$$P/E = \frac{D/E}{r - g_d}$$

ดังนั้นตัวกำหนดราคาหุ้นที่ควรจะเป็นคือ P/E ส่วน P/E จะมากน้อยเท่าใดขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (r) และอัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล

ปัจจัยที่กำหนดตัวคูณกำไรหรืออัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E)

การประมาณราคาหุ้นทั้ง 3 กรณีดังกล่าวไม่ว่าจะถือหุ้นตลอดไปหรือถือมีกำหนดเวลา หรือการใช้ P/E เป็นตัวประมาณก็ตาม ทั้ง 3 กรณีนี้จะต้องประมาณปัจจัยเกี่ยวกับ อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล (g_d) อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (r) และระยะเวลาที่อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลจะเจริญถึงที่สุดหรือหยุดเติบโต อย่างไรก็ตามการประมาณปัจจัยต่าง ๆ นั้นไม่ว่าจะเป็นอัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการ หรือระยะเวลาที่อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลจะสิ้นสุดทั้ง 3 ปัจจัยข้างต้นต่างก็ขึ้นอยู่กับต้นเหตุที่แท้จริงคือ กำไรสุทธิต่อหุ้นที่คาดว่าจะได้รับของบริษัท และความเสี่ยงภัยที่กำไรของบริษัทจะผันแปรไปจากที่คาดไว้ ซึ่งพิจารณาได้ดังนี้

1) g_d อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลจะมากน้อยเพียงใด ย่อมขึ้นอยู่กับกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท อัตราการเจริญเติบโตของกำไร และอัตราการกัณกำไรสะสม หรืออีกนัยหนึ่ง อัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไร ถ้าอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไรสูง เงินที่จะเหลือหรือกัณไว้เป็นกำไรสะสมเพื่อลงทุนต่อก็มีน้อย ซึ่งจะทำให้อัตราการเจริญเติบโตของกำไรต่ำลง กำไรสุทธิต่อหุ้นจะไม่เติบโตหรือเติบโตช้า ซึ่งส่งผลให้อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลต่ำลงด้วย ดังนั้น P/E ก็จะทำต่ำด้วย นอกจากนั้นถ้าการพยากรณ์ g_d ให้ถูกต้องใกล้เคียงกับสิ่งที่เกิดขึ้นจริง

ทำให้ได้ยาก กล่าวคือ g_d ในแต่ละปีมีการผันแปรมาก หมายความว่ากำไรสุทธิในแต่ละปีมีการผันแปรมากด้วย แสดงว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงภัยสูง ดังนั้นอัตรา P/E ก็จะมีผลต่ำน้อย

2) r อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (r) ของหุ้นสามัญแต่ละบริษัทจะแตกต่างกันไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงภัยทางธุรกิจและการเงินของแต่ละบริษัทจะมากน้อยแตกต่างกันอย่างใด ความเสี่ยงภัยทั้งสองนี้จะมีผลทำให้กำไรของบริษัทผันแปรไป ถ้าบริษัทใดมีความเสี่ยงภัยทางธุรกิจและการจัดหาเงินทุนสูง อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ที่จะลงทุนซื้อหุ้นสามัญบริษัทนี้ก็จะสูงด้วยเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงภัย ส่งผลให้ P/E ต่ำ ราคาหุ้นที่ควรจะเป็นจะต่ำ ถ้าให้สิ่งอื่น ๆ คงที่

3) ระยะเวลาการเจริญเติบโตของเงินปันผลไม่ได้ปรากฏอยู่ในสมการ $P/E = \frac{D/E}{r - g_d}$ แต่ก่อนที่จะได้สูตรนี้ เราได้สมมติให้ g_d คงที่และเป็นชัณนี้ตลอดไป แสดงว่าการเจริญเติบโตของเงินปันผลในอัตรา g มีอยู่ตลอดไปไม่มีสิ้นสุด นั่นคือการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิของบริษัทจะเติบโตไม่สิ้นสุดด้วย ถ้าการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิมีระยะเวลาสิ้นสุดหรือลดต่ำอายุของ g_d ก็จะสิ้นสุดหรืออัตราต่ำลงด้วย ซึ่งกระทบถึงอัตราผลตอบแทนที่ต้องการผู้ลงทุนต้องการ r สูงขึ้น ดังนั้น P/E จะต่ำลง

จากการพิจารณาอัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ และระยะเวลาที่เงินปันผลจะเจริญเติบโต ทั้งสามปัจจัยดังกล่าวต่างก็ขึ้นอยู่กับปัจจัยต้นเหตุที่สำคัญคือ กำไรสุทธิต่อหุ้นที่คาดไว้ การเจริญเติบโตของกำไรสุทธิและความเสี่ยงที่กำไรสุทธิที่เกิดขึ้นจริงจะผันแปรไปจากกำไรที่คาดไว้ ดังนั้นหัวใจสำคัญของการวิเคราะห์บริษัทคือการวิเคราะห์กำไรของบริษัทและความเสี่ยง ซึ่งจะเป็นตัวเชื่อมโยงไปสู่การประมาณราคาหุ้นที่ควรจะเป็น เพื่อวัดผลตอบแทนการถือหุ้น ซึ่งเป็นเป้าหมายสุดท้ายของการวิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์เพื่อพยากรณ์กำไรสุทธิและประเมินความเสี่ยงของบริษัทต่าง ๆ นั้น จะต้องทำการวิเคราะห์ 2 แบบประกอบกันคือ

1. การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis)
2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)

การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (QUALITATIVE ANALYSIS)

เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการหากำไรของบริษัทนั้น แต่ปัจจัยเหล่านี้เป็นปัจจัยเชิงคุณภาพซึ่งไม่สามารถกำหนดออกมาเป็นตัวเลขและไม่เกี่ยวข้อง

ข้องกับการคำนวณ ปัจจัยเชิงคุณภาพที่สำคัญและเป็นปัจจัยเฉพาะตัวของบริษัทคือทีมงานผู้บริหาร ที่จะนำบริษัทไปสู่ความสำเร็จหรือล้มเหลว ดังนั้นการวิเคราะห์ความสามารถของฝ่ายบริหารจึงเป็นสิ่งสำคัญยิ่งอย่างหนึ่งที่จะประเมินถึงความแข็งแกร่งหรือความอ่อนแอของบริษัทนั้น ๆ

การประเมินคุณภาพของฝ่ายบริหารควรจะถูกแยกเป็นสองส่วนคือ ส่วนแรกผู้วิเคราะห์ควรจะต้องทราบถึงลักษณะของผู้บริหารที่ดี เพื่อที่จะได้รู้ว่าต้องการดูอะไรบ้างเมื่อต้องการวิเคราะห์คุณภาพของฝ่ายบริหาร และส่วนที่สองผู้วิเคราะห์ควรจะต้องรู้วิธีที่จะค้นหาสิ่งที่ต้องการดูว่ามีวิธีการได้มาอย่างไรบ้าง

ลักษณะของผู้บริหารที่ดีไม่ได้หมายถึง บุคคลลึกลับส่วนตัว แต่หมายถึงผู้บริหารต้องมีลักษณะต่อไปนี้*

ก. เป็นนักวางแผนที่มุ่งที่ผลงาน กล่าวคือจะต้องมีการวางแผนงาน และให้ทุกฝ่ายในหน่วยงานรู้ถึงแผนงาน และมีการติดตามประเมินผลแผนที่วางไว้ตลอดเวลา และใช้ระบบการจูงใจเพื่อกระตุ้นให้พนักงานปฏิบัติตามแผนงาน

ข. เป็นผู้ที่เข้าใจธรรมชาติของคน กล่าวคือต้องมีความเข้าใจถึงความต้องการของพนักงาน เพื่อที่จะสร้างสิ่งจูงใจที่จะทำให้พนักงานมีความผูกพันและซื่อสัตย์ต่อองค์กร รู้จักใช้คนให้เหมาะสมกับงานและต้องเข้าใจข้อดีและข้อเสียของพนักงาน เพื่อที่จะรักษาข้อดีและลดหรือควบคุมข้อเสียของพนักงาน

ค. เป็นผู้ที่สามารถกำหนดนโยบายของบริษัทได้อย่างชัดเจนและรู้ว่าอะไรเป็นหัวใจสำคัญของการทำอะไรของกิจการ เพื่อสร้างนโยบายที่สำคัญ ๆ ที่จะทำให้กิจการประสบความสำเร็จ

ง. เป็นผู้ที่ต้องการพัฒนาปรับปรุงเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอ นั่นคือเป็นผู้มีทัศนคติที่จะปรับปรุงกิจการให้เติบโตตลอดเวลา และเป็นผู้ที่สามารถมองเห็นช่องทางและโอกาสที่คนอื่นอาจจะมองข้ามไป และเป็นผู้ไวต่อการรับรู้การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี เพื่อนำมาปรับปรุงกิจการให้ก้าวหน้าเสมอ

* Henry A. Latane and Donald L. Turtle, Security Analysis and Portfolio Management (New York Ronald Press. 1970). PP 430 436.

วิธีการที่จะประเมินว่าทีมผู้บริหารระดับสูงของบริษัทมีคุณสมบัติตามที่กล่าวมาข้างต้นหรือไม่ อาจจะทำเป็นลำดับขั้นได้ดังนี้

ขั้นที่ 1 ดูจากบันทึกข้อมูลต่าง ๆ โดยอาจดูจากรายงานประจำปีของบริษัทย้อนหลังหลาย ๆ ปี แล้วประเมินผลงานเปรียบเทียบกับคู่แข่งที่สำคัญของบริษัท

ขั้นที่ 2 สัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูง โดยสัมภาษณ์เกี่ยวกับการจัดองค์การ การแต่งตั้งบุคคลเข้าดำรงในตำแหน่งสำคัญ ๆ ความสำเร็จในอดีตที่ผ่านมาและแผนงานสำหรับอนาคต การสัมภาษณ์เกี่ยวกับการจัดองค์การและการบรรจุคนเข้าทำงานในตำแหน่งต่าง ๆ จะทำให้ทราบว่าขณะนี้ผู้บริหารมีใครบ้าง อายุเท่าใด อยู่ในตำแหน่งนี้มานานเท่าใด ภูมิหลังเป็นอย่างไร มีการเลื่อนย้ายบรรจุใหม่ในตำแหน่งสำคัญ ๆ ในช่วง 2-3 ปีนี้หรือไม่ มีการวางแผนจัดหาเตรียมคนเพื่อมาแทนคนที่กำลังจะเกษียณในตำแหน่งสำคัญ ๆ หรือไม่ มีผู้บริหารระดับสูงที่กำลังจะเกษียณหรือไม่ การแต่งตั้งผู้บริหารมาจากระบบครอบครัวหรือไม่ การเลื่อนตำแหน่งสำคัญ ๆ ทำให้ผู้บริหารระดับสำคัญ ๆ ลาออกหรือไม่

สำหรับการสัมภาษณ์เกี่ยวกับความสำเร็จที่ผ่านมา ๆ มาเพื่อประเมินว่าผู้บริหารได้มีการวางแผนและปฏิบัติตามแผนงานหรือไม่ มีการติดตามประเมินผลหรือไม่

สำหรับการสอบถามเกี่ยวกับการวางแผนในอนาคตว่ามีกำหนดวัตถุประสงค์หรือไม่ และวางแผนปฏิบัติการอย่างไรเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์แผนที่ตั้งไว้ นั้น สมเหตุสมผลหรือไม่ มีความเป็นไปได้มากน้อยแค่ไหน ได้นำข้อได้เปรียบหรือจุดเด่นของบริษัทมาใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่หรือไม่ ตระหนักถึงปัจจัยสำคัญที่เป็นกุญแจสำคัญที่จะนำไปสู่ความสำเร็จของกิจการหรือไม่

ขั้นที่ 3 สัมภาษณ์ผู้บริหารระดับรอง ๆ ลงมาเกี่ยวกับความสำเร็จที่ผ่านมาและแผนงานในอนาคต เพื่อตรวจสอบสิ่งเหล่านี้ในทัศนของผู้บริหารระดับรอง ๆ กับผู้บริหารระดับสูงสอดคล้องกันหรือไม่ เพื่อประเมินเกี่ยวกับการติดต่อประสานงานระหว่างผู้บริหารด้วยกัน

ขั้นที่ 4 ถ้าเป็นไปได้ควรจะสัมภาษณ์ลูกค้าสำคัญ ๆ ตัวแทนจำหน่าย คู่แข่ง และพนักงานที่ออกไปแล้ว เพื่อฟังทัศนของคนที่เกี่ยวกับผู้บริหารชุดปัจจุบัน

จากขั้นตอนทั้งสี่ขั้นที่กล่าวมาจะทำให้ผู้วิเคราะห์ประเมินว่ากลุ่มผู้บริหารของบริษัทมีลักษณะการบริหารที่ดีตามที่ได้อ้างไว้ข้างต้นมากน้อยแค่ไหน

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (QUANTITATIVE ANALYSIS)

เป็นการวิเคราะห์เกี่ยวกับตัวเลขจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ ทั้งภายในและภายนอกบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากแหล่งภายในบริษัทเองซึ่งได้แก่งบการเงิน ซึ่งประกอบด้วยงบกำไรขาดทุน งบดุล และงบแสดงการเปลี่ยนแปลงเงินทุนเพื่อประเมินผลตอบแทนและความเสี่ยงของกิจการ

ก่อนที่จะนำงบการเงินของบริษัทต่าง ๆ มาวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบกัน ผู้วิเคราะห์ควรประเมินงบการเงินเหล่านั้นก่อนว่ามีคุณสมบัติเหล่านี้ครบถ้วนหรือไม่ คือมีความถูกต้อง สมบูรณ์ สม่ำเสมอ และนำไปเปรียบเทียบได้

ดังนั้นในการนำงบการเงินมาวิเคราะห์ ผู้วิเคราะห์ควรจะได้ตระหนักถึงปัญหาและข้อจำกัดต่าง ๆ ของงบการเงิน ปัญหาและข้อจำกัดที่สำคัญได้แก่

1. งบการเงินนั้นไม่มีความสมบูรณ์เพียงพอ กล่าวคืองบการเงินไม่ได้บรรจุรวบรวมข้อมูลที่นักวิเคราะห์ต้องการเป็นจำนวนมาก เช่นรายละเอียดเกี่ยวกับการขายหรือรายได้ตามชนิดของผลิตภัณฑ์ เป็นต้น

2. มีวิธีการบัญชีในการคิดค่าใช้จ่าย ตีราคาสินทรัพย์หนี้สินหลายวิธี แต่ละวิธีทำให้ได้งบการเงินที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงยากที่จะเปรียบเทียบงบการเงินหลาย ๆ งบเวลาของกิจการเดียวกันถ้าได้มีการเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีในระหว่างนั้น นอกจากนั้น การเปรียบเทียบระหว่างกิจการ 2 กิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันจะทำได้เช่นเดียวกันถ้า 2 กิจการนั้นใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกัน

3. งบการเงินไม่ได้รวบรวมปัจจัยต่าง ๆ ที่ไม่สามารถแสดงออกมาเป็นตัวเลข เช่น ค่านิยมของลูกค้าที่มีต่อสินค้า การมีพนักงานที่ดีมีความสามารถ เป็นต้น

หลังจากที่ผู้วิเคราะห์ได้ตระหนักถึงปัญหาและข้อจำกัดต่าง ๆ ในการนำงบการเงินมาใช้แล้ว และพยายามแก้ไขข้อบกพร่องด้วยการค้นหา ปรับปรุงส่วนที่บกพร่องแล้ว นักวิเคราะห์สามารถที่จะนำงบการเงินมาวิเคราะห์ โดยใช้เครื่องมือช่วยในการวิเคราะห์ที่ใช้ได้วิธีหนึ่งคือการวิเคราะห์อัตราส่วน (Financial Ratio Analysis) ซึ่งจะไม่ขอนำมาอธิบายในที่นี้ ผู้วิเคราะห์สามารถหาความรู้ และความเข้าใจได้โดยการศึกษาจากตำราเกี่ยวกับการบัญชีเพื่อการจัดการ และตำราเกี่ยวกับการบริหารงานการเงิน เป็นต้น ดังนั้นจะไม่นำมากล่าวในที่นี้อีก

ส่วนประกอบของกำไร

การวิเคราะห์งบกำไรขาดทุนเพื่อประเมินเกี่ยวกับอนาคตและกำไรต่อหุ้นของบริษัท เป็นสิ่งจำเป็นมากในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ระดับบริษัท เพราะว่ากำไรสุทธิต่อหุ้นมีอิทธิพลอย่างมากต่อเงินปันผลและราคาหุ้น ดังนั้นการวิเคราะห์ดูส่วนประกอบของกำไรจึงเป็นสิ่งจำเป็นที่จะทำให้เห็นถึงลักษณะการดำเนินงาน แนวโน้ม และความมั่นคงของรายได้ว่ามีมากน้อยเพียงใด

สาเหตุของการที่ระดับกำไรสุทธิต่อหุ้น และการเจริญเติบโตของกำไรเกิดการเปลี่ยนแปลง เกิดจากสาเหตุสำคัญ 2 ประการคือ

1. การเปลี่ยนแปลงในประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์
2. การเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับโครงสร้างการจัดหาเงินทุน

กิจการทุกกิจการนำเงินมาลงทุนในรูปของสินทรัพย์ ผู้บริหารจะใช้สินทรัพย์เป็นตัวสร้างรายได้และกำไรให้กับกิจการ ส่วนเงินทุนที่นำมาลงทุนในสินทรัพย์อาจจะจัดหามาจากส่วนของเจ้าของและจากการกู้ยืม ดังนั้นธุรกิจจะต้องพยายามดำเนินงานเพื่อให้ผู้เป็นเจ้าของได้รับผลตอบแทนมากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

มองในแง่ของการใช้สินทรัพย์กิจการจะต้องพยายามใช้สินทรัพย์ทั้งหมดให้ได้ผลตอบแทนมากที่สุด และถ้าเงินทุนที่นำมาลงทุนในสินทรัพย์ทั้งหมดจัดหามาจากส่วนของเจ้าของ ดังนั้นผลตอบแทนของสินทรัพย์และผลตอบแทนของเจ้าของจะเท่ากัน แต่เมื่อมีการกู้ยืมมาลงทุนในสินทรัพย์ส่วนหนึ่ง ผลตอบแทนของเจ้าของจะขึ้นอยู่กับผลตอบแทนของสินทรัพย์และต้นทุนในการกู้ยืม

ดังนั้นในการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิต่อหุ้นควรจะได้แยกวิเคราะห์ตามสาเหตุการเปลี่ยนแปลง เพื่อที่จะได้กำหนดสาเหตุที่แท้จริงในการเปลี่ยนแปลง และจะทำให้เราสามารถประเมินการดำเนินงาน แนวโน้ม และความมั่นคงของรายได้ได้อย่างถูกต้อง และเพื่อให้การอธิบายได้ชัดเจนจะขอใช้ตัวอย่างงบกำไรขาดทุน และงบดุล ในรูปตัวย่อต่อไปนี้ ประกอบการอธิบาย

	งบกำไรขาดทุน	งบดุล (พันบาท)	
ขาย	200 พันบาท	สินทรัพย์ 100	หนี้สิน 50
- ต้นทุน	176		เจ้าของ 50
= EBIT	24		
- ดอกเบี้ย	4		
= EBT	20		
- ภาษี	8		
= EAT	12		
จำนวนหุ้น	1,000 หุ้น		
= EPS	12 บาท		
DPS	8.40 บาท		

โดย

EBIT = กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี

EBT = กำไรก่อนหักภาษี

EAT = กำไรหลังหักภาษี

EPS = กำไรสุทธิต่อหุ้น

DPS = เงินปันผลต่อหุ้น

ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์

เพื่อที่จะวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์แยกออกจากการจัดการเงินทุน ผู้วิเคราะห์จะต้องไม่นำเรื่องดอกเบี้ยและภาษีมาคิด ดังนั้นควรจะใช้ EBIT เป็นตัววัด โดยการหาผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets) ซึ่งหาได้ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{สินทรัพย์}} = \frac{24}{100} = 24\%$$

นั่นคือสินทรัพย์ 100,000 บาท สามารถสร้างรายได้ 24,000 บาท หรือ 24% ก่อนที่จะนำรายได้นี้ไปจ่ายดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้ ภาษีให้รัฐบาลและผู้ถือหุ้น ดังนั้นโดยทั่วไปอาจกล่าวได้ว่า ยิ่งอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มากเท่าใด ราคาตลาดของหุ้นจะยิ่งมากขึ้นเพียงนั้นโดยสมมติให้สิ่งอื่น ๆ คงที่

อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์จะมากหรือน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับสาเหตุสำคัญ 2 ประการคือ

1. อัตราการหมุนของสินทรัพย์ (Assets turnover)
2. อัตรากำไรต่อยอดขาย (Profit margin)

กล่าวคือที่มาของ EBIT ประกอบด้วยยอดขายและต้นทุนสินค้าขายและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์จะมากหรือน้อยจึงขึ้นอยู่กับว่า กิจการสามารถใช้สินทรัพย์นั้นสร้างยอดขายได้มากน้อยเพียงใด หรือนำสินทรัพย์ไปหมุนเป็นยอดขายได้กี่รอบหรือกี่เท่า และในการขายนั้นต้องเสียค่าใช้จ่ายมากน้อยเพียงใด ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์คือ ผลคูณของอัตราการหมุนของสินทรัพย์กับอัตรากำไรต่อยอดขาย ซึ่งแสดงได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์} &= \text{อัตราการหมุนของสินทรัพย์} \times \text{อัตรากำไรต่อยอดขาย} \\ &= \frac{\text{ขาย}}{\text{สินทรัพย์}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{ขาย}} \\ \text{ซึ่งเท่ากับ} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{สินทรัพย์}} \end{aligned}$$

ดังนั้นกิจการสองกิจการอาจมีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์เท่ากันแต่มีอัตราการหมุนของสินทรัพย์ และอัตรากำไรต่อยอดขายแตกต่างกันอย่างมากก็ได้ ตัวอย่างเช่น ร้านค้าเพชรและร้านสรรพสินค้ามีผลตอบแทนสินทรัพย์เท่ากันคือ 15% โดยร้านเพชรมีกำไรต่อยอดขาย 30% และอัตราการหมุนของสินทรัพย์เพียง .5 เท่า ร้านสรรพสินค้ามีกำไรต่อยอดขายเพียง 1% และอัตราหมุนของสินทรัพย์ 15 เท่า ซึ่งสามารถแสดงให้เห็นองค์ประกอบของผลตอบแทนของสินทรัพย์ได้ดังนี้

	ผลตอบแทนสินทรัพย์	=	อัตราหมุน	×	กำไรต่อยอดขาย
ร้านเพชร	.15	=	.5	×	.30
ร้านสรรพสินค้า	.15	=	15.0	×	.01

จากตัวอย่างที่อธิบายพอที่จะสรุปได้ว่าประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เป็นผลจากการใช้ความสามารถของผู้บริหารที่จะ 1. เพิ่มอัตราการหมุนของสินทรัพย์ให้สูงขึ้น โดยพยายามเพิ่มยอดขายจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ 2. เพิ่มอัตราส่วนกำไรจากยอดขายให้สูงขึ้นหรือพยายามลดค่าใช้จ่ายนั่นเอง

ดังนั้นจากตัวอย่างงบกำไรขาดทุน และงบดุลที่แสดงไว้ตอนแรกสามารถแยกผลตอบแทนของสินทรัพย์ออกเป็น 2 ส่วนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ผลตอบแทน} &= \text{อัตราหมุน} \times \text{กำไรต่อยอดขาย} \\ R &= \frac{\text{ขาย}}{\text{สินทรัพย์}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{ขาย}} \\ .24 &= \frac{200}{100} \times \frac{24}{200} \\ .24 &= 2 \times .12 \end{aligned}$$

นั่นคือผลตอบแทนของสินทรัพย์ซึ่งเท่ากับ 24% นั้นเกิดขึ้นจากกิจการสร้างยอดขายได้เป็น 2 เท่าของสินทรัพย์ และมีกำไรจากยอดขาย 12% เพราะฉะนั้นถ้ากิจการต้องการเพิ่มผลตอบแทนสินทรัพย์อาจทำได้โดยพยายามเพิ่มส่วนประกอบตัวใดตัวหนึ่ง หรือทั้งสองตัวหรืออาจจะลดตัวใดตัวหนึ่ง เพื่อให้อีกตัวหนึ่งเพิ่มโดยต้องคิดว่าผลลัพธ์สุทธิจะทำให้ผลตอบแทนสินทรัพย์เพิ่มขึ้น เช่นอาจจะลดอัตรากำไรต่อยอดขายลงโดยการลดราคาขายสินค้าลง และคาดว่า การลดราคาขายลงจะทำให้ปริมาณสินค้าที่ขายสูงขึ้นมากพอที่จะทำให้ยอดขายรวมสูงขึ้น และทำให้อัตราการหมุนเพิ่มสูงขึ้นมากกว่ากำไรต่อยอดขายที่ลดลง เป็นต้น

การจัดการเงินทุนและกำไร

ดังได้กล่าวไว้ตอนต้นแล้วว่าอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนเจ้าของกิจการ ถ้าเงินทุนที่นำมาลงทุนในสินทรัพย์ได้มาจากเจ้าของทั้งหมด หรือไม่มีการกู้ยืมเลยนั่นเอง อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนเจ้าของกิจการอาจจะเปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีการจัดหาเงินทุนส่วนหนึ่งจากการกู้ยืม ส่วนจะเปลี่ยนแปลงมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับต้นทุนของการกู้ยืม นั้น ถ้าเงินที่กู้ยืมมานั้นสามารถนำไปหาผลประโยชน์ได้สูงกว่าต้นทุนที่ยืมมาผลจะทำให้เจ้าของกิจการได้ประโยชน์สูงขึ้นจากเงินทุนของคนอื่น แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าเงินที่กู้ยืมมานั้นนำไปหาผลประโยชน์ได้ต่ำกว่าต้นทุนที่ยืมมาเช่นนี้ ก็จะทำให้ประโยชน์ของเจ้าของกิจการที่จะได้จากเงินทุนของตนลดต่ำลง นั่นคือถ้าต้นทุนการกู้ยืมต่ำกว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ จะมีผลทำให้ผลตอบแทนของเจ้าของเพิ่มสูงขึ้น แต่ถ้าต้นทุนการกู้ยืมสูงกว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ จะมีผลทำให้ผลตอบแทนของเจ้าของลดลง

การหาต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน สามารถหาได้ดังนี้

$$\text{ต้นทุนเงินทุนจากหนี้สิน} = \frac{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}{\text{หนี้สินทั้งหมด}}$$

จากตัวอย่างงบกำไรขาดทุนและงบดุลที่ให้ไว้ข้างต้นจะหาต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินได้ดังนี้

$$\text{ต้นทุนเงินทุนจากหนี้สิน} = \frac{4}{50} = 8\%$$

ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบต้นทุนเงินทุนจากหนี้สิน 8% กับผลตอบแทนของสินทรัพย์ซึ่งเท่ากับ 24% แล้ว ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการจะได้ประโยชน์จากการกู้ยืม = $24 - 8 = 16\%$ ดังนั้นถ้าตราบดที่ผลตอบแทนสินทรัพย์สูงกว่าต้นทุนการกู้ยืมแล้ว การกู้ยืมจะทำให้กิจการได้ประโยชน์ แต่อย่างไรก็ตามการเพิ่มการใช้เงินทุนจากหนี้สินให้สูงขึ้นจะมีผลทำให้ ประการแรก ต้นทุนการกู้ยืมสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากมองในแง่ความเสี่ยงแล้วผู้ให้กู้ยืมมีความเสี่ยงสูงขึ้น ดังนั้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงผู้ที่จะให้กู้ยืมจะต้องการผลตอบแทนคือดอกเบี้ยสูงขึ้น ผลกระทบประการที่สองคือทำให้โอกาสที่กำไรของกิจการจะผันแปรไปมากมีมากขึ้น ซึ่งส่งผลให้กิจการมีความเสี่ยงภัยมากขึ้น

ต่อไปนี้เป็นตัวอย่างของกิจการ 3 กิจการ ซึ่งมีลักษณะการประกอบกิจการ และจำนวนสินทรัพย์เท่ากัน แต่มีโครงสร้างการจัดหาเงินแตกต่างกันดังต่อไปนี้

โครงสร้างการจัดหาเงินทุนของบริษัท

	ก.	ข.	ค.
หุ้นกู้ 6%	—	25,000	—
หุ้นกู้ 10%	—	—	60,000
หุ้นสามัญ	<u>100,000</u>	<u>75,000</u>	<u>40,000</u>
	<u>100,000</u>	<u>100,000</u>	<u>100,000</u>

สมมติต่อไปว่ามีสถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้นได้เพียง 2 สถานการณ์ และมีโอกาสที่จะเกิดขึ้นเท่า ๆ กัน ซึ่งจะมีผลกระทบต่อ EBIT ดังนั้น ถ้าภาวะเศรษฐกิจดี EBIT ของทั้ง 3 กิจการจะเท่ากับ 24% ของสินทรัพย์ซึ่งเท่ากับ 24,000 บาท และถ้าภาวะเศรษฐกิจไม่ดี EBIT จะเท่ากับ 8% ของสินทรัพย์ ซึ่งเท่ากับ 8,000 บาท ดังนั้น กำไรสุทธิต่อหุ้นของแต่ละกิจการภายใต้สถานการณ์ที่สมมุติขึ้นจะเป็นดังนี้ (อัตราภาษี 50%)

	ภาวะเศรษฐกิจดี			ภาวะเศรษฐกิจไม่ดี		
	ก.	ข.	ค.	ก.	ข.	ค.
EBIT	24,000	24,000	24,000	8,000	8,000	8,000
- ดอกเบี้ย	<u>0</u>	<u>1,500</u>	<u>6,000</u>	<u>0</u>	<u>1,500</u>	<u>6,000</u>
= EBT	24,000	22,500	18,000	8,000	6,500	2,000
- ภาษี 50%	<u>12,000</u>	<u>11,250</u>	<u>9,000</u>	<u>4,000</u>	<u>3,250</u>	<u>1,000</u>
= EAT	<u>12,000</u>	<u>11,250</u>	<u>9,000</u>	<u>4,000</u>	<u>3,250</u>	<u>1,000</u>
จำนวนหุ้น	1,000	750	400	1,000	750	400
EPS	12.0	15.0	22.5	4.0	4.33	2.5

จากตัวเลขกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัททั้ง 3 ภายใต้สถานการณ์ดังกล่าว สังเกตเห็นได้ว่า ในกรณีที่ภาวะเศรษฐกิจดี บริษัท ค. ซึ่งมีการจัดหาเงินทุนจากเจ้าหนี้มากที่สุดมีกำไรสุทธิต่อหุ้นสูงที่สุด มากกว่าบริษัท ข. ซึ่งจัดหาเงินทุนจากเจ้าของน้อยกว่า และบริษัท ก. ซึ่งไม่มีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเลย และในทางตรงข้ามในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจไม่ดี บริษัท ข. จะมีกำไรสุทธิสูงที่สุด ขณะที่บริษัท ค. จะมีกำไรต่ำที่สุด ดังนั้นจึงสรุปได้ บริษัทที่มีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมมากเท่าใด ความเสี่ยงที่กำไรต่อหุ้นจะมีการผันแปรมากเท่านั้น นั่นคือมีความเสี่ยงภัยทางการเงิน (financial risk) สูงด้วย

ดังนั้นในการประเมินบริษัททั้ง 3 ผู้วิเคราะห์ต้องพิจารณาผลตอบแทนเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นว่า ผลตอบแทนนั้นคุ้มกับความเสี่ยงหรือไม่

จากการวิเคราะห์ส่วนประกอบของกำไรต่อหุ้นทั้งในแง่ของ 1) ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่จะใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่สร้างยอดขายให้ได้มากเท่าที่จะทำได้ และการควบคุมต้นทุนในการดำเนินงาน และ 2) วิธีการจัดหาเงินทุน ทำให้ผู้วิเคราะห์เห็นภาพได้ว่า องค์ประกอบทั้งสองจะเป็นตัวกำหนดระดับของกำไรสุทธิต่อหุ้น แนวโน้มของกำไรสุทธิต่อหุ้น และการผันแปรของกำไรสุทธิต่อหุ้น ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงได้อย่างไร

ชนิดของบริษัทและชนิดของหุ้นสามัญ

หลังจากที่ได้วิเคราะห์บริษัททั้งในรูปของการวิเคราะห์เชิงคุณภาพโดยประเมินความสามารถของกลุ่มผู้บริหารของบริษัท และการวิเคราะห์เชิงปริมาณด้วย การวิเคราะห์งบการเงิน โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนประเภทต่าง ๆ และการให้ความสนใจเป็นพิเศษในการดูส่วนประกอบของกำไร เพื่อประเมินเกี่ยวกับระดับของกำไรสุทธิต่อหุ้น แนวโน้มของกำไรต่อหุ้นและการผันแปรของกำไรต่อหุ้นแล้ว ผู้วิเคราะห์ควรจะนำข้อมูลที่ได้จากการวิเคราะห์นั้นมาประมวลเข้าด้วยกันแล้วจัดประเภทของบริษัท และหุ้นของบริษัทว่าเป็นบริษัทและหุ้นประเภทใด เราสามารถจัดประเภทของบริษัทและหุ้นสามัญของบริษัทโดยพิจารณาถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงออกได้เป็นประเภทต่าง ๆ ดังนี้

1. Growth Companies and Stocks
2. Defensive Companies and Stocks
3. Cyclical Companies and Stocks
4. Speculative Companies and Stocks

GROWTH COMPANIES AND STOCKS

บริษัทที่จัดเป็น growth company หมายถึงบริษัทที่สามารถลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนที่ต้องการในการลงทุนของกิจการหรือต้นทุนเงินทุนนั่นเอง กล่าวคือเป็นบริษัทใดก็ได้ที่สามารถจัดหาเงินทุนที่มีต้นทุนเฉลี่ยสมมุติ 12% แล้วสามารถนำไปลงทุนได้ผลตอบแทนเกินกว่า 12% ก็คือว่าบริษัทนั้นเป็น growth company ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทนี้สามารถหากำไรและมีอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสูงกว่ากิจการอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงเหมือนกัน ดังนั้นเมื่อบริษัทเป็นบริษัทที่มีความสามารถหากำไรสูงกว่ากิจการอื่น ๆ บริษัทก็ควรที่จะกันกำไรไว้เป็นกำไรสะสมไว้มาก ๆ เพื่อที่จะนำไปลงทุนในโครงการที่ลงทุนอยู่ ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนอื่น ๆ ยอดขายและกำไรของบริษัทชนิดนี้จะเติบโตรวดเร็วกว่ากิจการทั่ว ๆ ไป

ส่วนหุ้นสามัญที่จัดเป็น growth stock หมายถึง หุ้นที่ให้ผลตอบแทนการลงทุนสูงกว่าหุ้นของบริษัทอื่น ๆ ที่มีลักษณะความเสี่ยงคล้าย ๆ กัน ซึ่งอาจเกิดขึ้นเนื่องจากว่าหุ้นสามัญบริษัทนั้นมีราคาตลาดต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued) ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ดังนั้นในช่วงระยะเวลาที่ราคาตลาดซึ่งต่ำกว่าที่ควรจะเป็นปรับตัวไปหาราคาที่ควรจะเป็น ผลตอบแทนการ

ลงทุนในช่วงระยะเวลานั้นจะสูงกว่าหุ้นอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงคล้าย ๆ กัน ดังนั้นหุ้นนั้นจึงจัดเป็น growth stock

ดังนั้นหุ้นใดที่จะจัดว่าเป็น growth stock ในอนาคตย่อมหมายถึงหุ้นที่ราคาตลาดในขณะนี้ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และต้องมีโอกาสที่จะปรับราคาไปเท่ากับราคาที่จะเป็นในเร็ว ๆ นี้ด้วย จึงหมายความว่าหุ้นที่เป็น growth stock ไม่จำเป็นว่าจะต้องเป็นหุ้นของบริษัทที่จัดว่าเป็น growth company ขึ้นอยู่ว่าหุ้นของบริษัทที่เป็น growth company นั้นราคาตลาดขณะนี้สูงหรือต่ำกว่าราคาที่จะเป็น ถ้าต่ำกว่าราคาที่จะเป็นก็จะเป็น growth stock ด้วย แต่ถ้าราคาตลาดขณะนี้เท่ากับหรือสูงกว่าราคาที่จะเป็นหุ้นบริษัทนั้นก็ไม่ใช่ growth stock และการเป็น growth stock จะเกิดขึ้นแต่ช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้นไม่ใช่ตลอดไป คือในช่วงระยะเวลาที่ราคาตลาดต่ำกว่าราคาที่จะเป็นเท่านั้น ดังนั้นการค้นหาหุ้นที่จะเป็น growth stock ในอนาคตก็หมายถึงการประเมินราคาหุ้นที่ควรจะเป็นในปัจจุบันแล้วเปรียบเทียบกับราคาตลาดในขณะนั้น ถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคาที่จะเป็น หุ้นนั้นก็จะเป็น growth stock

ดังนั้นการวิเคราะห์บริษัทเพื่อค้นหาว่าเป็น growth company หรือไม่จึงไม่เพียงพอจะต้องค้นหาต่อไปด้วยว่าเป็น growth stock หรือไม่ การลงทุนใน growth stock จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าปกติและสูงกว่าการลงทุนในหุ้นสามัญชนิดอื่น ๆ

DEFENSIVE COMPANIES AND STOCKS

บริษัทที่จัดเป็น defensive company หมายถึงบริษัทที่มีสินทรัพย์ผู้บริหารและลักษณะกิจการที่สามารถรักษาระดับรายได้มิให้ตกต่ำลงตามภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ ตัวอย่างของกิจการประเภทนี้ได้แก่กิจการพวก สาธารณูปโภค อาหาร ซึ่งสินค้าและบริการเหล่านั้นเป็นสิ่งจำเป็น ดังนั้นในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ยอดขายและกำไรของกิจการเหล่านี้จะไม่ตกต่ำตามภาวะเศรษฐกิจ

ส่วนหุ้นที่จัดเป็น defensive stock หมายถึง หุ้นที่คาดว่าอัตราผลตอบแทนการลงทุนจะไม่ลดลงในขณะที่ภาวะตลาดหลักทรัพย์ตกต่ำ ซึ่งในช่วงตลาดหลักทรัพย์ตกต่ำผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นในตลาดโดยทั่วไปจะต่ำลง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือหุ้นที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ต่ำ

CYCLICAL COMPANIES AND STOCKS

บริษัทที่จัดเป็น cyclical company หมายถึงบริษัทที่มีรายได้ในอนาคตขึ้นลงเป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจ กล่าวคือในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจดี รายได้ของบริษัทก็จะสูงตามไปด้วย ในช่วงภาวะเศรษฐกิจหดตัว รายได้ของบริษัทพลอยตกต่ำลงด้วย

ส่วนหุ้นสามัญที่จัดเป็น cyclical stock หมายถึง หุ้นสามัญที่ผลตอบแทนการลงทุนเปลี่ยนแปลงตามภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงนี้อาจเท่ากับหรือมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนในตลาดโดยส่วนรวม และก็เช่นเดียวกัน growth stock และ growth company หุ้นที่เป็น cyclical stock ไม่จำเป็นว่าจะต้องเป็นหุ้นของบริษัทที่เป็น cyclical company หุ้นที่เป็น cyclical stock อาจเป็นหุ้นของ cyclical company หรือของบริษัทชนิดใดก็ได้ที่ราคาตลาดของหุ้นนั้นผันแปรเท่ากันหรือมากกว่าหุ้นทั้งตลาด

SPECULATIVE COMPANIES AND STOCKS

บริษัทที่จัดเป็น speculative company หมายถึงบริษัทที่ประกอบกิจการที่มีความเสี่ยงหรือโอกาสที่จะขาดทุนมากมีมาก และโอกาสที่จะได้กำไรมากมีน้อย ตัวอย่างเช่นกิจการที่ลงทุนเกี่ยวกับการค้นหาแหล่งน้ำมัน

ส่วนหุ้นสามัญที่จัดเป็น speculative stocks หมายถึงหุ้นสามัญที่โอกาสที่จะได้ผลตอบแทนต่ำหรือขาดทุนมีมาก และโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนปกติหรือสูงมีน้อยในช่วงระยะเวลาหนึ่ง กล่าวคือโอกาสที่ราคาตลาดของหุ้นจะต่ำลงมีมาก และโอกาสที่ราคาตลาดจะสูงขึ้นมีน้อย หุ้นที่เป็น speculative stock ได้แก่หุ้นของบริษัทที่เป็น speculative company อย่างหนึ่ง และอีกอย่างหนึ่งมีลักษณะตรงกันข้ามกับ growth stock คือเป็นหุ้นสามัญที่ราคาตลาดในขณะใดขณะหนึ่งมีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (overvalued) ดังนั้นจึงมีโอกาสมากในอนาคตอันใกล้นี้ที่ราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้นจะต้องตกลงมาหาราคาที่ควรจะเป็น ตัวอย่างที่ได้อันหนึ่งของหุ้นสามัญชนิดนี้ได้แก่ หุ้นสามัญของบริษัทที่เป็น growth company และมีการเจริญเติบโตของกำไรสูงมาก ทำให้ผู้ลงทุนต่างพากันสนใจและเสนอซื้อ จึงทำให้ราคาตลาดของหุ้นสูงเกินกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งเป็นผลสะท้อนด้านจิตวิทยา

กระบวนการในการวิเคราะห์หุ้นสามัญ

หลังจากที่ได้ทำการวิเคราะห์ระดับบริษัทโดยการตรวจสอบดูเกี่ยวกับ

1. ลักษณะภายในของบริษัทนั้น ๆ ว่ามีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้มากน้อยเท่าใด การผันแปรของกำไรเนื่องจากการใช้สินทรัพย์เป็นอย่างไร นั่นคือดูว่ามีความเสี่ยงธุรกิจ (business risk) มากน้อยเพียงใดนอกเหนือจากนั้นการตรวจสอบลักษณะภายในของบริษัทเกี่ยวกับโครงสร้างการจัดหาเงินทุนจะทำให้ทราบถึงความเสี่ยงที่กำไรต่อหุ้นจะผันแปรไปอันเนื่องมาจากการจัดหาเงินทุน จากการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์และการจัดหาเงินจะทำให้สามารถเห็นภาพคร่าว ๆ ของบริษัทเกี่ยวกับระดับกำไรต่อหุ้นแนวโน้มกำไรต่อหุ้น และการผันแปรของกำไรต่อหุ้นได้

2. ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับอุตสาหกรรมและเศรษฐกิจทำให้ทราบว่ากำไรของบริษัทจะได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงระดับอุตสาหกรรมและเศรษฐกิจมากน้อยเพียงใด นั่นคือทำให้กำหนดได้ว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงภัยที่เป็นระบบ (systematic risk) มากน้อยเพียงใด

หลังจากการวิเคราะห์บริษัทแล้วทำให้ทราบว่าบริษัทที่วิเคราะห์อยู่นั้นเป็นบริษัทชนิดใด เป็นบริษัทที่มีการเจริญเติบโตของรายได้ (growth company) หรือเป็นบริษัทที่ผันแปรตามภาวะเศรษฐกิจ (cyclical company) หรือเป็นบริษัทที่สามารถป้องกันตนเองได้ในภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (defensive company) หรือเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงภัยสูง (speculative company)

หลังจากได้ทำการวิเคราะห์ตัวบริษัทแล้ว ก็ต้องจำเป็นต้องพิจารณาหุ้นสามัญของบริษัทนั้น ๆ ว่า หุ้นสามัญเป็นหุ้นชนิดใด เป็นหุ้นสามัญชนิดที่ให้ผลตอบแทนการถือหุ้นสูงกว่าหุ้นบริษัทอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงคล้าย ๆ กันหรือไม่ (growth stock) หรือเป็นหุ้นสามัญชนิดที่ให้ผลตอบแทนการถือหุ้นผันแปรตามภาวะเศรษฐกิจและตลาดหุ้น (cyclical stock) หรือเป็นหุ้นสามัญชนิดที่ให้ผลตอบแทนการถือหุ้นตรงข้ามกับภาวะเศรษฐกิจโดยเฉพาะในช่วงตกต่ำ (defensive stock) หรือเป็นหุ้นสามัญชนิดเก็งกำไร (speculative stock) ทั้งนี้ผู้วิเคราะห์ต้องพึงระลึกเสมอว่าชนิดของบริษัทและชนิดของหุ้นสามัญไม่จำเป็นที่จะต้องเป็นแบบเดียวกัน ดังได้อธิบายแล้วในตอนต้นเกี่ยวกับชนิดของบริษัทและชนิดของหุ้นสามัญ

เมื่อได้วิเคราะห์มาถึงขั้นนี้แล้วกล่าวคือ เริ่มตั้งแต่วิเคราะห์เศรษฐกิจตลาดหุ้น ซึ่งได้ศึกษาในบทที่ 8 และตัดสินใจแล้วว่าช่วงเวลานี้เป็นจังหวะเหมาะที่จะลงทุนถือหุ้นสามัญ และได้วิเคราะห์อุตสาหกรรมตามที่ได้อธิบายในบทที่ 9 จนทราบแล้วว่าอุตสาหกรรมใดจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยทั่วไปในช่วงเวลานั้น และทำการตัดสินใจเลือกอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นได้แล้ว หลังจากนั้นได้ทำการวิเคราะห์บริษัทต่าง ๆ ทั้งหมดที่มีอยู่ในอุตสาหกรรมที่เลือกไว้โดยได้วิเคราะห์ในแง่มุมต่าง ๆ ดังได้อธิบายไว้ในบทนี้ จนกระทั่งผู้วิเคราะห์สามารถจะกำหนดได้แล้วว่าบริษัทที่วิเคราะห์นั้นเป็นบริษัทชนิดใด มีความสามารถในการหารายได้สัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจในลักษณะใด มีระดับกำไรต่อหุ้น แนวโน้ม และการผันแปรของกำไรอย่างไรบ้าง ต่อจากการวิเคราะห์ที่กล่าวมาทั้งหมดนั้น ผู้วิเคราะห์จะต้องทำการวิเคราะห์หุ้นสามัญของบริษัทเหล่านั้น โดยมีวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์คือประมาณค่าผลตอบแทนในการถือหุ้น (Expected HPR) และความเสี่ยงของหุ้นสามัญของบริษัททั้งหมดในอุตสาหกรรมที่ได้คัดเลือกไว้ ทั้งนี้เพื่อจะได้นำผลตอบแทนที่คาดหวัง และความเสียหายที่ประมาณได้ ไปเป็นข้อมูลในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนต่อไปสำหรับการประมาณผลตอบแทนการถือหุ้นสามัญจะได้อธิบายในบทต่อไปนี้