

## บทที่ ๒

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในการเลือกโครงสร้างของเงินทุน

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในการเลือกโครงสร้างของเงินทุนนั้น อาจจะจัดประเภทตามหัวข้อ ดังต่อไปนี้คือ

- I ลักษณะของธุรกิจ
- II ขนาดของธุรกิจ
- III ความสามารถในการหากำไรของธุรกิจ
- IV ความเหมาะสมของการใช้เงินทุน
- V ความมั่นคงของรายได้ของธุรกิจ
- VI ฐานะของตลาดการเงิน
- VII สิ่งแวดล้อมทางบ้านเศรษฐกิจ อิทธิพลจากกฎหมายในปัจจุบัน และกฎข้อบังคับต่าง ๆ
- VIII หน้าที่ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับการหาเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงาน และการยอมรับภาระความเสี่ยง
- IX แผนงานในอนาคตของธุรกิจ
- X ความนิยมที่กำลังแพร่หลายอยู่

## I ลักษณะของธุรกิจ

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างของเงินทุนประการแรกที่เราคควรพิจารณาก็คือ ลักษณะของธุรกิจ หรือกิจกรรมที่ธุรกิจนั้นดำเนินงานอยู่เป็นอุตสาหกรรมประเภทใด เพราะแต่ละอุตสาหกรรม โครงสร้างของเงินทุนย่อมแตกต่างกันออกไป ตัวอย่างเช่น ธุรกิจที่ทำการค้าขายเช่นเดียวกัน แต่ธุรกิจหนึ่งเป็นการขายส่ง และอีกธุรกิจหนึ่งเป็นการขายปลีก ธุรกิจสองแห่งนี้เกือบจะมี กิจกรรมที่คล้ายคลึงกัน คือ มีสินค้าไว้เพื่อขาย แต่จำนวนการขาย ระยะเวลาที่จะขายแต่ละครั้ง แตกต่างกันอย่างมากระหว่างนี้ ก็อาจจะมีผลทำให้โครงสร้างของเงินทุนแตกต่างกันออกไปแล้ว นอกจากนี้ อาจจะได้รับอิทธิพลอันเนื่องมาจากการแข่งขันของแต่ละธุรกิจในอุตสาหกรรมเดียวกัน นั้นอีกด้วย

หรืออาจจะกล่าวได้อีกด้านหนึ่ง คือ ธุรกิจในแต่ละอุตสาหกรรมจะมีโครงสร้างของ สินทรัพย์ที่แตกต่างกันออกไป (เพราะธุรกิจจะใช้สินทรัพย์ในการดำเนินงานหรือก่อให้เกิดรายได้) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าโครงสร้างของสินทรัพย์จะมีอิทธิพลต่อแหล่งที่มาของเงินทุน หรือโครงสร้าง ของเงินทุนนั่นเอง ธุรกิจที่จำเป็นต้องใช้สินทรัพย์ประจำมาก ๆ เช่น เครื่องจักรใหญ่ ๆ ของกิจการสาธารณูปโภค ธุรกิจประเภทนี้จึงจำเป็นต้องมีโครงสร้างของเงินทุนที่ประกอบ ไปด้วยหนี้สินระยะยาวเป็นจำนวนมาก ซึ่งหนี้สินระยะยาวนี้อาจจะเป็นพวกหุ้นกู้ที่มีจำนวน หรือ พันธบัตร ตัวอย่างในประเทศไทยก็เช่น การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ได้เสนอขาย พันธบัตรลงทุน ๕๐ ล้านบาท ในปี พ.ศ. ๒๕๑๕ และในวันที่ ๑ กรกฎาคม พ.ศ. ๒๕๑๖ ออกจำหน่ายเพิ่มเติมอีก ๒๕๐ ล้านบาท ทั้งนี้เป็นการระดมแหล่งเงินทุนในประเทศไทยด้วย โดยยังไม่ไครวมถึงที่จะต้องกู้จากต่างประเทศ ในขณะที่เดียวกันธุรกิจที่มีโครงสร้างของสินทรัพย์ ที่ประกอบไปด้วยสินทรัพย์เคลื่อนที่มากกว่า เช่น ธุรกิจที่ทำกรขายส่งมักจะมีสินทรัพย์เคลื่อนที่ค ี่มากกว่าสินทรัพย์ประจำ ดังนั้นจะเห็นว่าโครงสร้างของเงินทุนก็จะประกอบไปด้วยหนี้สินระยะสั้น หรือระยะปานกลางมากกว่า เป็นต้น

ในต่างประเทศได้มีการสำรวจและศึกษาโครงสร้างของเงินทุนโดยแยกประเภท อุตสาหกรรมใหญ่ ๆ ดังต่อไปนี้คือ

แหล่งที่มาของเงินทุน \*

ชนิดของอุตสาหกรรม แหล่งที่มาของเงินทุน	เหมืองแร่และ การอุตสาหกรรม	การขนส่ง	สาธารณูปโภค	ธุรกิจการค้า
<u>ภายในกิจการ</u>				
กำไรสะสม	๓๘	๖	๘	๓๘
ค่าเสื่อมราคา	๓๒	๖๑	๓๑	๓๕
	๗๐	๖๗	๓๙	๗๓
<u>ภายนอกกิจการ</u>				
หนี้สินระยะสั้นและอื่น ๆ	๑๕	๒๐	๘	๒๒
หนี้สินระยะยาว	๑๒	๑๓	๓๕	๘
การออกหุ้นสามัญ	๓	-	๒๒	-
	๓๐	๓๓	๖๕	๓๐
<b>รวม</b>	<b>๑๐๐</b>	<b>๑๐๐</b>	<b>๑๐๐</b>	<b>๑๐๐</b>

\*จาก Financial Management an Analytical Approach

ของ Robert Lindsay and Arnold W. Sametz หน้า ๓๕๒

สำหรับประเทศไทยเราจะขอยกตัวอย่างโครงสร้างของเงินทุนธุรกิจ ๒ ประเภท เพื่อแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างกัน คือ

ประเภทที่ ๑    ห้างสรรพสินค้า

ตัวอย่างโครงสร้างของเงินทุนของ บริษัทไทยห้างสรรพสินค้า จำกัด

	<u>จำนวนพันบาท</u>
<b>หนี้สินระยะสั้น</b>	
เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร	๑๑,๑๔๗
ตั๋วเงินจ่าย	๗๕๕
เจ้าหนี้การค้า	๓,๐๘๘
เจ้าหนี้อื่น ๆ และค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	๔,๓๒๕
หนี้ระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระในปี	<u>๔๕๐</u>
<b>รวมหนี้สินระยะสั้น</b>	<u><u>๑๘,๓๖๕</u></u>
<b>หนี้สินระยะยาว</b>	
เงินกู้	<u>          </u>
<b>รวมหนี้สินทั้งสิ้น</b>	<u><u>๑๘,๓๖๕</u></u>
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	
หุ้นสามัญ ๑๐,๐๐๐ หุ้น มูลค่าหุ้นละ ๑,๐๐๐ บาท ชำระครบมูลค่า	๑๐,๐๐๐
สำรองตามกฎหมาย	๕๒๐
สำรองทั่วไป	๓,๐๐๐
กำไรสะสม	<u>๖,๘๘๑</u>
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<u><u>๒๐,๓๙๑</u></u>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<u><u>๔๐,๑๒๖</u></u>



นอกจากนี้ บริษัทไทยพาสรรพสินค้า จำกัด ยังมีค่าเสื่อมราคาสะสมอีก ๑,๘๘๑,๐๐๐ บาท  
 ดังนี้ เมื่อทำเป็นอัตราส่วนร้อยละได้ดังนี้ คือ

หนี้สินระยะสั้น	๔๓.๐๘%
ค่าเสื่อมราคาสะสม	๕.๕๘%
ทุนสามัญและหนี้สินระยะยาว	๒๓.๘๐%
กำไรสะสม	๒๘.๖๔%

จะเห็นว่าโครงสร้างของเงินทุนส่วนใหญ่ประกอบไปด้วยหนี้สินระยะสั้น คือ ๔๓.๐๘%  
 ซึ่งก็เข้าลักษณะของธุรกิจที่ทำการค้า โดยดูจากสินทรัพย์ที่ธุรกิจมีไว้ใน การหารายได้ก็ต้อง  
 ประกอบไปด้วยสินค้า นั่นก็คือสินทรัพย์เคินสะพิค ส่วนสินทรัพย์ถาวรจะไม่มีมาก และควยสาเหตุ  
 อันนี้ก็จะทำให้ค่าเสื่อมราคาสะสมมีจำนวนไม่มากคมไปควย ส่วนหนี้สินระยะยาว ธุรกิจนี้ก็มี  
 บางแต่ได้ชำระจนเกือบหมดแล้ว จะสังเกตได้จาก "หนี้ระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระในปีนี้"  
 ซึ่งหมายความว่าหนี้ระยะยาวเหมือนกันแต่ก็ได้ผ่อนชำระจนจะหมดในปีปัจจุบัน

ประเภทที่ ๒ ธุรกิจโรงแรม

ตัวอย่างโครงสร้างของเงินทุนของ บริษัทไอศวรรค์ จำกัด

หนี้สินระยะสั้น	จำนวนพันบาท
ตัวสัญญาใช้เงิน	๓,๑๓๘
เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร	๕๘๖
ลูกหนี้	๖๖๖
รายได้รับล่วงหน้า	๓๓๕
เงินมัดจำ	๘๒
ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	๕๓๕
เจ้าหน้อน ๆ	๑
รวมหนี้สินระยะสั้น	<u>๕,๘๓๗</u>

หนี้สินระยะยาว

หุ้นกู้ ๑๐% ๕๐,๐๐๐ หุ้น มูลค่าหุ้นละ ๑๐๐ บาท ชำระครบ	๕,๐๐๐
เงินกู้ต่างประเทศ	๒,๑๓๓
เงินกู้ในประเทศ	๑,๓๖๕
รวมหนี้สินระยะยาว	<u>๗,๕๐๘</u>

รวมหนี้สินทั้งสิ้น

๑๓,๖๓๖

ส่วนของผู้ถือหุ้น

หุ้นสามัญ ๑๒๐,๐๐๐ หุ้น มูลค่าหุ้นละ ๑๐๐ บาท	
ขายเพียง ๑๑๐,๐๐๐ หุ้น ชำระเต็มมูลค่าหุ้น	๑๑,๐๐๐
ขาดทุนสะสม	( ๒๕๓ )
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	๑๐,๗๔๗

รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

๒๔,๕๘๓

โรงแรมแห่งนี้มีค่าเสื่อมราคาสะสมทั้งสิ้น ๔,๐๘๓,๐๐๐ บาท กิจกรรมแบบนี้  
สินทรัพย์จะประกอบไปด้วยตัวอาคารที่ใช้เป็นห้องพักแขก เพื่อรับเจาะที่ระดับราคาให้  
วิจิตรพิศดาร ค่าตกแต่งอื่น ๆ ทำให้สินทรัพย์ที่ประกอบขึ้นมานี้ประกอบด้วยสินทรัพย์ถาวรมากกว่า  
เพื่อให้จ่ายแก่การเช่าใจจะทำเป็นอัตราส่วนได้ดังนี้คือ

หนี้สินระยะสั้น	๒๐.๘๕%
ค่าเสื่อมราคาสะสม	๑๕.๒๒%
หุ้นสามัญและหนี้สินระยะยาว	๖๔.๒๕%
กำไรสะสม	-

FAI - 11.0.1  
1997

เมื่อสินทรัพย์ส่วนใหญ่ประกอบด้วยสินทรัพย์ถาวรคงถาวรแล้วนั้น ก็จะมีผลทำให้  
โครงสร้างของเงินทุนประกอบไปด้วยสินระยะยาว หรือมาจากเจ้าของ ซึ่งเป็นแหล่ง  
เงินทุนระยะยาว การที่ยกโครงสร้างของเงินทุนของธุรกิจ ๒ ประเภท ที่อยู่ในอุตสาหกรรม  
ที่แตกต่างกัน เพื่อแสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มาของเงินทุนที่แตกต่างกันในขณะที่ทั้ง ๒ ธุรกิจนี้  
มีขนาดของเงินทุน (หมายถึงทุนจดทะเบียน) ในจำนวนที่ใกล้เคียงกัน

II ขนาดของธุรกิจ

เมื่อกล่าวถึงลักษณะของอุตสาหกรรมที่ธุรกิจนั้น ๆ ดำเนินอยู่แล้ว สิ่งสำคัญอีกประการที่ต้อง  
พิจารณประกอบกันก็คือ ขนาดของธุรกิจ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ธุรกิจนั้น ๆ มีความสัมพันธ์  
มากน้อยแค่ไหนในอุตสาหกรรมที่ตนประกอบอยู่ ขนาดของธุรกิจจะเป็นปัจจัยที่สำคัญที่จะกำหนด  
ถึงความสามารถของกิจการในการแสวงหาแหล่งของเงินทุน แม้กระทั่งหน่วยธุรกิจที่ตั้งขึ้นใหม่ ๆ  
ถ้ามีขนาดการดำเนินงานขนาดใหญ่ก็จะไปเปรียบกว่าหน่วยธุรกิจขนาดเล็กที่ตั้งขึ้นในระยะ  
เดียวกัน

ดังนั้น นอกจากขนาดของธุรกิจแล้วยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องด้วยก็คือ อายุ  
และสถานที่ตั้งของกิจการ เพราะมักจะมีบ่อย ๆ ที่หน่วยธุรกิจใหม่ ๆ มักจะประสบกับปัญหา  
ทางการเงินในช่วงระยะเวลาที่ธุรกิจนั้น ๆ ยังไม่ประสบผลสำเร็จคือพอ หรือเป็นที่รู้จัก  
ของคนทั่วไปจนสามารถที่จะดึงดูดความสนใจให้มาลงทุนได้ สถานที่ตั้งของกิจการก็เช่นกัน  
ทุกสิ่งในที่ ๆ การคมนาคมสะดวก กิจการทุกอย่างก็จะดำเนินไปด้วยดี ทั้งในด้านที่ประชาชน  
จะนำเงินมาลงทุนหรือการดำเนินกิจกรรมตามปกติของธุรกิจ แต่ในปัจจุบันสถานที่ตั้งได้ถูก  
ซัดไปจนเกือบหมด เพราะความเจริญทางด้านเทคนิคของการคมนาคม และการสื่อสาร  
หรือเครื่องมือเครื่องใช้ในการติดต่อกันก็สะดวกขึ้น

• III ความสามารถในการหากำไรของธุรกิจ

ความสามารถในการหากำไรของธุรกิจจะเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการหาแหล่งเงินทุนและประเภทของเงินทุนที่จะนำมาใช้ในกิจการด้วย ความสามารถในการหากำไรของธุรกิจอาจจะมองในรูปของอัตราการขายที่จะเพิ่มมากขึ้นในอนาคต หรือความมั่นคงของยอดขายในอนาคต ซึ่งทั้งสองประเภทนี้จะทำให้หุ้นสามัญมีราคาสูงขึ้น หรือธุรกิจสามารถมีหนี้สินได้มากเพราะสามารถรับภาระ หรือรายจ่ายที่คงที่ คือ ดอกเบี้ยได้ และมีแนวโน้มที่จะชำระหนี้ได้ตรงตามกำหนดเวลา ทำให้ชื่อเสียงของฝ่ายบริหารดีขึ้นด้วย แต่ทั้งนี้ย่อมหมายความว่าอัตราการขายที่จะเพิ่มมากขึ้นในอนาคต หรือความมั่นคงของยอดขายในอนาคตนั้น จะต้องมีอัตราส่วนที่สูงกว่าต้นทุน และค่าใช้จ่ายในอัตราส่วนที่มากกว่าพอควร นั่นคือเราจะพิจารณาในรูปของอัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจ

อัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจ

อัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจนี้ หมายถึงอัตราส่วนร้อยละของรายได้เบื้องต้น หรือรายได้ที่ธุรกิจได้รับหลังจากหักต้นทุนการผลิต และค่าใช้จ่ายแล้ว ต้นทุนและค่าใช้จ่ายนี้ รวมทั้งต้นทุนสินค้าขาย ค่าซ่อมแซมบำรุงรักษา ค่าประกันภัย ดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะสั้น ค่าเสื่อมราคา ค่าจ้างแรงงาน ทุกชนิด และค่าภาษี แต่ไม่รวมดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะยาว หรือดอกเบี้ยหุ้นกู้ \*ตัวอย่างเช่น ถ้ารายได้เบื้องต้น = ๒๐,๐๐๐ บาท ต้นทุนและค่าใช้จ่าย = ๑๗,๐๐๐ บาท อัตราส่วนของการดำเนินงานของธุรกิจ  $\frac{๑๗}{๒๐} \times ๑๐๐ = ๘๕\%$  หรือกล่าวอย่างง่าย ๆ ได้ว่า ทุก ๆ ๑ บาทของรายได้ จะเป็นค่าใช้จ่าย ๘๕ สตางค์ และจะเป็นกำไรที่จะจ่ายให้แก่เจ้าของเงินทุน ๑๕ สตางค์ ซึ่งจำนวน ๑๕ สตางค์นี้ อาจจะเป็นดอกเบี้ยของหุ้นกู้ เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นสามัญ

\*สาเหตุที่ไม่รวมดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะยาวในค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ถึงแม้ว่าค่าใช้จ่ายเหล่านี้จะนำมาหักก่อนที่จะคำนวณกำไรได้ก็ตาม แต่ดอกเบี้ยเหล่านี้เป็นต้นทุนของการหาเงินทุนมากกว่าที่จะเป็นต้นทุนของการดำเนินงาน จึงไม่ควรจะรวมในการหาอัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจ



นักวิเคราะห์ทางการเงินส่วนมากมีความเห็นไม่ลงรอยกันในเรื่องของ "ต้นทุน และค่าใช้จ่าย" เพราะว่าภาษีไม่ใช่ค่าใช้จ่ายตามปกติที่เราพิจารณา ภาษีนี้อาจจะขึ้นลงตามกำไรสุทธิซึ่งได้หักต้นทุน และค่าใช้จ่ายต่าง ๆ แล้ว แต่ว่านักวิเคราะห์ก็มักจะหักออกจากกำไรก่อนที่จะนำกำไรนั้นไปจ่ายให้เป็นค่าตอบแทนของเจ้าของเงินทุนระยะยาว แต่ก็ยังมีผู้มีความเห็นตรงกันเป็นจำนวนมากในการที่จะรวมภาษีนี้ออกไปจากตัวข้อค่าใช้จ่ายและต้นทุนที่เหลือจึงจะเป็นผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และเจ้าของหุ้น

ถ้าสมมุติว่าธุรกิจของอุตสาหกรรมเหล็กแห่งหนึ่ง มี

ค่าขาย	๑๔๘,๖๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท
ค่าใช้จ่ายและต้นทุนซึ่งรวมทั้งต้นทุนในการขาย และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	๑๒๐,๗๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท
ค่าใช้จ่ายในการบริหารและค่าใช้จ่ายในการขาย	๖,๒๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท
เงินทดแทนหรือเงินบำนาญ	๕๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท
สำรองเพื่อการหนี้สูญ	๑๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท
ภาษี	๕,๒๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท
ค่าเสื่อมราคาและหักจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	<u>๖,๕๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท</u>
รวม	<u><u>๑๕๐,๐๐๐,๐๐๐.๐๐ บาท</u></u>

ยอดรวมของรายการเหล่านี้ ซึ่งเมื่อหารด้วยค่าขาย

$$\frac{๑๕๐,๐๐๐,๐๐๐.๐๐}{๑๔๘,๖๐๐,๐๐๐.๐๐} \times ๑๐๐ = ๑๐๐.๖๗\%$$

นั่นคืออัตราส่วนร้อยละของการดำเนินงานของธุรกิจ = ๑๐๐.๖๗% ซึ่งนับว่าเป็นอัตราส่วนที่ค่อนข้างสูงสำหรับธุรกิจอุตสาหกรรมประเภทนี้ นอกจากนี้อัตราส่วนของการดำเนินงาน ๑๐๐.๖๗% นี้ ยังหมายความว่างานหรือกิจกรรมส่วนใหญ่ของธุรกิจนี้ เกิดขึ้นจากแรงงานและวัสดุดิบ นั่นคือ กิจกรรมส่วนใหญ่เกิดขึ้นจากการซื้อ การจัดการ การเคลื่อนย้าย การผลิต การแปรรูป การขาย และการให้บริการ เกิดจากการสีหรือในการใช้เครื่องมือเครื่องใช้ต่าง ๆ ดังนั้นผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ประจำจะน้อย ในทางตรงกันข้าม อัตราส่วนของธุรกิจถ้าจะหมายความว่า

งานที่ทำโดยคนงานและจากวัตถุดิบ จะมีน้อยกว่าการใช้สัมพัทธ์ประจำ ซึ่งอธิบายให้  
เข้าใจได้ง่าย ๆ ด้วยตัวเลขเหล่านี้ คือ

	บริษัท ก.	บริษัท ข.	บริษัท ค.	บริษัท ง.
รายได้เบื้องต้นประจำปี	๑๐๐	๑๐๐	๑๐๐	๑๐๐
ค่าใช้จ่ายดำเนินงานและต้นทุนรวมภาษีทั้งหมด	๘๘	๘๘	๗๐	๘๖
อัตราส่วนการดำเนินงาน	๘๘	๘๘	๗๐	๘๖
จำนวนผลตอบแทนของการลงทุน - นั่นคือ ดอกเบี้ยและเงินปันผล	๖	๑๒	๓๐	๑๔

จากรายได้ของบริษัท ก. ๘๘% จะเป็นค่าใช้จ่ายและต้นทุนการดำเนินงานชนิดต่าง ๆ  
และเหลือเพียง ๖% เท่านั้น สำหรับการลงทุน นั่นคือส่วนที่เหลือนี้จะใช้สำหรับเป็นค่าดอกเบี้ย  
และเงินปันผล หรือเก็บไว้ในกิจการเพื่อที่จะได้ทุนมาเพื่อสร้างหรือขยายกิจการให้คงอยู่ต่อไป

#### วิธีการจัดสรรรายได้มาเป็นเงินทุนของธุรกิจ (Capitalization Income)

การพิจารณาปัจจุบันของธุรกิจ เปรียบเสมือนหนึ่งกลไกของการทำงาน (Working  
mechanism) ซึ่งเรามักจะเรียกว่า วิธีการจัดการเงินทุน (Capitalization process)  
ถ้าธุรกิจหนึ่งเป็นประเภทโรงงานอุตสาหกรรม หรือถ้าเป็นสาธารณูปโภค โดยมีสัมปทาน  
ธุรกิจนั้น ๆ จะคงดำเนินงานนานเท่าไรก็ตามเท่าที่ยังให้บริการอันเป็นที่มาพอใจแก่สาธารณชน  
เราจะสมมุติว่า ธุรกิจจะยังคงดำเนินงานตลอดไป ในกรณีเช่นนี้ค่าปัจจุบันของธุรกิจ \*<sup>๑</sup>

\*<sup>๑</sup> เราจะพูดถึงปัญหาทั่ว ๆ ไปในการประเมินค่าไม่ได้เจาะจงเฉพาะปัญหา  
การประเมินค่าของสาธารณูปโภค วิธีการจัดการเงินทุนไม่สามารถใช้ได้  
กับการพิจารณาของโรงงานสาธารณูปโภคในค่านอัตรส่วนของความสามารถ  
ในการดำเนินงาน

ก็จะเท่ากับผลตอบแทนประจำปีโดยเฉลี่ย \*๒ หากด้วยอัตราส่วนของผลตอบแทนอันเหมาะสม สำหรับอุตสาหกรรม หรือสำหรับธุรกิจ หรือการเกี่ยวข้องกับการอุตสาหกรรมในทำนองเดียวกับ การคกคะเน และการเสี่ยง ถ้าผลตอบแทนประจำปีภายหลังจากได้มีการสำรองหรือจ่าย เป็นค่าของต้นทุน และค่าใช้จ่ายรวมทั้งการภาษีแล้ว และสมมุติว่าเท่ากับ ๑๐,๐๐๐ บาท และอัตราของดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนที่เหมาะสมว่าเป็น ๖% ค่าของธุรกิจนี้จะเท่ากับ  $\frac{๑๐,๐๐๐}{๐.๐๖} = ๑๖๖,๖๖๖.๖๗$  บาท โดยทั่วไปแล้ววิธีการจัดการหาเงินทุนจะประกอบไปด้วย การหาคำตอบของปัญหาที่ว่าในจำนวนเงินที่เหมาะสมเท่าใดในอันที่จะก่อให้เกิดรายได้ ประจำปีเท่ากับ ๑๐,๐๐๐ บาท ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ ๖% (จึงมีตัวแปรที่สำคัญ ๒ ตัว ในการจัดการหาเงินทุน คือ ถ้าไรเฉลี่ยโดยประมาณในอนาคคหลังจากหักต้นทุน และค่าใช้จ่ายแล้ว และตัวที่สองก็คืออัตราดอกเบี้ย ถ้าพิจารณาว่าธุรกิจมีอายุจำกัด หมดอายุของสัมปทาน เช่น ๓๐ ปี ปัญหาที่จะอยู่ที่ Discounting มากกว่า Capitalizing)

ถ้าอัตราดอกเบี้ยของธุรกิจหนึ่ง สมมุติว่าเป็น ๖% ค่าปัจจุบันของธุรกิจนี้ที่ยังคง ดำเนินงานต่อไป เท่ากับ ๑๐๐ บาท ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่สามารถหามาได้ ถ้าไรเบื้องต้น เท่ากับ ๑๐๐ บาท ผลตอบแทนของโรงงานหรือการลงทุนจะเท่ากับ  $\frac{๑๐๐}{๑๐๐} = ๑$  (ผลตอบแทนของโรงงานนั้นคำนวณโดยการหารกำไรเบื้องต้นด้วยค่าทั้งหมดของสินทรัพย์ ประจำ และสินทรัพย์เกินสะสมสุทธิ) ซึ่งบุคคลต่อไปนี้อาจจะช่วยให้เข้าใจยิ่งขึ้น

---

\*๒ ก่อนที่จะจ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะยาว หรือหุ้นกู้ระยะยาว

ไม่ได้อ่าน  
 48  
 12  
 36  
 5/11/11

สินทรัพย์		หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	
สินทรัพย์ประจำหักค่าเสื่อมราคาแล้ว	๘,๕๐๐	เจ้าหนี้	๒,๐๐๐
สินทรัพย์เคินสะพัก	๒,๐๐๐	หนี้สินเคินสะพัก	๕๐๐
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์		หุ้นบุริมสิทธิ	๑,๕๐๐
ที่ไม่ได้ใช้โดยตรงในธุรกิจ	๕๐๐	หุ้นสามัญ	๘,๐๐๐
		กำไรสะสม	๓,๐๐๐
	<u>บาท ๑๑,๐๐๐</u>		<u>บาท ๑๑,๐๐๐</u>

สินทรัพย์ถาวรหรือบางครั้งที่เรียกว่า การลงทุน ก็คือ สินทรัพย์ประจำบวกด้วย  
 สินทรัพย์เคินสะพักสิทธิ สินทรัพย์เคินสะพักสุทธิก็มักจะเรียกกันว่า ทุนหมุนเวียน (Working  
 Capital) ซึ่งเท่ากับ  $๒,๐๐๐ - ๕๐๐ = ๑,๕๐๐$  บาท สินทรัพย์ทั้งหมดเท่ากับ  
 $๘,๕๐๐ + ๑,๕๐๐ = ๑๐,๐๐๐$  ซึ่งจำนวนนี้จะเป็นค่าที่แท้จริงของธุรกิจ ถ้ารายรับเบื้องต้น  
 เท่ากับ  $๒๐,๐๐๐$  บาท ผลตอบแทนของสินทรัพย์จะเท่ากับ  $\frac{๒๐,๐๐๐}{๑๐,๐๐๐} = ๒$  โดยที่สินทรัพย์นั้น  
 มีราคาเป็นต้นทุน แต่ค่าขายหรือรายรับมีราคาเป็นราคาขาย วิธีการคำนวณผลตอบแทนของ  
 สินทรัพย์แบบนี้ จึงไม่ค่อยสมเหตุสมผล แต่ก็เป็นที่คำนวณได้ง่ายและสะดวก โดยเฉพาะ  
 สามารถใช้เปรียบเทียบผลตอบแทนของสินทรัพย์ในงวดที่ต่างกันได้

อัตราดอกเบี้ย ๒% อัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจ ๕๕% ผลตอบแทนของสินทรัพย์  
 เท่ากับ ๑ ตัวเลขเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันตามทฤษฎี

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนรวมทั้งกำไรของบริษัท ง. เท่ากับ ๘๖  
 ผลตอบแทนของสินทรัพย์ = ๕๕ ถ้ายอดคงเหลือนี้ Capitalized ที่ ๒% ซึ่งจะเท่ากับ  
 $\frac{๕๕}{๐.๐๒} = ๒๗๕๐$  ซึ่งจะเท่ากับค่าของสินทรัพย์ตามทฤษฎี ถ้ารายได้เบื้องต้นเท่ากับ ๑๐๐ บาท  
 ผลตอบแทนของสินทรัพย์จะเป็น  $\frac{๑๐๐}{๒๗๕๐} = \frac{๒}{๕๕}$  ต่อปี ใช้การคำนวณวิธีนี้หากของบริษัท  
 ซึ่งเท่ากับ  $\frac{๕๕}{๐.๐๒} = ๒๗๕๐$  และของบริษัท ก. =  $\frac{๓๐}{๐.๐๒} = ๑๕๐๐$  ซึ่งจะได้ผลตอบแทนของสินทรัพย์  
 เท่ากับ  $\frac{๒}{๕๕}$  และ  $\frac{๒}{๕๕}$  ตามลำดับ

การเปลี่ยนแปลงในอัตราส่วนของ Capitalization นั้น เป็นสัดส่วนกับรายได้ ซึ่งจะทำให้ค่าของสินทรัพย์หรือการลงทุนเปลี่ยนแปลงไป และจะมีผลทำให้ผลตอบแทนของสินทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปด้วย ถ้าสมมุติว่าอัตราดอกเบี้ยเป็น ๑๒% ค่าของสินทรัพย์จะเป็น ๕๐ และผลตอบแทนของสินทรัพย์จะเป็น ๒ และในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ยเป็น ๓% ค่าของสินทรัพย์จะเป็น ๒๐๐ บาท และผลตอบแทนของสินทรัพย์จะเป็น  $\frac{2}{100}$  หรือ ๐.๕

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนการดำเนินงาน สินทรัพย์ หรือ ค่าของการลงทุน และโครงสร้างของเงินทุน

จากการที่ดอกเบี้ยและเงินต้นของเงินกู้ระยะยาวโดยปกติจะจ่ายจากส่วนของรายได้ที่ทำได้สำหรับจ่ายดอกเบี้ย และเงินปันผล ตัวอย่างของบริษัท ง. สามารถที่จะออกหุ้น และหุ้นกู้ได้มากกว่าบริษัท ก. รายได้สุทธิภายหลังหักค่าใช้จ่ายและภาษี แต่ก่อนหักดอกเบี้ย และเงินปันผลของบริษัท ง. เป็น ๘ เท่าของบริษัท ก. ยิ่งไปกว่านั้น ถ้าหุ้นที่ออกนั้นมีการค้าประกันโดยใช้สินทรัพย์ประจำจำนวนไว้ \* นั้นหมายความว่าบริษัท ง. สามารถจะรักษาราคาของหุ้นกู้ให้มีราคามากกว่าบริษัท ก. ส่วนของเงินทุนไม่นับกำไรสะสมของบริษัท ก. อาจจะเป็นเพียง ๕๐ บาท ซึ่งเท่ากับ  $\frac{1}{5}$  ของค่าของกิจการ ซึ่งแน่นอนย่อมไม่มากไปกว่า  $\frac{1}{5}$  ของค่าของสินทรัพย์ หรือ ๒๐ บาท ซึ่งควรจะเป็นหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ์ \*๒ หุ้นสามัญจะเป็น ๒๐ บาท ถ้าอัตราเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ์และหุ้นกู้ โดยเฉลี่ยเป็น ๕% (ในทางปฏิบัติจริง ๆ อัตราเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ์มักจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ในกิจการเดียวกัน แต่เมื่อเรารวมหุ้นกู้ และหุ้นบุริมสิทธิ์เข้าไว้ในประเภทเดียวกันแล้ว เราจะสมมุติอัตราเฉลี่ยของผลตอบแทนของ ๒ ประเภทนี้ = ๕%) ดอกเบี้ยและเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ์ทั้งหมดจะเท่ากับ ๑ บาท (๕% ของ ๒๐ บาท) ที่เหลืออีก ๕ บาท จะเป็นส่วนตอบแทนของหุ้นสามัญที่มีจำนวน ๒๐ บาท หรือเท่ากับ ๕.๐๓%

\* ถ้าไม่มีการจำนอง ผู้ทำการวิเคราะห์ทางการเงินมักจะเปรียบเทียบหุ้นกู้กับสินทรัพย์ประจำเสมอ

\*๒ จากการศึกษาวิเคราะห์หุ้นบุริมสิทธิ์ที่นับเข้าประเภทหุ้นกู้ เพราะว่ามีเงินปันผลที่ทยอยตัว และมักจะถูกพิจารณาว่าเป็นหนี้สินที่แท้จริงของธุรกิจด้วย

ยอดรวมของส่วนของผู้ถือหุ้นไม่รวมกำไรสะสมของบริษัท ง. อาจสูงถึง ๒๒๕ ซึ่งอาจจะเป็นหุ้นกู้ และหุ้นบุริมสิทธิได้ ๕๐๐ ถ้าอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิเฉลี่ยเท่ากับ ๕% เช่นกัน จำนวนดอกเบี้ยทั้งหมดจะเท่ากับ ๒๕ บาท และเหลืออีก ๒๕ บาท สำหรับจ่ายเป็นเงินปันผลแก่หุ้นสามัญ ๓๒๕ นั่นคือผลตอบแทนของหุ้นสามัญในบริษัท ง. จะเท่ากับ ๘.๘% เหตุผลของทั้ง ๔ บริษัท แสดงเป็นตารางได้ดังนี้

	บริษัท ก.	บริษัท ข.	บริษัท ค.	บริษัท ง.
รายได้เบื้องต้น	๑๐๐	๑๐๐	๑๐๐	๑๐๐
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุน	๕๔	๕๕	๓๖	๕๖
อัตราส่วนของการดำเนินงาน	๕๔%	๕๕%	๓๖%	๕๖%
ผลตอบแทนของค่าใช้จ่ายคงที่ของเงินทุน				
และเงินปันผล	๖	๕๒	๓๐	๕๔
ค่าของสินทรัพย์หรือค่าของการลงทุน	๑๐๐	๓๖๐	๕๐๐	๕๐๐
ผลตอบแทนของสินทรัพย์	๑	$\frac{๑}{๓}$	$\frac{๑}{๕}$	$\frac{๑}{๕}$
ยอดรวมของเงินทุนทั้งหมด	๔๐	๒๐๐	๔๕๐	๕๒๕
หุ้นกู้ (และหุ้นบุริมสิทธิ)	๒๐	๓๕๐	๒๕๐	๕๐๐
หุ้นสามัญ	๒๐	๒๕๐	๒๐๐	๓๒๕
ดอกเบี้ยและเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ๕%	๑๐	๑๓.๕๐	๑๒.๕๐	๒๕.๐
จำนวนครั้งที่จะสามารถจะเป็นค่าดอกเบี้ย	๖	๒.๔	๒.๔	๒.๑๖
และเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิได้				
ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ	๘.๓%	๕.๘%	๘.๓๖%	๘.๘%
สัดส่วนของหุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิต่อ	$\frac{๑}{๕}$	$\frac{๑}{๒}$	$\frac{๑}{๒}$	$\frac{๒}{๕}$
ค่าของสินทรัพย์หรือการลงทุน				

อัตราส่วนของหุ้นบุริมสิทธิต่อสินทรัพย์ในบริษัท ก. นั้นน้อยที่สุด แต่จำนวนครั้งที่สามารถจะจ่ายให้แก่ออกเบี้ยและเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิสูงสุด แต่อย่างไรก็ตาม ไม่ได้นิยามความว่า หุ้นของบริษัท ก. จะดีหรือเหนือกว่าบริษัทอื่น ๆ เพราะจะต้องขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ อีก

ความสัมพันธ์โดยทั่วไประหว่างอัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจ ค่าของสินทรัพย์ และโครงสร้างของเงินทุน สามารถสรุปได้ดังนี้คือ ถ้าอัตราส่วนของการดำเนินงาน ค่าของสินทรัพย์จะสูง และยอดรวมของจำนวนเงินทุนจะมีส่วนสัมพันธ์กับรายได้เบื้องต้นหรือรายรับ จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อหุ้นสามัญสูงกว่า ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราส่วนของการดำเนินงานสูง ค่าของสินทรัพย์จะต่ำ ยอดรวมของเงินทุนที่สัมพันธ์กับรายรับจะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญต่ำกว่า

แต่ตัวอย่างที่นำมาแสดงนี้ มีความแตกต่างกันอย่างมากในกิจการที่ประกอบบริษัท ก. เป็นกิจการที่ทำการผลิตและขายผลิตภัณฑ์ บริษัท ข. เป็นกิจการสาธารณูปโภค บริษัท ค. เป็นกิจการขนส่ง และบริษัท ง. เป็นกิจการสาธารณูปโภคเช่นกัน แต่เป็นน้ำประปา ในขณะที่ บริษัท ข. เป็นพลังงานไฟฟ้า ความแตกต่างในกิจการที่ประกอบนี้เป็นสาเหตุเบื้องต้นดังที่กล่าวแล้วในข้อ ๑. เมื่อพิจารณาณบริษัท ง. สินทรัพย์จะประกอบไปด้วยอุปกรณ์ประปา บ่อเก็บน้ำ และท่อจ่ายเป็นกิโลเมตร ๆ ที่ฝังอยู่ทั่วเมือง งานส่วนมากทำที่โรงงาน ถ้าเปรียบเทียบกับการทำงานแรงงานซึ่งมีค่าเสื่อมราคาของเครื่องจักรเล็กน้อย ท่อประปาอาจมีอายุใช้งาน ๑๐๐ ปี หรือมากกว่านั้น ค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมบำรุงรักษาที่มีจำนวนน้อย ค่าโฆษณาและค่าส่งเสริมการขายมีความจำเป็นน้อยมาก ผู้บริโภคจะเปิดท่อจ่ายประปาเพื่อให้ได้น้ำมาใช้ น้ำก็ไหลออกมาตามวิธีการอย่างง่าย ๆ แต่ก็ไม่ได้ด้วยความรวดเร็วและอย่างอัตโนมัติ ท่อจ่ายถูกส่งตรงไปยังผู้บริโภค การลงทุนของกิจการน้ำประปาในสินทรัพย์จะมีจำนวนมาก เมื่อเปรียบเทียบกับรายได้จากการดำเนินงาน ผลตอบแทนของสินทรัพย์จึงต่ำ เมื่อเปรียบเทียบกับ บริษัท ง. กับบริษัท ก. ซึ่งเป็นกิจการขนส่ง บริษัทนี้จะมีรถที่ใช้ในการบรรทุกสินค้าและผู้โดยสารเป็นธุรกิจที่ต้องทำอย่างรีบเร่ง

และมีค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาและซ่อมแซมมาก รวมทั้งค่าเสื่อมราคาก็มาก ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าแรง และวัตถุดิบที่จะก่อให้เกิดรายได้มากกว่ากิจกรรมน้ำประปา ซึ่งจะมีผลทำให้อัตราส่วนของค่าใช้จ่ายของธุรกิจการขนส่งสูงกว่าของกิจกรรมน้ำประปา ผลตอบแทนของสินทรัพย์ก็มีจำนวนมากกว่า

อัตราส่วนของการดำเนินงานของบริษัท ข. ซึ่งเป็นกิจการพลังงานไฟฟ้า โดยทั่วไปจะสูงกว่าของกิจกรรมน้ำประปา แต่จะต่ำกว่าของกิจการขนส่ง กิจการพลังงานไฟฟ้าต้องการเงินทุนมากสำหรับทำเขื่อนกั้นน้ำ ซึ่งเป็นงานที่หนัก ธุรกิจเช่นนี้จึงต้องใช้วัตถุดิบและแรงงานมากกว่าที่กิจกรรมน้ำประปาจะใช้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้ากิจการพลังงานไฟฟ้ามีเครื่องจักรไอน้ำช่วย แต่ก็ยังคงต้องอาศัยแรงงาน และวัตถุดิบมากกว่าของกิจการขนส่ง ในทางตรงกันข้ามกิจการไฟฟ้าที่ใช้เครื่องจักรไอน้ำ จะลงทุนในสินทรัพย์น้อยกว่ากิจการไฟฟ้าที่ใช่พลังงานไฟฟ้า

เนื่องจากธุรกิจในปัจจุบันนี้มีอุตสาหกรรมหลายประเภท และวิธีการหรือขบวนการที่ต่าง ๆ กัน อัตราส่วนของการดำเนินงานของธุรกิจที่ทำการผลิตจึงมีความสำคัญน้อยมาก ตัวเลขที่แน่นอนนั้นจะขึ้นอยู่กับชนิดของธุรกิจ ในหน่วยงานที่ขายสินค้าอัตราส่วนการดำเนินงานจะสูงมาก แต่จะมีค่าของสินทรัพย์ต่ำเมื่อเทียบกับค่าขาย และผลตอบแทนของสินทรัพย์จึงสูง ซึ่งบางครั้งอาจสูงขึ้นไปกว่า ๑๐ เท่า เพราะว่าจะมีสินทรัพย์ประจำอยู่ ๒ - ๓ ชนิดที่จะนำมาค้าประกันเงินทุนที่ออกไป ธุรกิจประเภทนี้สามารถจะหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้เป็นจำนวนมากจากการขายหุ้นสามัญ และอาจมีหุ้นบุริมสิทธิบ้างก็ได้ ธุรกิจที่ทำการผลิตสินค้าประเภททุนที่ค่อนข้างจะเป็นขั้นใหญ่ ๆ และหนัก เช่น ผลิตรถจักร เครื่องปั้นน้ำ หรือการทำเหมือง การสำรวจบ่อน้ำมัน มักจะมีความโน้มเอียงที่จะมีผลตอบแทนสินทรัพย์ต่ำกว่าผู้ผลิตสินค้า หรืออุปกรณ์ที่เบา ๆ หรือเล็ก ๆ



ในการสรุปการวิเคราะห์การเงินของธุรกิจในอดีตที่ผ่านมา ก็พบว่าจะมีวิธีการคำนวณอัตราส่วนการดำเนินงานของธุรกิจได้หลายวิธี บางคนอาจจะเรียกว่า "ต้นทุนและค่าใช้จ่ายดำเนินงาน" ค่าใช้จ่ายและต้นทุนจะมีความหมายแคบมาก เช่น ค่าแรงและค่าจ้างแรงงานในการทำงานของบุคคล ต้นทุนของวัตถุดิบและวัสดุที่ใช้ เช่น ต้นทุนของน้ำมันและพลังงานอื่น ๆ ดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะสั้น ภาษีทั้งหมดยกเว้นภาษีเงินได้ ค่าใช้จ่าย และต้นทุนนี้จะไม่รวมค่าเสื่อมราคา หรือบางครั้งก็อาจจะไม่รวมค่าซ่อมแซมบำรุงรักษา บางคนก็อาจจะให้ความหมายของต้นทุนและค่าใช้จ่ายกว้างออกไป โดยรวมค่าเสื่อมราคา ต้นทุนของสินทรัพย์ที่ไม่ใช่แล้ว และค่าซ่อมแซมบำรุงรักษาและบางคนก็อาจจะรวมภาษีเงินได้เข้าไปด้วย

#### IV ความเหมาะสมของการใช้เงินทุน

ลักษณะและชนิดของหลักทรัพย์ที่จะนำไปค้าประกันเงินทุนใหม่ มักจะขึ้นกับวัตถุประสงค์ของธุรกิจว่าจะนำเงินทุนใหม่นั้นไปใช้ทำอะไร เหตุผลง่าย ๆ ๓ ประการสำหรับการหาเงินทุนใหม่ คือ

๑. การชำระหนี้สิน และเพื่อการไถ่ถอนหลักทรัพย์เก่า
๒. การขยายกิจการ
๓. การเพิ่มขึ้นของทุนหมุนเวียน

เพื่อให้ง่ายแก่การเข้าใจ จึงยกตัวอย่างคว้งงบบดุล ดังนี้

บริษัท.....

งบดุล

ณ วันที่ ๓๑ ธันวาคม ๒๕๑๒

<u>สินทรัพย์</u>		<u>หนี้สินและส่วนของผู้เจ้าของ</u>	
สินทรัพย์เคินสะพัก	๓๒,๔๔๓,๔๓๒	หนี้สินเคินสะพัก	๒๔,๒๑๕,๕๑๐
เงินลงทุนในกิจการ	๑๕,๓๒๐,๐๔๖	หนี้สินอื่น ๆ	๓,๓๕๘,๖๒๒

<u>สินทรัพย์</u>		<u>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</u>	
สินทรัพย์ประจำหักค่าเสื่อมราคา	๔๑,๔๗๒,๘๓๖	สำรองเพื่อการผูกเงิน	๔,๘๗๕,๕๐๖
ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าและ		หุ้นบุริมสิทธิ ๕% ชนิดทบ	
ค่าใช้จ่ายค้างพัก	๑,๓๕๓,๐๓๐	๑๐๐,๐๐๐ หุ้น ราคาตราไว้ ๑๐๐ บาท	
สินทรัพย์อื่น ๆ	๑,๐๔๘,๓๕๐	ถือถอนหุ้นละ ๑๐๓ บาท	๑๐,๐๐๐,๐๐๐
		หุ้นสามัญ ๓๒๐,๐๐๐ หุ้น	
		หุ้นละ ๑๐๐ บาท	๓๒๐,๐๐๐,๐๐๐
		หักที่ยังไม่ได้จำหน่าย	
		๑๑๕,๕๖๘ หุ้น	
		๑๐๐ บาท	๑๑,๕๕๖,๘๐๐
			๖๐,๕๕๓,๒๐๐
		กำไรสะสม	๒๔,๒๒๘,๕๒๖
บาท	<u>๑๓๒,๕๗๒,๓๑๖</u>	บาท	<u>๑๓๒,๕๗๒,๓๑๖</u>

บริษัทได้ประกาศขายหุ้นบุริมสิทธิชนิดทบ (Cumulative preferred stock) แก่ประชาชนทั่วไป ๒๐๐,๐๐๐ หุ้น อัตรา ๓.๖๕% โดยมีราคาหุ้น ๆ ละ ๑๐๐ บาท และหุ้นสามัญอีก ๔๐๐,๐๐๐ หุ้น หุ้นละ ๒๕ บาท รายได้จากการขายหุ้นทั้งหมดหลังจากหักค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมธนาคารแล้ว ได้เงิน ๓๕,๓๖๐,๓๐๐.๐๐ บาท ราคาที่ขายในตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ หุ้นละ ๑๐๖.๓๕ บาท หุ้นสามัญหุ้นละ ๔๑ บาท ค่าธรรมเนียมธนาคารและค่าใช้จ่ายในการขายสำหรับหุ้น หุ้นละ ๒.๒๕ บาท และ ๒.๒๐ บาท สำหรับหุ้นสามัญ

โคกชายทุนบุรีมลิทธิ	๒๐๐,๐๐๐ X ๑๐๐,๕๐	=	๒๐,๑๐๐,๐๐๐ บาท
โคกชายทุนสามัญ	๔๐๐,๐๐๐ X ๓๘.๕๐	=	<u>๑๕,๕๒๐,๐๐๐ บาท</u>
รวมโคกเงินสุทธิ			๓๕,๖๒๐,๐๐๐ บาท
หักค่าใช้จ่ายอื่น ๆ อีกประมาณ			<u>๒๕๕,๓๐๐ บาท</u>
รายได้จากการขายทุนสุทธิ			<u>๓๕,๓๖๐,๗๐๐ บาท</u>

บริษัทวางโครงการที่จะใช้เงินที่ได้มานี้มาไถ่ถอนทุนบุรีมลิทธิสมทบ ๔% ซึ่งราคาที่จะไถ่ถอน ทุนละ ๑๐๓ บาท มีอยู่ ๑๐๐,๐๐๐ ทุน เป็นเงิน ๑๐,๓๐๐,๐๐๐ ส่วนเงินที่เหลือก็จะใช้เพิ่มทุนหมุนเวียน โดยให้อยู่ในรูปเงินฝากชั่วคราว หรืออาจจะใช้เงินบางส่วนในการซื้อสินค้าคงคลัง หรือชำระหนี้สินระยะสั้น และประการสุดท้ายบริษัทอาจจะซื้ออุปกรณ์และสร้างโรงงานใหม่ได้ นี่เป็นข้อสังเกตที่ดีให้เห็นว่า บริษัทได้วางโครงการที่จะใช้เงินทุนที่ได้มาทุกวัตถุประสงค์ที่เงินทุนใหม่ ๆ โดยทั่วไปควรใช้กัน

แต่ถ้าจะมีคำถามว่า บริษัทจะมีหุ้นสามัญ ๒ ชนิดได้อย่างไร โดยที่หุ้นเก่ามีราคา ๑๐๐ บาท และหุ้นใหม่มีราคาเพียง ๒๕ บาท คำตอบของคำถามนี้ขึ้นอยู่กับความจริงที่ว่าบริษัทได้วางโครงการในเวลาเดียวกันที่จัดการหุ้นสามัญ ในวันที่ ๓๑ ธันวาคม ๒๕๑๒ นั้นในงบดุลจะมีหมายเหตุไว้ว่า ไต่ออกหุ้นสามัญ ๓๒๐,๐๐๐ ทุน ในราคาหุ้นละ ๑๐๐ บาท ซึ่งจำนวนนี้ ๑๑๕,๔๖๘ ทุน ยังจำหน่ายไม่ได้ ยอดคงเหลือของหุ้นที่จำหน่ายได้จึงเท่ากับ ๒๐๔,๕๓๒ ทุน และทางบริษัทประกาศที่จะให้มูลค่าหุ้นเดิมสามารถจะแลกหุ้นที่เดิมราคาหุ้นละ ๑๐๐ บาท ให้เป็นหุ้นราคาหุ้นละ ๒๕ บาท ได้ ๔ ทุน ต่อหุ้นเดิม ๑ ทุน เพราะฉะนั้นมูลค่าหุ้นเก่าจะเปลี่ยนหุ้นได้ ๒๐๔,๕๓๒ X ๔ = ๘๑๘,๑๓๒ ทุน หุ้นละ ๒๕ บาท และอย่างแน่นอนหุ้นที่ยังจำหน่ายไม่ได้ ๑๑๕,๔๖๘ ทุน ก็สามารถจะเปลี่ยนหุ้นได้ ๔ เท่าเช่นกัน จึงควรมีเท่ากับ ๔๖๑,๘๗๒ ทุน

แต่ต้องพึงระลึกไว้เสมอว่า หุ้นบุริมสิทธิ ๒๐๐,๐๐๐ หุ้น และหุ้นสามัญ ๔๐๐,๐๐๐ หุ้น ซึ่งออกใหม่ และจะขายให้แก่บุคคลภายนอก โดยที่หุ้นบุริมสิทธิเดิมจะถูกไถ่ถอน นั้นคือมีการปรับปรุงเฉพาะหุ้นสามัญเท่านั้น เราจะพบว่าโครงสร้างของเงินทุนก่อนและหลังการปรับปรุงทางการเงินมีดังนี้ คือ

	๓๑ มี.ค. ๒๕๑๒	ภายหลัง การจัดเงินทุนใหม่
หุ้นบุริมสิทธิ ชนิดทบ ๘% ราคาหุ้นละ ๑๐๐ บาท	๑๐๐,๐๐๐ หุ้น	ไม่มี
หุ้นบุริมสิทธิ ชนิดทบ ๓.๖๕% ราคาหุ้นละ ๑๐๐ บาท	ไม่มี	๒๐๐,๐๐๐ หุ้น
หุ้นสามัญ ราคาหุ้นละ ๑๐๐ บาท	๒๐๘,๕๓๒ หุ้น	ไม่มี
หุ้นสามัญ ราคาหุ้นละ ๒๕ บาท	ไม่มี	๒,๘๑๘,๑๒๘ หุ้น*

\*หุ้นเก่าที่จำหน่ายไปแล้ว หุ้นละ ๑๐๐ บาท มีทั้งหมด ๒๐๘,๕๓๒ หุ้น สามารถแลกเปลี่ยนใหม่ได้ ๘ หุ้น หุ้นละ ๒๕ บาท จึงมีทั้งหมด ๒๐๘,๕๓๒ X ๘ = ๒,๘๑๘,๑๒๘ บวกกับหุ้นที่ออกใหม่ ๔๐๐,๐๐๐ หุ้น จึงมีทั้งสิ้น ๒,๘๑๘,๑๒๘ หุ้น

ถ้าย้อนกลับไปพูดถึงการใช้เงินทุนเหล่านี้คือ การชำระหนี้สิน ไถ่ถอนหลักทรัพย์ ขยายโรงงาน หรือเพิ่มสินทรัพย์ประจำ และเพิ่มทุนหมุนเวียน จึงสามารถสรุปได้ว่าจะเป็น การปลดปล่อยค่า เงินทุนที่จะไถ่ถอนหลักทรัพย์หรือชำระหนี้สิน ควรจะได้มาจากการออกหลักทรัพย์ใหม่ที่มีต้นทุนต่ำกว่า หรือจากการได้มาของกำไรสะสมของธุรกิจ โดยทั่วไปจะไม่เป็นการสมควรเลยที่จะยืมหนี้สินระยะสั้นมาไถ่ถอนหนี้สินระยะยาว ถึงแม้ว่าอาจจะมีสภาพแวดล้อมที่พิเศษ หรือเหมาะสมที่จะให้ทำเช่นนั้น การขยายโรงงาน หรือเพิ่มสินทรัพย์ประจำ มักจะเป็นกฎที่ค่อนข้างจะแน่นอนกว่า ควรจะจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นกู้ระยะยาว หรือการออกหุ้นใหม่ หรือได้จากการกัณฑ์กำไรไว้ของแต่ละปีและนำกำไรที่สะสมไว้ในกิจการนี้มาลงทุนใหม่ เนื่องมาจากสินทรัพย์ประจำของธุรกิจประเภทอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นโดยมีสัดส่วนกับสินทรัพย์ คินสะสม

ฝ่ายจัดการจะมีความโน้มเอียงที่จะเพิ่มเงินทุนจากการใช้หลักทรัพย์ระยะยาว  
ถึงแม้ว่าไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเป็นหุ้นกู้ อาจจะเป็นอย่างอื่น เช่น การกู้ที่มีกำหนดการ  
ชำระคืนระยะปานกลางภายใต้สถานการณ์ปกติโดยทั่ว ๆ ไป ธุรกิจส่วนใหญ่จะไม่สร้าง  
โรงงานเพิ่มเติมโดยการใช้จ่ายเงินที่ได้จากหนี้การค้าเลย

แหล่งที่มาของทุนหมุนเวียน (Source of Working Capital)

ทุนหมุนเวียนนั้นหมายถึง เงินสด สินค้าคงคลัง ลูกหนี้ระยะสั้น และเงินลงทุน  
ที่มีนคง และพร้อมที่จะขายได้ รายการที่รวมในทุนหมุนเวียนอาจจะกล่าวได้ว่า  
โดยทั่ว ๆ ไปแล้วเกิดขึ้นเนื่องจากเงื่อนไขหรือสัญญาในการใช้สินทรัพย์ประจำอย่างสม่ำเสมอ  
ถ้าสินค้าคงคลังนั้นเป็นสินค้าสำเร็จรูป ซึ่งพร้อมจะเปลี่ยนเป็นเงินสด หรือลูกหนี้ได้ ถ้ายังเป็น  
วัตถุดิบซึ่งจะต้องผ่านกระบวนการผลิตให้เป็นสินค้าที่จวนจะเสร็จ หรือสินค้าสำเร็จรูป ถ้ารายการ  
ของทุนหมุนเวียนเป็นลูกหนี้ หรือเงินลงทุนที่มีนคง ก็จะสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสด และถ้าเป็น  
เงินสดก็จะเป็นรายการเดียวที่จะเปลี่ยนเป็นสินค้าคงคลัง หรือสินทรัพย์อื่น ๆ ได้ หรืออาจจะ  
ใช้หนี้หรือจ่ายเป็นเงินปันผลได้ในงบดุล ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์เคลื่อนที่ที่แสดงในหน้า ๑๗  
จะรวมเงินฝากธนาคาร พันธบัตรรัฐบาลในราคาทุน ลูกหนี้ สินค้าสำเร็จรูป งานระหว่างทำ  
วัตถุดิบและวัสดุอื่น ๆ สิ่งเหล่านี้คือทุนหมุนเวียน แต่ผู้บริหารการเงิน และนักบัญชีมักจะให้  
คำจำกัดความของทุนหมุนเวียนว่า เป็นสินทรัพย์เคลื่อนที่หักด้วยหนี้สินเคลื่อนที่ นั่นคือ  
หักด้วยเจ้าหนี้ระยะสั้น แต่ตัวเงินจ่ายระยะสั้น ภายใต้ประมาณที่จะต้องจ่ายและต้องจ่าย  
ในไม่ช้า และหุ้นกู้ระยะยาว แต่ถึงกำหนดไถ่ถอนในปีนั้น ๆ ในความหมายนี้ ทุนหมุนเวียน  
ตามงบดุลหน้า ๑๗ จึงเท่ากับ ๗๒,๔๘๗,๕๗๒ - ๒๔,๒๑๕,๕๑๐ ซึ่งเท่ากับ ๔๘,๒๗๒,๐๖๒ บาท  
แนวความคิดอันนี้ก็จะเรียกได้ว่าเป็นทุนหมุนเวียนสุทธิ ในกรณีเช่นนี้สินทรัพย์เคลื่อนที่  
ที่ไม่มีรายการหักก็จะหมายถึงทุนหมุนเวียนเบื้องต้น

นักเศรษฐศาสตร์มักจะใช้คำว่าทุนหมุนเวียนในความหมายของการหมุนเวียน  
ของเงินทุน นั่นคือ หมายถึงสินค้าคงคลังที่ธุรกิจเป็นเจ้าของ ซึ่งอยู่ในรูปของสินค้า  
สำเร็จรูป งานระหว่างทำหรือวัตถุดิบ หรืออาจจะกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ

"รายรับทั้งหมดของกิจการ ก็คือ หนี้สินของอีกกิจการหนึ่ง แม้ว่าจะเป็นเจ้าหนี้เงินสด หรือหนี้ที่รัฐบาลเป็น ก็ถือเป็นรายรับได้เหมือนกัน" ดังนั้น ในความหมายอย่างกว้าง ๆ แล้ว รายรับและรายจ่ายเหล่านี้ จะมีการหมุนเวียน และใช้จ่ายไปอยู่เสมอ และผลของการหมุนเวียนของรายรับ และรายจ่ายดังกล่าวนี้ ก็คือ สินค้าหรือสินทรัพย์อย่างอื่นซึ่ง เรียกว่าเป็นทุนหมุนเวียน \*

ทุนหมุนเวียนอาจจะเพิ่มได้โดยทั่ว ๆ ไป ๕ วิธี คือ

๑. การนำรายได้ที่หาได้และมีเก็บไว้ในกิจการมาลงทุนใหม่
๒. การจำหน่ายหุ้น
๓. การจำหน่ายหุ้นสามัญ
๔. เกิดจากหนี้สินระยะสั้น และเจ้าหนี้การค้า
๕. การขายอาคาร และสินทรัพย์ถาวรอื่น ๆ เป็นเงินสด

ถ้าทุนหมุนเวียนนี้เป็นการพิจารณากระหว่างสินทรัพย์เคลื่อนที่ และหนี้สินเคลื่อนที่ จะเห็นว่า การยืมหนี้สินระยะสั้นหรือการมีหนี้การค้า จะไม่ทำให้ทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นเลย เพราะว่าการเพิ่มขึ้นเช่นนี้ จะเป็นการเพิ่มขึ้นทั้งสองข้าง จึงให้ยอดแตกต่างกันไม่เปลี่ยนแปลง อย่างไรก็ตาม โดยทั่วไปก็จะมีผลกระทบกระเทือนอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์เคลื่อนที่ ต่อหนี้สินเคลื่อนที่

วิธีที่ ๕ คือการขายอาคารหรือสินทรัพย์ถาวรอื่น ๆ ไม่ใช่วิธีปกติที่จะปฏิบัติอย่างสม่ำเสมอ จึงจะขอเว้นไม่กล่าวถึง ถ้าการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์เคลื่อนที่เป็นส่วนหนึ่งของการไหล (flow) ที่ปกติสม่ำเสมอของทุนหมุนเวียน ก็จะเป็นเหตุผลที่สมควรที่ควรที่จะเพิ่มสินทรัพย์เคลื่อนที่ขึ้น โดยการขายหลักทรัพย์ระยะยาว หรือโดยการนำกำไรที่มี

---

\*จาก Jr. Hicks & A.G. hart, the Social Framework of the American Economy. Oxford University Press 1945, page 107 - 108

ในกิจการมาลงทุนใหม่ อาจจะมีปัญหาเกิดขึ้นว่าควรที่จะเลือกอย่างไรระหว่างหุ้นกู้ กับหุ้นสามัญ ก็มีความเห็นว่าควรที่จะเลือกหุ้นสามัญ เพราะว่าธุรกิจที่มีอัตราหนี้สิน ที่เชื่อถือได้ อาจจะมีบี้ยิ่งตนเองให้พ้นจากภาระของหนี้สินระยะยาว และค่าใช้จ่ายที่คงที่ เพื่อที่จะได้มาซึ่งสินทรัพย์ซึ่งเป็นเครื่องมือตามปกติในการดำเนินงานของธุรกิจที่สามารถ จะเปลี่ยนให้เป็นอย่างอื่นได้ หรืออาจจะขายไปทั้ง ๆ ที่มันยังคงมีค่าอยู่หรือไม่ก็เลยก็ได้

ถ้าการเพิ่มขึ้นของเงินทุนเป็นความจำเป็นชั่วคราว เขามักจะจัดหาจากการเพิ่ม หนี้สินระยะสั้น และหนี้การค้าที่ได้จากการซื้อเชื่อ ธุรกิจที่จำเป็นจะต้องใช้ทุนหมุนเวียนมาก ไม่ว่าจะเป็นการชั่วคราว หรือถาวรก็ตาม ก็ต้องมีความสัมพันธ์กับค่าของสินทรัพย์ซึ่งจะต้อง มีหุ้นกู้บางเล็กน้อย นี่เป็นอีกวิธีที่จะเน้นให้เห็นหลักการ (principle) ธุรกิจที่มีอัตราส่วน การดำเนินงานสูง หรือต้องการทุนหมุนเวียนมาก รวมทั้งความต้องการแรงงานอย่างมากแล้ว โครงสร้างของเงินทุนที่ส่วนมากต้องประกอบด้วยหุ้นสามัญ

V ความมั่นคงของรายได้ของธุรกิจ

โครงสร้างของเงินทุนนี้ขึ้นอยู่กับความมั่นคงของรายได้ของธุรกิจ ซึ่งจะใช้ ตัวอย่างของบริษัท ก. และบริษัท ค. ในหน้า ๑๗ อีกครั้ง คือ

		บริษัท ก.	บริษัท ค.
กำไรจากการดำเนินงานเบื้องต้น	บาท	๑๐๐	๑๐๐
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	บาท	๔๔	๓๖
อัตราส่วนของการดำเนินงาน		๔๔%	๓๖%
ผลตอบแทนของค่าใช้จ่ายคงที่และเงินปันผล	บาท	๖	๓๐
ค่าของสินทรัพย์	บาท	๑๐๐	๕๐๐
หุ้นกู้ (และหุ้นบุริมสิทธิ)	บาท	๒๐	๒๕๐

		บริษัท ก.	บริษัท ก.
หุ้นสามัญ	บาท	๒๐	๒๐๐
ดอกเบี้ย (และเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ) ที่กองจ่าย ๕%	บาท	๑	๑๒.๕๐
จำนวนครั้งที่สามารถจะจ่ายเป็นค่าดอกเบี้ย และเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิได้	บาท	๒	๒.๔

ในบริษัท ก. มีหุ้นกู้ ๕ ของสินทรัพย์ทั้งหมด ส่วนของบริษัท ก. มี ๒๕ ของสินทรัพย์ทั้งหมด ดอกเบี้ยหุ้นกู้ (รวมทั้งเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ) สามารถจะจ่ายได้ ๒ เท่า ในบริษัท ก. และ ๒.๔ ในบริษัท ก. ถ้ารายได้จากการดำเนินงานเบื้องต้นโดยเฉลี่ยของแต่ละธุรกิจลดลง ๑% ขณะเดียวกันค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานก็ลดลง ๑๐% เช่นกัน ตัวเลขจะเป็นดังนี้ คือ

		บริษัท ก.	บริษัท ข.
รายได้จากการดำเนินงานเบื้องต้น	บาท	๔๕	๔๕
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	บาท	๔๕.๒๐	๒๓
อัตราส่วนของการดำเนินงาน		๕๕%	๗๕%
ผลตอบแทนของค่าใช้จ่ายคงที่ และเงินปันผล หุ้นกู้ (และหุ้นบุริมสิทธิ)	บาท	๐.๕๐	๒๒
ดอกเบี้ยและเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิที่กองจ่าย	บาท	๒๐	๒๕๐
จำนวนครั้งที่สามารถจะจ่ายเป็นค่าดอกเบี้ย และเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ	บาท	๑	๑๒.๕๐
	บาท	๐.๔	๑.๗๖



แสดงว่าบริษัท ก. มีรายได้เพียง ๔๐% ของดอกเบี้ยและเงินปันผลหุ้นบริษัทยิ่งเกิดส่วนขาดทุนสำหรับหุ้นสามัญ แต่สำหรับบริษัท ค. รายได้ยังคงมากกว่ารายจ่าย แต่ผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะลดลงเหลือเพียง ๔.๓๕% ตัวเลขเหล่านี้แสดงว่า ถ้าเกิดเหตุการณ์ผิดปกติอะไรขึ้นก็ตาม ทั้ง ๒ บริษัทก็ยังคงพยายามรักษาสถานะของตนไว้โดยการโฆษณาและแข่งขันการขาย โดยพยายามปรับปรุงผลิตภัณฑ์และใช้นโยบายการประหยัด

การปฏิรูปทางเทคนิคเบื้องต้น หรือการเปลี่ยนแปลงขั้นต้นของความต้องการของมนุษย์ จะก่อให้เกิดปัญหาของการปรับตัวที่ยากลำบากแก่กิจการสาธารณูปโภค และกิจการขนส่งมากกว่าธุรกิจประเภทอุตสาหกรรมโดยทั่วไป ถ้าจะเปลี่ยนแปลงกิจการขนส่งทางบกให้เป็นไปในรูปของการขนส่งทางอากาศ ก็จะมีค่าใช้จ่ายมากกว่าการที่จะเปลี่ยนบริษัทที่ผลิตเครื่องจักรให้หันมาผลิตเครื่องบิน หรือในการที่จะเปลี่ยนสภาพของโรงงานผลิตพลังงานไฟฟ้าให้เป็นพลังงานปรมาณู ก็จะมีค่าใช้จ่ายมากกว่าการที่จะเปลี่ยนโรงงานผลิตเนื้อที่บรรจุห่อเรียบร้อยแล้วให้เป็นโรงงานทำน้ำตาลปอนด์

## VI ฐานะของตลาดเงิน

ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ อัตราผลตอบแทนหรือผลได้ของหุ้นกู้มักจะต่ำ นั่นคือราคาของหุ้นกู้จะค่อนข้างสูง นี่เป็นอีกวิธีที่อาจจะกล่าวได้ว่า ทุนของเงินทุนใหม่ที่ธุรกิจจะยืมใหม่จะต่ำ ถ้าธุรกิจมีความประสงค์จะออกหุ้นกู้โดยมีหลักฐานหรือใบหุ้นกู้ให้ และมีอัตราดอกเบี้ย ๕% หรือ อีกวิธีหนึ่งก็อาจจะขายหุ้นกู้ในราคาต่ำกว่าที่ตราไว้ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทน ๕% จากการลงทุนของเขา หรือถ้าธุรกิจต้องการจะขายหุ้นกู้ให้ได้เท่ากับราคาที่ตราไว้ ก็อาจจะต้องออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อทดแทนหุ้นกู้เก่าในอัตราที่สูงกว่าเดิม หรืออีกนัยหนึ่งต้นทุนของเงินทุนใหม่ของธุรกิจจะประมาณ ๕% ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันของตลาดที่มีความเสี่ยงเท่ากับ ๓% ธุรกิจควรจะจำหน่ายหุ้นกู้ที่มีผลตอบแทน ๕% ในราคาที่สูงกว่าราคาที่ตราไว้ และถ้าจะขายให้ได้ในราคาใกล้เคียงกับราคาที่ตราไว้ หุ้นกู้เช่นนี้ก็ควรจะมียieldเพียง ๓% เท่านั้น

จากสภาพเช่นนี้จะมีแนวโน้มเอียงที่จะทำให้มีการออกหุ้นกู้มากกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งแนวโน้มเอียงของความเสียงของธุรกิจมีทางที่จะสูงขึ้นอีก

สภาพโดยทั่ว ๆ ไปของตลาดการเงินก็ยังปรากฏว่ามีอัตราดอกเบี้ยต่ำอยู่ อาจจะทำการเร่งเงินทุนได้ นั่นคือจะทำการไถ่ถอนหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง หรือไถ่ถอนหุ้นบุริมสิทธิที่มีเงินปันผลสูง และทดแทนด้วยหลักทรัพย์ที่มีอัตราดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่ต่ำกว่า การทดแทนเช่นนี้ทำได้ทั้งโดยการแลกเปลี่ยนโดยตรงแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ และถอนหุ้นกู้เก่าด้วยหุ้นที่เงินปันผลต่ำกว่าหรือดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า และด้วยวิธีการขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาด และนำเงินทุนที่ได้มาจำหน่ายหรือไถ่ถอนผู้ถือหุ้นเก่า ซึ่งส่วนมากจะนิยมวิธีที่ ๒ คือการ "ไถ่ถอน" ซึ่งเป็นลักษณะที่นิยมปฏิบัติกันมากในตลาดการเงินตั้งแต่ ๒๔๗๕ - ๒๔๘๕ และปัจจุบันก็ยังคงนิยมปฏิบัติกันอยู่ บางครั้งธุรกิจส่วนมากอาจจะทำการไถ่ถอนถึง ๒ - ๓ ครั้ง ในชั่วเวลาหนึ่ง ท่างกลางแรงผลักดันหรือเงื่อนไขที่สำคัญที่จะทำให้อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันต่ำลง คือ

๑. รัฐบาลจะออกกฎ เพื่อที่จะรักษาอัตราดอกเบี้ยให้ต่ำไว้ เพื่อที่จะทำให้อัตราดอกเบี้ยของหนี้สินของรัฐบาลมีจำนวนต่ำสุด
๒. ธนาคารพาณิชย์ก็ไม่ปรารถนาที่จะเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบัน เพราะเพิ่มขึ้นจะทำให้มีความโน้มเอียงทำให้ราคาตลาดของพันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารถืออยู่มีราคาต่ำลง ซึ่งอาจจะทำให้ธนาคารพาณิชย์นั้นล้มละลายได้ เว้นไว้เสียแต่ว่าธนาคารจะจำหน่ายไปในราคาที่ใกล้เคียงกับราคาในบัญชี
๓. ธนาคารจะยังสามารถทำกำไรทดแทนได้ แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันจะมีอัตราที่ต่ำ นั่นคือ ธนาคารจะลดดอกเบี้ยเงินฝากลง และอาศัยอำนาจของกฎธนาคารที่ห้ามจ่ายดอกเบี้ยแก่เงินฝากเมื่อทรงถาม (Demand deposits) ธนาคารมีพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวนมาก และก็มีแนวโน้มที่จะต้องเพิ่มเงินฝากใหม่มากขึ้น เพื่อที่จะได้สัมพันธ์กับทุนและกำไรสะสม นั่นคือการลงทุนจำนวนมากที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ แต่ยังมีส่วนขาดเซຍຍอยู่บ้าง

๔. ผู้ที่ใหญ่ที่เป็นเอกชนไม่สามารถจะเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินที่ใหญ่ได้ ถึงแม้ว่า  
เขาต้องการจะทำ รัฐบาลก็จะพยายามชักชวนการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยทุกวิถีทางด้วย  
เช่น ในปัจจุบันรัฐบาลออกกฎหมายห้ามไม่ให้เก็บดอกเบี้ยเกินกว่าร้อยละ ๑๕ เป็นต้น

ในขณะที่ตลาดหุ้นรุ่งเรือง ผลได้หรือผลตอบแทนของหุ้นสามัญอาจจะต่ำกว่าของ  
หุ้นกู้ในธุรกิจเดียวกัน นี่เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นบ่อย ๆ ในระหว่างที่ตลาดหุ้นรุ่งเรือง และมี  
บริษัทต่าง ๆ หลายบริษัทของชายหุ้นสามัญ และใช้เงินที่ไคมนี่ไถ่ถอนหรือจ่ายคือให้แก่  
ถือหุ้นในราคาที่สูงมาก เมื่อเปรียบเทียบกับราคาที่ได้รับจากการขายตอนแรก ในหลาย ๆ  
กรณี เงินทุนที่ไคมอาจจะมากพอที่จะไถ่ถอนหุ้นได้แล้ว และธุรกิจอาจจะใช้ส่วนที่เหลือในการ  
เพิ่มเงินสด และสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องอื่น ๆ นี่จะเป็นการอธิบายว่า ทำไมธุรกิจใน  
อุตสาหกรรมหลาย ๆ แห่ง จึงคำนึงถึงตลาดหุ้น และมีสภาพคล่องมากในการที่จำทำเช่นนั้น  
โดยมีโครงสร้างของเงินทุนที่หุ้นกู้เพียงเล็กน้อย

เพื่อที่จะอธิบายการปฏิบัติและผลของมัน จึงขอเสนอแบบดุล ดังนี้คือ

งบดุล

<u>สินทรัพย์</u>		<u>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</u>	
สินทรัพย์เกินสะพัก	๕๐๐,๐๐๐	หนี้สินเกินสะพัก	๕๐๐,๐๐๐
สินทรัพย์ประจำ	๑,๕๐๐,๐๐๐	หุ้นกู้ ๕% (ราคาไถ่ถอน ๑๐๕)	๕๐๐,๐๐๐
		หุ้นสามัญ ๒,๐๐๐ หุ้น ๑๐๐ บาท	๒๐๐,๐๐๐
		กำไรสะสม	<u>๕๐๐,๐๐๐</u>
บาท	<u>๒,๕๐๐,๐๐๐</u>	บาท	<u>๒,๕๐๐,๐๐๐</u>

สมมุติว่ารายได้ของธุรกิจนี้ ๑๔๕,๐๐๐ บาท ก่อนหักดอกเบี้ยและเงินปันผล  
 หลังจากจ่ายดอกเบี้ยให้หุ้นกู้ซึ่งเป็นจำนวน ๒๕,๐๐๐ บาท บริษัทนี้จะมียอดเงินคงเหลือสำหรับ  
 จ่ายเงินปันผล ๑๒๐,๐๐๐ บาท ซึ่งเท่ากับ ๒๐ บาท ต่อ ๑ หุ้นสามัญ ในขณะที่ตลาดหุ้น  
 รุ่งเรือง หุ้นอาจจะขายได้อย่างง่ายดาย และจะมีผลตอบแทนอาจจะมากถึง ๑๕ เท่า  
 หรือ ๓๐๐ บาท ต่อหุ้น

ถ้าสมมุติต่อไปว่า ปัจจุบันบริษัทขายหุ้นสามัญไป ๒,๖๐๐ หุ้น ในราคาหุ้นละ  
 ๒๕๐ บาท ซึ่งจะทำให้ได้เงินสดมา ๖๕๐,๐๐๐ บาท ซึ่งพอเพียงที่จะไถ่ถอนหุ้นกู้ซึ่งบริษัท  
 ต้องใช้เงินถึง ๕๒๕,๐๐๐ บาท และเหลืออีก ๑๒๕,๐๐๐ บาท เป็นทุนหมุนเวียนของบริษัท  
 ถ้าเราต้องการลดความเสี่ยงของการจัดหาเงินทุนแบบนี้ รายการที่เกิดขึ้นนี้จะแสดงเป็น  
 งบดุลโดยประมาณได้ดังนี้ คือ

งบดุล

<u>สินทรัพย์</u>		<u>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</u>	
สินทรัพย์เงินสะพัด	๑,๐๒๕,๐๐๐	หนี้สินเงินสะพัด	๕๐๐,๐๐๐
สินทรัพย์ประจำ	๑,๕๐๐,๐๐๐	หุ้นสามัญ ๘,๖๐๐ หุ้น	๘๖๐,๐๐๐
		กำไรสะสม	๑,๒๖๕,๐๐๐ *
บาท	<u>๒,๕๒๕,๐๐๐</u>	บาท	<u>๒,๕๒๕,๐๐๐</u>

\* ส่วนของกำไรสะสมที่เพิ่มขึ้นเป็น ๑,๒๖๕,๐๐๐ บาท นั้น เพราะว่ามีเงินค่า  
 มูลค่าหุ้น หรือค่าธรรมเนียม = ๑๕๐ บาท ต่อหุ้น หรือเท่ากับ ๒,๖๐๐ X ๑๕๐ = ๓๙๐,๐๐๐  
 เงินรางวัล ๕% ที่ให้แก่ผู้ถือหุ้น = ๕ X ๕,๐๐๐ = ๒๕,๐๐๐ จำนวน ๒๕,๐๐๐ นี้จะนำไป  
 หักกับกำไรสะสม หรือส่วนเกินที่ได้จากการขายหุ้น กำไรสะสมจะเพิ่มขึ้นสุทธิ  
 ๓๙๐,๐๐๐ - ๒๕,๐๐๐ = ๓๖๕,๐๐๐ บาท

ราคาคงมูลของหุ้นสามัญปัจจุบันเท่ากับ ๒๔๗.๐๘ บาท  $(\frac{๔๖๐,๐๐๐ \times ๑,๒๖๕,๐๐๐}{๘,๖๐๐})$   
 แทนที่จะเป็นหุ้นละ ๒๕๐ บาท โครงสร้างของเงินทุนได้เปลี่ยนไป และฐานะของทุน  
 หมุนเวียนก็ดีขึ้น บริษัทจะมีความยืดหยุ่นและเป็นอิสระที่จะทำอะไรได้ก็มากกว่าก่อน

ข้อเท็จจริงเหล่านี้ จะชี้ให้เห็นประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในระยะยาวข้างหน้า

### VII สิ่งแวดล้อมทางกานเศรษฐกิจ อิทธิพลจากกฎหมายในปัจจุบัน และกฎข้อบังคับต่าง ๆ

ธุรกิจที่มีโครงสร้างเงินทุนเพียงหุ้นสามัญ อาจจะมีนโยบายราคาได้และอาจจะ  
 เป็นอิสระมากกว่าในการจัดการการเงิน บางธุรกิจสามารถที่จะปรับราคาของตนเองให้เข้า  
 กับสถานการณ์ ของการกานภายนอกได้ บางธุรกิจอาจจะถือโอกาสและจัดการดำเนินงานและ  
 เปลี่ยนแปลงทางการเงิน ซึ่งบางครั้งอาจจะไม่กล้าทำแม้จะพิจารณาว่า ถ้ามีผู้ถือหุ้นมาก  
 ก็จะมีสิทธิเรียกร้องดอกเบี้ยมาก ธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่มีโครงสร้างเงินทุนที่หนักหรือเจ้าหนี้  
 มาก อาจจะไม่ประสบกับความยากลำบากในการดำเนินงานทางการเงิน และหันมาหา  
 ประโยชน์ทางกานเทคนิคอย่างมาก ๆ หรือในขณะที่นิสัยของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก ๆ  
 กิจกรรมบางแห่งอาจจะมีค่าใช้จ่ายพวกดอกเบี้ยเป็นจำนวนมาก ทั้ง ๆ ที่อาจจะไม่ตั้งใจจะให้  
 เป็นเช่นนั้น เมื่อต้องทำการปรับปรุงให้เหมาะสม มีการพัฒนาเครื่องมือ เครื่องใช้ให้  
 เหมาะสมที่จะสามารถรับสถานการณ์ได้ เมื่อมีคู่แข่งขึ้นเกิดขึ้น หรือเศรษฐกิจโดยทั่วไปมีการ  
 เปลี่ยนแปลง ซึ่งจะมีผลทำให้มีการขาดทุนในการดำเนินงาน

ธุรกิจที่มีโครงสร้างของเงินทุนเป็นหุ้นสามัญมาก ๆ จะมีความเป็นอิสระในการที่  
 จะเพิ่มหรือหาเงินทุนโดยการจำนอง ดังนั้นเงินทุนที่เพิ่มขึ้นอาจจะเป็นการยากมากที่จะได้มา  
 ถ้ามีหุ้นกู้ที่มีหลักทรัพย์ไปจำนองไว้ หรือแม้แต่หุ้นกู้ประเภทที่ไม่ต้องมีหลักทรัพย์ก็ตาม  
 ก็ตาม เป็นจำนวนมากอยู่แล้ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้ามีข้อจำกัดในการที่จะกู้ยืมเพิ่มเติม

ในอนาคต

นอกจากสิ่งแวดล้อมทางกัน เศรษฐกิจแล้ว อิทธิพลจากกฎหมายในปัจจุบันและกฎ  
ข้อบังคับต่าง ๆ ก็มีผลทำให้โครงสร้างของเงินทุนเปลี่ยนแปลงไปได้เช่นกัน

กฎหมายว่าด้วยการภาษียอมให้ธุรกิจหักรายจ่ายจากรายได้เบื้องต้น ก่อนที่จะเป็น  
กำไรสุทธิ เงินปันผลสำหรับหุ้นสามัญ และหุ้นบุริมสิทธิ ไม่ถือว่าเป็นรายการของรายจ่ายของ  
ธุรกิจ แต่ดอกเบี้ยสำหรับหุ้นกู้เป็นรายการที่หักได้ บางครั้งธุรกิจออกหลักทรัพย์ที่มีลักษณะ  
คล้ายหุ้น เพื่อที่จะจ่ายดอกเบี้ยโดยให้มีลักษณะคล้ายหุ้น กู้ เพื่อดอกเบี้ยนั้นจะถือเป็นรายจ่ายได้  
รายได้ของหุ้นกู้ชนิดนี้คือ หุ้นกู้ซึ่งจะจ่ายดอกเบี้ยให้เฉพาะเมื่อในปีนั้นธุรกิจมีกำไร ซึ่งเป็น  
คำอธิบายของหลักทรัพย์ประเภทนี้ กรมสรรพากรได้พิจารณาหารายได้ของหุ้นกู้อย่างระมัดระวัง  
และยอมรับให้ดอกเบี้ยนั้นเป็นรายจ่ายของธุรกิจ และนำมาหักกับรายได้ได้ ถ้าหุ้นกู้  
ออกเพื่อการจัดหาเงินทุนใหม่ กรมสรรพากรไม่ยอมให้หักเป็นรายจ่ายสำหรับดอกเบี้ย  
ของหุ้นกู้ที่ออกภายใต้สภาพแวดล้อมตามปกติเพื่อที่จะเพิ่มเงินทุนที่มีอยู่ตามปกติ (แต่กฎข้อนี้  
มักจะใช้ไม่ค่อยได้ผล เพราะธุรกิจมักจะต้องมีเหตุผลที่ดีเสมอในการที่จะไปจดทะเบียน  
เพื่อการเสนอขายหุ้นกู้ในตลาดการเงิน)

ในต่างประเทศ มักจะมีตัวแทนหรือสมาคมต่าง ๆ มากมายและบางสมาคมก็มี  
ชื่อเสียงหรือมีอิทธิพลมาก พร้อมทั้งตัวแทนหรือสมาคมเหล่านี้ก็จะให้คำแนะนำและเป็นที่  
ปรึกษาของธุรกิจไปด้วย ตัวอย่างเช่น ในสหรัฐอเมริกาที่มี S.E.C. และ A.I.  
C.P.A. เป็นต้น

สำหรับประเทศไทยเรายังไม่มีสมาคมเช่นว่านี้เลย นอกจากสมาคมนักบัญชี  
แห่งประเทศไทย ซึ่งจะทำให้ได้ก็เพียงแต่พยายามเผยแพร่ความรู้ในด้านการจัดการทางการเงิน  
หรือทางบัญชี หรือเทคนิคใหม่ ๆ ที่นำมาใช้เท่านั้น ไม่ได้ออกกฎเป็นพิเศษอะไรเลย  
และยังมีคณะกรรมการควบคุมวิชาชีพสอบบัญชี หรือที่เรียกว่า ก.บช. ที่มีบทบาทมาก  
ได้ออกกฎต่าง ๆ มากมาย แต่ก็เน้นไปในทางการสอบบัญชีเท่านั้น

อย่างไรก็ตามการออกหลักทรัพย์ต้องมีเหตุผลอย่างเพียงพอที่จะปรับตัวให้เพียงพอ  
กับรายได้ที่จะหาได้ ดังนั้นจะไม่มีหลักทรัพย์ที่จะออก ไม่ว่าจะเพื่อความต้องการเงินทุนใหม่  
หรือเพื่อวัตถุประสงค์ทางการเงิน ทั้งนี้เพื่อไม่ให้เป็นการเสี่ยงในการรับภาระหรือรายจ่าย  
ประจำ คือ ดอกเบี้ยและเงินปันผลที่จะต้องจ่าย

VIII หน้าที่ของฝ่ายจัดการเกี่ยวกับการหาเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงาน  
และการยอมรับภาระความเสี่ยง

ผู้ดำเนินการและฝ่ายจัดการส่วนมากได้ใช้ความพยายามอย่างบ่อยครั้งที่จะควบคุม  
สินทรัพย์ที่มีจำนวนมาก แต่ด้วยการลงทุนที่น้อย บุคคลเหล่านี้จะให้ความสนใจในการเพิ่มขึ้น  
ของผลตอบแทนของหุ้นสามัญของเขามากที่สุดเท่าที่จะทำได้ วิธีการหรืออุบายที่ใช้สำหรับ  
วัตถุประสงค์เหล่านี้ก็คือการ (Trading on the equity) ดังตัวอย่างต่อไปนี้

บริษัท ก., ข. และ ค. ต่างก็มีเงินทุน ๑๒ ล้านบาท กับกำไรสะสม ๔ ล้านบาท  
บริษัท ก. มีหุ้นสามัญ ๑๒ ล้าน แต่ไม่มีหุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นกู้  
บริษัท ข. มีหุ้นสามัญ ๒ ล้าน หุ้นกู้ ๕% ๑๐ ล้านบาท  
บริษัท ค. มีหุ้นสามัญ ๔ ล้าน หุ้นกู้ ๕% ๖ ล้านบาท และหุ้นบุริมสิทธิ ๖%  
ไม่มีสิทธิออกเสียงอีก ๒ ล้านบาท

สมมุติว่า ปัจจุบันแต่ละบริษัทก็มีประสบการณ์ในการดำเนินงานติดต่อกันมา ๓ ปีแล้ว

๒๕๑๒ รายได้เบื้องต้นเท่ากับ ๒ ล้านบาท ทุนการดำเนินงานและค่าใช้จ่าย  
(รวมภาษีทั้งหมด) เท่ากับ ๑,๔๐๐,๐๐๐ บาท คงเหลือกำไร  
๒๐๐,๐๐๐ บาท ก่อนจ่ายดอกเบี้ยและเงินปันผล

๒๕๑๓ รายได้เบื้องต้น ๑,๕๕๐,๐๐๐ บาท ทุนและค่าใช้จ่าย (รวมภาษีทั้งหมด)  
๑,๓๕๐,๐๐๐ บาท คงเหลือกำไร ๒๐๐,๐๐๐ บาท

๒๕๑๔ รายได้เบื้องต้น ๒,๒๐๐,๐๐๐ บาท ทุนและค่าใช้จ่ายรวมภาษี  
๑,๒๐๐,๐๐๐ บาท กำไร ๑๐,๐๐๐,๐๐๐ บาท

ภายใต้เงื่อนไขเหล่านี้ ผลตอบแทนของแต่ละบริษัทและของหลักทรัพย์แต่ละชนิด  
แสดงไว้ดังนี้ คือ

	๒๕๑๒	๒๕๑๓	๒๕๑๔
รายได้เบื้องต้น	๒,๐๐๐,๐๐๐	๑,๕๕๐,๐๐๐	๒,๖๐๐,๐๐๐
ต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	๑,๔๐๐,๐๐๐	๑,๓๕๐,๐๐๐	๑,๖๐๐,๐๐๐
คงเหลือสำหรับจ่ายดอกเบี้ยและเงินปันผล	๖๐๐,๐๐๐	๒๐๐,๐๐๐	๑,๐๐๐,๐๐๐

บริษัท ก.	๒๕๑๒	๒๕๑๓	๒๕๑๔
ดอกเบี้ยหุ้นกู้	-	-	-
เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ	-	-	-
ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ	๖๐๐,๐๐๐	๒๐๐,๐๐๐	๑,๐๐๐,๐๐๐
อัตราส่วนร้อยละของผลตอบแทนของ หุ้นสามัญ ๑๒ ล้านบาท	๕	๑.๖๗	๘.๓

บริษัท ข.	๒๕๑๒	๒๕๑๓	๒๕๑๔
ดอกเบี้ยหุ้นกู้	๕๐๐,๐๐๐	๕๐๐,๐๐๐	๕๐๐,๐๐๐
เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ	-	-	-
ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ	๑๐๐,๐๐๐	ขาดทุน	๕๐๐,๐๐๐
อัตราส่วนร้อยละของผลตอบแทนของหุ้น สามัญ ๒ ล้าน	๕	ขาดทุน	๒๕



บริษัท ก.	๒๕๑๒	๒๕๑๓	๒๕๑๔
คอกเบี้ยหุ้นกู้	๓๐๐,๐๐๐	๓๐๐,๐๐๐	๓๐๐,๐๐๐
เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ	๑๒๐,๐๐๐	ขาดทุน	๑๒๐,๐๐๐
ผลตอบแทนหุ้นสามัญ	๑๘๐,๐๐๐	ขาดทุน	๕๘๐,๐๐๐
อัตราส่วนร้อยละของผลตอบแทนของหุ้นสามัญ			
๔ ด้านบาท	๔.๕	-	๑๔.๕

บริษัท ก. มีหุ้นสามัญอย่างเดียว เมื่อเปรียบเทียบกันแล้ว จะมีผลตอบแทนต่อหุ้นต่ำตลอด ๓ ปี ไม่เคยขาดทุน (คือสามารถแบ่งได้ทุกปี) บริษัท ข. จะได้กำไรสูงสุด เพราะบริษัท ข. มีหุ้นกู้ ๑๐ ด้านบาท และหุ้นสามัญเพียง ๒ ด้านบาท บริษัทนี้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญในปี ๒๕๑๒ จะได้ ๕% และขาดทุนในปี ๒๕๑๓ ส่วนในปี ๒๕๑๔ จะได้สูงมากถึง ๒๕% บริษัท ก. อยู่ในฐานะปานกลาง มีหุ้นกู้ ๖ ด้านบาท หุ้นบุริมสิทธิ ๒ ด้านบาท และหุ้นสามัญ ๔ ด้านบาท ผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะไม่ต่ำจนเกินไปหรือสูงเกินไปเหมือนบริษัท ข.

จากวิธีการ Trading on the equity นี้หมายถึงการออกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนคงที่ หรือหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่จำกัด (รวมทั้งหุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิที่ไม่มีสิทธิออกเสียง และช้อคกลางที่เป็นสัญญา เช่น สัญญาเช่า) ไข่เปรียบเทียบเสมือนแม่แรงเพื่อที่จะเพิ่มอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญส่วนที่เหลือ ถ้าอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของยอดรวมของ เงินทุนมากกว่าอัตราส่วนร้อยละที่จ่ายให้กับหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนคงที่ หรือจำกัด ผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเป็นสิ่งสำคัญ ถ้าอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของ Capitalization น้อยกว่าอัตราที่จ่ายให้หุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิแล้ว ผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะน้อย

ถ้าหันกลับมาพิจารณา บริษัท ก. ซึ่งไม่มีการ Trading on the equity  
 ถ้ามีรายได้ ๒๐๐,๐๐๐ บาท ผลตอบแทนของเงินทุนทั้งหมดก็คือ ๒๐๐,๐๐๐ หรือ ๕%  
 ถ้ากำไรเพิ่มขึ้น ๑๐๐% คือจาก ๒๐๐,๐๐๐ บาท เป็น ๑,๒๐๐,๐๐๐ ผลตอบแทนของเงินทุน  
 ๑๒ ล้านบาท ก็จะเพิ่มเป็น ๒ เท่า คือ เพิ่มจาก ๕% เป็น ๑๐% ในทำนองเดียวกันถ้ากำไร  
 สิ้นสุดลดลงจาก ๒๐๐,๐๐๐ เป็น ๓๐๐,๐๐๐ บาท ผลตอบแทนของเงินทุนหรือหุ้นสามัญจะลดลง  
 จาก ๕% เป็น ๒.๕% เพราะบริษัท ก. ไม่มีหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนคงที่ อัตราผลตอบแทน  
 ของหุ้นสามัญจะขึ้น ๆ ลง ๆ สัมพันธ์โดยตรงกับกำไรสุทธิ

ในทางตรงกันข้าม ถ้านำเหตุผลเหล่านี้ใช้กับบริษัท ข. ถ้ากำไรคงเหลือสำหรับ  
 ที่จะจ่ายดอกเบี้ยและเงินปันผลเป็น ๒๐๐,๐๐๐ บาท ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของยอดเงินทุน  
 ทั้งหมดคือหุ้น และหุ้นกู้จะเท่ากันคือ ๕% ถ้ากำไรที่หาได้สำหรับดอกเบี้ยและเงินปันผลนั้น  
 มากกว่าอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ สมมุติว่าเป็น ๕๕๐,๐๐๐ หรือ ๗% ของเงินทุน ๑๒ ล้าน  
 ผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเป็น ๑๗% ถ้าผลตอบแทนของยอดรวมเป็น ๕.๕% นั่นคือน้อยกว่า  
 อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ (๕%) หรือเท่ากับ ๕๕๐,๐๐๐ บาท ยอดคงเหลือสำหรับหุ้นสามัญ  
 ของบริษัท ข. นี้ จะเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าผลตอบแทนของเงินทุนทั้งหมด กล่าวคือหุ้นสามัญ  
 จะได้เพียง ๒% เท่านั้น

ราคาของหุ้นสามัญ จะมีความสัมพันธ์กับระดับของการ Trade on the equity  
 ถ้าธุรกิจใดมีการ Trade on equity สูงมาก เราจะเรียกหุ้นสามัญของธุรกิจนั้นว่า  
 "Leverage stock" ถ้าธุรกิจใดมีการ Trade on equity ต่ำหรือไม่มีเลย  
 เราจะเรียกหุ้นสามัญของธุรกิจนั้นว่า "NonLeverage Stock"

ราคาสลากของ leverage stock จะขึ้น ๆ ลง ๆ มากกว่าพวก  
 nonleverage ในสหรัฐอเมริกาได้ออกพระราชบัญญัติว่าด้วยการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์  
 ในปี พ.ศ. ๒๔๘๕ ให้จ่ายเงินทั้ง ๑๐๐% ในการซื้อหลักทรัพย์ แต่สำหรับประเทศไทยเรา  
 โดยทั่ว ๆ ไปการวางเงินล่วงหน้าก็จะไม่เรียกเก็บทั้ง ๑๐๐% ที่เดียว ยังมีกรณีผ่อนชำระ  
 เป็นงวด ๆ งวดละ ๒๕ - ๕๐% ก็มี

อย่างไรก็ตามการซื้อ high leverage stock ก็เป็นการเสี่ยงของนักลงทุน เพราะว่าการขาดตอนแทนเป็นที่น่าพอใจ และยังคงสูงอยู่ นักลงทุนก็จะติงใจที่การเลือกลงทุน ของเขานั้นประสบผลสำเร็จ แต่การรายได้ที่ต่ำลงอย่างมาก ๆ อัตราผลตอบแทนของ หุ้นสามัญจะยิ่งต่ำกว่ารายได้ที่ต่ำลงไป กิจกรรมที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับสาธารณูปโภคที่หุ้นสามัญ ทั้งหมดมักถูกควบคุมโดยรัฐบาล หากเกิดการเปรียบเทียบกับการออกหุ้นใหม่ และโดยทั่วไป เมื่อธุรกิจของเพิ่มเงินทุนขึ้นใหม่จากบุคคลภายนอก เขามักจะทำกันโดยการขายหุ้นกู้ หรือหุ้นบุริมสิทธิที่ไม่มีสิทธิออกเสียง หรือมีส่วนร่วมในการดำเนินงาน แม้แต่กำไรสุทธิที่ทำได้ แต่ละปีนั้น ธุรกิจส่วนมากก็จะไม่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญทั้งหมดก็ได้ เขาจะกันเอาไว้ ในกิจการในรูปของ "เงินสำรอง" เช่น เงินสำรองตามกฎหมายที่สามารถกันไว้ได้ถึง ๑๕% ของกำไรสุทธิที่ทำได้ในปีนั้น ๆ เงินสำรองฉุกเฉิน เป็นต้น

จากการสำรวจข้อเท็จจริง ปรากฏว่าหน่วยธุรกิจส่วนใหญ่ที่ประสบกับปัญหา ความยุ่งยาก มักจะเกิดจากการที่ธุรกิจขาดแคลนเงินทุนมากกว่าที่จะมีเงินทุนมากเกินไป และสาเหตุส่วนใหญ่ก็จะมาจากการขาดความพิจารณาที่เพียงพอถึงความต้องการเงินทุน ตลอดจนการคาดคะเนรายได้ในแง่ที่ต่ำเกินไป การประมาณค่าใช้จ่ายที่ต่ำเกินไป เป็นต้น

ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า ท่าทีของฝ่ายจัดการหรือนโยบายของฝ่ายจัดการที่มี ต่อปัญหาทางการเงินและการยอมรับความเสี่ยงที่จะให้โครงสร้างของเงินทุนของกิจการ ประกอบไปด้วยหนี้สิน หรือการยอมรับใหม่เจ้าหนี้บางเพื่อเป็นการ Trade on equity

### IX แผนงานในอนาคตของธุรกิจ

โครงการขยายงานในอนาคตของธุรกิจมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมาก ถ้ากิจการนั้นเพิ่งตั้งใหม่ ๆ หรือเป็นธุรกิจเล็ก ๆ เมื่อออกหุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นสามัญ ครบแล้วทุกประการ ธุรกิจนั้นก็พบว่าตนประสบกับปัญหาการจัดหาเงินทุนของการขยาย งานในอนาคตนั้นแคบมาก การมีหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิอยู่แล้วอาจจะเป็นการขัดขวางหรือทำให้เสียเปรียบในการที่จะออกหุ้นกู้ หรือหุ้นบุริมสิทธิเพิ่มเติม ถึงแม้ว่าหุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิ

เหล่านี้จะมีกำหนดที่จะไถ่ถอนในอนาคตอย่างแน่นอน ดังนั้นธุรกิจที่ต้งใหม่ ๆ บางครั้งอาจจะไม่สามารถจะหาเงินทุนมาขยายการค้าเนิงงาน แต่อาจจะไ้มาเพื่อการปรับปรุงในอนาคตมากกว่า

ธุรกิจใดก็ตามที่เป็นประเภทอุตสาหกรรมที่เจริญรวดเร็ว อาจจะมีความต้องการเป็นอิสระที่จะขยายงานอย่างรวดเร็วให้ทันความต้องการ และต้องการความเป็นอิสระในการจัดการการเงิน เช่น ธุรกิจหนึ่งอาจจะเริ่มต้นจากโครงสร้างของเงินทุนแบบง่าย ๆ บางทีอาจจะมีเพียงหุ้นสามัญเพียงอย่างเดียว จำนวนที่เพิ่มขึ้นอาจจะได้จากการขายหุ้นเมื่อต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น โครงการการขยายงานอาจจะทำให้มีความจำเป็นที่จะต้องรักษาสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเป็นจำนวนมาก ซึ่งสินทรัพย์เหล่านี้ โดยลักษณะและความคงทนของมันอาจจะไม่สามารถทำรายได้ให้เพียงพอกับที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยตามสิทธิเรียกร้องทางกฎหมาย ธุรกิจอาจจะคงที่จะจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นสามัญของธุรกิจได้ แต่ธุรกิจไม่สามารถที่จะงดการจ่ายดอกเบี้ยแก่ผู้ถือหุ้นได้

การที่จะให้ไ้มาซึ่งเงินทุนอันเพียงพอแก่รายจ่ายที่จะต้องจ่ายเพื่อไ้ได้สินทรัพย์ในเวลาที่ต้องการนั้น ไม่ใช่สิ่งที่ทำได้ง่าย ๆ อาจจะมีไ้มาว่า เป็นสิ่งจำเป็นที่จะต้องคาดคะเนความต้องการเงินทุนเอาไว้ล่วงหน้า และการหาแหล่งหรือแหล่งของเงินทุนตลอดจนชนิดของเงินทุน เพื่อให้สอดคล้องกับการใช้เงินทุนนั้น ๆ นั้นคือการเปรียบเทียบระหว่างแหล่งที่มาของเงินทุนกับช่วงระยะเวลาของความต้องการเงินทุนนั้น ๆ ตัวอย่างเช่น ความต้องการเงินทุนที่มีอยู่เป็นครั้งคราว ก็ไม่ควรที่จะใช้แหล่งของเงินทุนที่มีการทำสัญญาระยะยาวอันเปลี่ยนแปลงไ้ยาก

นอกจากนี้การจัดหาเงินทุนในลักษณะนี้ ยังขึ้นอยู่กับการศึกษาเลือก ในระหว่างผลประโยชน์ต่าง ๆ ที่ขัดกัน การเปลี่ยนแปลงทางเทคนิคในเรื่องของการเงินที่เกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา ตลอดจนการแปรปรวนทางธุรกิจ และสภาพแวดล้อมโดยทั่วไป อีกด้วย

## ๕ ความนิยมที่กำลังแพร่หลายอยู่

ความนิยมและแฟชั่นทางแนวความคิดที่โด่งดังพิจารณาว่ามีอิทธิพลต่อโครงสร้างของเงินทุนเหมือนกัน บางขณะอาจจะมีผู้นิยมหุ้นสามัญ อีกขณะหนึ่งก็อาจจะมีผู้นิยมหุ้นกู้ และในบางขณะก็นิยมแบบผสม เช่น หุ้นบุริมสิทธิ จากเหตุอันนี้เราจึงได้ความคิดเกี่ยวกับหุ้น คือ

หุ้นสามัญ และหุ้นบุริมสิทธิ ก็คือการหาแหล่งเงินที่ถาวร หรือเป็นการเพิ่มทุนถาวร และสามารถลดภาษีจ่ายที่คงที่ลงได้

ในขณะใดก็ตามที่ทุกคนกำลังถึงแก่หุ้นสามัญ จนกระทั่งราคาได้ขึ้นไปอย่างรวดเร็ว คนก็จะหันมาซื้อหุ้นบุริมสิทธิ ฝ่ายจัดการก็มีส่วนเกี่ยวข้องกับรับผิดชอบในอุปสงค์ประเภทนี้เช่นกัน (เพราะหุ้นบุริมสิทธินี้ นายหน้าหรือผู้ขายมักจะทำให้ผู้ซื้อนิยมโดยบอกว่า รับรองในเรื่องเงินปันผล โดยบริษัทสัญญาว่าจะจ่ายให้แน่นอนแม้แต่ในเวลาที่ยังขาดทุนเหลือในกิจการจ่ายเงินปันผล คือ ในเวลาที่ขาดทุน)

### สาเหตุที่หุ้นกู้ได้รับความนิยมเนื่องมาจาก

๑. อัตราดอกเบี้ยต่ำ
๒. ผลสืบเนื่องจากการที่สามารถออกหุ้นกู้ได้ เมื่อต้องการเงินเป็นการถาวร แต่ไม่สามารถจะออกหุ้นสามัญเพิ่มได้
๓. ความไม่เฝ้ายของการจัดการที่จะใช้การ Trading on the equity
๔. ความจริงที่ว่า กฎหมายว่าด้วยเรื่องภาษีไม่ยอมให้เงินปันผลที่จ่ายให้แก่หุ้นสามัญเป็นค่าใช้จ่ายของกิจการ หรือแม้แต่เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ แต่กลับยอมให้ดอกเบี้ยของหุ้นกู้ หักเป็นค่าใช้จ่ายได้
๕. สถาบันการลงทุนบางแห่ง เช่น บริษัทประกันชีวิต มีกฎโดยทั่วไปไม่ยอมให้ซื้อหรือครอบครองหุ้นสามัญ

ในทางตรงกันข้าม ธุรกิจที่มีความโน้มเอียงที่จะมีหุ้นกู้ในอัตราส่วนที่ต่ำ เมื่อ

- ๑. อัตราส่วนของการดำเนินงานของธุรกิจนั้นสูง และผลตอบแทนของสินทรัพย์ก็สูง
- ๒. รายได้ของธุรกิจไม่มั่นคง เงินทุนใหม่มีต้นทุนการใช้จ่ายสำหรับเป็นการเพิ่ม

ทุนหมุนเวียน

- ๓. ธุรกิจนั้นเพิ่งจะเริ่มขึ้น และต้องการเงินทุนน้อย ๆ และต้องรักษาความเป็นอิสระไว้ เพื่อการดำเนินงาน และการตัดสินใจในอนาคต
- ๔. อัตราดอกเบี้ยสูงและเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว
- ๕. หนี้สามัญนั้นสามารถออกได้ง่ายกว่า หรือขายได้ง่ายกว่าในขณะนั้น ๆ

ตามที่กล่าวมาเบื้องต้นนี้ ส่วนมากอาจจะไม่เป็นไปตามนี้ได้ ก็เนื่องจากฝ่ายจัดการ ด้วยเหตุผลพิเศษที่จะไม่ยอมรับโครงสร้างของเงินทุนที่เหมาะสม โดยปกติแล้วธุรกิจจะไม่เห็น หรือให้ความสำคัญต่ออิทธิพลข้อใดข้อหนึ่งเพียงข้อเดียวเลย แต่จะพิจารณาทุก ๆ ข้อไป สภาพแวดล้อมในขณะที่ต้องการเงินทุนก็ต้องพิจารณาดูด้วย ธุรกิจเล็ก ๆ อาจจะมีหุ้นกู้บ้าง เล็กน้อยด้วยเหตุผลที่สำคัญคือ ธุรกิจไม่สามารถจะเข้าถึงตลาดการเงินได้ ในขณะเดียวกัน ธุรกิจขนาดใหญ่อาจจะมีหุ้นจำนวนมาก เพราะว่าจะสามารถเข้าถึงตลาดหุ้นได้อย่างง่ายดาย ธุรกิจที่มีกำไรมักจะมีอัตราส่วนของหนี้สินน้อยกว่าธุรกิจที่ไม่ค่อยมีกำไร และธุรกิจที่ไม่ประสบความสำเร็จก็มีความโน้มเอียงที่จะก่อหนี้สินเพิ่มมากขึ้นในขณะที่ดำเนินกิจการมีกำไรจะเพิ่ม ส่วนของเจ้าของใหม่มากขึ้น โดยเพิ่มกำไรสะสมและก็เป็นกรง่ายที่จะเข้าถึงตลาดหุ้นด้วย

กฎโดยทั่วไป สัดส่วนของหุ้นกู้ต่อหุ้นสามัญ ถ้ามากมักจะพบในธุรกิจ สาธารณูปโภค การรถไฟ การขนส่ง และอัตราส่วนที่ต่ำ จะพบได้ในกิจการของการผลิต การขายสินค้า

