

## บทที่ ๔

การเปรียบเทียบหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว  
บริษัทที่มีการขยายตัวช้าและบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์ฯ

เมื่อได้ทราบถึงลักษณะสำคัญของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วแล้ว ต่อไปจะพิจารณาผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทดังกล่าว โดยทฤษฎีผลการตอบแทนจากการลงทุน ในหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วจะให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่าการลงทุนในหุ้นของบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วมีความสามารถในการขายโดยทั่วไปสูงกว่าบริษัทอื่นโดยเฉลี่ย และมีความสามารถในการหากำไรสูง ดังนั้นก่อนที่จะมาศึกษาว่าเป็นจริงหรือไม่ จะขออธิบายคำต่าง ๆ ที่จะใช้ในการคำนวณ แล้วขั้นต่อไปจึงเป็นวิธีการที่จะคำนวณหาว่า จะทำด้วยวิธีไหน อย่างไร ผลที่ได้แล้วก็สรุปตามลำดับ

คำต่าง ๆ ที่ใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทน

๑. "ผลตอบแทน" มี ๒ ความหมาย ความหมายแรก หมายถึง อัตราผลตอบแทน (Yield) ของหุ้นสามัญ โดยจะคิดจากเงินปันผล (Dividend) และกำไร (ขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ (Capital gain or loss) อีกความหมายหนึ่ง หมายถึง อัตราผลตอบแทนของส่วนของเจ้าของ (Return on equity) ซึ่งจะใช้พิจารณาประกอบกับความหมายแรก

๒. "การลงทุน" ในที่นี้หมายถึง การที่บุคคลซื้อขายหุ้น โดยได้มีการวิเคราะห์แล้วถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนพอใจจะได้รับ ไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลและ/หรือกำไรจากการขายหุ้น โดยยอมรับความเสี่ยงจากความไม่แน่นอน ในอัตราเงินปันผลที่บริษัทจะจ่ายและการเปลี่ยนแปลงของราคาซื้อขายที่อาจจะเกิดขึ้น

๓. "หุ้น" ในที่นี้หมายถึง หุ้นสามัญของบริษัทที่จะทำการศึกษาเท่านั้น

๔. "บริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว" หมายถึง กลุ่มของบริษัท "กลุ่มแรก"

ที่ทำการศึกษานในบทที่ ๓ ซึ่งได้แก่บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด, บริษัท ไทยเอโร จำกัด, บริษัท ไทยโทเรเท็กซ์โพลีเมิลลส์ จำกัด, บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด, และบริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด ซึ่งเป็นตัวแทนของกลุ่มที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วในตลาดหลักทรัพย์ฯ

๕. "บริษัทที่มีการขยายตัวช้า" หมายถึง กลุ่มของบริษัท "กลุ่มหลัง" ที่ทำการศึกษานในบทที่ ๓ ซึ่งได้แก่ บริษัท กรรณสูต เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด, บริษัท ยางสยาม จำกัด, บริษัท จี.เอส. สติล จำกัด, บริษัท เสริมสุข จำกัด, และบริษัท รองเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด ซึ่งเป็นตัวแทนของกลุ่มที่มีการขยายตัวช้าในตลาดหลักทรัพย์ฯ

๖. "บริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์ฯ" หมายถึง บริษัทอีกจำนวนหนึ่งซึ่งจะเลือกด้วยวิธีการที่เหมาะสม เพื่อเป็นตัวแทนของกลุ่มบริษัทที่เหลือในตลาดหลักทรัพย์ฯ

การสุ่มบริษัท เพื่อเป็นตัวแทนของกลุ่มบริษัทที่เหลือในตลาดหลักทรัพย์ฯ

เมื่อได้ตัวแทนของ ๒ กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วและกลุ่มที่มีการขยายตัวช้ารวม ๑๐ บริษัทแล้ว ต่อไปจะเป็นการพิจารณาสุ่มตัวอย่างของบริษัทที่เหลืออยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อเป็นตัวแทนของกลุ่มที่เหลือโดยจะทำการสุ่มขึ้นมา ๕ บริษัท เช่นกัน

การสุ่มตัวอย่างของบริษัทที่เหลือขึ้นมา นี้ จะต้องทำด้วยความเหมาะสมไม่เกิดการลำเอียง (Bias) หรือจะเกิดก็ให้เกิดน้อยที่สุด กล่าวคือ จะใช้วิธีสุ่มโดยการจับฉลาก

บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีทั้งสิ้น ๗๔ บริษัท ๓ โครงการจัดการลงทุน ตามข้อจำกัดบทที่ ๒ ได้นำบริษัทมาศึกษาเพียง ๗๔ บริษัทเท่านั้น จะละเว้นการพิจารณาไว้ ๓ บริษัท ๓ โครงการจัดการลงทุน ทั้ง ๗๔ บริษัทนี้มีอยู่ ๑๐ บริษัทที่ได้นำมาศึกษาแล้ว ดังนั้นจึงเหลืออีก ๖๔ บริษัทที่จะต้องเป็นประชากรทั้งหมด แล้วจะสุ่มขึ้นมา ๕ บริษัท วิธีการมีดังนี้คือ นำรายชื่อของบริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตจากสารบาณของสรุปข้อสนเทศปี ๒๕๒๕ มาใส่หมายเลขกำกับตั้งแต่หมายเลข ๑ ซึ่งได้แก่ ธนาคาร กรุงเทพ จำกัด เรียงมาเรื่อย ๆ บริษัทใดที่ละเว้นการพิจารณาหรือพิจารณาไปแล้วก็จะข้ามไป ไม่มีการใส่หมายเลขจนกระทั่งถึงบริษัทสุดท้าย คือ หมายเลข ๖๔ ซึ่งได้แก่ บริษัท อุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทย จำกัด (ตารางที่ ๒๔) นำสลากมา ๖๔ ชิ้น ใส่หมายเลข ๑ - ๖๔ แล้วพับใส่กล่องเขย่า จากนั้นหยิบสลากขึ้นมา ๕ ชิ้นต่อหน้าพยาน<sup>๑</sup> ก็จะได้ ๕ บริษัทที่ต้องการ

<sup>๑</sup>ทำการสุ่มเมื่อวันที่ ๑๐ พฤษภาคม ๒๕๒๖ เวลาประมาณบ่าย ๓ โมง ที่ห้อง ผศ.ดร. วัฒนพร พึ่งบุญ ณ อยุธยา ตึก ๕ โดยมีท่านอาจารย์เป็นพยาน

1. ธนาคาร กรุงเทพ จำกัด	24. บริษัท ภัทรประกันภัย จำกัด	48. บริษัท รามาทาวเวอร์ จำกัด
2. ธนาคาร กรุงศรีอยุธยา จำกัด	25. บริษัท นิวซีดี(กรุงเทพฯ) จำกัด	** บริษัท ซี.เอส.สตีล จำกัด
3. ธนาคาร กสิกรไทย	26. บริษัท เบอร์ลี บุคเกอร์ จำกัด	49. บริษัท แผ่นเหล็กวิลาสไทย จำกัด
4. ธนาคาร ไทยทุน จำกัด	27. บริษัท วิทยาคม จำกัด	50. บริษัท เซาท์เอเชียไฟเบอร์ จำกัด
5. ธนาคาร ไทยพาณิชย์ จำกัด	28. บริษัท ไวท์กรุ๊ป จำกัด	** บริษัท ไทยโทรเรเท็กซ์โกลบอลส์ จำกัด
6. ธนาคาร ศรินทร จำกัด	29. บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด	** บริษัท ไทยเอโร จำกัด
7. สหธนาคาร จำกัด	30. บริษัท สหพัฒนาอินเวสเมนต์ จำกัด	51. บริษัท บางกอกไนลอน จำกัด
8. ธนาคาร แพลมทอง จำกัด	31. บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด	52. บริษัท ยูเนี่ยนไฟโอเนียร์ จำกัด
9. ธนาคาร เอเชีย จำกัด	32. บริษัท สามชัย จำกัด	53. บริษัท ยูเนี่ยนอุตสาหกรรมค้า จำกัด
10. บริษัท เงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย	33. บริษัท อินเตอร์เนชั่นแนลคอสเมติกส์ จำกัด	54. บริษัท ยูเนี่ยนอุตสาหกรรมสิ่งทอ จำกัด
* โครงการกองทุนสินกัญญา	34. บริษัท กรุงเทพคลังสินค้า จำกัด	** บริษัท ร่องเทบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด
* โครงการกองทุนสินกัญญาสอง	35. บริษัท กรุงเทพบพิชและโซโล จำกัด	55. บริษัท อินโค-ไทยอินเทคซ์ จำกัด
* โครงการกองทุนสินกัญญาสาม	36. บริษัท มานูแตรองออปติคและโซโล จำกัด	56. บริษัท เอเชียไฟเบอร์ จำกัด
11. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์กรุงศรีอยุธยา จำกัด	37. บริษัท คาร์เพท อินเตอร์เนชั่นแนลไทยแลนด์ จำกัด	* บริษัท หุงคาชาเบอร์ จำกัด
12. บริษัท เงินทุนเครดิตการพาณิชย์ จำกัด	38. บริษัท เจ. แอนด์ เจ. โอ จำกัด	* บริษัท อวชาชมไทย จำกัด
13. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์เจเนอรัลไฟแนนส์ จำกัด	39. บริษัท ไทยผลิตภัณฑ์อิมบิช จำกัด	57. บริษัท เตอะเมตส์บ็อกซ์ ประเทศไทย จำกัด
14. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด	40. บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิก อินดัสทรี จำกัด	58. บริษัท ไทยเพรซิเดนท์ฟู้ดส์ จำกัด
15. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์ธนสยาม จำกัด	41. บริษัท อุตสาหกรรมพรมไทย จำกัด	59. บริษัท ฝ้าจับ จำกัด
16. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์บางกอกอินเวสท์เมนท์ จำกัด	42. บริษัท ชลประทานซีเมนต์ จำกัด	60. บริษัท ยูไนเต็ทฟลาวามิลล์ จำกัด
17. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์เฟิสท์ทรัสต์ จำกัด	43. บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด	** บริษัท เสริมสุข จำกัด
18. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์ภัทรธนกิจ จำกัด	** บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	* บริษัท คอนโซลิเต้เด็ค อีเล็คทริก จำกัด
19. บริษัท สยามเครดิต จำกัด	44. บริษัท ยูเนี่ยนพลาสติก จำกัด	** บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด
20. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์อินเอเชีย จำกัด	45. บริษัท สตรองแพ็ค จำกัด	61. บริษัท ไทยอินดัสเตรียลแก๊ส จำกัด
21. บริษัท เงินทุนหลักทรัพย์ไอทีเอฟ จำกัด	** บริษัท กรรณสูต เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด	62. บริษัท ไทยประสิทธิ์พัฒนา จำกัด
22. บริษัท กรุงเทพประกันภัย จำกัด	46. บริษัท ปิ๊ดเขียวรุ(ประเทศไทย) จำกัด	63. บริษัท โรงงานกระดาษสหไทย จำกัด
23. บริษัท ไทยประกันภัย จำกัด	** บริษัท ยางไฟร์สะโตน(ประเทศไทย) จำกัด	64. บริษัท สยามอินชูเลเตอร์ จำกัด
** บริษัท ประกันคุ้มครองภัย จำกัด	47. บริษัท ดุสิตธานี จำกัด	65. บริษัท อุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทย จำกัด

ที่มา สรุปรายชื่อของบริษัทจดทะเบียน บริษัทรับอนุญาต ปี 2525 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- \* บริษัทที่ละเว้นการพิจารณาตามข้อจำกัดบทที่ 2
- \*\* บริษัทที่ทำการศึกษาลแล้ว ในบทที่ 3

บริษัทที่ลุ่มตัวอย่างมา คือ

๑. บริษัท นิวซีดี (กรุงเทพฯ) จำกัด (หมายเลข ๒๔)
๒. บริษัท มาบุญครองออปทิสและไซโล จำกัด (หมายเลข ๓๖)
๓. บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด (หมายเลข ๔๐)
๔. บริษัท ยูเนียนไฟโอเนียร์ จำกัด (หมายเลข ๕๒)
๕. บริษัท สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด (หมายเลข ๖๔)

วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนตามความหมายแรก (Total yield)

สมมติว่าตอนต้นปี ๒๕๒๑ วันแรกของบริษัทที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ คือ วันที่ ๓ มกราคม ๒๕๒๑ จะลงทุนด้วยราคาตลาด ณ วันที่ดังกล่าวบริษัทละ ๑ หุ้น บริษัทใดที่ยังไม่มีราคาตลาดในวันดังกล่าว ก็ให้ถือเอาราคาปิดของวันแรกที่มีการซื้อขาย แล้วถือไว้จนกระทั่งปลายปี ๒๕๒๔ จะขายหุ้นทั้งหมดที่ถือไว้ ณ ราคาตลาดในวันสุดท้ายที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของปี ๒๕๒๔ ซึ่งก็คือวันที่ ๓๐ ธันวาคม ๒๕๒๔ ขอให้สมมติต่อไปอีกว่า เงินปันผลที่จ่ายจะจ่ายปีละ ๑ ครั้ง และจะจ่าย ณ วันสุดท้ายที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของปีนั้น โดยจะคิดเงินปันผลตั้งแต่ปีที่เริ่มลงทุนครั้งแรกของหุ้นแต่ละหุ้น ดังนั้นจะสรุปได้ว่า ถ้าถือหุ้นของบริษัทใดก็ตามอยู่ ๕ ปี ก็จะมีการลงทุน ๑ ครั้ง ตอนต้นปี ๒๕๒๑ ผลตอบแทนเป็นเงินปันผล ๕ ครั้ง และเป็นกำไร(ขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ ๑ ครั้ง ถ้าถือไว้ ๓ ปี โดยเริ่มลงทุนครั้งแรกปี ๒๕๒๓ ก็จะมีการลงทุน ๑ ครั้ง ตอนต้นปี ๒๕๒๓ ผลตอบแทนเป็นเงินปันผล ๓ ครั้ง และเป็นกำไร(ขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ ๑ ครั้งตอนปลายปี ๒๕๒๔

การที่สมมติเช่นนี้ก็เพราะว่า การลงทุนในหุ้นที่มีการขายตัวอย่างรวดเร็วนี้จำเป็นที่จะต้องถือไว้ระยะยาว จึงจะเห็นผลอย่างชัดเจน การลงทุนในขั้นนี้มุ่งถึงการวิเคราะห์ขั้นพื้นฐาน (Fundamental analysis) เป็นสำคัญจึงซื้อเก็บไว้เฉย ๆ พอถึงกำหนดเวลาก็นำออกขาย และอีกประการหนึ่งในช่วงเวลาปี ๒๕๒๑-๒๕๒๔ เป็นช่วงเวลาที่ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงทั้งในทางขึ้นและทางลง ซึ่งถือว่าครบวงจรหุ้น (Stock cycle) นอกจากนี้การลงทุนในหุ้นแล้วถือไว้โดยไม่มีการซื้อขายเป็นระยะเวลานาน ๆ ก่อให้เกิดผลดี คือ เสียค่าใช้จ่ายในการซื้อขาย (Transaction costs) น้อยซึ่งต้องเสียทุกครั้งที่มีการซื้อขาย

ส่วนจะซื้อขายเมื่อไหร่และอย่างไรนั้น เป็นการศึกษาอีกชั้นหนึ่งซึ่งอยู่นอกเหนือจากการศึกษาในครั้งนี้ คือ จะต้องไปศึกษาทางด้านเทคนิค (Technical analysis) ต่อไป ซึ่งถ้าใครสามารถใช้การวิเคราะห์ทั้ง ๒ แบบควบคู่กันได้และมีประสิทธิภาพแล้ว ก็จะไม่มีโอกาสขาดทุนจากการซื้อขายหุ้นเลยหรือถ้ามีก็น้อยมาก แต่อาจมีกำไรมากขึ้นด้วย นี่เป็นเหตุผลที่ว่าทำไมจึงใช้วิธีนี้คำนวณหาผลตอบแทน หรือถ้าจะพิจารณาวิธีเดียวกันนี้แต่คิดเพียงปี ๒๕๒๔ เพียงปีเดียวซึ่งเป็นปีที่หุ้นทุกหุ้นที่นำมาศึกษามีข้อมูลครบบริบูรณ์ ระยะเวลาที่สั้นไป การคำนวณจึงถือตามวิธีดังกล่าวข้างต้นซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุดสำหรับการศึกษานี้

เมื่อได้ข้อมูลตามข้อสมมตินี้แล้ว ก็จะนำข้อมูลมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของแต่ละหุ้น

จากสูตรมูลค่าปัจจุบัน

$$P.V. = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+r)^t} + \frac{Pn}{(1+r)^n}$$

P.V. คือ ราคาตลาดของหุ้นที่ซื้อ ณ ต้นปี ๒๕๒๑ หรือปีแรกที่หุ้นมีราคาตลาด

Rt คือ เงินปันผลที่ได้รับในแต่ละปี ตั้งแต่ปีที่เริ่มลงทุนซื้อหุ้นนั้น ๆ

n คือ ระยะเวลาที่ถือหุ้นไว้ นับจากปีที่ลงทุนครั้งแรก

Pn คือ ราคาตลาดของหุ้นที่ขาย ณ ปลายปี ๒๕๒๔

r คือ อัตราคิดลด

ในที่นี้จะหาค่าของ r ว่าเป็นเท่าไร นั่นก็คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละหุ้นนั่นเอง การคำนวณจะใช้วิธีคำนวณแบบ Simulation เพื่อหาค่า r โดยจะใช้ตารางมูลค่าปัจจุบันซึ่งอยู่ในภาคผนวกของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เข้ามาช่วยในการคำนวณ

สำหรับบริษัทที่อยู่ในรายการคำนวณ แต่ไม่มีราคาตลาด ณ วันต้นปี ๒๕๒๑ อันเนื่องมาจากเพิ่งเข้ามาจดทะเบียนเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัท รับอนุญาต ก็ให้ใช้ราคาซื้อขายครั้งแรก หลังวันต้นปี ๒๕๒๑ เป็นราคาตอนต้นปี ทั้งนี้จะไม่มีผลต่อผลตอบแทนที่คำนวณได้ เพราะผลตอบแทนที่คำนวณได้เป็นอัตราผลตอบแทนต่อปีอยู่แล้ว จึงนำมาเปรียบเทียบได้เลย จากตารางที่ ๒๔ บริษัทดังกล่าว ได้แก่ บริษัท ไทยเอโร จำกัด ซึ่งเข้าตลาดเมื่อวันที่ ๓๑ สิงหาคม ๒๕๒๔ ราคาที่ซื้อจึงเป็นราคา ณ วันที่ ๓๑ สิงหาคม ๒๕๒๔ และถือเป็นราคาตอนต้นปี

ตารางที่ ๒๔ วันที่ เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนของบริษัทกลุ่มแรก กลุ่มหลังและกลุ่มร่วมตัวอย่าง

กลุ่มแรก

1. บริษัท	จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด	6	กุมภาพันธ์	2519
2. บริษัท	ไทยเอโร จำกัด	31	สิงหาคม	2524
3. บริษัท	ไทยโทเรเท็กซ์ไทล์มิลล์ จำกัด	26	ตุลาคม	2524
4. บริษัท	ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	15	เมษายน	2520
5. บริษัท	ประกันคุ้มภัย	21	มีนาคม	2520

กลุ่มหลัง

1. บริษัท	กรรมสุด เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด	31	ตุลาคม	2518
2. บริษัท	ยางสยาม จำกัด	5	เมษายน	2522
3. บริษัท	จี.เอส. สตีล จำกัด	30	ธันวาคม	2520
4. บริษัท	เสริมสุข จำกัด	16	มิถุนายน	2518
5. บริษัท	รองเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	10	มีนาคม	2519

กลุ่มร่วมตัวอย่าง

1. บริษัท	นิวซิติ (กรุงเทพฯ) จำกัด	26	กันยายน	2520
2. บริษัท	มาบุญครองออปติคและไฮโล จำกัด	10	มีนาคม	2521
3. บริษัท	ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด	17	พฤศจิกายน	2523
4. บริษัท	ยูเนี่ยนไฟโอเนียร์ จำกัด	21	เมษายน	2521
5. บริษัท	สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	17	พฤศจิกายน	2523

บริษัท ไทยโทเรติกซ์โกลบอลส์ จำกัด ซึ่งเข้าตลาดเมื่อวันที่ ๒๖ ตุลาคม ๒๕๒๔ ราคาที่ซื้อจึงเป็นราคา ณ วันที่ ๒๔ ตุลาคม ๒๕๒๔ และถือเป็นราคาตอนต้นปี บริษัท มาบุญครองฯ, บริษัท ไทย-เยอรมันฯ, บริษัท ยูเนียนไฟโอเนียร์และบริษัท สยามอินซูเลเตอร์ ก็เช่นเดียวกัน เข้าตลาดเมื่อวันที่ ๑๐ สิงหาคม ๒๕๒๑, ๑๗ พฤศจิกายน ๒๕๒๓, ๒๑ ธันวาคม ๒๕๒๑, และ ๑๗ พฤศจิกายน ๒๕๒๓ ตามลำดับ ราคาที่ซื้อจึงเป็นราคา ณ วันที่ ๑๐ สิงหาคม ๒๕๒๑, ๑๗ พฤศจิกายน ๒๕๒๓, ๒๑ เมษายน ๒๕๒๑ และ ๑๗ พฤศจิกายน ๒๕๒๓ ตามลำดับและถือเป็นราคาตอนต้นปีนั้น ๆ ด้วย

ในกรณีที่บริษัทมีการประกาศเพิ่มทุน ผู้ถือหุ้นสามัญเดิมมักจะมีสิทธิที่จะถือหุ้นสามัญของบริษัทที่ออกใหม่ด้วย (The pre-emptive right) ทั้งนี้เพื่อว่า ผู้ถือหุ้นสามัญในปัจจุบันจะได้สามารถรักษาสัดส่วนได้เสียของตนที่มีอยู่ในบริษัทนั้นให้คงไว้ อันเนื่องมาจากการประกาศเพิ่มทุน โดยที่การประกาศเพิ่มทุนนี้จะบันทึกอยู่ใน Fact Book ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และออกเมื่อปี ๒๕๒๒ เป็นปีแรก การประกาศเพิ่มทุนที่บันทึกใน Fact Book นี้จะไม่รวมถึงการประกาศเพิ่มทุนแบบผ่านนายหน้า ซึ่งการประกาศเพิ่มทุนแบบนี้ผู้ถือหุ้นเดิมจะไม่มีสิทธิในหุ้นที่ออกใหม่ เมื่อราคาตลาดของหุ้นลดลงเนื่องมาจากการประกาศเพิ่มทุนก็ควรที่จะแนะนำการประกาศเพิ่มทุนเข้ามาศึกษาด้วย

เมื่อบริษัทประกาศให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นมีทางเลือกได้ ๓ ทางด้วยกัน คือ

๑. ใช้สิทธิ เพื่อซื้อหุ้นใหม่
๒. ขายสิทธิ ให้กับผู้ลงทุนคนอื่น
๓. เก็บสิทธิ ไว้เฉย ๆ จนกว่าจะหมดอายุการให้สิทธิ

ในที่นี้จะสมมติว่า ผู้ถือหุ้นจะขายสิทธิให้กับผู้ลงทุนอื่น เมื่อจะขายสิทธิให้กับผู้ลงทุนคนอื่น ก็จำเป็นที่จะต้องคำนวณมูลค่าของสิทธิ เพื่อที่จะได้นำไปชดเชยกับราคาตลาดที่ต่ำลงเป็นรายได้ของผู้ถือหุ้นในปีที่ประกาศเพิ่มทุน โดยจะคิดราคาตลาด ณ วันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ ก่อนวันปิดสมุดทะเบียนตามหลักเกณฑ์ในการหาราคาซื้อขายเงินปันผล เพราะเมื่อ Ex-right คือ หลังวันปิดสมุดทะเบียนแล้ว จะมีผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นลดลงและจะถือว่าขายสิทธิให้กับผู้อื่นได้ทันที ถ้าวันปิดสมุดทะเบียนเป็นวันก่อนวันที่ ๓๐ มิถุนายน ก็ถือว่ารายได้จากการขายสิทธิเข้าตอนต้นปีนั้น ถ้าหลังวันที่ ๓๐ เมษายน ไปจนถึง ๓๑ ธันวาคม ก็ให้ถือว่า รายได้จากการขาย

สิทธิ์เข้าตอนปลายปี ทั้งนี้เพื่อสะดวก ในการคิดอัตราส่วนลด (Discount rate) สำหรับสิทธิ์ ในการซื้อให้คิดมูลค่าสิทธิ์ต่อหุ้นเก่า ๑ หุ้นเท่านั้น และใช้สิทธิ์ของผู้ถือหุ้นเดิมในการคำนวณ

$$\text{สูตรการหามูลค่าสิทธิ์} \quad R = \frac{M_0 - S}{N+1}$$

- R คือ มูลค่าของสิทธิ์หนึ่งสิทธิ์  
 M<sub>0</sub> คือ ราคาตลาดของหุ้นที่รวมมูลค่าสิทธิ์ไว้ด้วย  
 S คือ ราคาหุ้นใหม่ที่จะขายให้แก่ผู้ลงทุนที่ใช้สิทธิ์  
 N คือ จำนวนหุ้นเก่าที่ต้องใช้เพื่อซื้อหุ้นใหม่จำนวนหนึ่งหุ้น

#### หลักเกณฑ์ในการหาราคาซื้อ/ขาย/เงินปันผลของบริษัทที่จะทำการศึกษา

๑. ราคาตลาดที่ซื้อและราคาตลาดที่ขายให้ใช้ราคาปิดของปีที่ทำการซื้อหรือขาย นั้น ๆ
๒. ถ้าไม่มีราคาปิด ก็ให้ใช้ราคาเสนอซื้อ/ขาย ครั้งสุดท้ายของปีนั้น ๆ
๓. ถ้ายังไม่มีราคาเสนอซื้อ/ขาย ครั้งสุดท้ายก็ให้ใช้ราคาปิดครั้งก่อนหรือราคาเสนอขายครั้งหลังสุด แล้วแต่ราคาใดจะต่ำกว่ากัน
๔. ราคาที่ซื้อ/ขาย ต้องปรับปรุงให้ตามมูลค่าที่ตราไว้ (Par value) ตามข้อจำกัดข้อที่ ๓ บทที่ ๒ หน้า ๓๐
๕. เงินปันผลให้สมมติว่าจ่ายปีละ ๑ ครั้งเท่านั้น และจ่ายตอนปลายปีทุกบริษัท
๖. ราคาตลาดที่ทำการซื้อหรือขายในที่นี้ไม่รวมค่าใช้จ่ายอันเกิดจากการซื้อขาย (Transaction costs) ที่ต้องชำระแก่นายหน้า

จากข้อสมมติและจากหลักเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้น ก็จะได้ข้อมูลของการหามูลค่าสิทธิ์และการหาอัตราผลตอบแทนในตารางที่ ๓๐ กับตารางที่ ๓๑ แล้วจึงนำข้อมูลที่ได้ในตารางที่ ๓๐ และตารางที่ ๓๑ มาคำนวณหามูลค่าสิทธิ์และอัตราผลตอบแทน (Yield) ตามสูตรดังที่ได้กล่าวมาแล้วตามลำดับ โดยที่การคำนวณผลตอบแทนจะอาศัยผลสรุปมูลค่าสิทธิ์ (ตารางที่ ๓๒) มาใช้ในการคำนวณด้วย



ตารางที่ ๓๐ ราคาตลาดก่อนวันปิดสมุดทะเบียนและการประกาศเพิ่มทุนของบริษัทกลุ่มแรก กลุ่มหลังและกลุ่มตัวอย่างปี 2521\*

กลุ่มแรก		ราคาตลาด ณ.วันที่	ราคาตลาด (บาท)	อัตราส่วนเดิม:ใหม่	ราคาขาย (บาท)	วันปิดสมุดทะเบียน	จองซื้อขายใน	
บริษัท	จุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด	30 มีนาคม	2521	299	100 : 80	140	17-31 มีนาคม 2521	20-30 เมษายน 2521
บริษัท	ไทยเอโร จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	ไทยโทรเรเท็กซ์โพลีลิสต์ จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	30 สิงหาคม	2521	662	1 : 2	150	31 สิงหาคม 2521	30 กันยายน 2521
บริษัท	ประกันคุ้มภัย จำกัด	28 เมษายน	2521	318	4 : 1	100	2 พฤษภาคม 2521	6 มิถุนายน 2521
กลุ่มหลัง								
บริษัท	การผลัด เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด**	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	บางสยาม จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	จี.เอส. สตีล จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	เสริมสุข จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	รองเท้านาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
กลุ่มตัวอย่าง								
บริษัท	นิวซีที (กรุงเทพฯ) จำกัด	12 เมษายน	2521	300	10 : 1 (เฉลี่ย)	200 (เฉลี่ย)	14 เมษายน 2521	4-29 พฤษภาคม 2521
		2 มกราคม	2522	230	3 : 1	100	3 มกราคม 2522	25 มกราคม 2522
บริษัท	มานูญครองอภิชัยและไซโล จำกัด	8 ธันวาคม	2521	1,046	1 : 1	100	11 ธันวาคม 2521	31 มกราคม 2522
บริษัท	ไทย-เยอรมัน เซรามิก อินดัสทรี จำกัด	-	-	-	-	-	-	-
บริษัท	ยูเนียนไฟโอเนียร์ จำกัด	29 ธันวาคม	2521	368	2 : 1	175	30 ธันวาคม 2521	31 มกราคม 2522
บริษัท	สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	-	-	-	-	-	-	-

ที่มา: สรุปการซื้อขายหลักทรัพย์ประจำวัน และ Fact Book '79 หน้า 50-60 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

\* ระหว่างปี 2521-2525 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษามีการประกาศเพิ่มทุนเพียงปีเดียว คือ ปี 2521

\*\* มีการประกาศเพิ่มทุนแต่เป็นแบบผ่านนายหน้า ผู้ถือหุ้นเดิมไม่มีสิทธิในหุ้นใหม่ที่ประกาศ

ตารางที่ ๓๑ ราคาซื้อขายหลักทรัพย์และ เงินปันผลที่ใช้คำนวณกักตุนผลตอบแทน (Yield) ของปีที่มีราคาตลาด โดยจะเริ่มตั้งแต่ ปี 2521 จนถึงปี 2525 ของบริษัทกลุ่มแรก กลุ่มหลังและกลุ่มตัวอย่าง

หน่วย: บาท

	2521		2522		2523		2524		2525	
	ราคาซื้อ/ขาย	เงินปันผล	ราคาซื้อ/ขาย	เงินปันผล	ราคาซื้อ/ขาย	เงินปันผล	ราคาซื้อ/ขาย	เงินปันผล	ราคาซื้อ/ขาย	เงินปันผล
<b>กลุ่มแรก</b>										
บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด	320	10	-	15	-	20	-	35	300	37
บริษัท ไทยเออี จำกัด	-	-	-	-	-	-	140	35	300	45
บริษัท ไทยไท เรือเท็กซโหลลล์ จำกัด	-	-	-	-	-	-	122	18	163	18
บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด	446	21	-	13.50	-	16.50	-	11	238	22
บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด	296	20	-	22	-	22	-	22	224	22
<b>กลุ่มหลัง</b>										
บริษัท กรรณสูต เจริญไรล แอลเชมบลิ จำกัด	870	30	-	60	-	20	-	-	105	-
บริษัท ยางสยาม จำกัด	-	-	2,220	200	-	75	-	60	900	-
บริษัท จี.เอส. สติล จำกัด	320.50	30	-	30	-	10	-	-	323	-
บริษัท เสริมสุข จำกัด	745	40	-	40	-	5	-	-	226	-
บริษัท รองเทาะบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	755	50	-	50	-	35	-	-	226	-
<b>กลุ่มตัวอย่าง</b>										
บริษัท นิวซีที(กรุงเทพฯ) จำกัด	254	12	-	15	-	18	-	18	120	12
บริษัท มาบุญครองอบพิชและไฮโล จำกัด	530	23	-	36	-	22	-	31	157	31
บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด	-	-	-	-	200	30	-	30	234	30
บริษัท ยูนิเวนไฟโอเนียร์ จำกัด	350	17.50	-	15	-	7	-	5	104	5
บริษัท สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	-	-	-	-	264	55	-	40	206	20

ที่มา: สรุปรายการซื้อขายหลักทรัพย์ประจำวัน สรุปร้อยส่นเทศ' 25 และฝ่ายบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ต่อไปนี้จะ เป็นตัวอย่างของการคำนวณมูลค่าสิทธิ และการคำนวณอัตราผลตอบแทน

ตัวอย่างที่ ๑ การหามูลค่าสิทธิ บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด

ประกาศเพิ่มทุนเมื่อปี ๒๕๒๑

ราคาตลาด ณ วันที่ ๓๐ มีนาคม ๒๕๒๑ ก่อนวันปิดสมุดทะเบียน ๓๑ มีนาคม ๒๕๒๑

จากสูตร 
$$R = \frac{M_0 - S}{N+1}$$

จากตารางที่ ๓๐  $M_0 = 299$  ราคา ณ วันที่ ๓๐ มีนาคม ๒๕๒๑

$$S = 140$$

$$N = \frac{5}{4}$$

แทนค่าในสูตร

$$R = \frac{299 - 140}{\frac{5}{4} + 1}$$

$$= 70.67 \quad \text{บาท}$$

$$\text{๑ หุ้นมีมูลค่าสิทธิ} = 56.54 \quad \text{บาท}$$

ด้วยวิธีเดียวกันนี้ นำข้อมูลจากตารางที่ ๓๐ มาคำนวณหามูลค่าสิทธิก็จะได้มูลค่าสิทธิ  
ของหุ้นที่มีการประกาศเพิ่มทุนดังที่ได้สรุปไว้ในตารางที่ ๓๒

ศูนย์วิทยพัชการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ๓๒ สรุปผลการคำนวณมูลค่าสิทธิต่อ ๑ หุ้นของบริษัทกลุ่มแรก กลุ่มหลังและกลุ่มส่วนตัวอย่าง

<u>กลุ่มแรก</u>	<u>มูลค่าสิทธิ(บาท)ต่อหุ้น</u>	<u>คิดลด ณ ต้นปี</u>
บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด	56.54	2521
บริษัท ไทยเอโร จำกัด	-	-
บริษัท ไทยโทเรเท็กซ์ไทมิลลส์ จำกัด	-	-
บริษัท ฟูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	682.66	2522
บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด	10.9	2521
<u>กลุ่มหลัง*</u>		
บริษัท กรรณสูต เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด	-	-
บริษัท ยางสยาม จำกัด	-	-
บริษัท จี.เอส. สตีล จำกัด	-	-
บริษัท เสริมสุข จำกัด	-	-
บริษัท รongเทบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	-	-
<u>กลุ่มส่วนตัวอย่าง</u>		
บริษัท นิวิซี (กรุงเทพฯ) จำกัด	0.91	2521
บริษัท มาบุญครองออปทิสและไซโล จำกัด	10.83	2522
บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด	473.00	2522
บริษัท ยูเนี่ยนไฟโอเนียร์ จำกัด	-	-
บริษัท สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	32.16	2522
บริษัท สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	-	-

\* ไม่มีการประกาศเพิ่มทุน

## ตัวอย่างที่ ๒ การหาอัตราผลตอบแทน (Yield)

บริษัท จุฬไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด

$$\text{จากสูตร} \quad P.V. = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+r)^t} + \frac{Pn}{(1+r)^n}$$

$$\text{จากตารางที่ ๓๑} \quad P.V. = 320$$

$$Rt = 10, 15, 20, 35, 37 \text{ ตามลำดับตั้งแต่ปี}$$

๒๕๒๑ - ๒๕๒๕

$$n = 5$$

$$Pn = 300$$

$$\begin{aligned} \text{แทนค่าในสูตร} \quad 320 &= \frac{10}{(1+r)^1} + \frac{15}{(1+r)^2} + \frac{20}{(1+r)^3} + \frac{35}{(1+r)^4} \\ &+ \frac{37}{(1+r)^5} + \frac{300}{(1+r)^5} \end{aligned}$$

$$\text{ได้มูลค่าสิทธิคืนปี ๒๕๒๑} = 56.54 \text{ บาท (จากตารางที่ ๓๒)}$$

$$\text{ให้} \quad r = 10 \%$$

$$\begin{aligned} 320 &= 56.54(1) + 10(0.9091) + 15(0.8264) + \\ &= 20(0.7513) + 35(0.683) + 37(0.6209) + \\ &= 300(0.6209) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 320 &= 56.54 + 9.091 + 12.396 + 15.026 + \\ &= 23.905 + 22.9733 + 186.27 \end{aligned}$$

$$320 = 326.20$$

$$\text{ให้} \quad r = 11 \%$$

$$\begin{aligned} 320 &= 56.54(1) + 10(0.9009) + 15(0.8116) + \\ &= 20(0.7312) + 35(0.6587) + 37(0.5935) + \\ &= 300(0.5935) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 320 &= 56.54 + 9.009 + 12.174 + 14.624 + \\ &= 23.0545 + 21.9595 + 178.05 \end{aligned}$$

$$320 = 315.41$$

มูลค่าปัจจุบันต่างกัน  $326.20 - 315.41 = 10.79$  บาท discount rate ต่างกัน = 1 %

มูลค่าปัจจุบันต่างกัน  $326.20 - 320 = 6.20$  บาท discount rate ต่างกัน =  $\frac{1 \times 6.20}{10.79}$

$$= 0.57 \%$$

$$\text{อัตราผลตอบแทน} = 10 + 0.57$$

$$= 10.57 \%$$

ด้วยวิธีการเดียวกันนี้ นำข้อมูลจากตารางที่ ๓๑ และผลสรุปของมูลค่าสิทธิ์จากตารางที่ ๓๒ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนก็จะได้ผลสรุปดังปรากฏในตารางที่ ๓๓

วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนตามความหมายที่สอง (Return on equity)

นำกำไร (ขาดทุน) สุทธิและส่วนของผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัทที่นำมาศึกษา รวม ๑๕ บริษัท ตั้งแต่ปี ๒๕๒๑ - ๒๕๒๕ (ตารางที่ ๓๔) มาหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น จากสูตร

$$\text{อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิหลังหักภาษี}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ในการหา ROE นี้เป็นเพียงการหาประกอบกับอัตราผลตอบแทนตามความหมายแรกเท่านั้น เพื่อที่จะดูว่าตัวบริษัทเองมีการดำเนินงานที่สามารถให้ผลตอบแทนแก่ส่วนของผู้ถือหุ้นได้กี่เปอร์เซ็นต์ ถึงแม้จะไม่ได้จ่ายออกมาจริง ๆ ก็ตาม แต่ก็แสดงให้เห็นถึงความสามารถของบริษัท ถ้าอัตราผลตอบแทนนี้มีค่ามาก ค่าดังกล่าวนี้มีผลทางอ้อมต่อกรณีที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัทนั้น

ตารางที่ ๓๓ สรุปผลการคำนวณหาอัตราผลตอบแทน (IRR) ของบริษัทกลุ่มแรก กลุ่มหลัง และกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มแรก

บริษัท	จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด	10.57 %
บริษัท	ไทยเอโร จำกัด	69.72 %
บริษัท	ไทยโทเรเท็กซ์ไทมิลลส์ จำกัด	29.40 %
บริษัท	ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	68.47 %
บริษัท	ประกันคุ้มภัย จำกัด	3.58 %
	ค่าเฉลี่ย	36.35 %

กลุ่มหลัง

บริษัท	กรรณสุด เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด	(31.96) %
บริษัท	ยางสยาม จำกัด	(15.64) %
บริษัท	จี.เอส. สตีล จำกัด	4.76 %
บริษัท	เสริมสุข จำกัด	(18.44) %
บริษัท	รองเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	(16.66) %
	ค่าเฉลี่ย	(15.59) %

กลุ่มตัวอย่าง

บริษัท	นิวซิติ (กรุงเทพฯ) จำกัด	(3.94) %
บริษัท	มาบุญครองออปทิสและไซโล จำกัด	21.52 %
บริษัท	ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด	19.69 %
บริษัท	ยูเนี่ยนไฟโอเนียร์ จำกัด	(15.25) %
บริษัท	สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	8.1 %
	ค่าเฉลี่ย	6.02 %

ตารางที่ ๓๔ กำไร (ขาดทุน) สุทธิและส่วนของผู้ถือหุ้น ปี 2521-2525 ของบริษัทกลุ่มแรก, กลุ่มหลัง, และกลุ่มตัวอย่าง

หน่วย : ล้านบาท

บริษัท	กำไร(ขาดทุน)สุทธิ					ส่วนของผู้ถือหุ้น				
	2521	2522	2523	2524	2525	2521	2522	2523	2524	2525
<b>กลุ่มแรก</b>										
บริษัท ไทยไทยแอร์แอนด์เคเบิล จำกัด	5,397	11,457	16,904	40,414	48,663	56,949	63,437	72,408	101,303	129,204
บริษัท ไทยเอไอโร จำกัด	4,637	3,857	8,640	12,231	18,747	16,578	18,335	34,825	41,806	48,893
บริษัท ไทยโทรเรเทคซ์โกลบอลล์ จำกัด	6,249	42,581	32,213	34,838	26,601	16,481	59,061	91,273	115,311	131,112
บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	68,394	92,665	115,244	52,876	239,540	758,511	803,708	854,027	685,544	899,575
บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด	5,291	5,497	4,200	7,261	7,801	29,781	31,278	31,078	33,940	37,341
<b>กลุ่มหลัง</b>										
บริษัท การผลุด เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด	10,577	16,741	5,947	(838)	224	60,458	66,160	58,504	53,910	54,135
บริษัท ยางสยาม จำกัด	102,122	89,647	34,159	90,665	921	248,946	248,593	249,002	312,667	313,588
บริษัท ซี.เอส. สตีล จำกัด	45,280	26,458	(6,887)	(62,927)	(58,532)	253,903	260,812	234,375	164,983	106,451
บริษัท เสริมสุข จำกัด	42,927	46,486	2,735	(133,265)	3,918	227,219	254,896	238,821	103,216	107,133
บริษัท รอยเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	22,277	24,786	4,070	(18,145)	(13,571)	87,773	102,560	96,629	69,425	55,854
<b>กลุ่มตัวอย่าง</b>										
บริษัท นิวซีดี (กรุงเทพฯ) จำกัด	1,962	3,610	4,914	5,817	2,937	23,129	29,912	31,826	33,779	32,953
บริษัท มาบุญครองออบพิชและไฮโล จำกัด	80,337	83,565	84,735	113,187	113,282	262,837	470,652	494,394	517,084	509,339
บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด	12,933	31,076	32,027	29,588	28,265	41,416	84,912	98,939	107,133	113,498
บริษัท ยูนิยอนไฟโอเนียร์ จำกัด	7,251	2,440	2,603	3,041	3,096	35,512	57,327	54,305	54,721	55,942
บริษัท สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	5,572	9,466	11,274	8,302	5,290	13,921	35,137	33,411	33,655	41,123

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ต่อไปนี้จะ เป็นตัวอย่างของการหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น  
บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด ปี ๒๕๒๑

<u>ตัวอย่างที่ ๓</u>	การหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น
	จากตารางที่ ๓๔ กำไรสุทธิ ปี ๒๕๒๑ มีค่า 5,397 พันบาท
	ส่วนของผู้ถือหุ้นปี ๒๕๒๑ มีค่า 56,949 พันบาท
จากสูตร	
อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น	= $\frac{\text{กำไรสุทธิหลังหักภาษี}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
	= $\frac{5,397}{56,949}$
	= 9.48 %

ด้วยวิธีการเดียวกันนี้ ก็นำข้อมูลของทุกบริษัททุกปี มาคำนวณก็ได้อัตราผลตอบแทน  
ของส่วนของผู้ถือหุ้นดังปรากฏในตารางที่ ๓๕

ศูนย์วิทยพัทยาการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ๓๔

ตัวเลขแสดงผลการดำเนินงานอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นของ บริษัทในกลุ่มแรก กลุ่มหลังและกลุ่มส่วนตัวอย่าง ปี 2521-2525 ของบริษัทในกลุ่มแรก กลุ่มหลังและกลุ่มส่วนตัวอย่าง

	หน่วย เปอร์เซ็นต์				
	<u>2521</u>	<u>2522</u>	<u>2523</u>	<u>2524</u>	<u>2525</u>
<b>กลุ่มแรก</b>					
บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด	9.48	18.06	23.35	39.89	37.66
บริษัท ไทยเอโร จำกัด	27.97	21.04	24.81	29.26	38.34
บริษัท ไทยโทเรเท็กซ์ไทมิลลส์ จำกัด	37.92	72.10	35.29	30.21	20.29
บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด	9.02	11.53	13.49	7.71	26.63
บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด	17.77	17.57	13.51	21.39	20.89
ค่าเฉลี่ย	20.43	28.06	22.09	25.69	28.76
<b>กลุ่มหลัง</b>					
บริษัท กรรณสูต เจเนอรัล แอสเซมบลี จำกัด	17.49	25.30	10.16	(1.55)	0.41
บริษัท ยางสยาม จำกัด	41.02	36.06	13.72	29.00	0.29
บริษัท ซี.เอส.สตีล จำกัด	17.83	10.14	(2.94)	(38.14)	(54.98)
บริษัท เสริมสุข จำกัด	18.89	18.24	1.15	(129.11)	3.66
บริษัท รongเทอบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด	25.38	24.17	4.21	(26.14)	(24.30)
ค่าเฉลี่ย	24.12	22.89	5.26	(33.19)	(14.98)
<b>กลุ่มส่วนตัวอย่าง</b>					
บริษัท นิเวศน์(กรุงเทพฯ) จำกัด	8.48	12.07	15.44	17.22	8.91
บริษัท มาบุญครองอบพิขและไซโล จำกัด	30.57	17.76	17.14	21.89	22.24
บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด	31.23	36.60	32.37	27.62	24.90
บริษัท ยูเนี่ยนไฟโอเนียร์ จำกัด	20.42	4.26	4.79	5.56	5.53
บริษัท สยามอินซูเลเตอร์ จำกัด	40.03	26.94	33.74	24.67	12.86
ค่าเฉลี่ย	26.15	19.53	20.70	19.39	14.89

### สรุปผลการคำนวณอัตราผลตอบแทนทั้งสองความหมาย

จากการเปรียบเทียบกลุ่มของบริษัทที่ทำการศึกษากัน ๓ กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว กลุ่มที่มีการขยายตัวช้า และกลุ่มที่ลุ่มตัวอย่าง ทั้งสองความหมาย คือ อัตราผลตอบแทนที่รวมเงินปันผล มูลค่าสิทธิและกำไร (ขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ (Total yield) (ตารางที่ ๓๓) และอัตราผลตอบแทนที่หมายถึง อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (ตารางที่ ๓๔) แล้ว จากตารางที่ ๓๓ จะเห็นได้ว่ากลุ่มของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วจะมี Yield โดยเฉลี่ยแล้ว ๓๖.๓๕ % โดยบริษัทที่ให้ Yield สูงสุดคือ บริษัท ไทยเอโรโรร จำกัด มี ๖๕.๗๒ % เนื่องจากมีการจ่ายเงินปันผลสูงและยังมีกำไรจากการขายหลักทรัพย์มากรองลงมาคือ บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด ๖๔.๔๗ % เพราะว่าได้เงินจากการขายมูลค่าสิทธิมากในปีที่ประกาศเพิ่มทุนและมีการจ่ายเงินปันผลที่ดีพอสมควร ไทยโทเรฯ ซึ่งเข้าตลาดเมื่อปี ๒๕๒๔ ปีเดียวกับไทยเอโรโรรให้ Yield ๒๕.๔๐ % จรุงไทยให้ Yield ๑๐.๔๗ % แม้จะขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์แต่ก็มีมูลค่าสิทธิและการจ่ายเงินปันผลที่ดีขึ้นทุกไตรมาสเฉลี่ยส่วนประกันคุ้มภัยให้ Yield ต่ำที่สุด ๓.๔๔ % เพราะขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์และมีมูลค่าสิทธิน้อย ส่วนกลุ่มของบริษัทที่ขยายตัวช้าจะมี Yield โดยเฉลี่ย (๑๕.๕๔) % เพราะบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มนี้ขาดทุนช่วงสองปีที่ผ่านมาบริษัทที่มี Yield ต่ำสุดคือ บริษัท กรรณสูตฯ (๓๑.๕๖) % เพราะขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์มากและก็ไม่มียุทธศาสตร์ด้วย เพราะการประกาศเพิ่มทุนในปี ๒๕๒๑ ของกรรณสูตฯ นั้น กระทำโดยผ่านทางนายหน้า ผู้ถือหุ้นจึงไม่มีมูลค่าสิทธิ บริษัทที่มี Yield ต่ำรองลงมาคือ บริษัท เสริมสุข ซึ่งขาดทุนมากในปี ๒๕๒๔ กำไรน้อยในปี ๒๕๒๕ และขาดทุนจากการซื้อ/ขายหลักทรัพย์ด้วย ส่วนอีก ๓ บริษัท คือ ยางสยาม, จี.เอส. สตีล, และบาจ่า นั้นมี Yield (๑๕.๖๔) %, ๔.๗๖ %, และ (๑๖.๖๖) % ตามลำดับ หุ่นของยางสยามนั้นแม้จะมีการจ่ายเงินปันผลดีมาเกือบทุกปีในอดีต ตั้งแต่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ฯ อัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงเรื่อย ๆ จนในปีสุดท้ายไม่มีการจ่ายเงินปันผล และยังขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วย เพราะราคาตกลงมาจาก ๒,๒๒๐ ในปี ๒๕๒๒ เหลือเพียง ๕๐๐ บาท (ราคาที่ปรับแล้ว) ในปี ๒๕๒๕ สำหรับหุ้นของ จี.เอส. สตีล นั้นในช่วงปีที่ผ่านมาไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ การคำนวณจึงคำนวณจากราคาปิดครั้งก่อน ซึ่งราคาซื้อขายไม่แตกต่างกันมากก็สามารถให้ Yield ถึง ๔.๗๖ % แม้จะขาดทุนและไม่มีการจ่ายเงินปันผลในช่วง ๒ ปีที่ผ่านมา

ส่วนหุ้นของบจจฯ นั้นขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพ์พอ ๆ กับหุ้นของเสริมสุข แต่ดีที่ว่าจ่ายเงินปันผลมากกว่า จึงทำให้ Yield ที่สูงกว่า แต่ก็ยังเป็นลบอยู่ดีเพราะช่วง ๒ ปีสุดท้ายขาดทุนและไม่มีการจ่ายเงินปันผล ความจริงแล้วการคำนวณหา Yield ของบริษัทนั้น ถ้าพิจารณาตามหลักการลงทุนที่จะเลือกลงทุนแล้ว ถ้าโครงการใดมี Yield หรือ Internal rate of return (IRR) ตีลบแล้วมักจะไม่พิจารณาค่าที่เป็นลบนั้น เพราะเมื่อเป็นลบแล้วก็แสดงว่าขาดทุน เมื่อขาดทุนแล้วก็ไม่ควรที่จะพิจารณาต่อไป ไม่ใช่ว่าเมื่อโครงการขาดทุนแล้วจะเลือกพิจารณาลงทุนโครงการที่ขาดทุนน้อยที่สุด แต่ในที่นี้ได้แสดงให้เห็นถึงการเปรียบเทียบให้เห็นชัดและเพื่อการจัดลำดับความไม่น่าลงทุนตลอดจนนำเอาค่านั้นมาเฉลี่ยให้เห็นจริง ๆ ว่าที่ว่าดำนั้นดำเท่าไร ส่วนบริษัทที่ลุ่มตัวอย่างมากก็มี มาตรฐานรองๆ ที่ให้ Yield สูงสุด คือ ๒๑.๕๒ % ซึ่งได้มาจากการขายมูลค่าสิทธิมีทดแทนราคาตลาดที่ต่ำลงในปี ๒๕๒๕ และมีการจ่ายเงินปันผลดีรองลงมาคือ ไทย-เยอรมันฯ ให้ Yield ๑๙.๖๙ % ซึ่งเข้าตลาดเมื่อปี ๒๕๒๓ มีกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพ์และจ่ายเงินปันผลดีอีกด้วย สยามอินชูลเตอร์ให้ Yield ๘.๑ % เพราะจ่ายเงินปันผลดีตั้งแต่ปีที่เริ่มเข้าตลาดหลักทรัพ์ คือปี ๒๕๒๔ แต่ไปขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพ์นิดหน่อย ส่วนบริษัทที่มี Yield ตีลบ คือ นิวซีดีและยูเนียนไฟโอเนียร์ ซึ่งการจ่ายเงินปันผลไม่ค่อยสูงและขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพ์มาก ซึ่งให้ Yield (๓.๙๔) % และ (๑๕.๒๕) % ตามลำดับ แต่อย่างไรก็ตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่ได้ ๖.๐๒ % ก็ยังสูงกว่ากลุ่มของบริษัทที่มีการขยายตัวช้าซึ่งมีค่าตีลบ จากการพิจารณาก็จะทราบได้ทันทีว่า บริษัทในกลุ่มแรกน่าจะลงทุนที่สุด เพราะมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยแล้วดีกว่าทั้งหมด รองลงมาคือ กลุ่มที่ลุ่มตัวอย่างมา ที่ไม่น่าจะลงทุน คือ กลุ่มที่ ๓ เพราะผลตอบแทนเฉลี่ยแล้วมีค่าเป็นลบ

ในด้านผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งจะใช้พิจารณาประกอบกับอัตราผลตอบแทน (Yield) ตามความหมายแรกจากตารางที่ ๓๔ จะเห็นได้ว่า จรุงไทยฯ มีแนวโน้ม ROE สูงขึ้นจาก ๙.๔๔ % ในปี ๒๕๒๑ เป็น ๓๗.๖๖ % ในปี ๒๕๒๔ ไทยเอโรแม้ ROE จะตกจาก ๒๗.๙๗ % ในปี ๒๕๒๑ เป็น ๒๑.๐๔ % ในปี ๒๕๒๒ แต่ก็สามารถเพิ่มเป็น ๓๘.๓๔ % ในปี ๒๕๒๔ ไทยโทเรฯ แม้จะมีแนวโน้มตกลงบ้างนิดหน่อย แต่ก็ยังคงมีเปอร์เซ็นต์ที่สูงอยู่ประมาณ ๒๐ % ในปี ๒๕๒๔ ปูนซีเมนต์นครหลวงก็เพิ่มขึ้นอย่างมากในปี ๒๕๒๔ คือ จาก ๗.๗๑ % ในปี ๒๕๒๔ เป็น ๒๖.๖๓ % ในปี ๒๕๒๔ ประกันคุ้มภัยก็พยายามรักษาอยู่ระดับประมาณ ๒๐ %



ส่วนบริษัทที่มีการขยายตัวช้านั้น กรรณสุตา หลังจากที่สูงขึ้นไป ๒๕.๓๐ % ในปี ๒๕๒๒ แล้วก็ตกลงมาเรื่อย ๆ จนติดลบในปี ๒๕๒๔ มีค่า ๐.๔๑ % ในปี ๒๕๒๕ ยางสยามก็เช่นเดียวกันตกลงมาเรื่อยจาก ๔๑.๐๒ % ในปี ๒๕๒๑ แล้วขึ้นไป ๒๙ % ในปี ๒๕๒๔ แต่กลับตกลงมาอีกในปี ๒๕๒๔ เหลือเพียง ๐.๒๙ % จี.เอส. สตีล, เสริมสุขและบาจาา ก็ต่ำลงเรื่อย ๆ ไม่น่าดึงดูดใจนักลงทุนเท่าใดนัก คือมีค่า ๑๗.๘๓ %, ๓.๖๖% และ (๒๔.๓๐)% ในปี ๒๕๒๕ ตามลำดับ (โปรดดูการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นในบทที่ ๓ ประกอบ)

สำหรับบริษัทที่ลุ่มมา คือ นิวซีต้า มี ROE เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จาก ๘.๔๔ % ในปี ๒๕๒๑ เป็น ๑๗.๒๒ % ในปี ๒๕๒๔ แต่ตกลงมาเหลือ ๘.๔๑ % ในปี ๒๕๒๕ มานูญครองฯ นั้นต่ำลงเรื่อย ๆ จากปี ๒๕๒๑ คือ จาก ๓๐.๕๗ % ในปี ๒๕๒๑ เป็น ๑๗.๑๔ % ในปี ๒๕๒๓ แล้วกลับขึ้นไปอีกเป็น ๒๒.๒๔ % ในปี ๒๕๒๔ ไทย-เยอรมันฯ เพิ่มขึ้นถึง ๓๖.๖๐ % ในปี ๒๕๒๒ แล้วตกลงมาเรื่อย ๆ เหลือเพียง ๒๔.๔๐ % ในปี ๒๕๒๕ ยูเนียนไฟโอเนียร์แนวโน้มตกลงมาเรื่อย ๆ จาก ๒๐.๕๒ % ในปี ๒๕๒๑ เป็น ๘.๕๓ % ในปี ๒๕๒๔ สยามอินซูเลเตอร์มีค่า ๔๐.๐๓ % ในปี ๒๕๒๑ แล้วตกลงมาเหลือ ๒๖.๔๔ % ในปี ๒๕๒๒ แล้วขึ้นไปเป็น ๓๓.๓๗ % ในปี ๒๕๒๓ ในที่สุดก็ตกลงมาเหลือ ๑๒.๘๖ % ในปี ๒๕๒๔ ซึ่งเมื่อพิจารณาคุณลักษณะของ ROE ทั้ง ๓ กลุ่มแล้วกลุ่มแรกน่าดึงดูดคนมากที่สุด เพราะ ROE เฉลี่ยมีแนวโน้มสูงขึ้น แม้จะลดลงก็ยังมีค่าสูงอยู่ รองลงมาคือ กลุ่มลุ่มตัวอย่าง เพราะมีบางบริษัทที่ดีแม้จะลดลง แต่ก็ไม่ถึงติดลบ ส่วนกลุ่มสุดท้ายไม่น่าดึงดูดเลย เพราะ ROE โดยเฉลี่ยมีแนวโน้มลดลง บางบริษัทบางปีถึงกับมีค่าเป็นลบ

จากข้อสรุปที่ได้จะเห็นว่า ทั้งอัตราผลตอบแทนตามความหมายแรก (Yield) และอัตราผลตอบแทนตามความหมายที่สอง (ROE) ให้ผลออกมาในทางเดียวกัน คือ กลุ่มของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว อัตราผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มของบริษัทที่มีการขยายตัวช้าและกลุ่มของบริษัทที่ลุ่มขึ้นมา ดังนั้นข้อสมมติฐาน (Hypothesis) ที่ตั้งไว้ไว้ว่าโดยทฤษฎีผลการตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วจะให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่าการลงทุนในหุ้นของบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วมีความสามารถในการขายโดยทั่วไปสูงกว่าบริษัทอื่นโดยทั่วเฉลี่ย และมีความสามารถในการหากำไรสูงก็ได้เป็นที่ยอมรับว่า สมมติฐานนั้นเป็นจริง ดังนั้นหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วจึงน่าที่จะลงทุน แต่ทั้งนี้จะต้องพิจารณาถึงองค์ประกอบอื่น ๆ อีกด้วย เช่น การเก็งกำไร เป็นต้น

เพื่อที่จะทำให้การลงทุนในหุ้นมีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ผู้เขียนมิได้กล่าวว่าจะต้องลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ผู้เขียนเพียงแต่กล่าวว่าจะลงทุนเท่านั้น ยังมีตัวแปรและเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดที่นักลงทุนจะต้องศึกษาและทำความเข้าใจ ติดตามอย่างละเอียดคนนอกเหนือจากขั้นนี้ขึ้นไปอีก



ศูนย์วิทยพัทยาการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย