

บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดทางทฤษฎี

ในบทนี้จะนำเสนอกรอบแนวคิด ในการวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์ และตัวแบบที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เพื่อนำไปสู่วิธีการที่ใช้ในการวิเคราะห์ในบทที่ 3 ต่อไป ส่วนในตอนท้ายของบทจะเป็นการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาครั้งนี้

แนวคิดเกี่ยวกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์

การลงทุนในบริษัทหรือกิจการอยู่ในรูปแบบต่าง ๆ กัน ธนาคารให้กิจการกู้โดยมีดอกเบี้ยรับเป็นการตอบแทนการลงทุน ผู้ลงทุนอื่น ๆ อาจอยู่ในรูปแบบของสัญญาเงินกู้หรือการซื้อหลักทรัพย์หรือตราสารที่บริษัทออกธนาคารและผู้ลงทุนซึ่งอาจเป็นบุคคลธรรมดาหรือสถาบันต่าง ๆ ก็จะมี “สิทธิ” เรียกร่อง ในบริษัทสิทธิเรียกร่องอาจอยู่ในรูปแบบทั่ว ๆ ไปที่คุ้นเคยคือ สิทธิจากการเป็นเจ้าของ (หุ้นกู้) หรือ สิทธิจากการเป็นเจ้าของ (หุ้นสามัญ) หรืออยู่ในรูปแบบที่ซับซ้อน เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ และอนุพันธ์ต่าง ๆ ซึ่งผลตอบแทนจะอ้างอิงจากมูลค่าของตราสารอื่น ตราสารอ้างอิงมักจะเป็นหุ้นกู้และหุ้นสามัญ หรือ “ตราสารพื้นฐาน” และมุ่งเน้นการประเมินหุ้นสามัญในภาคปฏิบัติอย่างมีระบบมีเหตุผล เพื่อที่จะได้แนะนำการลงทุนให้แก่ผู้ที่จะซื้อหรือขายในราคาที่เป็นธรรมจากข้อสมมุติฐานและวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสม

Graham and Dodd (อ้างถึงใน กุลภัทธา สิโรดม, 2549, หน้า 2) ได้เขียนถึงการวิเคราะห์หลักทรัพย์อย่างมีระบบขึ้นเป็นครั้งแรก ซึ่งมีอยู่ 5 ขั้นตอน คือ

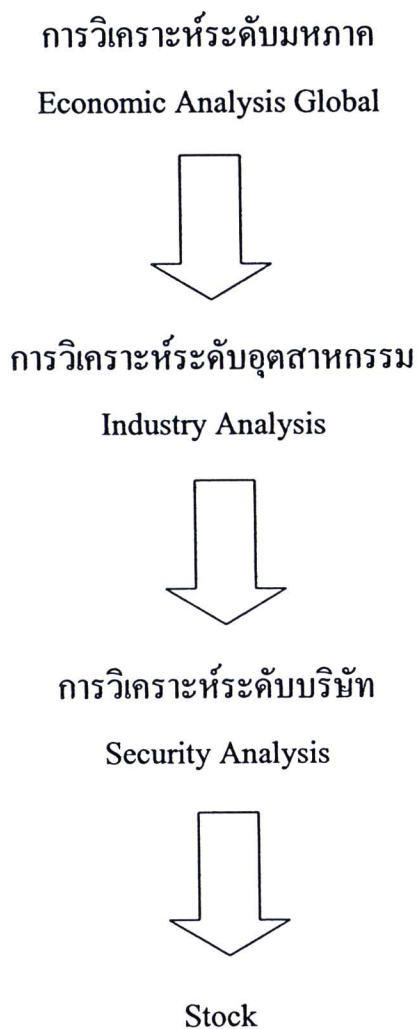
1. การศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้อง

2. การเตรียมรายงานที่เป็นระบบ
 3. การพยากรณ์กำไรและข้อมูลที่เกี่ยวข้อง
 4. การประเมินมูลค่าจากหลักการที่มีเหตุผล และ
การตัดสินลงทุนโดยระบุนการแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือหลักทรัพย์นั้น ๆ
ข้อมูลที่เกี่ยวข้องที่ต้องศึกษาจะรวมถึงข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมและ
ของบริษัทเอง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งบ่อยครั้งจะรวมถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ
การเมืองด้วย จึงต้องเตรียมโครงสร้างรายงานซึ่ง โดยปกติแล้วจะแบ่ง ได้เป็นส่วน ๆ ดังนี้
1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจ
 2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม
 3. การวิเคราะห์บริษัท
 4. การประเมินมูลค่าบริษัทหรือหลักทรัพย์
 5. การแนะนำการลงทุน

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

หลักการสำคัญของการประเมินมูลค่า การประเมินมูลค่า เป็นการพิจารณาว่า กระแสเงินสดของหลักทรัพย์ที่ได้รับในอนาคตเมื่อคิดเป็นมูลค่าปัจจุบันแล้วมีค่าเท่ากับเท่าใด โดยองค์ประกอบที่สำคัญ 2 ประการ ในการประเมินมูลค่า ได้แก่ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่นำมาประเมิน และอัตราคิดลด ซึ่งในการประเมินมูลค่านั้น อาจจะต้องพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องด้วย ซึ่งปัจจัยเหล่านี้สามารถแบ่งได้กว้าง ๆ ออกเป็น ปัจจัยแวดล้อมและปัจจัยของตัวหลักทรัพย์เอง ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ เช่น ยอดขาย กำไร หรือต้นทุนของธุรกิจ เป็นต้น ถือเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และเห็นผลกระทบได้ชัดเจน สำหรับปัจจัยภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น เช่น ภาวะเศรษฐกิจ และภาวะของอุตสาหกรรม เป็นต้น ถึงแม้ไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แต่ก็เป็นปัจจัยที่สำคัญที่ควรพิจารณาในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วย ทั้งนี้เพราะปัจจัยภายนอกเหล่านี้เป็นปัจจัยที่สามารถส่งผลถึงการเปลี่ยนแปลงค่าหรือมูลค่ากระแสเงินสดในอนาคตของหลักทรัพย์ได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, หน้า 91)

กระบวนการในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สามารถทำได้สองรูปแบบ คือ การวิเคราะห์แบบบนลงล่าง หรือ แบบ Top-down และการวิเคราะห์แบบล่างขึ้นบน หรือ Bottom-up โดยการวิเคราะห์แบบ Top-down นั้นมีกระบวนการในการวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน (ดูภาพ 2) ดังนี้



ภาพ 2 การวิเคราะห์แบบบนลงล่าง

ที่มา. จาก การลงทุนในตราสารทุน (หน้า 92), โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, กรุงเทพฯ: ผู้แต่ง.

ขั้นตอนที่หนึ่ง เป็นการวิเคราะห์ระดับมหภาคของเศรษฐกิจแต่ละประเทศ เช่น การวิเคราะห์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ การวิเคราะห์ความเสี่ยงของแต่ละประเทศ โดยการวิเคราะห์เศรษฐกิจระดับมหภาคของแต่ละประเทศจะทำให้ผู้ลงทุนตัดสินใจเลือกจัดสรรลงทุนในประเทศต่าง ๆ และเลือกประเภทของตลาดที่จะลงทุน เช่น ตลาดตราสารหนี้ ตลาดตราสารทุน หรือตลาดเงิน ในแต่ละประเทศได้

ขั้นตอนที่สอง เป็นการวิเคราะห์เพื่อเลือกอุตสาหกรรมที่สอดคล้องกับภาพรวมเศรษฐกิจที่ได้วิเคราะห์ไว้ ในการวิเคราะห์ขั้นตอนนี้จะเป็นการพิจารณาว่าอุตสาหกรรมใดเป็นอุตสาหกรรมที่จะมีศักยภาพสูง หรืออุตสาหกรรมใดจะเป็นอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะซบเซาในเศรษฐกิจที่คาดไว้หรือในประเทศที่ได้เลือกลงทุน

ขั้นตอนที่สาม เป็นการวิเคราะห์ระดับบริษัทซึ่งจะเป็นการพิจารณาว่า บริษัทใดเป็นบริษัทที่มูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (undervalue) หรือ บริษัทใดเป็นบริษัทที่มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (overvalue) ตามค่าที่คำนวณไว้

รูปแบบที่สองของกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ตรงข้ามกับรูปแบบแรกที่ได้กล่าวไปแล้ว คือ การวิเคราะห์จากล่างขึ้นบน (bottom-up) การวิเคราะห์รูปแบบนี้จะเริ่มจากการวิเคราะห์ระดับย่อยของกระบวนการทั้งหมด นั่นคือการวิเคราะห์บริษัท ซึ่งเป็นการพิจารณาว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น บริษัทใดมีผลการดำเนินงาน และมีมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง จากการวิเคราะห์บริษัทก็จะวิเคราะห์ต่อไปว่า อุตสาหกรรมของบริษัทที่ได้เลือกมาแล้วนั้น อุตสาหกรรมใดน่าจะเป็นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มที่ดีและเหมาะที่จะเลือกลงทุน เมื่อเลือกอุตสาหกรรมได้แล้วจึงจะพิจารณาว่าเศรษฐกิจของประเทศอยู่ในภาวะที่เหมาะสมในการลงทุนหรือไม่

แม้ว่าจะมีการวิเคราะห์ทั้งสามระดับที่เหมือนกัน แต่จะเห็นได้ว่าการวิเคราะห์จากล่างขึ้นบนจะเป็นวิธีที่ต้องใช้เวลามากกว่า เนื่องจากต้องวิเคราะห์ในระดับบริษัททุกตัวที่อยู่ในตลาดก่อนแล้วจึงวิเคราะห์อุตสาหกรรมหรือวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจ ในขณะที่การวิเคราะห์จากบนลงล่างนั้นจะประหยัดเวลาได้มากกว่า เหตุผลที่สนับสนุนถึงความเหมาะสมในการวิเคราะห์บนลงล่าง คือ ความเชื่อมโยงหรือความสอดคล้องของปัจจัยสามระดับนั้นมีความต่อเนื่องจากบนลงล่างอย่างเห็นได้ชัด โดยที่นโยบายที่เป็น

ระดับมหภาค เช่น นโยบายเศรษฐกิจของประเทศ จะส่งผลกระทบต่อถึงระดับอุตสาหกรรม ซึ่งในที่สุดก็จะมีผลกระทบต่อธุรกิจ เป็นต้น

การวิเคราะห์ภาพรวมของระบบเศรษฐกิจ

มาตรการ หรือ นโยบายการคลัง (fiscal policy) ที่สำคัญคือ มาตรการทางภาษีของรัฐบาล เช่น การลดภาษีเงินได้ให้กับบุคคล หรือธุรกิจ ภาษีนำเข้า ภาษีสรรพสามิต ฯลฯ การลดภาษีต่าง ๆ ทำให้ประชาชนมีรายรับสุทธิเพิ่มขึ้น และทำให้ภาคครัวเรือนมีการใช้จ่ายสูงขึ้นแสดงให้เห็นถึงทิศทางของรัฐบาลที่จะกระตุ้นให้เกิดการบริโภคมากขึ้น ซึ่งจะทำให้ภาวะเศรษฐกิจเกิดการขยายตัวขึ้น มาตรการต่าง ๆ ดังกล่าวนี้ย่อมส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ตัวอย่างเช่น การประกาศลดภาษีนำเข้ารถยนต์ของรัฐบาล ทำให้อุตสาหกรรมรถยนต์เกิดการขยายตัวมากขึ้น อุตสาหกรรมที่ต่อเนื่อง เช่น การจัดสินเชื่อของสถาบันการเงิน ก็จะมีการขยายตัวเพิ่มขึ้น

นโยบายการเงินของรัฐบาล (monetary policy) ที่รัฐบาลสามารถนำมาใช้ เช่น การเพิ่มหรือลดปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ การลดปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ทำให้ภาคการผลิตลดการขยายตัวลง เพราะมีต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ 2 ด้านใหญ่ ๆ คือ ทำให้เงินเฟ้อลดลง และทำให้การกู้เงินของประชาชนต้องมีต้นทุนสูงขึ้น ในสภาพดังกล่าว การซื้อสินค้าที่มีราคาสูง เช่น บ้าน และรถยนต์ เป็นต้น ต้องมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้น จึงทำให้อุตสาหกรรมเหล่านี้ต้องลดกำลังการผลิตลง นโยบายการเงินจึงมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจทุกภาค

ปัจจัยที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจที่ควรต้องพิจารณาในการวิเคราะห์การลงทุนคือ อัตราเงินเฟ้อ การเกิดเงินเฟ้อในระบบเศรษฐกิจ หมายถึง การที่สินค้าและบริการมีราคาสูงขึ้น การเกิดเงินเฟ้อทำให้กระบวนการวางแผนการลงทุนทำยากมากขึ้นและทำให้อุตสาหกรรมทุกประเภทมีต้นทุนการผลิตสูงขึ้น

ปัจจัยมหภาคที่เห็นได้ชัด คือ วิกฤติการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในโลก เช่น วิกฤติการณ์การเงินในปี พ.ศ. 2540 ที่ทำให้อุตสาหกรรมทุกกลุ่มได้รับผลกระทบในวิกฤติการณ์ครั้งนั้นจำนวนมาก หลาย ๆ ธุรกิจมียอดขายและกำไรต่ำลงนำไปสู่การปรับลดพนักงาน การปรับลดเงินโบนัสในหลาย ๆ บริษัท สถาบันการเงิน 56 แห่งต้องปิด

กิจการลงไป จากที่กล่าวมา จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงในระดับมหภาคของภาวะเศรษฐกิจ ส่งผลกระทบต่อที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ต่ออุตสาหกรรมทุกกลุ่มในระบบเศรษฐกิจนั้น ๆ และส่งผลต่อบริษัทหรือธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้น ๆ ด้วย การวิเคราะห์ระดับมหภาคของเศรษฐกิจแต่ละประเทศนั้น ทำให้เห็นภาพรวมถึงความน่าสนใจในการลงทุนในประเทศต่าง ๆ จากภาพรวมที่ได้ ทำให้ผู้ลงทุนสามารถจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนแต่ละประเทศได้ เมื่อเลือกประเทศที่จะลงทุนได้แล้ว กระบวนการต่อไปก็จะเป็นการวิเคราะห์เพื่อเลือกอุตสาหกรรมที่เหมาะสมและมีความน่าสนใจที่จะลงทุน

การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

จะต้องประเมินสภาพแวดล้อมที่แคบลงมา คือแนวโน้มอุตสาหกรรมก่อนจะวิเคราะห์บริษัท ปัจจัยทางเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมแตกต่างกัน เช่น เมื่อเศรษฐกิจตกต่ำ อุตสาหกรรมหนัก (heavy-goods industry) กับการเปลี่ยนแปลงเศรษฐกิจหรือทิศทาง จะมีผลประกอบการลดลงมากกว่าอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค (consumer-goods industry) โดยที่อุตสาหกรรมหนักประกอบด้วย อุตสาหกรรมรถยนต์ (และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง เช่น ยาง เหล็กกล้า และแก้ว) และอุตสาหกรรมเครื่องจักร ส่วนอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการ เช่น สาธารณูปโภค (โทรศัพท์และพลังงาน) อาหารและธนาคาร เป็นต้น ในช่วงเศรษฐกิจถดถอยหรือขยายตัว การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จะแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมเป็นการศึกษาเพื่อทำให้เกิดความเข้าใจในหัวข้อดังนี้

1. ส่วนหลักหรือส่วนย่อยของกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งหมดที่กระทบต่ออุตสาหกรรม
2. จุดแข็งและจุดอ่อนเชิงเปรียบเทียบของอุตสาหกรรม ภายใต้สมมติฐานที่กำหนดขึ้นเกี่ยวกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

ประเภทของอุตสาหกรรม

นิยามของ อุตสาหกรรม หมายถึง แผนกหรือสาขาของงานฝีมือ ศิลปะ ธุรกิจหรือการผลิต และให้นิยามเจาะจง หมายถึง เป็นกลุ่มขององค์กรหรือการประกอบการที่ก่อให้เกิดผลผลิตหรือทำกำไร ที่มีโครงสร้างทางเทคโนโลยีของการผลิตที่คล้ายคลึงกัน และมีการผลิตหรือใช้สินค้าทดแทนการบริการ หรือแหล่งที่มาของรายได้คล้ายคลึงกัน

วิธีการจัดประเภทอุตสาหกรรมมี ดังนี้

1. การจัดประเภทของอุตสาหกรรมตามการผลิต การจัดประเภทอุตสาหกรรมแบบนี้ อาจแบ่งตาม การใช้หรือวัตถุดิบที่ใช้

2. การจัดประเภทอุตสาหกรรมแบบ The Standard Industrial Classification (SIC) SIC คือ มาตรฐานการจัดประเภทของอุตสาหกรรมทางสถิติของสหรัฐอเมริกา SIC ถูกใช้สนับสนุนการเทียบเคียงจากการสร้างข้อมูลที่บรรยายแง่มุมที่หลากหลายของเศรษฐกิจ ซึ่ง SIC ได้ถูกปรับปรุงตามยุคสมัย เพื่อที่จะสะท้อนองค์กรทางอุตสาหกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปของระบบเศรษฐกิจ

3. การจัดประเภทของอุตสาหกรรมในประเทศไทย

การจัดประเภทของอุตสาหกรรมในประเทศไทยที่ใช้อ้างอิงกันจะมาจากหน่วยงาน ซึ่งจัดให้ตามวัตถุประสงค์ของการใช้งาน ได้แก่

1. สำนักงานสถิติแห่งชาติ จัดประเภทอุตสาหกรรมเพื่อการสำรวจต่าง ๆ และยึดหลักการจัดประเภทอุตสาหกรรมทางเศรษฐกิจ โดยยึดหลักมาตรฐานสากลคือ

International Standard Industrial Classification of all Economic Activities (ISIC) โดยจัดแบ่งอุตสาหกรรมออกเป็น 15 ประเภท ได้แก่

- 1.1 เกษตรกรรม การล่าสัตว์ การป่าไม้
- 1.2 การประมง
- 1.3 การทำเหมืองแร่และเหมืองหิน
- 1.4 การผลิต
- 1.5 การไฟฟ้า ก๊าซ การประปา
- 1.6 การก่อสร้าง

1.7 การขายส่ง การขายปลีก การซ่อมแซมรถยนต์ รถจักรยานยนต์ ของใช้ส่วนบุคคล และของใช้ในครัวเรือน

1.8 โรงแรมและภัตตาคาร

1.9 การขนส่ง สถานที่เก็บสินค้า การคมนาคม

1.10 การเป็นตัวกลางทางการเงิน

1.11 กิจกรรมด้านอสังหาริมทรัพย์ การให้เข้ากิจกรรมทางธุรกิจ

1.12 การบริหารราชการและการป้องกันประเทศ การประกันสังคม

1.13 การศึกษา

1.14 งานด้านสุขภาพและงานสังคมสงเคราะห์

1.15 กิจกรรมด้านบริการชุมชน สังคม และการบริการส่วนบุคคลอื่น ๆ

2. กระทรวงแรงงานและสวัสดิการสังคม มีจัดประเภทอุตสาหกรรมโดยยึดหลักเกณฑ์มาตรฐานสากล ISIC เช่นเดียวกัน แต่เพิ่มอีก 2 ประเภทรวมเป็น 17 ประเภทได้แก่

2.1 ลูกจ้างในครัวเรือนส่วนบุคคล

2.2 องค์กรระหว่างประเทศและสมาชิก

3. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดประเภทอุตสาหกรรมตามวัตถุประสงค์การลงทุน และเพื่อให้สอดคล้องกับการจัดประเภทอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

การจัดประเภทของอุตสาหกรรมตามวงจรธุรกิจ

1. growth industry เป็นอุตสาหกรรมที่มีลักษณะอัตราการขยายตัวของกำไรสูง มักไม่ขึ้นกับวงจรธุรกิจ (business cycle) และเกิดขึ้นร่วมกับการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี

2. cyclical industry อุตสาหกรรมที่ขึ้นลงตามวงจรธุรกิจ (business cycle) มีลักษณะสินค้าแบบ consumer durable เช่น ตู้เย็นและเครื่องเจาะ โลหะผู้ซื้อสามารถที่จะเลื่อนการซื้อจนมีเงินเหลือพอที่จะซื้อ

3. defensive industry อุตสาหกรรมที่ไม่ค่อยได้รับผลกระทบจาก business cycle มีลักษณะสินค้าแบบ consumer non-durable เช่น อุตสาหกรรมอาหาร จะได้รับผลกระทบเล็กน้อยในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ เนื่องจากเป็นสิ่งจำเป็นในการบริโภค

นอกจากนี้ยังมีการแบ่งอุตสาหกรรมเป็น cyclical-growth industry ซึ่งเป็นทั้ง cycle industry และ growth industry เช่น อุตสาหกรรมสายการบิน จะเติบโตอย่างมากและจะทรงตัว หรือลดลงชั่วคราว และจะมีการเติบโตขึ้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี เช่น การแนะนำเครื่องบินรุ่นใหม่

ลักษณะสำคัญในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรมนั้น มีสิ่งที่ควรพิจารณาดังนี้

1. ยอดขายในอดีตและผลการดำเนินงาน ปัจจัยที่บ่งบอกความสำเร็จจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ ยอดขายและผลการดำเนินงาน ดังนั้น ในการพยากรณ์จำเป็นต้องพิจารณายอดขายและผลการดำเนินงานในอดีต ทั้งระดับเฉลี่ยและการรักษา ระดับ ซึ่งสามารถคำนวณได้จากอัตราการเจริญเติบโต นอกจากนี้ยังมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องในการวิเคราะห์อีกได้แก่ โครงสร้างต้นทุนของอุตสาหกรรม คือ ความสำคัญระหว่างต้นทุนคงที่ (fixed cost) และต้นทุนผันแปร (variable cost) ถ้าอุตสาหกรรมนั้นมีต้นทุนคงที่สูง ก็จำเป็นต้องมียอดขายสูงเพื่อให้ถึงจุดคุ้มทุน ในทางตรงกันข้ามหากอุตสาหกรรมนั้นมีต้นทุนคงที่ต่ำ ทำให้ง่ายที่จะเข้าถึงหรือเกินจุดคุ้มทุน

2. ความคงอยู่และต่อเนื่อง ความคงอยู่ คือ ปრაกฏการณ์ที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์และเทคโนโลยีของอุตสาหกรรม หากนักวิเคราะห์คาดว่าความต้องการของอุตสาหกรรมนั้นกำลังจะหมดไปในระยะเวลาอันสั้น ซึ่งอาจเกิดจากอุตสาหกรรมใหม่เข้ามาแทนที่ ก็ไม่น่าลงทุนในอุตสาหกรรมนั้น เช่น การเพิ่มขึ้นของรถยนต์ทำให้รถม้าลดลง ในยุคที่มีความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีมากขึ้น ความคงอยู่ของอุตสาหกรรมจึงกลายเป็นสิ่งสำคัญที่ควรพิจารณา

3. นโยบายของรัฐบาลที่มีต่ออุตสาหกรรม ในการวิเคราะห์ต้องคำนึงถึงว่า อุตสาหกรรมได้รับการช่วยเหลือจากรัฐบาลหรือมีข้อจำกัดทางกฎหมายอย่างไรบ้าง เช่น ถ้ารัฐบาลเห็นว่าอุตสาหกรรมต่างชาติเข้ามาแข่งขันกับอุตสาหกรรมประเทศไทยมาก

เกินไป รัฐบาลจะกำจัดสัดส่วนการนำเข้าหรือภาษีเพื่อกีดกันทางการค้า นโยบายความร่วมมือทางการค้าเสรีจะเป็นปัจจัยสำคัญในการวิเคราะห์แนวโน้มในอนาคตของอุตสาหกรรม

4. สภาวะแรงงาน แรงงานเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญต่ออุตสาหกรรม โดยทั่วไปกระบวนการผลิตแบ่งเป็น การผลิตโดยเน้นการใช้แรงงานคน (labor intensive) และการผลิตโดยเน้นการใช้เครื่องจักร (capital intensive) ในส่วนที่ใช้เครื่องจักรจะมีต้นทุนคงที่สูง ได้แก่ ค่าเครื่องจักร ค่าเช่า ค่าประกัน ฯลฯ หากธุรกิจเกิดปัญหาด้านแรงงานก่อให้เกิดการประท้วง ผลกำไรของบริษัทจะลดลงอย่างมาก เนื่องจากต้นทุนคงที่เหล่านั้นจะถูกสะท้อนเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนสินค้า ตัวอย่างเช่น อุตสาหกรรมผลิตเหล็กกล้า ส่วนอุตสาหกรรมที่เน้นการใช้แรงงานคน แม้ว่าจะมีต้นทุนคงที่ต่ำ แต่คงหากเกิดการประท้วงทำให้สูญเสียลูกค้าได้ เพราะลูกค้าจะไปหาผู้ผลิตรายอื่นแทน

5. สภาวะการแข่งขัน (competitive conditions) สภาวะการแข่งขันสังเกตได้จากความยากง่ายในการเข้าและออกจากอุตสาหกรรม ได้แก่

5.1 ความได้เปรียบในเรื่องความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ โดยปกติแล้วผู้ซื้อมักจะซื้อสินค้าของบริษัทหรืออุตสาหกรรมที่มีอยู่แล้วมากกว่าสินค้าของบริษัทหรืออุตสาหกรรมใหม่ ส่งผลให้คู่แข่งใหม่ไม่สามารถที่จะเพิ่มราคาสูงได้เท่าบริษัทเดิม แต่มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจำนวนมาก

5.2 ความได้เปรียบในเรื่องค่าใช้จ่ายบริษัทที่ดำเนินงานอยู่แล้วจะสามารถผลิตและกระจายสินค้าได้ในต้นทุนที่ต่ำกว่าบริษัทใหม่ เนื่องจากมีความได้เปรียบในเรื่องสิทธิบัตร การเป็นเจ้าของวัตถุดิบ ความง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน อุปกรณ์ต่าง ๆ และทักษะในการบริหารงาน ส่งผลให้มีอัตราส่วนในการทำกำไรสูงกว่าบริษัทคู่แข่งที่เข้ามาใหม่

5.3 การประหยัดจากขนาด คือ ต้นทุนที่ประหยัดได้จากการผลิตสินค้าเป็นจำนวนมาก ทำให้ได้เปรียบในการแข่งขัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบางอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมการผลิตรถยนต์ อุปกรณ์พลาสติก ผลิตภัณฑ์แก้ว เป็นต้น

6. ราคาหุ้นของอุตสาหกรรมเปรียบเทียบกับผลกำไรดำเนินงานของอุตสาหกรรม เมื่อวิเคราะห์ปัจจัยอื่นแล้ว นักวิเคราะห์ไม่ควรพิจารณาเพียงแค่สภาพปัจจุบันและอนาคตของอุตสาหกรรมเท่านั้น แต่ต้องคำนึงถึงราคาหุ้น ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหุ้นต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมเหล่านั้นด้วย โดยทั่วไปจะพิจารณาราคาหุ้นเป็นหลัก หากราคาหุ้นในกลุ่มสูงมาก เมื่อเทียบกับการเติบโตของกำไรในอนาคตแล้ว ก็ไม่ควรที่จะลงทุนในกลุ่มนี้ แต่หากราคาหุ้นที่ต่ำเมื่อเทียบกับอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต อุตสาหกรรมนี้น่าลงทุน นอกจากนี้จำเป็นต้องคำนึงถึงจิตวิทยาของตลาดหรือพฤติกรรมนักลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญทำให้ราคาสูงหรือต่ำอย่างไม่มีเหตุผล ขึ้นอยู่กับว่าตลาดจะประเมินอุตสาหกรรมในอนาคตอย่างไร

วงจรชีวิตของอุตสาหกรรม

วงจรชีวิตของอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ จะแบ่งออกได้เป็นสามช่วง ดังต่อไปนี้

1. ช่วงเริ่มต้นของอุตสาหกรรม (pioneering stage) ผู้บริโภคมีความต้องการสินค้าจำนวนมากและมีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ธุรกิจมีโอกาสที่จะได้รับกำไรมาก มีเงินลงทุนระยะยาวเข้ามาในอุตสาหกรรมมีต้นทุนในการก่อตั้งสูง บริษัทจำนวนมากพยายามที่จะครองส่วนแบ่งตลาดให้มากที่สุด ทำให้มีการแข่งขันทางด้านราคาและทางด้านอื่น ๆ เช่น การพัฒนาตราสินค้า (brand name) การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่แตกต่างจากคู่แข่ง และการสร้างภาพพจน์ให้แก่สินค้าละบริษัท ส่งผลให้มีบริษัทจำนวนน้อยที่สามารถอยู่รอดในช่วงนี้ นักลงทุนไม่ควรลงทุนในช่วงนี้ของอุตสาหกรรม เนื่องจากมีความเสี่ยงสูง และเป็นการยากที่จะเลือกบริษัทที่สามารถอยู่รอดได้

2. ช่วงขยายตัว (expansion stage) เป็นช่วงบริษัทที่สามารถอยู่รอดจากช่วง pioneering stage ซึ่งมีความแข็งแกร่งทั้งทางการเงินและส่วนแบ่งตลาด จะมีการแข่งขันเพิ่มขึ้นทางด้านผลิตภัณฑ์ โดยจะมีการปรับปรุงผลิตภัณฑ์ให้ดีขึ้นในราคาที่ต่ำลง บริษัทเหล่านี้จะยังคงขยายกิจการอย่างต่อเนื่อง แต่ในอัตราการเติบโตที่ต่ำกว่าช่วง pioneering stage บริษัทที่มีความแข็งแกร่งกว่า มั่นคงกว่า และมีประสิทธิภาพมากกว่าจึงน่าสนใจที่จะลงทุน

3. ช่วงทรงตัว (stabilization stage) เป็นช่วงที่อัตราการผลิตโตเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย และเริ่มที่จะหยุดนิ่ง เนื่องจากเป็นช่วงของการเปลี่ยนแปลงต่าง ๆ ได้แก่ อุปนิสัยทางสังคมเปลี่ยนไป ต้นทุนทางด้านแรงงานสูง และการเปลี่ยนแปลงทางด้านเทคโนโลยี ส่งผลให้ราคาหุ้นของอุตสาหกรรมลดลงได้ แต่อย่างไรก็ตามบางอุตสาหกรรมอาจหยุดนิ่งชั่วคราว ก่อนที่จะเติบโตโดยการเริ่มวงจรธุรกิจใหม่ด้วยการพัฒนาเทคโนโลยีใหม่และออกผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น อุตสาหกรรมสายการบิน เป็นต้น

แหล่งข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์อุตสาหกรรม

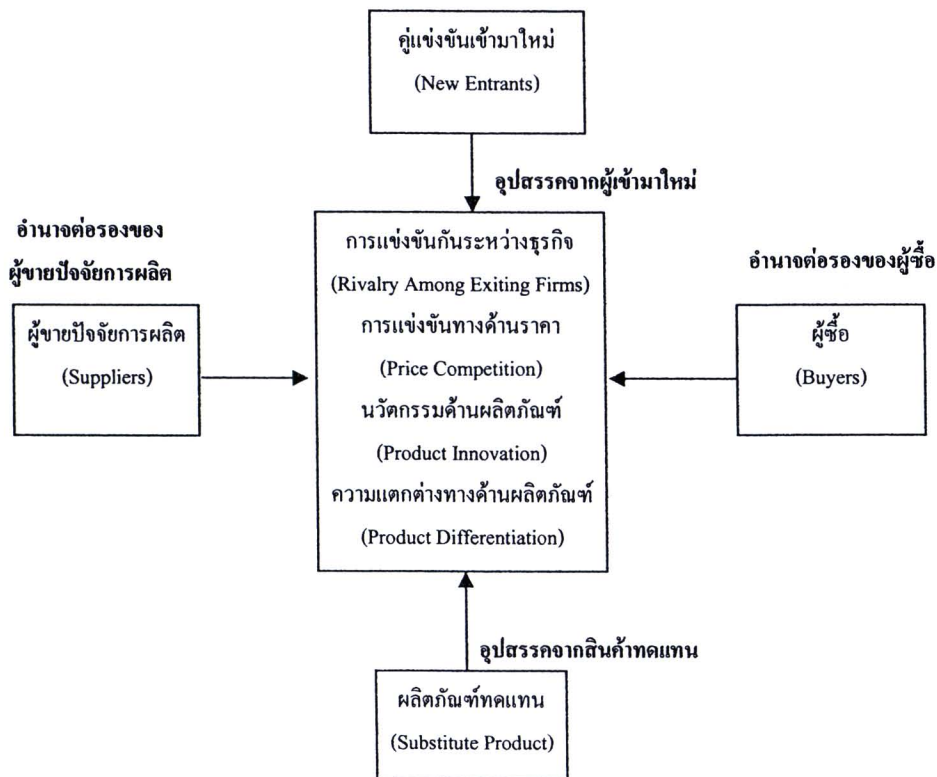
ข้อมูลจากหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งของภาครัฐและเอกชน ประกอบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เช่น ข้อมูลแสดงผลผลิตนอกภาคเกษตรที่สำคัญ ข้อมูลการส่งออกจำแนกประเภทและสินค้าจากกระทรวงพาณิชย์ ตัวเลขนักท่องเที่ยวและอัตราการเข้าพักจากสมาคมโรงแรม เป็นต้น โดยปกติแล้วแต่อุตสาหกรรมก็จะมีแหล่งข้อมูลต่างกัน ยกตัวอย่าง ในกลุ่มปิโตรเคมีก็จะมีงานวิจัยจากองค์กรต่างประเทศในการพยากรณ์ราคาน้ำมัน และ ปิโตรเคมีต่าง ๆ หรือ อุปสงค์ อุปทานของพื้นที่อสังหาริมทรัพย์ ก็จะมีองค์กรเอกชนทำการสำรวจ เป็นต้น

วิธีการที่ง่ายที่สุด คือการศึกษารายงานของอุตสาหกรรมแหล่งต่าง ๆ และดูที่มาของข้อมูลหรือจากรายงานประจำปีของบริษัทต่าง ๆ จะทำให้ทราบแหล่งข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์และในบางโอกาสกิจการอาจทำการว่าจ้างบริษัทที่ปรึกษาหรือบริษัทวิจัยจัดหาข้อมูลอุตสาหกรรมที่ต้องการให้

การวิเคราะห์ความสามารถในการแข่งขันอุตสาหกรรม (Competitive Advantage)

ตามแนวคิดกลยุทธ์การแข่งขันของ Porter (อ้างถึงใน กุลภัทรา สีโรคม, 2549, หน้า 94-98) ได้อธิบายความเป็นเลิศในอุตสาหกรรมโดยการใช้ปัจจัยต่าง ๆ ที่เป็นตัวกำหนดการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ซึ่งตามแนวคิดของ Portet มีปัจจัยกำหนดสาธารณะการแข่งขันของกิจกรรมในอุตสาหกรรมอยู่ทั้งหมด 5 ปัจจัย ตามภาพ 3



ภาพ 3 โครงสร้างสภาพแวดล้อมทางด้านการแข่งขัน (five forces model)

ที่มา. จาก การวางแผนเชิงกลยุทธ์ *Strategic Planning* (หน้า 86), โดย เอ็มพร วงศาโรจน์, 2549, กรุงเทพฯ: ผู้แต่ง.

1. การแข่งขันระหว่างคู่แข่งในปัจจุบัน ปัจจัยซึ่งส่งผลกระทบต่อความรุนแรงของสภาพการแข่งขันในปัจจุบัน ได้แก่
 - 1.1 จำนวนกิจการในอุตสาหกรรมยังมีมาก การแข่งขันที่รุนแรง เช่น การแข่งขันระหว่าง ค่ายโทรศัพท์พื้นฐานย่อมมีความรุนแรงน้อยกว่าการแข่งขันระหว่าง แชมพูสระผมที่อยู่ในท้องตลาดหลายยี่ห้อ
 - 1.2 ขนาดของกิจการแต่ละกิจการ ถ้ามีขนาดพอ ๆ กัน การแข่งขันยิ่งรุนแรง เช่น การแข่งขันระหว่างโทรศัพท์มือถือ 2 ค่าย คือ DTAC และ AIS ย่อมมีความรุนแรงในการแข่งขันมากกว่า การแข่งขันระหว่าง 7eleven และร้าน family mart ทั่วไป

1.3 ตลาดที่เติบโตในอัตราที่ตกต่ำ การแข่งขันยิ่งรุนแรง เนื่องจากการแย่งชิงส่วนแบ่งตลาด เช่น ตลาดโทรศัพท์มือถือในช่วงต้นที่เริ่มบุกเบิกตลาดใหม่ ๆ ย่อมมีการแข่งขันกันน้อยกว่า ตลาดโทรศัพท์มือถือในปัจจุบัน ซึ่งเข้าใกล้จุดที่ตลาดเติบโตเต็มที่

1.4 ต้นทุนคงที่ที่อยู่ในระดับสูง ทำให้กิจการต่างมุ่งผลิตเต็มกำลังการผลิตและมักนำไปสู่การตัดราคาในที่สุด เพราะหากกิจการใดมีต้นทุนคงที่ (fixed cost) สูง กิจการนั้นจะต้องเร่งขายให้ได้จำนวนหน่วยมาก ๆ เพื่อที่จะให้บริษัทอยู่ในภาวะที่ได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด (economy of scale) ต้นทุนต่อหน่วยจะลดลง ทำให้สามารถลดราคาขายแข่งขันกับคู่แข่งได้

1.5 คู่แข่งจากต่างประเทศ ส่งผลโดยตรงต่อสภาพการแข่งขันเช่นเดียวกับคู่แข่งในประเทศ

2. อุปสรรคในการเข้ามาของกลุ่มรายใหม่ นอกจากคู่แข่งที่มีอยู่ในปัจจุบันแล้ว จะต้องพิจารณาด้วยว่าคู่แข่งรายใหม่สามารถเข้าสู่อุตสาหกรรมได้ยากหรือง่ายเพียงใด ปัจจัยที่เป็นสิ่งกีดขวางการเข้าสู่อุตสาหกรรม ได้แก่

2.1 ราคาขายต่ำ เมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุน การลงทุนที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก เป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้เกิดการผูกขาดขึ้นในอุตสาหกรรมต่าง ๆ เพราะหลายอุตสาหกรรมกีดกันคู่แข่งรายใหม่ ๆ ที่จะเข้ามาภายในตลาด เพราะต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมากจึงสามารถประกอบธุรกิจนั้น ๆ ได้

2.2 กิจการที่มีอยู่ผลิต ณ ระดับต้นทุนคงที่ต่อหน่วยต่ำ คือ เกิดการประหยัดจากขนาดในการผลิต (economies of scales) เช่น การผลิตของบริษัทที่อยู่ก่อนในอุตสาหกรรม ผลิตสินค้าในกำลังการผลิต 10 000 000 หน่วยต่อปี ทำให้ต้นทุนการผลิตอยู่ที่ 10 บาทและขายที่ราคา 12 บาทต่อหน่วย ในขณะที่เจ้าของกิจการรายอื่นต้องการเข้ามาผลิตสินค้าชนิดเดียวกัน แต่สามารถผลิตได้เพียง 500,000 หน่วยต่อปี ต้นทุนต่อหน่วยอยู่ที่ 12 บาท ต่อหน่วยซึ่งหมายถึงเสียเปรียบทางการแข่งขันทางด้านราคาเนื่องจากไม่สามารถลดราคาแข่งได้

2.3 ช่องทางการจัดจำหน่ายที่สร้างขึ้นยาก เนื่องจากเป็นสัญญาจัดจำหน่ายเฉพาะราย คือการที่ผู้ผลิตรายเดิมมีการตกลงทำสัญญาต่าง ๆ กับช่องทางการจัดจำหน่าย

เช่น หากเบียร์สิงห์ทำสัญญากับร้านค้าให้รับเบียร์ที่เป็นของคนไทยจากเบียร์สิงห์เจ้าเดียว เบียร์ยี่ห้ออื่นที่เป็นของคนไทยก็ถูกตัดช่องทางในการจัดจำหน่ายทันที

2.4 ผู้บริโภคมีต้นทุนสูงในการเปลี่ยนสินค้าจากผู้ผลิตรายหนึ่งเป็นรายอื่น เช่น หากใช้เครื่องจักรของผู้ผลิตหนึ่ง ๆ แล้วอะไหล่หรือระบบในโรงงานต่าง ๆ ต้องเป็นของผู้ผลิตรายนั้น ไม่สามารถใช้อุปกรณ์ของผู้ผลิตอื่น ๆ หากต้องการเปลี่ยนจะต้องเปลี่ยนทั้งระบบ ซึ่งมีต้นทุนในการเปลี่ยนสูงมาก ผู้บริโภคก็จะไม่เปลี่ยนผู้ผลิตที่ใช้อยู่ เพราะไม่คุ้มกับต้นทุนที่ต้องเปลี่ยน ทำให้ผลิตใหม่ ๆ ไม่สามารถเข้ามาในตลาดได้

ข้อจำกัดของรัฐบาล เช่น การให้สัมปทานเฉพาะราย การผลิตที่ใช้ทรัพยากรธรรมชาติที่มีอยู่อย่างจำกัด ตัวอย่างที่ชัดเจนคือ การให้สัมปทานรังนก ซึ่งจะสามารถเข้าประมูลใหม่ได้ปีละครั้งเท่านั้นคั้งนั้น หากสามารถประมูลในปีนั้น ๆ แล้ว ก็จะเหมือนเป็นการผูกขาด (monopoly) ในอุตสาหกรรมไปโดยปริยาย

3. อุปสรรคต่อการเข้ามาของสินค้าทดแทน หากอุตสาหกรรมใดมีสินค้าทดแทนอยู่ จะทำให้เกิดข้อจำกัด ในแนวโน้มการทำกำไร เพราะจะทำให้ไม่สามารถกำหนดราคาสูง ๆ ได้ ในการเปรียบเทียบสินค้าทดแทนจะต้องพิจารณาว่าสินค้านั้นมีราคา และประโยชน์การใช้สอยใกล้เคียงกันหรือไม่

4. อำนาจการต่อรองของผู้ซื้อผลิตภัณฑ์ ผู้ซื้อสามารถมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรได้ เนื่องจากผู้ซื้อสามารถเสนอราคาซื้อถูกลงเรียกร้องสินค้าที่มีคุณภาพหรือสินค้าที่ดีขึ้น โดยการต่อรองในสิ่งเหล่านี้กับคู่แข่ง ปัจจัยซึ่งทำให้ผู้ซื้อมีอำนาจการต่อรองมากขึ้น มีดังนี้

4.1 ผู้ซื้อซึ่งซื้อในปริมาณมากเมื่อเปรียบเทียบกับยอดขายของผู้ขายหนึ่งราย เช่น บริษัทผลิตขวดเบียร์ หากขายขวดเบียร์ให้กับ โรงงานผลิตเบียร์เพียงเจ้าเดียว หากโรงงานผลิตเบียร์นั้นเกิดประสบปัญหา หรือ ต้องการต่อรองใด ๆ บริษัทผลิตขวดเบียร์ก็ต้องยอมรับข้อตกลงโดยต่อรองได้ค่อนข้างน้อย

4.2 ผู้ซื้อทราบโครงสร้างต้นทุนของผู้ขาย กลยุทธ์สำคัญในการต่อรองราคาของผู้ซื้อ เพราะหากผู้ซื้อทราบโครงสร้างต้นทุนของสินค้านั้น ๆ ผู้ซื้อก็ได้เปรียบในการต่อรอง

5. อำนาจการต่อรองของผู้ขายปัจจัยการผลิต ผู้ขายปัจจัยการผลิตสามารถเพิ่มราคาปัจจัยการผลิต หรือลดคุณภาพและบริการลงได้

5.1 มีผู้จำหน่ายปัจจัยการผลิตอยู่น้อยราย หรือหากมีผู้ขายปัจจัยการผลิตอยู่เพียงรายเดียว ก็จะเข้าข่ายในการผูกขาดการขายปัจจัยการผลิต ซึ่งผู้ซื้อปัจจัยการผลิตต้องยอมในข้อตกลงต่าง ๆ แม้ผู้ขายปัจจัยการผลิตจะสร้างข้อผูกมัดใด ๆ ก็ตาม

5.2 การรวมตัวกันอย่างเหนียวแน่นของผู้ขายปัจจัยการผลิตในการกำหนดราคาจำหน่ายปัจจัยการผลิตให้หลายอุตสาหกรรม ทำให้ผู้ซื้อปัจจัยการผลิตในอุตสาหกรรมต่าง ๆ สามารถต่อรองได้ต่ำ เพราะหากตนสร้างข้อต่อรองมากเกินไป ผู้ขายปัจจัยการผลิตก็จะนำสินค้าไปขายให้อุตสาหกรรมอื่น ๆ

5.3 ไม่มีปัจจัยการผลิตที่ใช้ทดแทนกันได้ หรือมีการทดแทนได้น้อย

5.4 การวิเคราะห์อุตสาหกรรมจะทำให้เข้าใจขอบเขตของธุรกิจปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และคู่แข่งกัน และเมื่อเข้าใจโครงสร้างอุตสาหกรรมและส่วนแบ่งตลาด จะทำให้สามารถประเมินของอุตสาหกรรมที่กำลังศึกษา เพื่อนำไปโยงสู่การวิเคราะห์บริษัทต่อไป

การวิเคราะห์ระดับบริษัท

การวิเคราะห์ในระดับบริษัท เป็นการวิเคราะห์ในลำดับสุดท้ายของกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพื่อจะค้นหาว่าบริษัทใดในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้วิเคราะห์แล้วเป็นบริษัทที่มีผลประกอบการดีที่สุด เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน การวิเคราะห์ในระดับบริษัทจะเป็นการตรวจสอบฐานะของบริษัทที่ผ่านมา โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินและใช้การวิเคราะห์อนาคตของกิจการด้วยการคาดคะเนกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต ผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ในระดับบริษัทจะทำให้ได้มูลค่าของกิจการที่ถือว่าเป็นมูลค่าพื้นฐานหรือมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) การตัดสินใจลงทุนของหลักทรัพย์จะเป็นการเปรียบเทียบมูลค่าหรือราคาหลักทรัพย์ในตลาดเทียบกับมูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ เมื่อมูลค่าในตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวมีค่าสูงเกินไป (overvalued) และเมื่อราคาตลาดมีค่าต่ำกว่ามูลค่าที่

แท้จริงแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวมีค่าต่ำเกินไป (undervalued) โดยการตัดสินใจลงทุนจะเป็นการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีค่าต่ำเกินไป

หลักการพื้นฐานของการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์นั้น มีรายละเอียดการคำนวณที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทุกประเภทจะมีหลักการสำคัญพื้นฐานที่เหมือนกัน หลักการพื้นฐานที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ คือ การประเมินว่าหลักทรัพย์นั้นจะมีกระแสเงินสดในอนาคตที่คิดเป็นมูลค่าปัจจุบันได้เท่ากับเท่าใด จะเห็นได้ว่าตัวแปรที่สำคัญในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ คือ กระแสเงินสดในอนาคตและผลตอบแทนที่ต้องการ มูลค่าที่คำนวณได้เรียกเป็น มูลค่าหรือ ราคาหลักทรัพย์ กระบวนการของการตัดสินใจลงทุนจะเป็นการเปรียบเทียบราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์กับราคาหลักทรัพย์ที่คำนวณได้ ซึ่งจะเรียกว่ามูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) โดยมีเงื่อนไขของการตัดสินใจลงทุนดังนี้

หากราคาหลักทรัพย์ในตลาด มากกว่า ราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง ตัดสินใจไม่ลงทุน

หากราคาหลักทรัพย์ในตลาด น้อยกว่า ราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง ตัดสินใจ ลงทุน
องค์ประกอบสำคัญในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ประกอบด้วย

1. การประมาณการกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต เป็นการคาดคะเนหรือระบุให้ได้ว่าหลักทรัพย์ที่จะประเมินนั้นให้กระแสเงินสดในอนาคตเท่าใด กระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตของหลักทรัพย์นั้นสามารถเป็นได้หลายรูปแบบ เช่น เงินปันผล กำไรต่อหุ้น หรือ กำไรจากการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ กระแสเงินสดที่จะนำไปคิดในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จะต้องรวมกระแสเงินสดที่จะได้รับทั้งหมดในอนาคต

2. กำหนดรูปแบบของกระแสเงินสดที่จะได้รับ กระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตจะเกิดได้หลายรูปแบบ และมีการเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน การประมาณการส่วนนี้จะทำให้ทราบถึงเวลาที่จะได้รับกระแสเงินสดนั้น ๆ เพื่อนำไปใช้คำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ นอกเหนือจากรูปแบบของเวลาที่จะได้รับเงินสดแล้ว ตัวแปรที่สำคัญอีก

ประการ คือ อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสด ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญที่ผู้วิเคราะห์จะต้องนำไปคิดเพื่อประเมินราคาด้วย

3. การประมาณการอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของการลงทุนจะนำไปใช้ในการคิดลดกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตให้เป็นค่าหรือราคาปัจจุบัน องค์ประกอบของอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ประกอบด้วยส่วนสำคัญ 3 ส่วน คือ ผลตอบแทนที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปีที่วิเคราะห์การลงทุน และส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยผลรวมของอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงและอัตราเงินเฟ้อนั้นจะเรียกว่าเป็นผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ซึ่งหมายถึงอัตราดอกเบี้ยของตราสารปราศจากความเสี่ยง และเมื่อรวมดอกเบี้ยนี้กับส่วนชดเชยความเสี่ยงซึ่งขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของแต่ละกิจการก็จะได้อัตราส่วนลด (discount rate) จะเห็นว่า การลงทุนทุกชนิดมีผลตอบแทนขั้นต่ำผู้ลงทุนต้องการเหมือนกัน คือ ผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ตัวแปรสำคัญที่ทำให้การลงทุนมีผลตอบแทนที่ต้องการแตกต่างกัน คือ ความเสี่ยงจากการลงทุน ซึ่งทำให้เกิดความต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นจากรisk ที่เพิ่มขึ้นนั้น ๆ ซึ่งผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มขึ้นนี้เรียกว่า ส่วนชดเชยความเสี่ยง (risk premium) ส่วนชดเชยความเสี่ยงของการลงทุนเกิดจากสาเหตุได้หลายประการเช่น ความเสี่ยงจากสภาพคล่อง (liquidity risk) ความเสี่ยงในการลงทุนใหม่ (reinvestment risk) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงราคา (price risk) ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (currency risk) ความเสี่ยงจากการที่คู่สัญญาไม่ปฏิบัติตามสัญญา (default risk) หรือเมื่อจัดกลุ่มความเสี่ยงโดยใช้ความสัมพันธ์กับตลาดการเงิน สามารถที่จะแบ่งความเสี่ยงได้ว่าเป็นความเสี่ยงของตลาด หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ซึ่งวัดค่าความเสี่ยงด้วยค่าเบต้า (beta) และความเสียงรวม (total risk) หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ของผลตอบแทน

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ (valuation of common stock)

ในการดำเนินธุรกิจนั้น แหล่งที่มาของเงินมี 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ จากส่วนของผู้ถือหุ้น และการกู้ยืมเงิน ดังนั้น จึงต้องประเมินมูลค่าหุ้นออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ และการประเมินมูลค่าหุ้นกู้ ทั้งนี้ เพื่อพิจารณาว่าสมควรที่จะลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ หรือไม่ (ปนัดดา อินทร์พรหม, 2535, หน้า 255-262)

ในการศึกษาหรือวิเคราะห์บริษัทนั้น ก่อนข้างไปในทางตัวเลข (quantitative) และจะมุ่งไปสู่การประเมินผลตอบแทนที่จะได้รับ เพื่อหาว่าราคาหุ้นนั้น ถูก หรือน่าสนใจตามความสัมพันธ์ของการคำนวณผลตอบแทน โดยเทียบกับราคาตลาดปัจจุบัน

ความมีนัยสำคัญของกำไรสุทธิ (significance of the earning record) ก่อนที่จะเข้าสู่บทวิเคราะห์มูลค่าหุ้นของกิจการนั้น จำเป็นต้องทราบตัวแปรที่สำคัญบางตัวที่เกี่ยวข้องกับสูตรในการคำนวณมูลค่าหุ้นต่อไป เช่น กำไรสุทธิและเงินปันผล

การประมาณการกำไร (projection of earnings) การประมาณกำไร เราจำเป็นต้องทราบถึงตัวเลขประมาณการทางเศรษฐกิจว่าเติบโตกี่เปอร์เซ็นต์ การประมาณการ-อุตสาหกรรมโดยรวม การประมาณการกำไรของกิจการมี 2 ทฤษฎีที่สำคัญ ๆ คือ วิธีที่เห็นอย่างชัดเจน และวิธีผลตอบแทนจากการลงทุน

1. วิธีที่เห็นอย่างชัดเจน

1.1 วิธีนี้จะประเมินผลกำไรจากการประมาณการจำนวนหน่วยที่ขาย ราคาขาย มูลค่าขาย ค่าใช้จ่ายการดำเนินงานและภาษี ยอดขายที่ปรากฏนั้นจะสัมพันธ์กับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ และสถานะทางการแข่งขันในอุตสาหกรรม ส่วนค่าใช้จ่ายก็มีการแตกออกมาเป็นประเภท ๆ เช่น ต้นทุนด้านแรงงาน ต้นทุนวัตถุดิบ และค่าไสหุ่ย เป็นต้น

1.2 การประเมินวิธีนี้ เราจำเป็นที่จะต้องได้รับความร่วมมือจากบริษัทค่อนข้างมากในบางรายการ อาทิ ค่าเสื่อมราคา เราสามารถคำนวณได้จากข้อมูลในอดีต กับนโยบายการตัดค่าเสื่อมของบริษัท และเครื่องจักรอุปกรณ์ที่เพิ่มขึ้นระหว่างปี อย่างไรก็ตาม ต้นทุนแรงงานในบางครั้งก็สังเกตจากการกำหนดค่าจ้างโดยทั่ว ๆ ไปในอุตสาหกรรม หรืออาจจะคุยกับผู้นำสหภาพแรงงาน ส่วนแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดเกี่ยวกับต้นทุนวัตถุดิบนั้น อาจจะหาได้จากนักวิเคราะห์รายอื่น ๆ บริษัทและสมาคมที่ผู้ขายวัตถุดิบรวมตัวกัน

1.3 แต่การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีนั้น นักวิเคราะห์ต้องพิจารณาอย่างมาก สิ่งนี้ไม่เพียงแต่เป็นการพัฒนาสินค้าใหม่เท่านั้น ยังรวมไปถึงการพัฒนาวัตถุใหม่ ๆ และกระบวนการผลิตใหม่ ๆ ด้วยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีที่

สำคัญ เช่น คุณค่าทางสังคม วิธีการดำรงชีวิต ประชากร และการแข่งขันจากต่างประเทศ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวแล้ว การประมาณการยังขึ้นอยู่กับประเมินความสามารถและความซื่อสัตย์ของผู้บริหารด้วย ในกรณีของบริษัทขนาดกลางและเล็กนั้น ความลึกในการบริหารเป็นสิ่งสำคัญ การขาดผู้บริหารระดับสูงที่เป็นตัวจักรสำคัญไปเพียง 1-2 คน ก็อาจสร้างความเสียหายแก่กิจการได้ ในกรณีของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ นั้น บางครั้งการบริหารเป็นสิ่งที่หนักและไม่มีประสิทธิผล ทั้ง ๆ ที่เขามีความชำนาญชำนาญ แห่ต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับการบริหารของกิจการจึงเป็นสิ่งที่เราต้องพิจารณาอย่างมาก

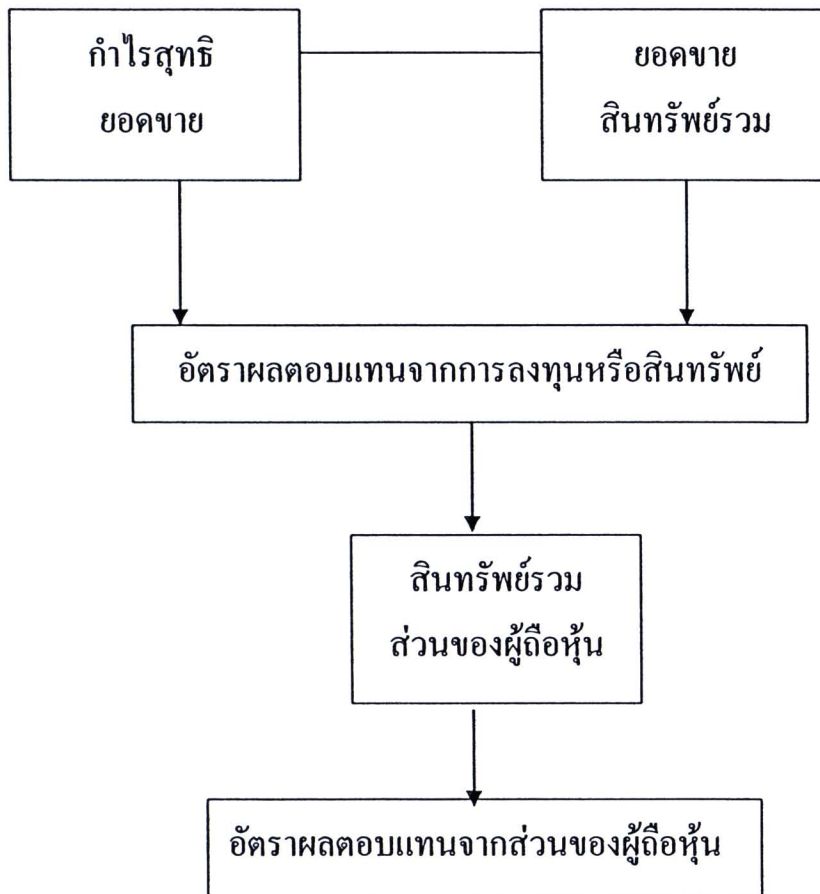
2. วิธีผลตอบแทนจากการลงทุน ในการประมาณการกำไรต่อหุ้นมีความถูกต้องมากขึ้น ถ้าการประมาณการนั้นมีพื้นฐานมาจากการประมาณกำไรของกิจการทั้งหมด นั่นก็คือจากความสามารถในการได้รับกำไรมาจากการลงทุนทั้งหมด มากกว่าจากส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนจะเป็นตัวทดสอบที่ดีที่สุดของความสามารถในการทำกำไร เหตุผลที่เราใช้เกณฑ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นเกณฑ์ของกำไร คือ 'เราอาจจะได้รับการเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนและได้รับตัววัดที่พึงพอใจเพิ่มขึ้นในการปรับปรุงความสามารถทำกำไรในระยะยาวของกิจการ อีกประการคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น จึงให้ตัววัดผลการดำเนินงานในระยะยาวที่ต่อเนื่องมากที่สุดและประการสุดท้ายมีประโยชน์ที่จะให้พื้นฐานที่ดูดีและสามัญสำหรับการตรวจสอบการเปรียบเทียบกำไรกิจการ นักวิเคราะห์จะต้องเลือกอัตรากำไรที่เป็นตัวแทนที่ดีที่สุดของผลการดำเนินงาน โดยเฉลี่ยจากข้อมูลในอดีต และต้องประมาณการจำนวนเงินลงทุนโดยเฉลี่ยเป็นทั้งหมดเท่าไร ซึ่งสามารถประมาณได้จากกำไรสะสมและเงินกู้ยืม

อัตราส่วนกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

อัตราส่วนบางตัวจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนี้

$$\text{ก) อัตราผลตอบแทนจากยอดขาย} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}}$$

$$\text{ข) อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$



ภาพ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนและอัตราผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ที่มา. จาก การวิเคราะห์หุ้นอย่างนักลงทุนมืออาชีพ (หน้า 260), โดย ปณิตดา อินทร์พรหม, 2535, กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์ธรรมนิติ.

อย่างไรก็ตาม ส่วนประสมของอัตราส่วนดังกล่าวจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงาน และการใช้สินทรัพย์ของกิจการ ส่วนผสมของอัตราส่วนดังกล่าวจะแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับว่าในอุตสาหกรรมประเภทใด เช่น กิจการที่มีการลงทุนหนักในสินทรัพย์ ก็จำเป็นต้องมีกำไรสุทธิต่อยอดขายสูง แต่บางอุตสาหกรรมที่มียอดขายต่ำ เช่น ร้านอาหาร พวกนี้มีการลงทุนในสินทรัพย์ต่ำ แต่สินค้าคงคลังต้องมีรอบหมุนที่เร็ว

ในการประมาณการกำไรนั้น เราควรพิจารณาสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้ประกอบด้วย คือ

1. การประมาณกำไร โดยใช้อัตราเป็นฐานนั้น บางครั้งอาจจะปฏิเสธที่จะใช้ข้อมูลอดีตเป็นฐาน เพราะราคาขายอาจจะเปลี่ยนแปลงไป ต้นทุนต่าง ๆ ต่อหน่วยอาจเปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น ซึ่งถ้าการเปลี่ยนแปลงนี้มีนัยสำคัญมากต่อการเปลี่ยนแปลงกำไร ก็ต้องปรับประมาณการกันใหม่

2. การเปลี่ยนแปลงด้านสินค้า ซึ่งเกิดจากการกระจายธุรกิจออกไปในหลาย ๆ แขนง เช่น เดิมบริษัทมีสินค้า 2 ชนิด แต่ต่อมาขยายเป็น 10 ชนิด หรือการที่มีบางบริษัทเข้าไปยังตลาดใหม่ ๆ โดยการเข้าไปซื้อแผนกนั้น หรือการลงทุนโดยตรง ดังนั้น การใช้ข้อมูลทางการเงินเก่าก็เป็นสิ่งล้าสมัยไป สินค้าใหม่ส่วนใหญ่แล้วเพิ่มขึ้น อันเนื่องมาจากการทำวิจัยภายในหรือการซื้อสินค้าลิขสิทธิ์และสัมปทาน พวกนี้หากเกิดขึ้นหลังจากที่เราได้ทำการประมาณการไปแล้ว ปรากฏว่าผลของการวิจัยตัวสินค้าทำให้เราได้สินค้าใหม่ ๆ ภายใน 6 เดือน อย่างนี้การจัดทำประมาณการก็ต้องมีการเปลี่ยนแปลง

3. ในบางครั้งหากว่านโยบายการขายและนโยบายการผลิตเปลี่ยนแปลง ก็อาจจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรตกต่ำลงได้เช่นกัน การวิจัยและพัฒนา จะทำให้มีการผลิตสินค้าใหม่ หรืออาจทำให้มีการทำให้กระบวนการการผลิตได้รับการปรับปรุงที่ดีขึ้น และในบางครั้งบริษัทจะซื้ออะไหล่แทนที่จะทำการผลิตเสียเอง เพื่อจะลดต้นทุนแรงงาน ส่วนนโยบายอาจมีการเปลี่ยนแปลงในหลาย ๆ ทาง ดังนี้

3.1 การบริการอาจลดลงหรือเพิ่มขึ้น

3.2 ช่องทางการจัดจำหน่ายอาจเปลี่ยนแปลงไป เช่น เดิมขายโดยใช้พนักงานขาย เปลี่ยนไปเป็นให้คิลเลอร์ขายแทน

3.3 การเปลี่ยนแปลงนโยบายสินเชื่อใหม่ เช่น ใช้ลิสซิ่งเข้ามา

4. งบการเงินในอดีตอาจมีการให้ภาพบางภาพที่เกี่ยวกับคุณภาพและลักษณะของบริษัท และหากว่ามีแต่การเปลี่ยนแปลงทางการบริหารอย่างรุนแรง แต่งบการเงินในอดีตไม่ได้มีการให้ภาพดังกล่าวเข้าไปด้วย นอกจากนี้แล้ว การเปลี่ยนแปลงนโยบายที่มีนัยสำคัญ (significant change in policy) การจัดโครงสร้างองค์กรใหม่ (reorganization) และงบการเงินใหม่จะสะท้อนถึงลักษณะของการบริหารใหม่มากกว่าแบบเก่า แต่งบการเงินสำหรับช่วงสั้น ๆ นั้นไม่ได้เป็นคุณลักษณะของการดำเนินงานตามปกติ

5. ผลประโยชน์ของบริษัทอาจจะสูญหายไป เนื่องจากสิทธิบัตร ลิขสิทธิ์หมดอายุ หรือสิ้นแหล่หมดไป เป็นต้น ดังนั้นควรพิจารณาว่าหลังจากหมดลิขสิทธิ์แล้วนั้น จะปรากฏในยอดขายของส่วนนี้ตามประมาณการงบการเงินหรือไม่ ถ้าปรากฏคงต้องถามเหตุผล จากนั้นอาจมีการปรับงบการเงินใหม่

วิธีประเมินมูลค่าหุ้น

วิธีที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธุรกิจสื่อสารและโทรคมนาคมนั้น แบ่งออกเป็น 2 แนวทาง คือ

1. Net Present Value (NPV) และ Discount Cash Flow (DCF)
2. Multiple comparison ได้แก่ P/E, P/BV, EV/EBITDA

โดยส่วนใหญ่แล้ว การประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสารและโทรคมนาคมจะนิยมใช้วิธีอัตราคิดลด หรือ discount cash flow หรือเรียกว่า DCF method ซึ่งสาเหตุที่นิยมใช้เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่ใช้เงินลงทุนที่สูง ดังนั้นจึงต้องตัดค่าเสื่อมราคามากตามไปด้วย หากประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีอิงผลกำไรกับบริษัท ก็จะส่งผลให้กำไรต่ำกว่าความเป็นจริง เนื่องจากถูกตัดค่าเสื่อมราคาออกไป แต่การประเมินด้วยวิธี DCF นี้จะช่วยให้ผลประกอบการที่ได้นั้นใกล้เคียงกับกระแสเงินสดมากขึ้น เนื่องจากการบวกกลับค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดเข้ามาในกำไรและหักลบค่าใช้จ่ายซึ่งได้แก่เงินลงทุนออกไป ก่อนที่จะคิดลดด้วยอัตราส่วนคิดลด นอกจากนี้ การที่ DCF ได้รับความนิยมในการประเมินมูลค่าในอุตสาหกรรมนี้ เนื่องจากอุตสาหกรรมนี้มีการให้สัมปทาน และการกำหนดส่วนแบ่งรายได้ให้กับภาครัฐที่แน่นอน ง่ายต่อการคำนวณเป็นกระแสเงินสด ดังนั้นจึงมีความแม่นยำในการประเมินมูลค่ามากกว่าวิธีอื่น

สำหรับการประเมินมูลค่ากลุ่มธุรกิจโทรศัพท์พื้นฐานและโทรศัพท์เคลื่อนที่ด้วยวิธี DCF นั้น จะต้องทราบตัวแปรเพื่อคำนวณมูลค่า ดังนี้

รายได้ต่อเลขหมาย (revenue per line)

ต้นทุนต่าง ๆ ทั้งคงที่และแปรผัน รวมถึงเงินลงทุน (capital expenditure)

สัดส่วนค่าสัมปทานที่ต้องจ่ายให้รัฐ

สูตรคำนวณมาตรฐาน

1. รายได้ต่อเลขหมาย คูณเลขหมายที่มี หักต้นทุนในการดำเนินงาน และเงินลงทุนโครงการที่ต้องจ่ายแต่ละปีหรือ คูณด้วยสัดส่วนค่าสัมปทาน
2. จะได้กระแสเงินสดต่อโครงการในแต่ละปี (free cash flow)
3. หามูลค่าปัจจุบัน (present value of free cash flow)
4. คำนวณราคาต่อหุ้น

วิธี P/E multiple หรือการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากอัตราส่วน P/E

(price/earning ratio) วิธีนี้มาจากจากแนวคิดที่ว่ามูลค่าของหุ้นสามัญมาจากศักยภาพของกิจการในการหากำไรสุทธิของกิจการในอนาคต เมื่อกิจการมีกำไรสุทธิในแต่ละปี กิจการมีทางเลือก 2 ทางเลือกได้แก่ การจ่ายเงินปันผลหรือการนำกำไรนั้นไปลงทุนต่อในโครงการต่าง ๆ การลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนดี (npv มากกว่า 0) จะทำให้บริษัทมีการเติบโตที่ดีต่อไปและสะท้อนออกมาในรูปราคาหุ้นของบริษัทที่ปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้นอัตราส่วน P/E จึงเป็นตัววัดที่ดีของการคาดการณ์ในโอกาสการเติบโตของบริษัทในอนาคต การนำแนวคิดนี้ไปประยุกต์ใช้ในการประมาณมูลค่าหุ้นสามัญ จะทำได้โดยการนำอัตราส่วน P/E ไปคูณกับกำไรสุทธิที่ได้รับการประมาณการล่วงหน้าซึ่งวิธีการนี้เรียกว่า P/E multiple

$$P_0 = \frac{P}{E} \times E_1$$

โดยที่ $\frac{P}{E}$ หมายถึง อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับกำไรสุทธิต่อหุ้น

E_1 หมายถึง กำไรสุทธิที่ได้รับการประมาณการสำหรับ 1 ช่วงระยะเวลาข้างหน้า

ตัวแบบกระแสเงินสดสุทธิ (cash flows model)

ตัวแบบกระแสเงินสดมักไม่ค่อยเป็นที่นิยมในการใช้คำนวณหามูลค่าหุ้นเท่าไรนัก เนื่องจากค่อนข้างยุ่งยากในการคำนวณ และประการที่สำคัญ เมื่อได้ตัวเลขออกมาแล้วจะรู้ได้อย่างไรว่าดีหรือไม่ดี สูงหรือต่ำ ซึ่งการเทียบต้องมีการคำนวณโดยกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันกับบริษัทที่เราสนใจจึงจะเทียบได้ แต่ในการดูกระแสเงินสดของกิจการนั้น นับเป็นสิ่งที่ดีและทราบถึงสถานะของบริษัทอีกด้วย บางบริษัทที่

ถ้าใครคิด ไม่ได้หมายความว่า บริษัทนั้นจะมีกระแสเงินสดไหลเวียนที่ดี ตัวแบบนี้จะแก้ไขจุดอ่อนของพี/อี เรโซ ในแง่ที่ว่ากระแสเงินสดนั้นแสดงถึงความสามารถของตนเองในการคืนกระแสเงินสด ซึ่งในกรณีของพี/อี เรโซ หากบริษัทมีกำไรเป็น 0 เท่ากับว่าราคาตลาดของบริษัทเป็น 0 ด้วย แต่กระแสเงินสด (cash flow) จะมีการนำค่าใช้จ่ายแต่ละงวดทำเป็นค่าใช้จ่ายทางบัญชี แต่ไม่ได้มีการจ่ายเงินสดออกไป เช่น ค่าเสื่อมราคา (depreciation) ค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ (amortization) และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ บวกกลับไปยังกำไรสุทธิของธุรกิจ ดังนั้น การที่บริษัทได้ลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ไปมาก ๆ ทำให้บริษัทในปีแรก ๆ ขาดทุน แต่ในแง่ของกระแสเงินสดแล้วไม่อาจขาดทุนก็ได้ เพราะการที่บริษัทนั้นขาดทุน อาจเนื่องมาจากการตัดค่าเสื่อมราคาในปริมาณที่สูง เงินสดที่คืนนั้นเมื่อเข้ามาจะต้องไม่ใช่เงินสดที่ไหลเข้ามาเพื่อทดแทนเงินสดที่ไหลออก

ในการพิจารณาว่า บริษัทมีเงินสดเพียงพอหรือไม่ ในการดำเนินธุรกิจประจำวัน หลังจากที่ใช้จ่ายไปในการดำเนินธุรกิจ เงินที่เหลือจากการต้องใช้ทุนปกติ สิ่งนี้ต่างหากที่ต้องคำนึงถึง เพราะมีเงินเตรียมพร้อมเสมอสำหรับการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนต้องมีความเข้าใจในกระแสเงินสดของกิจการละเอียด ก่อนที่จะตัดสินใจลงทุนในหุ้นตัวตัวหนึ่งและกระแสเงินสดที่มีอยู่ในกิจการนั้นต้องเป็นเงินสดที่เหลือใช้แล้วจริง ๆ ไม่ใช่มีเงินสดแต่เพียงตัวเลขทางบัญชีเท่านั้น (ปนัดดา อินทร์พรหม, 2535, หน้า 310-314) สรุปสูตรในการคำนวณหา กระแสเงินสดสุทธิ เป็นดังนี้

กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคา + ค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (amortization) - ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน - การเพิ่มขึ้นของเงินทุนหมุนเวียน

จากนั้น discount ออกมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ค่า k เป็นต้นทุนเงินทุนของบริษัทหรือใช้อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนเป็นตัว discount จะได้กระแสเงินสดสุทธิออกมา และนำจำนวนหุ้นไปหาร จะได้กระแสเงินสดสุทธิต่อหุ้น

แนวคิดการประเมินมูลค่า (valuation)

หลักการประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นของกิจการทั่ว ๆ ไปมาจากแนวคิดสำคัญ 3 แนวคิดดังนี้ (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2548, หน้า 179)

1. แนวคิดจากงบดุล (balance sheet concept)

2. แนวคิดจากวิธีการคิดลด (discounting concept)

3. แนวคิดจากวิธีอื่น (other concept)

ในส่วนนี้จะศึกษาเกี่ยวกับแนวคิดที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในกลุ่มเทคโนโลยีและการสื่อสารที่ใช้วิธีการคิดลดในการประเมินมูลค่า

แนวคิดจากวิธีการคิดลด (discount concept)

วิธีการคิดลด (discounting) เพื่อประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีหลักการคือ การประเมินผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งเมื่อคิดลดผลประโยชน์ดังกล่าวกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน มูลค่านั้นจะสะท้อนมูลค่าที่ควรจะเป็น ซึ่งหลักการนี้เป็นหลักการพื้นฐานของการเงินในการประเมินมูลค่าสิ่งต่าง ๆ นั่นเอง

กล่าวคือ มูลค่าของสิ่งใดก็ตามควรจะมีค่าเท่ากับค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคตจากสิ่งนั้น อย่างไรก็ตามจากแนวคิดนี้สามารถพิจารณารูปแบบการประเมินราคาหุ้นสามัญจากวิธีการคิดลดได้เป็น 2 รูปแบบ โดยแบบที่หนึ่งเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยตรงจากผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับ ในขณะที่รูปแบบที่สองเป็นการประเมินมูลค่าของกิจการจากผลประโยชน์รวมทั้งหมดที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการจะได้รับ ซึ่งสะท้อนอยู่ในกระแสเงินสดที่กิจการได้มาจากการดำเนินงานและการลงทุน (free cash flow) แล้วจึงนำมูลค่านี้ที่กิจการมีหักออกไป ส่วนที่เหลือจึงเป็นมูลค่าของส่วนของเจ้าของ ซึ่งท้ายที่สุดเมื่อนำจำนวนหุ้นที่จัดจำหน่ายแล้วมาหาร จะทำให้ได้มูลค่าของหุ้นสามัญต่อหุ้นออกมา (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2548, หน้า 181)

วิธีการคิดลดกระแสเงินสดของกิจการ

แนวคิดนี้จะพิจารณากระแสเงินสดของกิจการ ที่มาจากการดำเนินงานและการลงทุน โดยที่กิจการมีอิสระที่จะพิจารณานำไปให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ โดยกระแสเงินสดในส่วนนี้ยังไม่พิจารณาถึงข้อจำกัดจากแหล่งเงินทุน (financing) ของกิจการ ซึ่งกระแสเงินสดดังกล่าวเรียกว่า Free Cash Flow (FCF) เมื่อได้กระแสเงินสดในอนาคตของกิจการแล้วนำมาคิดลดกลับมาเป็นค่าปัจจุบัน มูลค่าดังกล่าวจะสะท้อนมูลค่าของกิจการ (value of firm) ที่เป็นของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลักของกิจการ ได้แก่ เจ้าหนี้

และเจ้าของ เมื่อหักมูลค่าของเจ้าหนี้ที่มีลำดับของการเรียกร้องในมูลค่ากิจการก่อน ออกไปส่วนที่เหลือก็คือ มูลค่าของเจ้าของนั่นเอง ดังนั้น

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+K)^1} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+K)^n}$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+K)^t}$$

โดยที่ FCF = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและจากการลงทุนที่เกิดขึ้น ณ เวลา t
 K = ต้นทุนเงินทุนของกิจการ (Weighted Average Cost Capital--WACC)
 การประยุกต์ใช้แบบจำลองนี้จะต้องพิจารณาเป็น 2 ส่วน ประกอบกัน คือ
 การประมาณการกระแสเงินสด (FCF) และต้นทุนของกิจการ (K) การประมาณการ
 กระแสเงินสด (FCF)

โดยทั่ว ๆ ไปกระแสเงินสดสุทธิของกิจการมาจาก 3 กิจกรรมหลักของกิจการ คือ

1. กิจกรรมการดำเนินงาน (operation)
2. กิจกรรมการลงทุน (investment)
3. กิจกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุน (financing)

โดยผลรวมสุทธิของทั้ง 3 กิจกรรม ได้แก่ กระแสเงินสดสุทธิของกิจการ
 ซึ่งเผยแพร่ในบรรทัดสุดท้ายของงบกระแสเงินสด หรือในสินทรัพย์หมุนเวียนในส่วนของ
 เงินสดในงบดุลนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม FCF ไม่ใช่กระแสเงินสดสุทธิของกิจการ FCF แต่เป็นกระแสเงิน
 สดเพื่อการดำเนินงานได้ตามปกติของกิจการมาจากผลรวมของกระแสเงินสดจาก 2
 กิจกรรมในแต่ละช่วงระยะเวลา อันได้แก่ กิจกรรมการดำเนินงาน (operation) และ
 กิจกรรมการลงทุน (investment) ส่วนผลกระทบของกิจกรรมการหาแหล่งเงินทุนได้
 ส่งผลต่อมูลค่ากิจการผ่านตัวแปรของอัตราส่วนลด ซึ่งสะท้อนต้นทุนเงินทุนของกิจการ
 ถ้าวรวมกระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุนเข้าไปใน FCF เพื่อประเมิน
 มูลค่าจึงเป็นการคิดซ้ำซ้อน อีกทั้งในการประเมินมูลค่ากิจกรรมควรจะสะท้อนมาจาก
 กิจกรรมปกติที่กิจการทำที่เป็นอิสระจากผลกระทบจากแหล่งเงินทุนก่อน ไม่เช่นนั้นอาจ

มีอคติในการประเมินค่าของกิจการได้ ดังนั้น FCF ของกิจการสามารถคำนวณได้จากการนำกำไรสุทธิที่คาดว่าจะได้ ซึ่งเป็นทางบัญชีมาปรับด้วยค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด (ค่าเสื่อมและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย) และปรับด้วยการเปลี่ยนแปลงในทุนหมุนเวียนสุทธิ โดยที่ทุนหมุนเวียนหมายถึงสินทรัพย์หมุนเวียนหักด้วยหนี้สินหมุนเวียน รวมทั้งบวกกลับดอกเบี้ยจ่าย เนื่องจากจริง ๆ แล้วดอกเบี้ยจ่ายนั้นเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุน แต่การบวกกลับนั้นไม่ได้บวกทั้งจำนวน เนื่องจากค่าใช้จ่ายในดอกเบี้ยจ่ายนั้นสามารถนำไปลดภาระภาษีเงินได้ได้ ทำให้กิจกรรมมีภาระภาษีเงินได้ลดลง (ดอกเบี้ยจ่าย x อัตราภาษี) สามารถแสดงรูปแบบการคำนวณได้ดังนี้

$$\text{FCF} = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ค่าเสื่อมราคา/ค่าใช้จ่ายตัดจ่าย} \pm \text{ทุนหมุนเวียน} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} + (1 - \text{อัตราภาษี}) \times \text{สินทรัพย์ถาวร}$$

การคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน--WACC

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง (เช่น หนี้กู้ยืม และหุ้นสามัญ เป็นต้น) และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแห่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้นจึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด โดยการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุน--WACC (Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งการคำนวณหา WACC จะได้จากสมการ ดังนี้ (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2548, หน้า 193)

$$\text{WACC} = W_d k_d (1 - T) + W_p k_p + W_e k_e$$

โดย W_d , W_p และ W_e เป็นสัดส่วนของหนี้สิน หนี้บุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น ในหุ้นสามัญและกำไรสะสม ตามลำดับ ($W_p + W_e = W_c$)

k_d หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

k_p หมายถึง ต้นทุนของหนี้บุริมสิทธิ

k_e หมายถึง ต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น จากหุ้นสามัญและกำไรสะสม

T หมายถึง ภาษีเงินได้

อย่างไรก็ตาม เมื่อต้นทุนเงินทุนประกอบไปด้วย 2 ส่วนใหญ่ ๆ ได้แก่ ส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น การคำนวณค่าเฉลี่ยน้ำหนักด้วยสัดส่วนเงินทุนจากแต่ละแหล่งเงินทุน จะเป็นดังนี้

$$\text{WACC (weighted average cost of capital)} = k_d(1 - T) * W_d + k_e * W_e = k_d(1 - T) * \frac{D}{V} + k_e * \frac{E}{V}$$

โดยที่ D หมายถึง มูลค่าส่วนหนี้สิน

E หมายถึง มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น

V หมายถึง มูลค่ารวมของกิจการ

ข้อควรระวัง ได้แก่ สัดส่วนเงินทุนจากแต่ละแหล่งเงินทุนที่นำมาคำนวณจะต้องเป็นสัดส่วนที่คำนวณมาจากมูลค่าตลาด ไม่ใช่มูลค่าทางบัญชี ยกเว้นว่าหากมูลค่าตลาดไม่ได้

ตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (capital asset pricing model)

Lintner and Mossin (อ้างถึงใน จิตรนั สัจจ์แก้ว, 2545, หน้า 244-249) แนวคิดของตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ เป็นแนวคิดที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ กับตัวชี้ความเสี่ยงตัวหนึ่งซึ่งเรียกว่า เบต้า (beta) ลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และค่าเบต้าได้แสดงในทฤษฎี หรือตัวแบบ (model) หรือที่เรียกกันโดยย่อว่า CAPM ซึ่งเป็นตัวแบบการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ โดยการวิเคราะห์ผ่านอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมกับสภาพความเสี่ยง หรือค่าเบต้า ซึ่งหลักการนี้เป็นที่ยอมรับการวิเคราะห์การลงทุนโดยทั่วไป แม้ว่า ตามตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) จะมีข้อสมมติฐานต่าง ๆ ซึ่งจะต้องมีการขยายความ เมื่อนำไปประยุกต์ใช้งานในสภาพความเป็นจริง แต่ความเข้าใจในหลักพื้นฐานของแนวคิดนี้ ก็มีความสำคัญที่จะละเลยมิได้

ประเด็นสำคัญของการวิเคราะห์ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์รายตัวที่ส่งผลต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ ได้แก่ ความเสี่ยงที่เป็น

ระบบของหลักทรัพย์ ซึ่งมีค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์เป็นตัวกำหนดที่สำคัญ ดังนั้นเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในตลาดที่มีประสิทธิภาพ การพิจารณาความเสี่ยงที่มีค่าเบต้าตัวชี้ จึงเหมาะสมกว่าการพิจารณาความเสี่ยงที่ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเป็นตัวชี้ แนวคิดที่กล่าวมานี้ เป็นที่มาของสมการ security market line อันเป็นสมการของตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (capital asset pricing model)

การใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราคิดลด (discount rate) สามารถใช้สมการถดถอยอย่างง่ายดังนี้

$$E(R_i) = R_{rf} + [E(R_M) - R_{rf}] \beta_i$$

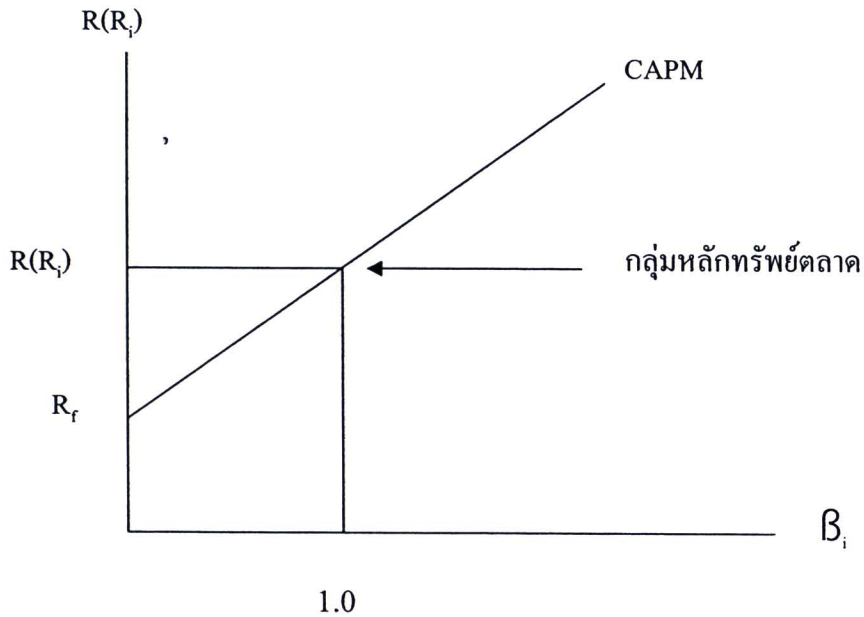
$E(R_i)$ = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับจากหลักทรัพย์ i

R_{rf} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

$E(R_M)$ = อัตราผลตอบแทนของตลาด

β_i = ความเสี่ยงตามตลาด หรือ ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ตัวที่ i

ค่าเบต้า (β) คือ คำนวณที่ใช้ชี้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) เป็นมาตรชี้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบที่ได้ทำให้เป็นมาตรฐาน ค่าเบต้า จะบ่งบอกระดับและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดจะมีค่าเบต้า = 1 ดังนั้นหากหลักทรัพย์ใดมีค่าเบต่าน้อยกว่า 1.0 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน น้อยกว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด และในทางกลับกัน หากหลักทรัพย์ใดมีค่าเบต้ามากกว่า 1.0 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน มากกว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ในการศึกษารุ่นนี้ค่าเบต้าที่ได้มาจากโปรแกรม efinancethai



ภาพ 5 ผลอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ

ที่มา. จาก การลงทุน (หน้า 245), โดย จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545, กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

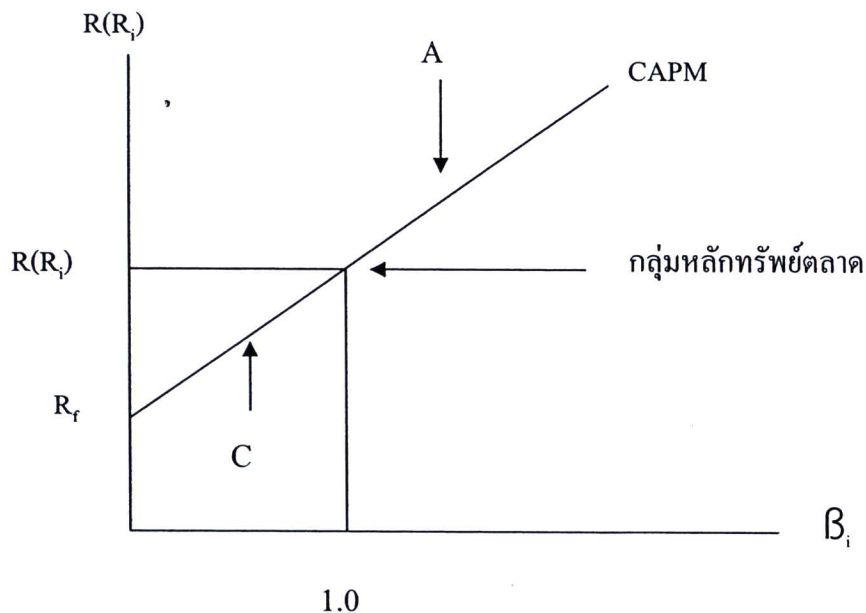
จากภาพ 5 แกนตั้งแสดงผลอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่ง ในภาวะดุลยภาพของตลาดอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ แกนนอนแสดงค่าเบต้าของหลักทรัพย์ จะเห็นว่า ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย โดย ณ จุดที่เส้น CAPM ตัดกับแกนตั้งแสดงถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงหรือหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าเป็นศูนย์ ค่าความชันของเส้น CAPM เท่ากับ $[E(R_m) - R_f]$ ซึ่งเป็นส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาดนั่นเอง

ราคาดุลยภาพของตลาดหลักทรัพย์ สมการ SML หรือ CAPM มีความสำคัญต่อการประเมินราคาหลักทรัพย์ ในดุลยภาพแต่ละหลักทรัพย์จะแสดงอัตราผลตอบแทน ณ เส้น SML ซึ่งหมายความว่า อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ถ้าในขณะที่ใดขณะหนึ่งผู้ลงทุนคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับ

ไม่เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ อันคเป็นภาวะที่อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับไม่อยู่บนเส้น SML จะเกิดการปรับตัวเข้าหาคุณภาพของราคาหลักทรัพย์ซึ่งแบ่งเป็น 2 กรณี ดังนี้

1. กรณีหลักทรัพย์ A อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ แสดงว่า ราคาหลักทรัพย์ในขณะนี้ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ผู้ลงทุนจะตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ A การแสดงซื้อหลักทรัพย์ A ทำให้ราคาหลักทรัพย์ A สูงขึ้นเรื่อย ๆ จนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ อันเป็นภาวะดุลยภาพ ดังภาพ 6

2. กรณีหลักทรัพย์ C อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ แสดงว่า ราคาหลักทรัพย์ในขณะนี้สูงกว่าราคาที่เหมาะสม ผู้ลงทุนจะตัดสินใจขายหลักทรัพย์ c การเสนอขายหลักทรัพย์ C ทำให้ราคาหลักทรัพย์ C ต่ำลงเรื่อย ๆ ทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้สูงลงเรื่อย ๆ จนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ อันเป็นภาวะดุลยภาพ ดังภาพ 6



ภาพ 6 การปรับตัวเข้าหาดุลยภาพของหลักทรัพย์

ที่มา. จาก การลงทุน (หน้า 252), โดย จิรนต์ สังข์แก้ว, 2545, กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

สิริภัทร จันทร์พูนทรัพย์ (2543) ศึกษา การศึกษาผลกระทบของการเปิดเสรีโทรคมนาคมของไทย จากประสบการณ์ของ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้และฮ่องกง ซึ่งศึกษาและเปรียบเทียบอุตสาหกรรมโทรคมนาคมทั้งก่อนและหลังการเปิดเสรีโทรคมนาคม โดยศึกษาจาก ประเทศญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และฮ่องกง เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มอุตสาหกรรมโทรคมนาคมของประเทศไทยในบริการ โทรศัพท์พื้นฐาน โทรศัพท์เซลลูลาร์และ โทรศัพท์ทางไกลระหว่างประเทศ

ผลการศึกษา พบว่า ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้มีรูปแบบการเปิดให้แข่งขันเหมือนกัน คือ เริ่มด้วยโทรศัพท์ทางไกลระหว่างประเทศ โทรศัพท์เซลลูลาร์และ โทรศัพท์พื้นฐาน ตามลำดับ ขณะที่ฮ่องกงเริ่มด้วยโทรศัพท์เซลลูลาร์ โทรศัพท์พื้นฐาน และ โทรศัพท์ทางไกลระหว่างประเทศ โดยที่การเปิดให้มีการแข่งขันในธุรกิจโทรคมนาคมของประเทศ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และฮ่องกง ก่อให้เกิดผลดีต่อทั้งผู้บริโภคและประเทศ คือ ได้รับบริการที่มีคุณภาพดีขึ้นและมีระดับราคาถูกลง ทำให้ประชาชนที่สามารถใช้บริการโทรศัพท์ได้มีปริมาณเพิ่มขึ้น จากเหตุการณ์ดังกล่าวทำให้ผู้ผูกขาดรายเดิมที่เป็นผู้ให้บริการ โทรศัพท์เซลลูลาร์และ โทรศัพท์ทางไกลระหว่างประเทศของฮ่องกงเท่านั้นที่ถูกระบบทำให้รายได้ลดลง นอกจากนี้ยังมีการเพิ่มขึ้นของผู้ให้บริการที่เป็นภาคเอกชนทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งมีการรวมตัวกันและความร่วมมือจากพันธมิตรต่างชาติ ส่วนประเทศไทยนั้นมีรูปแบบการเปิดให้แข่งขันเหมือนฮ่องกงแต่ยังผูกขาดโทรศัพท์ทางไกลระหว่างประเทศอยู่ โดยมีแนวโน้มต่อผู้บริโภคคือการปรับลดราคาลงและด้านคุณภาพ ผู้ประกอบการจะเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีโดยมีลอกเลียนหรือการซื้อมาใช้จากประเทศที่พัฒนาแล้ว ส่วนแนวโน้มของผู้ผูกขาดรายเดิมคือ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ โดยแยกหน้าที่การบริการและการกำกับดูแลออกจากกันเป็นบริษัทผู้ให้บริการและองค์กรกำกับดูแลอิสระ รวมทั้งผู้ประกอบการจะหาพันธมิตรจากต่างชาติและรวมตัวกันในธุรกิจบริการโทรคมนาคม

กษมา สุขเกษม (2548) ศึกษา การวิเคราะห์ปฏิกริยาโต้ตอบของธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทย ซึ่งทำการศึกษาโดยวิเคราะห์โครงสร้างตลาด

พฤติกรรมการแข่งขันโดยรวม แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกในช่วงปี พ.ศ. 2540-2547 เป็นการวิเคราะห์ลักษณะการกระจุกตัว โดยใช้ดัชนีวัดการกระจุกตัว และ ส่วนที่สอง ช่วงปี พ.ศ. 2546-2547 เป็นการวิเคราะห์ปฏิกริยาโต้ตอบระหว่างผู้ให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ โดยใช้แบบจำลองเศรษฐมิติ และใช้ข้อมูลทั้งที่เป็นแบบอนุกรมเวลา และภาคตัดขวาง ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่มีโครงสร้างตลาดแบบ ผู้ขายน้อยราย ทั้งก่อนและหลังการเปิดเสรีโทรคมนาคม โดยแสดงให้เห็นว่าภายหลัง การเปิดเสรีตลาดโทรคมนาคม ธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่มีแนวโน้มการแข่งขันสูงขึ้น ส่วนการวิเคราะห์ปฏิกริยาโต้ตอบระหว่างผู้ให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ชี้ให้เห็นว่า ธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่เป็นธุรกิจที่มีปฏิกริยาโต้ตอบต่อการเปลี่ยนแปลงจำนวน ผู้ใช้บริการจากคู่แข่งกัน ทั้งที่อยู่ในกลุ่มเดียวกันและคนละกลุ่ม โดยปฏิกริยาโต้ตอบมี ทั้งแบบโต้ตอบกันอย่างรุนแรง นอกจากนี้ลักษณะของปฏิกริยาโต้ตอบที่เกิดขึ้นยังแสดงให้เห็นถึงการมีลักษณะของการรวมตัวกันอย่างเป็นนัย (implicit collusion) แฝงอยู่อีกด้วย

ประณพพงศ์ ศรีนวล (2548) ศึกษา การวิเคราะห์ *switching costs* ในอุตสาหกรรม ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ โดยพิจารณา 3 ประเด็นด้วยกัน ประเด็นแรกคือการวัดค่า *switching costs* ของอุตสาหกรรมการให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ในผู้ให้บริการในแต่ละราย โดยใช้แบบจำลองของ Shy (2002) ประเด็นที่สอง คือ การทดสอบปัจจัย กำหนดค่า *switching costs* ของอุตสาหกรรมการให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ โดยวิธี ประมาณค่าผ่านสมการถดถอยเชิงเส้นหลายตัวแปร และประเด็นสุดท้าย คือ ผลกระทบ ของ *switching costs* ที่มีต่อระดับการแข่งขัน ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้แก่ ส่วน แบ่งการตลาด ความครอบคลุมของเครือข่าย และค่าใช้จ่ายโฆษณา ของผู้ให้บริการทั้ง สามราย (AIS DTAC และ Orange) โดยรวบรวมข้อมูลจากผู้ให้บริการแต่ละราย ในช่วง ระหว่างเดือนมีนาคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2547

ผลการศึกษา พบว่า ค่า *switching costs* ของผู้ให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ของ AIS มีค่ามากสุดในการใช้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกประเภท ในขณะที่ค่า *switching costs* ของผู้ให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ของ TAC และ Orange มีค่ารองลงมาตามลำดับ ส่วนประเด็นของปัจจัยกำหนดค่า *switching costs* พบว่าส่วนแบ่งการตลาด ความ ครอบคลุมของเครือข่ายและ ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา สามารถอธิบายการเกิดขึ้นของ

switching costs ได้เป็นอย่างดี นอกจากนี้การศึกษาผลกระทบของ switching costs ที่มีต่อการแข่งขันในอุตสาหกรรม โดยรวบรวมข้อมูลจากข่าวและบทความ พบว่าผู้ให้บริการแต่ละรายมีพฤติกรรมที่เป็นการสร้าง switching costs ให้เกิดขึ้นกับผู้ใช้บริการหลายประการ อาทิเช่น การคิดค่าบริการสำหรับการใช้งานโทรศัพท์ที่แตกต่างกัน เป็นต้น ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวนำไปสู่การแข่งขันที่ไม่มีประสิทธิภาพ

วิชชุดา กุลมาโนชวงศ์ (2551) ศึกษา การวิเคราะห์ความได้เปรียบเชิงแข่งขันของอุตสาหกรรมโทรคมนาคม: กรณีศึกษาประเทศไทย และประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน จากการศึกษา พบว่า สภาพทั่วไปของอุตสาหกรรมโทรคมนาคมในประเทศไทย และประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ภาวะตลาดโทรคมนาคมในประเทศไทยมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ผู้ให้บริการในตลาดโทรคมนาคม ทุกรายมีการพัฒนาธุรกิจบนปัจจัยที่มีข้อจำกัด สัดส่วนการตลาดส่วนใหญ่เป็นของบริษัท AIS ส่วนภาวะประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ตลาดเป็นตลาดผู้ขายน้อยราย china unicom และ china mobile ซึ่งเป็นผู้ประกอบการ 2 รายหลักที่ดำเนินกิจการในตลาดโทรคมนาคม ส่วนของผลการศึกษาความได้เปรียบเชิงแข่งขันของอุตสาหกรรมโทรคมนาคมแข่งขันของปัจจัยทั้ง 4 ประการ และ นำผลจากดัชนีมาวิเคราะห์โดย SWOT เพื่อทราบจุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และ อุปสรรค ปรากฏว่าประเทศไทยเสียเปรียบประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีนเกือบทุกด้าน เว้นแต่อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ทำให้เห็นได้ว่าศักยภาพในการที่ประเทศไทยจะเป็นผู้นำในด้านเทคโนโลยีในภูมิภาคเอเชียในอุตสาหกรรมการให้บริการโทรศัพท์พื้นฐาน และ โทรศัพท์เคลื่อนที่ ประเทศไทยยังจะต้องมีการปรับตัวอย่างมากในทุก ๆ ด้านเนื่องจากประเทศไทยยังขาดศักยภาพทั้งด้านเงินทุน ขนาดของอุปสงค์ รวมไปถึงสถานะการสนับสนุนจากภาครัฐอย่างต่อเนื่อง

จิรัฐดา ลากิจิตร (2552) ศึกษา การวิเคราะห์ความเป็นไปได้ในการลงทุนโครงการห้องชุด (อพาร์ทเมนต์) ให้เช่าบนที่ดินราชพัสดุ กรณีศึกษา ที่ดินราชพัสดุ เขตสาทร ซึ่งการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อวิเคราะห์ต้นทุน และผลตอบแทนทางการเงินจากการลงทุนของภาคเอกชนในโครงการห้องชุด (อพาร์ทเมนต์) ให้เช่า บนที่ดินราชพัสดุ เขตสาทร กรุงเทพมหานคร โดยพิจารณาถึงความเหมาะสมในการลงทุน ผลตอบแทนจากการลงทุน ด้วยการวิเคราะห์กระแสเงินสด (cash flow)

ผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุน โดยกำหนดอายุโครงการเท่ากับ 30 ปี ใช้อัตราคิดลด (discount rate) เท่ากับร้อยละ 6.15 และมีรายได้กับค่าใช้จ่ายในการดำเนินการเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ กำหนดให้เพิ่มขึ้นร้อยละ 4 ต่อปี พบว่า มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) มีค่าเท่ากับ 29,769,901.67 บาท อัตราผลตอบแทนภายในจากการลงทุน (IRR) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 7.14 ต่อปี อัตราส่วนผลประโยชน์ต่อต้นทุน (BCR) มีค่าเท่ากับ 1.05 เท่า และระยะเวลาการคืนทุนเท่ากับ 15 ปี 11 เดือน จากผลการวิเคราะห์ แสดงว่า โครงการห้องชุด (อพาร์ทเมนท์) ให้เช่า บนที่ดินราชพัสดุ เขตสาทร กรุงเทพมหานคร ให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าต่อการลงทุน ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของโครงการ (sensitively analysis) ในกรณีที่ 1 สมมติให้อัตราการเข้าพักต่ำกว่าการคาดการณ์ร้อยละ 9.55 หรืออัตราการเข้าพักอยู่ในระดับร้อยละ 85.45 ของห้องพักทั้งหมด ขณะที่ค่าใช้จ่ายส่วนอื่นคงที่ และกรณีที่ 2 สมมติให้อัตราค่าเช่าลดลงร้อยละ 8.55 หรือปรับลดลงจาก 300 บาทต่อตารางเมตร เหลือเพียง 356.66 บาทต่อตารางเมตร ขณะที่ค่าใช้จ่ายอื่นคงที่ ทั้งสองกรณีจะทำให้ไม่สามารถทำโครงการได้ เนื่องจากจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนภายในจากโครงการลงทุน (IRR) ลดลงมาถึงระดับ 6.15 และอัตราส่วนผลประโยชน์ต่อต้นทุน (BCR) เท่ากับ 1 ซึ่งหมายถึง การลงทุนให้ผลตอบแทนเท่ากับค่าเสียโอกาสของเงินลงทุนหรือให้ผลเสมอตัว ซึ่งในสถานการณ์ดังกล่าว จะทำให้โครงการมีระยะเวลาคืนทุนเท่ากับ 17 ปี 2 เดือน และจะมีมูลค่าปัจจุบัน (NPV) เมื่อสิ้นปีที่ 30 เท่ากับ 1.4 ล้านบาท

ศนิชา ฐิติพิศุทธิ์ (2552) ศึกษา การศึกษาประสิทธิภาพทางเทคนิคของบริษัท ในอุตสาหกรรมโทรคมนาคม กรณีศึกษาบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) และบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์วัดประสิทธิภาพทางเทคนิคของบริษัทในอุตสาหกรรมโทรคมนาคมกรณีศึกษา บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) โดยใช้วิธี data envelopment analysis (DEA) โดยนำข้อมูลจากงบการเงินในรายงานประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ. 2549 รวมถึงศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพทางเทคนิคของบริษัทในอุตสาหกรรมโทรคมนาคม เพื่อ

นำเสนอแนวทางในการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทในอุตสาหกรรม
โทรคมนาคมที่ไม่มีประสิทธิภาพเต็มที่

ผลการวิเคราะห์ค่าประสิทธิภาพทางเทคนิคของบริษัทในอุตสาหกรรม
โทรคมนาคมโดยวัดจากปัจจัยผลผลิตด้านรายได้รวม และกำไรจากการดำเนินงาน กับ
ปัจจัยผลผลิตด้านจำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ พบว่า ค่าเฉลี่ยของค่า
ประสิทธิภาพทางเทคนิค เท่ากับ 0.967 0.988 1.000 และ 1.000 ในปี พ.ศ. 2545 2546
2547 และ 2549 ตามลำดับ ส่วนในปี พ.ศ. 2548 มีค่าเฉลี่ยจากการวัดประสิทธิภาพปัจจัย
ผลผลิตด้านรายได้รวม เท่ากับ 0.968 และวัดจากปัจจัยผลผลิตด้านจำนวนผู้ใช้บริการ
โทรศัพท์เคลื่อนที่ เท่ากับ 0.964 สำหรับบริษัทที่มีประสิทธิภาพทางเทคนิค น้อยกว่า
1 นั้น สามารถปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานได้ จากการวัดประสิทธิภาพทาง
เทคนิคจากปัจจัยผลผลิตทั้งจากการวัดทางด้านรายได้รวม กับด้านจำนวนผู้ใช้บริการ
โทรศัพท์เคลื่อนที่ พบว่าปัจจัยการผลิตที่ควรปรับลดมากที่สุด คือ ค่าใช้จ่ายพนักงาน
รองลงมาคือ ค่าใช้จ่ายในการลงทุนนอกจากนี้บริษัทที่มีประสิทธิภาพไม่เต็มที่ที่สามารถ
ศึกษาแนวทางการปรับปรุงประสิทธิภาพโดยพิจารณาจากบริษัทที่มีประสิทธิภาพเต็มที่
ในกลุ่มที่ทำการศึกษา