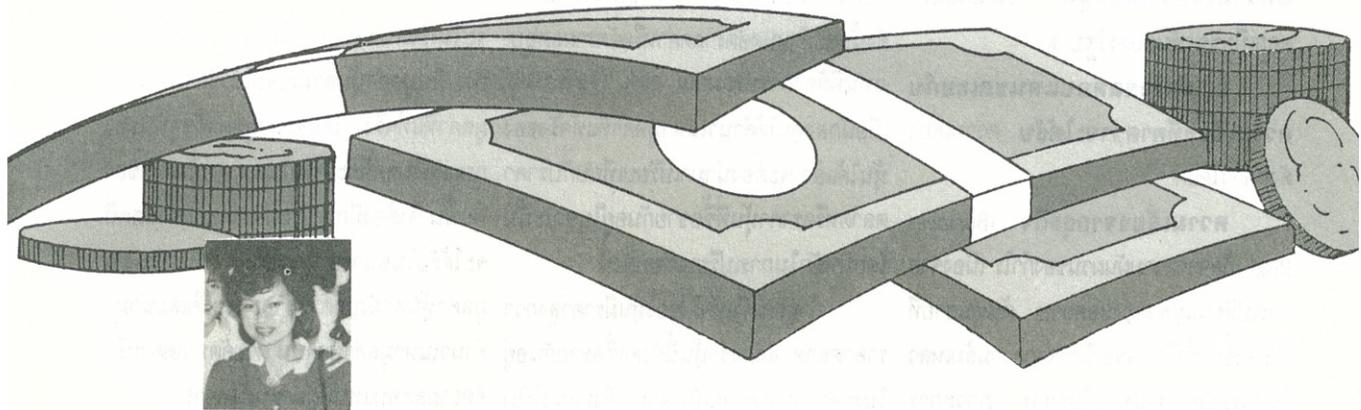


การประเมินมูลค่าหุ้น



ห

งลงทุนในหุ้นควรทราบถึงวิธีการที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นจากผลประโยชน์ต่าง ๆ ที่จะได้รับในอนาคตให้มีความคุ้มค่าในปัจจุบัน ณ วันนี้ เพื่อนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหุ้น ถ้ามูลค่าปัจจุบันสูงกว่าราคาตลาดจึงควรซื้อหุ้นนั้น แต่ถ้ามูลค่าปัจจุบันต่ำกว่าราคาตลาดก็ควรจะขายหุ้นนั้น ดังนั้นการประเมินมูลค่าหุ้นจึงเป็นสิ่งสำคัญสำหรับผู้ลงทุนที่จะใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผู้ลงทุนทุกคนต่างก็ต้องการที่จะซื้อหุ้นในขณะที่ยังราคาต่ำและสามารถขายได้ในราคาสูง ซึ่งทำให้ได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น แต่ผู้ลงทุนจะ

ทราบได้อย่างไรว่าเมื่อใดหุ้นจึงจะมีราคาต่ำสุด และเมื่อใดจะมีราคาสูงสุด จึงต้องมีการประเมินมูลค่าหุ้นที่จะลงทุน เนื่องจากข้อมูลได้จากการคาดการณ์ไปในอนาคต การประเมินมูลค่าหุ้นของนักลงทุนแต่ละคนจึงอาจแตกต่างกัน นักลงทุนที่สามารถคาดการณ์ถึงเหตุการณ์ในอนาคตได้ใกล้เคียงความเป็นจริงมากที่สุดก็สามารถประเมินมูลค่าหุ้นที่จะลงทุนได้ถูกต้องมากขึ้น

การประเมินมูลค่าหุ้น

การประเมินมูลค่าหุ้น คือ การหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) หรือมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้น ณ วันนี้ โดยมีการประมาณเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับใน

อนาคตของหุ้น หรือเป็นการหาค่าปัจจุบันของหุ้นโดยคำนวณส่วนลดจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหุ้นนั้นในอนาคต ดังนั้นสิ่งที่ต้องพิจารณาต่อไปคืออัตราลดค่า (Discount Rate) หรือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ ซึ่งจะมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนคาดคะเนไว้ โดยผู้ลงทุนที่ซื้อหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงย่อมคาดหวังอัตราผลตอบแทน (ที่ต้องการ) สูง และในทางตรงกันข้ามผู้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลซึ่งนับว่ามีความเสี่ยงน้อยที่สุด ย่อมได้รับอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าผู้ลงทุนในหุ้นของบริษัทต่าง ๆ ดังนั้นผู้ลงทุนในหุ้นของบริษัท จะกำหนดอัตราผลตอบแทนที่ต้องการสูงกว่าที่ได้รับจากพันธบัตรรัฐบาล เพื่อชดเชยกับ

* หัวหน้าภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต : พบ.ม. (การจัดการด้านการเงิน) สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

ความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับ (Risk Premium) ดังนั้นอัตราลดค่าหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจะกำหนดจาก

1. **อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด** ซึ่งได้แก่อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาล

2. **อัตราผลตอบแทนชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับ** ความเสี่ยงดังกล่าวได้แก่

ความเสี่ยงจากธุรกิจ (Business Risk) เกิดจากความผันผวนของกำไร เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย ต้นทุนขายที่เพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้อาจจะเนื่องจากความล้มเหลวในการบริหารงานของผู้บริหาร ภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้น รสนิยมของผู้บริโภคมีการเปลี่ยนแปลง การขึ้นราคาของวัตถุดิบ ภาวะค่าจ้างแรงงานที่สูงขึ้น เหล่านี้เป็นต้น

ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เกิดจากการจัดหาเงินทุนของธุรกิจจากส่วนของหนี้สิน ทำให้เกิดภาวะผูกพันทางการเงินที่เป็นค่าใช้จ่ายประจำ ได้แก่ ค่าดอกเบี้ย การผ่อนชำระคืนเงินต้น ถ้ากำไรของธุรกิจเกิดความผันผวนทำให้ไม่สามารถชำระภาวะผูกพันทางการเงินได้ตามกำหนดเวลา จะก่อให้เกิดความเสี่ยงในการถูกฟ้องล้มละลายได้

ความเสี่ยงจากสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity Risk) เมื่อใดที่นักลงทุนต้องการจะเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นเงินสดสามารถจำหน่ายได้ทันทีที่ต้องการโดยมีผลขาดทุนน้อยที่สุด และเมื่อใดที่นักลงทุนต้องการซื้อหลักทรัพย์ก็สามารถซื้อได้ทันทีที่ต้องการในราคาที่สมเหตุสมผล จึงถือว่าเกิดสภาพคล่อง

สมมติว่านักลงทุนต้องการลงทุนในหุ้นของบริษัทแห่งหนึ่ง ปรากฏว่าขณะนั้นอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลประมาณ 12% และนักลงทุนกำหนดอัตราผลตอบแทนชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับประมาณ 8% ดังนั้นจะกำหนดอัตราลดค่าหรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการประมาณ 20% (12% + 8%) เมื่อนักลงทุนได้คำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นได้แล้ว จะต้องนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาดหรือราคาหุ้นที่ซื้อขายกันอยู่ในขณะนั้น โดยมีหลักในการเปรียบเทียบดังนี้

ถ้ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นมีราคาสูงกว่าราคาตลาด แสดงว่าหุ้นนี้ยังคงซื้อขายกันอยู่ในราคาต่ำกว่าความเป็นจริง จึงมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นได้ในอนาคต ผู้ลงทุนจึงควรซื้อหุ้นนี้ไว้เพราะมีโอกาสจะได้รับกำไรจากการขายหุ้นนั้นในอนาคต

ถ้ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นมีราคาต่ำกว่าราคาตลาด แสดงว่าหุ้นนี้ยังคงซื้อขายกันอยู่ในราคาสูงเกินความเป็นจริง จึงมีโอกาสที่ราคาตลาดจะลดต่ำลงได้ ถ้าผู้ลงทุนถือหุ้นนี้ไว้ก็ควรจะขายออกไปเพราะถ้าถือต่อไปอาจจะขาดทุนได้ แต่ถ้าไม่ได้ถือไว้ก็ไม่ควรซื้อเพิ่มเติม ให้รอจนกว่าราคาตลาดจะลดต่ำลงกว่ามูลค่าที่แท้จริงจึงค่อยซื้อหุ้นนั้น

ถ้ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นมีราคาเท่ากับราคาของตลาด แสดงว่าราคาตลาดเป็นราคาตามมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ผู้ลงทุนไม่ควรซื้อหรือขายหุ้นนั้นเพราะการที่ราคาจะมีการเปลี่ยนแปลงไปนั้นมีโอกาสเป็นไปได้น้อย ผู้ลงทุนจึงไม่ได้รับกำไรในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น

วิธีประเมินมูลค่าหุ้น
หุ้นที่กล่าวถึงในที่นี้จะหมายถึงเฉพาะหุ้นสามัญ เพราะหุ้นสามัญมีปริมาณการซื้อ

ขายกันมากที่สุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยหุ้นสามัญจะให้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล ที่ไม่ได้กำหนดไว้แน่นอน แต่ขึ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร และหุ้นสามัญจะไม่กำหนดอายุการไถ่ถอน ดังนั้นการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจะใช้วิธีการคำนวณมูลค่าที่แท้จริง โดยจะหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตทั้งหมดของหุ้นนั้น จึงต้องมีการประมาณกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต ซึ่งได้แก่ **เงินปันผล**

มูลค่าหุ้นสามัญที่คาดว่าจะขายได้และนำมาคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน ด้วยอัตราลดค่าหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ จะแบ่งเป็น 2 ประเภทคือ

- ก. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ที่ผู้ลงทุนตั้งใจถือตลอดไป
- ข. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ที่ผู้ลงทุนถือมีกำหนดระยะเวลา
- ค. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ที่ผู้ลงทุนตั้งใจถือตลอดไป กระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตคือ เงินปันผล จึงแบ่งวิธีการประเมินออกเป็น 3 ประเภทตามเงินปันผลที่ได้รับ

ก. 1 เงินปันผลได้รับเท่ากันทุกปีตลอดไป

$$P = \frac{D}{k}$$

P = มูลค่าปัจจุบันหรือมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ

D = เงินปันผลรับต่องวด

k = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ

เช่น หุ้นสามัญของบริษัทแห่งหนึ่งจ่ายเงินปันผล

25 บาทต่อหุ้นตลอดไป มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนี้ เมื่อผู้ลงทุนต้องการถือหุ้นนี้ตลอดไปและต้องการอัตราผลตอบแทน 20% เท่ากับ 125 บาท $\frac{25}{.20}$

ก.2 เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มขึ้นที่เท่ากันทุก ๆ ปี แต่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

$$P = \frac{D_0 (1+g)}{k-g}$$

D_0 = เงินปันผลที่ได้รับในปีปัจจุบัน
 g = อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล

เช่น หุ้นสามัญของบริษัทแห่งหนึ่งขณะนี้จ่ายเงินปันผลหุ้นละ 30 บาท อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลปีละ 15% ตลอดไป มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนี้ เมื่อผู้ลงทุนต้องการถือหุ้นนี้ตลอดไป และต้องการอัตราผลตอบแทน 20% เท่ากับ 690 บาท $\frac{30(1+.15)}{.20 - .15}$

ก.3 เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มขึ้นไม่เท่ากันทุกปี แต่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในที่นี้จะสมมติให้อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลที่ไม่เท่ากันจะแบ่งเป็นช่วง ๆ และต่อจากนั้นให้คงที่ตลอดไป โดยในช่วงแรก อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลปีละ 8₂% ตลอดไป

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 (1+g_1)^t + D_n (1+g_2) \times 1}{(1+k)^t} \times \frac{1}{k-g_2} \frac{1}{(1+k)^n}$$

เช่น หุ้นสามัญของบริษัทแห่งหนึ่งขณะนี้จ่ายเงินปันผลหุ้นละ 12 บาท อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล 3 ปีแรก ปีละ 10% ต่อจากนั้นปีละ 12% ตลอดไป มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนี้ เมื่อผู้ลงทุนต้องการถือหุ้นนี้ตลอดไป

และต้องการอัตราผลตอบแทน 15% เท่ากับ 425.02 บาท

$$P = \sum_{t=1}^3 \frac{12 (1+.10)^t + D_3 (1+.12) \times 1}{(1+.15)^t} \times \frac{1}{.15-.12} \frac{1}{(1+.15)^3}$$

ปีที่ เงินปันผล

1	$12 (1+.10)^1$	= 13.2
2	$12 (1+.10)^2$	= 14.52
3	$12 (1+.10)^3$	= 15.972

$$P = \frac{13.2}{(1+.15)} + \frac{14.52}{(1+.15)^2} + \frac{15.972}{(1+.15)^3} + \frac{15.972 (1+.12) \times 1}{.15-.12} \frac{1}{(1+.15)^3}$$

= 425.02 บาท

ข. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ที่ผู้ลงทุนถือมีกำหนดระยะเวลากระแสเงินสดที่ได้รับในอนาคต คือเงินปันผลและมูลค่าหุ้นสามัญที่คาดว่าจะขายได้ มูลค่าหุ้นสามัญที่คาดว่าจะขายได้มีการประมาณโดยใช้ Price Earniro Model คือประมาณโดยนำเอาอัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น หรือที่เรียกว่า P/E Ratio มาประยุกต์ใช้

$$P_n = (P/E)_n \text{ EPS}_n$$

P_n = มูลค่าที่คาดว่าจะขายได้ของหุ้นสามัญ ณ ปีที่ขาย

$(P/E)_n$ = อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น ณ ปีที่ขาย

EPS_n = กำไรสุทธิต่อหุ้น ณ ปีที่ขาย

สามารถแบ่งวิธีการประเมินออกเป็น 3 ประเภทตามเงินปันผลที่ได้รับ

ข. 1 เงินปันผลได้รับเท่ากันทุกปีตลอดไป

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

เช่น หุ้นสามัญของบริษัทแห่งหนึ่งจ่ายเงินปันผล 18 บาทต่อหุ้นตลอดไป นักลงทุนซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวตั้งใจจะถือหุ้นนี้ไว้เป็นเวลา 2 ปี คาดว่าปลายปีที่ 2 หุ้นของบริษัทจะมีกำไรต่อหุ้น 25 บาท และ P/E Ratio เท่ากับ 10 มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนี้ เมื่อผู้ลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน 16% เท่ากับ 216.69 บาท

$$P = \sum_{t=1}^2 \frac{18}{(1+.16)^t} + \frac{10 \times 25}{(1+.16)^2}$$

= 214.69 บาท

ข.2 เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มขึ้นที่เท่ากันทุก ๆ ปี

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 (1+g)^t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

เช่น หุ้นสามัญของบริษัทแห่งหนึ่งขณะนี้จ่ายเงินปันผลหุ้นละ 15 บาท อัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลปีละ 7% ตลอดไป นักลงทุนซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวตั้งใจจะถือหุ้นนี้ไว้เป็นเวลา 3 ปี คาดว่าปลายปีที่ 3 หุ้นของบริษัทจะมีกำไรต่อหุ้น 20 บาท และ P/E Ratio เท่ากับ 12 มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนี้ เมื่อผู้ลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน 18% เท่ากับ 183.18 บาท

$$P = \sum_{t=1}^3 \frac{15 (1+.07)^t}{(1+.18)^t} + \frac{12 \times 20}{(1+.18)^3}$$



ปีที่ เงินปันผล

1	$15(1+.07)^1$	=	16.05
2	$15(1+.07)^2$	=	17.1735
3	$15(1+.07)^3$	=	18.3757

$$p = \frac{16.05}{(1+.18)} + \frac{17.1735}{(1+.18)^2} + \frac{18.3757}{(1+.18)^2} + \frac{240}{(1+.18)^3}$$

$$= 183.18 \text{ บาท}$$

ข. 3 เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มขึ้นไม่เท่ากันทุกปี

$$p = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+k)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+k)^2} + \frac{+Dn-1(1+g_n)}{(1+k)^n} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

เช่น หุ้นสามัญของบริษัทแห่งหนึ่งขณะนี้จ่ายเงินปันผลหุ้นละ 12 บาท ปีหน้าคาดว่าจะมีอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล 5% ปีต่อไปคาดว่าจะมีอัตราการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล 7% นักลงทุนซื้อหุ้นสามัญดังกล่าว ตั้งใจจะถือหุ้นนี้ไว้เป็นเวลา 2 ปี คาดว่าปลายปีที่ 2 หุ้นของบริษัทจะมีกำไรต่อหุ้น 25 บาท และ P/E

Ratio เท่ากับ 12 มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนี้ เมื่อผู้ลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน 15% เท่ากับ 248 บาท

$$p = \frac{12(1+.05)}{(1+.15)} + 12.6(1+.67)$$

$$= \frac{12.6}{(1+.15)} + \frac{13.482}{(1+.15)^2} + \frac{12 \times 25}{(1+.15)^2}$$

$$= 248 \text{ บาท}$$

สรุป

การประเมินมูลค่าหุ้น คือการหามูลค่าหุ้นที่แท้จริงหรือมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้น ณ วันนี้ หรือเป็นการหาค่าปัจจุบันของหุ้น โดยคำนวณส่วนลดจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหุ้นนั้นในอนาคต การกำหนดอัตราลดค่าหรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ จะกำหนดจากอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด ซึ่งได้แก่อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลบวกกับอัตราผลตอบแทนชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับ

เมื่อนักลงทุนได้ประเมินหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้น จำต้องนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหุ้นนั้น โดยถ้ามีราคาสูงกว่าควรตัดสินใจซื้อหุ้น ถ้ามีราคาต่ำกว่าควรตัดสินใจขาย และถ้ามีราคาเท่ากันไม่ควรซื้อหรือขายหุ้นนั้น

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ จะแบ่งวิธีการประเมินหามูลค่าที่แท้จริงเป็น 2 ประเภท คือ ประเภทที่ผู้ลงทุนตั้งใจถือตลอดไป และประเภทที่ผู้ลงทุนถือมีกำหนดระยะเวลา นอกจากนี้ก็แบ่งย่อยตามลักษณะเงินปันผลที่จ่าย คือจ่ายเท่ากันทุกงวดตลอดไปหรือจ่ายในอัตราเพิ่มขึ้นเท่ากันทุกปีและจ่ายในอัตราเพิ่มขึ้นไม่เท่ากันทุกปี โดยแต่ละประเภทจะมีสูตรที่ใช้ในการคำนวณแตกต่างกันออกไป แต่อย่างไรก็ตามทุกวิธีคำนวณมีหลักเดียวกันคือหาค่าปัจจุบันโดยคำนวณส่วนลดจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของหุ้นนั่นเอง

บรรณานุกรม

ชนะใจ เดชวิทยากร การเงินธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต 2533.
 ทวี วิริยฑูรย์ และคนอื่น ๆ. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช 2529.
 ปันดดา อินทร์พรหม หลักและนโยบายการลงทุน. กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 2529.
 ประเสริฐ ประภาสโนบล หลักและนโยบายการลงทุน. กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต 2528.
 พิพัฒน์ พิทยาอัจฉริยกุล การประเมินมูลค่าหุ้นและข้อมูลสำหรับการลงทุน กรุงเทพมหานคร ม.ป.ท. ม.ป.ป.
 (อัดสำเนา)
 เพชร ชุมทรัพย์ หลักการลงทุน พิมพ์ครั้งที่ 6 กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2531.
 สมชาย ภคภาสวิวัฒน์ เทคนิคการลงทุนในหลักทรัพย์ กรุงเทพมหานคร ม.ป.ท. 2531 (อัดสำเนา)
 อำนาจ ลียาทิตย์กุล การวิเคราะห์หลักทรัพย์. กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2521.
 Alexander, Gordon J. and Francis, Jack Clark. **Portfolio Analysis**. 3rd ed. Englewood Cliffs : Prentice-Hall, 1986.
 Cohen, Jerome B., and others. **Investment Analysis and Portfolio Management**. 5th ed. Homewood : Irwin, 1985.
 Fuller, Russell J. and Farrell, James L. **Modern Investments and Security Analysis**. New York : McGraw-Hill
 Book, 1987.
 Van Horne, Janes c. **Financial Management and Policy**. 7th ed. Englewood Cliffs : Prentice-Hall, 1986.

