

## บทที่ 7

### เค้าโครงการวิเคราะห์หลักทรัพย์

การตัดสินใจลงทุนนั้นนักลงทุนจะต้องเผชิญปัญหาสองด้านคือ ปัญหาด้านแรกผู้ลงทุนจะต้องทำการวิเคราะห์ คาดคะเน ประเมินรายได้ที่จะได้รับการลงทุนในสินทรัพย์นั้น ๆ สินทรัพย์นั้นอาจอยู่ในรูปของสินทรัพย์ที่มีตัวตนหรือสินทรัพย์ทางการเงิน การคาดคะเน ประเมินรายได้และความเสี่ยงจากการลงทุนเป็นส่วนที่เราเรียกว่า การวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Security Analysis) ปัญหาด้านที่สองคือนักลงทุนต้องตัดสินใจว่าจะจัดสรรเงินที่มีอยู่จำกัดของเขาไปลงทุนในสินทรัพย์แต่ละชนิดมากน้อยเพียงใด หลังจากที่ได้ทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์แล้วการจัดสรรเงินทุนเป็นส่วนที่เราเรียกว่า การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน (Portfolio Management)

รายได้ที่จะได้รับการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นประกอบด้วยสองส่วนใหญ่ ๆ คือ ส่วนแรกเป็นเงินปันผลหรือดอกเบี้ยที่คาดว่าจะได้รับในระหว่างระยะเวลาที่ถือหลักทรัพย์นั้น ส่วนที่สองเป็นกำไรหรือขาดทุนที่จะเกิดขึ้นจากการที่ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นการวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงเป็นความพยายามที่จะพยากรณ์เงินปันผลหรือดอกเบี้ย และราคาของหลักทรัพย์ที่จะเป็นไปได้ในอนาคต การพยากรณ์เงินปันผลหรือดอกเบี้ยเป็นสิ่งที่เราก่อนข้างสามารถพยากรณ์ได้ง่าย ถูกต้อง แม่นยำกว่าการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์และเมื่อเปรียบเทียบความยากง่ายในการวิเคราะห์หุ้นกู้และหุ้นสามัญแล้ว การวิเคราะห์หุ้นกู้หรือการพยากรณ์เกี่ยวกับดอกเบี้ยและราคาของหุ้นกู้ในอนาคตทำได้ง่ายและถูกต้องแม่นยำกว่าการพยากรณ์เงินปันผลและราคาหุ้นสามัญในอนาคต ดังนั้นเนื้อหาส่วนใหญ่ที่จะกล่าวต่อไปจึงมุ่งเน้นที่การวิเคราะห์หุ้นสามัญมากกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งจะให้ความสนใจในการพยากรณ์ราคาหุ้นสามัญในอนาคตซึ่งเป็นงานที่ยากที่สุดในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทั้งหลาย

## แนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์

จากการศึกษาการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในอดีตถึงปัจจุบันพบว่าแนวทางที่ใช้ในการศึกษาราคาและพฤติกรรมด้านราคาของหลักทรัพย์นั้นมีอยู่ 3 กลุ่มความคิดด้วยกันคือ

1. การวิเคราะห์พื้นฐาน (Fundamental Analysis Approach)
2. การวิเคราะห์เทคนิค (Technical Analysis Approach)
3. การวิเคราะห์ตามแนวทฤษฎีการสุ่ม (Random walk Approach)

### การวิเคราะห์พื้นฐาน (FUNDAMENTAL ANALYSIS)

กลุ่มนักวิเคราะห์หลักทรัพย์กลุ่มนี้มีแนวความคิดในการประเมินค่าหลักทรัพย์ว่า ค่าของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งทางทฤษฎีจะมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคต ดังนั้นค่าของหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งจะมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ที่จะได้รับอนาคต สำหรับกระแสของรายได้ของหุ้นสามัญนั้นอาจอยู่ในรูปของกำไร (earning) ของบริษัทหรืออาจอยู่ในรูปของเงินปันผล (dividend) ก็ได้ แล้วแต่หลักการประเมินค่าที่นักวิเคราะห์มีความเชื่อถืออยู่

มูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคตจะมากหรือน้อยย่อมขึ้นอยู่กับองค์ประกอบสองส่วนคือ จำนวนกระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคตที่คาดคะเนขึ้น และอัตราส่วนลด (discount rate or capitalization rate) ที่จะใช้ในอนาคต ดังนั้นค่าทางทฤษฎีของหลักทรัพย์ที่ประเมินขึ้นจะเปลี่ยนแปลงไป ถ้าการคาดคะเนเกี่ยวกับองค์ประกอบส่วนใดส่วนหนึ่งหรือทั้งสองส่วนเปลี่ยนแปลงไป มูลค่าของหลักทรัพย์ทางทฤษฎีนี้มีชื่อเรียกต่าง ๆ กัน เช่น มูลค่าทางทฤษฎี (Theoretical value) มูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) มูลค่าพื้นฐาน (Fundamental value) มูลค่าเศรษฐศาสตร์ (Economic value) เป็นต้น เมื่อการคาดคะเนเกี่ยวกับกระแสรายได้และอัตราส่วนลดเปลี่ยนแปลงไป ย่อมหมายความว่าข่าวสารหรือข้อสนเทศของบริษัทนั้นย่อมเปลี่ยนแปลงไป มูลค่าทางทฤษฎีของหลักทรัพย์ย่อมเปลี่ยนแปลงไปด้วย แต่เนื่องจากความบกพร่องของการสื่อสารหรือความไม่สมบูรณ์ของการได้รับข่าวสารของผู้ลงทุนในตลาด หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าตลาดหลักทรัพย์ยังมีการแข่งขันไม่สมบูรณ์ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในตลาด (market price) จึงยังไม่ได้สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงในข่าวสารนั้น จึงมีผลทำให้ราคาตลาดกับมูลค่าที่แท้จริงแตกต่างกัน นักวิเคราะห์พื้นฐานจึงพยายามหามูลค่าที่แท้จริงของหลัก-

ทรัพย์ แล้วเปรียบเทียบมูลค่าที่แท้จริงกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ถ้าราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้และจะขายหลักทรัพย์นั้นถ้าราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

การคาดคะเนเกี่ยวกับกระแสรายได้และอัตราส่วนลดในอนาคตของหุ้นสามัญบริษัทในบริษัทหนึ่งว่าจะมากหรือน้อยย่อมขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ กำไร เงินปันผล จำนวนสินทรัพย์ และผู้บริหารเป็นต้น ดังนั้นจึงเรียกการวิเคราะห์ของกลุ่มนี้ว่า การวิเคราะห์พื้นฐาน

### การวิเคราะห์เทคนิค (TECHNICAL ANALYSIS)

กลุ่มนักวิเคราะห์เทคนิคกลุ่มนี้มีแนวความคิดในการประเมินค่าหลักทรัพย์ว่าค่าของหลักทรัพย์ย่อมขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์นั้น อุปสงค์และอุปทานจะเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับอิทธิพลต่าง ๆ ทั้งที่มีเหตุผลและไม่มีเหตุผล เช่น ข้อสนเทศเกี่ยวกับบริษัท อารมณ์ ความคิดเห็น การเดา เป็นต้น ผลที่ติดตามมาคือราคาของหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวขึ้นหรือลงในลักษณะที่มีแนวโน้ม (trend) สำหรับช่วงระยะเวลาหนึ่ง ดังนั้นนักวิเคราะห์เทคนิคจะทำการประเมินค่าหลักทรัพย์โดยการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเคลื่อนไหวของราคาและปริมาณที่ซื้อขายของหลักทรัพย์รายตัวหรือของหลักทรัพย์ทั้งตลาดในอดีต เพื่อกำหนดแนวโน้มของราคา แล้วนำแนวโน้มนั้นมาพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ หรือภาวะตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการวิเคราะห์เทคนิคจึงมีชื่อเรียกอีกอย่างว่าการวิเคราะห์ทางแนวโน้ม (Trend Analysis) เท่ากับว่าการวิเคราะห์แบบเทคนิคมีความเชื่อว่าประวัติศาสตร์ย่อมซ้ำรอย จึงได้นำการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตมาศึกษา เพื่อกำหนดราคาหุ้นในอนาคต

สิ่งที่นักวิเคราะห์เทคนิคให้ความสนใจเป็นพิเศษคือ จุดเปลี่ยนแนวโน้มโดยจะพยายามตรวจสอบการเคลื่อนไหวของราคาและปริมาณที่กำลังมีทิศทางไปทางไหน และเมื่อใดที่ราคาจะเปลี่ยนแนวโน้มไปในทิศทางตรงกันข้าม เช่นดูว่าแนวโน้มของราคาหุ้นในขณะนี้กำลังสูงขึ้นใช่หรือไม่ ถ้าใช่ก็จะคาดคะเนว่า เมื่อไรราคาหุ้นจะเปลี่ยนแนวโน้มไปในทิศทางตรงกันข้าม คือเมื่อใดราคาจะตก หรือตรวจว่าแนวโน้มของราคาหุ้นในขณะนี้กำลังต่ำลงใช่หรือไม่ ถ้าใช่ก็จะพยายามคาดคะเนว่า เมื่อใดราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นคือเปลี่ยนทิศทางแนวโน้ม

นักวิเคราะห์เทคนิคยอมรับความคิดของนักวิเคราะห์พื้นฐานที่ว่าราคาหุ้นเป็นผลพวงสุดท้ายอันเนื่องมาจากปัจจัยพื้นฐานหลาย ๆ ตัว เช่น กำไร เงินปันผลและอัตราส่วนลดในอนาคต แต่นักวิเคราะห์เทคนิคอ้างว่าการศึกษาโดยตรงจากราคาซึ่งเป็นผลขั้นสุดท้ายย่อมให้ผลลัพธ์ที่

ถูกต้องดีกว่าการศึกษาจากมูลเหตุพื้นฐาน ซึ่งมีหลายปัจจัยและมีผลเกี่ยวโยงกันซึ่งสลับซับซ้อนมาก ดังนั้นถ้าการคาดคะเนปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ตัวใดตัวหนึ่งผิดพลาด ผลลัพธ์ที่ได้ย่อมจะผิดพลาดด้วย

### การวิเคราะห์ตามแนวทฤษฎีการสุ่ม (RANDOM WALK THEORY)

กลุ่มนักวิเคราะห์ตามแนวทฤษฎีการสุ่มนี้เป็นแนวความคิดที่วิวัฒนาการขึ้นในระยะหลังสุด โดยกลุ่มนี้มีแนวความคิดโต้แย้งตรงกันข้ามกับแนวความคิดของทั้งสองกลุ่มแรกที่กล่าวมาแล้ว โดยมีความคิดว่าตลาดหลักทรัพย์มีการแข่งขันที่สมบูรณ์ (perfect capital market) หรืออย่างน้อยก็เกือบจะสมบูรณ์มีประสิทธิภาพ (efficient capital market) ดังนั้น ราคาตลาดของหลักทรัพย์จึงเท่ากับมูลค่าทางทฤษฎีเสมอ ซึ่งตรงกันข้ามกับแนวความคิดของนักวิเคราะห์พื้นฐาน นอกจากนั้นนักวิเคราะห์ตามแนวทฤษฎีการสุ่มยังได้เสนอความคิดว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์ย่อมเป็นอิสระจากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอดีต นั่นคือการศึกษาการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอดีตจะไม่สามารถนำมาช่วยกำหนดราคาหุ้นในอนาคตได้ เพราะเป็นอิสระจากกัน กล่าวคือราคาหุ้นมีการเคลื่อนไหวเป็นไปในลักษณะสุ่ม (random walk) ราคาหุ้นในอนาคตจะเท่ากับเท่าใดย่อมขึ้นอยู่กับข่าวสารข้อสนเทศต่าง ๆ ที่จะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในอนาคต ไม่ใช่ข่าวสารหรือข้อสนเทศในอดีต ซึ่งข้อสนเทศต่าง ๆ นั้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไม่เป็นระบบคือเป็นแบบสุ่ม (random) ราคาหุ้นในอนาคตจึงเปลี่ยนแปลงอย่างไม่เป็นระบบหรือเป็นแบบสุ่มด้วย แนวความคิดที่ว่าเราไม่สามารถพยากรณ์ราคาหุ้นในอนาคตโดยอาศัยราคาในอดีตมาพยากรณ์จึงเป็นความคิดที่ตรงกันข้ามกับกลุ่มนักวิเคราะห์เทคนิค

กล่าวโดยสรุป นักวิเคราะห์พื้นฐานคิดว่า ค่าของหลักทรัพย์เท่ากับค่าปัจจุบันของกระแสเงินที่จะได้รับในอนาคตจากหลักทรัพย์นั้น ส่วนนักวิเคราะห์เทคนิคอ้างว่าเราสามารถนำแนวโน้มของราคาหุ้นในอดีตมาพยากรณ์ราคาหุ้นในอนาคตได้ ไม่จำเป็นต้องไปศึกษาถึงปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ที่จะมีผลต่อราคาหุ้นให้เสียเวลา ส่วนนักวิเคราะห์ตามทฤษฎีการสุ่มคิดว่าค่าของหลักทรัพย์ย่อมเท่ากับราคาซื้อขายหลักทรัพย์เสมอ โดยสมมติว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นมีการแข่งขันที่สมบูรณ์แล้ว เนื่องจากสภาพของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังอยู่ในขั้นที่กำลังพัฒนาสภาพตลาดจัดว่ายังมีการแข่งขันไม่สมบูรณ์ จึงไม่สามารถนำแนวความคิดของทฤษฎีการสุ่มมาใช้ได้เต็มที่ เนื้อหาส่วนใหญ่ของหนังสือเล่มนี้จึงมุ่งที่การวิเคราะห์พื้นฐานเป็นส่วนใหญ่

## เค้าโครงงานวิเคราะห์หลักทรัพย์ : การวิเคราะห์พื้นฐาน

ดังได้กล่าวแล้วในตอนต้นของบทนี้ว่างานของการวิเคราะห์หลักทรัพย์คือ การพยายามพยากรณ์รายได้ที่จะได้รับในอนาคตจากหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วยสองส่วนคือเงินปันผลหรือดอกเบี้ยและราคาหลักทรัพย์ในอนาคต การพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์โดยใช้แนวความคิดของการวิเคราะห์พื้นฐานเป็นการพยายามประเมินมูลค่าทางทฤษฎีหรือค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์โดยพยายามหามูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ในอนาคตทั้งหมดของหลักทรัพย์นั้น ๆ ดังนั้น โครงร่างของงานที่จะต้องทำในการหามูลค่าปัจจุบัน หรือค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ประกอบด้วยงาน 3 ขั้นตอนดังนี้

1. ประมาณกระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคตทั้งหมด
2. ประมาณอัตราส่วนลด (discount rate or capitalization rate) ที่จะใช้ในการทำให้กระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคตกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน
3. ประมาณระยะเวลาที่ราคาตลาดจะเปลี่ยนมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นที่หาได้จากขั้นตอนที่หนึ่งและขั้นตอนที่สอง

การประมาณค่าทั้งสามตัวที่กล่าวมานั้นสามารถนำไปใช้ในการประเมินค่าสินทรัพย์ทุกชนิดไม่ว่าจะเป็นสินทรัพย์ที่มีตัวตนหรือไม่มีตัวตน สินทรัพย์ทางการเงินชนิดที่ให้รายได้ประจำหรือชนิดสินทรัพย์เสี่ยง การประมาณค่าสองตัวแรกจะทำให้เรากำหนดค่าที่ควรจะเป็นของสินทรัพย์นั้นได้ สำหรับวิธีกำหนดค่าที่ควรจะเป็นจะได้อธิบายในตอนท้ายของบทนี้ เมื่อได้ค่าที่ควรจะเป็นแล้วจะทำการประมาณต่อไปว่าเมื่อใด ก็เดือน ก็ปี ที่ราคาตลาดของสินทรัพย์นั้นจะเปลี่ยนมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นที่เราประมาณขึ้นมา การที่เราจำเป็นต้องหาระยะเวลาที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นที่เราพยากรณ์นั้นเพราะว่าความไวของการเปลี่ยนราคาตลาดของหลักทรัพย์จะมีผลกระทบต่อการวัดอัตราผลตอบแทน และอัตราผลตอบแทนที่วัดได้จะเป็นสิ่งที่ใช้ในการตัดสินใจว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์นั้นหรือไม่

การประมาณค่าทั้งสามตัวที่กล่าวมานั้นเราจะนำไปใช้กับการวิเคราะห์ทั้งสามระดับคือระดับกว้างที่สุด การวิเคราะห์เศรษฐกิจหรือวิเคราะห์ตลาดหลักทรัพย์ (Economic Analysis) รองลงมาคือการวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) และเจาะจงที่สุดคือนำมาใช้กับการวิเคราะห์ระดับบริษัท (Company Analysis)

ก่อนที่จะได้กล่าวถึงรายละเอียดในการประมาณค่าแต่ละตัวในแต่ละระดับที่จะกล่าวถึงในบทต่อไป จะได้กล่าวถึงการประมาณค่าทั้งสามตัวโดยคร่าว ๆ สำหรับหุ้นสามัญเพื่อให้ได้เห็นภาพรวมในการวิเคราะห์หุ้นสามัญก่อน

## 1. การประมาณกระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคตทั้งหมด

กระแสรายได้ในอนาคตของหุ้นสามัญอาจพิจารณาได้ 2 แง่คือ มองในแง่ผู้ถือหุ้นรายได้ที่จะได้รับคือเงินปันผล (Dividend stream) หรือมองในแง่บริษัทที่ออกหุ้นสามัญกระแสรายได้คือกำไรสุทธิ (Earning stream)

กลุ่มเงินปันผล (Dividend stream) กลุ่มแนวคิดนี้มองว่ารายได้ที่จะตกถึงมือผู้ลงทุนในขณะที่ถือหุ้นสามัญนี้ก็คือ เงินปันผลเท่านั้น ดังนั้นถ้าเขาคิดว่าจะถือหุ้นสามัญนี้ตลอดไป สิ่งที่เขาต้องคำนึงถึงก่อนการซื้อหุ้นคือการพยากรณ์เงินปันผลที่จะได้รับในอนาคตเท่านั้น อย่างไรก็ตามถ้าผู้ลงทุนมิได้ตั้งใจที่จะถือหุ้นนั้นตลอดไป เขาอาจจะขายออกไป แล้วอาจจะซื้อกลับเข้ามาใหม่คือทำการจัดสรรปรับเปลี่ยนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอยู่เสมอ เราอาจพบว่าหุ้นที่จ่ายเงินปันผลแตกต่างกัน แต่มีราคาซื้อขายเท่ากัน นั่นคือเป็นข้อพิสูจน์ว่ายังมีปัจจัยอื่นอีกที่มีอิทธิพลต่อราคาของหุ้นไม่ใช่เพียงเงินปันผล

จำนวนเงินปันผลจะมากน้อยเพียงใดส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายของฝ่ายบริหารที่จะกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไรตามบัญชี (dividend payout ratio) ว่าเป็นเท่าใดตั้งแต่ศูนย์เปอร์เซ็นต์จนถึงร้อยเปอร์เซ็นต์ของกำไร ดังนั้นหุ้นสามัญของบริษัทที่มีกำไรสุทธิต่อหุ้น 10 บาทเท่ากัน 3 บริษัท บริษัทหนึ่งอาจไม่จ่ายเงินปันผลเลย ส่วนอีกสองบริษัทจ่ายเงินปันผล 3 บาท และ 10 บาท และหุ้นสามัญของทั้งสามบริษัทมีราคาหุ้นละ 50 บาท เท่า ๆ กันได้ แสดงว่าปัจจัยที่แท้จริงที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์น่าจะเป็นกำไรต่อหุ้นของบริษัทมากกว่า เพราะถ้าพิจารณาแต่เงินปันผล หุ้นสามัญของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลเลยไม่ควรจะมีผู้ซื้อ แต่ก็มีผู้ซื้อในราคาเท่ากับหุ้นอีกสองบริษัทที่จ่ายเงินปันผล ทั้งนี้อาจหมายความว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลเลยนั้นแล้วยังมีผู้ซื้อหุ้นบริษัทนั้นในราคา 50 บาทเท่ากับบริษัทอื่น เป็นเพราะบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลจะนำกำไรนั้นไปลงทุนต่อ เพราะมีโครงการการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง ดังนั้นผู้ลงทุนจึงยอมที่จะไม่รับเงินปันผลในขณะนี้เพื่อหวังจำนวนที่มากกว่าในอนาคต และจำนวนที่เขาจะได้รับในอนาคตนั้นสูงพอที่จะทำให้เขาพอใจไม่รับเงินปันผลในขณะนี้ ส่วนบริษัทที่จ่ายเงินปันผล 100 เปอร์เซ็นต์จากกำไร อาจเป็นเพราะบริษัทไม่มีโครงการลงทุนอีกแล้ว

ไม่มีการเจริญเติบโตของรายได้ กำไรที่ได้มาจึงนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลทั้งหมด ดังนั้นจึงมีผู้เสนอให้ใช้กำไรสุทธิของบริษัทเป็นตัวประเมินค่าของหุ้นสามัญแทนการใช้เงินปันผล

กลุ่มรายได้ (Earning Stream) กลุ่มแนวคิดนี้พิจารณาว่ากระแสรายได้คือ กำไรสุทธิที่บริษัทหาได้ เนื่องจากอัตราการจ่ายเงินปันผลนี้สามารถเปลี่ยนแปลงได้มากขึ้นอยู่กับนโยบายของผู้บริหาร ดังนั้นการนำเงินปันผลมาเป็นกระแสรายได้ที่จะได้รับเพื่อการประเมินหุ้นสามัญจึงไม่เป็นการสมควร เพราะยากที่จะเปรียบเทียบความสามารถของบริษัท และนอกเหนือจากนั้นเงินปันผลจะมากหรือน้อยยังมีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิของบริษัทอีกด้วย ดังนั้นจึงควรใช้กำไรสุทธิของบริษัทเป็นตัววัดกระแสรายได้ที่จะนำมาประเมินค่าของหุ้นสามัญแทนการใช้เงินปันผล ถ้ากำไรของบริษัทมีการเจริญเติบโตมากย่อมส่งผลให้เงินปันผลเจริญเติบโตมากขึ้นด้วย จึงกล่าวได้ว่า อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลขึ้นอยู่กับอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิของบริษัท ซึ่งสามารถเขียนให้อยู่ในรูปของสมการฟังก์ชันได้ ดังนี้

$$gd = f(ge)$$

โดยให้  $gd$  = อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล

$$ge = \text{อัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิ}$$

เมื่ออัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลขึ้นอยู่กับอัตราการเจริญเติบโตของรายได้ ดังนั้นมีปัจจัยใดบ้างที่เป็นตัวกำหนดการเจริญเติบโตของรายได้ ปัจจัยที่กำหนดการเจริญเติบโตของรายได้มีอยู่ 2 ปัจจัยหลักด้วยกันคือ อัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญหรือกำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตรากำไรส่วนที่กั้นไว้เป็นกำไรสะสม กล่าวคือรายได้จะเพิ่มสูงขึ้นมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับสองปัจจัยข้างต้นว่าบริษัทมีกำไรสุทธิต่อหุ้นมากเพียงใดและกำไรนั้นกั้นไว้เพื่อนำไปลงทุนต่อมากน้อยเพียงใด ถ้าบริษัทมีกำไรสุทธิต่อหุ้นสูงแต่กำไรที่ได้นี้จ่ายคืนผู้ถือหุ้นหมดเช่นนี้ การเจริญเติบโตของรายได้ก็จะมีน้อย ความสัมพันธ์ข้างต้นสามารถนำมาเขียนให้อยู่ในรูปของสมการฟังก์ชันได้ดังนี้

$$ge = f(\text{EPS}, ae)$$

โดยให้  $ge$  = อัตราการเจริญเติบโตของรายได้

$$\text{EPS} = \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}$$

$$ae = \text{อัตรากำไรส่วนที่กั้นไว้เป็นกำไรสะสม}$$

## 2. การประมาณอัตราส่วนลด (discount rate or capitalization rate)

อัตราส่วนลดที่จะนำมาใช้ปรับนี้เป็นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการในการลงทุน อัตรานี้จะมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยหลักทฤษฎีรัฐบาล (risk free rate) อัตราเงินเฟ้อ และอัตราค่าชดเชยความเสี่ยงของหุ้นสามัญแต่ละบริษัทที่ผู้ลงทุนทั่วไปต้องการ ซึ่งสามารถดูได้จากอัตรากำไรสุทธิต่อหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญบริษัทนั้น ๆ หรือเรียกว่าอัตราส่วน E/P (earning price ratio) ซึ่งหาได้ดังนี้

$$E/P = \frac{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}$$

เมื่อสามารถประมาณค่ากระแสรายได้และอัตราส่วนลดของหุ้นสามัญได้แล้ว ก็จะสามารถประมาณค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นสามัญขึ้นมาได้ ซึ่งจะได้กล่าวถึงวิธีการประเมินในตอนท้ายของบทนี้

## 3. การประมาณระยะเวลาที่ราคาตลาดจะเปลี่ยนมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็น (rapidity of price convergence)

เมื่อสามารถวิเคราะห์หาค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นสามัญได้แล้ว งานขั้นต่อไปที่ต้องกระทำคือ ผู้วิเคราะห์จะต้องพิจารณาว่าเมื่อใดที่ราคาตลาดของหุ้นสามัญจะเปลี่ยนแปลงมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นที่เราได้ประมาณขึ้น จะใช้เวลานานเท่าใด ซึ่งงานส่วนนี้นับว่าเป็นสิ่งที่ยากที่จะพยากรณ์ได้ถูกต้อง แต่เราก็จำเป็นที่จะต้องพยากรณ์เพราะว่าความไวที่ราคาตลาดจะเปลี่ยนมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นจะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในการถือหลักทฤษฎีหรือ HPR ต่อปีด้วย ตัวอย่างเช่น หุ้นสามัญบริษัท ก. ราคาขายในตลาดขณะนี้เท่ากับ 100 บาท จากการวิเคราะห์ประมาณว่าราคาที่จะเป็นเท่ากับ 110 บาท และประมาณว่าราคาตลาดจะเพิ่มสูงขึ้นเป็น 110 บาท 1 ปีข้างหน้า

อัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นต่อปี (กำไรส่วนทุน)

$$= \left( \frac{\text{ค่าที่ควรจะเป็น}}{\text{ราคาตลาดในปัจจุบัน}} - 1 \right) \left( \frac{1}{\text{ระยะเวลาที่ราคาตลาดจะเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นคิดเป็นปี}} \right)$$



$$= \left( \frac{110}{100} - 1 \right) \left( \frac{1}{1} \right)$$

$$= 0.10$$

นั่นคือหุ้น ก. มีกำไรส่วนทุน (capital gain) เท่ากับ 10% สำหรับระยะเวลา 1 ปี จากตัวอย่างเดิมถ้าเวลาที่ราคาตลาดจะสูงขึ้นเป็น 110 บาท ใช้เวลาเพียง 6 เดือน ดังนั้นกำไรส่วนทุนต่อปีจะเป็นดังนี้

$$= \left( \frac{110}{100} - 1 \right) \left( \frac{1}{\frac{6}{12}} \right)$$

$$= 0.20$$

นั่นคือหุ้น ก. มีกำไรส่วนทุนเท่ากับ 20% ต่อปี ซึ่งสูงกว่ากรณีแรกถึงเท่าตัว ทั้งนี้ เพราะระยะเวลาที่ราคาตลาดจะเปลี่ยนมาเท่ากับค่าที่ควรจะเป็นในกรณีแรกช้ากว่ากรณีหลังถึงเท่าตัว ดังนั้นถ้าระยะเวลาการเปลี่ยนยิ่งสั้นมากเท่าใดจะยิ่งทำให้กำไรส่วนทุนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ต่อปีจะยิ่งสูงมาก ซึ่งมีผลถึง HPR จะสูงขึ้นด้วย เพราะกำไรส่วนทุนเป็นส่วนหนึ่งของ HPR ดังได้แสดงวิธีการหา HPR ไว้แล้วในบทที่ 6 ว่า

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

โดยที่ HPR ตามสูตรข้างต้นนั้นเป็นการวัด HPR สำหรับระยะเวลาการถือหลักทรัพย์ 1 ปี คือ  $D_t$  เป็นเงินปันผลที่จะได้รับสำหรับระยะเวลา 1 ปี และ  $P_t + 1$  เป็นราคาตลาดของหุ้นเมื่อถือครบ 1 ปี ดังนั้น ถ้า  $P_t + 1$  เปลี่ยนเป็น 3 เดือนหรือ 6 เดือน หรือ  $1\frac{1}{2}$  ปี เราจะต้องปรับค่า  $\frac{P_t + 1}{P_t}$  ให้อยู่ในรูปของ 1 ปี โดยหาค่ากำไรส่วนทุนคิดออกมาเป็นร้อยละต่อปีก่อน โดย

เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงราคาต่อปี

$$= \left( \frac{\text{ราคาที่ควรจะเป็น}}{\text{ราคาตลาดในปัจจุบัน}} - 1 \right) \left( \frac{1}{\text{ระยะเวลาที่เปลี่ยนคิดเป็นปี}} \right)$$

หรือ

$$= \left( \frac{P_{t+1}}{P_t} - 1 \right) \left( \frac{1}{\text{ระยะเวลาที่เปลี่ยนคิดเป็นปี}} \right)$$

เมื่อได้อัตรากำไรส่วนทุนที่คิดเป็นปีแล้วจึงนำไปรวมกับอัตราเงินปันผลต่อราคา ก็จะได้อัตราผลตอบแทนทั้งหมดสำหรับระยะเวลา 1 ปี หรือ HPY ต่อปีนั่นเอง

### วิธีการคำนวณหาค่าที่ควรจะเป็นหลักทรัพย์

ดังได้กล่าวแล้วว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ประกอบด้วยสองส่วนใหญ่ ๆ คือ รายได้รับในระหว่างระยะเวลาถือหลักทรัพย์ซึ่งได้แก่เงินปันผลหรือดอกเบี้ยและส่วนที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากราคาในครั้งแรกที่ลงทุน และตามแนวความคิดของนักวิเคราะห์พื้นฐานได้ประเมินค่าหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็น (justified price or intrinsic value) ว่าค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์คือมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ทั้งสองส่วนนั้น ดังนั้นเราจะศึกษาในหัวข้อนี้ว่าวิธีการหามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์จะมีวิธีหาได้อย่างไรหลังจากที่เราได้ทำความเข้าใจเกี่ยวกับการประมาณกระแสรายได้และการประมาณอัตราส่วนลดในหัวข้อที่แล้ว

### ค่าเวลาของเงิน (TIME VALUE OF MONEY)

เงินมีค่าเวลาในตัวของมันเองเช่นเงิน 1 บาท ในเวลานี้ย่อมมีค่ามากกว่าเงิน 1 บาท ในอีกหนึ่งปีข้างหน้า เพราะเงิน 1 บาทในเวลานี้เราสามารถนำไปหาผลประโยชน์เช่นนำไปฝากธนาคารในบัญชีฝากประจำได้ดอกเบี้ย 11% เมื่อครบ 1 ปี เราจะมีเงิน 1.11 บาท จากตัวอย่างข้างต้นทำให้เราได้ข้อสรุปว่าเงินที่ได้รับในระยะเวลาต่างกันย่อมมีค่าต่างกันด้วย และเงินที่ได้รับเงินจำนวนเท่ากัน เงินที่ได้รับก่อนย่อมมีค่ามากกว่าเงินที่ได้รับทีหลัง จากแนวความคิดนี้ทำให้เกิดการคิดดอกเบี้ยทบต้น (compound interest) ว่าเงินจำนวนหนึ่งจะมีค่าเพิ่มขึ้นตลอดเวลาที่ผ่านไป ดังนั้นจำนวนเงินรวมเมื่อครบระยะเวลาหนึ่งจะมีค่าเป็นดังนี้

$$\begin{aligned}V_n &= P(1+i)^n && \text{.....(1)} \\V_n &= \text{จำนวนเงินรวมในปลายปีที่ } n \\n &= \text{จำนวนปี} \\i &= \text{อัตราดอกเบี้ย (\%)} \\P &= \text{จำนวนเงินต้น}\end{aligned}$$

ดังนั้นจากตัวอย่างเงินฝากธนาคาร 1 บาท อัตราดอกเบี้ย 12% คิดดอกเบี้ยปีละครั้ง  
เงินรวมเมื่อสิ้นปีที่ 1 จะเท่ากับ

$$V_n = 1(1 + .12) = 1.12$$

เงินรวมเมื่อสิ้นปีที่ 2 จะเท่ากับ

$$V_n = 1(1 + .12)^2 = 1.254$$

กล่าวคือเงินรวม 1.12 บาท เมื่อสิ้นปีที่ 1 จะได้รับดอกเบี้ยในปีที่สองเท่ากับ 12%  
(1.12) = 0.1344 บาท ดังนั้นเงินรวมเมื่อสิ้นปีที่ 2 จึงเท่ากับ 1.2 + .1344 = 1.2544

จากตัวอย่างข้างต้นค่าจำนวนเงินต้นเปลี่ยนจาก 1 บาท เป็นจำนวนอื่นเช่น 20 บาท  
เราก็สามารถหาจำนวนเงินรวมได้โดยง่ายโดยแทนค่า P ให้เท่ากับ 20 แทนที่จะเป็น 1 เช่น  
ต้องการหาเงินรวมในปีที่ 3 ของเงินฝาก 20 บาท อัตราดอกเบี้ย 12%

$$\begin{aligned} V_n &= 20(1 + .12)^3 \\ &= 20(1.405) \\ &= 28.10 \text{ บาท} \end{aligned}$$

จากสูตรการหาเงินรวมเราสามารถนำมาหาจำนวนเงินต้นหรือมูลค่าปัจจุบันได้โดย  
กลับสมการหาค่า P ซึ่งจะได้

$$P = \frac{V_n}{(1 + i)^n} \quad \dots\dots(2)$$

ตัวอย่าง จะต้องนำเงินฝากธนาคารเท่าใดในวันนี้ อัตราดอกเบี้ย 12% เพื่อให้ได้เงินรวม  
20 บาท ในอีก 1 ปี ข้างหน้า

$$\begin{aligned} P &= \frac{20}{(1 + .12)} \\ &= 17.86 \text{ บาท} \end{aligned}$$

จากตัวอย่างถ้าเราทดลองคำนวณย้อนกลับว่าเงินต้น 17.86 บาท นำฝากธนาคาร  
ดอกเบี้ย 12% เมื่อครบ 1 ปีจะมีเงินรวมเท่าใด ซึ่งจะหาได้ดังนี้

$$\begin{aligned} V_n &= 17.86(1 + .12) \\ &= 20 \text{ บาท} \end{aligned}$$

จากสูตรการหาเงินรวม (สมการที่ 1) และสมการหาเงินต้นหรือมูลค่าปัจจุบัน (สมการ  
ที่ 2) สามารถนำมาทำตารางสำเร็จรูปเพื่อหาเงินรวมและเงินต้นของเงิน 1 บาทได้ ณ ระดับ  
อัตราดอกเบี้ย  $i$  และปีที่  $n$  ดังตารางที่ 7-1 และตารางที่ 7-2

ตารางที่ 7-1 ตารางเงินรวม ( $V_n$ ) ของเงินต้น 1 บาท

COMPOUND SUM OF \$1

Year	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
1	1.010	1.020	1.030	1.040	1.050	1.060	1.070
2	1.020	1.040	1.061	1.082	1.102	1.124	1.145
3	1.030	1.061	1.093	1.125	1.158	1.191	1.225
4	1.041	1.082	1.126	1.170	1.216	1.262	1.311
5	1.051	1.104	1.159	1.217	1.276	1.338	1.403
6	1.062	1.126	1.194	1.265	1.340	1.419	1.501
7	1.072	1.149	1.230	1.316	1.407	1.504	1.606
8	1.083	1.172	1.267	1.369	1.477	1.594	1.718
9	1.094	1.195	1.305	1.423	1.551	1.689	1.838
10	1.105	1.219	1.344	1.480	1.629	1.791	1.967
11	1.116	1.243	1.384	1.539	1.710	1.898	2.105
12	1.127	1.268	1.426	1.601	1.796	2.012	2.252
13	1.138	1.294	1.469	1.665	1.886	2.133	2.410
14	1.149	1.319	1.513	1.732	1.980	2.261	2.579
15	1.161	1.346	1.558	1.801	2.079	2.397	2.759
16	1.173	1.373	1.605	1.873	2.183	2.540	2.952
17	1.184	1.400	1.653	1.948	2.292	2.693	3.159
18	1.196	1.428	1.702	2.026	2.407	2.854	3.380
19	1.208	1.457	1.754	2.107	2.527	3.026	3.617
20	1.220	1.486	1.806	2.191	2.653	3.207	3.870
25	1.282	1.641	2.094	2.666	3.386	4.292	5.427
30	1.348	1.811	2.427	3.243	4.322	5.743	7.612
Year	8%	9%	10%	12%	14%	15%	16%
1	1.080	1.090	1.100	1.120	1.140	1.150	1.160
2	1.166	1.188	1.210	1.254	1.300	1.322	1.346
3	1.260	1.295	1.331	1.405	1.482	1.521	1.561
4	1.360	1.412	1.464	1.574	1.689	1.749	1.811
5	1.469	1.539	1.611	1.762	1.925	2.011	2.100
6	1.587	1.677	1.772	1.974	2.195	2.313	2.436
7	1.714	1.828	1.949	2.211	2.502	2.660	2.826
8	1.851	1.993	2.144	2.476	2.853	3.059	3.278
9	1.999	2.172	2.358	2.773	3.252	3.518	3.803
10	2.159	2.367	2.594	3.106	3.707	4.046	4.411
11	2.332	2.580	2.853	3.479	4.226	4.652	5.117
12	2.518	2.813	3.138	3.896	4.818	5.350	5.936
13	2.720	3.066	3.452	4.363	5.492	6.153	6.886
14	2.937	3.342	3.797	4.887	6.261	7.076	7.988
15	3.172	3.642	4.177	5.474	7.138	8.137	9.266
16	3.426	3.970	4.595	6.130	8.137	9.358	10.748
17	3.700	4.328	5.054	6.866	9.276	10.761	12.468
18	3.996	4.717	5.560	7.690	10.575	12.375	14.463
19	4.316	5.142	6.116	8.613	12.056	14.232	16.777
20	4.661	5.604	6.728	9.646	13.743	16.367	19.461
25	6.848	8.623	10.835	17.000	26.462	32.919	40.874
30	10.063	13.268	17.449	29.960	50.950	66.212	85.850

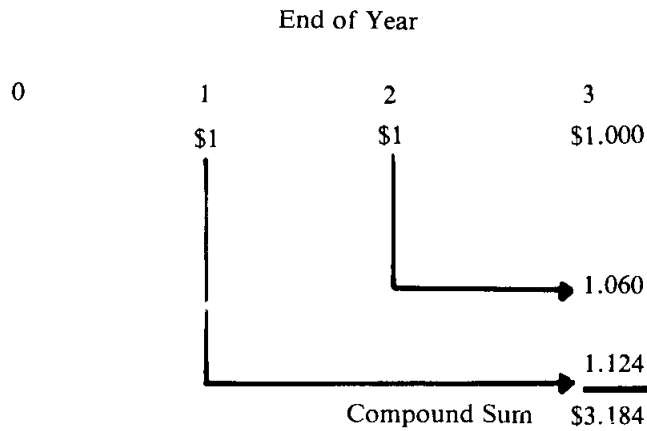
ตารางที่ 7-2 ตารางมูลค่าปัจจุบัน (P) ของเงินรวม 1 บาท

PRESENT VALUE OF \$1

Year	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	15%
1	.990	.980	.971	.962	.952	.943	.935	.926	.917	.909	.893	.877	.870
2	.980	.961	.943	.925	.907	.890	.873	.857	.842	.826	.797	.769	.756
3	.971	.942	.915	.889	.864	.840	.816	.794	.772	.751	.712	.675	.658
4	.961	.924	.889	.855	.823	.792	.763	.735	.708	.683	.636	.592	.572
5	.951	.906	.863	.822	.784	.747	.713	.681	.650	.621	.567	.519	.497
6	.942	.888	.838	.790	.746	.705	.666	.630	.596	.564	.507	.456	.432
7	.933	.871	.813	.760	.711	.665	.623	.583	.547	.513	.452	.400	.376
8	.923	.853	.789	.731	.677	.627	.582	.540	.502	.467	.404	.351	.327
9	.914	.837	.766	.703	.645	.592	.544	.500	.460	.424	.361	.308	.284
10	.905	.820	.744	.676	.614	.558	.508	.463	.422	.386	.322	.270	.247
11	.896	.804	.722	.650	.585	.527	.475	.429	.388	.350	.287	.237	.215
12	.887	.788	.701	.625	.557	.497	.444	.397	.356	.319	.257	.208	.187
13	.879	.773	.681	.601	.530	.469	.415	.368	.326	.290	.229	.182	.163
14	.870	.758	.661	.577	.505	.442	.388	.340	.299	.263	.205	.160	.141
15	.861	.743	.642	.555	.481	.417	.362	.315	.275	.239	.183	.140	.123
16	.853	.728	.623	.534	.458	.394	.339	.292	.252	.218	.163	.123	.107
17	.844	.714	.605	.513	.436	.371	.317	.270	.231	.198	.146	.108	.093
18	.836	.700	.587	.494	.416	.350	.296	.250	.212	.180	.130	.095	.081
19	.828	.686	.570	.475	.396	.331	.276	.232	.194	.164	.116	.083	.070
20	.820	.673	.554	.456	.377	.312	.258	.215	.178	.149	.104	.073	.061
25	.780	.610	.478	.375	.295	.233	.184	.146	.116	.092	.059	.038	.030
30	.742	.552	.412	.308	.231	.174	.131	.099	.075	.057	.033	.020	.015
Year	16%	18%	20%	24%	28%	32%	36%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
1	.862	.847	.833	.806	.781	.758	.735	.714	.667	.625	.588	.556	.526
2	.743	.718	.694	.650	.610	.574	.541	.510	.444	.391	.346	.309	.277
3	.641	.609	.579	.524	.477	.435	.398	.364	.296	.244	.204	.171	.146
4	.552	.516	.482	.423	.373	.329	.292	.260	.198	.153	.120	.095	.077
5	.476	.437	.402	.341	.291	.250	.215	.186	.132	.095	.070	.053	.040
6	.410	.370	.335	.275	.227	.189	.158	.133	.088	.060	.041	.029	.021
7	.354	.314	.279	.222	.178	.143	.116	.095	.059	.037	.024	.016	.011
8	.305	.266	.233	.179	.139	.108	.085	.068	.039	.023	.014	.009	.006
9	.263	.226	.194	.144	.108	.082	.063	.048	.026	.015	.008	.005	.003
10	.227	.191	.162	.116	.085	.062	.046	.035	.017	.009	.005	.003	.002
11	.195	.162	.135	.094	.066	.047	.034	.025	.012	.006	.003	.002	.001
12	.168	.137	.112	.076	.052	.036	.025	.018	.008	.004	.002	.001	.001
13	.145	.116	.093	.061	.040	.027	.018	.013	.005	.002	.001	.001	.000
14	.125	.099	.078	.049	.032	.021	.014	.009	.003	.001	.001	.000	.000
15	.108	.084	.065	.040	.025	.016	.010	.006	.002	.001	.000	.000	.000
16	.093	.071	.054	.032	.019	.012	.007	.005	.002	.001	.000	.000	.000
17	.080	.060	.045	.026	.015	.009	.005	.003	.001	.000	.000	.000	.000
18	.069	.051	.038	.021	.012	.007	.004	.002	.001	.000	.000	.000	.000
19	.060	.043	.031	.017	.009	.005	.003	.002	.001	.000	.000	.000	.000
20	.051	.037	.026	.014	.007	.004	.002	.001	.000	.000	.000	.000	.000
25	.024	.016	.010	.005	.002	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
30	.012	.007	.004	.002	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000

ในกรณีที่มีการจ่ายหรือรับเงินเป็นงวด ๆ งวดละเท่า ๆ กันเรียกว่า annuity จำนวนเงินรวมเมื่อสิ้นงวดจะหาได้ดังรูปที่ 7-1

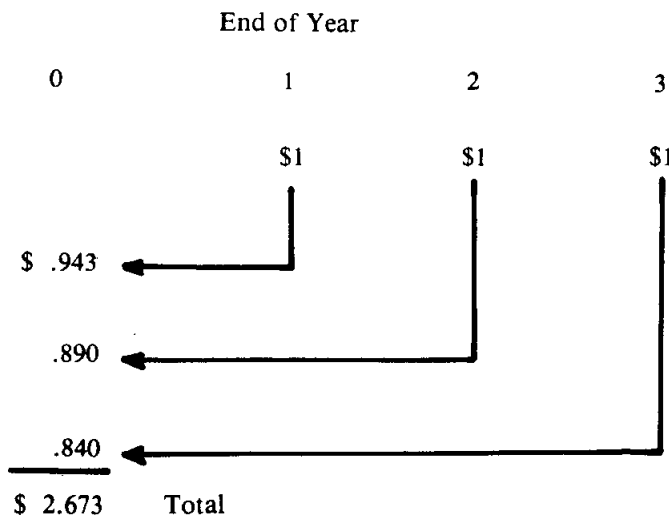
รูปที่ 7-1 แสดงจำนวนเงินรวมของเงินที่ได้รับปีละ 1 บาท เป็นเวลา 3 ปี อัตราดอกเบี้ย 6%



การประมาณค่าปัจจุบันของเงินที่ได้รับเป็นงวด ๆ งวดละเท่า ๆ กันหาได้ดังรูป

ที่ 7-2

รูปที่ 7-2 แสดงมูลค่าปัจจุบันของเงินที่ได้รับปีละ 1 บาท เป็นเวลา 3 ปี อัตราดอกเบี้ย 6%



ตารางที่ 7-3 และ 7-4 เป็นตารางสำเร็จรูปที่แสดงจำนวนเงินรวมและมูลค่าปัจจุบัน  
 ของเงินที่ได้รับปีละ 1 บาท เป็นเวลา n ปี ระดับอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ กัน  
 ตารางที่ 7-3 ตารางเงินรวมของเงินที่ได้รับปีละ 1 บาท เป็นเวลา n ปี

SUM OF AN ANNUITY OF \$1 FOR N YEARS

Year	1%	2%	3%	4%	5%	6%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.010	2.020	2.030	2.040	2.050	2.060
3	3.030	3.060	3.091	3.122	3.152	3.184
4	4.060	4.122	4.184	4.246	4.310	4.375
5	5.101	5.204	5.309	5.416	5.526	5.637
6	6.152	6.308	6.468	6.633	6.802	6.975
7	7.214	7.434	7.662	7.898	8.142	8.394
8	8.286	8.583	8.892	9.214	9.549	9.897
9	9.369	9.755	10.159	10.583	11.027	11.491
10	10.462	10.950	11.464	12.006	12.578	13.181
11	11.567	12.169	12.808	13.486	14.207	14.972
12	12.683	13.412	14.192	15.026	15.917	16.870
13	13.809	14.680	15.618	16.627	17.713	18.882
14	14.947	15.974	17.086	18.292	19.599	21.051
15	16.097	17.293	18.599	20.024	21.579	23.276
16	17.258	18.639	20.157	21.825	23.657	25.673
17	18.430	20.012	21.762	23.698	25.840	28.213
18	19.615	21.412	23.414	25.645	28.132	30.906
19	20.811	22.841	25.117	27.671	30.539	33.760
20	22.019	24.297	26.870	29.778	33.066	36.786
25	28.243	32.030	36.459	41.646	47.727	54.865
30	34.785	40.568	47.575	56.085	66.439	79.058

Year	7%	8%	9%	10%	12%	14%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.070	2.080	2.090	2.100	2.120	2.140
3	3.215	3.246	3.278	3.310	3.374	3.440
4	4.440	4.506	4.573	4.641	4.770	4.921
5	5.751	5.867	5.985	6.105	6.353	6.610
6	7.153	7.336	7.523	7.716	8.115	8.536
7	8.654	8.923	9.200	9.487	10.089	10.730
8	10.260	10.637	11.028	11.436	12.300	13.233
9	11.978	12.488	13.021	13.579	14.776	16.085
10	13.816	14.487	15.193	15.937	17.549	19.337
11	15.784	16.645	17.560	18.531	20.655	23.044
12	17.888	18.977	20.141	21.384	24.133	27.271
13	20.141	21.495	22.953	24.523	28.029	32.089
14	22.550	24.215	26.019	27.975	32.393	37.581
15	25.129	27.152	29.361	31.772	37.280	43.842
16	27.888	30.324	33.003	35.950	42.753	50.980
17	30.840	33.750	36.974	40.545	48.884	59.118
18	33.999	37.450	41.301	45.599	55.750	68.394
19	37.379	41.446	46.018	51.159	63.440	78.969
20	40.995	45.762	51.160	57.275	72.052	91.025
25	63.249	73.106	84.701	98.347	133.334	181.871
30	94.461	113.283	136.308	164.494	241.333	356.787

ตารางที่ 7-4 ตารางเงินปัจจุบันของเงินที่ได้รับปีละ 1 บาท เป็นเวลา n ปี

PRESENT VALUE OF AN ANNUITY OF \$1

Year	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833	1.808	1.783	1.759	1.736
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673	2.624	2.577	2.531	2.487
4	3.902	3.808	3.717	3.630	3.546	3.465	3.387	3.312	3.240	3.170
5	4.853	4.713	4.580	4.452	4.329	4.212	4.100	3.993	3.890	3.791
6	5.795	5.601	5.417	5.242	5.076	4.917	4.766	4.623	4.486	4.355
7	6.728	6.472	6.230	6.002	5.786	5.582	5.389	5.206	5.033	4.868
8	7.652	7.325	7.020	6.733	6.463	6.210	5.971	5.747	5.535	5.335
9	8.566	8.162	7.786	7.435	7.108	6.802	6.515	6.247	5.985	5.759
10	9.471	8.983	8.530	8.111	7.722	7.360	7.024	6.710	6.418	6.145
11	10.368	9.787	9.253	8.760	8.306	7.887	7.499	7.139	6.805	6.495
12	11.255	10.575	9.954	9.385	8.863	8.384	7.943	7.536	7.161	6.814
13	12.134	11.348	10.635	9.986	9.394	8.853	8.358	7.904	7.487	7.103
14	13.004	12.106	11.296	10.563	9.899	9.295	8.745	8.244	7.786	7.367
15	13.865	12.849	11.938	11.118	10.380	9.712	9.108	8.559	8.060	7.606
16	14.718	13.578	12.561	11.652	10.838	10.106	9.447	8.851	8.312	7.824
17	15.562	14.292	13.166	12.166	11.274	10.477	9.763	9.122	8.544	8.022
18	16.398	14.992	13.754	12.659	11.690	10.828	10.059	9.372	8.756	8.201
19	17.226	15.678	14.324	13.134	12.085	11.158	10.336	9.604	8.950	8.365
20	18.046	16.351	14.877	13.590	12.462	11.470	10.594	9.818	9.128	8.514
25	22.023	19.523	17.413	15.622	14.094	12.783	11.654	10.675	9.823	9.077
30	25.808	22.397	19.600	17.292	15.373	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427

Year	12%	14%	16%	18%	20%	24%	28%	32%	36%
1	0.893	0.877	0.862	0.847	0.833	0.806	0.781	0.758	0.735
2	1.690	1.647	1.605	1.566	1.528	1.457	1.392	1.332	1.276
3	2.402	2.322	2.246	2.174	2.106	1.981	1.868	1.766	1.674
4	3.037	2.914	2.798	2.690	2.589	2.404	2.241	2.096	1.966
5	3.605	3.433	3.274	3.127	2.991	2.745	2.532	2.345	2.181
6	4.111	3.889	3.685	3.498	3.326	3.020	2.759	2.534	2.339
7	4.564	4.288	4.039	3.812	3.605	3.242	2.937	2.678	2.455
8	4.968	4.639	4.344	4.078	3.837	3.421	3.076	2.786	2.540
9	5.328	4.946	4.607	4.303	4.031	3.566	3.184	2.868	2.603
10	5.650	5.216	4.833	4.494	4.193	3.682	3.269	2.930	2.650
11	5.938	5.453	5.029	4.656	4.327	3.776	3.335	2.978	2.683
12	6.194	5.660	5.197	4.793	4.439	3.851	3.387	3.013	2.708
13	6.424	5.842	5.342	4.910	4.533	3.912	3.427	3.040	2.727
14	6.628	6.002	5.468	5.008	4.611	3.962	3.459	3.061	2.740
15	6.811	6.142	5.575	5.092	4.675	4.001	3.483	3.076	2.750
16	6.974	6.265	5.669	5.162	4.730	4.033	3.503	3.088	2.758
17	7.120	6.373	5.749	5.222	4.775	4.059	3.518	3.097	2.763
18	7.250	6.467	5.818	5.273	4.812	4.080	3.529	3.104	2.767
19	7.366	6.550	5.877	5.316	4.844	4.097	3.539	3.109	2.770
20	7.469	6.623	5.929	5.353	4.870	4.110	3.546	3.113	2.772
25	7.843	6.873	6.097	5.467	4.948	4.147	3.564	3.122	2.776
30	8.055	7.003	6.177	5.517	4.979	4.160	3.569	3.124	2.778



## การประเมินค่าหุ้นกู้

จากความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับวิธีการคำนวณดอกเบี้ยทบต้นเราสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับการคำนวณหาค่าปัจจุบันของหุ้นกู้และหุ้นสามัญได้ การประมาณหากระแสเงินที่จะได้รับจากหุ้นกู้ทำได้ง่ายและถูกต้อง ถ้าบริษัทที่ออกหุ้นกู้ไม่ล้มละลายหรือเลิกกิจการไปก่อน กระแสเงินที่จะได้รับจากหุ้นกู้ประกอบด้วยดอกเบี้ยที่จะได้รับในแต่ละปี และจำนวนเงินไถ่ถอนเมื่อครบกำหนดหรือราคาตราไว้

**กรณีที่ 1** อัตราผลตอบแทนที่ต้องการเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้

ตัวอย่าง หุ้นกู้ฉบับหนึ่งอายุ 5 ปี ราคาตราไว้ 1,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 14% ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนเงินทุน 14% มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้ฉบับนี้จะเท่ากับเท่าใด

มูลค่าปัจจุบันของดอกเบี้ยที่จะได้รับปีละ 14% (1,000) = 140 บาท เป็นเวลา 5 ปี จะหาได้ดังนี้

$$PV = \frac{140}{(1 + .14)^1} + \frac{140}{(1 + .14)^2} + \frac{140}{(1 + .14)^3} + \frac{140}{(1 + .14)^4} + \frac{140}{(1 + .14)^5}$$

เปิดตารางค่าปัจจุบันของเงินที่ได้รับปีละ 1 บาท เป็นเวลา 5 ปี อัตราดอกเบี้ย 14% (ตารางที่ 4) มีค่าเท่ากับ 3.433

$$\begin{aligned} \text{ดังนั้น PV} &= 140(3.433) \\ &= 481 \text{ บาท} \end{aligned}$$

มูลค่าปัจจุบันของเงินที่จะได้รับไถ่ถอนเมื่อถือหุ้นกู้ครบกำหนดในปีที่ 5 จำนวน 1,000 บาท (เปิดตารางที่ 2)

$$PV = \frac{1,000}{(1 + .14)^5} = 1,000 (.519) = 519 \text{ บาท}$$

∴ มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของดอกเบี้ยและเงินไถ่ถอน = 481 + 519 = 1,000 บาท ซึ่งสามารถเขียนให้อยู่ในรูปทั่วไปได้ดังนี้

$$V_0 = \left( \sum_{n=1}^N \frac{I_n}{(1+i)^n} \right) + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

โดยให้

$V_0$	=	มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้
$I$	=	จำนวนดอกเบี้ยที่จะได้รับต่อปี (บาท)
$i$	=	อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (%)
$P$	=	จำนวนเงินไถ่ถอน
$N$	=	จำนวนปีที่จะครบกำหนดไถ่ถอน

**กรณีที่ 2** อัตราผลตอบแทนที่ต้องการต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้

ตัวอย่าง หุ้นกู้ฉบับหนึ่งอายุ 5 ปี ราคาตราไว้ 1,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 14% ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนการลงทุน 12%

มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้ฉบับนี้จะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned}V_0 &= \frac{140}{(1+.12)^1} + \frac{140}{(1+.12)^2} + \frac{140}{(1+.12)^3} + \frac{140}{(1+.12)^4} + \frac{140}{(1+.12)^5} + \frac{140}{(1+.12)^5} \\ &= 140 (3.605) + 1,000 (.567) \\ &= 1,072 \text{ บาท}\end{aligned}$$

**กรณีที่ 3** อัตราผลตอบแทนที่ต้องการสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้

ตัวอย่าง หุ้นกู้ฉบับหนึ่งอายุ 5 ปี ราคาตราไว้ 1,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 14% ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนการลงทุน 16%

$$\begin{aligned}V_0 &= \frac{140}{(1+.16)^1} + \frac{140}{(1+.16)^2} + \frac{140}{(1+.16)^3} + \frac{140}{(1+.16)^4} + \frac{140}{(1+.16)^5} + \frac{140}{(1+.16)^5} \\ &= 140 (3.274) + 1,000 (.476) \\ &= 934 \text{ บาท}\end{aligned}$$

ข้อสังเกต จากทั้ง 3 กรณีจะพบว่า

- 1) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้ในหุ้นกู้ มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้จะเท่ากับมูลค่าตราไว้
- 2) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้ในหุ้นกู้ มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้จะสูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้

3) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้ในใบหุ้นกู้ มูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้จะต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้

### การประเมินค่าหุ้นบริมสิทธิ์

หุ้นบริมสิทธิ์มีลักษณะของกระแสรัยได้คล้ายคลึงกับหุ้นกู้คือจำนวนเงินปันผลกำหนดไว้เป็นอัตราแน่นอนคงที่เหมือนอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ จะต่างกันที่ระยะเวลาครบกำหนดไปก่อนว่า หุ้นบริมสิทธิ์ไม่มีระยะเวลาไปก่อน คือต้องถือไปไม่มีกำหนดดังนั้น จากสูตรทั่วไปของการหามูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้ เมื่อ  $N$  มีค่าใหญ่มากจนนับไม่ถ้วน และจ่ายดอกเบี้ย  $I$  ไปตลอด ดังนั้นมูลค่าปัจจุบันของหุ้นกู้จะเป็นดังนี้

$$V_0 = \frac{I}{i}$$

ดังนั้นเมื่อนำสูตรนี้ไปปรับใช้กับหุ้นบริมสิทธิ์ โดยให้  $D$  = จำนวนเงินปันผลในแต่ละปี มูลค่าปัจจุบันของหุ้นบริมสิทธิ์จะเท่ากับ

$$V_0 = \frac{D}{i}$$

ตัวอย่าง หุ้นบริมสิทธิ์ชนิดหนึ่งจ่ายเงินปันผลหุ้นละ 21 บาทต่อปี อัตราผลตอบแทนของเงินทุนเท่ากับ 15% หุ้นบริมสิทธิ์ชนิดนี้จะมีมูลค่าปัจจุบันเท่าใด

$$V_0 = \frac{21}{0.15} = 140 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

จากสูตรหามูลค่าปัจจุบันของหุ้นบริมสิทธิ์ ถ้าเราทราบราคาซื้อขายเราก็สามารถที่จะหาอัตราผลตอบแทนเงินทุนได้ หรือถ้าทราบอัตราผลตอบแทนเงินทุน เราก็สามารถหามูลค่าที่เราเต็มใจจะลงทุนได้

ตัวอย่าง หุ้นบริมสิทธิ์ชนิดหนึ่งจ่ายเงินปันผลหุ้นละ 21 บาทต่อปี ถ้าเราซื้อขายขณะนี้ราคาหุ้นละ 150 บาท เราสามารถหาอัตราผลตอบแทนของเงินทุนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} 150 &= \frac{21}{i} \\ &= \frac{21}{150} = 0.14 = 14\% \end{aligned}$$

## การประเมินค่าหุ้นสามัญ : โดยวิธีมูลค่าปัจจุบัน

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยวิธีหามูลค่าปัจจุบันนี้ทำได้ยากและขาดความแม่นยำกว่าการประเมินหุ้นกู้และหุ้นบริมสิทธิ์ ทั้งนี้เนื่องจากการประมาณกระแสรายได้ของหุ้นสามัญขาดความเที่ยงตรงมากกว่าหุ้นกู้หรือหุ้นบริมสิทธิ์ เงินปันผลของหุ้นสามัญในแต่ละปีอาจผันแปรขึ้นลง นอกจากนั้นราคาหุ้นสามัญในอนาคตยังยากที่จะพยากรณ์ได้ถูกต้องอีก ดังนั้นในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยวิธีมูลค่าปัจจุบันควรจะได้ระลึกถึงข้อบกพร่องนี้

### กรณีถือหุ้นสามัญไว้เพียง 1 ปี

การถือหุ้นสามัญไว้เพียง 1 ปี กระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ คือ เงินปันผลในปีนั้นและราคาหุ้นที่ขายได้ ดังนั้น มูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลและราคาหุ้นในตอนสิ้นปีรวมกันจะเป็นมูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ ซึ่งหาได้ดังนี้

$$V_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}$$

$$V_0 = \text{มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ}$$

$$D_1 = \text{จำนวนเงินปันผลต่อหุ้น}$$

$$P_1 = \text{ราคาหุ้นสามัญเมื่อสิ้นปี}$$

$$r = \text{อัตราผลตอบแทนการลงทุนที่ต้องการ}$$

ตัวอย่าง หุ้นสามัญบริษัทหนึ่ง คาดว่าจะจ่ายเงินปันผลในปลายปีหุ้นละ 11.50 บาท และราคาขายในตอนปลายปีจะเท่ากับ 300 บาท อัตราผลตอบแทนการลงทุนที่ต้องการเท่ากับ 15%

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล} = \frac{11.5}{1+0.15} = 10 \text{ บาท}$$

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของราคาเมื่อสิ้นปี} = \frac{300}{1+0.15} = 260.87 \text{ บาท}$$

$$\therefore \text{มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ} = 10 + 260.87 = 270.87 \text{ บาท}$$

จากตัวอย่างเดิม ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเท่ากับ 16% มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญจะต่ำกว่า 270 บาท ตามที่หาได้จากตัวอย่างก่อนคือ

$$V_0 = \frac{11.5}{1+0.16} + \frac{300}{1+0.16} = 268.20 \text{ บาท}$$

จากสูตรการหามูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญนี้ ถ้าทราบราคาตลาดของหุ้นในขณะนี้ เงินปันผล และอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเราก็สามารถกำหนดราคาที่เราจะยอมขายหุ้นนี้ในอีก 1 ปี ข้างหน้า

ตัวอย่าง เราต้องขายหุ้นสามัญบริษัท ก. ในอีกหนึ่งปีข้างหน้าในราคาเท่าใด ถ้าขณะนี้ ราคาหุ้นละ 125 บาท จ่ายเงินปันผลหุ้นละ 5 บาท ผลตอบแทนที่ต้องการ 15%

$$125 = \frac{5}{1 + 0.15} + \frac{P_1}{1 + 0.15}$$

$$125 = 4.35 + 0.87 P_1$$

$$P_1 = \frac{120.65}{0.87}$$

$$= 138.70 \text{ บาท}$$

นั่นคือในอีก 1 ปีข้างหน้าเราต้องขายในราคา 138.70 บาท จึงจะได้ผลตอบแทน 15% ตามที่เราต้องการ

**กรณีถือหุ้นสามัญไว้นานกว่า 1 ปี แต่มีกำหนด**

มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญเท่ากับ

$$V_0 = \frac{D_1}{1 + r} + \frac{D_2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + r)^n} + \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$

โดยให้

$V_0$  = มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ

$D_i$  = เงินปันผลที่ได้รับในปีที่  $i$

$P_n$  = ราคาหุ้นสามัญในปีที่  $n$

$r$  = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

ดังนั้นในกรณีของการถือหุ้นเกินกว่า 1 ปี ผู้วิเคราะห์จะต้อง

1. ประมาณเงินปันผลที่จะได้รับในอนาคตตลอดระยะเวลาถืออยู่
2. ประมาณราคาหุ้นสามัญที่จะขายได้เมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการถือ

สำหรับวิธีการประมาณค่าทั้งสองตัวจะได้อธิบายต่อไปหลังจากตัวอย่าง วิธีคำนวณหาราคาที่ควรจะเป็นในปัจจุบันที่แสดงต่อไปนี้

ตัวอย่าง หุ้นสามัญบริษัท ก. คาดว่าจะจ่ายเงินปันผลให้ปีที่ 1, 2 และ 3 ปีละ 11 บาท 12.10 บาท และ 13.31 บาท ตามลำดับ และคาดว่าในตอนปลายปีที่ 3 จะขายได้ในราคาหุ้นละ 266 บาท อัตราผลตอบแทนเงินทุนที่ต้องการ 15% ดังนั้นมูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญบริษัทนี้จะเท่ากับเท่าใด

$$\begin{aligned}
 V_0 &= \frac{11}{(1 + .15)^1} + \frac{12.10}{(1 + .15)^2} + \frac{13.31}{(1 + .15)^3} + \frac{266}{(1 + .15)^3} \\
 &= 11 (.87) + 12.10 (.756) + 13.31 (.658) + 266 (.658) \\
 &= 27.47 + 175.03 = 202.50 \text{ บาท}
 \end{aligned}$$

นั่นคือ มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญบริษัท ก. หุ้นละ 202.50 บาท

#### การประมาณเงินปันผล

ดังได้กล่าวแล้วในหัวข้อการประมาณเงินปันผลของหุ้นสามัญว่าการจ่ายเงินปันผลจะมากน้อยเพียงใดย่อมขึ้นอยู่กับกำไรสุทธิต่อหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากกำไรว่ามากน้อยเพียงใด ดังนั้น ในการคาดคะเนจำนวนเงินปันผลในแต่ละปีควรจะเริ่มต้นจากการพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากกำไรว่าจะจ่ายจากกำไรมากน้อยเท่าใดในสัดส่วนเท่าใด

ดังนั้นจำนวนเงินปันผลจะเท่ากับ

$$D = (d/e) (E)$$

โดยให้

$$D = \text{จำนวนเงินปันผลต่อหุ้น}$$

$$E = \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}$$

$$d/e = \text{อัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไร (\%)}$$

ตัวอย่าง บริษัทแห่งหนึ่งมีกำไรสุทธิหุ้นละ 20 บาท มีนโยบายจ่ายเงินปันผล 60% ของกำไร

$$\text{เงินปันผลต่อหุ้น} = 60\% (20)$$

$$= 12 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

ดังนั้น สามารถพยากรณ์กำไรต่อหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้แล้วเราก็จะนำไปพยากรณ์เงินปันผลต่อหุ้นแล้วนำไปเข้าสู่สูตรหามูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญต่อไป

### การประมาณค่าไรสุทธิต่อหุ้น

ค่าไรสุทธิต่อหุ้นในแต่ละปีจะมากขึ้นเรื่อยๆ โดยขึ้นอยู่กับอัตราการเจริญเติบโตของกำไร ดังนั้นถ้าเราสามารถพยากรณ์อัตราการเจริญเติบโตของกำไรได้ การหาค่าไรสุทธิต่อหุ้นในแต่ละปีจะหาได้ดังนี้

$$E_n = E_0 (1 + g)^n$$

โดยให้  $E_n$  = ค่าไรสุทธิต่อหุ้นเมื่อสิ้นงวดที่  $n$

$E_0$  = ค่าไรสุทธิต่อหุ้นในขณะนี้

$g$  = อัตราการเจริญเติบโตของกำไร

และถ้าเราสมมติว่าบริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากกำไรในอัตราคงที่ นั่นคือ  $d/e$  คงที่

ดังนั้น จำนวนเงินปันผลในแต่ละปีจะเท่ากับ

$$D_n = (d/e) (E_0) (1 + g)^n$$

ดังนั้น ถ้านำค่า  $D_n = (d/e) (E_0) (1 + g)^n$  ไปแทนค่าในสูตร

$$V_0 = \frac{D_1}{1 + r} + \frac{D_2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + r)^n} + \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$

$$V_0 = \frac{(d/e) (E_0) (1 + g)}{1 + r} + \frac{(d/e) (E_0) (1 + g)^2}{(1 + r)^2} \dots$$

$$+ \frac{(d/e) (E_0) (1 + g)^n}{(1 + r)^n} + \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$

$$= \sum_{n=1}^N \frac{(d/e) (E_0) (1 + g)^n}{(1 + r)^n} + \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$

### การประมาณราคาหุ้นสามัญในปีสุดท้ายของการถือ

การพยากรณ์ราคาหุ้นสามัญในอนาคตโดยเฉพาะในอีกหลาย ๆ ปี นับว่าเป็นงานที่ลำบาก โอกาสที่จะผิดพลาดมีมากเพราะ ราคาหุ้นสามัญขึ้นอยู่กับองค์ประกอบหลายตัวด้วยกัน เช่น ความสามารถในการหากำไรของบริษัท การเจริญเติบโตของรายได้ และผลตอบแทนที่

ต้องการของตลาดเป็นต้น ดังนั้นถ้าการพยากรณ์องค์ประกอบเหล่านี้ตัวใดตัวหนึ่งผิดพลาด ก็จะทำให้การพยากรณ์ราคาหุ้นในอนาคตผิดไปด้วย

อย่างไรก็ตามโดยทางทฤษฎีแล้ว เราสามารถพยากรณ์ราคาหุ้นที่ควรจะเป็นได้ว่าเท่ากับอัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price earning ratio) คูณด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้น นั่นคือ

$$P = E (P/E)$$

$$P = \text{ราคาตลาดของหุ้น}$$

$$E = \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}$$

$$P/E = \text{อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นหรือเรียกว่าตัวคูณกำไร}$$

ดังนั้น ถ้าเราสามารถคาดคะเนกำไรสุทธิต่อหุ้นในอนาคตได้และ P/E ได้ เราก็สามารถหารราคาหุ้นในอนาคตได้ นั่นคือ

$$P_n = (P/E) (E_n)$$

$$\text{โดย } P_n = \text{ราคาหุ้นในปีที่ } n$$

$$P/E = \text{ตัวคูณกำไร}$$

$$E_n = \text{กำไรสุทธิต่อหุ้นในปีที่ } n$$

$$\text{แต่ } E_n = E_0 (1 + g)^n$$

$$\text{ดังนั้น } P_n = (P/E) [ E_0 (1 + g)^n ]$$

$$\therefore V_0 = \left[ \sum_{n=1}^N \frac{(d/e) (E_0) (1 + g)^n}{(1 + r)^n} \right] + \frac{P/E (E_0) (1 + g)^n}{(1 + r)^n}$$

ตัวอย่าง บริษัท ก. จำกัด มีกำไรสุทธิขณะนี้หุ้นละ 20 บาท คาดว่าอัตราการเจริญเติบโตของกำไรเท่ากับ 10% และมีนโยบายจ่ายเงินปันผลจากกำไร 50% ตลอดไป P/E ของหุ้นบริษัทนี้เท่ากับ 10 เท่า โดยเฉลี่ยและคาดว่าจะคงที่ไปอีก 3 ปี อัตราผลตอบแทนที่ต้องการในการลงทุนเท่ากับ 15% และคิดว่าจะถือหุ้นบริษัทนี้ประมาณ 3 ปี ดังนั้นมูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญบริษัทนี้ควรจะมีค่าเท่าใด



กำไรสุทธิต่อหุ้นขณะนี้เท่ากับ 20 บาทต่อหุ้น

	สิ้นปีที่ 1	สิ้นปีที่ 2	สิ้นปีที่ 3
EPS	20 (1 + .10) 22	20 (1 + .10) <sup>2</sup> 24.20	20 (1 + .10) <sup>3</sup> 26.62
เงินปันผล <sup>a</sup>	50% (22) 11	50% (24.20) 12.10	50% (26.62) 13.31

$$\text{ราคาหุ้นสามัญในสิ้นปีที่ 3} = \frac{P}{E} (E_n)$$

$$= \frac{10}{266} (26.62)$$

$$= 266 \text{ บาท}$$

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าปัจจุบัน} &= \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D}{(1+r)^3} \\ &= \frac{11}{(1+.15)} + \frac{12.10}{(1+.15)^2} + \frac{13.31}{(1+.15)^3} + \frac{226}{(1+.15)^3} \\ &= 11(.87) + 12.10 (.756) + 13.31 (.658) + 266 (.658) \\ &= 27.47 + 175.03 = 202.50 \text{ บาท} \end{aligned}$$

มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญบริษัท ก. จำกัด มีค่าเท่ากับ 202.50 บาท โดยเงินปันที่ได้รับตลอดระยะเวลา 3 ปี มีมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 27.47 บาท ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเท่ากับ 15% ส่วนราคาของหุ้นในปีที่ 3 ซึ่งเท่ากับ 266 บาท มีมูลค่าปัจจุบัน 175.03 บาท ดังนั้นมูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญนี้จึงเท่ากับ 202.50 บาท

จากตัวอย่างข้างต้น ค่าของตัวแปรต่างๆ เช่น อัตราการเจริญเติบโตของกำไร (g) อัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไร (d/e) และอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) เหล่านี้ ผู้ลงทุนหรือผู้วิเคราะห์จะทำการประมาณขึ้น และถ้าสมมุติว่าหุ้นนั้นมีราคาซื้อขายอยู่ในขณะนี้แล้ว แทนที่เราจะหามูลค่าปัจจุบัน เราอาจจะหาอัตราผลตอบแทนจากการถือหุ้นนั้น แล้วนำมาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่เราต้องการ

**ตัวอย่าง** จากการวิเคราะห์บริษัท ข. จำกัด คาดว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิต่อหุ้นและเงินปันผล สำหรับระยะเวลา 5 ปี ดังนี้ (จ่ายเงินปันผลประมาณ 30% ของกำไร)

ปี	กำไรต่อหุ้น (บาท)	เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)
2527	31.00	9.30
2528	34.00	10.20
2529	37.20	11.15
2530	40.60	12.20
2531	45.00	<u>13.50</u>
		<u>56.35</u>

ราคาซื้อขายหุ้นสามัญบริษัท ข. ในตอนต้นปี 2527 เท่ากับ 240 บาท และคาดว่าในปลายปี 2531 ราคาหุ้นจะเท่ากับ 9 เท่าของกำไรสุทธิต่อหุ้น อยากทราบว่าอัตราผลตอบแทนการลงทุนซื้อหุ้นบริษัท ข ในตอนต้นปี 2527 และถือไว้จนถึงสิ้นปี 2531 จะเท่ากับเท่าใด

ราคาหุ้นบริษัท ข. ในปี 2531 คาดว่าจะเท่ากับ 9 เท่าของกำไรสุทธิในปีนั้น ซึ่ง = 45 บาท

$$\therefore \text{ราคาในปี 2531} = 9 \times 45 = 405 \text{ บาท}$$

อัตราผลตอบแทนการลงทุนจะหาได้โดยการหาอัตราส่วนลดที่จะทำให้เงินปันผลที่ได้รับเป็นเวลา 5 ปี และราคาหุ้นในปีที่ 5 กลับมาเป็นค่าปัจจุบันให้เท่ากับราคาซื้อขายในตอนต้นปี 2527 คือ 240 บาท

วิธีการหาจะต้องใช้วิธีทดลองสมมติอัตราส่วนลดขึ้นมาอัตราหนึ่งแล้วก็ลองดู ถ้าได้ค่าปัจจุบันไม่เท่ากับ 240 บาท ก็จะต้องทดลองอัตราอื่น ๆ ไปเรื่อย ๆ จนกว่าจะได้มูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 240 บาท อัตรานั้นจะเป็นอัตราผลตอบแทนการลงทุนของหุ้น ข.

สมมติว่าใช้อัตรา 12%

ปีที่	เงินได้	12%	
		ค่าปัจจุบันของเงิน 1 บาท (ตารางที่ 2)	ค่าปัจจุบัน
1	9.30	.893	8.30
2	10.20	.797	8.13
3	11.15	.712	1.94
4	12.20	.636	7.76
5	13.50	.567	7.65
5	405.00	.567	<u>229.64</u>
			<u>269.42</u>

อัตราส่วนลด 12% ได้ค่าปัจจุบัน 269.60 บาท มากกว่า 240 บาท แสดงว่าอัตราผลตอบแทนต้องมากกว่า 12% จึงจะทำให้มูลค่าปัจจุบันต่ำลงมา สมมติว่าลองใช้อัตรา 14% มูลค่าปัจจุบันจะเป็นดังนี้

ปีที่	เงินได้	14%	
		ค่าปัจจุบันของเงิน 1 บาท	ค่าปัจจุบัน
1	9.30	.877	8.34
2	10.20	.769	7.84
3	11.15	.675	7.53
4	12.20	.592	7.22
5	13.50	.519	7.01
5	405.00	.519	210.20
			248.14

อัตราส่วนลด 14% ได้ค่าปัจจุบัน 248.14 บาท ซึ่งมากกว่า 240 บาท เล็กน้อย แสดงว่าผลตอบแทนของหุ้นนี้มากกว่า 14% ตกประมาณเกือบ 15% ต่อปี เมื่อหาอัตราผลตอบแทนได้แล้ว ผู้ลงทุนจะต้องเปรียบเทียบอัตราที่คำนวณได้นี้กับอัตราที่ต้องการว่าสูงหรือต่ำกว่าที่ต้องการ ถ้าสูงกว่าหรือเท่ากับที่ต้องการและอยู่ในขอบเขตความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ ก็จะเลือกไว้เข้าบัญชีกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนต่อไป

### กรณีถือหุ้นสามัญนั้นตลอดไป

ถ้าผู้ลงทุนมีนโยบายที่จะถือหุ้นสามัญนั้นตลอดไป ดังนั้นรายได้ที่ผู้ลงทุนจะได้รับตลอดระยะเวลาการถือคือ เงินปันผล ดังนั้นมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นสามัญก็จะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลทั้งหมด ซึ่งสามารถเขียนให้อยู่ในรูปสูตรได้ดังต่อไปนี้

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

โดยให้  $V_0$  = ราคาที่ควรจะเป็นในปัจจุบัน

$D_i$  = เงินปันผลในปีที่  $i$

$r$  = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

ถ้าให้อัตราราคาเพิ่มขึ้นของเงินปันผล ( $g_D$ ) คงที่ ดังนั้น

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+r)^n}$$

เขียนใหม่ได้

$$V_0 = D_0 \left[ \frac{1+g_D}{1+r} + \frac{(1+g)^2_D}{(1+r)^2} + \frac{(1+g)^3_D}{(1+r)^3} + \dots + \frac{(1+g)^n_D}{(1+r)^n} \right] \quad (1)$$

คูณสมการ (1) ด้วย  $\frac{1+r}{1+g}$  จะได้

$$\left[ \frac{1+r}{1+g_D} \right] V_0 = D_0 \left[ 1 + \frac{1+g_D}{1+r} + \frac{(1+g)^2_D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}_D}{(1+r)^{n-1}} \right] \quad (2)$$

สมการ (2) - (1) จะได้

$$\left[ \frac{1+r}{1+g_D} - 1 \right] V_0 = D_0 \left[ 1 - \frac{(1+g)^n_D}{(1+r)^n} \right]$$

$$\left[ \frac{(1+r) - (1+g)_D}{1+g_D} \right] V_0 = D_0 \left[ 1 - \frac{(1+g)^n_D}{(1+r)^n} \right]$$

สมมติให้  $r > g$  และเนื่องจากถือหุ้นตลอดไป ดังนั้น  $n$  จึงมีค่าใกล้ infinity ดังนั้น ค่า  $\frac{(1+g)^n_D}{(1+r)^n}$  จึงเท่ากับ 0

$$\therefore \left[ \frac{(1+r) - (1+g)}{1+g} \right] V_0 = D_0$$

$$\left[ \frac{1+r-1-g}{1+g} \right] V_0 = D_0$$

$$r-g \left[ \frac{1}{1+g} \right] V_0 = D_0$$

$$V_0^* = \frac{D_0(1+g)}{r-g}$$

แต่  $D_0(1+g) = D_1$

$$\therefore V_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

นั่นคือถ้าผู้ลงทุนมีนโยบายถือหุ้นตลอดไป มูลค่าปัจจุบันของหุ้นจะเท่ากับ เงินปันผลที่จะได้รับในงวดหน้าหารด้วยส่วนแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ต้องการกับอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล

ซึ่งข้อสรุปข้างต้นจะเป็นจริงต่อเมื่อ

1. มีนโยบายถือหุ้นนั้นตลอดไป ( $n \rightarrow \infty$ )
2. อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลคงที่ ( $g$  คงที่)
3. อัตราผลตอบแทนที่ต้องการต้องสูงกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล ( $r > g$ )

### การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ : โดยใช้อัตราส่วนลด E/P หรือตัวคูณ P/E

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่กล่าวในหัวข้อก่อนเป็นการประเมินโดยวิธีหามูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ของหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นวิธีที่ค่อนข้างยุ่งยากและค่าที่ประเมินได้นั้นมีโอกาสผิดพลาดมาก โดยเฉพาะถ้าเป็นการพยากรณ์สำหรับการถือหุ้นที่มีระยะเวลาการถือเกินกว่า 1 ปี ดังนั้นวิธีมูลค่าปัจจุบันจึงไม่ค่อยเป็นที่นิยมในหมู่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์นัก จากการสำรวจความคิดเห็นของนักวิเคราะห์ของ Bing\* พบว่านักวิเคราะห์ประมาณ 75% นิยมใช้ E/P หรือ P/E ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ขณะที่นักวิเคราะห์เพียง 6% ใช้วิธีการหามูลค่าปัจจุบัน

---

\* R.A. Bing, "Survey of Practitioners' Stock Evaluation Methods," Financial Analysis Journal, 26, No.2 (May/June 1971), 55-m.

วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยวิธี P/E นี้เป็นวิธีที่ง่าย สั้น โดยนักวิเคราะห์จะพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นของปีหน้าเพียงปีเดียวแล้วนำไปหารราคาตลาดของหุ้นในปัจจุบัน ผลที่ได้คืออัตราส่วนราคาต่อรายได้ (P/E) หรือเรียกว่าตัวคูณกำไร (multiplier) และถ้าหาส่วนกลับของ P/E ผลที่ได้เรียกว่าอัตราส่วนรายได้ต่อราคา (E/P) หรือเรียกว่าอัตราส่วนลดหรืออัตราส่วนยกขึ้นเป็นทุน (capitalization rate) ซึ่งหาได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{อัตราส่วน P/E ในปีหน้า} &= \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นในปัจจุบัน}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้นในปีหน้า}} \\ \text{หรือ อัตราส่วน E/P ในปีหน้า} &= \frac{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้นในปีหน้า}}{\text{ราคาตลาดของหุ้นในปัจจุบัน}} \end{aligned}$$

ดังนั้นราคาที่เราควรจะเป็นของหุ้นสามัญจะหาได้โดยการนำกำไรสุทธิต่อหุ้นที่คาดคะเนไปคูณกับ P/E ซึ่งเขียนให้อยู่ในรูปสมการได้ดังนี้

$$\text{ราคาที่เราควรจะเป็น} = P/E (E_t)$$

$$\text{หรือ} = \frac{E_t}{E/P}$$

**ตัวอย่าง** ประเมินว่ากำไรสุทธิต่อหุ้นในปีหน้าจะเท่ากับ 30 บาท และ P/E จะเท่ากับ 12.5 ดังนั้น

$$\begin{aligned} \text{ราคาที่เราควรจะเป็น} &= 12.5 (30) \\ &= 375 \text{ บาทต่อหุ้น} \end{aligned}$$

การที่ P/E = 12.5 เราสามารถหาส่วนกลับของ P/E คือ E/P ได้ดังนี้

$$\begin{aligned} E/P &= \frac{1}{P/E} \\ &= \frac{1}{12.5} = .08 \text{ หรือ } 8\% \end{aligned}$$

ถ้าทราบ E/P เราสามารถหารราคาที่เราควรจะเป็นได้

$$= \frac{30}{8\%} = 375 \text{ บาท}$$

ค่า P/E ของแต่ละบริษัทจะมากขึ้นน้อยขึ้นอยู่กับความเสี่ยงภัยของธุรกิจนั้น ๆ และอัตราการเจริญเติบโตของกำไรของบริษัท โดย P/E จะผันแปรไปตามอัตราการเจริญเติบโตของกำไรของบริษัท และผันแปรตรงกันข้ามกับความเสี่ยงภัย กล่าวคือถ้าบริษัทใดมีอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสูงค่า P/E จะสูงด้วย และถ้ามีความเสี่ยงภัยสูงค่า P/E จะต่ำลง

ค่า P/E ที่ประมาณขึ้นนั้นควรจะได้นำไปเปรียบเทียบกับ P/E ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต โดยเราอาจจะหาค่าเฉลี่ยและช่วงกว้างระหว่าง P/E ที่ต่ำสุดและสูงสุดในอดีต แล้วนำ P/E ที่ประมาณขึ้นมาเปรียบเทียบกับ P/E ที่ประมาณขึ้นนั้น ตกอยู่ในช่วงใดของ P/E ในอดีต สูงหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ย เพื่อพิจารณาประกอบกับสภาพแวดล้อมต่าง ๆ ที่เป็นอยู่ในปัจจุบันเราก็พอที่จะพิจารณาได้ว่าค่า P/E ที่ประมาณขึ้นนั้นมีความเป็นไปได้มากน้อยเพียงใด สมเหตุสมผลหรือไม่ นอกจากนั้นยังอาจใช้ P/E ของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้น ๆ สังกัดอยู่ มาเป็นแนวทางได้

เมื่อประมาณค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นสามัญได้แล้ว ผู้วิเคราะห์จะนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญนั้น ๆ เพื่อดูว่าราคาตลาดนั้นสูงหรือต่ำกว่าค่าที่ควรจะเป็น ถ้าราคาตลาดสูงกว่าค่าที่ควรจะเป็นถือว่าหุ้นบริษัทนั้นมีค่าสูงไป (overvalued) ถ้าราคาตลาดต่ำกว่าค่าที่ควรจะเป็นถือว่าหุ้นนั้นมีค่าต่ำไป (undervalued) ผู้วิเคราะห์ก็จะนำผลการประเมินนี้ไปตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุนและจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนใหม่ต่อไป