

GETTING STARTED IN VALUE INVESTING

เริ่มต้นอย่าง VI

ทุกสิ่งที่คุณควรรู้เกี่ยวกับการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า

โดย Charles s. Mizrahi
แปลและเรียบเรียง ดร.กศยา ลีฬหาวงศ์



www.fidelitypublishing.com



พิมพ์
กระดาษกอนสายตา

www.greenread.com



อ่านได้นาน

Getting Started in Value Investing

เรื่อง : เริ่มต้นอย่าง VI

เขียน : Charles S. Mizrahi

แปลและเรียบเรียง : ดร.กศยา ลิฬหาวงศ์

บรรณาธิการบริหาร : เอกสิทธิ์ หัสสร้างสี

บรรณาธิการ : ณัฏฐา หัสสร้างสี

ผู้ช่วยบรรณาธิการ : เพ็ญสุภาวงศ์ คาน

พิสูจน์อักษร : ศิริวรรณ ดินมรัมย์

ศิลปกรรมปก/รูปเล่ม : bluepixel

ISBN : 978-616-91628-1-0

FP - 14 - 0956 - 7 6 5 4 3 2 1

Copyright © 2008 by Charles S. Mizrahi

Thai language translation copyright © 2013 by Fidelity Publishing Co., Ltd.

All rights reserved.



www.fidelitypublishing.com

จัดพิมพ์โดย : สำนักพิมพ์ ฟิเดลิตี้

บริษัท ฟิเดลิตี้พับลิชชิง จำกัด

9/32 หมู่ 3 ซอยราชภัฏดี ถนนสตรีวิทยา 2

แขวงลาดพร้าว เขตลาดพร้าว

กรุงเทพมหานคร 10230

โทรศัพท์ 02-542-3421

www.fidelitypublishing.com

www.facebook.com/fpbook

email : info@fp.co.th

จัดจำหน่ายโดย : บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)

อาคารทีซีไอเอฟทาวเวอร์ ชั้นที่ 19 เลขที่ 1858/87-90 ถนนบางนา-ตราด แขวงบางนา

เขตบางนา กรุงเทพมหานคร 10260 โทรศัพท์ 02-739-8000

พิมพ์ที่ : บริษัท ด่านสุทธาการพิมพ์ จำกัด



สารบัญ

บทนำ	มูลค่าเป็นสิ่งที่มีความหมายอย่างแท้จริง	6
บทที่ 1	ความเข้าใจผิดห่าประการ เกี่ยวกับการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า	15
บทที่ 2	พื้นฐานการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า : บางสิ่งที่คุณต้องรู้	33
บทที่ 3	คำเตือนของตลาด : บทเรียนจากอดีต	52
บทที่ 4	บริษัทยอดเยี่ยมจะเป็นการลงทุนที่ดีเยี่ยมหรือไม่ : ยัดมันในแฮมป์ (ผู้ชนะ)	72
บทที่ 5	ใครคือผู้รับผิดชอบ? ผู้บริหาร : ทำความเข้าใจกับผู้บริหาร	87
บทที่ 6	การแข่งขัน : อุปสรรค หรือ โอกาส ความได้เปรียบในการแข่งขันที่ยั่งยืน	114

บทที่ 7	ตัวแปรสำคัญในการประเมินมูลค่า : พื้นฐานงบการเงิน	138
บทที่ 8	ตัวแปรสำคัญในการดำเนินงาน : ทำให้ตัวเลขมีชีวิตหรือมีความหมาย	160
บทที่ 9	เปรียบเทียบราคาหุ้นกับมูลค่าของบริษัท	179
บทที่ 10	ตัวคุณเองคือศัตรูที่ร้ายกาจที่สุด	215
บทที่ 11	บทสรุปเกี่ยวกับมูลค่า	228
คำศัพท์		252

บทนำ

มูลค่าเป็นสิ่งที่มีความหมายอย่างแท้จริง

ในช่วง 35 ปีที่ผมนำการลงทุนแบบหุ้นคุณค่ามาปฏิบัติ มันดูเหมือน
จะขัดกับลักษณะของมนุษย์ที่ชอบทำเรื่องง่ายให้เป็นเรื่องยาก

- วอเร็น บัฟเฟตต์

ในบ่ายวันที่หนาวเย็นของฤดูใบไม้ร่วงซึ่งเริ่มมืด เมื่อผมและแม่นั่งดื่มชา
สมุนไพรด้วยกัน แม่บอกผมว่า “ฉันไม่มีหัวทางการลงทุน อย่าเสียเวลาเลย”
แม่มักจะหลีกเลี่ยงสิ่งที่ทำให้รำคาญใจ เพราะสำหรับท่านการลงทุนและ
ทุกอย่างที่เกี่ยวกับการลงทุนเป็นเสมือนหลุมดำ มันเป็นสถานที่ที่ข้อมูลถูก
ส่งผ่านออกไปแล้วจะไม่ได้เห็นมันอีกเลย ผมจะตำหนิตานก็ไม่ได้ ตั้งแต่ผม
เป็นวัยรุ่นสิ่งที่แม่มักจะเห็นเสมอคือ ผมจะมีหนังสืออยู่ในมือหรือไม่ก็กำลัง
อ่านรายงานประจำปีฉบับล่าสุดของบริษัท กำลังจดบันทึกและคำนวณ
ตัวเลข และพ่อมักจะเป็นคนดูแลการเงินของครอบครัวเสมอและยังคงทำ
อยู่ แต่ผมก็ยังมีความรู้สึกว่าแม่ควรจะมีความรู้เกี่ยวกับการบริหารจัดการ
การเงินด้วยเหมือนกัน

หลังจากการวิงวอนของผมแม่ก็บอกว่า ผมมีเวลาสองนาทีก่อนที่
ยังไม่เข้าใจก็คงจะเป็นครั้งสุดท้ายที่แม่จะอยากได้ยินเกี่ยวกับเรื่องนี้ ใน
ระหว่างที่นั่งอยู่ในห้องครัว ผมรู้ว่านี่คือโอกาสเดียวเท่านั้นที่ผมมี และผม
ก็ไม่สามารถปล่อยให้ผ่านไปได้ “แม่จ่ายเงินสำหรับซื้อนมครึ่งแกลลอนไป
เท่าไรครับ”

แม่ตอบโดยไม่เสียเวลาสักอึดใจ “1.49 เหรียญ” หากแม่ไปที่ซูเปอร์มาร์เก็ตซึ่งขายนมในราคา 4.99 เหรียญ แม่จะซื้อไหมครับ “จะบ้าหรือไง ไม่มีทาง” นั่นคือคำตอบ และจะเป็นอย่างไรถ้ามันชนิดเดียวกันขายที่ซูเปอร์มาร์เก็ตอีกแห่งในราคา 0.79 เหรียญ แม่จะซื้อไหม “หากมีจริง บางทีแม่อาจจะซื้อ 3 เลย” แม่ยิ้มอย่างร่าเริง

“แม่ครับ” ผมบอก “แม่เพิ่งจะอธิบายแก่นแท้หรือสาระสำคัญของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า (Value Investing) ซึ่งก็คือ ซื้อเฉพาะเมื่อมูลค่าที่ได้รับมากกว่าเงินของคุณหรือพยายามมองหาต่อไป ส่วนที่เหลือคือคำอธิบายเพิ่มเติม”

ปฏิกิริยาของการเปลี่ยนน้ำสะอาดให้เป็นโคลน

ตลาดวอลสตรีทมีวิธีที่จะทำให้เรื่องเรียบง่ายกลายเป็นเรื่องซับซ้อน เหมือนพอมดแห่งออกซ์ วอลสตรีททำให้เกิดความซับซ้อน สับสน และน่ากลัวจนคนที่มีสติปัญญาปานกลางรู้สึกงงตัวเองไปเลย หลายครั้งที่วอลสตรีททำอย่างหนึ่งแล้วบอกนักลงทุนให้ทำในสิ่งตรงกันข้าม โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อนำเงินที่เก็บสำรองไว้ไปลงทุนในกองทุนรวม ฝ่ายการตลาดของกองทุนรวมจะแนะนำให้ซื้อหุ้นและถือไว้เป็นทศวรรษ แต่กระนั้นผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอซึ่งมีเงินจำนวนใกล้เคียงกัน กลับลงทุนในหุ้นเหล่านั้นโดยเฉลี่ยเพียง 9 เดือนเท่านั้น

“Getting Started in Value Investing (เริ่มต้นอย่าง VI)” จะข้ามผ่านและมองทะลุอุปสรรคทั้งหลายที่อยู่ในเส้นทางการตัดสินใจลงทุนที่ดี หลังจากอ่านหนังสือเล่มนี้แล้ว คุณจะเข้าใจวิธีการตัดสินใจที่รู้เท่าทันว่าควรซื้อหุ้นประเภทใด และที่สำคัญยิ่งกว่าคือ ควรหลีกเลี่ยงหุ้นประเภทใดได้เป็นอย่างดี คุณจะมีความพื้นฐานที่แข็งแกร่งเกี่ยวกับวิธีการที่ใช้ในตลาดวอลสตรีท

มากกว่า 70 ปี แต่คุณจะทำให้ได้ดีแค่ไหนนั้น ขึ้นอยู่กับความสำเร็จในการรักษา
อารมณ์ในการตรวจสอบของคุณ และหลีกเลี่ยงความนิยมล่าสุดในตลาด
วอลสตรีท

ตลาดหุ้นในยุคเข้าสู่ศตวรรษที่ 20

เมื่อ 100 ปีก่อน ตลาดหุ้นยังไม่มีกฎระเบียบที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นการ
ซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) และแม้แต่การปั่นราคา
หุ้นอย่างเปิดเผยก็เกิดขึ้นทั่วไป ซึ่งทำให้บุคคลทั่วไปเกิดความเสียเปรียบ
จนกระทั่งปี 1910 ตลาดหุ้นนิวยอร์ก (NYSE) ได้จัดตั้ง “Unlisted Depart-
ment” ขึ้นเป็นพิเศษ เพื่อดูแลบริษัทที่ไม่เปิดเผยข้อมูลใดๆ แม้แต่ข้อมูล
ทางการเงิน ในปี 1926 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นนิวยอร์ก 9 ใน
10 บริษัท ได้นำเสนอการตรวจสอบทางการเงินในบางรูปแบบแต่ก็ไม่ได้
เป็นการบังคับ จนกระทั่งมีการปฏิรูปในปี 1933 และ 1934 หุ้นจดทะเบียน
ที่เป็นที่ชื่นชอบจำนวนมากถูกขายอย่างไม่เป็นทางการ (เป็นการส่วนตัว)
ก่อนที่จะหุ้นจะถูกเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (ในระดับราคาที่สูงกว่า) ใน
ช่วงที่มีการบิดเบือนในทศวรรษที่ 1920 มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น
นิวยอร์กน้อยกว่า 100 บริษัทที่มีราคาคงที่ และดูเหมือนจะไม่มีสิ่งป้องกัน
ปัญหาเหล่านี้ที่มีประสิทธิภาพ

โดยที่มีข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้องไม่เพียงพอ นักลงทุนจึงซื้อและ
ขายหุ้นโดยอาศัยพรายกระซิบและความเชื่อทางไสยศาสตร์ เจ พี มอร์แกน
สถาบันการเงินที่มีอำนาจมากที่สุดในต้นทศวรรษที่ 1900 ได้กล่าวว่า
“เศรษฐกิจไม่ใช่โหราศาสตร์ แต่มหาเศรษฐีใช้” ซึ่งเป็นที่รู้จักกันไป

ในเวลาเดียวกันนักลงทุนก็ค้นหาสิ่งที่จะช่วยให้พวกเขาสามารถ
คาดการณ์ทิศทางราคาหุ้นในอนาคต และเมื่อเข้าสู่ศตวรรษที่ 20 ดับเบิลยู
ดี แกนน์ ซึ่งได้รับการยอมรับว่าเป็นบิดาผู้สร้างโหราศาสตร์ทางการเงิน

เชื่อว่า รูปแบบและแง่มุมพิเศษทางเรขาคณิตที่มีลักษณะเฉพาะเหล่านี้ จะสามารถนำมาใช้คาดการณ์การเคลื่อนไหวของราคา ในปี 1934 ทฤษฎีดาว (Dow Theory) ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวาง โดยทฤษฎีนี้จะใช้แนวโน้มของราคาหุ้นที่ใช้คำนวณดัชนีดาวโจนส์ (Dow Jones Industrial and Transportation Average) เป็นฐานในการศึกษา ต่อมาในปี 1938 ราล์ฟ เนลสัน อิลเลียตต์ ได้สร้างทฤษฎีคลื่นอิลเลียตต์ (Elliott Wave Theory) ซึ่งกล่าวว่าการซื้อขายในตลาดหุ้นจะเกิดขึ้นซ้ำเป็นวงจร ซึ่งสามารถแบ่งเป็นรูปแบบที่เขาเรียกว่า “คลื่น (Waves)” เส้นแสดงแนวโน้ม รูปแบบราคา โหราศาสตร์ และคลื่นเป็นเพียงบางวิธีที่นักลงทุนใช้คาดการณ์การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ผมไม่ได้ล้อเล่น วิธีการพิจารณาตลาดที่ต่างกันจะยังคงมีต่อไปอีกหลายปี

“ผู้เชี่ยวชาญจำนวนมากศึกษาสัญญาณการซื้อที่มากเกินไป (Overbought) สัญญาณการขายที่มากเกินไป (Oversold) รูปแบบหัวและไหล่ (Head-and-Shoulder Pattern) อัตราส่วนการซื้อ-ขาย (Put-Call Ratios) นโยบายของธนาคารกลางเกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียนของประเทศ การลงทุนจากต่างประเทศ การเคลื่อนไหวของกลุ่มดวงดาวบนท้องฟ้า และหม้อมอสส์บนต้นไม้ แต่พวกเขาก็ไม่สามารถทำนายทิศทางของตลาดด้วยหลักการที่เป็นประโยชน์ใดๆ เหล่านี้ได้มากไปกว่าเครื่องส่งสัญญาณที่สามารถบอกจักรพรรดิโรมันตอนที่ชาวฮั่นเข้าโจมตี”

- ปีเตอร์ ลินช์

ยุคเริ่มต้นของความคิดแนวใหม่

เบนจามิน เกรแฮม จบการศึกษาจากมหาวิทยาลัยโคลัมเบียในปี 1914 ด้วยวัยเพียง 20 ปี และได้รับการทาบทามให้ร่วมงานกับคณะใน 3 ภาควิชา

คือ ภาษาอังกฤษ ปรัชญา และคณิตศาสตร์ แต่เบนจามิน เกรแฮม กลับไปเสี่ยงโชคในตลาดดอลสตรีทในฐานะนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จากนั้นก็เป็นผู้บริหารกองทุน และในปี 1934 เบนจามิน เกรแฮม และเดวิด คอตต์ ได้ร่วมกันเขียนหนังสือ “การวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Security Analysis)” ซึ่งวางกรอบแนวทางการรู้สำหรับสิ่งที่ต่อมาภายหลังเรียกว่า การลงทุนแบบหุ้นคุณค่า (Value Investing) หนังสือเล่มนี้เหมาะสำหรับนักลงทุนมืออาชีพ การทำงานชิ้นนี้จึงเป็นเสมือนแสงสว่างส่องทะเลเมฆหมอกแห่งความสับสน ในปี 1949 เกรแฮมได้เขียนหนังสือเล่มใหม่ “The Intelligent Investor (นักลงทุนที่ชาญฉลาด)” ซึ่งจะมีลักษณะเดียวกับฉบับก่อน แต่ครั้งนี้จะมุ่งเน้นที่นักลงทุนที่เป็นบุคคลทั่วไป

วิธีการวิเคราะห์หุ้นของเกรแฮม สามารถสรุปได้ 3 ประเด็นหลักดังนี้

1. คิดเหมือนเจ้าของธุรกิจ เมื่อคุณลงทุนในหุ้น ให้ระลึกไว้ว่าคุณกำลังซื้อส่วนหนึ่งของธุรกิจ
2. ตลาดหุ้นต้องตอบสนองหรือรับใช้คุณ ไม่ใช่มาสั่งหรือชี้นำคุณ แนนอนที่ส่วนใหญ่แล้วตลาดหุ้นจะเป็นตัวกำหนดราคาของธุรกิจ อย่างไรก็ตาม มีบางช่วงเวลาเช่นกันที่ตลาดหุ้นกำหนดราคาธุรกิจสูงเกินไปหรือต่ำเกินไป
3. ซื้อหุ้นเฉพาะเมื่อราคาหุ้นและมูลค่าของธุรกิจมีความแตกต่างกัน ความแตกต่างยิ่งมาก “Margin of Safety (ส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย)” ของคุณก็ยิ่งมาก

ในหนังสือเล่มนี้ คุณจะได้เรียนรู้และรู้จักนักลงทุนบางคนที่ยิ่งรู้และเดินตามรอยเกรแฮมทั้งในฐานะที่เขาเป็นครูหรือนายจ้าง แต่ละคนจะยกความสำเร็จให้กับปรัชญาที่เกรแฮมวางรากฐานไว้เมื่อกว่า 70 ปีก่อน และมีประวัติและความร่ำรวยที่สามารถพิสูจน์ได้ว่าปรัชญานี้ใช้ได้ผล

นิสัยเดิมๆ ที่แก้ยาก

ในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา ได้มีการศึกษาและมีบทความที่เกี่ยวกับวิธีการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจำนวนมาก ซึ่งในบทสุดท้ายผมจะสรุปการศึกษาสำคัญที่กล่าวถึงเรื่องนี้ อย่างไรก็ตาม ไม่มีการศึกษาใดเลยที่ไม่พยายามพิสูจน์ว่า ตลาดมีประสิทธิภาพและไม่มีทางที่นักลงทุนจะสามารถเอาชนะตลาดได้ ตัวอย่างเช่น ในทศวรรษที่ 1970 Efficient Market Theory (EMT: ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ) ได้รับความนิยมอย่างมากในแวดวงนักวิชาการ โดยสรุป EMT กล่าวว่า นักลงทุนในตลาดทุกคนได้รับข้อมูลและปฏิบัติต่อข้อมูลทั้งหมดในทันทีที่เห็นแสงตะวัน คนที่เชื่อตามทฤษฎีนี้จะเชื่อว่าในตลาดหุ้นมีข้อมูลที่สมบูรณ์ ทันทีที่มีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นทุกคนจะได้รับและมีข้อมูลพร้อมกัน และราคาหุ้นก็จะสะท้อนถึงความรู้และความคาดหวังของนักลงทุนทุกคน

กล่าวอีกนัยหนึ่ง อย่าเสียเวลาในการวิพากษ์บริษัทเลยเพราะมันไม่มีประโยชน์ หากเป็นเช่นนั้นผู้สนับสนุนทฤษฎี EMT จะมีวิธีการลงทุนอย่างไร เนื่องจากการเลือกหุ้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหุ้นนั้นเป็นไปได้ พวกเขาจึงซื้อกองทุนดัชนีหุ้นและมีความสุขกับการได้รับผลตอบแทนที่เท่ากับตลาดหุ้น แต่ข้อบกพร่องที่สำคัญของทฤษฎีนี้ก็คือ การมองข้ามและไม่สนใจเหตุผลสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ตลาดหุ้นไม่มีประสิทธิภาพในการประเมินราคาบริษัท ซึ่งก็คืออารมณ์ของมนุษย์ เมื่อพูดถึงเรื่องเงิน ทุกคนเกลียดการสูญเสีย ในช่วงที่ตื่นตระหนกนักลงทุนจะไม่เลือกซื้อของมูลค่า 1 เหรียญที่ขายในราคาเพียง 50 เซ็นต์ และยังพยายามหลีกเลี่ยงอีกด้วย เมื่อความกลัวเข้าครอบงำ ตลาดวอลสตรีตตลาดที่มีประสิทธิภาพก็จะกลายเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ แต่คณะบริหารธุรกิจก็ยังคงสอนทฤษฎี EMT อย่างต่อเนื่อง และในฐานะนักลงทุนแบบหุ้นคุณค่า คุณก็ควรจะดีใจที่วอลเรน บัฟเฟตต์ มีมุมมองที่ดีเกี่ยวกับทฤษฎี EMT และได้เขียนไว้ว่า

ไม่ว่าเป็นการโต้แย้งกันเรื่องใด “การเงิน ความคิด หรือปรัชญา” มันก็เป็นประโยชน์อย่างมากที่จะมีฝ่ายตรงข้ามที่เคยถูกสอนว่ามันไม่มีประโยชน์เลยแม้แต่การลองคิด ซึ่งมีคนกล่าวประชดว่า นักลงทุนที่ใช้วิธีการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนในระยะยาวสูงกว่าตลาดนั้น ควรจะบริจาคเงินอย่างถาวรเพื่อให้แน่ใจว่าจะมีการสอนทฤษฎี EMT ตลอดไป

สิ่งที่คุณจะได้พบในหนังสือเล่มนี้

หนังสือเล่มนี้ผมเขียนสำหรับบุคคลทั่วไปที่ต้องการเข้าใจเรื่องต่างๆ ที่เกี่ยวกับการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า (Value Investing) เมื่อคุณอ่านหนังสือเล่มนี้จบคุณจะเป็นหนึ่งในนักลงทุนที่สามารถพิจารณาตลาดหุ้นและสิ่งรอบวงได้ชัดเจนและมีจิตใจที่สงบสุขมากขึ้น

บทที่ 1 จะศึกษาอย่างละเอียดเกี่ยวกับความเข้าใจผิดทั่วไปของนักลงทุนเกี่ยวกับการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าที่พบบ่อยที่สุด และอธิบายเหตุผลที่สิ่งเหล่านี้ใช้ไม่ได้ผลในโลกความเป็นจริง ในบทที่ 2 ผมจะอธิบายพื้นฐานและตรรกะที่สำคัญของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า คุณจะเข้าใจเหตุผลที่ทำให้หลักการนี้ เป็นวิธีการเดียวที่สามารถทนทานต่อการทดสอบของกาลเวลา

ต่อจากพื้นฐานเหล่านี้ ในบทที่ 3 จะให้กรอบการลงทุนในหุ้น และจะอธิบายความสมเหตุสมผลในการที่คุณจะเอาใช้ทั้งหมดไว้ในตะกร้าใบเดียวและทำให้ผลตอบแทนโดยรวมของคุณดีขึ้น ในบทที่ 4 จะตรวจสอบแนวคิดสำคัญอีกแนวคิดหนึ่ง ซึ่งก็คือ การค้นหาธุรกิจที่เป็นแชมป์อย่างแท้จริง ในบทที่ 5 ผมจะอธิบายถึงความสำคัญของการเลือกธุรกิจที่ไม่เพียง

แต่ดีเยี่ยมเท่านั้น แต่จะต้องมีผู้บริหารที่ดีด้วย ซึ่งจะเป็นการเพิ่มมูลค่าได้อีกวิธีหนึ่ง บทที่ 6 จะพูดถึงความสำคัญของการแข่งขันและเหตุผลที่ทำให้บริษัทมีความได้เปรียบในการแข่งขันที่แข็งแกร่งและยั่งยืน

บทที่ 7 และ 8 จะอธิบายงบการเงินของบริษัทอย่างง่าย ๆ วิธีการอ่านงบการเงินและการตีความหมาย สิ่งที่คุณต้องใช้เป็นพื้นฐานในการหามูลค่า ในบทที่ 9 ผมจะเชื่อมโยงแนวคิดทั้งหมด โดยการอธิบายความแตกต่างระหว่างราคาและมูลค่า และวิธีพิจารณาสิ่งที่คุณควรจ่ายสำหรับหุ้นส่วน ในบทที่ 10 จะทบทวนความผิดพลาดที่เกี่ยวกับวิธีลงทุนบางประการของพวกเขารวมถึงเหตุผล ในฐานะนักลงทุนแบบหุ้นคุณค่า คุณควรทำให้กระบวนการตัดสินใจของคุณง่ายขึ้น ด้วยการยึดมั่นกับความคิดที่จะลองและหาความจริง และในบทที่ 11 จะสรุปแนวคิดบางประการ

คำถามสำคัญ

วอเรน บัฟเฟตต์ เคยกล่าวว่า ความฉลาดไม่ได้เป็นเครื่องรับประกันความสำเร็จในการลงทุน เขาตั้งข้อสังเกตว่า ใครก็ตามที่มีไอคิว 125 นั้นเกินความจำเป็นหรือไร้ประโยชน์ในการประเมินมูลค่าการลงทุน คุณไม่จำเป็นต้องเป็นเด็กที่ฉลาดที่สุดในชั้นเรียน และหากคุณไม่เก่งคณิตศาสตร์หรือไม่ชอบตัวเลขแล้วจะทำอย่างไร แต่นั่นอาจจะเป็นข้อได้เปรียบของคุณ เพราะคุณจะไม่จมอยู่กับการวิเคราะห์ที่ละเอียดเกินไป และสามารถมุ่งเน้นไปที่ปัจจัยที่กระตุ้นให้พอร์ตโฟลิโอหรือธุรกิจ (หุ้น) ที่คุณจะซื้อดีขึ้น แทนที่จะใช้เวลาไปกับการพิจารณางบกระแสเงินสด โดยการถามคำถามเหล่านี้กับตัวเองเช่น ธุรกิจนี้มีความเสี่ยงอะไร ผู้บริหารเปิดเผยตรงไปตรงมาหรือไม่ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือคุณสมบัติหรือข้อมูลเชิงคุณภาพที่หาจากตัวเลขไม่ได้

อาชีพการงานในปัจจุบันของคุณก็ไม่ใช่อุปสรรคเช่นกัน นักลงทุน

แบบหั่นคุณค่าที่ยิ่งใหญ่ล้วนแต่มาจากอาชีพต่างๆ เช่น นักกฎหมาย (ชาร์ลี มังเกอร์) พนักงานขายไอปีเอ็ม (ริค คูริน) นักเคมี (ทอม เนปป์) ผู้บริหารบริษัทโฆษณา (สแตน เพิร์ลมิเตอร์) นักเรียนชั้นมัธยม (วอเตอร์ ชลอสส์) เป็นต้น คนทั่วไปสามารถเข้าใจแนวคิดหรือหลักการของการลงทุนแบบหั่นคุณค่าได้ภายในเวลา 5 นาทีหรือน้อยกว่า และนั่นคือประเด็นสำคัญ มันไม่ซับซ้อนหรือมีเทคนิคมากเกินไป ซึ่งคุณก็สามารถทำได้

“มันเป็นเรื่องที่ไม่ธรรมดาสำหรับผมที่แนวคิดในการซื้อสินทรัพย์มูลค่า 1 เหรียญ ในราคา 40 เซนต์ จะมีคนสามารถเข้าใจได้ในทันที หรือไม่ก็ไม่ได้เข้าใจเลย”

- วอเรน บัฟเฟตต์

เปิดหน้าต่อไป แล้วมาเริ่มกันเลย

บทที่ 1

ความเข้าใจผิดห่าประการ เกี่ยวกับการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า

เรารู้กันมานานแล้วว่า มีเฉพาะการวิเคราะห์หุ้นของนักพยากรณ์เท่านั้นที่ทำให้หมดเหตุดี
แม้ในตอนนี้อาร์ลีและผมก็ยังเชื่อว่า การคาดการณ์ตลาดในระยะสั้นนั้นเป็นยาพิษ
และควรระวังภัยจากมือเด็กและผู้ใหญ่ในตลาดที่ทำตัวเป็นเด็ก

- วอเร็น บัฟเฟตต์

ทุกครั้งที่ผมไปงานปาร์ตี้เพื่อน ๆ
และคนรู้จักมักจะถามความเห็นของ
ผมเกี่ยวกับข่าวเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นใน
แต่ละวัน ตัวอย่างเช่น หากสื่อกำลัง
พูดถึงดัชนีหุ้นดาวโจนส์ (DJIA) ที่
ปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดเวลา หรือ
รายงานการว่างงานที่ออกมาดีกว่า
ที่คาด สำหรับคนที่รู้ว่าผมบริหาร
กองทุนและเขียนบทความด้านการ
ลงทุน มักต้องการรับฟังความเห็นของ
ผมเกี่ยวกับสถานการณ์ปัจจุบันทาง
ด้านเศรษฐกิจ ซึ่งแต่ละครั้งที่ถูกถาม
ผมก็จะตอบเหมือนเดิมคือ “ผมไม่รู้
จริงๆ” ว่ามันกระทบต่อตลาดหุ้นหรือ

DJIA (Dow Jones Industry Average: ดัชนีหุ้นดาวโจนส์)

ดัชนีของหุ้น 30 ตัวที่ซื้อขายใน
ตลาดหุ้นนิวยอร์ก เป็นดัชนีที่
รู้จักอย่างกว้างขวางและใช้วัด
สุขภาพและทิศทางของตลาดหุ้น
โดยรวม

การลงทุนแบบหุ้นคุณค่า (Value Investing)

วิธีการประเมินราคาของธุรกิจ
และซื้อหุ้นในราคาต่ำกว่า
มูลค่า

Top-Down Approach

การหาโอกาสการลงทุนด้วยการ
คาดการณ์ที่เกี่ยวกับอนาคต การ
พิจารณาผลตอบแทน
การลงทุน จากนั้นจึงเลือก
หลักทรัพย์ที่เหมาะสม

Bottom-Up Approach

วิธีระบุโอกาสการลงทุนด้วย
การวิเคราะห์งบการเงินและ
คาดการณ์แนวโน้มของบริษัท
โดยละเอียด

ระบบเศรษฐกิจอย่างไร” ผมพยายาม
จะไม่ปฏิเสธหรือบอกปิดแต่ผมก็ไม่รู้
จริงๆ อันที่จริงในเวลาที่ดีตสันใจข้อ
หั้นผมไม่ได้สนใจปัจจัยเหล่านั้นเลย

วิธีการจากบนลงล่าง (Top-Down Approach) และวิธีการจากล่างขึ้นบน (Bottom-Up Approach)

ผมมีข้อได้เปรียบที่ใช้วิธีจากล่างขึ้น
บน (Bottom-Up Approach) เพราะ
ผมปฏิบัติตามปรัชญาการลงทุนแบบ
หุ้นคุณค่า ซึ่งหมายถึงการค้นหา
โอกาสการลงทุนแต่ละครั้งด้วยการ

วิเคราะห์งบการเงิน ตรงข้ามกับนักลงทุนอาชีพส่วนใหญ่ที่ใช้วิธีจากบนลง
ล่าง (Top-Down Approach) ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะผิดมากกว่า ลองพิจารณา
ความแตกต่างของวิธี Top-Down และ Bottom-Up แล้วค่อยตัดสินใจว่าวิธี
ใดจะมีความไม่แน่นอนมากกว่ากัน

Top-Down Approach

ผู้บริหารเงินรายใหญ่ที่สุด 100 ราย ลงทุนในหุ้นมูลค่ารวม 6.8 ล้านล้านเหรียญ
หรือ 52% ของมูลค่าตลาดรวมของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา มีผู้บริหาร 18
คนซึ่งแต่ละคนบริหารเงินลงทุนในตราสารทุนของสหรัฐอเมริกามูลค่ากว่า
100 พันล้านเหรียญ และมีผู้บริหารอีก 4 คน ที่ดูแลการลงทุนที่มีมูลค่า 400

พันล้านเหรียญหรือมากกว่า

การบริหารเงินในสัดส่วนที่สูงมากเหล่านี้ ผู้จัดการมักจะใช้วิธี Top-Down ในการตัดสินใจลงทุนในตัวหุ้น ซึ่งประกอบด้วย 3 ขั้นตอน

1. คาดการณ์เกี่ยวกับอนาคต
2. พิจารณาผลกระทบของอนาคตที่จะมีต่อการลงทุน
3. ตัดสินใจ ซื้อ-ขาย

วิธีการนี้มีความเสี่ยงค่อนข้างมาก เพราะในแต่ละขั้นตอนล้วนมีโอกาสที่จะผิดพลาดและคลาดเคลื่อน โดยทั่วไปผู้บริหารเงินที่ใช้วิธีนี้จะ คาดการณ์อนาคตโดยการมองภาพรวมหรือภาพใหญ่ เมื่อผ่านอุปสรรคนี้ไปได้แล้ว พวกเขายังต้องเผชิญกับการวิเคราะห์ผลกระทบที่จะมีต่อการตัดสินใจลงทุนในภาคอุตสาหกรรมและบริษัทเพื่อให้ได้มูลค่าคาดการณ์ที่สูงที่สุด หากการกระทำเช่นนั้นไม่ยากจนเกินไปพวกเขาก็สามารถซื้อและขายหุ้นก่อนที่นักลงทุนอื่นๆ ในตลาดวอลสตรีทจะซื้อขายเหมือนกัน ซึ่งจะทำให้ราคาเพิ่มขึ้นและลดโอกาสการทำการกำไรที่ควรจะมีของพวกเขา

ตอนนี้ลองพิจารณาตัวอย่างขั้นตอนต่างๆ ของนักลงทุนที่ใช้วิธี Top-Down จะต้องดำเนินการให้ถูกต้องเพื่อให้การตัดสินใจนั้นสามารถทำกำไรได้ ในตาราง 1.1 แสดงผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอของสหรัฐอเมริกา

ตาราง 1.1 แบบฝึกหัดของวิธี Top-Down

1. คาดการณ์ภาพใหญ่/ภาพรวม	เศรษฐกิจอเมริกาอ่อนแอ
2. สรุปผลจากการคาดการณ์	ค่าเงินสหรัฐจะอ่อนลง
3. ขอบเขตการลงทุน	บริษัทอเมริกันที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศจำนวนมาก
4. การลงทุนเฉพาะเจาะจง	Coca-Cola, IBM, Pfizer และอื่นๆ
5. จังหวะเวลา	ต้องซื้อก่อนนักลงทุนอื่นๆ

นักลงทุนแบบ Top-Down จะต้องเผชิญกับสิ่งที่ไม่รู้มากมาย และต้องทำงานแข่งกับเวลา ตัวอย่างเช่น หากนักลงทุนแบบ Top-Down คาดการณ์ภาพรวม สรุปผลการคาดการณ์ และขอบเขตการลงทุนได้อย่างถูกต้อง (คือ เศรษฐกิจอเมริกาที่อ่อนแอจะเป็นสาเหตุให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนลง ทำให้บริษัทที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศจำนวนมากมีกำไรเพิ่มขึ้น เนื่องจากได้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน) แต่พวกเขาก็ยังผิดพลาดได้ จากการเลือกลงทุนในตัวหุ้นที่ไม่ถูกต้อง (เช่น ซื้อหุ้น Coca-Cola แทนที่จะซื้อ IBM) และอาจจะขาดทุนในการซื้อขายหุ้น นอกจากนั้นพวกเขาก็ต้องซื้อหุ้นนั้นๆ (เช่น Coca-Cola, IBM, Pfizer ฯลฯ) ก่อนผู้บริหารเงินอื่นๆ อีกนับพันคน ซึ่งล้วนแต่คาดการณ์ภาพรวมในทิศทางเดียวกัน

ผู้บริหารเงิน

(Money Managers)

เป็นบุคคลที่รับผิดชอบในการซื้อและขายหลักทรัพย์ในพอร์ตโฟลิโอ โดยได้รับค่าธรรมเนียม (Fee) เป็นการตอบแทน

ในการซื้อหุ้นนั้นๆ พวกเขา

Margin of Safety จำนวนมากน้อยเพียงใด การซื้อของพวกเขาไม่ได้อยู่บนพื้นฐานของมูลค่า (Value) แต่ขึ้นกับว่าบริษัทไหนจะมีราคาเพิ่มขึ้นได้เร็วที่สุดโดยไม่คำนึงถึงระดับราคาหุ้น และปัญหาสุดท้ายของนักลงทุนแบบ Top-Down คือ เมื่อไหร่ที่แนวโน้มนั้น

จะเริ่มต้น การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในปัจจุบันสะท้อนถึงปัจจัยเหล่านั้นไปแล้วเล็กน้อยเพียงใด สำหรับผม วิธี Top-Down ในแต่ละขั้นตอนเต็มไปด้วยความเสี่ยงและไม่ได้แสดงถึง Margin of Safety ที่จะทำให้ผมพึงพอใจ

Bottom-Up Approach

วิธี Bottom-Up เป็นวิธีการของนักลงทุนที่ปฏิบัติตามปรัชญาการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า ซึ่งปฏิบัติได้ง่ายกว่ามากและไม่ต้องประมาณการสถานการณ์ที่ไม่สามารถรู้ได้ นักลงทุนแบบ Bottom-Up จะดูที่ตัวหุ้นในช่วงเวลาหนึ่ง และใช้การวิเคราะห์แบบเก่าที่ดี เช่น การอ่านรายงานประจำปีของบริษัท และแบบรายงาน 10-K ที่ส่งให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC หรือ ก.ล.ต.) หลังจากประเมินราคาบริษัทและพิจารณาราคาเหมาะสมที่สมควรจ่ายแล้ว (ซึ่งรวมถึง Margin of Safety) พวกเขา ก็จะตรวจสอบราคาหุ้นที่กำลังซื้อขาย

หากราคาที่ซื้อขายในปัจจุบันของหุ้นนั้นต่ำกว่าราคาของธุรกิจที่พวกเขาประเมินมูลค่าได้ พวกเขาก็จะเข้าซื้อหุ้นและรอคอยให้ราคาเพิ่มขึ้นด้วยความอดทนแค่นั้นเอง แต่ในระยะสั้นไม่ว่าเศรษฐกิจ ตลาดหุ้น หรือค่าเงินดอลลาร์สหรัฐจะเป็นอย่างไรก็ไม่ค่อยมีความสำคัญ หากนักลงทุน Bottom-Up สามารถซื้อหุ้นที่มีมูลค่า 1 เหรียญในราคา 70 เซ็นต์ กล่าวอีกนัยหนึ่ง วิธีการนี้สามารถอธิบายโดยสรุปว่า “ซื้อในราคาที่ถูกลงแล้วลืมนั่น” (ถือลงทุนยาวๆ)

รายงานประจำปี (Annual Report)

หนังสือที่จัดเตรียมโดยผู้บริหาร อธิบายสถานการณ์ทางการเงิน และการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจะแจกจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นประจำทุกปี

แบบฟอร์ม 10-K (SEC Form 10-K)

รายงานที่ผ่านการตรวจสอบ
ที่นำเสนอคณะกรรมการกำกับ
หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
(ก.ล.ต.) ประจำปี เหมือนกับ
รายงานประจำปีที่ส่งให้ผู้ถือหุ้น
หุ้น แต่รายงานนี้มีข้อมูลทั้ง
ด้านการเงินและไม่ใช่การเงินที่
ละเอียดมากกว่า

ส่วนที่ยากของนักลงทุนแบบ
Bottom-Up ก็คือไม่ค่อยมีกิจกรรม
แต่จงจำไว้ว่า ตลาดมักจะมีรางวัลให้
กับความอดทนเสมอ ซึ่งอาจต้องใช้
เวลาเป็นเดือนหรืออาจจะหลายปีกว่า
ที่ตลาดจะให้รางวัลกับความอดทน
ของคุณ แต่ถ้าคุณมีจิตใจที่มั่นคงไม่
อ่อนไหวไปตามการหมุนเวียนรายวัน
ของตลาดหุ้น คุณก็จะได้รับรางวัล
เมื่อราคาที่คุณจ่ายเพื่อซื้อหุ้นนั้นเพิ่ม
ขึ้นตามมูลค่าของธุรกิจ

หากคุณปฏิบัติเช่นเดียวกับนักลงทุนแบบ Bottom-Up ปัจจุบันที่คุณไม่รู้
ส่วนใหญ่จะอยู่ภายใต้การควบคุมของคุณ เพียงแต่การประเมินราคาบริษัท
ตอนที่คุณซื้อหุ้นจะต้องถูกต้องเท่านั้น หากคุณใช้เวลาในการค้นหามูลค่าของ
ธุรกิจ และแน่ใจว่าส่วนต่างระหว่างมูลค่าที่ประเมินได้และราคาซื้อขายมีมาก
พอ (ส่วนต่างยิ่งกว้าง Margin of Safety ก็ยิ่งมาก) คุณจะสามารถประมาณ
การความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ และได้รับรางวัลจากการลงทุนของคุณ

ตัวอย่างเช่น หากผลการวิเคราะห์ของคุณสรุปได้ว่า บริษัท Coca-Cola
มีมูลค่า 50 เหรียญต่อหุ้น และปัจจุบันหุ้นของบริษัทซื้อขายอยู่ที่ราคา
35 เหรียญต่อหุ้น หรือราคาซื้อขายปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่า 30% ซึ่งคุณรู้อยู่
แล้วว่าจะทำกำไรจากการลงทุนได้ 43% ดังนั้นแม้คุณจะประเมินมูลค่า
ผิดพลาด และในความเป็นจริงมูลค่าควรจะเท่ากับ 45 เหรียญต่อหุ้น คุณ
ก็ยังสามารถเดินจากไปพร้อมกำไรถึง 29% (มูลค่าเท่ากับ 45 เหรียญ คุณ
ซื้อที่ราคา 35 เหรียญ ผลต่าง 10 เหรียญก็คือกำไร 29%)

1. ประเมินมูลค่าได้ 50 เหรียญ ไปด้วยราคาในตลาดที่ 35 เหรียญ คุณจะมี Margin of Safety 30%
2. เมื่อคุณซื้อหุ้นที่ราคา 35 เหรียญ แต่มูลค่าที่แท้จริงเท่ากับ 50 เหรียญ ส่วนต่าง 15 เหรียญ จะทำกำไรให้คุณเท่ากับ 43%

เกมที่ง่ายกว่า

จากตัวอย่างข้างต้นคงจะทำให้คุณเห็นประเด็นและบอกได้ว่าวิธีไหนจะทำให้คุณนอนหลับในตอนกลางคืนได้สบายกว่ากัน เมื่อคุณใช้วิธี Bottom-Up โอกาสที่จะเกิดความคลาดเคลื่อนและความเข้าใจผิดตลอดกระบวนการ จะมีโอกาสน้อยกว่าการประมาณการเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาหรือระดับอัตราเงินเฟ้อในช่วง 5 ปีข้างหน้า ปีเตอร์ ลินซ์ ผู้บริหารกองทุนและผู้เป็นตำนาน มีคำแนะนำที่ดีมากเกี่ยวกับการประมาณการหรือการคาดการณ์

ไม่มีใครสามารถทำนายหรือคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย
ทิศทางเศรษฐกิจในอนาคต หรือตลาดหุ้นได้ เลิกคิดถึงการ
คาดการณ์เหล่านั้นทั้งหมด แล้วสนใจเฉพาะสิ่งที่กำลังเกิด
ขึ้นจริงกับบริษัทที่คุณลงทุน

การยึดมั่นกับสิ่งที่คุณสามารถรู้ได้จะง่ายกว่าการพยายามวิเคราะห์
สิ่งที่คุณไม่สามารถจะรู้ได้

ปัญหาใหญ่ที่สุดของนักลงทุนแบบ Top-Down ที่ผมเห็นก็คือ การ
ตัดสินใจเมื่อการลงทุนไม่มีเหตุผลอีกต่อไป หรือเมื่อรู้ว่าพวกเขาทำผิดพลาด
พวกเขาจะต้องคาดการณ์การประมาณการที่คลาดเคลื่อนต่อไป หากพวกเขา
ทำนายหรือคาดการณ์ว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐจะอ่อนค่าลง จากนั้นพวกเขา
ก็ต้องคาดการณ์ต่อไปว่าจะมีผลกระทบจากการคาดการณ์นี้มากน้อยเพียงใด

นั่นคือสิ่งที่นักลงทุนแบบ Bottom-Up ไม่ต้องเสียเวลาไปกังวลกับสิ่ง
เหล่านั้น หากบริษัทมีผู้บริหารใหม่ หรือซบพลายเออร์ หรือช่องทางการขาย
เกิดปิดกะทันหัน นักลงทุนแบบ Bottom-Up จะสามารถประเมินผลกระทบ
และประมาณการสถานการณ์ใหม่ได้อีก แต่สำหรับนักลงทุนแบบ Top-Down

ประวัติ : วอเรน บัฟเฟตต์

บัฟเฟตต์เป็นบุคคลที่ร่ำรวยเป็นอันดับสองของโลก (รองจาก บิล เกตส์ ผู้ก่อตั้งบริษัท ไมโครซอฟท์) ด้วยสินทรัพย์สุทธิมูลค่าประมาณ 52 พันล้านเหรียญ และเป็นนักลงทุนผู้ยิ่งใหญ่ที่สุดในศตวรรษที่ผ่านมา ปรากฏแห่งโอมาฮาเป็น ซีอีโอและผูถือหุ้นใหญ่ที่สุดของ เบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ เขาจบการศึกษาจากมหาวิทยาลัย เนบราสกา และปริญญาโทจากคณะ บริหารธุรกิจมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย หนึ่งในความสำเร็จของเขาคือ บัฟเฟตต์ เป็นเพียงคนเดียวที่ได้รับเกรด A+ จาก เบนจามิน เกรแฮม ในชั้นเรียน การวิเคราะห์หลักทรัพย์

บัฟเฟตต์ซื้อธุรกิจที่เขาเข้าใจ มีผู้บริหารที่มีความสามารถอยู่ในตำแหน่ง มีความได้เปรียบในการแข่งขันที่ยั่งยืน และ จะซื้อเมื่อราคาน่าสนใจเท่านั้น จากปี 1965 ถึง ปี 2006 เบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ มีผลตอบแทนจากการลงทุนโดยเฉลี่ย 21.4% ต่อปี ในขณะที่ดัชนี S&P 500 มีกำไรเพียง 10.4% ต่อปี เงินลงทุน 10,000 เหรียญ ใน เบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ ในปี 1965 จะมีมูลค่าประมาณ 36 ล้านเหรียญในปัจจุบัน

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.: SEC) หน่วยงานของรัฐบาลที่รับผิดชอบดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และบังคับใช้กฎหมายและกฎระเบียบต่างๆ ของรัฐบาล

ไม่มีคำตอบที่ชัดเจน ดีที่สุดที่พวกเขาจะทำได้ก็คือ ปรับเปลี่ยนการตัดสินใจ ซึ่งหากกระทำในช่วงที่ร้อนรนก็มักจะผิดพลาด นอกจากตรรกะและขั้นตอนที่เรียบง่ายของการลงทุนแบบ Bottom-Up แล้ว ผมรับรองว่า คุณจะนอนหลับสนิทในตอนกลางคืน และสำหรับผม มันคุ้มค่าด้วยประการทั้งปวง

ความเข้าใจผิดเกี่ยวกับการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าที่พบโดยทั่วไป

ก่อนที่จะเราจะไปกันต่อ ผมขอใช้เวลาและพูดถึงความเข้าใจผิดๆ ที่คนส่วนใหญ่มีเกี่ยวกับการใช้วิธีการประเมินมูลค่าในการลงทุนในหุ้น นักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจะไม่ยอมให้คนอื่นเข้าครอบงำความคิดของพวกเขา คือ พวกเขาจะซึมซับข้อเท็จจริงและจากนั้นก็ตัดสินใจ การคิดอย่างอิสระเป็นเครื่องหมายการค้าของ

นักลงทุนแบบหุ้นคุณค่า เบนจามิน เกรแฮม กล่าวว่า “หากคุณได้ซื้อสรุปจากข้อเท็จจริงและรู้ว่าการตัดสินใจของคุณถูกต้อง ก็ดำเนินการไปเลย แม้ว่าคนอื่นๆ จะไม่เห็นด้วยหรือมีความเห็นแตกต่างก็ตาม คุณอาจจะไม่ถูกหรือไม่ผิด เพราะคนส่วนใหญ่ไม่เห็นด้วยกับคุณ คุณอาจจะถูกเพราะข้อมูลของคุณและเหตุผลของคุณถูกต้อง”

1. ข้อมูลจำนวนมากที่จำเป็นต่อการวิจัยหุ้นนั้นจะมีค่าใช้จ่ายมากเกินไป มีความยากลำบากในการหาข้อมูล และเข้าใจได้ยาก ผมไม่ใช่แฟนตัวจริงของหน่วยงานใดของรัฐ แต่ผมก็ยอมรับในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ข้อบังคับและกฎเกณฑ์จำนวนมากของ ก.ล.ต. ถูกออกแบบเพื่อส่งเสริมให้มีการเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนอย่างเพียงพอ และป้องกันนักลงทุนจากการถูกฉ้อโกง เนื่องจาก ก.ล.ต. กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยข้อมูลจำนวนมาก

การวิจัยของคุณส่วนใหญ่แม้จะไม่ใช่ทั้งหมด สามารถทำได้โดยการอ่านรายงานประจำปีของบริษัท ทุกสิ้นปีบริษัทจะส่งรายงานประจำปีให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกราย เพื่อรายงานสิ่งที่บริษัทดำเนินการในช่วงปีที่ผ่านมา และสิ่งที่บริษัทวางแผนจะดำเนินการ รวมทั้งความท้าทายที่บริษัทจะต้องเผชิญ ประธานกรรมการของบริษัทหรือซีอีโอ จะเป็นผู้เขียนรายงาน ทันทีที่คุณได้รับข้อมูลอดีต เช่น แผนภาพ แผนภูมิ และภาพสถิติของพนักงานที่ยิ้มแย้มแจ่มใส คุณก็จะพบข้อมูลทางการเงินจำนวนมากซึ่งจะอยู่ในส่วนหลังของรายงาน นี่คือการที่คุณจะสามารถได้เนื้อหาสาระจริงๆ ว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานเช่นใด

นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จจำนวนมาก แนะนำให้อ่านรายงาน

ประจำปีของบริษัทย้อนหลัง 4 – 5 ปี ในการทำวิจัยบริษัท ซึ่งจะช่วยให้คุณ
สามารถวิเคราะห์ผลประกอบการในอดีต ความสามารถในการรักษาระดับ
ผลการดำเนินงานหรือความผิดพลาด กล่าวอีกนัยหนึ่ง เนื่องจากคุณเป็น
ผู้ถือหุ้น คุณจึงเป็นเจ้าของบริษัทที่แท้จริง และรายงานประจำปีเป็นวิธีหรือ
แนวทางที่บริหารรายงานให้คุณรู้ว่า ตลอดปีที่ผ่านมามีผลการดำเนินการของ
บริษัทเป็นอย่างไร

รายงานประจำปีส่วนใหญ่จะเขียนในลักษณะที่เป็นมิตร เป็นกันเอง
และเข้าใจง่าย ส่วนที่ดีที่สุดของรายงานประจำปีก็คือ ฟรี ไม่มีค่าใช้จ่าย
ใดๆ สิ่งที่คุณทำก็เพียงแค่อ่านที่บริษัท หรือเข้าไปในเว็บไซต์และ
ดาวน์โหลดจากนั้นก็อ่านมัน การวิจัยส่วนใหญ่ของคุณสามารถค้นพบได้
จากการอ่านรายงานประจำปีเท่านั้น คุณจะพิศวงมากที่พบว่ามันนักลงทุน
เพียงไม่กี่คนเท่านั้นที่อ่านรายงานประจำปีของบริษัท ซึ่งนอกจากการ
โทรศัพท์ไปที่บริษัทแล้วยังมีแหล่งข้อมูลฟรีในเว็บไซต์ ที่ไม่เพียงแต่มีข้อมูล
ทางการเงินของบริษัทเท่านั้น แต่ยังสามารถเปรียบเทียบผลการดำเนินงาน
ของบริษัทกับของคู่แข่งได้เพียงแค่คลิกเดียวเท่านั้น ปัจจุบันคุณสามารถ
เรียนรู้เรื่องราวเกี่ยวกับบริษัทจากเก้าอี้แสนสบายของคุณได้ภายในเวลา
เพียงไม่กี่ชั่วโมง ซึ่งเมื่อ 10 ปีก่อนคุณต้องใช้เงินถึง 1,000 เหรียญ และ
ใช้เวลาเป็นสัปดาห์ในการรวบรวมข้อมูล ต้องขอบคุณ ก.ล.ต. และอินเทอร์เน็ต
ที่ช่วยสร้างพื้นที่ให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลโดยไม่มีค่าใช้จ่าย

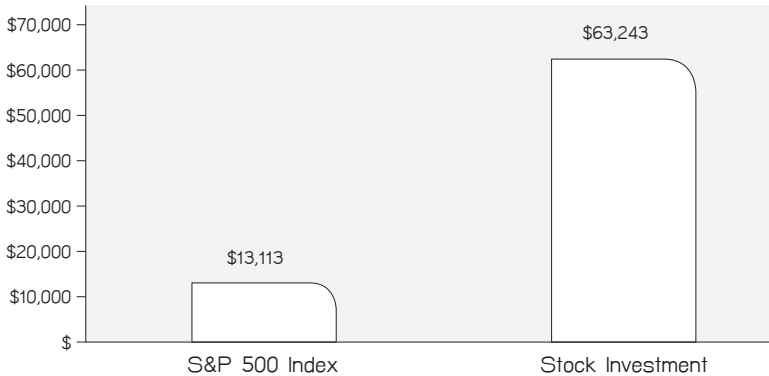
2. *คุณไม่สามารถเอาชนะตลาดหุ้น* เช่นเดียวกับทุกอย่างในชีวิต
ประโยชน์นี้ทั้งความจริงและความเข้าใจผิดสำหรับนักลงทุนที่
แตกต่างกัน หากคุณชอบฟังข่าวซุบซิบจากคนเฝ้าประตูที่มีเพื่อน
ของลูกชายทำงานในห้องส่งเอกสารของ ACME Industries
และแน่นอนพวกเขาจะมีข่าวที่จะทำให้โลกต้องตื่นเต้น คุณก็คงจะ
ทนไม่ไหวกับโอกาสที่จะเอาชนะตลาด หลังจากฟังนักวิเคราะห์

จากบริษัท Big Brokerage Inc. พูดชมเชยหุ้นของบริษัทที่แตกต่างกัน 5 บริษัทโดยใช้เวลาไม่ถึงนาที และคุณก็ทนไม่ได้ที่จะซื้อมันทั้งหมด เมื่อเป็นเช่นนั้นก็มีโอกาสน้อยมากที่คุณจะได้ผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนที่ลงทุนในตลาดเงินที่มีผลประกอบการโดดเด่น และลืมไปได้เลยที่จะเอาชนะหรือมีผลตอบแทนดีกว่าตลาดหุ้น

อย่างไรก็ตาม หากคุณเริ่มต้นพิจารณาว่าหุ้นคือส่วนหนึ่งของธุรกิจซื้อบริษัทคุณภาพที่ขายในราคายุติธรรม และถือหุ้นไว้ในระยะยาวโดยไม่สนใจการซื้อขายรายวันของตลาดหุ้น คุณก็มีโอกาสดีที่จะเอาชนะตลาดได้ โชคดีจะเป็นของนักลงทุนที่มีความเรียบง่ายในการซื้อบริษัทคุณภาพและถือไว้นานเป็นปี ลองคิดดูหากคุณมีเงินลงทุน 1,000 เหรียญ และแบ่งเงินลงทุนเท่าๆ กัน เพื่อลงทุนในบริษัททั้งสามดังนี้ Procter & Gamble (ผู้ผลิตยาสีฟันและสินค้าอุปโภคบริโภคอื่นๆ อีกมาก) McDonald's (ผู้ผลิตบิ๊กแมค) และ PepsiCo (ผู้ผลิตเป๊ปซี่ เม้าเทน ดิว และเครื่องดื่มอื่นๆ และขนมขบเคี้ยว) ตอนสิ้นปี 1976

เหตุผลที่คุณเลือกสามบริษัทนี้เพราะบริษัทเหล่านี้อยู่ในธุรกิจมาเป็นเวลานาน เป็นผู้นำตลาด และคุณก็คุ้นเคยกับสินค้าของบริษัทเหล่านี้ หลังจากถือหุ้นของบริษัททั้งสามเหล่านี้ คุณก็เดินทางไปกับโครงการสำรวจดาวเสาร์ของนาซ่าเป็นเวลา 30 ปี และไม่สามารถเปลี่ยนสถานะของหุ้นหรือตรวจสอบว่าในอีก 3 ทศวรรษต่อมาบริษัทเหล่านี้จะเป็นอย่างไร เมื่อกลับมาถึงโลกในปี 2006 คุณเปิดดูรายงานของโบรกเกอร์ก็จะพบว่าเงิน 1,000 เหรียญของคุณในเวลานี้จะมีมูลค่าสูงถึง 63,000 เหรียญ ซึ่งทำได้ดีกว่าดัชนี S&P 500 ได้อย่างง่ายดาย โดยดัชนีเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 13,000 เหรียญเท่านั้น คุณจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่คุณเข้าใจ และถือลงทุนเป็นเวลานานโดยที่ไม่ได้สนใจตลาดหุ้นเลย ซึ่งคุณสามารถ

เอาชนะตลาดได้โดยยึดมั่นในหลักการสองสามข้อที่ผมร่วมแบ่งปันกับคุณ
ในหนังสือเล่มนี้ ดูภาพ 1.1



ภาพ 1.1 ผลจากการนำเงิน 1,000 เหรียญลงทุนในสามบริษัทคือ Procter & Gamble, McDonald's และ PepsiCo ในวันที่ 31 ธ.ค. 1976 และถือลงทุนเป็นเวลา 30 ปี

3. การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าเป็นเรื่องเกี่ยวกับการซื้อหุ้นที่ซื้อขายในราคาต่ำ การพยายามค้นหาหุ้นที่ขายในราคาที่เหมาะสม โดยพิจารณาจากตัวเลขแต่เพียงอย่างเดียว นั่น เป็นความผิดพลาดของนักลงทุนและมีอาชีพส่วนใหญ่ เช่นเดียวกับการตั้งคำถามว่า คนๆ นั้นมีน้ำหนักมากเกินไปหรือเบาเกินไป โดยที่ไม่เคยเห็นหรือรู้เรื่องราวอะไรที่เกี่ยวกับพวกเขาเลย หากผมบอกคุณว่า โจ เพื่อนผมหนัก 200 ปอนด์ แล้วถามคุณว่า เพื่อนผมมีน้ำหนักมากเกินไปหรือน้อยเกินไป คุณก็อาจจะตั้งคำถามเกี่ยวกับตัวเขาอีกสองสามคำถาม เช่น อายุ ส่วนสูง รูปร่าง อาชีพ ความถี่ในการออกกำลังกาย และอื่นๆ หากคุณพบว่า โจ สูง 6 ฟุต เป็นผู้เล่นอเมริกันฟุตบอลในตำแหน่งกองหลังของทีม New York Jets

คุณก็จะบอกว่า เขามีน้ำหนักน้อยเกินไป (น้ำหนักของผู้เล่นกองหลังในอเมริกันฟุตบอล NFL ปี 2006 โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 275 ปอนด์) หรืออีกนัยหนึ่ง หากผมบอกคุณว่า โจ เล่นเป็นกองกลางของทีม Boston Red Sox คุณก็อาจจะสรุปได้ว่าน้ำหนักของเขาเหมาะสมกับตำแหน่งที่เล่น

หากคุณพยายามซื้อหุ้นโดยพิจารณาจากระดับราคาหุ้น ก็มีความเป็นไปได้อย่างมากที่คุณจะซื้อหุ้นของบริษัทที่แย่ๆ จำนวนมาก และอาจจะพลาดบริษัทที่ดี หุ้นประเภท A ของ เบิร์กไฮธฮาลาเวย์ (BRKA) ซื้อขายกันที่ราคาประมาณ 108,000 เหรียญต่อหุ้น ซึ่งเป็นหุ้นที่มีราคาแพงที่สุดที่ซื้อขายกันในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา แต่ก็ยังมีนักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าที่ยอดเยี่ยมจำนวนมากซื้อหุ้นเก็บในราคานี้ เพราะพวกเขาพิจารณาว่าราคาหุ้นยังถูก และมูลค่าที่แท้จริงอยู่ระหว่าง 125,000 เหรียญถึง 150,000 เหรียญต่อหุ้น ตามความเห็นของพวกเขาการใช้ราคาหุ้นเป็นตัวประเมินมูลค่าของบริษัทนั้นเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสม และหุ้นนี้ซื้อขายกันในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ในอีกด้านหนึ่ง หุ้นของบริษัท Bombay (BBA) มีราคา 1 เหรียญต่อหุ้น ราคานี้อาจจะสูงเกินไปสำหรับบริษัทค้าปลีกเฟอร์นิเจอร์ที่มีผลประกอบการที่ไม่ดีมายาวนาน ยอดขายที่ต่ำ กำไรที่ไม่ดี และอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันที่รุนแรงอาจทำให้บริษัทต้องปิดกิจการ เนื่องจากเมื่อเร็วๆ นี้บริษัทต้องกู้เงินมาเป็นค่าใช้จ่าย เหตุผลต่างๆ ก็คือการซื้อขายหุ้นในราคาต่ำไม่ได้ทำให้มันเป็นการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า นักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจะไม่เคยเข้าไปเกี่ยวข้องกับระดับราคาหุ้น เช่นที่คุณเคยเห็น บริษัทที่มีมูลค่าสูงอาจซื้อขายที่ราคา 108,000 เหรียญต่อหุ้น และอาจมีมูลค่าที่แพงมากแม้จะซื้อขายที่ระดับราคา 1 เหรียญ ราคาหุ้นจะต้องเปรียบเทียบกับมูลค่าของธุรกิจเสมอ ไม่ว่าหุ้นนั้นจะซื้อขายที่ราคาเท่าไรก็ไม่สำคัญ ตราบใดที่มูลค่าที่ได้รับมากกว่าสิ่งที่คุณจ่ายเพื่อซื้อหุ้นนั้น

4. คุณจะต้องเป็นนักบัญชีซึ่งจะสามารถเข้าใจงบการเงินของบริษัท หากคุณเป็นนักลงทุนประเภทที่ซื้อหุ้นด้วยเหตุผลง่ายๆ ว่าราคา กำลังขึ้นหรือเป็นอุตสาหกรรมที่ดี โดยที่ไม่เคยแม้แต่จะดูงบการเงินของบริษัทเลย ซึ่งผมพนันได้เลยว่านักลงทุนส่วนใหญ่ที่ซื้อหุ้นเมื่อทศวรรษก่อนก็จะดูเฉพาะรูปภาพในรายงานประจำปีของบริษัทเท่านั้นและไม่เคยดูข้อมูลทางการเงินซึ่งจะให้แนวคิดบางอย่างที่จะทำให้คุณได้เปรียบ หากคุณศึกษาหลักการบัญชีง่ายๆ บางอย่างด้วยตัวเอง

หากคุณไม่รู้วิธีการอ่านงบการเงิน คุณก็ไม่โดดเดี่ยว ผู้บริหารของธุรกิจจำนวนมากที่ผมเคยพบก็ไม่มีความรู้เช่นกัน การไม่มีความรู้พื้นฐานด้านบัญชีจะทำให้คุณมีความลำบากในการประเมินมูลค่ากิจการ บัญชีเป็นเหมือนบทเพลงทางธุรกิจ และการเรียนรู้ที่จะฮัมเสียงตามเป็นทำนองเพลงนั้นค่อนข้างจะง่าย ทำให้คุณไม่ต้องใช้เวลามากเกินไปในการค้นหบริษัท คุณภาพ และสามารถได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น

การมีความรู้เกี่ยวกับบัญชีบ้างจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนแบบหุ้นคุณค่า แต่หากคุณไม่มีก็ไม่ต้องกลัว ถ้าคุณสามารถคำนวณได้ว่าจะมีกำไรเท่าไรหากซื้อของในราคา 10 เหรียญ และขายในราคา 15 เหรียญ โดยมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น 2 เหรียญ คุณก็จะทำได้ (กำไร 3 เหรียญ)

นักลงทุนส่วนใหญ่ไม่เคยดูงบการเงินของบริษัท เพราะพวกเขาไม่รู้ว่าจะต้องดูอะไร และก็ต้องขอบคุณ ก.ล.ต. อีกครั้งที่กำหนดให้บริษัทมหาชนต้องยื่นงบการเงิน 4 งบในแต่ละไตรมาส คือ งบดุลหรืองบแสดงฐานะทางการเงิน (Balance Sheet) งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (Income Statement) งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) และงบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของเจ้าของ (Statement of Change in Shareholder's Equity) ซึ่งงบการเงินเหล่านี้จะทำให้คุณเห็นภาพความแข็งแกร่งหรือสุขภาพ

ของบริษัท ทำไมต้องเป็น
งบการเงิน 4 ประเภท
ไม่ใช่ประเภทเดียว? เพราะ
งบการเงินทั้ง 4 ประเภท
จะทำให้คุณได้ข้อสรุป
เกี่ยวกับสุขภาพหรือความ
แข็งแกร่งของบริษัทจาก
มุมมองที่แตกต่างกัน เอ็กซ์
เรย์จะถูกส่งไปให้คุณหมอ
เพื่อตรวจหัวใจ จากนั้นคุณ
หมออาจจะต้องวัดความ
ดันโลหิต ตรวจคลื่นหัวใจ
(EKG) และสั่งให้ตรวจ
เลือด เพื่อที่คุณหมอจะได้
รับรายงานเกี่ยวกับหัวใจ
ของคุณอย่างครบถ้วน
การทดสอบแต่ละประเภท
จะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์
แต่ละด้าน ดังนั้นคุณหมอ
จึงสามารถวินิจฉัยโรคได้
อย่างถูกต้อง

งบการเงินก็เช่นกัน
จะให้ภาพที่เกี่ยวกับสุขภาพ
ทางการเงินของบริษัทแก่นัก
ลงทุน งบดุลหรืองบ
แสดงฐานะทางการเงิน

ประวัติ : ชาร์ลี มังเกอร์

บัณฑิตจากคณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยฮาร์วาร์ด
มังเกอร์เป็นคนที่ได้รับคำแนะนำจากวอเร็น บัฟเฟตต์
ว่า “กฎหมายเป็นสิ่งที่ดีสำหรับงานอดิเรก แต่เขา
สามารถทำได้ดีกว่านั้น” หลังจากนั้นไม่กี่ปี
มังเกอร์ก็ทิ้งบริษัทกฎหมายของเขาและเริ่มต้นลงทุน
ปัจจุบันเขาทำงานกับ วอเร็น บัฟเฟตต์ ในตำแหน่ง
รองประธานกรรมการของ เบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ มีมูลค่า
สินทรัพย์สุทธิประมาณ 1.6 พันล้านเหรียญ

เขาสามารถโน้มน้าวบัฟเฟตต์จากเดิมที่ลงทุน
แบบเกรแฮมร่อยเปอร์เซ็นต์ ซึ่งพิจารณาเฉพาะ
ด้านการเงินของบริษัทเพียงด้านเดียว ให้มุ่งเน้นที่
คุณภาพของธุรกิจมากกว่า ซึ่งบัฟเฟตต์ยกความดี
ความชอบและชื่นชมเขามากเกี่ยวกับความสำเร็จ
ของ เบิร์กไชร์ฮาธาเวย์

มังเกอร์เป็นแบบอย่างที่มีคุณค่าแก่การเข้าใจ
กลไกการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า ประการแรก เขา
จำกัดการลงทุนเฉพาะในธุรกิจที่มีความได้เปรียบ
ในการแข่งขันอย่างยิ่งยัด เขาซื้อหลักทรัพย์ใน
ราคายุติธรรม และสุดท้ายเขาเชื่อว่าพอร์ตโฟลิโอ
ที่ประกอบด้วยหุ้น 3 บริษัทนั้นมีการกระจายความ
เสี่ยงอย่างเพียงพอแล้ว มังเกอร์ พอใจที่จะนำเงิน
ลงทุนจำนวนมากไปลงทุนในบริษัทเพียงไม่กี่แห่ง
และเป็นการลงทุนในระยะยาว

ความอดทนอย่างยอดเยี่ยมของเขารวมกับ
ความกล้าในการตัดสินใจ ทำให้เขาประสบความสำเร็จ
อย่างงดงามจากปี 1962 ถึง 1975 หุ้นส่วน
ของมังเกอร์ได้รับผลตอบแทนหลังหักค่าธรรมเนียม
โดยรวม 13.7% ต่อปีเปรียบเทียบกับ 5% ของดัชนี
ดาวโจนส์ในช่วงเวลาเดียวกัน เงินลงทุนในหุ้นส่วน
100,000 เหรียญจะเพิ่มขึ้นเป็น 530,745 เหรียญ
เปรียบเทียบกับ 188,565 เหรียญหากลงทุนในดัชนี
ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมดาวโจนส์

จะแสดงถึงฐานะทางการเงินของบริษัท (สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น) ณ วันใดวันหนึ่ง งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ จะแสดงจำนวนเงินที่ได้รับ (ยอดขายหรือรายได้) และจำนวนเงินที่จ่าย (ค่าใช้จ่าย) สำหรับช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งโดยปกติก็จะเป็นระยะเวลาหนึ่งปีหรือหนึ่งไตรมาส เมื่อหักเงินที่จ่ายออกจากจำนวนที่ได้รับแล้ว ส่วนที่เหลือก็คือส่วนที่บริษัทจะได้รับ (กำไรสุทธิ) งบกระแสเงินสด จะแสดงถึงแหล่งที่มาและการใช้ไปของเงินในช่วงเวลาเดียวกัน และบ่งแสดงการเปลี่ยนแปลงของส่วนของผู้ถือหุ้นจะบอกให้รู้ถึงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้นสำหรับช่วงเวลานั้นๆ (คุณไม่ต้องให้ความสนใจกับมันมากเกินไป) การเป็นนักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าคุณไม่จำเป็นต้องเป็นนักบัญชี และเมื่อผมบอกถึงสิ่งที่คุณต้องมองหาในงบการเงิน มันก็จะกลายเป็นเรื่องง่าย

5. คุณสามารถทำอะไรจากการลงทุนในหุ้นเติบโต (Growth Stock) ได้มากกว่าการลงทุนในหุ้นคุณค่า (Value Stock) นักลงทุนควรจะชื่นชอบ “หุ้นคุณค่า” หรือ “หุ้นเติบโต” มากกว่า? การโต้แย้งนี้ทำให้ผมรู้สึกว้าวุ่นสับสน การลงทุนทุกอย่างไม่ได้เกี่ยวกับมูลค่าหรือการซื้อของในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าหรือไม่เกี่ยวกับมูลค่าหรือการซื้อของในราคาที่สูงกว่ามูลค่าของสิ่งนั้นว่าเป็นการลงทุนในหุ้นเติบโตหรือไม่? ความแตกต่างพื้นฐานที่ผมเห็นก็คือ นักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าก็ซื้อบริษัทที่เติบโตเช่นกัน แต่พวกเขาไม่ต้องการจ่ายเงินมากเกินไปเพื่อซื้อบริษัทเหล่านั้น พวกเขาจะเดินทางสายกลางและมองอนาคตด้วยความระมัดระวังมากกว่า หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง นักลงทุนในหุ้นเติบโตจะจ่ายเงินเต็มจำนวนสำหรับการเติบโตที่คาดการณ์ว่าจะต่อเนื่อง โดยปกติการอ่านอนาคตพวกเขาจะมองโลกในแง่ดีมากกว่านักลงทุนแบบหุ้นคุณค่า

นักลงทุนมีเงื่อนไขในการเชื่อ (สนับสนุนโดยเครื่องจักรทางการตลาดของวอลสตรีท) ว่าการลงทุนเพื่อการเติบโตเป็นสิ่งที่ตรงข้ามกับการลงทุนเพื่อมูลค่า ชาร์ลส์ มังเกอร์ รองประธานกรรมการของ เบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ เคยพูดเกี่ยวกับข้อโต้แย้งที่ไร้สาระนี้ว่า “แนวคิดในการแบ่งเป็น ‘มูลค่า’ และ ‘การเติบโต’ นี้ สำหรับผมมันเหลวไหลไร้สาระ มันเป็นการง่ายสำหรับที่ปรึกษากองทุนบำเหน็จบำนาญทั้งหลายที่จะได้รับค่าธรรมเนียมสำหรับการพูดเรื่อยเปื่อย และเป็นวิธีที่ที่ปรึกษาจะทำให้ตัวเองแตกต่างจากคนอื่น แต่สำหรับผม การลงทุนที่ชาญฉลาดล้วนแต่เป็นการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า”

ผมเห็นด้วยเป็นอย่างยิ่ง ที่เป้าหมายการลงทุนควรเป็นการซื้อธุรกิจที่ขายในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่า ไม่ว่าหุ้นนั้นจะถูกเรียกว่า หุ้น “คุณค่า” หรือหุ้น “เติบโต” ก็ตาม นักลงทุนในตลาดหุ้นก็ควรพิจารณาที่อัตรากำไร รายได้จากการดำเนินงาน และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของกำไรในอนาคต เพื่อที่จะพิจารณาว่าหุ้นนั้นซื้อขายในราคาที่สูงเกินไปหรือต่ำเกินไป หากส่วนต่างระหว่างมูลค่าธุรกิจที่คุณประเมินกับมูลค่าที่ตลาดหุ้นกำหนดมีมาก คุณก็ควรซื้อ นั่นคือหลักการพื้นฐาน นักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าพยายามที่จะให้ได้รับมูลค่าที่สูงกว่าเงินที่พวกเขาจ่าย

วอเร็น บัฟเฟตต์ กล่าวว่า “วิธีการทั้งสองมีเป้าหมายร่วมกันคือ การเติบโตมักจะเป็นองค์ประกอบในการคำนวณมูลค่าเสมอ ตราบใดที่คุณซื้อบริษัทที่ดีในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ก็อย่าไปให้ความสำคัญกับชื่อที่ใช้เรียกรูปแบบการลงทุน เพียงแต่ดูให้ยอดเงินคงเหลือในบัญชีของคุณเพิ่มขึ้นตลอดเวลา”

จุดประสงค์ของผมในบทนี้ คือแสดงกลไกการทำงานของวิธี Bottom-Up และวิธี Top-Down และเหตุผลที่วิธี Bottom-Up มีเหตุผลมากกว่าและมีความไม่แน่นอนน้อยกว่า โดยไม่ต้องสนใจการคาดการณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในอนาคตหรือทิศทางอัตราดอกเบี้ย ซึ่งไม่มี

ใครสามารถทำได้ และควรใช้เวลาไปกับการหาธุรกิจที่ดีที่ขายในราคาที่น่าสนใจมากกว่า เมื่อคุณอ่านหนังสือเล่มนี้จบ คุณก็จะมีเครื่องมือทุกอย่างที่จำเป็นสำหรับการหาธุรกิจเหล่านี้

ในบทต่อไป ผมจะแสดงให้เห็นว่า เหตุใดการลงทุนแบบหั่นคุณค่าจึงเป็นวิธีที่เป็นเหตุเป็นผลมากที่สุด และทำไมนักวิชาการถึงยังไม่เข้าใจ

ประเด็นสำคัญ

1. การลงทุนแบบ Bottom-Up เป็นเหตุเป็นผลมากกว่าการลงทุนแบบ Top-Down เพราะทำให้ปัจจัยที่ไม่รู้อยู่ภายใต้การควบคุมของคุณ
2. ความคิดอิสระเป็นเครื่องหมายการค้าของการลงทุนแบบหั่นคุณค่า ตัวอย่างเช่น วอเร็น บัฟเฟตต์ ซึ่งเป็นนักลงทุนแบบหั่นคุณค่าที่ยิ่งใหญ่ที่สุด และมีชื่อเสียงที่สุดในปัจจุบัน
3. เป้าหมายการลงทุนควรจะเป็นการซื้อธุรกิจที่ขายในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง



พื้นฐานการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า : บางสิ่งที่คุณต้องรู้

ผมได้ยินคำถามสองคำถามนี้ทุกครั้งที่นักลงทุนจ่ายเงินซื้อหุ้นในราคาที่ไม่สอดคล้องกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าใช้ได้หรือไม่ และยังคงใช้ได้โดยไม่ต้องสนใจสิ่งที่คุณอาจจะได้ยินจากสื่อที่ได้รับความนิยมหรือไม่ ผมจะบอกคุณเกี่ยวกับบทสนทนาที่ผมบังเอิญได้ยินเมื่อหลายปีก่อน

ในช่วงที่ตลาดหุ้นเกิดฟองสบู่ ในปี 2000 ผมได้เข้าร่วมการอภิปรายเกี่ยวกับการลงทุน และบังเอิญได้ยินผู้บริหารเงินสองคนถกเถียงกันเรื่องมุมมองของตนเองในฐานะนักลงทุน ผมจำรายละเอียดไม่ได้ว่าพวกเขาพูดอะไรกัน แต่จำได้ว่าเขาจบการสนทนากันอย่างไร ผมได้ยินคนหนึ่งพูดว่า “ใช่ การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าเป็นรูปแบบที่ล้ำสมัยจริงๆ และอาจจะเป็นเช่นนั้นไปอีกนาน”

ผมจำได้ว่า ในตอนนั้นผมคิดว่าประโยคนั้นตลกสิ้นดี และตอนนี้ก็ยังคงคิดอย่างนั้น การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจะล้ำสมัยได้อย่างไร วัตถุประสงค์ของทุกการลงทุนคือ การซื้อในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)

และขายในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อมิใช่หรือ หากมีคนเสนอขายตึกอิฐสีน้ำตาล 5 ชั้นบนถนนฟิฟท์ อเวนิว ในนิวยอร์กซิตี้ ที่ราคา 1 ล้านเหรียญ คุณจะซื้อหรือไม่ในทันทีหรือ? โดยทั่วไปแล้วคุณจะซื้อสินทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าราคาตลาดอย่างมีนัย ด้วยหวังว่าจะสามารถทำกำไรได้ในตอนที่คุณขาย

ชาร์ลี มังเกอร์ รองประธานกรรมการของ เบิร์กไชร์แฮธาเวย์ กล่าวในการประชุมผู้ถือหุ้นของ เบิร์กไชร์แฮธาเวย์ ในปี 2000 “การลงทุนที่ชาญฉลาดล้วนแต่เป็นการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า คือได้รับมากกว่าที่คุณต้องจ่ายสำหรับของสิ่งนั้น” ตรรกะของประโยคง่ายๆ นี้ทำให้ผมเกิดความสนใจเป็นอย่างมาก งานวิจัยเรื่อง “Searching for Rational Investors is a Perfect Storm” โดย ลูอิส โลเวนสทีน ควรจะทำให้แนวคิดที่ไม่สมเหตุผลผลที่ว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพเสมอหายไปในที่สุด

ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Efficient Market Theory)

ในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา มีต้นไม้อำนาจมากสูญเสียไปกับงานวิจัยที่นักวิชาการเขียนเกี่ยวกับทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ หรือ Efficient Market Theory: EMT ตัวทฤษฎีนั้นค่อนข้างเรียบง่าย กล่าวคือ เพื่อทำอะไรในตลาดหุ้น นักลงทุนทั่วไปจึงต้องแข่งขันกับนักลงทุนที่ชาญฉลาดซึ่งเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล และค้นหาโอกาสในตลาดอย่างสม่ำเสมอ ในความเห็นของผู้เชี่ยวชาญเหล่านี้ข้อมูลใหม่ได้ถูกสะท้อนไปในตลาดหมดแล้ว การค้นหาข้อมูลในรายงานประจำปีหรืองบการเงินของบริษัทจึงไม่มีความจำเป็น ซึ่งผู้เชี่ยวชาญได้ทำให้ความแตกต่างระหว่างราคาและมูลค่าหายไป สิ่งที่คุณทำได้ก็เพียงการปิดตาขึ้นในตารางราคาหุ้นบนหน้าหนังสือพิมพ์เท่านั้น

นักวิชาการยกย่องและชื่นชมทฤษฎีที่ยิ่งใหญ่นี้เป็นเวลาหลายปี และผมก็สงสัยว่าคุณจะหาอาจารย์ในมหาวิทยาลัยที่จะบอกเป็นอย่างอื่น

ได้มากกว่าหยิบมือหรือไม่ ในแต่ละปีทฤษฎีนี้ไม่เพียงแต่จะถูกสอนให้นักศึกษาภาคธุรกิจนับพันคนเท่านั้น แต่ยังได้รับการยอมรับจากนักธุรกิจและนักการเงินมืออาชีพอีกด้วย ทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนความเชื่อที่ว่า ตลาดมีประสิทธิภาพตลอดเวลา แม้แต่ในช่วงที่สถานการณ์ในตลาด (เช่น การล่มสลายในเดือนตุลาคม ปี 1987 และพองสบู่ธุรกิจดอทคอม ในปี 2000) จะแสดงถึงความไม่มีประสิทธิภาพก็ตาม แต่นักวิชาการก็ยังคงยึดมั่นกับทฤษฎีที่ไม่สมบูรณ์นี้

EMT แย้งว่า หากคุณสามารถซื้อหุ้น Wrigley ได้ผลิตหมากฝรั่งรสใหม่และคาดหวังว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น คุณควรจะซื้อหุ้นบริษัทหรือไม่ ลืมมันไปได้เลย เพราะข้อมูลนั้นได้ถูกสะท้อนไปในราคาหุ้นเรียบร้อยแล้วโดยนักลงทุนผู้เชี่ยวชาญเสียใจด้วยนะเพื่อนคุณไปร่วมงานปาร์ตี้ไม่ทันแล้ว แล้วนักลงทุนจะสามารถทำกำไรในตลาดหุ้นได้อย่างไร หากไม่มีการเอาชนะผู้เชี่ยวชาญจริงๆ คำตอบง่าย ๆ ก็คือ ซื้อกองทุนดัชนีที่มีการกระจายความเสี่ยงอย่างดี เช่น ดัชนี S&P 500 อย่างน้อยคุณก็จะได้ผลตอบแทนเท่ากับตลาด และประหยัดค่าใช้จ่ายในการซื้อขายและประหยัดเวลาในการวิจัย

โลเวนสทินได้ทำการศึกษาเพื่อแสดงให้เห็นว่าในความเป็นจริงเหตุใด EMT จึงไม่น่าเชื่อถือ เขาใช้เหตุการณ์พองสบู่ของธุรกิจดอทคอมในการอธิบายความเห็น ในช่วงปลายทศวรรษที่ 1990 ราคาหุ้นเริ่มแตกต่างจากมูลค่าโดยราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าและยิ่งสูงมากเมื่อเทียบกับช่วงทศวรรษที่ 1920 ในช่วงเวลาอันสั้นดัชนี NASDAQ เพิ่มขึ้นจากระดับ 1,200 (เมษายน 1997) ไปถึงระดับ

ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (EMT)

เป็นทฤษฎีที่กล่าวว่า ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัททั้งหมดได้ถูกสะท้อนในราคาของหุ้นเรียบร้อยแล้ว ซึ่งเป็นเหตุผลที่ทำให้ไม่สามารถเอาชนะตลาดหุ้นได้ เหตุผลที่นักลงทุนบางคนสามารถเอาชนะตลาดได้ก็เป็นเพราะโชคเท่านั้น ไม่ใช่ทักษะ

5,000 (มีนาคม 2000) โดยเพิ่มขึ้น 316% ก่อนที่จะทรุดฮวบกลับลงมาที่ 1,100 จุด (ตุลาคม 2002) ลดลงถึง 78% การเพิ่มขึ้นของราคาและตามด้วยการลดลงของดัชนี NASDAQ เกิดขึ้นในช่วงเวลาเพียง 5 ปี นักลงทุนที่เชี่ยวชาญในเวลานั้นไปอยู่ที่ไหนกันหมด พวกเขายอมให้ตลาดสูญเสียการควบคุมได้อย่างไร นักลงทุนผู้เชี่ยวชาญขาดทุนในช่วงนั้นด้วยหรือไม่

ผู้เชี่ยวชาญที่แท้จริง

เนื่องจากไม่มีใครสามารถบ่งบอกลักษณะที่แท้จริงของนักลงทุนที่เรียกกันว่าผู้เชี่ยวชาญหรือพวกเงินฉลาด (Smart Money Investor) ด้วยการศึกษาวิธีการของพวกเขาในช่วงที่มีการเทขายด้วยความตื่นตระหนก มีนักลงทุนที่มีเหตุผลที่ไม่ประสบปัญหาการขาดทุนเหมือนที่นักลงทุนอื่นได้รับความเสียหายหรือไม่ หากมี พวกเขาทำอย่างไร คำตอบก็คือ “มี” มีนักลงทุนกลุ่มหนึ่งซึ่งทำได้ดีมากในระหว่างที่ฟองสบู่แตก สิ่งที่พวกเขาทำก็คือพวกเขาใช้ปรัชญาเรียบง่ายที่เรียกว่า การลงทุนแบบหุ้นคุณค่า ซึ่งผลลัพธ์ของพวกเขาน่าทึ่งมาก นักลงทุนหุ้นแบบคุณค่าเอาชนะค่าเฉลี่ยของตลาดได้อย่างมาก โดยมีพอร์ตโฟลิโอที่เข้มข้นหรือลงทุนในบริษัทน้อยรายและถือหุ้นเป็นเวลานานหลายปี

ในงานวิจัยฉบับนี้โลเวนสทินเลือกลงทุนในกองทุนที่ลงทุนในหุ้นบลูชิป 10 กองทุน เพื่อดูวิธีที่พวกเขาดำเนินการในช่วงตลาดรุ่งเรืองและซบเซาตลอด 5 ปี จากปี 1999 ถึง 2003 กองทุนที่เขาทำการศึกษาประกอบด้วยกองทุนต่อไปนี้

1. Clipper Fund
2. FPA Capital
3. First Eagle Global
4. Lingle Partners

5. Legg Mason Value
6. Mutual Beacon
7. Oak Value
8. Oakmark Select
9. Source Capital
10. Tweedy Brown American Value

กองทุนเหล่านี้ทำตามคนส่วนใหญ่หรือเปล่า ผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอเชื่อมั่นในหลักการของพวกเขาหรือไม่ กองทุนเหล่านี้หลีกเลี่ยงความเสียหายได้หรือไม่ ผลจากการศึกษาจะมีผลกระทบอย่างมากต่อนักลงทุน ผู้ค้าหลักทรัพย์ และนักวิชาการ

ผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอของกองทุนเหล่านี้ล้วนมีสิ่งหนึ่งที่เหมือนกันคือ กลยุทธ์ที่อ้างอิงจากหนังสือ Security Analysis (การวิเคราะห์หลักทรัพย์) ที่เขียนโดย เบนจามิน เกรแฮม และ เดวิด ดอดด์ ซึ่งตีพิมพ์เมื่อกว่า 70 ปีก่อน โดยผู้บริหารเหล่านี้จะค้นหาบริษัทที่ซื้อขายในราคาต่ำกว่ามูลค่ามาก ๆ ผู้ซื้อที่มีเหตุมีผลจะจ่ายเงินเพื่อซื้อกิจการทั้งหมดและคำนึงถึง “Margin of Safety” เพื่อรองรับความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ซึ่งเป็นความเสี่ยงจากการพยายามคาดการณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคต วอเรน บัฟเฟตต์ อธิบายเรื่อง Margin of Safety ไว้ดังนี้

หากคุณเข้าใจตัวธุรกิจและอนาคตของธุรกิจอย่างแท้จริง คุณจะต้องการ Margin of Safety น้อยมาก ดังนั้น ธุรกิจยังมีความเสี่ยงและสมมติว่าคุณยังต้องการลงทุนในธุรกิจนี้ Margin of Safety ที่คุณต้องการก็จะยิ่งสูง หากคุณขับรถบรรทุกข้ามสะพานที่สามารถรับน้ำหนักได้ 10,000 ปอนด์ และรถบรรทุกของคุณมีน้ำหนัก 9,800 ปอนด์โดยสะพานอยู่เหนือรอยแตก

รำลึก 6 นิ้ว คุณอาจจะรู้สึกว่ามีปัญหา แต่หากสะพานนี้
อยู่เหนือแกรนด์แคนยอน คุณก็อาจจะอยากได้สะพานที่
แข็งแรงขึ้นเพื่อความปลอดภัย...

แห่ตามฝูงชน

บททดสอบบทแรกของโลเวนสทีนเพื่อดูว่ากองทุนเหล่านี้ปฏิบัติตามคน
ส่วนมากหรือแห่ตามฝูงชนและถูกกลืนไปในความบ้าคลั่งเช่นเดียวกับคน
อื่นๆ หรือไม่ การเปรียบเทียบพื้นฐานของเขาอ้างอิงบทความในนิตยสาร
ฟอร์จูนฉบับเดือนสิงหาคม ปี 2000 บรรณาธิการนิตยสารฟอร์จูนได้เลือก
หุ้นที่มีประวัติโดดเด่นและเขียนเป็นบทความชื่อ “10 Stocks to Last the
Decade” (10 หุ้นที่ยืนหยัดตลอดทศวรรษ) ในบทความจะมีหัวข้อย่อย
เรื่อง “Here’s a Buy-and-Forget Portfolio” (พอร์ตโฟลิโอที่ซื้อแล้วถือลืม)
หุ้นทั้ง 10 บริษัทที่กล่าวถึง คือ

1. Broadcom
2. Charles Schwab
3. Enron
4. Genetech
5. Morgan Stanley
6. Nokia
7. Nortel Networks
8. Oracle
9. Univision
10. Viacom

ในเวลานั้น หุ้นเหล่านี้มีมูลค่าตลาดรวมกันมากกว่า 1 ล้านล้านเหรียญ และเป็นหุ้นที่ต้องมีในเศรษฐกิจยุคใหม่ มีค่า P/E หรืออัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิที่สูงมาก (มีเพียงบริษัทเดียวที่มีค่า P/E น้อยกว่า 50) ในตอนสิ้นปี 2002 หุ้นทั้ง 10 บริษัทมีราคาลดลงจากระดับราคาที่เคยกล่าวถึงในบทความเมื่อเดือนกรกฎาคม ปี 2000 โดยเฉลี่ย 80%

จากการศึกษาของโลเวนสทิน ไม่มีกองทุนรวมแบบหุ้นคุณค่าใดใน 10 กองทุนที่กล่าวถึงในบทความของฟอรั่ม 2000 ที่จะซื้อหุ้นดังกล่าว ยกเว้น Legg Mason Value ที่ซื้อหุ้น Nokia ในปี 1996 และขายในกลางปี 2000 โดยได้กำไร 1,900% และ Mutual Beacon ที่ขายหุ้น Viacom และ Nortel โดยการยืมหุ้นหรือ Short Position (พวกเขาจะขายชอร์ตเมื่อพวกเขาแน่ใจว่าราคาหุ้นจะลดลง) ทำไมกองทุนแบบหุ้นคุณค่าเหล่านี้จึงไม่ร่วมสนุกและซื้อหุ้นที่ฟอรั่มเลือกทั้ง 10 บริษัทนี้ ตัวอย่างคำตอบของผู้บริหารกองทุนสะท้อนถึงแนวคิดที่สอดคล้องกัน ผู้บริหารกองทุนคนหนึ่งกล่าวว่า “เราไม่ซื้อหุ้น Enron... (เรา)ไม่เข้าใจการเงินของบริษัท” อีกคนหนึ่งกล่าวว่า “การประเมินราคาที่ไร้เหตุผล” อีกคนกล่าวว่า “การเปิดเผยข้อมูลมีข้อบกพร่องและเราก็ไม่ชอบผู้บริหาร” ผู้บริหารกองทุนอื่นๆ ส่วนใหญ่ให้คำตอบตามแบบฉบับของเกรแฮมและดอดด์คือ “เมื่อเปรียบเทียบราคากับมูลค่าแล้วไม่น่าสนใจ”

ยัดมันในหลักการของพวกเขา

ฟองสบู่หรือความเพ้อฝันในตลาดหุ้นยังไม่สูงสุด จนกระทั่งเดือนมีนาคม ปี 2000 ในตอนนั้น กองทุนเหล่านี้ส่วนใหญ่ (หากไม่ใช่ทั้งหมด) ก็ไม่แตกต่างกัน คือเดินตามรอยดัชนี S&P 500 และดัชนี NASDAQ ในปี 1999 แม้ว่าพวกเขาจะเสี่ยงต่อการสูญเสียสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการเป็นอย่างมาก เพราะนักลงทุนจะแสวงหาผลตอบแทนจากแหล่งอื่น ผู้บริหาร

กองทุนก็ยังคงยืนยันหลักการการลงทุนที่ใช้ คือไม่เคยลดมาตรฐานของกองทุน กล่าวอีกนัยหนึ่ง พวกเขาเชื่อมั่นในจุดยืนต่างๆ ที่ถูกโจมตี ในปี 1999 เงินลงทุนไหลไปยังหุ้นกลุ่มเทคโนโลยี สื่อสารโทรคมนาคม และอินเทอร์เน็ต ซึ่งซื้อขายในระดับราคาที่สูงมาก (หรือค่า P/E ที่สูงมาก) แต่ผู้บริหารกองทุนแบบหุ้นคุณค่า กลับเลือกซื้อหุ้นของบริษัทในระบบเศรษฐกิจแบบเก่าที่ขายในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

หลีกเลี่ยงการล่มสลาย

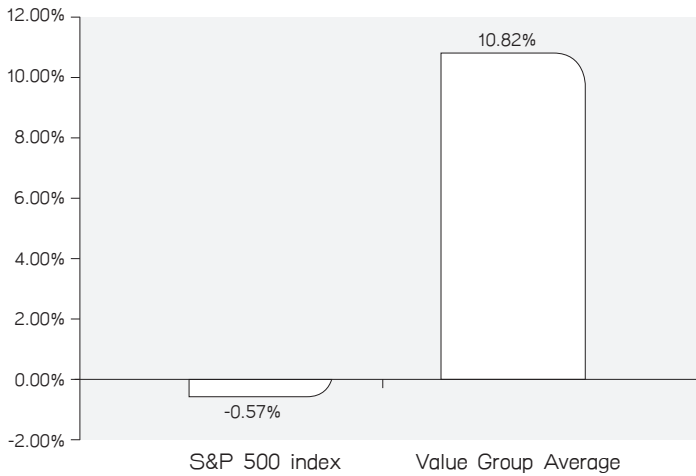
ผู้บริหารแบบหุ้นคุณค่ารู้ว่าสิ่งที่เขาต้องทำก็คือ การรอจนกว่าราคาจะสมเหตุสมผลอีกครั้ง ซึ่งในที่สุด “ประวัติศาสตร์ก็จะปรากฏความจริงเสมอว่าราคาหุ้นในระยะสั้นแม้จะผันผวน แต่ในที่สุดก็จะเข้าใกล้มูลค่าที่แท้จริงของธุรกิจ” หากมีคนคิดว่า “ไม่มีจังหวะหรือเหตุผลที่ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลง (Random Walk Theory) ก็จะมีคนคาดหวังว่าครั้งหนึ่งของกองทุนจะมีผลการดำเนินงานดีกว่าดัชนีและอีกครั้งหนึ่งจะมีผลการดำเนินงานแย่กว่าดัชนี (แบ่งเป็น 50/50) แต่สิ่งนี้ก็ไม่เกิดขึ้น

น่าประหลาดใจอย่างยิ่งที่ผลตอบแทนของกองทุนแบบหุ้นคุณค่าแต่ละกองและทุกกองใน 10 กองทุนนี้ มีผลการดำเนินงานดีกว่าดัชนี S&P

Random Walk Theory

เป็นทฤษฎีที่กล่าวว่ราคาหุ้นเคลื่อนไหวอย่างไม่เป็นระบบและไม่สามารถทำนายได้ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นไร้ประโยชน์เพราะไม่มีใครสามารถคาดคะเนราคาหุ้นได้

500 อย่างมาก ซึ่งนักคณิตศาสตร์เรียกว่า Five-Sigma Event หรือเหตุการณ์ที่ไม่สามารถอธิบายได้ ผลตอบแทนโดยเฉลี่ย 5 ปีจนถึงปี 2003 ของกองทุนทั้ง 10 กองทุนรวมกันเท่ากับ 10.82% ต่อปี หรือสูงกว่าดัชนี S&P 500 มากกว่า 11% ต่อปี ดังที่แสดงในภาพ 2.1



ภาพ 2.1 ผลตอบแทนโดยเฉลี่ย 5 ปีจนถึงปี 2003 ของกองทุนแบบหุ้นคุณค่า 10 กองทุน

สิ่งที่น่าสนใจเกี่ยวกับการศึกษาของโลเวนสทินก็คือ การได้รับความสนใจจากสื่อทางการเงินค่อนข้างน้อย ผมจำไม่ได้ว่าได้เห็นข่าวเกี่ยวกับการศึกษานี้หรือไม่ จนกระทั่งมาสะดุดตอนที่กำลังค้นหาข้อมูลใน Google ความจริงก็คือ มีนักลงทุนกลุ่มหนึ่งใช้ปรัชญาการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าเพื่อหลีกเลี่ยงบรรยากาศการซื้อขายรายวัน (โดยเฉพาะหุ้นที่แนะนำในบทความของนิตยสารฟอร์จูน) และสามารถเอาชนะตลาดด้วยกำไรที่สูงตลอดช่วง 5 ปีจนเป็นข่าวหน้าหนึ่ง

กองทุนที่ยึดมั่นในหลักการเหล่านี้สามารถเอาชนะตลาดได้เสมอ และนั่นคือประเด็นสำคัญของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า นั่นหมายความว่า คุณสามารถเอาชนะดัชนี S&P 500 โดยการซื้อหุ้นใดหุ้นหนึ่งในกองทุนรวมที่ประสบความสำเร็จหรือไม่? ไม่จำเป็น ผมเชื่อว่านักลงทุนรายบุคคลที่เฉื่อยฉลาดสามารถเอาชนะตลาดได้ด้วยตัวเอง โดยไม่ต้องอาศัยข้อมูลจากกองทุนรวมขนาดใหญ่ หากไม่ย่อท้อที่จะควบคุมการบริหารเงินของพวกเขา

ในคัมภีร์ไบเบิล Samuel I บทที่ 17 บันทึกเหตุการณ์ที่ยิ่งใหญ่ที่สุด เหตุการณ์หนึ่งในประวัติศาสตร์ทางทหาร ซึ่งปัจจุบันมีการกล่าวถึงผู้ที่มีส่วนร่วมสองคนคือ เดวิดและโกไลแอธ ซึ่งทำให้เกิดภาพของผู้เสียเปรียบที่สามารถเอาชนะผู้ได้เปรียบ เรื่องนี้ตามคัมภีร์ไบเบิลเกิดขึ้นในประเทศอิสราเอล ชาวยิวโบราณได้ต่อสู้กับคนพื้นเมืองของปาเลสไตน์โบราณที่กดขี่พวกเขา เมื่อทั้งสองฝ่ายเผชิญหน้ากันข้างเนินเขา ทหารที่เก่งที่สุดของชาวปาเลสไตน์คือ โกไลแอธซึ่งสูงเกือบ 9 ฟุต ในชุดเกราะที่หนักถึง 130 ปอนด์ ตามมาตรวัดในปัจจุบัน เขาพูดท้าทายให้ชาวอิสราเอลส่งทหารมาสู้รบกับเขา แต่ก็ไม่มีใครเสนอตัว

เดวิดที่กำลังเสิร์ฟอาหารที่พ่อของเขาให้นำมาส่งในกองทัพอิสราเอล เขาเห็นโกไลแอธท้าทายจึงรับคำท้า แต่แทนที่เขาจะสวมชุดเกราะอันหนักอึ้ง เดวิดกลับเผชิญหน้ากับโกไลแอธโดยไม่มีอะไรมากไปกว่าก้อนไม้ หนังสติ๊ก และก้อนหิน โกไลแอธโกรธมากและพูดว่า “เห็นฉันเป็นสุนัขหรือไง แกถึงเอากิ่งไม้มาสู้กับฉัน” ในขณะที่โกไลแอธตรึงเข้ามา เดวิดยิงลูกหินโดนหัวของโกไลแอธหนึ่งลูก โกไลแอธล้มลง เดวิดจึงดึงดาบของโกไลแอธมาตัดหัวของเขาออก

ในโลกของการลงทุนในปัจจุบัน นักลงทุนสถาบันเปรียบเสมือนโกไลแอธ พวกเขามีพนักงานที่ฉลาด มีทรัพยากรไม่จำกัด และมีทีมผู้ช่วยจำนวนมาก นักลงทุนสถาบันที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 300 ราย ลงทุนในหุ้นมูลค่ารวมกัน 7.5 ล้านล้านเหรียญ คิดเป็น 56% ของมูลค่าตลาดรวม 13.2 ล้านล้านเหรียญของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา นักลงทุนที่มีความรู้ซึ่งเปรียบเหมือนเดวิดยุคปัจจุบันที่ไม่มีอะไรเป็นอาวุธมากไปกว่ารายงานประจำปี แบบรายงาน 10-K และบางครั้งอาจจะมีคู่มือ Value Line Investment Survey จะมีโอกาสที่จะเอาชนะยักษ์เหล่านี้ได้หรือ? แน่นอน ในความเป็นจริงแล้ว จุดแข็งของนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่ก็คือจุดอ่อนของพวกเขา นั่นเอง และนักลงทุนที่มีความรู้จะมีข้อได้เปรียบ ผมให้นิยามนักลงทุนที่

มีความรู้ว่าเป็นคนที่ซื้อหุ้นในธุรกิจที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าของมัน นักลงทุนประเภทนี้พยายามที่จะทำให้เงินของพวกเขาเพิ่มมูลค่ามากที่สุด

พัฒนาการ

การลงทุนของสถาบันมีพัฒนาการในแนวทางที่ทำให้ผลการดำเนินงานของพวกเขาแข็งแกร่งตลอด 30 ปีที่ผ่านมา ช่วงเวลาส่วนใหญ่หรือมากกว่า 90% ของนักลงทุนสถาบันมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าเกณฑ์ของผลการดำเนินงานของหุ้น ซึ่งก็คือดัชนี S&P 500 หลังจากศึกษาปรากฏการณ์ตลอดหลายปีที่ผ่านมา ผมสามารถสรุปปัญหาอุปสรรคที่ทำให้ผลการดำเนินงานโดยเฉลี่ยของนักลงทุนสถาบันไม่ดีเท่าที่ควรได้ 3 ประการ

1. กรอบเวลาที่สั้น
2. ข้อจำกัดด้านมูลค่าตลาด
3. การจำกัดกลุ่มอุตสาหกรรม/ภูมิภาค/ระดับเงินสด

กรอบเวลาที่สั้น

ธุรกิจบริหารเงินเป็นธุรกิจที่ยิ่งใหญ่ หากคุณสามารถรวบรวมสินทรัพย์และมีผลการดำเนินงานที่ดีพอ นักลงทุนก็จะอยู่กับคุณเป็นเวลานาน โดยทั่วไปผู้บริหารเงินจะคิดค่าธรรมเนียมในการบริหาร 1% ของสินทรัพย์รวมที่บริหาร หากบริษัทมีสินทรัพย์ 1 พันล้านเหรียญ ค่าธรรมเนียมรายปีก็จะเท่ากับ 10 ล้านดอลลาร์ มีผู้บริหารเงินจำนวนมากเกินกว่าที่คุณจะเขย่าหรือทำให้สินทรัพย์มูลค่าเป็นสิบๆ พันล้านเหรียญสั้นสะเทือนด้วยกิ้งไม้ ดังนั้น บริษัทที่มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร 10 พันล้านเหรียญ จะสามารถสร้างรายได้ค่าธรรมเนียมในการบริหารได้ปีละ 100 ล้านดอลลาร์! เป้าหมายของบริษัททั้งหลายก็คือ รักษาสิ่งที่มีอยู่และรวบรวมสินทรัพย์เพิ่ม หากบริษัททำผิด

พลาดและมีผลการดำเนินงานติดลบ ความกลัวที่จะต้องสูญเสียสินทรัพย์ให้กับบริษัทอื่นที่มีผลการดำเนินงานดีว่าก็จะเกิดขึ้น

ธรรมชาติของธุรกิจได้สร้างสภาพแวดล้อม ให้นักลงทุนสถาบันต้องเน้นผลการดำเนินงานที่ค่อนข้างสั้น บทลงโทษของผลการดำเนินงานระยะสั้นที่ต่ำกว่าที่คาดหวังก็คือ การย้ายออกของสินทรัพย์จำนวนมาก ผลก็คือค่าธรรมเนียมในการบริหารลดลงและผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอต้องเกษียณอายุก่อนกำหนด (ออกจากงาน) ความกังวลใจเกี่ยวกับผลการดำเนินงานตลอดสัปดาห์ก่อน เดือนก่อน และไตรมาสก่อนเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นๆ ทำให้ผู้บริหารเงินใช้วิธีการที่ระมัดระวัง กล่าวอีกนัยหนึ่ง พวกเขาเริ่มคิด “หากผลการดำเนินงานต่ำกว่าที่คาดและฉันต้องออกจากงาน แล้วฉันจะจ่ายหนี้สนามกอล์ฟและค่าเล่าเรียนของลูก (โรงเรียนเอกชน) ได้อย่างไร”

ดังนั้นการดูแลผลการดำเนินงานจึงเริ่มไม่น่าไว้วางใจ แทนที่จะลงทุนในสิ่งที่มีมูลค่าน่าสนใจและลงทุนในระยะยาว พวกเขา ก็เริ่มซื้อสิ่งที่ผู้บริหารเงินคนอื่น ๆ กำลังซื้อเพื่อที่ผลการดำเนินงานของพวกเขาจะได้ไม่น้อยกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน มุมมองระยะยาวเริ่มก่อให้เกิดความเสียหายต่อสุขภาพทางการเงินของบริษัท และความมั่นคงในอาชีพของพวกเขาเอง มาตราวัดจึงไม่ใช่ผลตอบแทนที่สมบูรณ์ แต่ก็เกี่ยวกับผลตอบแทน ตัวอย่างเช่น หากกองทุน A มีมูลค่าลดลง 20% และกองทุน B ลดลง 18% ผู้บริหารกองทุน B ก็จะมีความสุข ทำให้ผมคิดถึงตลกเก่าๆ เกี่ยวกับนักเดินทางสองคนที่เห็นหมีกระโจนเข้ามาด้วยความโกรธ ดังนั้นนักเดินทางคนหนึ่งจึงเริ่มใส่รองเท้าสำหรับวิ่ง อีกคนหนึ่งกล่าวว่า “แกวิ่งหนีหมีไม่พ้นหรอก!” ชายคนแรกจึงตอบว่า “ฉันไม่จำเป็นต้องวิ่งหนีหมีตัวนั้น ฉันเพียงแต่ต้องการวิ่งหนีแก” ผลการดำเนินงานที่ตีเยียมหรือดีกว่าดัชนี S&P 500 ไม่ใช่ประเด็นสำคัญ ตอนนี้เป้าหมายคือผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันและกลุ่มอื่นๆ ที่สอดแทรกเข้ามา

“ ในปี 1971 เมื่อราคาหุ้นในตลาดแพงมากผู้บริหารกองทุนบำเหน็จบำนาญ
ลงทุนในหุ้นสูงเป็นประวัติการณ์ถึง 122% ของเงินทุนที่มี แต่ในปี 1974 หลังจาก
ราคาหุ้นตกลงต่ำสุด พวกเขากลับลงทุนในหุ้นน้อยเป็นประวัติการณ์เพียง 21%”

- วอเรน บัฟเฟตต์

ข้อจำกัดด้านมูลค่าตลาด

ผลการสำรวจจำนวนเฮดจ์ฟันด์ (Hedge Fund – กองทุนป้องกันความเสี่ยง) ของสหรัฐอเมริกาเมื่อเร็วๆ นี้ ปรากฏว่า มีทั้งสิ้น 241 แห่ง โดยแต่ละบริษัทบริหารเงินมากกว่า 1 พันล้านเหรียญ ซึ่งมีเงินลงทุน ณ วันที่ 1 มกราคม 2007 รวมกันเกือบ 1.2 ล้านล้านเหรียญ และยังมีกองทุนรวมอีกจำนวนมากที่มีสินทรัพย์อย่างน้อย 1 หมื่นล้านเหรียญ ที่อยู่ในเกมการลงทุนที่ขนาดมีความสำคัญ เนื่องจากขนาดของกองทุนนักลงทุนสถาบันจึงตกอยู่ในสถานการณ์คับขันไม่มีทางออก เงินที่บริหารยิ่งมากเท่าไรพวกเขาก็จะยิ่งได้รับค่าธรรมเนียมมากเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ขนาดของสินทรัพย์นี้ทำให้พวกเขามีข้อจำกัดทั้งในการเลือกหุ้นที่จะลงทุน และความสามารถในการทำกำไรให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าดัชนี S&P 500 บริษัทที่บริหารสินทรัพย์ขนาด 1 พันล้านเหรียญ ไม่สามารถจะตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีมูลค่าตลาดเพียง 200 ล้านดอลลาร์ ซึ่งหากพวกเขาซื้อหุ้น 5% หรือ 10 ล้านดอลลาร์ ก็จะไม่ค่อยมีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนการลงทุนนั้นไม่ว่าจะดีแค่ไหนก็ตาม ก็ไม่เพียงพอที่จะเปลี่ยนแนวโน้มหรือทิศทางของผลการดำเนินงานของกองทุนได้

ด้วยเหตุดังกล่าว กองทุนรวมที่มีสินทรัพย์ขนาด 1 ล้านล้านเหรียญ จึงมีข้อจำกัดอย่างมากในการเลือกบริษัทที่จะลงทุน ดังนั้นเพื่อให้กองทุนมีการกระจายการลงทุนอย่างเพียงพอ (ซึ่งกำหนดโดยกฎหมาย) จึงถือ

หุ้นในหนึ่งบริษัทได้ไม่เกิน 5% กองทุนรวมจึงสามารถลงทุนได้เฉพาะใน 800 บริษัทที่มีมูลค่าตลาดมากกว่า 1 พันล้านเหรียญ จากหุ้นที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเกือบ 8,000 บริษัท ผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอที่มีขนาดใหญ่จะต้องตัดบริษัทออกจากจักรวาลของพวกเขาไปเกือบ 90%

ข้อจำกัดในด้านอุตสาหกรรม/ภูมิภาค/ระดับเงินสด

นักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่เพิ่มภาระให้แก่ผู้บริหารของพวกเขา โดยการกำหนดและจำกัดขอบเขตการลงทุนของพวกเขา เช่น กองทุนอุตสาหกรรม (Sector Fund) สามารถลงทุนได้เฉพาะในอุตสาหกรรมหรือกลุ่มธุรกิจที่ถูกกำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวนของกองทุนเท่านั้น หากกองทุนนั้นเป็นกองทุนอุตสาหกรรมธนาคาร ผู้บริหารกองทุนไม่สามารถนำเงินไปลงทุนในบริษัทค้าปลีก เช่นเดียวกับกองทุนประเภทภูมิภาค (กำหนดประเทศหรือภูมิภาคในการลงทุนที่แน่นอน) ไม่สามารถนำเงินไปลงทุนนอกเขตภูมิภาคที่กองทุนนั้นกำหนดไว้ในวัตถุประสงค์ หากมีบริษัทคุณภาพดีที่อยู่นอกกลุ่มอุตสาหกรรมหรือภูมิภาคที่กองทุนกำหนด ซึ่งซื้อขายในราคาที่

น่าสนใจ ผู้บริหารกองทุนก็ไม่สามารถซื้อได้ นายตลาดอาจเปิดโอกาสให้ซื้อสินค้ามูลค่า 1 เหรียญในราคา 10 เซ็นต์ แต่ผู้บริหารเหล่านั้นก็ไม่สามารถจะซื้อมันได้

กองทุนหุ้นจำนวนมากมีข้อห้ามในการถือเงินสด และตลอดเวลาต้องนำเงินสดทั้งหมดไปลงทุน หากหุ้นของบริษัทที่อยู่ในขอบข่ายการลงทุนของผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอมีการซื้อ

Mr. Market (นายตลาด)

เป็นคำอุปมาอุปไมย ที่เบนจามิน เกรแฮม ใช้เพื่ออธิบายการแกว่งของราคาที่ไม่แน่นอน (หรือหาว) ในตลาดหุ้นเนื่องจากอารมณ์ของนายตลาด เขาสามารถอารมณ์ดี (เสนอซื้อในราคาที่สูงขึ้น) วันหนึ่ง แล้วซึมเศร้าได้ (ทำให้ราคาตกลง) ในวันถัดมา

ขายในราคาที่สูงมาก ผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอจึงไม่มีทางเลือกและต้องนำเงินสดคงเหลือไปลงทุน แม้ว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้นก็ตาม นั่นคือเหตุผลหนึ่งที่ในปี 1999 กองทุนหุ้นเทคโนโลยีต้องกลับมาซื้อหุ้นบริษัทเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่องในระดับราคาที่สูงลิ่ว เหตุผลง่ายๆ คือ พวกเขาไม่สามารถถือเงินสด ในโลกนี้เงินสด (Cash) เป็นอักษร 4 ตัวที่ไม่พึงปรารถนา

“การอุปมาอุปไมยเรื่องนายตลาดของเบนดูเหมือนจะล้ำสมัยสำหรับโลกการลงทุน ปัจจุบันที่มีอาชีพและนักวิชาการส่วนใหญ่จะพูดถึงแต่เรื่อง ตลาดประสิทธิภาพ การเก็งกำไร และค่าเบต้า ความสนใจในประเด็นดังกล่าวของพวกเขาเป็นสิ่งที่สามารถเข้าใจได้ เพราะเทคนิคต่างๆ ซึ่งเป็นเรื่องที่ซับซ้อนเข้าใจยากนั้น เป็นประโยชน์ต่อการให้คำแนะนำการลงทุนอย่างมาก ในท้ายที่สุดสิ่งที่คุณหมอผู้มีชื่อเสียงจะแนะนำคุณได้อย่างง่าย ๆ คือ “กินแอสไพริน 2 เม็ด”

– วอเรน บัฟเฟตต์

ข้อได้เปรียบของคุณ

การที่คุณกำลังสู้กับสิ่งใด ทำให้รู้ว่าคุณ (เดวิด) มีข้อได้เปรียบมากเพียงใด ในฐานะนักลงทุนรายบุคคลที่มีความรู้และเฉลียวฉลาด คุณไม่มีข้อจำกัดต่างๆ เหล่านี้ที่จะเป็นอุปสรรคในการคัดเลือกหุ้น คุณรู้ว่าในระยะสั้น ราคาหุ้นจะเคลื่อนไหวหรือเปลี่ยนแปลงตามความนิยมชั่วคราวชั่วคราว แต่ในระยะยาว (5 ปี – 10 ปี) ราคาหุ้นจะเคลื่อนไหวบนพื้นฐานของกำไรของบริษัท แล้วทำไมคนจึงไม่ดูในระยะยาว? สำหรับคุณ มันคงจะไม่แปลกหากรายงานฉบับล่าสุดของรัฐบาลที่สูงกว่าหรือต่ำกว่าที่คาดหวัง 10% ทำให้ตลาดหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว แต่ในระยะยาวมันไม่มีผล คุณสามารถใช้โอกาสนั้นซื้อหุ้นของบริษัทดีๆ ที่ขายในราคาที่มีส่วนลดสูงๆ ราคาหุ้นร่วงลงอย่างรุนแรงเมื่อตลาดหุ้นกลับมาเปิดทำการอีกครั้ง