

บทที่ 10

โครงสร้างทางการเงินและการใช้ Leverage

(Financial Structure and the Use of Leverage)

ตามที่เราได้ทราบมาแล้วว่าหลักทรัพย์แต่ละประเภทจะมีอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับหนึ่งที่ผู้ลงทุนต้องการ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จะเสนอให้ได้แก่ผู้ลงทุนนั้น ขึ้นอยู่ในบางส่วนกับระดับของอัตราดอกเบี้ยทั่วไปซึ่งจะต้องมีการขึ้นลงมากน้อยตามความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในตลาด และบางส่วนก็ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ว่ามีความเสี่ยงแค่ไหน อัตราผลตอบแทนซึ่งคาดว่าจะได้รับจากพันธบัตรจะถูกกำหนดขึ้นต้นโดยอัตราดอกเบี้ย และผลตอบแทนที่จะได้รับจากหุ้นบุริมสิทธิก็จะถูกกำหนดขึ้นต้นโดยเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิซึ่งมักจะกำหนดไว้เป็นอัตราเปอร์เซ็นต์สำหรับอัตราผลตอบแทนคาดไว้ที่ได้รับจากหุ้นสามัญขึ้นอยู่กับกำไรของบริษัทซึ่งสามารถเอามาจ่ายเงินปันผลเงินสด ทั้งความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับผลสะท้อนจาก Leverage ซึ่งจะได้กล่าวต่อไปในบทนี้ มีค่าต่าง ๆ ที่ใช้กันในทางการเงินซึ่งจะขอนามกล่าวไว้ก่อนคือ

1. โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) หมายถึงการได้มาซึ่งทรัพย์สินของกิจการ โดยจะสามารถทราบได้จากด้านหนี้สินและทุนซึ่งอยู่ในทางด้านขวามือของงบดุล

2. โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) คือการจัดหาเงินทุนของกิจการในระยะยาวเป็นการถาวรมีหนี้สินระยะยาว, ทุนบุริมสิทธิ, และส่วนของผู้เป็นเจ้าของกิจการซึ่งเป็นของหุ้นสามัญ, ส่วนเกินทุน, และกำไรสะสม โครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากโครงสร้างทางการเงินคือโครงสร้างเงินทุนไม่รวมถึงหนี้สินระยะสั้น แต่โครงสร้างทางการเงินจะรวมหนี้สินระยะสั้นทั้งหมดและบัญชีสำรองต่าง ๆ ไว้ด้วย ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน

3. Financial Leverage หรือ Leverage Factor หมายถึงอัตราส่วนของหนี้สินทั้งสิ้นต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น หรือมูลค่าทั้งสิ้นของกิจการ ตัวอย่างเช่น กิจการหนึ่งมีมูลค่าทั้งสิ้น 10 ล้านบาท และมีหนี้สินทั้งสิ้น 5 ล้านบาท ดังนั้น Leverage Factor จะเท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ คือมีหนี้สินทั้งสิ้นต่อมูลค่าทั้งสิ้นเท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ ($Debt/Value = 50$ เปอร์เซ็นต์) $Debt/Value$ แสดงถึงอัตราส่วนของหนี้สินต่อหุ้นสามัญ ($Debt/Common\ Stock$) $Debt/Common\ Stock = Debt/Value \div (1 - Debt/Value)$ ดังนั้นถ้า $Debt/Value = .5$ ดังนั้น $Debt/Common\ Stock = 1$

4. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) หมายถึงความไม่แน่นอนหรือการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดได้ รับ สืบเนื่องมาจากการดำเนินงานของกิจการ ความเสี่ยงทางธุรกิจ รวมกับความเสี่ยงทางการเงินเป็นผลมาจากการใช้หนี้สินเท่ากับความเสี่ยงทั้งหมดของกิจการ

5. ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ถือเป็นส่วนหนึ่งของความเสี่ยงทั้งหมดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงินเกิดขึ้นจากการใช้หนี้สินในอัตราสูงเป็นความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นมาจากความเสี่ยงทางธุรกิจ

6. Operating Leverage หมายถึงการใช้ค่าใช้จ่ายคงที่ในการดำเนินงานของกิจการ มีการนำเอาจุดคุ้มทุนมาใช้ในการวิเคราะห์

ทฤษฎีของ Financial Leverage (THEORY OF FINANCIAL LEVERAGE)

ผลสะท้อนของ Financial Leverage ที่มีต่อความสามารถทำกำไรและการเปลี่ยนแปลงในกำไร สามารถจะเข้าใจได้ดียิ่งขึ้น ถ้าจะพิจารณาถึงผลสะท้อนที่เกิดขึ้นจากการใช้ Leverage ต่าง ๆ กัน ตามตาราง 10-1 เป็นโครงสร้างทางการเงินของบริษัท ก ข ค ซึ่งเป็นโครงสร้างสามแบบด้วยกัน คือแบบที่หนึ่งกิจการไม่ได้ใช้หนี้สินในการจัดหาเงินทุน แต่อาศัยส่วนของผู้เป็นเจ้าของกิจการคือหุ้นสามัญ แบบที่สองใช้หนี้สิน 30 เปอร์เซ็นต์ และส่วนของผู้เป็นเจ้าของ 70 เปอร์เซ็นต์ และ

โครงสร้างที่ 1			
		หนี้สิน	0
		หุ้นสามัญ(มูลค่าหุ้นละ 100 บาท)	50,000
รวมสินทรัพย์	50,000	รวมหนี้สินและทุน	50,000
โครงสร้างที่ 2			
		หนี้สิน	15,000
		หุ้นสามัญ(มูลค่าหุ้นละ 100 บาท)	35,000
รวมสินทรัพย์	50,000	รวมหนี้สินและทุน	50,000
โครงสร้างที่ 3			
		หนี้สิน	30,000
		หุ้นสามัญ(มูลค่าหุ้นละ 100 บาท)	20,000
รวมสินทรัพย์	50,000	รวมหนี้สินและทุน	50,000

ตาราง 10-1 โครงสร้างทางการเงินของบริษัท ก ข ค

แบบที่สามใช้หนี้สิน 60 เปอร์เซ็นต์ และส่วนของผู้เป็นเจ้าของ 40 เปอร์เซ็นต์ สมมติว่าการใช้หนี้สินกิจการจะต้องเสียดอกเบี้ยอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ หนี้สามัญของบริษัทมีราคาตลาดหุ้นละ 100 บาท ผลสะท้อนของ Leverage ที่มีต่อกำไรเมื่อใช้โครงสร้างทางการเงินต่าง ๆ กัน จะมีความสำคัญอย่างมากตามในตาราง 10-2 ในหน้าถัดไปจะเห็นว่าเมื่อบริษัทใช้หนี้สิน 30 เปอร์เซ็นต์ ตามโครงสร้างทางการเงินแบบที่ 2 กำไรต่อหุ้นมีอัตราเท่ากับหุ้นละ 15 บาท เทียบกับโครงสร้างการเงินแบบที่ 1 ซึ่ง Leverage เท่ากับศูนย์ มีกำไรต่อหุ้นเพียงหุ้นละ 12 บาท ดังนั้นโครงสร้างแบบที่สองจึงมีกำไรต่อหุ้นสูงกว่าโครงสร้างที่หนึ่ง 25 เปอร์เซ็นต์ ผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นตามโครงสร้างที่สองที่สูงกว่าของโครงสร้างที่หนึ่งในอัตราเปอร์เซ็นต์เดียวกัน สำหรับโครงสร้างที่สาม EPS และ ROE สูงกว่าโครงสร้างที่หนึ่งเกือบสองเท่า

ตามตาราง 10-2 สมมติว่ากิจการทำกำไรได้ 24 เปอร์เซ็นต์ ก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเมื่อคิดเทียบจากสินทรัพย์ของกิจการ (12,000 บาท จากสินทรัพย์ 50,000 บาท) ผลสะท้อนของ Leverage ขึ้นอยู่อย่างมากกับความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถทำกำไรได้ของกิจการหรืออัตราผลตอบแทนที่ได้จากสินทรัพย์ของกิจการ และดอกเบี้ยจ่ายซึ่งถือว่าเป็นค่าหนี้สินตามตัวอย่างข้างบน กิจการมีหนี้สินโดยต้องเสียดอกเบี้ยในอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ และเอามาลงทุนได้ในอัตรา 24 เปอร์เซ็นต์ ดังนั้นถ้าใช้หนี้สินมากก็ได้รับผลดียิ่งขึ้นเท่านั้น แต่ตรงกันข้ามถ้าหากกิจการสามารถทำกำไรได้เพียง 10 เปอร์เซ็นต์ จากสินทรัพย์ของกิจการ การใช้หนี้จะไม่

		โครงสร้างที่ 1	โครงสร้างที่ 2	โครงสร้างที่ 3
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (บาท)		12,000	12,000	12,000
ดอกเบี้ยจ่าย (10 เปอร์เซ็นต์)		—	1,500	3,000
กำไรหลังหักดอกเบี้ยก่อนเสียภาษี		12,000	10,500	9,000
ภาษี 50 เปอร์เซ็นต์		6,000	5,250	4,500
กำไรหลังหักภาษี		6,000	5,250	4,500
จำนวนหุ้นสามัญ (หุ้น)		500	350	200
กำไรต่อหุ้น (บาท)		12	15	22.50
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ		12%	15%	22.5%

ตารางที่ 10-2 ผลสะท้อนของ Leverage ที่มีต่อกำไรต่อหุ้น

ทำให้เกิดประโยชน์แต่อย่างใดเลย ตามตาราง 10-3 ถ้าสมมติว่า EBIT เท่ากับ 5,000 บาท (10 เปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์ 50,000 บาท) EPS จะได้ประมาณเท่ากับ 5 บาท โดยไม่คำนึงว่ากิจการจะใช้หนี้สินในอัตราส่วนใดหรือว่าไม่ใช้หนี้สินเลย และ ROE จะได้ประมาณเท่ากับ 5 เปอร์เซ็นต์ ตามตาราง 10-3

	โครงสร้างที่ 1	โครงสร้างที่ 2	โครงสร้างที่ 3
สินทรัพย์ (บาท)	50,000	50,000	50,000
หนี้สิน	0	15,000	30,000
ส่วนของผู้เป็นเจ้าของ (หุ้นสามัญ)	50,000	35,000	20,000
Leverage Ratio (เปอร์เซ็นต์ของหนี้สิน)	0	30	60
EBIT (บาท)	5,000	5,000	5,000
หักดอกเบี้ยจ่าย (10 เปอร์เซ็นต์)	0	1,500	3,000
กำไรก่อนหักภาษี	5,000	3,500	2,000
ภาษี 50%	2,500	1,750	1,000
กำไรหลังหักภาษี (บาท)	2,500	1,750	1,000
จำนวนหุ้นสามัญ	500	350	200
กำไรต่อหุ้น	5	5	5
ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (เปอร์เซ็นต์)	5%	5%	5%

ตาราง 10-3 ผลสะท้อนของ Leverage Ratio ที่มีต่อกำไรต่อหุ้น

ถ้าหากว่าผลตอบแทนของกิจการต่ำกว่าค่าของหนี้สิน ผลสะท้อนของ Leverage ก็จะทำให้ทำให้มีผลไม่ดีมากยิ่งขึ้น จากข้อพิจารณาทั้งหมดนี้ทำให้สรุปได้ว่า เมื่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของกิจการสูงกว่าค่าของหนี้สิน Leverage จะให้ผลดีต่อ EPS จากตัวอย่างที่แสดงมาสรุปได้ว่าเมื่อความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทน/เงินลงทุนเป็นไปในทางดียิ่งมีหนี้สินมากยิ่งดี เหตุผลที่อธิบายว่าผลสะท้อนของ Leverage เป็นไปในทางที่ดีก็เพราะว่าหนี้สินมีค่าคงที่ และสิทธิเรียกร้องเหนือกำไรของกิจการในทางตรงข้ามถ้าหากว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเกิดเลวลง และทำให้ EBIT ลดลง ค่าใช้จ่ายคงที่ซึ่งเกิดจากหนี้สินจะเป็นภาระหนักต่อกิจการอย่างมากซึ่งจะได้กล่าวในตอนต่อไป

ความผันแปรของกำไร (Variability of Return) กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีของกิจการทั้งหลายขึ้นอยู่กับอิทธิพลต่าง ๆ กัน อิทธิพลบางอย่างก็เกิดขึ้นเฉพาะสำหรับกิจการนั้น บางอย่างเกิดขึ้นทั่วไปแก่กิจการทั้งหมดในอุตสาหกรรมประเภทนั้น และอิทธิพลบางอย่างก็มีความสัมพันธ์กับสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจซึ่งมีผลสะท้อนต่อกิจการทั้งหมด เมื่อพิจารณาตามสภาพความเป็นจริงทุกอย่างย่อมมีความไม่แน่นอน กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีในงวดหนึ่งงวดใดอาจมีจำนวนสูงกว่าหรือต่ำกว่าที่ได้คาดการณ์เอาไว้ ความไม่แน่นอนใน EBIT มักจะเป็นความเสี่ยงในการดำเนินงาน (operating risk)

เหตุการณ์สำคัญประการหนึ่งซึ่งทำให้เกิดความเสี่ยงในการดำเนินงานคือวงจรธุรกิจ (business cycle) นั่นก็คือภาวะการณ์ที่ธุรกิจซบเซา (recession) เหตุการณ์อื่น ๆ คือกิจการนำเทคนิคต่าง ๆ มาใช้ไม่ทันสมัย การกระทำของคู่แข่ง ลูกค้าเปลี่ยนความนิยม ราคาสินค้าเปลี่ยนแปลง เป็นต้น ถ้าหากเราสมมุติว่าเหตุการณ์ต่าง ๆ เหล่านี้ประกอบกันขึ้นทำให้เกิดผลลัพธ์ที่อาจเป็นไปได้สามทาง คือ (1) EBIT ในปีปกติ (2) EBIT ในปีที่ดี และ (3) EBIT ในปีที่ตกต่ำ ซึ่งในทางที่จริงแล้ว ตามความเป็นจริงอาจเป็นไปได้มากกว่า 3 ทางดังกล่าว แต่ที่สมมุติ 3 ทางก็เพื่อแสดงให้เห็นถึงผลสะท้อนของ Leverage เมื่อ EBIT เปลี่ยนแปลงไป สมมุติว่า EBIT เท่ากับ 12,000 บาท ในปีปกติ ในปีที่ตกต่ำเท่ากับ 3,000 บาท และในปีที่ดีเท่ากับ 20,000 บาท ตามตาราง 10-1 แสดงถึง leverage ในอัตราต่าง ๆ เริ่มตั้งแต่ 0, 30 เปอร์เซ็นต์ และ 60 เปอร์เซ็นต์ ในตาราง 10-4 คือผลของการใช้ leverage ในอัตราต่าง ๆ ในตาราง 10-5 และ ตาราง 10-6 เป็นการสรุปผลของ Leverage ที่มีต่อ EPS

		ปีตกต่ำ	ปีปกติ	ปีรุ่งเรือง
(1) Leverage Ratio = 0				
EBIT	(บาท)	3,000	12,000	20,000
ดอกเบี้ยจ่าย (10 เปอร์เซ็นต์)		—	—	—
กำไรก่อนหักภาษี		3,000	12,000	20,000
ภาษี (50 เปอร์เซ็นต์)		<u>1,500</u>	<u>6,000</u>	<u>10,000</u>
กำไรหลังหักภาษี	(บาท)	<u>1,500</u>	<u>6,000</u>	<u>10,000</u>
จำนวนหุ้นสามัญ		500	500	500
กำไรต่อหุ้น (EPS)	(บาท)	3	12	20
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ(ROE)		3 %	12 %	20 %

(2) Leverage Ratio = 30 เปอร์เซ็นต์

EBIT	3,000	12,000	20,000
ดอกเบี้ยจ่าย (10 เปอร์เซ็นต์)	<u>1,500</u>	<u>1,500</u>	<u>1,500</u>
กำไรก่อนหักภาษี	1,500	10,500	18,500
ภาษี (50 เปอร์เซ็นต์)	<u>750</u>	<u>5,250</u>	<u>9,250</u>
กำไรหลังหักภาษี	<u>750</u>	<u>5,250</u>	<u>9,250</u>
จำนวนหุ้นสามัญ	350	350	350
กำไรต่อหุ้น (EPS)	2.20	15	26.50
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ	2.20%	15%	26.50%
	ปีตกต่ำ	ปีปกติ	ปีรุ่งเรือง

(3) Leverage Ratio = 60 เปอร์เซ็นต์

EBIT	3,000	12,000	20,000
ดอกเบี้ยจ่าย (10 เปอร์เซ็นต์)	<u>3,000</u>	<u>3,000</u>	<u>3,000</u>
กำไรก่อนหักภาษี	—	9,000	17,000
ภาษี 50%	<u>—</u>	<u>4,500</u>	<u>8,500</u>
กำไรหลังหักภาษี	<u>—</u>	<u>4,500</u>	<u>8,500</u>
จำนวนหุ้นสามัญ	200	200	200
กำไรต่อหุ้น (EPS)	—	22.50	42.50
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ (เปอร์เซ็นต์)	—	22.50%	42.50%

ในปีปกติและในปีที่ดี Leverage เพิ่มขึ้นทำให้ EPS เพิ่มขึ้นด้วย ส่วนในปีที่ตกต่ำ การมีหนี้สินอยู่ในโครงสร้างเงินทุนทำให้ EPS ตกต่ำลง จากตาราง 10-5 จะเห็นว่ายิ่งมี Leverage Ratio สูง ช่วงของ EPS จากปีที่ตกต่ำถึงปีดีจะมีช่วงห่างกันมากขึ้น เช่น Leverage Ratio เท่ากับ 60 เปอร์เซ็นต์ EPS ของปีตกต่ำถึงปีดีจะมีช่วงห่างกันถึง 42.5 (0-42.50)

		ปีตกต่ำ	ปีปกติ	ปีรุ่งเรือง
Leverage Ratio	= 0 (บาท)	3.00	12.00	20.00
Leverage Ratio	= 30 เปอร์เซ็นต์	2.20	15.00	26.50
Leverage Ratio	= 60 เปอร์เซ็นต์	0	22.50	42.50

ตาราง 10-5 แสดงกำไรต่อหุ้นเมื่อมี Leverage Ratio ในอัตราต่าง ๆ

			ปีรุ่งเรือง	ปีตกต่ำ
Leverage Ratio	= 0	(บาท)	20	3
Leverage Ratio	= 30 เปอร์เซนต์		26.50	2.20
Leverage Ratio	= 60 เปอร์เซนต์		42.50	0

ตาราง 10-6 แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นเปรียบเทียบกับปีปกติ

สำหรับในตาราง 10-6 จะเห็นว่าเมื่อมี Leverage EPS จะสูงขึ้นอย่างมากในปีที่รุ่งเรือง และลดต่ำลงอย่างมากในปีตกต่ำ เมื่อ EBIT เพิ่มสูงขึ้นการใช้ Leverage มากขึ้นจะทำให้ EPS ลดลงเร็วยิ่งขึ้น จากการวิเคราะห์นี้ทำให้รู้ข้อเท็จจริงว่าเมื่อ financial leverage สูง ทำให้ EPS และ ROE มีการผันแปรมากยิ่งขึ้น เหตุที่เป็นเช่นนี้ก็เพราะว่าหนี้สินเป็นค่าใช้จ่ายประจำมีสิทธิเรียกร้องได้ก่อนเหนือกำไร ไม่ว่าจะอะไรจะเกิดขึ้นกับ EBIT กิจการจะต้องจ่ายดอกเบี้ยเป็นจำนวนแน่นอนตายตัว เมื่อ EBIT ลดต่ำลงจึงทำให้กำไรส่วนที่เหลือของเจ้าของกิจการลดลงด้วย ด้วยเหตุนี้เองยังมีการใช้ financial leverage มาก ก็ยิ่งทำให้ EPS เปลี่ยนแปลงมากขึ้นตามที่ EBIT เปลี่ยนไป

สมมุติว่า EBIT ลดต่ำลงถึงระดับต่ำกว่าที่จะสามารถจ่ายดอกเบี้ยซึ่งในกรณีนี้อาจเกิดขึ้นได้เป็นการแสดงถึงว่ากิจการประสบกับผลขาดทุน อย่างไรก็ตามไม่มีความจำเป็นที่จะต้องถึงขั้นล้มละลาย เพราะว่าการสามารถนำเงินสด หรือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องมาใช้ หรือโดยการกู้ยืม ถ้าหากขาดสนใจจริงๆ ก็ต้องขายสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงาน แต่ถ้าไม่สามารถจัดหาเงินสดมาได้หรือไม่ได้เพียงพอ กิจการก็ต้องเผชิญกับการล้มละลายเพราะไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยได้ตามสัญญา ดังนั้นจะเห็นว่าหนี้สินจะให้ผลดีแก่กิจการอย่างมากถ้าหากว่าในเวลานั้นเป็นเวลาที่เกิดการค้าเจริญรุ่งเรือง และจะมีอัตรายอดอย่างมากเมื่อเวลานั้นเป็นเวลาที่เกิดการตกต่ำ

สำหรับขั้นการเปลี่ยนแปลงของ EBIT สามารถสรุปได้ว่ายิ่งกิจการใช้ leverage มากขึ้น ก็ทำให้กำไรของกิจการมีความผันแปรได้มากยิ่งขึ้น ตามที่ได้กล่าวมานี้เป็นที่เห็นได้ชัดเจนว่าความผันแปรของกำไรเป็นผลมาจากปัจจัย 2 ประการ คือความผันแปรของ EBIT และการใช้ leverage ขั้นความผันแปรของ EBIT เป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจในการใช้ leverage มากน้อยแค่ไหน

พิจารณาอีกตัวอย่างหนึ่งซึ่งเป็นของบริษัท XYZ ตามตาราง 12-7 ซึ่งเป็นบริษัทที่มีการดำเนินงานผลิตเครื่องมือใช้ในทางอุตสาหกรรม มีโครงสร้างทางการเงินให้เลือกตามที่แสดงในงบดุลตามโครงสร้างต่าง ๆ ทั้ง 4 ตามโครงสร้างที่ 1 กิจการไม่ใช้หนี้สินและมี leverage เท่ากับ

ศูนย์ โครงสร้างที่ 2 มี Leverage Factor = 20 เปอร์เซ็นต์ โครงสร้างที่ 3 มี Leverage Factor เท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ และโครงสร้างที่ 4 มี Leverage Factor เท่ากับ 80 เปอร์เซ็นต์

โครงสร้างที่ 1			
		หนี้สินทั้งสิ้น	— 0 —
		หุ้นสามัญ (มูลค่าหุ้นละ 10 บาท)	<u>5,000</u>
รวมสินทรัพย์	<u>5,000</u>	รวมหนี้สินและทุน (สิทธิเรียกร้อง)	<u>5,000</u>
Debt/Common Stock =	0 %		
Debt/Total Assets =	0 %		
โครงสร้างที่ 2			
		หนี้สินทั้งสิ้น	1,000
		หุ้นสามัญ (มูลค่าหุ้นละ 10 บาท)	<u>4,000</u>
รวมสินทรัพย์	<u>5,000</u>	รวมหนี้สินและทุน (สิทธิเรียกร้อง)	<u>5,000</u>
Debt/Common Stock =	25 %		
Debt/Total Assets =	20 %		
โครงสร้างที่ 3			
		หนี้สินทั้งสิ้น	2,500
		หุ้นสามัญ (มูลค่าหุ้นละ 10 บาท)	<u>2,500</u>
รวมสินทรัพย์	<u>5,000</u>	รวมหนี้สินและทุน (สิทธิเรียกร้อง)	<u>5,000</u>
Debt/Common Stock =	100 %		
Debt/Total Assets =	50 %		
โครงสร้างที่ 4			
		หนี้สินทั้งสิ้น	4,000
		หุ้นสามัญ (มูลค่าหุ้นละ 10 บาท)	<u>1,000</u>
รวมสินทรัพย์	<u>5,000</u>	รวมหนี้สินและทุน (สิทธิเรียกร้อง)	<u>5,000</u>
Debt/Common Stock =	400 %		
Debt/Total Assets =	80 %		

ตาราง 10-7 โครงสร้างทางการเงินของบริษัท XYZ

ประการสำคัญที่ควรพิจารณาคือผลสะท้อนของโครงสร้างทางการเงินต่าง ๆ ทั้ง 4 แบบ ที่มีต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ตามตาราง 10-8 ผลสะท้อนดังกล่าวนี้บางส่วนขึ้นอยู่กับยอดขายของกิจการ และบางส่วนก็ขึ้นกับการประเมินความน่าจะเป็นเกี่ยวกับทางเลือกระดับการขายที่อาจเป็นไปได้ในอนาคตของกิจการ ฝ่ายบริหารของบริษัท ก. จะต้องแจกแจงความน่าจะเป็น (probability distribution) ของยอดขายในอนาคตของบริษัทโดยพิจารณาจากสถานะความเป็นจริงในอุปสงค์และอุปทาน โดยเรียงลำดับจากยอดขายต่ำสุดซึ่งเท่ากับศูนย์ ทั้งนี้อาจเกิดขึ้นได้เช่นคนงานสไตรค์ไม่ยอมทำงานสืบเนื่องมาจากการเจรจาปัญหาแรงงานที่ยังตกลงกันไม่ได้ และคาดการณ์ขายที่สูงสุดโดยคาดการณ์ไปในทางที่ดี สมมุติว่ากิจการมีทรัพย์สินทั้งสิ้น 5 ล้านบาท หนี้สินของบริษัทต้องเสียดอกเบี้ยอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์และอัตรากาฬิ สมมุติว่าเท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ ค่าใช้จ่ายผันแปรประมาณว่าเท่ากับ 40 เปอร์เซ็นต์ของยอดขาย และค่าใช้จ่ายคงที่เท่ากับ 1,000,000 บาท

ตามตาราง 10-8 ในบรรทัดแรกเป็นการเรียงลำดับความน่าจะเป็นของยอดขายต่าง ๆ กัน ค่าใช้จ่ายคงที่จะมีจำนวนเท่ากันหมดไม่ว่ายอดขายจะอยู่ในระดับไหนก็ตาม ค่าใช้จ่ายผันแปรจะมีจำนวนทั้งสิ้นสูงขึ้นเมื่อระดับขายสูงขึ้น เพราะค่าใช้จ่ายผันแปรมีอัตราเท่ากับ 40 เปอร์เซ็นต์ของยอดขาย ค่าใช้จ่ายคงที่บวกค่าใช้จ่ายผันแปรจะเป็นค่าใช้จ่ายรวมทั้งสิ้น ขายหักด้วยค่าใช้จ่ายทั้งสิ้นได้เท่ากับกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและกาฬิ จากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและกาฬิของยอดขายในระดับต่าง ๆ สามารถนำมาพิจารณาโครงสร้างเงินทุนทั้ง 4 แบบ โดยเรียงลำดับดังนี้

โครงสร้างเงินทุนที่ 1 ตามโครงสร้างเงินทุนที่ 1 บริษัทไม่ได้ใช้หนี้สินเพราะฉะนั้นจึงไม่มีการใช้ leverage ดอกเบี้ยจ่ายจึงไม่มี กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและกาฬิหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งสิ้น 500,000 หุ้น ได้เป็นกำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสามัญได้จากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและกาฬิหารด้วยกาฬิหารส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อบริษัทใช้หนี้สินและประกอบเป็นส่วนหนึ่งอยู่ในโครงสร้างเงินทุนที่ 2,3,4 ดอกเบี้ยจ่ายจะเกิดขึ้นและนำมาหักจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและกาฬิ การคำนวณกำไรต่อหุ้นและผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของมีวิธีคำนวณเช่นเดียวกับในโครงสร้างเงินทุนที่ 1 เมื่อนำเอาโครงสร้างเงินทุนที่ไม่มีหนี้สินเปรียบเทียบกับโครงสร้างเงินทุนที่ 3 ซึ่งมี leverage factor เท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งเป็น leverage ที่อยู่ในระดับกลางของอุตสาหกรรมทั่ว ๆ ไป สำหรับโครงสร้างเงินทุนที่ไม่มีหนี้สินกำไรสุทธิต่อหุ้นจะเรียงลำดับตั้งแต่ขาดทุนหุ้นละ 1 บาท จนถึงกำไรหุ้นละ 5 บาท ซึ่งอยู่ในช่วง 6 บาท ภายใต้โครงสร้างเงินทุนซึ่งมี leverage factor เท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ ลำดับของกำไรต่อหุ้นเรียงลำดับตั้งแต่ขาดทุน 2.50 บาท จนถึงกำไร 9.50 บาท ซึ่งอยู่ในช่วง 12 บาท จะเห็นว่าโครงสร้างเงินทุนหลังจะมีช่วงเป็น 2 เท่าของโครงสร้างเงินทุนแรกซึ่งมี leverage factor เท่ากับศูนย์ ในลักษณะคล้าย

กันผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของสำหรับกิจการที่ไม่มี leverage จะอยู่ในช่วง 60 เปอร์เซ็นต์-เซ็นต์ ในขณะที่ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ สำหรับกิจการที่มี leverage 50 เปอร์เซ็นต์ จะอยู่ในช่วง 120 เปอร์เซ็นต์

ความน่าจะเป็นของยอดขาย	.1	.3	.4	2
ขาย (บาท)	0	3,000	5,000	10,000
ค่าใช้จ่ายคงที่	1,000	1,000	1,000	1,000
ค่าใช้จ่ายผันแปรได้		1,200	2,000	4,000
รวมค่าใช้จ่าย (ยกเว้นดอกเบี้ย)	1,000	2,200	3,000	5,000
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT)	(1,000)	800	2,000	5,000
โครงสร้างเงินทุน 1 (Leverage Factor = 0)				
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	(1,000)	800	2,000	5,000
หักดอกเบี้ย	-	-	-	-
ภาษี 50%		400	1,000	2,500
กำไรสุทธิหลังหักภาษี	(1,000)	400	1,000	2,500
กำไรต่อหุ้น (500 หุ้น) (บาท)	-2	.80	2	5
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ	-20%	8%	20%	50%
โครงสร้างเงินทุนที่ 2 (Leverage Factor = 20%)				
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	(1,000)	800	2,000	5,000
หัก ดอกเบี้ย (10% × 1,000)	100	100	100	100
กำไรสุทธีก่อนหักภาษี	(1,100)	700	1,900	4,900
หักภาษี 50%		350	850	2,450
กำไรสุทธิหลังหักภาษี (บาท)	(1,100)	350	850	2,450
กำไรต่อหุ้น (400 หุ้น) (บาท)	-2.75	.88	2.38	6.13
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ	-27.50%	8.8%	23.8%	61.3%
โครงสร้างเงินทุนที่ 3 (Leverage Factor = 50%)				
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	(1,000)	800	2,000	5,000
หัก ดอกเบี้ย (10% × 2,500)	250	250	250	250
กำไรสุทธีก่อนหักภาษี	(1,250)	550	1,750	4,750
หัก ภาษี 50%		275	875	2,375

กำไรสุทธิหลังหักภาษี	(1,250)	275	875	2,375
กำไรต่อหุ้น (250 หุ้น) (บาท)	-5	1.10	3.50	9.50
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ	-50%	11%	35%	95%
โครงสร้างเงินทุนที่ 4 (Leverage Factor = 80%)				
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	(1,000)	800	2,000	5,000
หัก ดอกเบี้ย (10% x 4,000)	400	400	400	400
กำไรก่อนหักภาษี	(1,400)	400	1,600	4,600
หัก ภาษี (50%)		200	800	2,300
กำไรสุทธิหลังหักภาษี	(1,400)	200	800	2,300
กำไรต่อหุ้น (100 หุ้น) (บาท)	-14	2	8	23
ผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของ	-140%	20%	80%	230%

ตาราง 10-8 ผลสะท้อนของการใช้ leverage

ตามตาราง 10-8 แสดงความสัมพันธ์กันของผลตอบแทน 2 อย่าง คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น และผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของเมื่อนำเอา leverage มาพิจารณาตามโครงสร้างทางการเงินที่ได้แสดงมานั้นจะเห็นได้ว่ากำไรต่อหุ้นและผลตอบแทนในส่วนของผู้เป็นเจ้าของกิจการจะเพิ่มขึ้นเมื่อระดับขายสูงขึ้น นอกจากนี้กำไรจะสูงมากยิ่งขึ้นเมื่อ leverage เพิ่มขึ้น ดังนั้นเมื่อ leverage เพิ่มขึ้นทำให้มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงมากยิ่งขึ้นในกำไรต่อหุ้นและผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นถ้าหากว่ามีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงในยอดขายและผลตอบแทนที่สัมพันธ์กันต่อทรัพย์สินทั้งหมด Leverage จะช่วยทำให้ผลตอบแทนของผู้เป็นเจ้าของกิจการเพิ่มสูงขึ้นถ้าหากว่ามีการใช้โดยประสบผลสำเร็จ ถ้าหากว่าการใช้ leverage ไม่ประสบผลสำเร็จแล้ว ก็อาจจะทำให้กิจการไม่สามารถจ่ายค่าใช้จ่ายตามข้อผูกพันที่ต้องจ่ายประจำได้ มีผลทำให้ต้องประสบกับความยุ่งยากในทางการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ซึ่งนำไปสู่การปรับปรุงกิจการใหม่หรือต้องล้มละลาย

แนวทางของกำไรต่อหุ้น/กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EPS/EBIT Approach)

ผู้จัดการการเงินจะต้องตัดสินใจเลือกวิธีที่ดีที่สุดในการจัดหาเงิน เพื่อสำหรับนำมาใช้ในการลงทุน ทางเลือกคือจะออกพันธบัตรใหม่ หรือโดยการออกหุ้นทุน ทั้งนี้จะต้องมีการพิจารณาว่าภายหลังการลงทุนใหม่แล้ว กำไรต่อหุ้นของบริษัทจะประมาณแล้วจะเพิ่มขึ้นเท่าใด เทคนิคนี้จะเน้นให้กำไรต่อหุ้นอยู่ในระดับสูงสุด มากกว่าที่จะให้ความมั่งคั่งของกิจการอยู่ในระดับสูงสุด โดยจะไม่มีข้อพิจารณาในชั้นของความเสียหายที่นักลงทุนเพิ่มให้แก่กิจการ ถึงแม้ว่าวิธี EPS-EBIT จะมีข้อจำกัดดังกล่าว แต่ก็ยังเป็นวิธีที่ยังมีประโยชน์

สมมุติตามตาราง 10-9 กิจการจัดหาเงินทุน 1,000,000 บาท โดยมีทางเลือก 2 ทางเท่านั้นคือออกหุ้นสามัญ และออกหนี้สิน อัตราภาษีเงินได้ของกิจการเท่ากับ 40 เปอร์เซ็นต์ และค่าของหนี้สินในการออกหนี้สินเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ การจัดหาเงินทุนใหม่ 1,000,000 บาทนี้ จะทำให้กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBIT) เพิ่มขึ้นจากเดิม 300,000 บาท เป็น 600,000 บาท

	โครงสร้าง เงินทุนใน ปัจจุบัน	การจัดหาเงินทุน ใหม่โดยการออกหุ้น สามัญมูลค่า 1,000,000 บาท	การจัดหาเงินทุน ใหม่โดยการออก พันธบัตรมูลค่า 1,000,000 บาท
หนี้สินระยะยาว (10%)	1,000	1,000	2,000
หุ้นสามัญ (ราคา par 200 บาท)	<u>2,000</u>	<u>3,000</u>	<u>2,000</u>
รวม	<u>3,000</u>	<u>4,000</u>	<u>4,000</u>
จำนวนหุ้นสามัญออกจำหน่าย	10,000	15,000	10,000

ตาราง 10-9 : การจัดหาเงินทุนตามวิธี EPS-EBIT (1 : 1,000 บาท)

ขั้นตอนต่อไปคือพิจารณาผลกระทบจากการจัดหาเงินทุนแต่ละประเภทว่าจะมีผลกระทบอย่างไรต่อกำไรของกิจการ โดยดูจากกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่เกิดจากทางเลือกแต่ละทางตามตาราง 10-10 โครงสร้างเงินทุนในปัจจุบันมี EPS เท่ากับ 12 บาท การจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญจะทำให้ EPS เพิ่มขึ้นเป็น 20 บาท ส่วนการใช้หนี้สินทำให้ EPS เพิ่มขึ้นเป็น 24 บาท

	โครงสร้าง เงินทุนปัจจุบัน	โดยการออก หุ้นสามัญ	โดยการใช้ หนี้สิน
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	300	600	600
ดอกเบี้ยจ่าย	100	100	200*
กำไรก่อนหักภาษี	200	500	400
ภาษี (40%)	80	200	160
กำไรหลังภาษี	120	300	240
จำนวนหุ้นสามัญออกจำหน่าย	10,000	15,000	10,000
กำไรต่อหุ้น	12	20	24

ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มสำหรับการจัดหาเงินทุน โดยการใช้หนี้สิน = 1,000,000 x 10% = 100,000 บาท
 ตาราง 10-10 : งบกำไรขาดทุนของโครงสร้างเงินทุนต่าง ๆ กัน

ต่อจากนั้นให้กำหนดระดับของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี และกำไรต่อหุ้นที่มีระดับเท่ากัน
 ไม่ว่าจะใช้วิธีการออกหนี้สินหรือหุ้นทุน เมื่อจุดที่ไม่มีมีความแตกต่างกันถูกกำหนดขึ้นแล้ว ก็จะเป็นการ
 ง่ายขึ้นที่สามารถชี้ว่าทางเลือกไหนเป็นทางเลือกที่ดี จุดที่ไม่มีมีความแตกต่างกันนี้เรียกว่า Break-even point
 ของ EBIT (หรือ BEP-EBIT) สมการที่นำมาใช้ในที่นี้คือ

$$\text{BEP-EBIT} = \left[\frac{(\text{EBIT}-I)(1-t)}{N_s} = \frac{(\text{EBIT}-I)(1-t)}{N_b} \right]$$

...Eq. (10-1)

I = ดอกเบี้ยจ่าย

t = อัตราภาษี

N_s = จำนวนหุ้นสามัญเมื่อการจัดหาเงินทุนใช้วิธีออกหุ้นสามัญ

N_b = จำนวนหุ้นสามัญเมื่อการจัดหาเงินทุนใช้วิธีออกหนี้สิน

แทนค่าในสมการ (10-1) และหาค่าของ EBIT

$$\text{BEP-EBIT} = \left[\frac{(\text{EBIT} - 100,000 \text{ บาท})(1-.40)}{15,000 \text{ หุ้น}} = \frac{(\text{EBIT} - 200,000 \text{ บาท})(1-.40)}{10,000 \text{ หุ้น}} \right]$$

= 400,000 บาท

Break-even point ของ EBIT เท่ากับ 400,000 บาท แทนค่าจำนวนเงินที่ได้ลงในสูตร
 ข้างบนตามสมการ 10-1 จะได้ break-even point ของ EPS เท่ากับ 12 บาท นั่นคือกำไรก่อนหักดอกเบี้ย
 และภาษีเท่ากับ 400,000 บาท จะมีกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 12 บาท ไม่ว่าจะจัดหาเงินทุนนั้นจะใช้ทาง
 เลือกใดก็ตาม (ไม่ว่าจะออกหุ้นสามัญหรือออกหนี้สิน) เนื่องจากระดับของ EBIT จะทำให้มี EPS เท่ากัน
 ซึ่งแสดงได้ดังนี้

1) การจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญ

$$\text{BEP-EPS} = \frac{(400,000 \text{ บาท} - 100,000 \text{ บาท}) \times .60}{15,000 \text{ หุ้น}} = 12 \text{ บาท}$$

2) การจัดหาเงินทุนโดยการออกหนี้สิน

$$\text{BEP-EPS} = \frac{(400,000 \text{ บาท} - 200,000 \text{ บาท}) \times .60}{10,000 \text{ หุ้น}} = 12 \text{ บาท}$$

ปัจจัยซึ่งมีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงิน (Factors Influencing Financial Structure)

มีปัจจัยต่าง ๆ ที่สำคัญในการพิจารณาโครงสร้างทางการเงินนอกเหนือไปจากที่ได้กล่าวมาแล้วตั้งแต่ต้น ปัจจัยที่สำคัญที่จะกล่าวเพิ่มเติมสรุปได้เป็นข้อ ๆ ดังนี้⁽¹⁾

1. อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายในอนาคต
2. เสถียรภาพของยอดขายในอนาคต
3. โครงสร้างการแข่งขันภายในอุตสาหกรรมนั้น
4. โครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการ

อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (Growth Rate of Sales) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายในอนาคตเป็นเครื่องวัดว่ากำไรต่อหุ้นของกิจการจะสามารถเพิ่มสูงขึ้นโดยใช้ leverage ตัวอย่างเช่นถ้ายอดขายและกำไรเพิ่มสูงขึ้นในอัตราปีละ 8-10 เปอร์เซ็นต์ การที่กิจการใช้หนี้สินในการจัดหาเงินทุนและมีค่าใช้จ่ายคงที่ในจำนวนที่ไม่สูงขึ้นไปอีกไม่มากก็จะสามารถเพิ่มผลตอบแทนให้แก่ผู้เป็นเจ้าของกิจการ

อย่างไรก็ตามหุ้นสามัญของกิจการที่มีกำไรและยอดขายกำลังเจริญเติบโตขึ้นเรื่อย ๆ ในอัตราที่น่าพอใจทำให้ราคาหุ้นสามัญของกิจการมีราคาสูง ดังนั้นการจัดหาเงินทุนโดยการเพิ่มส่วนของผู้เป็นเจ้าของกิจการเช่นหุ้นสามัญก็เป็นสิ่งที่ควรจะทำ กิจการจะต้องวิเคราะห์ดูประโยชน์ในการใช้ leverage กับโอกาสในการเพิ่มส่วนของผู้เป็นเจ้าของกิจการว่าควรจะเลือกทางไหน กิจการแต่ละแห่งต่าง ๆ ก็มีนโยบายในการกำหนดระดับการใช้หนี้สินเพื่อจัดหาเงินทุนตั้งแต่ระดับปานกลางจนถึงระดับสูงสุด

เสถียรภาพของยอดขาย (Sales Stability) เสถียรภาพของยอดขายและอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์กันโดยตรง การที่ยอดขายและกำไรมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้นทำให้กิจการสามารถจ่ายค่าใช้จ่ายประจำคือดอกเบี้ยจ่ายให้แก่หนี้สินโดยมีความเสี่ยงน้อยกว่ากิจการอีกแห่งหนึ่งซึ่งยอดขายและกำไรไม่มีเสถียรภาพกิจการประเภทสาธารณูปโภคซึ่งมีอนาคตเจริญเติบโตจะสามารถใช้ leverage ได้มากยิ่งขึ้น

โครงสร้างการแข่งขัน (Competitive Structure) การที่กิจการจะสามารถใช้หนี้สินจะขึ้นอยู่กับความสามารถทำกำไรได้ (profitability) และบางส่วนจะขึ้นอยู่กับปริมาณการขาย (volume of sales) ดังนั้นส่วนเหลือมกำไร (profit margins) ที่มีเสถียรภาพของกิจการจึงมี

(1) J. Fred Weston and Eugene F. Brigham, *Managerial Finance*. (Illinois : Dryden press, 1977), p.684-687.

ความสำคัญพอกับเสถียรภาพของการขาย ในอุตสาหกรรมที่กำลังเจริญรุ่งเรืองจะทำให้กิจการที่ดำเนินงานภายในอุตสาหกรรมดังกล่าวมีส่วนเหลือมกำไรที่สูงแต่ส่วนเหลือมกำไรดังกล่าวจะลดน้อยลงถ้ามีกิจการแห่งใหม่เพิ่มขึ้นอย่างมากภายในอุตสาหกรรมนั้นซึ่งทำให้เกิดการแข่งขันในระหว่างกันเอง

โครงสร้างสินทรัพย์ (Asset Structure) โครงสร้างสินทรัพย์นี้มีอิทธิพลต่อแหล่งทางการเงินได้หลายทาง ประการแรกกิจการที่มีทรัพย์สินคงที่ซึ่งมีอายุยาวนานโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อความต้องการในสินค้าของกิจการมีความมั่นคง เช่นกิจการประเภทสาธารณูปโภคมักจะใช้หนี้สินจำนองระยะยาวในจำนวนสูง กิจการประเภทที่ทรัพย์สินส่วนใหญ่เป็นลูกหนี้และสินค้าคงคลังซึ่งมูลค่าขึ้นอยู่กับความสามารถทำกำไรได้ติดต่อกันของกิจการ กิจการประเภทนี้ได้แก่ผู้ประกอบการค้าส่งและค้าปลีกซึ่งมักจะพึ่งหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว

ท่าทีของฝ่ายบริหาร (Management Attitudes) ท่าทีของฝ่ายบริหารซึ่งมีอิทธิพลโดยตรงมากที่สุดต่อทางเลือกในการจัดหาเงินทุนเป็นเรื่องที่เกี่ยวกับการควบคุมของกิจการ และความเสถียร บริษัทที่มีขนาดใหญ่ซึ่งหุ้นของบริษัทกระจายอยู่กับผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนมากอาจเลือกวิธีจัดหาเงินทุนโดยการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่เพิ่มเติม เพื่อหลีกเลี่ยงการควบคุมบริษัทของกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งซึ่งทำให้บุคคลผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมีอิทธิพลในการควบคุมบริษัท นอกจากนี้เนื่องจากว่าฝ่ายบริหารถือว่าเป็นผู้จัดการบริหารงานแทนผู้เป็นเจ้าของบริษัท จึงมักไม่ค่อยเต็มใจที่จะทำให้มีความเสี่ยงเกิดขึ้นจากการที่ต้องแบกภาระค่าใช้จ่ายประจำสูงยิ่งขึ้น

ในทางตรงกันข้ามผู้เป็นเจ้าของกิจการขนาดเล็กมักไม่ค่อยชอบออกหุ้นสามัญใหม่เพิ่มเติมทั้งนี้เพื่อต้องการควบคุมกิจการติดต่อกันไปเรื่อย ๆ โดยทั่วไปแล้วกิจการขนาดเล็กนี้มีความเชื่อมั่นว่าบริษัทจะมีความเจริญรุ่งเรืองต่อไปและถ้าเห็นว่าจะทำให้มีกำไรที่สูงจากการใช้ Leverage กิจการประเภทนี้จะใช้โครงสร้างเงินทุนซึ่งมีอัตราส่วนของหนี้สินสูง อย่างไรก็ตามผู้เป็นเจ้าของและผู้จัดการของกิจการขนาดเล็กอาจเป็นบุคคลประเภทอนุรักษ์นิยม (conservative) มากกว่าผู้จัดการของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เช่นถ้าส่วนของผู้เป็นเจ้าของกิจการซึ่งมีขนาดเล็กเท่ากับ 500,000 บาท เจ้าของและผู้จัดการคนเดียวกัน ผู้เป็นเจ้าของกิจการอาจเห็นว่าตนร่ำรวยมากพอแล้วจึงไม่เลือกเสี่ยงในการใช้ leverage เพื่อต้องการที่จะให้มีความมั่นคงมากยิ่งขึ้น

ท่าทีของผู้ให้กู้ ไม่ว่าฝ่ายบริหารจะมีการวิเคราะห์ leverage ของกิจการด้วยความเหมาะสมเพียงใดก็ตาม จะต้องมีการคำนึงถึงท่าทีของผู้ให้กู้ด้วยซึ่งในบางครั้งถือว่าเป็นสิ่งสำคัญและเป็นเครื่องกำหนดในโครงสร้างเงินทุน ส่วนมากแล้วจะมีการปรึกษาเรื่องโครงสร้างทางการเงินของกิจการกับผู้ให้กู้ กรณีที่ฝ่ายบริหารมีความเชื่อมั่นว่าในอนาคตกิจการจะมีความเจริญเติบโตและสามารถใช้ leverage ในอัตราส่วนสูงกว่ากิจการอื่น ๆ ซึ่งอยู่ภายในอุตสาหกรรมประเภทเดียว

กันแล้ว ผู้ให้กู้อาจไม่เต็มใจที่จะให้กู้เพราะการที่กิจการมีหนี้สินมากเกินไปจะทำให้ผู้ให้กู้ต้องมีความเสี่ยงมากขึ้น

แนวความคิดของ Operating Leverage (Concept of Operating Leverage)

Operating Leverage เป็นค่าที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่ (fixed operating expenses) และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานผันแปรได้ (variable operating expenses) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานหมายถึงค่าใช้จ่ายที่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานของกิจการซึ่งรวมค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เกิดขึ้นยกเว้นดอกเบี้ยจ่ายและภาษี

ถ้าอัตราส่วนระหว่างค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่ต่อค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานผันแปรของกิจการมีอัตราสูงแสดงว่ากิจการมี operating leverage สูงเช่นกัน ตัวอย่างของกิจการที่มี operating leverage สูงคือบริษัทการบินในระยะสั้นค่าใช้จ่ายเพียงไม่กี่ประเภทเท่านั้นที่สามารถผันแปรกับจำนวนของผู้โดยสาร เช่นอาหารที่บริการแก่คนโดยสารซึ่งผันแปรตามจำนวนผู้โดยสาร ส่วนมากจะเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ ดังนั้นเมื่อมีการวิเคราะห์จุดคุ้มทุนแล้วกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อมีจำนวนผู้โดยสารเพิ่มสูงขึ้น แต่ถ้าอยู่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนแล้วผลตรงข้ามจะเกิดขึ้นคือจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานเกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว ลักษณะดังกล่าวนี้แตกต่างจากพ่อค้าผู้ขายส่ง ส่วนใหญ่ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าขายต่ออีกทอดหนึ่งให้แก่พ่อค้าขายปลีก อัตราส่วนของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่กับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานผันแปรได้จึงมีอัตราต่ำ ดังนั้นพ่อค้าขายส่งจึงมี operating leverage ต่ำ

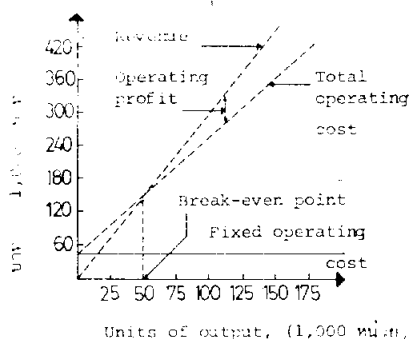
ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า Operating Leverage ขึ้นกับอัตราส่วนของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่ต่อค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งสิ้น ถ้ากิจการไม่มีค่าใช้จ่ายคงที่ที่เกิดขึ้นก็เรียกได้ว่ากิจการไม่มี operating leverage และถ้ายอดขายเปลี่ยนแปลงไปก็จะทำให้กำไรจากการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงไปในอัตราเดียวกัน แต่ถ้ากิจการมีค่าใช้จ่ายคงที่ก็เรียกว่ากิจการมี operating leverage ดังนั้น เมื่อยอดขายเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กำไรจากการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงไปในอัตราที่สูงกว่า ยิ่งกิจการมีอัตราส่วนของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่ต่อค่าใช้จ่ายดำเนินงานทั้งสิ้นสูงมากเท่าใดก็ยิ่งทำให้มี operating leverage สูงขึ้นเท่านั้น

ตามรูปภาพ 12-1 หน้า แสดงถึงแนวความคิดของ operating leverage⁽²⁾

(2) Ezra Solomon and John J. Pringle, *An Introduction to Financial Management*, (Goodyear Publishing Company, Inc., California, 1977), p. 67.

ตามรูปภาพ 12-1 ในด้าน A. แสดงจุดคุ้มทุนของสินค้าชนิดหนึ่งโดยมีราคาขายหน่วยละ 3 บาท ค่าใช้จ่ายผันแปรได้หน่วยละ 2.20 บาท และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่ปีละ 40,000 บาท ส่วนในด้าน B. แสดงจุดคุ้มทุนของสินค้าอีกประเภทหนึ่งซึ่งมีราคาหน่วยละ 3 บาท เช่นเดียวกันแต่มีค่าใช้จ่ายผันแปรได้หน่วยละ 1.20 บาท และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานคงที่เท่ากับ 180,000 บาทต่อปี ในด้าน A.กิจการมี operating leverage ต่ำและในด้าน B. กิจการมี operating leverage สูงกว่า ดังนั้นถ้ามีการเปลี่ยนแปลงในยอดขายจะทำให้กำไรจากการดำเนินงานของด้าน B. มีเปอร์เซ็นต์เปลี่ยนแปลงมากกว่าด้าน A. เมื่อขายสูงขึ้นกิจการก็ต้องการให้มี operating leverage สูงขึ้น แต่เมื่อขายตกต่ำลงกิจการย่อมไม่ต้องการให้มี operating leverage สูง

ตามความเป็นจริงแล้วรายได้จากการขายมักจะเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและเป็นสิ่งที่ไม่แน่นอนสำหรับในอนาคตข้างหน้า การที่มียอดขายผันแปรไปทำให้กำไรจากการดำเนินงานต้องเปลี่ยนแปลงไปด้วย การที่กำไรจากการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและไม่แน่นอนว่ากำไรจากการดำเนินงานในอนาคตจะเป็นอย่างไรทำให้เกิดความเสี่ยงในการดำเนินงาน (operating risk) จากรูปภาพ 12-1 จะเห็นได้ว่า operating leverage เป็นตัวกำหนดที่สำคัญต่อความเสี่ยงในการดำเนินงาน

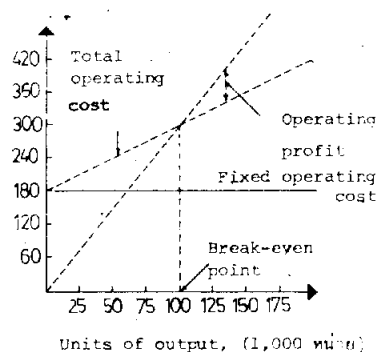


Selling price	บาท	3.00
Variable cost		2.20
Fixed cost	บาท	40,000

(in thousands)

Units	Sales	Variable cost	Total cost	Operating profit
25	\$ 75	\$ 55	\$ 95	-\$ 20
50	150	110	150	0
75	225	165	205	20
100	300	220	260	40
125	375	275	315	60
150	450	330	370	80
175	525	385	425	100

(A) Low operating leverage



Selling price	บาท	3.00
Variable cost		1.20
Fixed cost	บาท	180,000

(in thousands)

Units	Sales	Variable cost	Total cost	Operating profit
25	\$ 75	\$ 30	\$ 210	-\$ 135
50	150	60	240	- 90
75	225	90	270	- 45
100	300	120	300	0
125	375	150	330	45
150	450	180	360	90
175	525	210	390	135

(B) High operating leverage