

THE LITTLE BOOK
of

VALUE INVESTING

คัมภีร์หุ้นคุณค่า

โดย Christopher H. Browne
แปลและเรียบเรียง เทพ รุ่งธนาภิรมย์

FIP[®]

www.fidelitypublishing.com



พิมพ์
กระดาษนอนสายตา  อ่านได้นาน
www.greenread.com

The Little Book of Value Investing



เรื่อง : คัมภีร์หุ้นคุณค่า

เขียน : Christopher H. Browne

แปลและเรียบเรียง : เทพ รุ่งธนาภิรมย์

บรรณาธิการบริหาร : เอกสิทธิ์ หัสสรังสี

บรรณาธิการ : ณัฏชา หัสสรังสี

ศิลปกรรมปก/รูปเล่ม : bluepixel

Cover Image : © Neville Elder/Corbis

ISBN : 978-616-91628-2-7

FP - 08 - 0357 - 9 8 7 6 5 4 3

Copyright © 2007 by Christopher H. Browne

Thai language translation copyright © 2014 by Fidelity Publishing Co., Ltd.

All rights reserved.



www.fidelitypublishing.com

จัดพิมพ์โดย : สำนักพิมพ์ ฟิเดลิตี

บริษัท ฟิเดลิตีพับลิชชิง 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 ซีเอ็ดดูเคชั่น 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	คุณจำเป็นต้องลงทุน แต่ไม่จำเป็นต้องเป็นอัจฉริยะถึงจะทำได้	12
บทที่ 1	ซื้อหุ้นเหมือนซื้อเนื้อสเต็ก...ตอนลดราคา	17
บทที่ 2	มีมูลค่าเท่าไร?	24
บทที่ 3	ลงทุนอย่างปลอดภัย	31
บทที่ 4	ซื้อหุ้นที่มีกำไรตอนถูกๆ	37
บทที่ 5	ซื้อ 1 เหยียดด้วยเงิน 66 เซ็นต์	44
บทที่ 6	หุ้น 80 ตัวรอบโลก	48
บทที่ 7	ไม่จำเป็นต้องเข้าป่าดงดิบ	55
บทที่ 8	คอยดูคนที่รู้เรื่องภายใน	62
บทที่ 9	สิ่งที่เข้ามากระทบในตลาด	66
บทที่ 10	ค้นแล้วคุณจะพบ	71
บทที่ 11	แยกทองจากกองขยะ	77

บทที่ 12	ตรวจสุขภาพบริษัท	83
บทที่ 13	ตรวจสุขภาพบริษัท (2)	88
บทที่ 14	ส่งหุ้ของคุณไปคลินิกเมโย	94
บทที่ 15	เราไม่อยู่ในแคนซัสอีกต่อไปแล้ว (เมื่ออยู่ในโรม...)	102
บทที่ 16	ลดความเสี่ยง	105
บทที่ 17	มันเป็นเรื่องของการวิ่งมาราธอน ไม่ใช่การวิ่งเร็ว	108
บทที่ 18	ซื้อและถือ? จริงหรือ?	114
บทที่ 19	ถึงเวลาของผู้เชี่ยวชาญเท่านั้น	122
บทที่ 20	คุณสามารถพามาไปที่บ่อน้ำได้ แต่...	127
บทที่ 21	ยึดมั่นกับหลักการ	135
	อย่าเพิ่งรีบเชื่อผม (Don't Take My Word for It)	141

คำนิยม

หุ้นของผมตัวแรกชื่อ Polaron Products พอได้ชื่อให้ผม 400 หุ้นในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1960 ผมไม่ทราบว่ามันทำธุรกิจอะไร แต่ผมชอบตรวจดูราคาหุ้นเป็นประจำทุกเช้า (ในช่วงวัยรุ่นของผมมัน เชื้อหรือไม่ว่า คนส่วนใหญ่ต้องอาศัยดูจากหนังสือพิมพ์ว่าเกิดอะไรขึ้นกับตลาดหุ้น) สิ่งที่ทำให้ผมประหลาดใจคือการที่หุ้นขึ้นไปเพียง 1/8 เหรียญ สามารถทำให้ผมร่ำรวยขึ้นถึง 50 เหรียญ ซึ่งเป็นจำนวนที่ไม่น้อยเลยจริงๆ แล้วราคาหุ้นมีทั้งขึ้นและลง แต่ผมไม่ค่อยสนใจตอนที่มันลงเพราะคิดว่ามันเป็นเพียงแค่เงินในกระดาษ จริงไหมครับ? แต่ผมจะรู้สึกตื่นเต้นเมื่อราคาหุ้นขยับขึ้น ผมจำได้ว่าเคยถามพ่อว่าอะไรที่ทำให้หุ้นขึ้น คำตอบของท่านมีเหตุผลแต่ก็เพียงอยู่ในระดับหนึ่ง Polaron ทำธุรกิจ ซึ่งเรื่องนี้ผมพอเข้าใจ และเมื่อธุรกิจทำกำไรได้มากขึ้น ผู้คนก็ยินดีจะจ่ายมากขึ้นสำหรับค่าหุ้น แต่ตรงนี้ครับที่เป็นอุปสรรคต่อความเข้าใจของผม เหตุเพราะกำไรไม่ได้ไปที่ตัวหุ้น มันเข้าไปอยู่ในบริษัท สิ่งที่ผมได้ดูจากหนังสือพิมพ์ TIME ในตอนเช้า ไม่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องโดยตรง (ซึ่งผมค่อนข้างจะแน่ใจ) กับรายได้ซึ่งเข้าไปอยู่ในกำปั้นบริษัท ดังนั้นแล้วทำไมหุ้นจึงขึ้น? พ่อของผมพูดบางอย่างที่ว่า กำไรคือตัวที่ทำให้บริษัทสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น แต่นี่อีกครั้ง การตัดสินใจต้องขึ้นอยู่กับตัวบริษัท Polaron เป็นหลัก บริษัทไม่จำเป็นต้องจ่ายให้กับเราที่เป็นผู้ถือหุ้น พวกเขาต้องอยู่ภายใต้ความ गरุณของบริษัทราคาหุ้น (หรืออย่างที่ผมได้พูดไว้) จะตอบสนองอย่างสอดคล้องกับพัฒนาการของธุรกิจ ทำให้ผมมองว่านี่คือลักษณะพิเศษของตลาดหุ้น ผมเข้าใจว่า

มันเหมือนกับกองเชียร์ที่ขึ้นอยู่กับกฎกติกาทางการเงิน ผู้คนที่มองไม่เห็น เหล่านี้คือผู้ที่กำหนดราคา 400 หุ้น ซึ่งจะทำหน้าที่โดยตรงไปตรงมาขึ้นอยู่กับแนวโน้มการทำกำไรของ Polaron ทั้งๆ ที่ผมและผู้ถือหุ้นรายอื่นอาจจะไม่เคยเห็นตัวตนของเขาเหล่านั้นเลย

ผมจำไม่ได้ว่าพ่อเคยบอกผมว่าได้ขายหุ้นออกไปแล้ว เพราะวันหนึ่งผมก็พบว่าผมไม่ได้เป็นเจ้าของ 400 หุ้นของ Polaron อีกต่อไปแล้ว เลยทำให้ผมหยุดติดตาม อย่างไรก็ตามมันก็ได้ทิ้งอะไรบางอย่างไว้ในใจของผม แม้ว่าตอนนั้นผมยังไม่ได้ทำกำไรจากตลาดหุ้นเป็นตัวเงินเลย แต่ผมได้สะสมนิสัยอย่างหนึ่งอยู่ในสายเลือด เมื่อผมจะต้องเขียนถึงหรือต้องการจะซื้อหุ้น

วอลสตรีทได้สอนว่า ราคาหุ้นถูกขับเคลื่อนโดยปัจจัยหลากหลายประการ เช่น โดยสงครามและสันติ โดยการเมือง โดยเศรษฐกิจ โดยแนวโน้มตลาด และอื่นๆ อีกมาก สิ่งที่ผมได้รับมาน่าจะเป็นสิ่งที่เชื่อถือได้ นั่นคือราคาหุ้นถูกขับเคลื่อนโดยความสามารถในการทำกำไร

ผมคิดเกี่ยวกับเรื่องนี้เมื่อตอนที่ได้อ่านบทสรุปแนวทางของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าของ คริสโตเฟอร์ บราวน์ มันเป็นเรื่องแปลกเหมือนกันเมื่อมาถึงเรื่องของการคิดหาที่มันก็ฟ้า เรามักจะได้รับอิทธิพลจากความคิดของพ่อ แม้แต่ในเรื่องของเศรษฐกิจแนวคิดของพ่อแม้ก็มีส่วนต่อเราอย่างมาก คำสอนเกี่ยวกับเรื่องการเงินแรกๆ ของพวกเรามักจะเป็นสิ่งที่เราได้ยินจากกลุ่มคนของเราและส่วนมากเป็นผู้ที่ทำมาหาเลี้ยงครอบครัว (ในยุคนั้นคือพ่อนั่นเอง) ในตอนนั้นเราฟังด้วยความประทับใจแบบคนหนุ่ม และแม้แต่ทั้งชีวิตยังเอาสิ่งนี้ออกไปไม่ได้

ในกรณีของคุณบราวน์ ผมถือว่าทำออกมาได้ดีมาก เขาทำให้เห็นว่าส่วนหนึ่งที่ทำให้เขาสนใจเรื่องการเงินก็มาจากพ่อของเขา คือ ไฮوارد บราวน์ ซึ่งเป็นนายหน้าค้าหุ้นและในปี 1945 เป็นผู้ช่วยก่อตั้ง ทวิตดี บราวน์ และริลลี่ อันเป็นบริษัทที่ผู้เขียนได้กลายเป็นหุ้นส่วนหลัก การจะเรียก

ผู้ร่วมก่อตั้งว่าเป็นนายหน้าค้าหุ้นอาจจะไม่ถูกต้องนัก พวกเขาเป็นผู้ชำนาญพิเศษที่เชี่ยวชาญเฉพาะด้านในวอลสตรีทเท่านั้น สิ่งที่ทำคือเขาจะหาผู้ขายและผู้ซื้อหุ้นในบริษัทที่มีขนาดเล็กมากกว่าไม่ค่อยมีคนซื้อขายและไม่เป็นที่รู้จักกันทั่วไปในตลาด โดยคำนียามแล้วลูกค้าของเขาจะเป็นกลุ่มคนที่ให้ความสนใจเกี่ยวกับมูลค่าหุ้น ซึ่งแตกต่างจากการดูแลโน้มตลาดหุ้น โดยเฉพาะหุ้นเหล่านี้ไม่ได้มีการซื้อขายกันในตลาดเลย จริงๆ แล้วลูกค้ารายแรกรายหนึ่งของบริษัทก็คือ เบนจามิน เกรแฮม ผู้เป็นศาสตราจารย์นักเขียนเกี่ยวกับการเงินและผู้จัดการการลงทุนที่ถือว่าเป็นรุ่นบุกเบิก

เกรแฮมคือบุคคลที่สำคัญเกี่ยวกับการสร้างวินัยในการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า และมีหลายคนที่สนใจและได้นำหลักการนี้ไปใช้ในการลงทุนจริง ทั้งทวีตดีและบรรพบุรุษก็จัดอยู่ในคนกลุ่มน้อยเหล่านี้ด้วยโดยทำการเปิดตัวให้บริการธุรกิจบนเลขที่ 52 ถนนวอลสตรีท ซึ่งเป็นชั้นล่างในที่ทำงานของเกรแฮม (เพื่อจะได้มีโอกาสรับธุรกิจจากเขาและได้รับคำแนะนำเพิ่มเติมเป็นของแถมอีกด้วย) ในไม่ช้าธุรกิจก็ได้ขยายตัวจากการเป็นแค่นายหน้ามาเป็นผู้จัดการการลงทุนโดยเน้นใช้หลักการของเกรแฮมเป็นหลักในการทำธุรกิจ

การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าง่ายที่จะเข้าใจแม้ว่าบางทีอาจจะไม่่ง่ายนักในการปฏิบัติ หลักมีอยู่ว่าให้ซื้อหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง นั่นคือซื้อโดยคำนึงถึงคุณค่าของธุรกิจ ซึ่งเป็นเรื่องที่แตกต่างกันจากสิ่งที่เกิดขึ้นจริงแบบผิวเผินในตลาดหุ้น (คงยังจำกันได้ถึงบุรุษลึกลับที่ต้องการซื้อหุ้นของ Polaron บนพื้นฐานของกำไรได้ณะครับ? ซึ่งเป็นการซื้ออย่างมีจุดมุ่งหมาย)

เนื่องจากเกมนี้คือเรื่องเกี่ยวกับราคาและคุณค่า นั่นคือจ่ายให้น้อยกว่าสิ่งที่คุณจะได้รับ ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจเลยที่นักลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจะให้ความสนใจอย่างสูงกับหุ้นที่มีราคาลงมาเยอะในยามที่ตลาดหุ้นกำลังตกต่ำ พวกเขาเป็นกระแสบ่กสะท้อนให้เห็นถึงนักลงทุนประเภทตามภาวะตลาด (momentum investor) ซึ่งมักจะตื่นเต้นเมื่อเห็นราคาหุ้นวิ่งสูงขึ้น

ดั่งที่ คริสโตเฟอร์ บราวน์ ได้พูดไว้ “ซื้อหุ้นเช่นเดียวกับที่คุณจะทำในร้านขายของชำ คือตอนที่มีการลดราคา”

แต่เรายังไม่จบเกี่ยวกับพอทีเดียวนัก หุ้นตัวหนึ่งที่บราวน์ผู้พ่อได้ลงทุนไว้ เป็นหุ้นธุรกิจสิ่งทอในนิวยอร์กที่ราคาถูกกดต่ำลงมามากซื้อเบิร์กไชร์ฮาลาเวย์ เกรแฮมเกือบจะได้ซื้อหุ้นนี้ในปลายทศวรรษที่ 1950 แต่ก็ไม่ได้ซื้อ แต่เพื่อนร่วมงานหนุ่มของเขาและลูกศิษย์เก่าของเขาที่โคลัมเบียชื่อ วอเรน บัฟเฟตต์ กลับมีความสนใจในตัว เบิร์กไชร์ฮาลาเวย์ และเนื่องจากธุรกิจสิ่งทอกำลังมีปัญหาหนัก หุ้นตัวนี้ก็ยิ่งถูกลง

ในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1960 เกรแฮมได้เกษียณและบัฟเฟตต์ ได้มีบริษัทของตัวเอง และตัวบัฟเฟตต์อย่างที่เราได้ทราบกันในปัจจุบันได้ซื้อเบิร์กไชร์ไว้ ตามที่ทราบจากบราวน์หนุ่ม พ่อของเขาในฐานะที่เป็นนายหน้าใน ทวิดดี บราวน์ เป็นผู้ที่ได้ซื้อหุ้นส่วนใหญ่ของ เบิร์กไชร์ฮาลาเวย์ ซึ่งปัจจุบันเป็นของบัฟเฟตต์ หุ้นน้อยตัวมากที่จะออกมามีผลงานดีเท่านี้ บัฟเฟตต์เริ่มซื้อหุ้น เบิร์กไชร์ฮาลาเวย์ ตั้งแต่ตอนที่ต่ำกว่า 8 เหรียญ เมื่อเขาเข้ามาเป็นผู้บริหารไม่กี่ปีต่อมาและเริ่มทำให้บริษัทกลับมามีชีวิต ราคาขึ้นไปถึง 18 เหรียญ ทุกวันนี้หุ้นแต่ละหุ้นของ เบิร์กไชร์ฮาลาเวย์ มีมูลค่าถึง 90,000 เหรียญ ตระกูลบราวน์ได้มีสัมพันธที่ใกล้ชิดกับบัฟเฟตต์และอาจารย์ของเขาชื่อเกรแฮม ในการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าคุณไม่สามารถทำได้ดีกว่านี้อีกแล้ว

สิ่งที่น่าแปลกใจของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า ทั้งๆ ที่ได้เห็นผลสำเร็จจากตัวอย่าง เช่น เกรแฮม, บัฟเฟตต์ และศิษย์อีกหลายคนรวมทั้ง ทวิดดี บราวน์ คือ ทำไมแนวทางนี้จึงมีคนนำมาใช้น้อย อะไรที่ทำให้นักลงทุนไม่ยอมนำเอาวิธีการซึ่งให้ผลดีอย่างคงเส้นคงวามากกว่า 70 ปีไปใช้? นักลงทุนโดยปกติแล้วต้องกระตือรือร้น ซึ่งในกรณีนี้ผมสงสัยว่า ความกระตือรือร้นของเขานั้นคงเป็นเรื่องที่เกี่ยวกับคำถามที่ผมได้หยิบยกมาพูดถึงตอนการลงทุนครั้งแรกของผม กล่าวคือ ถ้าหากหุ้นนั้นถูก จะมีใครรู้บ้างว่ามันจะไม่

ถูกไปตลอด? ทำไมหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งควรหรือไม่ที่กำไรในบริษัทจะมีส่วนในการผลักดันราคาในตลาดหุ้น? เจ. วิลเลียม ฟูลไบรท์ สมาชิกวุฒิสภาของสหรัฐ ได้ตั้งคำถามนี้ต่อเกรแฮม ในช่วงกลางทศวรรษที่ 1950 เมื่อเกรแฮมได้ไปพูดเกี่ยวกับตลาดหุ้นในสภา “มันเป็นเรื่องลึกลับสำหรับผม เช่นเดียวกับคนอื่น ๆ ทั่วไป” เกรแฮมยอมรับ “เราทราบจากประสบการณ์ว่าในไม่ช้าตลาดก็จะวิ่งไปบรรจบกับมูลค่า”

เรื่องสำคัญนี้ได้นำมาวาดไว้อย่างละเอียดในหนังสือเล่มนี้แล้ว และคุณจะเห็นว่ามันไม่ใช่เรื่องลึกลับต่อไปอีกแล้ว ในอุตสาหกรรมนี้มีคนที่ได้ตื่นขึ้นแล้ว รวมทั้งผู้แต่งหนังสือซึ่งทำการประเมินมูลค่าของหุ้นอย่างต่อเนื่องโดยอาศัยข้อมูลจากยอดขาย จากกำไร จากกระแสเงินสด และจากตัวชี้วัดอื่นๆ การปล่อยให้หุ้นมีราคาตลาดต่ำลงจนมีส่วนลดมากๆ จะทำได้ไม่นานเพราะไม่ช้าก็จะมีผู้ที่ตาถึงเข้ามาซื้อธุรกิจ คุณค่าก็จะทำหน้าที่เสมือนหนึ่งเป็นพื้นรองรับราคาหุ้นและนี่คือสิ่งที่ทำให้นักลงทุนหุ้นคุณค่ามีความเชื่อมั่นเช่นนั้น

ถ้าอย่างนั้นทำไมการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจึงยังไม่แพร่หลาย? บรรณารั ตั่งข้อสังเกตว่า อาจจะเป็นเรื่องของอารมณ์ เนื่องจากความไม่ชัดเจนของตลาดเขาจึงไม่ทราบ เขาไม่สามารถทราบได้ว่ามันอาจจะใช้เวลา 1 สัปดาห์ 1 เดือน 1 ปี หรือนานกว่านั้นที่คนจะเริ่มเห็นคุณค่าของหุ้น ผู้คนเป็นจำนวนมากไม่มีความอดทนเพียงพอ ส่วนใหญ่แล้วอยากเห็นผลที่รวดเร็วหรือมักจะฟังเสียงรอบข้างมากกว่า เราคงไม่จำเป็นต้องเน้นย้ำในประเด็นนี้อีก เพราะจากการที่คนส่วนมากยังลังเลอยู่ ได้ทำให้เกิดโอกาสสำหรับคนส่วนน้อย สำหรับคนที่มีความอดทน ผลตอบแทนที่ได้คุ้มค่ายิ่ง หนังสือเล่มนี้เป็นหนึ่งในจำนวนน้อยมากที่จะให้เครื่องมือแก่คุณ ส่วนที่เหลือ ท่านผู้อ่านที่รัก ย่อมขึ้นอยู่กับท่านเอง

โรเจอร์ โดเวินสไตน์

บทนำ

คุณจำเป็นต้องลงทุน แต่ไม่จำเป็นต้องเป็นอัจฉริยะ ถึงจะทำได้

เดี๋ยวนี้จำนวนคนที่เป็นผู้ถือหุ้นได้เพิ่มขึ้นจากในอดีตเยอะมากทีเดียว ตลาดหุ้นทั่วโลกได้ขยายเติบโตขึ้น เนื่องจากจำนวนผู้คนที่สนใจจะเพิ่มความมั่งคั่งอันเกิดจากระบบทุนนิยมได้ทวีขึ้นมาก แต่จะมีคนสักกี่คนที่ยอมทำความเข้าใจว่าจริงๆ แล้วการลงทุนที่แท้คืออะไรกันแน่? ผมคิดว่าคงไม่มาก

การตัดสินใจลงทุนอย่างมีความรอบรู้ สามารถเปลี่ยนแปลงวิถีชีวิตของคุณ มันสามารถทำให้คุณเกษียณได้อย่างสบาย ส่งลูกหลานไปเรียนต่อในมหาวิทยาลัย และทำให้เป็นไททางการเงินจนสามารถที่จะชื่นชมกับสิ่งที่ตั้งใจฝันไว้ได้ และการลงทุนอย่างมีเหตุผลซึ่งสามารถเรียนรู้ได้จากศาสตร์และศิลป์ในหลักการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าก็ไม่ใช่สิ่งที่ยากจนสุดวิสัย เพียงแต่ต้องเข้าใจหลักการบางข้อซึ่งผู้ที่มีไหวพริบตามปกติสามารถเรียนรู้ได้

การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าได้กลายเป็นปรัชญาการลงทุนตั้งแต่นั้นในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1930 หลักการนี้ได้นำมาใช้อย่างชัดเจนในปี 1934 โดย เบนจามิน เกรแฮม ซึ่งเป็นศาสตราจารย์สอนวิชาการลงทุนที่คณะ

บริหารธุรกิจมหาวิทาลัยโคลัมเบีย โดยได้แต่งหนังสือชื่อ Security Analysis ซึ่งเป็นหนังสือเล่มแรกและยังคงเป็นเล่มที่ดีที่สุดในเรื่องการลงทุน มีคนจำนวนหลายล้านคนได้อ่านมัน ดังนั้นการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าไม่ใช่เรื่องใหม่-ใหม่ ที่จริงแล้วมันเป็นเรื่องเก่า-เก่า แนวทางการลงทุนนี้ง่ายต่อการเข้าใจ มีเหตุผลที่อธิบายได้ และผมเชื่อว่า ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าวิธีการลงทุนแบบอื่นๆ ในระยะยาว

การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าไม่ใช่เป็นเรื่องที่มีกฎกติกาที่ตายตัว แต่มันประกอบไปด้วยหลักการจำนวนหนึ่งซึ่งเป็นปรัชญาการลงทุน มันสามารถช่วยให้คุณเดินทางไปที่หาหุ้นที่มีคุณภาพดี และที่สำคัญพอกันคือ ทำให้คุณหลีกเลี่ยงจากหุ้นที่มีคุณภาพไม่ดี การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าจะช่วยให้คุณมีรูปแบบที่คุณสามารถใช้ในการประเมินโอกาสในการลงทุนรวมทั้งผู้จัดการกองทุนรวมได้เป็นอย่างดี ในขณะที่ผลการลงทุนถูกวัดกับตัวเลข Standard & Poor 500 หรือ ดัชนีทั่วโลกของ Morgan Stanley Capital International การลงทุนหุ้นคุณค่าได้ให้มาตรวัดซึ่งสามารถนำไปใช้วัดได้กับกลยุทธ์การลงทุนแบบอื่นๆ ได้อีกด้วย

ทำไมต้องลงทุนแบบหุ้นคุณค่า? เพราะว่ามันใช้ได้ผลเมื่อวัดจากผลตอบแทนที่ผ่านมา มีหลักฐานกองเท่าภูเขาเลากาที่ได้ออกมายืนยันว่าการลงทุนตามหลักการหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดในระยะยาว และมันทำได้ไม่ยากด้วย การลงทุนแบบหุ้นคุณค่าทำให้เรื่องที่เป็นของยากกลายเป็นของที่เข้าใจง่าย แต่ถึงกระนั้นก็ตามก็ยังมีนักลงทุนและผู้จัดการกองทุนจำนวนไม่มากนักที่ได้เข้ามาให้ความสนใจ ประมาณว่ามีผู้จัดการกองทุนมืออาชีพเพียง 5-10% เท่านั้นที่ได้นำหลักการนี้ไปใช้ เราจะได้พูดถึงว่าทำไมจึงมีนักลงทุนเป็นจำนวนน้อยที่สนใจในหลักการนี้ และเรื่องนี้จะมีผลกระทบต่อคุณอย่างไรในภายหลัง แต่ในตอนนี้นั้นผมขอพูดถึงหลักการพื้นฐานของการลงทุนที่นักลงทุนหุ้นคุณค่าได้นำไปใช้ ซึ่งให้เห็นถึงว่าคุณสามารถนำไปใช้ในการแสวงหาโอกาสการลงทุนดีๆ รอบโลก และให้คุณ

ตัดสินใจเองว่ามันเป็นเรื่องง่ายหรือยาก ดังที่ วอเรน บัฟเฟตต์ ได้พูดไว้ว่า การเป็นนักลงทุนที่ประสบความสำเร็จนั้นใช้ไอคิวเพียงแค่ 125 ส่วนที่เกินกว่านั้นถือว่าเป็นของสูญเปล่า

คุณคือคนที่คุณพบ

บริษัทที่ผมได้ร่วมงานด้วยตั้งแต่ปี 1969 ได้ถูกตั้งขึ้นในปี 1920 โดย พอร์เรสท์ เบอร์วินด์ ทวิดดี (บิล ทวิดดี) บิล ทวิดดี มีบุคลิกที่มีลักษณะคล้ายกับ วิลเฟรด บริมลีย์ มากกว่าที่จะเป็นเพียงนายหน้าค้าหุ้น ตอนที่เขาตั้งบริษัทเขาพยายามหาธุรกิจที่มีการแข่งขันน้อยและเขาก็ได้พบหุ้นประเภทที่มีการซื้อขายน้อย โดยปกติแล้วบริษัทส่วนใหญ่จะมีผู้ถือหุ้นหนึ่งคนหรือหลายคนที่ได้ถือหุ้นเกินกว่าครึ่ง อย่างไรก็ตามยังมีจำนวนผู้ถือหุ้นส่วนน้อยอยู่อีกมากกว่าที่ไม่สามารถจะขายหุ้นได้ที่อื่นยกเว้นจะนำไปขายคืนให้กับบริษัท บิล ทวิดดี มองเห็นโอกาส เขาพยายามที่จะให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถที่จะซื้อขายหุ้นได้ด้วยตัวเอง เขาทำเช่นนี้โดยการไปพบปะพูดคุยกับผู้ถือหุ้นในการประชุมผู้ถือหุ้นประจำปี เขาจะส่งโพรสแตร์การ์ดไปถามว่ามีใครต้องการจะซื้อหรือขายหุ้นของตน ด้วยเหตุนี้เขาจึงกลายเป็นผู้ชำนาญในหุ้นที่ไม่ค่อยมีการซื้อขาย

ที่ทำงานของทวิดดีเป็นสถานที่เล็กๆ บนถนนวอลสตรีทในนิวยอร์ก ไม่มีผู้ช่วย ไม่มีเลขา และทำงานแบบนี้มาถึง 25 ปี ในปี 1945 พ่อของผม ไฮวาร์ด บราวน์ และเพื่อนชื่อ โจ วิลลี ได้ออกจากงานเดิมเพราะรู้สึกไม่สนุกและเข้ามาร่วมหุ้นส่วนกับทวิดดี จึงเป็นเหตุให้เกิดห้างทวิดดี บราวน์ และวิลลี ขึ้น ทั้งสามคนยังคงดำเนินธุรกิจในการสร้างให้เกิดการซื้อขายของหุ้นที่ไม่ค่อยมีคนสนใจ

กิจกรรมของทวิดดีได้ดึงดูดความสนใจของ เบนจามิน เกรแฮม ในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1930 และเบนก็ได้กลายเป็นลูกค้าของทวิดดี เมื่อห้างทวิดดี บราวน์ และวิลลี ได้เปิดตัวขึ้นในปี 1945 หุ้นส่วนทั้งสามก็ได้

ตกลงที่จะขอเช่าห้องชั้นล่างของเลขที่ 52 ถนนวอลสตรีทจากเกรแฮม พวกเขาคิดว่าการได้อยู่ใกล้ชิดจะทำให้ธุรกิจจากเกรแฮมเพิ่มขึ้น

ตัวห้างต้องต้อนรับต่อผู้อย่างมากในช่วงปี 1940-1950 แต่ก็รอดมาได้ มีจำนวนนักลงทุนอยู่ไม่น้อยที่ชอบหุ้นราคาถูกซึ่งไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้เข้ามาใช้บริการของห้าง ในปี 1955 วอลเตอร์ ซลอส ซึ่งเคยทำงานให้เกรแฮมและลาออกมาในปี 1954 เพื่อจะเริ่มธุรกิจของตนเองได้ขอเขามาร่วมงานกับ ทวิตตี้ บราวน์ และวิลลี่ ซลอสได้นำเอาทฤษฎีการลงทุนหุ้นคุณค่าของเกรแฮมมาใช้และทำให้เกิดผลตอบแทนทบต้นถึง 20% ซึ่งเป็นสถิติที่สูงสุดในรอบ 49 ปี เขาได้เกษียณในฐานะพ่อหม้ายและแต่งงานใหม่ตอนอายุ 87 ปี (ไม่ต้องเป็นห่วงถึงอนาคตของวอลเตอร์ เพราะพ่อแม่ของเขามีอายุเกิน 100 ทั้งคู่)

วอลเตอร์ได้แนะนำบุคคลสำคัญ 2 คนให้กับห้าง ในปี 1957 บิล ทวิตตี้ ได้เกษียณเช่นเดียวกับ เบน เกรแฮม พ่อของผมและโจ วิลลี่ ต้องการมีหุ้นส่วน 3 คน คนแรกที่วอลเตอร์ได้แนะนำพวกเขาให้รู้จักคือ ทอม แนปป์ ผู้ซึ่งเคยเรียนหนังสือกับเกรแฮมที่โคลัมเบีย และยังได้เคยทำงานกับเขาอีกด้วย เขาได้กลายเป็นหุ้นส่วนคนที่ 3 เพราะเห็นว่ายังมีคนอีกเยอะที่ได้เสนอหุ้นในราคาถูกมากให้กับทวิตตี้และบราวน์ ใจเดียวของเขาคือต้องการเปลี่ยนให้ห้างกลายเป็นธุรกิจบริหารเงิน

วอลเตอร์ยังแนะนำให้ห้างได้รู้จักกับผู้ร่วมงานของเกรแฮมอีกคนหนึ่งคือ วอเรน บัฟเฟตต์ กล่าวกันว่าเกรแฮมต้องการที่จะให้บัฟเฟตต์มาดูแลกองทุนแทน แต่ภรรยาของบัฟเฟตต์ต้องการที่จะย้ายไปโอมฮาเนบราสก้า ดังนั้นบัฟเฟตต์เลยต้องเริ่มต้นใหม่ ในปี 1959 วอลเตอร์ ซลอสได้แนะนำ วอเรน บัฟเฟตต์ ให้รู้จักพ่อของผม และทำให้เกิดความสัมพันธ์บนพื้นฐานของความเชื่อถือเป็นเวลาถึง 10 ปี จนกระทั่งบัฟเฟตต์ได้ยุติหุ้นส่วนการลงทุนของเขา ในปี 1969 พ่อของผมได้ซื้อหุ้นส่วนใหญ่ของเบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ ซึ่งปัจจุบันถือโดยบัฟเฟตต์ นับเป็นเกียรติประวัติอย่างยิ่ง

ของทวีศักดิ์และบรรวนที่ไต้เป็นนายหน้าให้กับนักลงทุนที่มีชื่อเสียงมากถึง 3 คนคือ เบนจามิน เกรแฮม, วอลเตอร์ ซลอส และวอเรน บัฟเฟตต์ ด้วยเหตุนี้เราจึงได้ยึดมั่นในการเป็นนักลงทุนหุ้นคุณค่าอย่างเหนียวแน่น

ขอให้ท่านคิดถึงการค้นหาหุ้นคุณค่าเหมือนกับ การไปซื้อสินค้าที่มีคุณภาพสูงเยี่ยมที่ร้านขายของชำในราคาต่ำที่สุด หนังสือเล่มน้อยนี้จะได้ อธิบายถึงปรัชญาการลงทุนที่อยู่เบื้องหลังความสำเร็จอย่างต่อเนื่องของนักลงทุนชั้นนำ เพื่อให้ท่านจะได้นำไปค้นหาหุ้นที่มีคุณภาพสูงแต่ราคาถูก มาครอบครองได้

บทที่ 1

ข้อหุ้บเหมือนข้อเนื้อสเติก... ตอนลดราคา

ข้อหุ้บเหมือนคุณกำลังเลือกซื้อของอย่างอื่น...
ตอนที่กำลังลดกระหน้า

“ลดราคา” คือคำพูดที่มีพลังมากในทางโฆษณา ลองนึกภาพดูว่า คุณกำลังอยู่ในร้านซูเปอร์มาร์เก็ตเซ็นทรัลผ่านห้างต่างๆ เพื่อรวบรวมของที่จะใช้สำหรับอาทิตย์หน้า พอมาถึงแผนกเนื้อคุณก็พบว่าของโปรดชิ้นยอดของคุณคือ Delmonico Steak ก้อนโต กำลังลดราคาพอดีเหลือเพียงปอนด์ละ 2.50 เหรียญจากที่เคยอยู่ที่ 8.99 เหรียญต่อปอนด์ คุณจะทำอย่างไร? คุณก็ได้แต่จับมันใส่รถเข็นอย่างสนุกมือเพราะเป็นของอร่อยชิ้นยอดที่ราคาแสนจะถูก เมื่อคุณกลับมาในอาทิตย์ถัดมาและพบว่าเจ้า Delmonico Steak ตอนนี้อยู่ติดป้ายขายที่ 12.99 เหรียญต่อปอนด์ คุณก็คงไม่คิดจะซื้อ บางทีในอาทิตย์นี้ไก่และหมูอาจจะเป็นการซื้อที่ฉลาดกว่า นี่คือวิธีการที่คนส่วนใหญ่ไปซื้อของกัน พวกเขาจะคอยดูหนังสือพิมพ์ฉบับวันหยุดสุดสัปดาห์เพื่อคอยดูว่ามีรายการลดราคาอยู่หรือไม่ แล้วก็วางแผนการซื้อเมื่อพบว่าของที่ชอบได้มีการลดราคา พวกเขาจะคอยจนกระทั่งพบว่าเครื่องล้างจานหรือตู้เย็นกำลังลดราคาโดยไม่สนใจว่าอยากได้หรือต้อง

การจริงๆ ทุกๆ วันหยุดพวกเขาจะแห่กันไปที่ศูนย์การค้าเพื่อแย่งซื้อสินค้าจากการลดราคาซึ่งปกติจะมีปีละไม่กี่หน เมื่อมีการลดดอกเบี้ยต่างก็มุ่งไปที่ธนาคารเพื่อจะรีไฟแนนซ์หรือกู้เงินก้อนใหม่ที่มากกว่าเดิม คนส่วนใหญ่มักจะพิจารณาทุกสิ่งทุกอย่างที่จะซื้อเพื่อให้แน่ใจว่า คุณค่าหรือมูลค่าที่ได้จะคุ้มกับราคาที่จ่าย เมื่อราคาลดก็ซื้อของที่อยากได้หรือต้องการใช้มากขึ้น แต่ยกเว้นที่เดียวคือในตลาดหุ้น

ในตลาดหุ้นมักจะมีปรากฏการณ์ที่เกือบทุกคนจะพูดถึงพวกหุ้นร้อนๆ อย่างตื่นเต็นในงานคือกugelbarrตี โดยเฉพาะหุ้นที่เป็นที่โปรดปรานและมีการพูดถึงในรายการทีวี และพวกสื่อเกี่ยวกับหุ้นบอกว่าเราทุกคนต้องซื้อ เพราะมันเป็นคลื่นแห่งอนาคต มันเป็นมิติใหม่ คนก็มักจะเชื่อและเกรงว่าจะชวดโอกาสทองถ้าไม่ได้เป็นเจ้าของหุ้นที่น่าตื่นเต็นเหล่านั้น มันไม่ใช่แค่คนทั่วไปแบบเจมส์และโจห์รอกัรบที่มาติดกับดักที่หลอกลวงแบบนี้ เมื่อตลาดหุ้นอยู่ในช่วงขาขึ้นนักวิเคราะห์หรือลิสตรีที่ต่างตะโกนว่า “ซื้อ” เมื่อตลาดอยู่ในช่วงขาลง ผู้เชี่ยวชาญจะบอกให้เรา “ถือ” ซึ่งจริงๆ แล้วหมายถึงให้ “ขาย” (คำว่า “ขาย” ดูจะเป็นคำที่ไม่สุภาพในโลกของหุ้น ยกเว้นในกรณีที่ชัดเจนจริงๆ) ทุกคนดูเหมือนจะคิดว่าควรซื้อหุ้นตอนที่ราคากำลังวิ่งขึ้นและขายตอนที่ราคากำลังลดลง

มันมีเหตุผลของรูปแบบพฤติกรรมนี้ว่า หนึ่ง นักลงทุนมักจะเกรงว่าจะถูกทอดทิ้งอยู่ข้างหลังและชอบความคิดที่อยากจะเดินเข้าหาหุ้นร้อนและดังที่ทุกคนกำลังพูดถึง เขาารู้สึกสบายใจด้วยว่ายังมีคนอีกเยอะที่ได้ทำการเลือกเหมือนตนเอง (เหมือนแฟนที่เชียร์ให้กับทีมกีฬาเดียวกัน) แต่ไม่ใช่เพียงแค่นักลงทุนรายบุคคลแบบรายวันที่ตกเป็นเหยื่อของอารมณ์ตามกระแสเท่านั้น มันยังเกิดขึ้นได้กับผู้จัดการกองทุนที่เป็นมืออาชีพอีกด้วย เพราะถ้าเขามีหุ้นเหมือนกับคนอื่นมี โอกาสที่เขาจะถูกไล่ออกก็มีน้อยถ้าเกิดหุ้นตก เพราะที่สุดแล้วเขาก็จะไม่แย่งเท่าไรเทียบกับคนอื่นฯ ซึ่งก็จะตกเหมือนกัน ด้วยลักษณะที่เป็นเอกลักษณ์นี้ทำให้นักลงทุนเกิดความรู้สึก

ว่าการขาดทุนเป็นเรื่องไม่น่าห่วงนักตราบเท่าที่คนอื่น ๆ ก็ขาดทุนเหมือนกัน เหตุผลอีกประการหนึ่งคือ นักลงทุนที่ตกเป็นเหยื่อของกระแสและทำตามฝูงชน กล่าวคือนักลงทุนทั้งรายบุคคลและมีอาชีพต่างก็ตกอยู่ภายใต้ภาวะสับสน เมื่อหุ้นที่ถืออยู่หรือตัวตลาดหุ้นเองได้ตกลงหนักอย่างมีนัยสำคัญ พวกเขาต้องพบกับความอึดอัดใจและไม่สามารถซื้อหุ้นได้เพราะมูลค่าตลาดของกองทุนภายใต้การบริหารได้ลดต่ำลงมา เมื่อหุ้นลงคนก็ขาดทุน ชาวที่ออกมาไม่ว่าในทีวีหรือในหนังสือพิมพ์ดูมีดมนไปหมด ทำให้นักลงทุนยิ่งกลัวหนักมากขึ้น

อย่างไรก็ดีการซื้อหุ้นไม่ควรจะแตกต่างไปจากการซื้อเนื้อเส็กตอนลดราคาหรือรอคอยให้บริษัทรถยนต์มีการเสนอมาตรการจูงใจพิเศษดีๆ ความจริงแล้วตัวอินเทอร์เน็ตได้ทำให้ทุกคนกลายเป็นคนซื้อที่ต่อรองแก่คุณจะซื้อหนังสือให้แล้วจากร้านค้าในอังกฤษ เครื่องคอมพิวเตอร์จากผู้ชายในแคนาดา กางเกงยีนส์ลดราคาในญี่ปุ่น คุณไม่จำเป็นต้องรู้ว่าผู้ชายอยู่ที่ไหน คุณเพียงแต่ต้องการได้ของราคาถูกเท่านั้น (มักจะค้นพบใน ebay) และในโลกที่ไร้ขีดจำกัดอันมหาศาลนี้ “ร้านค้า” ไม่ได้จำกัดแต่ว่าอยู่ในระยะที่ซบทรถไปถึงได้

เช่นเดียวกับหุ้น เวลาที่ควรซื้อหุ้นคือช่วงที่มันกำลังลดราคาอยู่ไม่ใช่ในช่วงที่มีราคาสูงอันเกิดจากเพราะใครๆ ก็อยากซื้อ ผมเองได้ลงทุนให้กับตัวเองและลูกค้มาแล้วกว่า 30 ปี และผมจะเน้นการซื้อหุ้นตอนกำลังลดราคาโดยไม่สนว่าจะลดที่ไหน การซื้อหุ้นตอนราคาถูกเป็นวิธีการที่ดีมากที่จะทำให้เงินของผมงอกเงย หุ้นของบริษัทดีๆ ตอนราคาถูกจะให้ผลตอบแทนสูงสุด มันสามารถเอาชนะทั้งตัวตลาดหุ้นหรือหุ้นดั่งๆ ที่คนชอบพูดถึงในค็อกเทลปาร์ตี้หรือแถวๆ ตู้น้ำเย็นในที่ทำงาน

หุ้นร้อน (หรือหุ้นเติบโตเร็วตามศัพท์แสลงทางการเงิน) ได้ถูกมองว่าเป็นหุ้นที่น่าตื่นเต้นน่าสนใจลงทุน คำถามคือแล้วมันได้สร้างการทำกำไรที่ดีหรือเปล่า? เมื่อคนลงทุนในหุ้นเติบโตเร็ว พวกเขาก็หวังว่าได้ลงทุนในบริษัท

ที่มีสินค้าหรือบริการที่มีคนต้องการซื้อมากมาย และจะเติบโตเร็วกว่าคู่แข่งที่เหลืออยู่ นักลงทุนหุ้นเติบโตมักจะซื้อหุ้นที่เป็นหุ้นยอดนิยมซึ่งมีสินค้าร้อนแรงหรือบริษัทที่มีที่ท่าที่น่าดึงดูดใจ ดูเหมือนว่าจะจะเป็นบริษัทที่ดีที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมและมีนวัตกรรมขั้นยอด มันไม่มีอะไรผิดหรือทรมานที่ไ้เป็นเจ้าของบริษัทชั้นนำซึ่งสามารถจะเติบโตได้ในอัตราที่สูง ข้อผิดพลาดของวิธีการนี้อยู่ที่ราคาที่ต้องจ่าย ไม่มีอะไรที่จะเติบโตในอัตราสูงมากๆ ไปตลอดกาล เพราะสุดท้ายการเติบโตอย่างแรงก็ต้องช้าลง ในระหว่างทางนักลงทุนมักจะแข่งขันได้ราคาของหุ้นร้อนๆ ดังๆ เหล่านี้ไปในระดับที่สูงจนเย็นไม่ไหวเมื่ออัตราการเติบโตเริ่มลดลง ก็จะมีผลร้ายต่อนักลงทุน!

การจะดูว่าการลงทุนแบบไหนจะให้ผลตอบแทนดีที่สุด วิธีหนึ่งคือการดูจากผลงานจริงของกองทุนรวม เกือบทุกคนที่ลงทุนในกองทุนรวมในปัจจุบันมักจะลงผ่านบัญชีเพื่อการเกษียณอายุ 401(k) หรือ IRA จริงๆ แล้วกองทุนรวมมีหลายรูปแบบ แต่ที่นิยมมี 2 แบบคือ กองทุนเติบโต (growth fund) ซึ่งจะลงทุนในหุ้นบริษัทใหม่ๆ ที่ร้อนแรงและกองทุนหุ้นคุณค่า (value fund) ซึ่งลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำ จากผลงานวิจัยอันยอดเยี่ยมของมอร์นิ่งสตาร์ที่ไ้แบ่งแยกผลของการดำเนินงานของกองทุนรวมเป็นกลุ่มโดยกองทุนถูกแบ่งเป็น 2 หมวดใหญ่ตามกลยุทธ์การลงทุน ไม่ว่าจะลงทุนในบริษัทใหญ่ กลาง หรือขนาดเล็ก (โดยดูจากมูลค่าตลาด) และดูว่าเป็นแบบสไตล์หุ้นเติบโตหรือหุ้นคุณค่า สถิติของมอร์นิ่งสตาร์บอกว่า ไม่ว่าจะลงทุนในหุ้นขนาดไหน หุ้นคุณค่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าในระยะยาวที่น่าสนใจคือมันไม่ได้เกิดขึ้นแค่ในสหรัฐอเมริกาแต่เป็นอย่างนี้กับตลาดหุ้นทั่วโลก

ในช่วงเวลาที่ผ่านมา 5 ปี กองทุนหุ้นคุณค่าเอาชนะกองทุนหุ้นเติบโตถึงปีละ 4.87 เปอร์เซ็นต์แบบทบต้น นี่ต้องถือว่าเป็นเรื่องสุดยอดในเมื่อคุณมักจะพบว่าพวกสื่อหนังสือพิมพ์ได้โพนทะนาถึงความเก่งกาจของนักลงทุนมืออาชีพที่สามารถเอาชนะตลาดได้เพียงหนึ่งหรือสองเปอร์เซ็นต์ ยังมีคน

อีกเยอะซึ่งอาจทำให้คุณเชื่อมั่นว่ามันเป็นไปได้หรืออกที่จะเอาชนะตลาดหุ้นในระยะยาว พวกเขาต่างพากันคิดว่าผลงานของตำนานตลาดหุ้นอย่าง วอเรน บัฟเฟตต์, บิล รูแอน หรือบิล มิลเลอร์ เป็นเรื่องของโชคมากกว่าฝีมือ ทั้งนี้โดยถือเอาทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (efficient market) ซึ่งสอนกันอย่างแพร่หลายตามมหาวิทยาลัย ทฤษฎีนี้บอกว่าไม่มีหุ้นอะไรที่มีราคาถูกหรือทำให้รวยได้ เนื่องจากว่านายตลาดเป็นคนมีเหตุผลและมีสติปัญญาที่สามารถกำหนดราคาหุ้นแต่ละตัวในแต่ละวันได้อย่างสมบูรณ์จากข้อมูลที่มีมากพอ ใครก็ตามที่เอาชนะตลาดได้ถือได้ว่าเกิดจากโชคช่วย

วอเรน บัฟเฟตต์ กลับมองตรงกันข้าม ในสุนทรพจน์เมื่อปี 1984 ที่ได้กลายเป็นตำนานในวาระครบรอบ 58 ปีของการจัดพิมพ์ Security Analysis (และได้พิมพ์ในนิตยสาร Hermes ของ Columbia Business School) โดยใช้ชื่อว่า “นักลงทุนระดับซูเปอร์แห่งหมู่บ้านเกรแฮมและดอดด์วิลล์” เขากล่าวว่าหากใช้ตัวอย่างของคนอเมริกัน 225 ล้านคน แล้วให้มีการพนันทอยเหรียญกันครั้งละ 1 เหรียญทุกวัน คนที่แพ้ถอนตัวออก คนชนะก้าวเข้ารอบต่อไปและใช้เงินที่ชนะได้มาพนันลงไปในวันถัดไป หลังจากแค่ 20 วัน จะมีคนเพียง 215 คนที่จะชนะและได้เงินกว่าคนละ 1 ล้านเหรียญ ผู้ที่เห็นด้วยกับทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพอาจทำให้เราเชื่อว่าผู้ที่เอาชนะตลาดได้ก็ไม่มีอะไรมากไปกว่าการทอยเหรียญ มีสเตอร์บัฟเฟตต์ยังได้เปรียบเทียบต่อโดยใช้ลิงอูรังอุตังแทนคน ผลลัพธ์ที่ได้ก็เหมือนกัน มีลิงชนะ 215 ตัว คำถามคือ จะเกิดอะไรขึ้นถ้าลิงอูรังอุตังที่ชนะนั้นมาจากสวนสัตว์เดียวกัน? เพราะอาจจะทำให้เกิดข้อสงสัยว่าสัตว์หน้าขนเหล่านี้ได้เรียนรู้ทักษะอันมหัศจรรย์มาจากไหน มันเป็นเรื่องโชคหรือลิงอูรังอุตังทุกตัวมีอะไรที่เหมือนกัน บัฟเฟตต์ย้อนกลับมาดูในโลกของการลงทุนและได้ตรวจสอบดูผลการลงทุนของนักลงทุนที่ประสบความสำเร็จตลอดกาล พุดง่าย ๆ นักลงทุนชั้นยอดทั้ง 7 คนเหล่านี้ล้วนมาจากสวนสัตว์เดียวกัน นักลงทุนที่บัฟเฟตต์พูดถึงได้เคยเรียนหลักสูตรของเกรแฮมที่ Columbia Business School หรือเคยทำงาน

กับบริษัทการลงทุนของเขามาแล้วทั้งสิ้น ทุกคนยึดมั่นกับการลงทุนหุ้นคุณค่าตามที่เกรแฮมได้ปูทางไว้ และได้ใช้แนวคิดหลักในการเลือกซื้อธุรกิจที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่า และทุกคนได้ทำผลตอบแทนสูงกว่าตลาดหุ้นโดยรวมและมากกว่าพวกที่คอยสนใจแต่กับหุ้นเติบโตเร็ว

แต่ละท่านซึ่งถูกมองเหมือนว่าเป็นผู้ทอยเหรียญผู้โชคดีไม่ได้ประยุกต์ใช้หลักการของการลงทุนหุ้นคุณค่าในแบบเดียวกัน และก็ไม่ได้มีหุ้นที่เหมือนกันอีกด้วย บางคนก็มีหุ้นหลายตัว บางคนก็มีเพียงไม่กี่ตัว พอร์ตโฟลิโอของแต่ละคนก็ดูแตกต่างกัน ที่สำคัญคือทั้งหมดมีรากฐานของอัจฉริยะอันเดียวกัน นั่นคือการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า ซื้อหุ้นของธุรกิจ ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่ามาก เรื่องนี้จึงไม่เกี่ยวกับการเป็นผู้โยนเหรียญที่โชคดี แต่เกี่ยวกับการซื้อหุ้นตอนลดราคา

แนวคิดนี้ได้รับการสนับสนุนอย่างแข็งขันจากการศึกษาทางวิชาการ โดยเปรียบเทียบการลงทุนแบบหุ้นคุณค่ากับการลงทุนหุ้นแบบเติบโต หรือที่บางคนเรียกกันในอีกชื่อหนึ่งว่าการลงทุนแบบหุ้นที่น่าดึงดูดใจ การศึกษาเหล่านี้ยังตอกย้ำว่าการซื้อหุ้นตอนถูกที่สุดโดยอาศัยหลักการง่ายๆ สามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า จากปี 1968 ถึง 2004 พอร์ตโฟลิโอที่ลงทุนลักษณะหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนดีกว่ามาก ในหลายๆ กรณีชี้ให้เห็นว่าสามารถชนะได้ถึงหลายเปอร์เซ็นต์ทีเดียว แต่อย่าเพิ่งเชื่อคำพูดของผม ในบทสุดท้ายของหนังสือเล่มนี้มีข้อมูลสั้นๆ เกี่ยวกับการศึกษาในเรื่องนี้ คุณไม่ต้องศึกษาผลงานทั้งหมดเหล่านี้ แต่การเข้าใจถึงผลการวิจัยและผลลัพธ์ จะทำให้คุณชื่นชมถึงประโยชน์มากมายที่คุณจะได้รับจากการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า

ผลงานที่เด่นกว่าเพียงไม่กี่เปอร์เซ็นต์มีผลมากต่อเงินทุนของคุณ สมมติว่าคุณลงทุน 10,000 เหรียญในบัญชีเพื่อการเกษียณ โดยมีผลตอบแทนปีละ 8% แบบทบต้นเป็นเวลา 30 ปี ซึ่งเป็นระยะเวลาโดยเฉลี่ยที่คนจะออมเพื่อไว้ใช้จ่ายยามเกษียณเมื่อถึงเวลาที่คุณพร้อมจะเกษียณ

คุณจะมีเงินสูงกว่า 100,000 เหรียญเล็กน้อย แต่ถ้าคุณสามารถทำให้เงิน 10,000 เหรียญนี้ให้มีผลตอบแทนที่ 11% ต่อปีในเวลา 30 ปีเหมือนกัน เงินของคุณจะโตขึ้นเป็น 229,000 เหรียญ เห็นไหมครับว่ามีความแตกต่างกันอย่างมหาศาลในการใช้ชีวิตเกษียณของคุณ ในเมื่อประโยชน์มันเห็นชัดอยู่แล้วไม่ว่าจะซื้อเนื้อสัตว์ รถยนต์ หรือกางเกงยีนส์ เมื่อมีการลดราคามันก็ย่อมจะมีประโยชน์เช่นเดียวกับที่จะซื้อหุ้นตอนกำลังลดราคาเหมือนกัน หุ้นที่ขายลดราคาจะทำให้การใช้เงินของคุณมีค่ามากยิ่งขึ้น

บทที่ 2

มีมูลค่าเท่าไร?

คิดให้เหมือนนายธนาคาร

ความมั่งคั่งของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่าคือ ความเรียบง่ายที่มีเหตุมีผลโดยมีหลักเกณฑ์สำคัญสองข้อคือ มีมูลค่าเท่าไร? (intrinsic value หรือ มูลค่าที่แท้จริง) และอย่าสูญเสียเงิน (margin of safety หรือ ส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย) แนวคิดนี้ถูกคิดค้นและนำมาใช้โดย เบนจามิน เกรแฮม ในปี 1934 และเดี๋ยวนี้ก็ยังใช้ได้ผลอยู่อย่างไม่เสื่อมคลาย

เกรแฮมเริ่มทำงานในฐานะนักวิเคราะห์หุ้นในชื่อ เมื่อนายธนาคารจะให้เงินกู้ อย่างแรกจะดูหลักประกันของผู้ขอกู้ที่จะนำมาจำนองหรือจำนำ จากนั้นก็ดูที่รายได้ของผู้ขอกู้ที่จะใช้ชำระหนี้ ถ้าผู้ขอกู้มีรายได้ปีละ 75,000 เหรียญและต้องการขอกู้เงิน 125,000 เหรียญโดยจำนองบ้านที่มีราคา 250,000 เหรียญ อย่างนี้ถือว่าปลอดภัยมาก มันจะไม่ปลอดภัยเลยถ้าผู้ขอกู้มีรายได้แค่ 40,000 เหรียญแต่ต้องการขอกู้ 300,000 เหรียญเพื่อซื้อบ้านราคา 325,000 เหรียญ เกรแฮมประยุกต์หลักการเดียวกันนี้ในการวิเคราะห์หุ้น

หุ้นก็คล้ายๆ บ้าน เมื่อคุณยื่นใบขอกู้เงิน ธนาคารก็จะส่งคนมาประเมินราคาบ้านที่คุณต้องการซื้อ เช่นเดียวกัน นักวิเคราะห์หุ้นก็ทำหน้าที่คล้ายผู้ประเมินราคาบ้านด้วยการประมาณหามูลค่าของธุรกิจ นี่คือ

ที่มาของแนวคิดแบบเกรแฮมเกี่ยวกับการหามูลค่าที่แท้จริง มันคือจำนวนเงินที่จะจ่ายในการซื้อกิจการ ซึ่งได้ตกลงกันโดยผู้ขายที่มีความรู้กับผู้ซื้อที่มีความรู้หลังจากที่ได้มีการเจรจาต่อรองกันอย่างถึงที่สุดแล้ว

มีนักลงทุนน้อยรายนักไม่ว่าจะเป็นรายบุคคลหรือมืออาชีพที่จะให้ความสนใจอย่างจริงจังกับเรื่องมูลค่าที่แท้จริง ทั้งๆ ที่ความจริงแล้ว มันมีความสำคัญอยู่ด้วยกันถึง 2 เหตุผลคือ มันทำให้นักลงทุนพิจารณาได้ว่าหุ้นที่กำลังจะซื้อ มีราคาถูกจริงหรือไม่เมื่อเทียบกับถ้าผู้ซื้อต้องการที่จะซื้อทั้งบริษัทและทำให้นักลงทุนทราบว่าราคาของหุ้นที่ถืออยู่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงแล้ว ในส่วนของการมีมูลค่าสูงเกินไปดูจะมีความสำคัญมาก โดยเฉพาะถ้าคุณต้องการหลีกเลี่ยงจากการขาดทุน ในปลายปี 1999 ราคาหุ้นของ Microsoft ขึ้นไปสูงสุดที่ 58.89 เหรียญ ในช่วง 7 ปีก่อนถึงปี 1999 กำไรต่อหุ้นของ Microsoft ได้เพิ่มขึ้นถึง 775 เปรอร์เซ็นต์ นั่นคือจาก 8 เซนต์ต่อหุ้นไปเป็น 70 เซนต์ต่อหุ้น มันเป็นบริษัทมหัศจรรย์ที่มีผลการเติบโตอย่างมโหฬาร แต่มันควรจะมีความมากถึง 84 เท่าของกำไรในสิ้นปี 1999 หรือไม่? จริงๆ แล้วไม่เลย หลังจากนั้นต่อมา 6 ปี จนถึงปี 2005 กำไรต่อหุ้นของ Microsoft โตขึ้น 87 เปอร์เซ็นต์เป็น 1.31 เหรียญ แม้ว่าอัตรานี้จะดูเป็นอัตราที่น่าอิจฉา แต่มันก็เทียบไม่ได้เลยกับการเติบโตที่บริษัทได้รับในช่วงทศวรรษที่ 1990 ผลลัพธ์ก็คือ พอถึงไตรมาสแรกของปี 2006 Microsoft ซื้อขายกันอยู่ในราคาไม่ถึงครึ่งของราคาเมื่อ 31 ธันวาคม 1999 และ P/E ได้ลดลงจากที่มากกว่า 75 เท่าเหลือเพียง 20 เท่า เท่านั้น นักลงทุนซึ่งได้ซื้อหุ้นของ Microsoft ในช่วงปลายปี 1999 ถือว่าได้เป็นเจ้าของหุ้นในบริษัทที่ยิ่งใหญ่แห่งหนึ่ง แต่ว่าต้องรอคอยอีกหลายปีกว่าจะได้เงินคืน

หลุยส์ โลเวนสไตน์ ศาสตราจารย์จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย ได้ทำการสำรวจนักลงทุน เพื่อดูว่ามีใครบ้างที่สามารถเอาตัวรอดจากวิกฤติการเงินที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างปี 1999-2003 อันเป็นช่วงเวลาที่ดีขึ้นของ NASDAQ พุ่งขึ้น ร่วงต่ำลง และฟื้นขึ้นนิดหน่อยในตอนหลัง เพื่อดูว่ามี

ผู้จัดการกองทุนคนไหนที่สามารถจะเลี้ยงวิฤกษ์จักรวาลขึ้นและขาลงในช่วงเวลานั้นได้ และเป็นผู้ซึ่งไม่ได้ซื้อหุ้นเทคโนโลยี หุ้นสื่อสาร และหุ้นสื่อสิ่งพิมพ์ หรือหุ้นของบริษัท Enron หรือ Worldcom อันเคยเป็นหุ้นยอดนิยมในช่วงนั้น เพื่อจะดูว่าคนเหล่านั้นมีผลประกอบการเป็นอย่างไร โลกอินเทอร์เน็ตได้ค้นพบกองทุนรวมแบบหุ้นคุณค่า 10 กอง ซึ่งได้ทำผลตอบแทนถึง 10.8 เปอร์เซ็นต์ต่อปีแบบทบต้น ในช่วงเวลา 4 ปีดังกล่าวเทียบกับดัชนีหุ้นของสหรัฐอเมริกาที่มีผลขาดทุนทบต้น กองทุนดังกล่าวมี 1 กองที่ได้ซื้อหุ้นยอดนิยม แต่ถือไว้เพียงช่วงสั้นๆ เท่านั้น

หุ้นร้อนๆ ในช่วงนั้นคงไม่ได้ใช้หลักการของมูลค่าหุ้นที่แท้จริง การที่ผู้จัดการกองทุนทั้ง 10 แห่งได้ยึดหลักการไว้อย่างมั่นคงเลยไม่เพียงแต่สามารถรักษาเงินของผู้ถือหน่วยไว้ได้ แต่ยังทำกำไรได้อีกในยุคที่แม้แต่ผู้ลงทุนตามดัชนียังขาดทุน ในนิตยสารฟอร์จูนฉบับเดือนสิงหาคมปี 2000 ได้ตีพิมพ์บทความในชื่อว่า “หุ้น 10 ตัวที่จะอยู่ไปได้ทั้งศตวรรษ หุ้นดังกล่าว (ซึ่งได้รับการขนานนามว่า พอร์ตหุ้นที่ซื้อแล้วลืมได้เลย และจะทำให้คุณเกษียณได้เมื่อต้องการ) ได้แก่ Broadcom, Charles Schwab, Enron, Genentech, Morgan Stanley, Nokia, Nortel Networks, Oracle, Univision และ Viacom โลกอินเทอร์เน็ตได้พบว่าเมื่อถึงสิ้นปี 2002 หุ้น 10 ตัวนี้ได้ขาดทุนโดยเฉลี่ยถึง 80 เปอร์เซ็นต์ และแม้ว่าตลาดหุ้นจะฟื้นคืนมาในปี 2003 ยอดขาดทุนโดยรวมของบริษัทพวกนี้ก็ยิ่งสูงถึง 50 เปอร์เซ็นต์ บางทีคุณอาจจะเกษียณได้ถ้าไม่รังเกียจที่จะกินถั่วแช่เย็นจากกระป๋องและต้องอาศัยอยู่ในเต็นท์

ทำไมมูลค่าที่แท้จริงจึงสำคัญนัก? ราคาหุ้นมันก็แค่แกว่งตัวขึ้นและลงโดยไม่ได้มีอะไรเกี่ยวข้องกับมูลค่าที่แท้จริงมิใช่หรือ? จริงครับ ที่หุ้นจะมีราคาขายสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นระยะๆ นักลงทุนบางคนชอบที่จะเข้าไปร่วมเล่นในตลาดโดยกระโดดเกาะติดกับแนวโน้มของราคา นี่คือการลงทุนตามจังหวะ (momentum investing) ถ้าหุ้นกำลังขึ้น พวกเขา ก็ชอบ

เข้าไปซื้อโดยหวังว่าจะรู้ว่าเมื่อไรควรออกจากตลาดก่อนที่ราคาจะตกลงมา อย่างไรก็ตามการลงทุนในสโตนี่ต้องการความสามารถที่เหนือมนุษย์ มูลค่าที่แท้จริงสำคัญเพราะมันทำให้นักลงทุนสามารถจะเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากการเคลื่อนไหวของราคาดั้งแบบผิดปกติชั่วคราวได้ ถ้าหุ้นถูกขายต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ก็มีโอกาสที่ในที่สุดแล้วคนในตลาดจะเริ่มเห็น และราคาดั้งจะเริ่มสูงขึ้นเข้าหามูลค่าที่แท้จริง หรือตัวบริษัทเองบริษัทอาจเลือกที่จะออกหุ้นใหม่ตามมูลค่าที่แท้จริง หรือพวกที่ชอบซื้อกิจการ (corporate raider) อาจเข้ามาซื้อหุ้นเพื่อเข้าควบคุมบริษัทในราคาที่เหมาะสมได้ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง กลับกันถ้าราคาดั้งอยู่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงมาก มันอาจจะกลายเป็นจุดอ่อนที่เรียกว่า “โรคพระราชาไม่ได้สวมเสื้อผ้า” นี่คือนี่ที่ได้อธิบายขึ้นในฤดูใบไม้ผลิปี 2000 เมื่อฟองสบู่ของหุ้นเทคโนโลยี หุ้นสื่อสิ่งพิมพ์ และหุ้นสื่อสาร ได้ระเบิดกระจายกระจาย ทำให้ นักลงทุนเริ่มคิดว่าเจ้าพวกหุ้นยุคใหม่ของอินเทอร์เน็ตมีหลายตัวเลยที่ไม่มีทางจะกลายเป็นธุรกิจและสร้างกำไรจริงให้สมกับราคาที่สูงลิ่วของมัน ผลคือ ราคาของหุ้นที่จำเป็นต้องถือเหล่านั้นจึงตกลงมาแบบถล่มทลาย

ผลของการที่ตลาดหุ้นต้องมีการปรับลดราคาที่สูงเกินมูลค่าที่แท้จริงไปเป็นสิ่งที่เกรแฮมและผมเรียกกันว่าการขาดทุนจากการลงทุนอย่างถาวร (permanent capital loss) แต่ถ้าราคาดั้งของบริษัทที่ติดต่อดังข้าง ก็เกิดขึ้นได้บ่อยคุณก็ยังสบายใจอยู่ที่ยังมีค่าค้ำกับที่ได้จ่ายเงินซื้อ มา และไม่ช้าก็เร็วราคาก็ต้องขึ้น ถ้าพวกหุ้นมีราคาสูงเกินมูลค่าไปมาก (grossly overvalued) และราคาร่วงลงหนักแล้วละก็ ตามประวัติแล้วจะเป็นการยากมากที่จะมีโอกาสกลับมาสูงเท่าก่อนตกลงมา นักลงทุนที่ซื้อหุ้น JDS Uniphase ด้วยราคาดั้งละ 140 เหรียญ แล้วมาเจอกับการร่วงดิ่งเหวลงเหลือหุ้นละ 2 เหรียญ นักลงทุนคนนี้มีโอกาสได้เห็น 140 เหรียญอีกหรือไม่? ตามประวัติแล้วเห็นที่จะยาก นี่คือการขาดทุนจากการลงทุนอย่างถาวร และมันได้เกิดเรื่องแบบนี้หลายครั้งหลายหนจนนับไม่ถ้วน ฟองสบู่แตกใน

ช่วงปี 1990 เป็นแค่ตัวอย่างล่าสุด เรื่องคล้ายๆ กันนี้เกิดขึ้นในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1970 เมื่อนักลงทุนไล่ล่าราคาของหุ้นกลุ่มที่เป็นหุ้นเติบโตเร็วจนถูกเรียกว่า “Nifty Fifty” ไปสูงจนน่าเกลียด การขาดทุนในช่วงนั้นสูงกว่า 70 เปอร์เซ็นต์ แม้ว่าหุ้นหลายตัวอยู่ในภาคธุรกิจจริง ไม่เหมือนหุ้นในฝันในช่วงทศวรรษที่ 1990

ผมคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงอย่างไรหรือครับ? ว่างไปแล้วมันมี 2 แนวทางในการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริง อย่างแรกเป็นการใช้ตัวเลขสถิติและการใช้สัดส่วนทางการเงินที่สำคัญในการวัดมูลค่า ด้วยการสังเกตดูลักษณะตัวเลขของบริษัทที่มีผลงานดี เราสามารถสร้างแบบจำลองในการหาหุ้นที่ดีและถูก วิธีนี้เหมือนกับกรณีที่ GEICO ทำการค้นหาผู้ขับขี่ที่ดี บริษัทจะรวบรวมตัวเลขจากผู้ขับขี่ทั้งที่มีประวัติดีและไม่ดีเพื่อสร้างแบบจำลองเพื่อดูว่านักขับขี่ที่ดีมีคุณสมบัติอะไรบ้าง ดังนั้น GEICO จะเลือกออกกรมธรรม์ประกันภัยให้แก่นักขับขี่ที่มีอายุระหว่าง 35-55 ซึ่งอาศัยอยู่ที่ชานเมืองแต่ใช้รถสาธารณะไปทำงาน ไม่มีลูกที่อยู่ในวัยขับขี่ เป็นเจ้าของและขับรถवलวี่ที่มีถุงลมนิรภัย ทำให้บริษัทต้องคุ้มครองอุบัติเหตุน้อยกว่าบริษัทอื่นๆ ที่รับประกันพวกคนหนุ่มๆ ที่ขับรถสปอร์ต แบบจำลองอย่างนี้สามารถเอามาใช้กับหุ้นได้

อีกวิธีหนึ่งที่ใช้ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริง ผมเรียกว่าวิธีการแบบประเมิน (appraisal method) วิธีนี้คือการประเมินมูลค่าหุ้นแต่ละตัวว่า จะเป็นเท่าไรถ้าต้องขายให้กับผู้ซื้อที่มีความรอบรู้ในการประเมินแบบเปิดเผย เรื่องนี้ทำคล้ายๆ กับการที่คุณจะขายบ้านของคุณนั้นแหละครับ ที่คุณต้องเรียกเอานายหน้าอสังหาริมทรัพย์ใกล้ๆ บ้านที่มีความรู้เกี่ยวกับการขายบ้านในบริเวณใกล้เคียงเมื่อเร็วๆ นี้มาซัก 2-3 ราย แล้วก็ให้เขาเสนอว่าบ้านของคุณควรจะขายได้ในราคาเท่าไร? เหมือนกับคณะกรรมการบริษัทจะทำถ้าตกลงใจที่จะขายบริษัทออกไป แต่คราวนี้เขาจ้างนายหน้าที่มีชื่อตำแหน่งเก๋ไก๋ว่าวาณิชธนกร พวกวาณิชธนกรก็จะดูการซื้อเพื่อรวบรวม

อารมณ์ของตลาดหุ้น เขาก็ต้องนั่งลงแล้วคอยจนกว่าหุ้นส่วน A จะทำอะไรแบบเวอร์ๆ เมื่อได้รับข่าวที่คิดว่าดีหรือร้าย นี่คือนิ่งที่นักลงทุนที่มีเหตุผลจะกระทำ เขาจะนั่งลงและคอยจนกว่าตลาดหุ้นจะเสนอซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่ามูลค่ามากหรือซื้อกลับเมื่อราคาต่ำกว่ามูลค่า

บทที่ 3

ลงทุนอย่างปลอดภัย

กฎข้อแรก : อย่าขาดทุน

กฎข้อสอง : ดูกฎข้อแรก

เบนจามิน เกรแฮม เป็นนักลงทุนที่ระมัดระวัง เขาใช้หลักความปลอดภัยในการเลือกหุ้น เมื่อเขาเห็นว่ามูลค่าที่แท้จริงคือรากฐานที่ใช้ได้ในการหามูลค่าของบริษัท เขาก็นำมาใช้ในการลงทุนเพื่อให้ได้ประโยชน์จากตลาดหุ้น สิ่งที่เขาทำคือซื้อหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เขาเคยเป็นนักวิเคราะห์หุ้นเชื่อมาก่อน ถ้าบริษัทมีมูลค่าเท่ากับ X เขาต้องการจะซื้อในราคาที่ต่ำกว่า X เขาทำตัวเหมือนนายธนาคารคือ มองหา margin of safety เหมือนเป็นหลักประกันถ้าเขาผิดหรือถ้ามีเหตุการณ์ที่ไม่คาดฝันซึ่งทำให้ประมาณการมูลค่าของบริษัทต้องลดลงเขาต้องการมีอะไรมารองรับด้วยการทำให้การลงทุนมีความปลอดภัยมากที่สุด การที่เขาซื้อหุ้นในราคาที่น้อยกว่ามูลค่าที่ผู้ซื้อที่มีความรู้ต้องการจะซื้อทั้งกิจการ เขาก็มี margin of safety นี่คือหลักการปล่อยสินเชื่อที่ดีและน่าจะใช้เป็นหลักการในการลงทุนได้

ก่อนยุคของเกรแฮมโลกของการลงทุนเต็มไปด้วยนักเก็งกำไรและนักปั่นหุ้น แต่ใครก็ตามที่ได้นำหลักการของเขาไปใช้ก็สามารถหลีกเลี่ยง

ความเสียหายทางการเงินจากการตกต่ำทางเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในปี 1929 เช่นเดียวกันกับที่นักลงทุนหุ้นคุณค่าสามารถหลีกเลี่ยงการเจ็บตัวจากพองสบู่แตกของหุ้นเทคโนโลยีเมื่อปี 2000 ดังที่ วอเรน บัฟเฟตต์ ได้แนะนำไว้ว่ากฎข้อแรกของการลงทุนคือ อย่าขาดทุน และกฎข้อที่สองคือ อย่าลืมกฎข้อแรก บริษัทต่างๆ สามารถเพิ่มส่วนของผู้ถือหุ้น หรือมูลค่าที่แท้จริงเพียงแต่ต้องใช้เวลา ถ้ามูลค่าที่แท้จริงคือมาตรฐานของคุณ คุณจะมีทางได้กำไรถึง 2 ทาง หนึ่ง มูลค่าของหุ้นที่คุณถืออยู่จะมีค่ามากขึ้น สอง ถ้าราคาหุ้นขึ้นมาจากระดับที่ต่ำกว่าจนมาเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงในช่วงเวลาหนึ่ง ทำอย่างนี้คุณจะมีแต่ชนะ แต่หากเมื่อคุณจ่ายเต็มราคาของหุ้นคือเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง กำไรที่คุณจะได้ในอนาคตจะเหลือแต่การขึ้นอยู่กั้อัตราการเติบโตภายในของบริษัทรวมทั้งเงินปันผลที่อาจได้รับ ถ้าคุณคิดถึงดัชนีหุ้น Standard & Poor 500 ว่าเป็นเหมือนกับบริษัทยักษ์ใหญ่ ซึ่งมีหน่วยงานถึง 500 แผนก คุณจะสังเกตเห็นว่าในช่วงระยะเวลาที่ยาวพอการทำกำไรได้เติบโตในอัตราเฉลี่ยที่ 6 เปอร์เซ็นต์ต่อปี หมายความว่า 3 เปอร์เซ็นต์มาจาก การเติบโตของรายได้ประชาชาติ และอีก 3 เปอร์เซ็นต์มาจากอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้นมูลค่าที่แท้จริงของ S&P 500 เมื่อมองเหมือนกับบริษัทเดียวได้เพิ่มขึ้นปีละ 6 เปอร์เซ็นต์ นอกเหนือจากนี้ หุ้นในดัชนี S&P 500 ยังมีกำไรจ่ายเงินปันผล ซึ่งตามที่ผ่านมาอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับที่ 3-4 เปอร์เซ็นต์ เมื่อนำเอาอัตราผลตอบแทนของกำไรแบบระยะยาว (6 เปอร์เซ็นต์) และอัตราผลตอบแทนของเงินปันผล (4 เปอร์เซ็นต์) จะได้อัตราผลตอบแทนรวมจาก S&P 500 รวบรวม 10 เปอร์เซ็นต์แบบทบต้น นี่คืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนในกองทุนหุ้นแบบดัชนี (index fund) คาดว่าจะทำได้ในระยะยาว และถ้าเขาอยู่ในกองทุนหุ้นแบบดัชนีนี้นานพอ พวกเขา ก็ควรจะได้รับผลตอบแทนตามนั้น

การลงทุนในหุ้นไม่เหมือนกับการนำเงินไปฝากในบัญชีออมทรัพย์ ซึ่งจ่ายดอกเบี้ยปีละ 10 เปอร์เซ็นต์ เพราะผลตอบแทนจะขึ้นๆ ลงๆ ไม่

เหมือนกันทุกปี บางทีก็ผันผวนมากอย่างน่าใจหาย ตัวเลขผลตอบแทน 10 เปอร์เซ็นต์เป็นตัวเลขถั่วเฉลี่ยจากปีที่ดีถึงดีมากกับปีที่เลวถึงเลวมาก สิ่งที่คุณต้องการคือกลไกบางอย่างที่จะบังคับให้คุณต้องเข้าไปในตลาดหุ้นตอนที่หุ้นมีราคาถูกและทำให้คุณถอยออกมาเมื่อราคาแพงขึ้นมาก การเข้าไปในตลาดหุ้นตอนต่ำสุดของวัฏจักรจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตอนเข้าไปในตอนที่ราคาอยู่ที่สูงๆ

ในขณะที่เกรแฮมไม่ได้พูดถึงระดับราคาของตลาดหุ้นเป็นส่วนรวม เขากลับมีสูตรเพื่อใช้ดูหุ้นรายตัวว่ามีราคาถูกหรือแพงเกินไปแล้ว เขาใช้สูตรนี้เป็นเกณฑ์ในการเลือกซื้อหุ้นแต่ละตัว

หลักการง่ายๆ มีอยู่ว่า เกรแฮมจะซื้อหุ้นที่มีราคาขายแค่สองในสาม หรือน้อยกว่าของมูลค่าที่แท้จริง นี่คือ margin of safety ของเขาซึ่งเขาคิดว่ามันมีความปลอดภัยพอสมควร มันเป็น margin of safety ด้วยเหตุผล 2 ประการ หนึ่งในนั้น ถ้าเขาคิดถูกในการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริง ก็หมายความว่าแม้ราคาหุ้นจะขึ้นไปถึง 50 เปอร์เซ็นต์ก็ถือว่ายังไม่เกินมูลค่า สอง ถ้าหากตลาดหุ้นเจอกับเรื่องที่ไม่ดีร้าย เขาก็ยังสบายใจที่รู้ว่าในที่สุดแล้วหุ้นของเขาจะมีค่ามากกว่าเงินที่ได้จ่ายซื้อไป

margin of safety คือตัวช่วยที่จะทำให้คุณได้เปรียบมากกว่าการเข้าไปซื้อหุ้นหรือกองทุนหุ้นดัชนีอย่างคนตาบอด ช่วงเวลาหลายปีที่ผ่านมา การมี margin of safety ในหุ้นที่เราซื้อได้ให้ผลกำไรโดยรวมมากกว่าการเติบโตทางพื้นฐานของธุรกิจซะอีก ถ้าเราต้องซื้อหุ้นของบริษัทไอศกรีม ABC โดยจ่ายเพียง 6.50 เหรียญโดยที่เชื่อว่ามูลค่าจริงน่าจะอยู่ที่ 10 เหรียญ เรามีโอกาสทำกำไรได้สูงถึง 3.50 เหรียญ ถ้าในช่วงที่เราถือหุ้นนี้ อยู่ บริษัทสามารถทำให้ธุรกิจเติบโตได้ 10 เปอร์เซ็นต์ มูลค่าของหุ้นก็ควรจะเพิ่มเป็น 11 เหรียญ ทำให้เรามีโอกาสได้กำไรสูงขึ้น อย่างไรก็ตามในส่วนใหญ่ของกำไรที่ได้ ได้มาจากการซื้อหุ้นในราคาถูกตั้งแต่แรก ถ้านักลงทุนซื้อหุ้นเดียวกันนี้ในราคา 10 เหรียญ กำไรที่เขาอาจจะได้คือแค่ 1 เหรียญเท่านั้นเอง

การซื้อ 1 เหยี่ยวในราคา 66 เซ็นต์คือสาเหตุหลักที่ทำให้นักลงทุนหุ้นคุณค่าหลายต่อหลายคนมีผลงานที่เอาชนะตลาดโดยรวม

การซื้อหุ้นที่ราคามีส่วนลดมากจากมูลค่าที่แท้จริงของมันไม่เพียงแต่ปลอดภัย แต่ยังทำให้นักลงทุนต้องมีความระมัดระวังเพิ่มขึ้นอีกด้วย เพราะโดยทั่วไปแล้วเราจะหลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทที่มีหนี้สินมากเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น การมี margin of safety เหมือนมีหลักประกันว่าบริษัทจะอยู่รอดได้ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจไม่ดี เช่น เราต่างรู้ว่ามีคนที่ถูกเงินอย่างเต็มที่และมักจะใช้บัตรเครดิตจนเต็มเพดานและอยู่ได้แบบหาเช้ากินค่ำ เรายังรู้ดีกว่ามีคนที่ได้ซื้อกองทุนไว้ใช้ในยามฉุกเฉินเพื่อช่วยทำให้สามารถผ่านช่วงทุกข์เข็ญ ถ้าคนที่หนี้เยอะเกิดต้องสูญเสียงานที่ทำ ก็อาจสูญบ้านด้วย ส่วนคนที่มียกกองทุนฉุกเฉินสามารถอยู่รอดได้จนกระทั่งหางานใหม่ได้ เรื่องนี้เอามาใช้ได้กับบริษัทเหมือนกัน บริษัทที่มีหนี้สินมาก โดยมีกำไรเกือบไม่พอจ่ายค่าดอกเบี้ยย่อมจะมีความเสี่ยงกว่าบริษัทที่มีเงินสดส่วนเกินในงบดุล มันเป็นเรื่องเกี่ยวกับการมีที่รองรับคือ margin of safety ที่จะช่วยให้คุณผ่านพ้นช่วงเวลาเลวร้ายซึ่งไม่ว่าคนทั่วไปหรือบริษัทต่างก็ต้องพบเจอ

ความน่ากลัวอีกอย่างหนึ่งของการมีหนี้สูงๆ ไม่ว่าจะบริษัทหรือส่วนบุคคล คือเท่ากับการมอบชะตาชีวิตของตนให้กับเจ้าหนี้ ในยามที่ดีมันง่ายมากที่จะก่อหนี้ แต่ในยามที่ต้องการใช้เงินกลายเป็นว่าพวกนายธนาคารกลับเร่งขอให้รีบชำระหนี้ ไม่ว่าจะบริษัทที่ถูกเงินมาเพื่อไว้ใช้จ่าย หรือว่าคนทั่วไปที่หนี้มาซื้อหุ้นแบบมาร์จิ้น ผู้เป็นลูกหนี้เหล่านี้กำลังยกสิทธิ์ไปให้คนอื่นตัดสินใจแทนตนว่าเมื่อไหร่ที่เกมจะจบลง

หลักการอีกอย่างหนึ่งของ margin of safety คือการกระจายความเสี่ยง (diversification) ผมเองก็ทำเช่นเดียวกันกับเกรแฮม คือจะกระจายพอร์ตการลงทุนไปยังหุ้นหลายๆ ตัวและในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน หุ้นแต่ละตัวในแต่ละอุตสาหกรรมต่างก็มีโอกาสพบอุปสรรคบ้างเป็นครั้งเป็นคราว

เหตุการณ์ร้ายๆ เหล่านี้ยากมากที่จะพยากรณ์ เวลาจะเกิดมันก็เกิด เราเรียกมันว่าเหตุการณ์แปลกใจด้านลบ (negative event surprise) อุบัติเหตุต่างๆ เกิดขึ้นได้เสมอและไม่ว่าจะมีการวางแผนล่วงหน้าไว้มากสักแค่ไหนก็ไม่ทำให้คุณปลอดภัยเต็มที่แบบสมบูรณ์ ถ้ามันเป็นไปได้ทุกๆ วันที่ 1 ของเดือนมกราคม เราเลือกหุ้นสัก 2 ตัวซึ่งคิดว่าน่าจะทำงานได้ดีในปีนั้น ถ้าเราทำได้สำเร็จและอย่างสม่ำเสมอผลการลงทุนของเราคงจะทะลุซาร์ต แต่นั่นแปลว่าเราต้องทำใจที่จะเสี่ยงอย่างเต็มที่

บางอย่างนั้นพุดง่ายแต่ทำยาก ในปีใดๆ ก็ตามพอร์ตหุ้นทุกพอร์ตจะมีทั้งหุ้นผู้ชนะและผู้แพ้ และจริงๆ แล้วมันเป็นไปไม่ได้เลยที่จะไม่มีตัวที่ไม่ขาดทุนเลย จุดสำคัญอยู่ที่ต้องมีตัวชนะมากกว่าตัวแพ้ แนวคิดนี้คล้ายๆ กับธุรกิจประกันภัย บริษัทประกันภัยจะพยายามอย่างหนักในการคำนวณหาค่าความเสี่ยงต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้น แต่ก็ยังรู้ว่าไม่สามารถครอบคลุมได้ถูกต้องทั้ง 100 เปอร์เซ็นต์ ถ้าบริษัทประกันภัยออกกรมธรรม์แค่ปีละฉบับเดียวและผู้เอาประกันไม่ได้มาเรียกร้องเอาค่าเสียหาย บริษัทจะได้กำไรเยอะมาก แต่ถ้าผู้เอาประกันคนนี้ได้รับอุบัติเหตุบริษัทประกันภัยจะมีปัญหาร้ายแรงเกินบรรยาย นี่คือเหตุผลที่ว่าทำไมบริษัทประกันภัยจึงต้องออกกรมธรรม์จำนวนมากเพราะต้องการรับความเสี่ยงของอุบัติเหตุตามอัตราตัวเฉลี่ยจากเกณฑ์ที่ได้ตั้งไว้ และบริษัทก็ไม่อยากจะจมลงกับเหตุการณ์ของการเรียกร้องค่าเสียหายอุบัติเหตุที่มากเกินกำลัง การลงทุนในหุ้นก็เช่นกัน คุณต้องพยายามหลีกเลี่ยงการลงทุนในหุ้นที่มีโอกาสทำให้ขาดทุนสูง แต่แม้กระนั้นก็ยังมีส่วนร้ายเกิดขึ้นได้ การที่คุณกระจายความเสี่ยงเท่ากับคุณได้ทำการประกันไว้ว่าถ้าหุ้นตัวใดตัวหนึ่งเกิดมีปัญหาหนักมันจะไม่กระทบกระเทือนถึงความมั่งคั่งของคุณถึงขั้นโคมา

แต่ละคนควรจะกระจายความเสี่ยงสักแค่ไหน? คำตอบอยู่ที่ว่าคุณมีความสามารถในการรับความเสี่ยงมากน้อยเพียงใด แน่นนอนครับคุณควรมีหุ้นอย่างน้อย 10 ตัวในพอร์ต นักลงทุนบางคนอาจจะชอบมีมากถึง 50 หรือ

100 ตัว ถ้ายังพบว่าหุ้นเหล่านั้นเข้าข่ายตามหลักเกณฑ์ที่ได้ตั้งไว้ คุณควรถามตัวเองว่า ถ้าหุ้นตัวใดตัวหนึ่งในพอร์ตเกิดล้มจมคุณสามารถสลัดมันทิ้งได้หรือไม่?

ข้อสุดท้ายและบางทีอาจเป็นประโยชน์สูงสุดของการลงทุนด้วย margin of safety คือทำให้คุณสามารถเป็นชาวสวน (contrarian) การลงทุนจนกระทั่งแสบไม่ใช่ของที่ทำได้ง่าย เรามักจะถูกชักจูงโดยอิทธิพลของข่าวสารที่เราได้อ่านพบในหนังสือพิมพ์ หรือในทีวี หรือฟังจากเพื่อนที่เราคิดว่าเป็นผู้เชี่ยวชาญ เวลาที่ดีที่สุดในการลงทุนซื้อหุ้นคือตอนที่มันมีราคาถูกลงๆ แต่อย่างไรก็ตามกลายเป็นว่าเมื่อถึงเวลาที่หุ้นมีราคาถูกมากกลับมีเหตุผลออกมามากมายว่าไม่ควรซื้อ ผมจำได้ว่าในปี 1973 และ 1974 เมื่อหุ้นเติบโตแบบ Nifty Fifty ได้ระเบิดขึ้น ทำให้ดัชนีของหุ้นทั้งตลาดลดลงถึง 50 เปอร์เซ็นต์และสหรัฐต้องตกอยู่ภายใต้วิกฤตน้ำมันครั้งใหญ่ คงเหลือแต่นักลงทุนหุ้นคุณค่าซึ่งดูเหมือนคนเบาปัญญาที่พยายามจะซื้อหุ้นอย่างเมามันเพราะมีหุ้นดีราคาถูกให้เลือกอย่างมากมายและก็เช่นกันในปี 1981 หลังจากการบริหารงานที่ผิดพลาดในสมัยประธานาธิบดีคาร์เตอร์ซึ่งได้ทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นทะลุหลังคา มีแต่คนโง่เท่านั้นที่จะซื้อหุ้น แต่ปีที่ตามหลังปี 1974 และ 1981 คือช่วงแห่งปีที่ดีที่สุดในการลงทุนซื้อหุ้น

ถ้าคุณถือหลักการของการลงทุนแบบหุ้นคุณค่า เมื่อเวลาหุ้นมีราคาถูกคุณต้องกล้าซื้อ คุณต้องลืมเสียงนกเสียงการอบๆ ตัวคุณ และจงใช้ประโยชน์จากการลดราคาลงของหุ้น ในทางกลับกันถ้าหุ้นแพงและราคาเริ่มเข้าใกล้หรือเกินกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งดูแล้วไม่มี margin of safety เหลืออยู่ คุณต้องขายทิ้ง เป็นไปได้มากด้วยว่าคุณจะต้องทำการขายในขณะที่คนอื่นกำลังต้องการซื้อ ไม่ต้องไปกังวล นั่นคือ สิ่งที่นักลงทุนผู้ประสบความสำเร็จจะกระทำ หลักการสำคัญของการลงทุน 2 ประการ คือ มูลค่าที่แท้จริง และ margin of safety ทำให้เกิดความกล้าหาญและทำให้มั่นใจว่าการซื้อในช่วงตลาดแย่และการขายในช่วงตลาดดีคือสิ่งที่ดีกว่า

บทที่ 4

ข้อหุ้บที่บีกำไรตอบถูกว

รกรากุ้บยั้งต่ำ
ผลตอบแถนยั้งสูง

วิธีการลงทุนที่ได้ทดสอบจนเห็นผลแล้วว่าใช้ได้คือ การซื้อหุ้นที่ขายในราคาต่ำเพียงไม่กี่เท่าของกำไร กำไรคือสิ่งที่เหลือไว้สุดท้ายหลังจากได้หักต้นทุนและค่าใช้จ่ายต่างๆ ออกไปแล้ว เบน เกรแฮม เคยพูดไว้ครั้งหนึ่งว่า กำไรคือปัจจัยตัวหลักที่ขับเคลื่อนราคาหุ้น ผมเห็นด้วยว่าจริงที่สุด ยิ่งผมจ่ายเงินน้อยลงเท่าใดสำหรับค่าหุ้นเมื่อเทียบกับกำไร ผลตอบแทนในอนาคตของผมนก็จะยิ่งดีขึ้นเท่านั้น ถูกไหมครับ? ผมใช้สัดส่วนราคาต่อกำไร (P/E) เวลาเทียบกับบริษัทอื่นๆ หรือแม้กระทั่งดัชนีของทั้งตลาด

ค่า P/E เป็นของหาได้ง่าย เพราะมันก็แค่เอาราคาหุ้นของบริษัทหารด้วยกำไรต่อหุ้น ถ้าบริษัทไอศกรีม ABC มีกำไร 1 ล้านเหรียญเมื่อปีที่แล้ว และมีหุ้นอยู่ 1 ล้านหุ้น กำไรต่อหุ้น (หรือ EPS ตามที่เรียกกันบ่อยๆ) ก็คือ 1 เหรียญต่อหุ้น ถ้าราคาหุ้นละ 10 เหรียญ ค่า P/E ก็จะออกมาเท่ากับ 10 ถ้าราคาหุ้นเป็น 20 เหรียญ ค่า P/E ก็จะเป็น 20 นักลงทุนบางคนใช้ตัวเลขกลับกันและเรียกว่าอัตราผลตอบแทนของกำไรต่อราคาหุ้น (earnings yield) มันสะท้อนให้เห็นถึงอัตราผลตอบแทนที่คุณจะได้รับถ้ากำไรทั้งหมด

จ่ายออกมาเป็นเงินสดปันผลแทนที่จะเก็บไว้ลงทุนต่อในบริษัท earnings yield คำนวณโดยเอากำไรต่อหุ้นตั้งแล้วหารด้วยราคาหุ้น หุ้นที่ P/E 20 เท่า แปลว่ามี earnings yield เท่ากับ 5 เปอร์เซ็นต์ ถ้าค่า P/E สูงขึ้นเป็น 40 เท่า ก็แปลว่า earnings yield จะได้แค่ 2.5 เปอร์เซ็นต์ จำไว้ว่า P/E ยิ่งต่ำ earnings yield ก็ยิ่งสูง

แนวคิดเรื่อง earnings yield จะช่วยได้มากเมื่อต้องมีการเปรียบเทียบถึงโอกาสในการลงทุน เกรแฮมก็ทำแบบนี้ ตัวอย่างเช่น หุ้นที่ขายที่ P/E 10 เท่าซึ่งมี earnings yield เท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ เมื่อนำไปเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่ให้ผลตอบแทน 5 เปอร์เซ็นต์ต่อปี คุณก็จะได้ผลตอบแทนสูงกว่าเป็นสองเท่า ถ้าคุณซื้อพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีเป็นเงิน 1,000 เหรียญในวันนี้ คุณก็จะได้รับเงินปีละ 50 เหรียญ และรับอีก 1,000 เหรียญตอนครบ 10 ปี ไม่มีอะไรจะปลอดภัยกว่านี้ถ้ามองเฉพาะในแต่ด้านตัวเงิน แต่มีกับดักครับ สมมติว่าในช่วง 10 ปีข้างหน้า มีภาวะเงินเฟ้อปีละ 3 เปอร์เซ็นต์ซึ่งใกล้เคียงกับตัวเลขเฉลี่ยของประวัติที่ผ่านมา (เงินเฟ้อสูงกว่านี้มากในช่วงปี 1970 ถึง 1980 และลดลงมาต่ำกว่า 3 เปอร์เซ็นต์ในช่วงต้นของทศวรรษนี้) เงิน 1,000 เหรียญจากพันธบัตรรัฐบาลที่คุณได้รับใน 10 ปีข้างหน้า จะมีมูลค่าปัจจุบันเพียงแค่ 737 เหรียญเท่านั้น เห็นไหมครับแม้แต่ระดับเงินเฟ้อที่ยังไม่สูงนัก อำนาจซื้อของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลได้ลดลงไปถึง 26.3 เปอร์เซ็นต์

แต่ถ้าคุณซื้อหุ้นที่มี P/E 10 เท่า (earnings yield ที่ 10 เปอร์เซ็นต์) คุณก็จะได้รับผลตอบแทนเป็น 2 เท่าถ้าบริษัทจ่ายกำไรเป็นปันผลให้หมดแน่ละครับไม่ค่อยมีบริษัทไหนทำกันแบบนี้จริงๆ แล้วบริษัทจะจ่ายบางส่วนของกำไรออกมาในรูปแบบเงินปันผลและลงทุนส่วนที่เหลือในบริษัทเพื่อไว้ใช้ในการขยายงาน ที่ดีอีกอย่างหนึ่งคือ บริษัทมักจะสามารถถักทอการดำเนินงานของเงินเพื่อไปให้ลูกค้าได้ ถ้าบริษัทไอศกรีม ABC ไม่มียอดขายที่เพิ่มขึ้น บริษัทก็มีโอกาสขึ้นราคาไอศกรีมไปอย่างน้อยเท่ากับเงินเฟ้อได้ ถ้าหุ้นมี

กำไร 1 เหรียญ ที่คุณได้ซื้อไว้ที่ราคา 10 เหรียญ ทำกำไรเติบโตได้เท่ากับ อัตราเงินเฟ้อ มันจะกลายเป็น 1.34 เหรียญในปลายปีที่ 10 และด้วยค่า P/E เท่าเดิม หุ้นควรจะมียุทธค่าเท่ากับ 13.40 เหรียญ โดยทั่วไปแล้วกำไรของบริษัทจะเติบโตเท่ากับอัตราของเงินเฟ้อและอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งตามประวัติแล้วอยู่ที่ 3 เปอร์เซ็นต์ เมื่อจับเอาเงินเฟ้อและการเติบโตทางเศรษฐกิจมาบวกกัน กำไร 1 เหรียญของคุณจะเติบโตในอัตรา 6 เปอร์เซ็นต์แทนที่จะเป็นแค่ 3 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งหมายความว่ากำไรต่อหุ้นในปีที่ 10 จะกลายเป็น 1.79 เหรียญ ดังนั้นเงินทุน 1,000 เหรียญในหุ้นที่มี P/E 10 เท่า จะมีมูลค่า 1,790 เหรียญใน 10 ปีต่อมา

ทำไมสิ่งนี้จึงสำคัญนักต่อสุขภาพทางการเงินของคุณ ก็เพราะว่า ถ้าเงินเฟ้ออยู่ที่ 3 เปอร์เซ็นต์ เงินลงทุน 1,000 เหรียญวันนี้จะต้องมีมูลค่า 1,344 เหรียญใน 10 ปีข้างหน้าเพื่อที่คุณจะสามารถรักษำอำนาจซื้อของคุณไว้ได้ พันธบัตรรัฐบาลทำไม่ได้แต่หุ้นทำได้

ไม่ว่าเราจะถามถึงผลตอบแทนในรูปของ P/E หรือ earnings yield มันก็มีผลเดียวกัน นักวิเคราะห์ในวอลสตรีทมักจะมองค่า P/E ออกเป็นสองมิติคือ P/E ตามหลัง ซึ่งได้มาจากการเอาราคาหุ้นตั้งและหารด้วยกำไรของปีล่าสุดหรือไม่ก็เอาผลรวมของกำไรในสี่ไตรมาสล่าสุด แล้วยังมี P/E ล่วงหน้า ซึ่งเป็นการเอาราคาหุ้นตั้งแล้วหารด้วยกำไรประมาณการปีหน้า หรือผลรวมของสี่ไตรมาสข้างหน้า หุ้นโดยมากถูกซื้อขายโดยขึ้นอยู่กับที่ว่าตลาดจะคิดอย่างไรเกี่ยวกับกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคต อดีตคืออดีต วอเรน บัฟเฟตต์ พูดไว้ว่าการตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยกำไรตามหลังก็ เหมือนกับการลงทุนโดยการมองผ่านกระจกสองหลัง

เมื่อมาถึงการพยากรณ์กำไร ดูๆ แล้วผลงานของเหล่านักวิเคราะห์ในวอลสตรีทคล้ายกับเป็นการคาดเดาและร้ายที่สุดคือไม่ค่อยมีความแม่นยำเอาซะเลย เมื่อนักลงทุนมีชื่ออย่าง เดวิด เดรแมน ทำการศึกษาถึงการประมาณการของนักวิเคราะห์ตั้งแต่ปี 1973 - 1993 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการ

พยากรณ์ผลรายไตรมาสถึง 78,695 รายงาน เขาพบว่ามีโอกาสแค่ 1 ใน 170 เท่านั้นที่การพยากรณ์ของนักวิเคราะห์จะอยู่ในช่วงบวกหรือลบ 5 เปอร์เซ็นต์ของตัวเลขจริง การทำกำไรของบริษัทเต็มไปด้วยสิ่งที่คาดไม่ถึง บางทีก็เป็นบวก บางทีก็เป็นลบ เป็นไปได้ยากที่จะรู้อนาคตได้อย่างถูกต้อง เกรแฮมจึงสนใจที่จะหาเอาเฉพาะบริษัทที่มีผลการทำกำไรที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ มีโอกาสที่จะทำนายได้ถูกต้องสูงแทนที่จะไปหาเอาอย่างมีดมนจากการพยากรณ์กำไรในอนาคตแบบที่วอลสตรีทชอบทำกัน ด้วยความคิดนี้ในใจ มันจึงเป็นการดีที่มากที่จะซื้อเอาหุ้นที่ถูกที่สุดโดยเทียบกับกำไรที่ได้รับการจัดทำ ตรวจสอบ และรายงานให้กับผู้ถือหุ้นแล้ว

จากการศึกษาที่เกิดขึ้นมากมายเป็นเวลาหลายปีได้พบว่าผลการซื้อหุ้นที่มี P/E ต่ำๆ เทียบกับการซื้อหุ้นที่มี P/E สูงๆ (พวกหุ้นเติบโตสูงและหุ้นขวัญใจของตลาด) การศึกษาแต่ละชิ้นจากระยะเวลาตั้งแต่ปี 1957 จนถึงปัจจุบัน และวัดตั้งแต่การลงทุนระยะเวลา 5 ปีถึง 20 ปี ยืนยันว่าการซื้อหุ้นที่ไม่ค่อยดังแต่ถูกกว่าให้ผลตอบแทนสูงกว่า เรื่องนี้เป็นจริงทั้งในอุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรม และในประเทศที่เจริญแล้วแต่อย่างเพิ่งเชื่อ คำพูดของผมที่เดียว ให้ลองอ่านผลการศึกษาที่ระบุไว้ในบทสุดท้ายก่อน มันจะทำให้คุณมีความกล้าหาญที่จะเดินอยู่ในทางที่ถูกต้องแม้ว่าลมพายุจะกระหน่ำซัดใส่ใบหน้าของคุณ การลงทุนในหุ้นคุณค่าด้วยการซื้อหุ้นที่มีกำไรในราคาถูก เป็นวิธีการที่ผมเห็นว่าช่วยทำให้เงินของคุณเติบโตขึ้น ไม่ใช่เพราะผมเองเป็นคนพูดอย่างนี้ แต่เพราะว่ามันได้รับการพิสูจน์ให้เห็นแล้วเห็นเล่าจากผลของการศึกษาทางด้านวิชาการนับไม่ถ้วน

กำไรซึ่งรายงานโดยบริษัทใหญ่ๆ ส่วนมากคือจุดเริ่มต้น แต่มันก็เป็นแค่จุดเริ่มต้น ตัวเลขเหล่านี้มีบ่อยครั้งที่ทำให้เข้าใจผิด เพราะอาจจะมีรายจ่ายหรือรายได้พิเศษซึ่งนานๆ จึงจะเกิดขึ้นสักหนเข้าไปด้วย ทำให้ไม่เห็นภาพการทำกำไรที่ชัดเจนของบริษัท นักการเงินเมื่ออาชีพบางคนชอบใช้ตัวเลขกระแสเงินสดหรือกำไรจากการดำเนินงานมากกว่า กระแสเงินสด

คือกำไรที่รายงานออกมาโดยบวกกลับด้วยค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด เช่นค่าเสื่อมราคาเข้าไป กระแสเงินสดอิสระคือกระแสเงินสดหักด้วยค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในทรัพย์สินถาวรซึ่งจำเป็นในการรักษาระดับทรัพย์สินของบริษัท พูดอีกอย่างคือ ถ้าผมเป็นเจ้าของบริษัท ผมสามารถเอาเงินออกจากบริษัทได้มากแค่ไหนโดยที่บริษัทยังดำเนินการอยู่ได้?

ผมยังดูพวกหุ้นที่มี P/E ต่ำๆ ซึ่งอาจทำให้มีผู้สนใจเข้ามาซื้อกิจการ โดยเฉพาะการซื้อกิจการด้วยเงินกู้ (leveraged buyout หรือ LBO) เมื่อบริษัททำการซื้อเพื่อควบรวมบริษัทอื่น นอกเหนือจากการดูกระแสเงินสดอิสระแล้วยังจะมองดูกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี เพราะนี่คือตัววัดที่ดีว่าบริษัทสามารถทำเงินได้มากน้อยแค่ไหน ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับปริมาณของหนี้สิน ในฐานะผู้ซื้อกิจการเขาอาจจะเลือกที่จะคงหนี้ไว้หรือจ่ายคืนให้หมดก็ได้ ผู้ซื้อกิจการสนใจอย่างยิ่งที่ต้องการรู้ว่าธุรกิจที่จะซื้อสามารถผลิตเงินสดๆ ออกมาได้แค่ไหน มีอาชีพเรียกเงินสดนี้ว่า กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อม และค่าตัดบัญชี (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization หรือ EBITDA) ที่ทำอย่างนี้ก็จะเน้นให้เห็นว่าจากกำไรที่ได้จะมีเงินสดเหลือให้เจ้าของทั้งกิจการเท่าใดเพื่อการชำระดอกเบี้ยหรือลงทุนกลับไปในธุรกิจอีก เมื่อบริษัทถูกซื้อโดยกิจการที่กู้ยืมเงินมาซื้อ บริษัทที่เป็น LBO มักจะใช้เงินจากเจ้าหนี้จำนวนสูงในการซื้อ EBITDA จึงเป็นวิธีการวัดว่าจะมีเงินสดเหลืออยู่เท่าใดในการจ่ายชำระคืนหนี้ที่ได้กู้ยืมมา

กลยุทธ์การซื้อที่ราคาต่ำเมื่อเทียบกับกำไรได้ทำให้ผมได้มีโอกาสการลงทุนที่ดีในอาชีพของผม ในปี 1999 คุณสามารถซื้อหุ้นของ Republic New York Bank ที่หุ้นละ 39 เหรียญ โดยอาศัยการวิเคราะห์ในรูปแบบที่ว่านี้ ธนาคารนี้ถูกซื้อโดย HSBC 3 เดือนต่อมาในราคาหุ้นละ 72 เหรียญ หุ้นซึ่งมีราคา P/E เพียงหลักเดียวของกำไรรวมไปถึงหุ้นชื่อดังอย่างเช่น Chase Manhattan และ Wells Fargo การมองหุ้นเหมือนการมองธุรกิจและการ

มองผ่านสายตาของนักลงทุนผู้มีเหตุผลได้ทำให้นักลงทุนหุ้นคุณค่าได้ซื้อหุ้นของ American Express หลังจากธุรกิจการท่องเที่ยวได้ซบเซาลงภายหลังจากเหตุการณ์ 9/11 และหุ้นของ Johnson & Johnson เมื่อหุ้นด้านสุขภาพถูกกดราคาต่ำลงเพราะทุกคนต่างคิดว่า ฮิลลารี คลินตัน จะยึดธุรกิจดูแลสุขภาพไปเป็นของรัฐบาลในปี 1993

การซื้อหุ้นที่มี P/E ต่ำให้ผลดีไม่ว่าในยามภาวะตลาดดีหรือเลว คุณเพียงแต่ต้องอดทนคอยผลตอบแทนของคุณนานสักหน่อยในภาวะตลาดหมี แต่ส่วนดีที่สุดของการยึดหลักตามกลยุทธ์ซื้อที่ P/E ต่ำๆ จะเป็นการบังคับให้คุณต้องพิจารณาซื้อหุ้นเมื่อมีราคาถูกมากในขณะที่ชาวบ้านพากันกลัวหวาด ในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1970 อันเป็นยุคที่ฟองสบู่แตกและราคาน้ำมันทะยานพุ่งสูง ในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1980 ได้นำความปวดร้าวมาสู่นักลงทุน เหตุเกิดเพราะการบริหารจัดการที่ผิดพลาดของคาร์เตอร์และมีภาวะเงินเฟ้อสูงสุดในช่วงชีวิตผม ประธานธนาคารกลางพอล วอล์คเกอร์ ต้องผลักดันให้ดอกเบี้ยสูงขึ้นเป็น 2 หลักเพื่อจะจัดการกับอัตราเงินเฟ้อ CEO ของบริษัทต่างๆ ก็อกสั่นขวัญแขวนว่าบริษัทตนจะต้องล้มหายตายจากไป ในห้วงเวลานั้นหุ้นดีถูกเทขายด้วยราคาที่ต่ำมากอย่างเหลือเชื่อ ก่อให้เกิดโอกาสที่ดีที่สุดในการซื้อหุ้นเป็นประวัติการณ์ โอกาสงามๆ เช่นนี้มักจะไม่มาในช่วงเวลาที่ดูดีแต่จะมาหลังจากมีการผ่านพ้นความเจ็บปวดมากมาก่อน

โดยทั่วไปตอนที่ตลาดหุ้นมีราคาถูกเรามักจะอยู่ในช่วงที่เศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูง นักลงทุนส่วนมากคาดหวังว่าการทำกำไรจะต่ำลง การหดตัวทางเศรษฐกิจ ดอกเบี้ยขึ้นสูง ภัยสงคราม และสิ่งเลวร้ายต่างๆ มักจะเข้ามาครอบคลุมความรู้สึก ที่ดีก็คือเวลาที่ลำบากยากเข็ญเช่นนี้ไม่ได้อยู่ไปตลอด ไม่ช้าก็เร็วโลกก็ยังคงเดินต่อไปได้ เศรษฐกิจก็กลับมาเติบโตพอๆ กับที่เกิดขึ้นในอดีต และก็มีบางบริษัทที่ต้องสูญหายตายจากไปบ้าง แต่ก็เช่นกันกับที่ตลาดหุ้นสามารถไปได้แบบสุดโต่ง ราคาของหุ้นแต่ละตัว

ก็เคลื่อนไหวแบบสุดโต่งได้เหมือนกัน ในวัฏจักรที่ผ่านมานับครั้งไม่ถ้วน ราคาหุ้นของบริษัทต่างๆ มีทั้งที่ขายต่ำกว่าหรือไม่ก็สูงกว่ามูลค่าตลอดเวลา หุ้น P/E ต่ำๆ มักจะเป็นหุ้นที่คนคาดหวังไว้น้อย ตลาดหุ้นอาจมองดูว่ามันไม่มีโอกาสที่สดใสหรือบางที่มันก็มีราคาต่ำในช่วงที่ตลาดไม่ดี หรือบางที่ก็เพราะคนเลิกให้ความสนใจ หรือว่าอาจจะซื้อหุ้นที่ดูดีกว่าในตลาดก็ได้ ส่วนหุ้นที่มี P/E สูงๆ นั้นมีภาพกลับกัน เพราะเป็นหุ้นที่คนได้คาดหวังไว้สูง ทุกสิ่งทุกอย่างดูถูกต้องไปหมด และนักลงทุนเองก็เชื่อว่าผลตอบแทนสูงๆ ที่ได้รับจะยังคงได้รับไปอีกหลายปี ในฐานะผู้จัดการกองทุนระดับตำนานของ Vanguard Windsor Fund จอห์น เนฟฟ์ ได้เคยบอกกับผมครั้งหนึ่งว่า “ทุกแนวโน้มเดินไปชั่ววันจันทร์จนกระทั่งถึงจุดที่จบลง” สิ่งทั้งหลายเปลี่ยนแปลงและแนวโน้มไม่ได้ไปต่ออย่างถาวรหรอกครับ

โลกของการลงทุนดูคล้ายกับชีวิตโดยทั่วไปที่เปี่ยมไปด้วยความประหลาดใจทั้งบวกและลบ มันจึงสำคัญที่จะต้องเข้าใจว่าความประหลาดใจนี้ได้มีผลต่อราคาหุ้นอย่างไร การศึกษาชุดแล้วชุดเล่าได้แสดงให้เห็นว่าเมื่อหุ้น P/E ต่ำ ซึ่งถูกคาดหวังไว้น้อยเวลารายงานผลออกมาแบบผิดหวัง ผลกระทบโดยปกติแล้วจะมีน้อยมาก ตลาดหุ้นได้คาดเดาข่าวร้ายไว้แล้ว ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องกดราคาหุ้นลงไปอีก ในทางกลับกันถ้าหุ้นที่คาดหวังไว้ต่ำ ได้ทำให้ตลาดแปลกใจด้วยข่าวดี ราคาจะสามารถพุ่งทะยานได้ ในอีกมุมหนึ่งสิ่งเหล่านี้ก็พิสูจน์ว่าได้เกิดขึ้นกับหุ้นที่ถูกคาดหวังไว้สูง ถ้าบริษัทรายงานผลไตรมาสออกมาดี ราคาหุ้นก็ไม่จำเป็นต้องขึ้นต่อ เพราะข่าวดีได้สะท้อนอยู่ในราคาหุ้นแล้ว คุณเองไม่ต้องมองย้อนหลังกลับไปไกลเกินกว่าการแตกของฟองสบู่เทคโนโลยีในช่วงทศวรรษที่ 1990 ก็ให้เห็นภาพอย่างชัดเจน ผมมีรายชื่อของหุ้นที่ลงมากกว่า 90 เปอร์เซ็นต์ในปี 2000 ถึง 2002 มันเป็นรายชื่อที่ยาวมากครับ

บทที่ 5

ข้อ 1 เหยียดำเงิน 66 เซ็นต์

โทรด้วยค่าโทรศัพท์ลไปหนึ่งในสาม

นอกจากพวกหุ้นที่ราคาถูกกดต่ำเมื่อเทียบกับกำไรแล้ว ยังมีพวกที่ถูกลดต่ำกว่าส่วนของเจ้าของให้เห็นบ่อยๆ ด้วย สิ่งนี้เกิดขึ้นได้จากการสนองตอบที่รุนแรงเกินเหตุต่อรายงานผลกำไรหรือภาวะของอุตสาหกรรม แต่ขอโทษที่ถ้ามันเกิดขึ้น หุ้นเหล่านี้ก็กลายเป็นผู้สมัครที่มีโอกาสเข้ามาอยู่ในห้องของร้านหุ้นคุณค่า ส่วนของเจ้าของคือทุกสิ่งทุกอย่างที่บริษัทเป็นเจ้าของ ไม่ว่าจะเป็นอสังหาริมทรัพย์ อาคาร เครื่องจักรอุปกรณ์ สินค้าคงคลัง และเงินสด ลบด้วยส่วนที่ติดค้างเจ้าหนี้ เอาสิ่งที่เป็นยอดค้างชำระออกจากสิ่งที่บริษัทเป็นเจ้าของของคุณก็จะได้สิ่งที่เรียกว่า มูลค่าตามบัญชี (book value) สำหรับคำว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นคือเอาส่วนของผู้ถือหุ้นตั้งหารด้วยจำนวนหุ้นที่มีอยู่ เมื่อถึงเวลาที่จะหาหุ้นที่น่าซื้อเพราะถูกมากเมื่อเทียบกับมูลค่าของทรัพย์สิน เราเริ่มต้นดูจากบริษัทที่หุ้นมีราคาต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น นี่คือนิ่งในหลักการลงทุนสำคัญของเกรแฮมและได้ช่วยให้ผมค้นพบของถูกมากๆ ในช่วงเวลาที่ผ่านมา หุ้นที่ขายต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีคืองานถนัดชิ้นแรกๆ ของ บริษัท ทวิตดี บราวน์ บิล ทวิตดี เป็นคนทำตลาดให้กับหุ้นที่ไม่ค่อยมีคนนิยม เมื่อมันมีราคาถูกมากเทียบกับส่วนของเจ้าของ

ด้วยเหตุนี้ทำให้เขาได้รู้จักกับ เบน เกรแฮม เพราะนี่คือหุ้นในแบบฉบับที่ เกรแฮมต้องการซื้ออยู่เป๊ะเลย สุดท้ายแล้วกลายเป็น ทอม แอปป์ หุ้นส่วนที่เข้ามาพร้อมกับบริษัทของเราในปี 1958 ซึ่งเป็นผู้ชักนำเราเข้าสู่ธุรกิจการจัดการการลงทุน แทนที่จะเป็นแค่บริษัทนายหน้า โดยชี้ให้เห็นว่าเราจะได้ประโยชน์เยอะกว่าด้วยการถือหุ้นราคาต่ำกว่ามูลค่าเหล่านี้ แทนที่จะเป็นแค่ซื้อขายไปๆ มาๆ

งานชิ้นแรกของผมคือการไล่ตามดูข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นที่ขายต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชี ซึ่งจัดพิมพ์โดย Standard & Poor และ Moody การซื้อหุ้นต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีทำให้เราได้เจอกับหุ้นชั้นยอดอย่างที่ไม่เคยได้คาดคิดมาก่อน ตัวอย่างในปี 1994 National Western Life Insurance เป็นบริษัทประกันภัยและนายหน้าพันธบัตรที่มีฐานอยู่ที่เท็กซัส กำลังถูกเสนอขายในราคาต่ำกว่ามูลค่าของทรัพย์สินกว่าครึ่ง หลังจากนั้นราคาหุ้นตัวนี้ได้ขึ้นมาเกิน 600 เปอร์เซ็นต์ ในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1990 คุณสามารถซื้อหุ้นของบริษัทนายหน้าชื่อ Jeffries and Company ในราคาต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีมาก มูลค่าตามบัญชีของบริษัทได้เพิ่มขึ้นแบบทบต้นอย่างสวยงาม และตอนนี้ราคาขายอยู่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี มีหน้าซ้ำยังได้ประโยชน์จากการที่ Jeffries ได้เริ่มทำธุรกิจด้านการค้าขายเกี่ยวกับเครื่องไฟฟ้าชื่อ Investment Technology Group ซึ่งปัจจุบันกลายเป็นผู้นำในวงการนี้ กิจกรรมนี้ได้ถูกขายออกไปด้วยกำไรส่วนเกินมูลค่าที่สูงมาก แม้ในทุกวันนี้ยังมีนักลงทุนไม่น้อยที่ยังไม่เห็นความสำคัญของมูลค่าตามบัญชี แต่ผมเห็นเพราะประมาณหนึ่งในสามของหุ้นที่ผมถืออยู่นั้นได้ซื้อมาเพราะว่าราคาถูกมากเทียบกับมูลค่าตามบัญชี

ผมได้ทำการค้นคว้าวิจัยอย่างทุ่มเทถึงศักยภาพของกำไรที่อาจจะได้รับจากหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชี ในช่วงต้นทศวรรษที่ 1980 ผมได้ตรวจดูหุ้นในระหว่างปี 1970 ถึง 1981 ผมได้วิเคราะห์บริษัททั้ง 7,000 บริษัทซึ่งอยู่ในฐานข้อมูลของ Compustat ในช่วงเวลานั้นผมได้ดูบริษัทที่

มีมูลค่าการตลาดอย่างน้อย 1 ล้านเหรียญและขายไม่เกิน 140 เพอร์เซ็นต์ของมูลค่าตามบัญชี ผมแบ่งแยกออกเป็นกลุ่มตามราคาต่อมูลค่าตามบัญชีและคำนวณหาผลงานที่ผ่านมาหกเดือน หนึ่ง สอง และสามปี ผมพบว่าทุกกลุ่มเอาชนะตลาดได้หมดเมื่อเทียบระยะเวลาเกินกว่า หนึ่ง สอง หรือสามปี แต่มีตามหลังบ้างในช่วงระยะเวลาหกเดือน การซื้อหุ้นในกลุ่มต่ำสุดคือมีราคาไม่ถึง 30 เพอร์เซ็นต์ของมูลค่าตามบัญชีสามารถทำให้เงิน 1 ล้านเหรียญกลายเป็น 23 ล้านเหรียญในช่วงเวลาดังกล่าวเทียบกับเงิน 1 ล้านเหรียญที่ทำได้แค่ 2.6 ล้านเหรียญของทั้งตลาด

เช่นเดียวกับหุ้นที่ซื้อเข้ามาถูกมากเมื่อเทียบกับกำไร ผมไม่ได้คาดหวังว่าให้คุณเชื่อตามที่ผมพูดว่าการซื้อหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีจะมีโอกาสได้ผลตอบแทนสูงๆ มันมีหลักฐานมากมายจากผู้ทรงคุณวุฒิและนักวิจัยซึ่งศึกษาว่าอะไรที่ใช้ได้ในตลาดหุ้น (ดูบทสรุปท้าย) ความจริงแล้วหลายๆ คนที่อยู่ในกลุ่มเดียวกันที่ได้ศึกษาถึงผลของการลงทุนในหุ้นที่ขายถูกมากเมื่อเทียบกับกำไรก็ได้เป็นผู้ศึกษาหุ้นที่ขายต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีซึ่งผลที่ออกมาก็คล้ายกัน หุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีมากเมื่อเปรียบเทียบกับพวกหุ้นยอดนิยมมีผลงานดีกว่าตั้งแต่ 6.3 เพอร์เซ็นต์ถึง 14.3 เพอร์เซ็นต์ต่อปี ในช่วงระหว่างปี 1967 จนถึงปัจจุบัน ทั้งในและนอกสหรัฐอเมริกา ไล่จาก บาร์ตัน บิกส์ ผู้โด่งดังถึงผู้ที่ได้รับรางวัลโนเบล การศึกษาชุดแล้วชุดเล่าต่างออกมายืนยันว่าหุ้นคุณค่าชนะหุ้นเติบโตในทุกประเทศที่ทำการศึกษา (ส่วนใหญ่อยู่ในสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และหลายประเทศในยุโรป) ค่อนข้างมากทีเดียว

การก้าวข้ามไปลงทุนในต่างประเทศได้สร้างโอกาสเพิ่มขึ้นในการเลือกหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าได้มากกว่าเดิมเยอะ ในช่วงเวลาที่หุ้นในสหรัฐมักจะขายสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี มันมีเพชรในตมซ่อนอยู่ อาทิเช่น Dae Han Flour Mills ในเกาหลีซึ่งขายเพียงแค่หนึ่งในสามของมูลค่าตามบัญชีในต้นปี 2005 ราคามันได้เพิ่มขึ้นเท่าตัวหลังจากนั้น ในปี 2003 ที่

สวิสเซอร์แลนด์ผมได้ค้นพบ Conzetta Holding ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่มีทั้งแผนกขายสินค้าเครื่องกีฬา แผนกเหล็ก แก้ว อสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจอื่นๆ บริษัทถูกขายในราคาราวๆ ครึ่งเดียวของมูลค่าตามบัญชี มันดูเหมือนว่าแผนกอสังหาริมทรัพย์นั้นมียอดตัวเงินต่ำกว่ามูลค่าและแถมบริษัทยังมีเงินสดเหลืออยู่มากในธนาคาร นี่ไม่เพียงแต่มีราคาถูกเท่านั้นเนื่องจากยังมี margin of safety ที่สูงมากให้ด้วย ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาหุ้นตัวนี้ได้เพิ่มขึ้นมากกว่าสองเท่า และเช่นกัน ในปี 2003 Volkswagen ผู้ผลิตรถยนต์ของเยอรมัน ก็ขายแค่ครึ่งเดียวของมูลค่าตามบัญชี แม้จะยังเจาะตลาดในสหรัฐอเมริกาไม่ได้ VW มีผลการดำเนินงานที่ดีมากในภูมิภาคอื่นและราคาหุ้นก็ได้เพิ่มขึ้นสองเท่าเช่นกัน การมองทั้งโลกจะช่วยทำให้คุณสามารถแสวงหาหุ้นที่มีราคามูลค่าต่ำกว่าตามบัญชีได้มากกว่าการที่คุณจะจำกัดอยู่แต่ในสหรัฐอเมริกา (หรือการลงทุนที่ใดที่หนึ่งเพียงแห่งเดียว)

ผมเองได้พบหุ้นที่ขายต่ำกว่ายอดเงินสดสุทธิ (net cash balance) อีกด้วย เรื่องนี้ต้องถือเป็นเทคนิคที่เกรแฮมโปรดปราน แต่เหตุการณ์แบบนี้หาได้ยากมากขึ้นในตลาดหุ้นของสหรัฐฯ ที่ญี่ปุ่นในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1990 คุณสามารถหาบริษัทธุรกิจการกระจายเสียง สร้างบ้าน สิ่งทอ และแม้แต่บริษัทชุดชั้นในของผู้หญิงที่จัดขายแบบปาร์ตี้อย่าง Tupperware ที่ราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่าเงินสดในงบดุล ผมเชื่อว่าของดีราคาถูกแบบนี้จะเกิดขึ้นได้อีกในสหรัฐอเมริกา แต่จนกว่าจะถึงวันนั้น การมีมุมมองแบบโลกกว้างจะทำให้ผมค้นพบและลงทุนได้ทันทีเลยในวันนี้

คุณจะไปลงทุนในต่างประเทศที่ไหนหรือเมื่อไหร่ก็ได้ การซื้อหุ้นที่มีราคาถูกเทียบกับมูลค่าตามบัญชีเป็นกลยุทธ์ที่ใช้ได้เสมอ การเข้าไปค้นหาโอกาสเหล่านี้ไม่ว่าที่บ้านและต่างประเทศล้วนเป็นหนทางที่ดีอีกทางหนึ่งที่จะค้นหาหุ้นตัวเก่งให้เข้ามาอยู่ในพอร์ตของคุณ