

บทที่ ๑

บทนำ



## ความเป็นมาและความสำคัญของการศึกษา

ตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์ เริ่มดำเนินการมาเมื่อวันที่ ๓๐ เมษายน ๒๕๑๘ จนกระทั่งบัดนี้รวมเวลาประมาณ ๘ ปี ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์มีบริษัทที่จดทะเบียน และบริษัท อนุญาตรวมอยู่ด้วยกันทั้งสิ้น ๗๘ บริษัท ๓ โครงการกองทุนรวม ตลอดเวลาที่ผ่านมาระดับราคาหุ้นที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มีทั้งสูงและต่ำอย่างน่าใจหาย ทั้งนี้ส่วนหนึ่งเป็นเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่ที่เข้ามาซื้อขายหุ้นผ่านตลาดหลักทรัพย์ เป็นนักเก็งกำไรจึงสนใจกำไรส่วนใหญ่มากกว่าเงินปันผล ดังนั้นการที่จะนำทฤษฎีต่าง ๆ ของประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนามานาน เช่น สหรัฐอเมริกา มาประกอบการพิจารณาการเลือกหุ้นเพื่อลงทุน จึงเป็นสิ่งที่นักลงทุนส่วนใหญ่มองข้ามไป ความจริงแล้วทฤษฎีต่าง ๆ หรือข้อความที่ปรากฏอยู่ในหนังสือเหล่านั้นมักจะเป็นเหตุการณ์ที่ได้รับการพิสูจน์มาแล้วในต่างประเทศ ซึ่งตลาดของเขาพัฒนามานานพอที่จะตั้งกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ได้ ต่างกับตลาดหุ้นของประเทศไทยซึ่งมีอายุน้อยมาก ดังนั้นถ้าจะนำเอาทฤษฎีใดทฤษฎีหนึ่งลองมาใช้กับตลาดหลักทรัพย์ของเราและลองสรุปผลดู ก็น่าที่จะเป็นประโยชน์อย่างหนึ่ง ทั้งยังจะเป็นการช่วยให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างมีกฎเกณฑ์และมีแบบแผน

การที่นำทฤษฎีของต่างประเทศมาใช้กับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยนั้นไม่จำเป็นเสมอไปที่จะต้องได้ผลออกมาตามที่เขาพิสูจน์ไว้ อาจจะมีข้อบังคับหรือเงื่อนไขบางประการที่ทำให้ผลเปลี่ยนแปลง แต่อย่างไรก็ดีก็ยังคงจะช่วยให้เราได้ค้นหาเหตุผลและทำการปรับปรุงนำมาประยุกต์ให้เหมาะสมกับตลาดของเรา

จากการศึกษาและค้นคว้าพบว่า บริษัทซึ่งมีประสบการณ์ในอดีตที่เพิ่งผ่านมาและปัจจุบันบ่งบอกว่ามี การขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Growth) แล้วย่อมเป็นบริษัทที่น่าจะลงทุน<sup>1</sup> ดังนั้นจะมาลองศึกษากันถึงบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว แล้วสรุปผลดูว่าบริษัทดังกล่าวน่าลงทุนจริงหรือไม่ ขั้นตอนแรกที่จะต้องศึกษาก็คือ หาบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Growth company) เสียก่อน

---

<sup>1</sup>John C. Clendenin, George A. Christy, Introduction to Investments, 5d ed. (New York: McGraw-Hill Book Co., 1969), p. 318.

### ความหมายของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว

มีผู้เขียนตำราเกี่ยวกับการลงทุนไว้มากมายและได้ให้คำจำกัดความของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Growth company) แตกต่างกันไป แต่เมื่อพิจารณาให้ดี ผลสรุปสุดท้ายจะออกมาคล้าย ๆ กัน ซึ่งสามารถที่จะสรุปได้เป็น ๒ ความหมายใหญ่ดังนี้ คือ ความหมายแรกจะเกี่ยวข้องกับหุ้นที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Growth stock) ซึ่งหมายถึง หุ้นของบริษัทที่มียอดขายและหรือกำไรเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วกว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจโดยทั่วไป และเร็วกว่าการขยายตัวโดยเฉลี่ยของอุตสาหกรรมประเภทนั้น<sup>2</sup> กล่าวอย่างง่าย ๆ คือ บริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วหมายถึงธุรกิจที่มีค่าขายและผลกำไรเพิ่มสูงขึ้นมากกว่าธุรกิจอื่น ๆ โดยเฉลี่ย ส่วนอีกความหมายหนึ่งได้แยกคำว่า บริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Growth company) ออกจากหุ้นที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Growth stock ) นั่นคือ บริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วหมายถึง ธุรกิจที่มีผู้บริหารที่มีความสามารถและมีโอกาสที่จะลงทุนในโครงการซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (Required rate of return) ของธุรกิจเอง กล่าวคือ ต้องให้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยของธุรกิจนั่นเอง<sup>3</sup> ส่วนหุ้นที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว คือ หุ้นที่มีความสามารถให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นอื่น ๆ ในตลาดที่อยู่ในระดับความเสี่ยงเท่ากัน<sup>4</sup> ซึ่งก็หมายถึง หุ้นที่มีค่าต่ำกว่าความเป็นจริง ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง (ราคาต่ำ ผลตอบแทนสูง)

จากคำจำกัดความทั้งสองจะเห็นได้ว่าแตกต่างกัน โดยผู้ที่ให้คำจำกัดความที่ ๒ คือ Frank K. Rielly ได้แย้งว่าการจัดประเภทธุรกิจโดยพิจารณายอดขายและผลกำไร ความหมายแรกไม่เหมาะสมเพราะผลของยอดขายและกำไรอาจเกิดขึ้นจากเทคนิค ทางบัญชีมากกว่าปัจจัยอื่น ๆ ซึ่งสำคัญกว่า แต่ถ้าลองศึกษาต่อไป Rielly จะกล่าวต่อไปว่า "เมื่อธุรกิจมีโอกาสที่จะลงทุนในโครงการซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยของธุรกิจ ( $r > k$ ) จะทำให้ธุรกิจมี

---

<sup>2</sup>Jerome B. Cohen, Edward D. Zinbarg, Arthur Zeikel, Investment Analysis and Portfolio Management, 3d ed. (Illinois: Richard D. Irwin, In., 1969), p. 15.

<sup>3</sup>Frank K. Rielly, Investment Analysis & Portfolio Management. (Illinois: The Dryden Press, 1979), p. 346.

<sup>4</sup>Ibid.

โอกาสหากำไรและผลกำไรนั้นจะเพิ่มมากขึ้นมากกว่าธุรกิจอื่น ๆ ในระดับของความเสี่ยงที่เท่ากัน นั่นคือ ธุรกิจสามารถจะเก็บผลกำไรไว้ในสัดส่วนที่มากพอ เพื่อที่จะเอาไปลงทุนในโครงการที่จะให้  $r$  สูงกว่า  $k$  และค่าขาย ตลอดจนผลกำไรจะมีการขยายตัวมากกว่าธุรกิจโดยเฉลี่ยหรือเศรษฐกิจทั่วไป"

เมื่อได้พิจารณามาถึงขั้นนี้แล้ว จะทราบได้ทันทีว่าตามความหมายแรก เขาพูดถึง ผล (Results) แต่ความหมายหลังเขาพูดถึงเหตุ (Causes) ซึ่งแสดงออกมาแล้วว่าผลเหมือนกัน คือ ค่าขายและกำไรมีการขยายตัวมากกว่าธุรกิจโดยเฉลี่ยหรือเศรษฐกิจทั่วไป

#### การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษานิติพาณิชย์ฉบับนี้จะเลือกใช้คำจำกัดความตามความหมายแรกในการหาบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ หมายถึงบริษัทที่มีอัตราเพิ่มของยอดขายและผลกำไรมากกว่าอัตราเพิ่มของธุรกิจโดยเฉลี่ยและ/หรือเศรษฐกิจทั่วไป เพราะว่า ข้อมูลที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้อ่านง่ายและสามารถหาค่าได้ใกล้เคียงคำจำกัดความมากที่สุด ส่วนความหมายหลังนั้น สิ่งที่จะหามาได้ลำบากคือ "โอกาสที่จะลงทุนในโครงการ" เนื่องจากเป็นบุคคลภายนอกไม่สามารถหาข้อมูลทำนองนี้ได้เพราะเป็นความลับทางธุรกิจของเขา นี่คือเหตุผลว่าทำไมจึงเลือกใช้คำจำกัดความอันแรก ก็เพราะบุคคลภายนอกสามารถวิเคราะห์ได้ง่ายกว่าในตลาดเมืองไทย อีกอย่างหนึ่งถึงแม้คำจำกัดความจะแตกต่างกันแต่ผล (Results) ของทั้งสองความหมายจะสรุปออกมาในจุดเดียวกันและข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ก็เป็นข้อมูลที่น่าเชื่อถือที่สุดเท่าที่ประชาชนทั่วไปจะหาได้

ดังนั้นการที่ได้ ศึกษาถึงลักษณะของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วจะทำให้รู้จักการนำเอาทฤษฎีมาประยุกต์กับชีวิตจริง ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ส่วนรวม ถึงแม้ว่าจะเป็นเพียงการเริ่มต้นก็ตาม อาจจะถูกหรือผิดก็เป็นประโยชน์ทั้งนั้น เพราะสามารถที่จะใช้เป็นแนวทางได้ ถ้าไม่มีการเริ่มต้นสิ่งนี้ก็ยังเป็นสิ่งที่ยังมองข้ามกันอยู่

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

- ๑. เพื่อศึกษาหาบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ๒. เพื่อวิเคราะห์และแสดงให้เห็นถึงลักษณะที่สำคัญทางงบการเงินในอดีตของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว
- ๓. เพื่อที่จะทราบผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว

ขอบเขตของการศึกษา (Scope of study)

วิทยานิพนธ์นี้มีขอบเขตการศึกษาเฉพาะลักษณะที่สำคัญทางงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว โดยจะเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีการขยายตัวช้า เพื่อนำเอาลักษณะนั้นมาเป็นรูปแบบประกอบการพิจารณาหาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มหรือโอกาสที่จะขยายตัวอย่างรวดเร็วต่อไปในอนาคต ไม่ว่าจะเป็นในด้านนักลงทุนตลาดหลักทรัพย์ หรือบริษัททั่วไปก็ตาม นอกจากนี้การศึกษายังรวมถึงการหาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วอีกด้วย ระยะเวลาในการศึกษาจะใช้ข้อมูลในอดีต ๕ ปี นับตั้งแต่ปี ๒๕๒๑-๒๕๒๕

วิธีการดำเนินการศึกษา

ในการหาข้อมูลขั้นต้นเพื่อจะคัดเลือกหาบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วจะได้ข้อมูลส่วนใหญ่จากสรุปรายชื่อสนเทศปี ๒๕๒๕ ซึ่งจัดพิมพ์โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บางส่วนได้จากฝ่ายวิชาการฝ่ายบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาต หลังจากนั้นก็นำเอาข้อมูลเข้าเครื่องคอมพิวเตอร์ SHARP รุ่น MZ-80B<sup>๑</sup> หากการขยายตัวของยอดขายและกำไร โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Squares Method) เมื่อได้บริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วแล้วก็นำเอาเทคนิคการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial ratio analysis) การวิเคราะห์แนวโน้ม (Trend analysis) การวิเคราะห์อัตราส่วนร้อย (Common-size analysis) และการวิเคราะห์วงจรเงินสด (Cash flow analysis) มาวิเคราะห์งบการเงิน ซึ่งเก็บข้อมูลจากฝ่ายบริษัทจดทะเบียน

<sup>๑</sup> เครื่องไมโครคอมพิวเตอร์ของโรงเรียนเลขานุการเยาวนาคริสเตียนสมาคม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและที่บริษัทดังกล่าวโดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างช้า  
ขั้นตอนนี้ก็ใช้เครื่องคอมพิวเตอร์ SHARP รุ่น MZ-80B และ APPLE ของบริษัทฟันด์-  
เทคคอน จำกัด คำวนหาเช่นเดียวกับการหาอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีการ  
ขยายตัวอย่างรวดเร็ว

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

๑. ต่อนักลงทุน ช่วยในการตัดสินใจที่จะเลือกลงทุนในหุ้นของบริษัทในตลาดหลัก-  
ทรัพย์ฯ โดยดูลักษณะของงบการเงินของบริษัทนั้น ๆ เพื่อให้ตรงตามวัตถุประสงค์ที่ตนเองต้องการ
๒. ต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ มีรูปแบบในการพิจารณางบการเงินของบริษัทจดทะเบียนว่า  
บริษัทใดที่มีลักษณะเป็นบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว
๓. ต่อบริษัททั่วไป เพื่อที่จะได้ศึกษาว่าบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วมีลักษณะ  
ทางงบการเงินอย่างไร ซึ่งสามารถที่จะนำมาปรับปรุง เปลี่ยนแปลง แกไขบริษัทของตนเองให้  
ดีขึ้น อันจะทำให้คนสนใจหุ้นของบริษัทมากขึ้น

### ข้อจำกัด

๑. คำว่า "บริษัท" ในที่นี้จะหมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนและรับอนุญาตในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น เพราะข้อมูลส่วนใหญ่ที่เกี่ยวกับบริษัทสามารถจะถูกเปิดเผยต่อ  
สาธารณชน
  ๒. บริษัทจดทะเบียนที่จะนำมาศึกษาขั้นต้นจะต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนก่อนวันที่ ๓๑  
ธันวาคม ๒๕๒๕ เท่านั้น และจะต้องมีข้อมูลย้อนหลังไป ๕ ปี ถ้าบริษัทใดไม่มีข้อมูลย้อนหลังดัง  
กล่าว จะไม่มีการพิจารณา
  ๓. คำว่า "อุตสาหกรรม" ที่จะทำการศึกษาย่อมหมายถึง อุตสาหกรรมที่มีอยู่ในตลาด  
หลักทรัพย์เท่านั้น และให้ถือว่าบริษัททั้งหมดที่อยู่ในแต่ละอุตสาหกรรมเป็นตัวแทนของอุตสาหกรรมทั้ง  
หมด เพื่อที่จะได้เป็นฐานในการคัดเลือกบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว การทำเช่นนี้ก็เพราะ  
ว่า
- ๓.๑ ในประเทศไทยยังไม่มีใครศึกษาค่าต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมอย่างจริงจัง

บริษัทส่วนใหญ่จะปิดบังข้อมูล ทำให้ไม่ทราบค่าที่แน่นอน

๓.๒ จะศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งข้อมูลเปิดเผย และมีการซื้อขายหุ้นโดยทั่วไป ถ้าจะศึกษาบริษัทอื่นจะไม่มีประโยชน์อะไร เพราะข้อมูลไม่เปิดเผย และการซื้อขายจะทำได้ยาก

๔. คำว่า "หุ้น" ในที่นี้จะหมายถึง หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น

๕. ประเภทของอุตสาหกรรมจะแบ่งย่อยลงไปจากเดิม ๑๓ ประเภท เป็น ๑๕ ประเภท โดยจะแยกเป็น กลุ่มธนาคาร, เงินทุนและหลักทรัพย์, และประกันภัย ออกจากกันแทนที่จะเป็นกลุ่มสถาบันการเงินและหลักทรัพย์กลุ่มเดียว ทั้งนี้เพื่อแยกให้เห็นชัดเจนถึงลักษณะของธุรกิจ

๖. การวิเคราะห์จะวิเคราะห์ในฐานะ เป็นนักลงทุนธรรมดาคนหนึ่ง ที่ไม่มีสิทธิพิเศษอะไรในการที่จะรู้ข้อมูลภายใน นอกจากที่เผยแพร่โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ

๗. ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ถือว่าเป็นข้อมูลที่น่าเชื่อถือที่สุดในขณะนี้

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย