

# บทที่ 7

## หุ้นสามัญ

### (Common Stock)

#### ลักษณะของหุ้นสามัญ

หุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์แสดงความเป็นเจ้าของกิจการ ทุกบริษัทจะต้องมีหุ้นประเภทนี้เสมอ ผู้ถือหุ้นสามัญมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของและส่วนได้เสียในกิจการ ความรู้สึกส่วนของผู้ถือหุ้นที่ดี และมีอำนาจในการควบคุมการบริหารงานของกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญจึงมีความเสี่ยงมากที่สุด แต่ถ้ามบริษัทมีกำไรมากก็ได้รับผลตอบแทนมาก ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับคือ เงินปันผล ซึ่งส่วนมากจะเป็นเงินสด แต่บางครั้งอาจจ่ายเป็นหุ้นปันผล (Stock Dividend) ตัวสัญญาใช้เงิน ซึ่งเรียกว่า "Scrip" หรือสินทรัพย์อย่างอื่นเหล่านี้ขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัท ส่วนมากแล้วจะจ่ายน้อยกว่ากำไรที่บริษัททำมาหาได้ กำไรส่วนที่เหลือก็จะคงไว้ในบริษัท และนำมาลงทุนขยายกิจการต่อไป ซึ่งมีผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น วิธีการจ่ายเงินปันผลอาจจ่ายทุก 3 เดือน, 6 เดือน หรือหนึ่งปี

#### เงินปันผล (Dividend)

โดยทั่วไปแล้ว ผู้ลงทุนซื้อหุ้นสามัญ มีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ

1. รายได้จูงเงินปันผล ซึ่งเป็นผลตอบแทนจากเงินที่ลงทุน
2. ราคาหุ้นสูงขึ้น เมื่อราคาตลาดของหุ้นที่ดีอยู่นั้นสูงขึ้น ผู้ลงทุน

ก็จะได้กำไรจากการขายหุ้น (Capital Gains) ผู้ลงทุนซื้อหุ้นสามัญด้วยวัตถุประสงค์ตามข้อนี้ ต้องการให้กำไรสะสมของกิจการ เพิ่มขึ้นเพียงพอที่จะทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น

เงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับอาจขึ้น ๆ ลง ๆ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ และผลประโยชน์ที่มีผู้ถือหุ้นสามัญคาดว่าจะได้รับจะคงสูงกว่ารายได้ของผู้ถือหุ้นของบริษัทเดียวกัน ทั้งนี้เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นสามัญมีมากกว่าผู้ถือหุ้น

### นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy)

นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท นับว่าเป็นสิ่งที่ผู้ถือหุ้นควรนำมาพิจารณาก่อนที่จะลงทุนซื้อหุ้น ทั้งนี้เพราะนโยบายจ่ายเงินปันผลแต่ละวิธี มีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นของบริษัท การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมี 3 วิธีด้วยกันคือ

1. จำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นคงที่ (Stable Dollar Amount Per share) คือกำหนดเป็นจำนวนเงินแน่นอนลงไปว่า จะจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนเงินหุ้นละกี่บาท และจะเพิ่มขึ้นเมื่อกำไรของบริษัทสูงขึ้น และมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นอีก บริษัทที่จ่ายเงินปันผลแบบนี้ส่วนมากจะเป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินมั่นคง รายได้ค่อนข้างแน่นอน และผู้ลงทุนก็ชอบที่จะลงทุนในบริษัทที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลที่แน่นอน เพราะเขามีความมั่นใจว่า จะได้รับเงินปันผลเป็นจำนวนเงินที่แน่นอน ราคาหุ้นของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลแบบนี้ก็จะสูงขึ้น
2. อัตราการจ่ายเงินปันผลที่คงที่ (Constant Payout Ratio) คือบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share) กับรายได้ต่อหุ้น (Earning Per Share) ที่คงที่ เงินปันผลจ่ายจึงขึ้นกับกำไรของบริษัทในปีนั้น ๆ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลแบบนี้ส่วนมากเป็นบริษัทที่กำไรไม่แน่นอน ปีใดบริษัทมีกำไรมาก จำนวนเงินปันผลก็สูง ปีใดบริษัทมีกำไรน้อยจำนวนเงินปันผลก็ต่ำ ฉะนั้นจำนวนเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับจึงไม่แน่นอน ราคาหุ้นของบริษัทประเภทนี้มักจะต่ำ
3. จ่ายเงินปันผลขั้นต่ำบวกด้วยเงินปันผลพิเศษ (Low Regular

Dividend Plus Extra) การจ่ายเงินปันผลแบบนี้ บริษัทจะจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำไว้จำนวนหนึ่งเป็นประจำ และจะเพิ่มพิเศษในปีที่บริษัทมีกำไรมาก การจ่ายเงินปันผลแบบนี้ก็เท่ากับว่าเงินปันผลจ่ายเปลี่ยนแปลงตามกำไรของบริษัท แต่ก็ยังประกันไว้ว่า ผู้ถือหุ้นยังได้รับเงินปันผลขั้นต่ำ ไม่ว่าในปีที่ธุรกิจจะมีกำไรหรือไม่ การจ่ายเงินปันผลวิธีนี้เหมาะสำหรับกิจการที่กำไรเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอ

นอกจากนโยบายของบริษัทแล้ว ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่เป็นตัวกำหนดเงินปันผล คือ

#### 1. ทางกฏหมาย (Legal Rules)

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยบริษัทจำกัด กำหนดไว้ว่า

ก. การจ่ายเงินปันผลจะต้องจ่ายจากกำไรของกิจการเท่านั้น คือ จะเป็นผลกำไรของปีปัจจุบัน หรือของปีที่ผ่านมา ๆ มา ตามที่ปรากฏในบัญชีกำไรสะสมในงบดุลของกิจการ

ข. ถึงแม้ว่าปีปัจจุบันบริษัทมีกำไรสุทธิ หากว่าในอดีตมีขาดทุนสะสมมา ธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลยังไม่ได้ จนกว่าจะชดเชยส่วนที่ขาดทุนสะสมนั้นให้หมดเสียก่อน

ค. ห้ามไม่ให้จ่ายเงินปันผลจากเงินทุนของกิจการ

จ. ห้ามไม่ให้จ่ายเงินปันผลเมื่อธุรกิจมีฐานะการเงินไม่ดี (insolvent) คือภาวะที่ธุรกิจมีสินทรัพย์น้อยกว่าหนี้สิน นั่นคือธุรกิจกำลังประสบกับการล้มละลาย

ฉะนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะต้องปฏิบัติให้อยู่ในขอบเขตของกฎหมายด้วย

## 2. สภาพคล่องของกิจการ (Liquidity Position)

การจ่ายเงินปันผลเป็นการจ่ายเงินสดออกจากกิจการ หาก  
ขณะนั้นเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่ำ ความสามารถที่จะจ่ายเงินสดปันผลย่อมลดลง

## 3. วิธีการชำระคืนเงินต้น (Need to Repay Debt)

หากธุรกิจมีหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระเป็นเงินสด ธุรกิจ  
ก็ลดการจ่ายเงินปันผลลง เพื่อรักษาสภาพคล่อง แต่ถ้าเป็นการออกหุ้นกู้ใหม่แทนหุ้น  
กู้เดิมที่ถึงกำหนด กรณีที่ธุรกิจไม่ต้องการจ่ายเงินสดชำระหนี้ ก็สามารถจ่ายเงินปันผลได้

## 4. ข้อจำกัดในสัญญากู้ยืม (Restrictions in Debt Contracts)

ข้อตกลงในสัญญาเงิน โดยเฉพาอย่างยิ่งการกู้ยืมระยะยาว  
ส่วนมากผู้ให้กู้หรือเจ้าหนี้ย่อมจะมีข้อตกลงในการจำกัดการจ่ายเงินปันผล เพื่อเพิ่ม  
ความสามารถในการชำระหนี้ของธุรกิจ ข้อจำกัดที่ให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ย่อม  
ส่วนมากมักจะจำกัดโดย

ก) ห้ามไม่ให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสมของปี  
ก่อนที่ธุรกิจก่อหนี้ผูกพันนั้น นั่นคือหากธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลจะต้องจ่ายจากกำไร  
ของปีปัจจุบันเท่านั้น

ข) ห้ามไม่ให้จ่ายเงินปันผลเมื่อเงินทุนหมุนเวียน  
(Current Assets ลบด้วย Current Liabilities) ของกิจการต่ำกว่า  
ที่กำหนดไว้

เมื่อมีสัญญากังกล่าวแสดงว่าข้อตกลงเหล่านี้มีผลต่อการจ่ายเงินปัน  
ผลด้วย

## 5. อัตราความเจริญเติบโตของธุรกิจ (Rate of Asset)

Expansion)

ธุรกิจที่กำลังเจริญเติบโต ย่อมต้องการเงินทุนเพื่อขยายกิจการมากขึ้น ฉะนั้นธุรกิจที่มีแนวโน้มที่จะขยายกิจการ ก็ย่อมกันกำไรไว้ใช้ในกิจการมากกว่าที่จะจ่ายเป็นเงินปันผล

#### 6. อัตราทำกำไรได้ (Profit Rate)

อัตราทำกำไรได้ของธุรกิจมีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล คือ ถ้าอัตราทำกำไรได้ของธุรกิจทั่วไปสูงกว่าอัตราทำกำไรได้ของธุรกิจเอง ก็ควรจะจ่ายเงินปันผลให้ผูถือหุ้นนำไปลงทุนที่อื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า

#### 7. กำไรที่โคสม่ำเสมอ (Stability of Earning)

ถ้ากำไรที่ธุรกิจทำได้สม่ำเสมอ ธุรกิจก็สามารถพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ ดังนั้นธุรกิจที่กำไรไม่เปลี่ยนแปลงมาก ก็สามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงกว่าธุรกิจที่มีกำไรไม่แน่นอน เพราะว่าธุรกิจที่มีกำไรขึ้น ๆ ลง ๆ ไม่สม่ำเสมอ ไม่สามารถคาดได้ว่าปีต่อไปกำไรจะเป็นอย่างไร จึงต้องจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ ถึงแม้ว่าในปีนั้นธุรกิจจะมีกำไร ทั้งนี้เพื่อกันเงินไว้เผื่อปีต่อไปกำไรจะลดต่ำลง

#### 8. ความสัมพันธ์กับตลาดเงินทุน (Access to the Capital Markets)

ธุรกิจขนาดใหญ่ มีชื่อเสียง มีประวัติการทำกำไรดี สามารถเข้าไปในตลาดทุน หรือจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกได้ง่ายกว่าธุรกิจขนาดเล็กและตั้งใหม่ เพราะธุรกิจเหล่านี้มีความเสี่ยงภัยสูง ความสามารถในการเพิ่มทุนจากตลาดทุนก็ถูกจำกัด จึงจำเป็นต้องกันเงินไว้สำหรับใช้ในการดำเนินงานมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ดังนั้นธุรกิจขนาดใหญ่จึงสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงกว่าธุรกิจขนาดเล็ก

### 9. อำนาจในการควบคุมกิจการ (Control)

ความต้องการในการควบคุมกิจการ มีผลต่อวิธีการจัดหาเงินทุนของธุรกิจ ฉะนั้นหากผู้บริหารไม่ประสงค์ที่จะให้อำนาจในการควบคุมกิจการเปลี่ยนไป หากธุรกิจมีนโยบายที่จะขยายกิจการ หรือลงทุนในโครงการจ่ายลงทุนที่มีโอกาสได้กำไรมาก ๆ ก็จะใช้เงินทุนจากแหล่งภายใน คือจากกำไรสะสม ซึ่งนโยบายอันนี้ อำนาจในการควบคุม กิจการยังเป็นของผู้บริหารชุดเดิม หากเงินทุนนั้นได้มาจากการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มเติม อำนาจในการควบคุมกิจการอาจเปลี่ยนไป หรือจำหน่ายหุ้นกู้ก็จะเป็นการเสี่ยงภัย ฉะนั้นเพื่อไม่ให้สูญเสียอำนาจในการควบคุมกิจการ ธุรกิจควรใช้นโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ และนำเงินที่เหลือจากจ่ายเงินปันผลนี้ มาลงทุนในกิจการต่อไป ซึ่งนโยบายดังกล่าวนี้อาจไม่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดก็ได้ แต่เป็นนโยบายเพื่อผลประโยชน์ในการควบคุมกิจการเท่านั้น

### 10. ภาพที่ผู้ถือหุ้นจะต้องจ่าย (Tax Position of Stockholders)

อัตราภาษีที่ผู้ถือหุ้นต้องจ่าย เป็นปัจจัยในการกำหนดเงินปันผลจ่ายด้วยเหมือนกัน ตัวอย่างเช่น ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ที่มีรายได้สูง และเสียภาษีในอัตราที่สูงอยู่แล้ว ย่อมประสงค์ที่จะให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ และเหลือเป็นกำไรสะสมในกิจการต่อไป หากผู้ถือหุ้นรับเป็นเงินปันผลเขาก็จะต้องเสียภาษีในอัตราที่สูง แต่สำหรับผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ที่เสียภาษีเงินได้ในอัตราที่ต่ำ จะต้องการให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ดังนั้นเมื่อธุรกิจมีผู้ถือหุ้นทั้งสองประเภท คือผู้เสียภาษีในอัตราที่สูง และผู้เสียภาษีในอัตราที่ต่ำ ธุรกิจก็จำต้องจ่ายเงินปันผลในอัตราปานกลาง เพราะถ้าหากจ่ายเงินปันผลให้เป็นไปตามความต้องการของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งแล้ว สมมุติว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลเป็นไปตามความต้องการของผู้มีรายได้สูง คือจ่ายในอัตราที่ต่ำ ผู้ถือหุ้นอีกจำนวนหนึ่งที่แสวงหารายได้ก็จะขายหุ้นของเขา และซื้อหุ้นที่ไ้รายได้สูงกว่า

ก็จะมีผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทในตลาดลดลง จะเห็นว่าภาวะภาวะที่ผู้ถือหุ้นจะต้องจ่าย ก็นับว่าเป็นตัวกำหนดเงินปันผลจ่ายด้วยเหมือนกัน

### 11. เกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ (Inflation)

เมื่อราคาของทั่วไปได้เชยิบสูงขึ้น เงินทุนที่ได้รับจากค่าเสื่อมราคา ที่ธุรกิจกันไว้ประจำปี ก็จะไม่พอชดเชยกับมูลค่าของสินทรัพย์ในปัจจุบันที่ได้เสื่อมลงไป เมื่อเป็นเช่นนี้ก็จำเป็นต้องกันเงินกำไรเพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยกับค่าของเงินที่ลดลง กำไรที่เหลือเพื่อจ่ายเงินปันผลก็ลดลง

### วิธีการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payments)

โดยปกติแล้วบริษัทจะจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดมากกว่าเป็นหุ้นปันผล หรือสินทรัพย์อย่างอื่น วิธีการจ่ายเงินปันผลอาจจ่ายในลักษณะ เงินปันผลต่อหุ้น (cash dividend per share) หรืออัตราร้อยละของกำไรสุทธิในปีนั้น (payout ratio) บริษัทจะจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใด ขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการนั้น ๆ และการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร

ช่วงเวลาการจ่ายเงินปันผล ในสหรัฐอเมริกาปกติจะจ่ายเงินปันผล งวดไตรมาส เช่น บริษัท Union Carbide ในปี 1972 จ่ายเงินปันผลหุ้นละ \$ 2 หรืองวดไตรมาส 50 เซนต์ ผู้บริหารอาจจะระบุไว้ในรายงานประจำปีของบริษัท หรือแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลงไปหากเป็นไปได้ และยังให้ความมั่นใจว่า รายได้ของบริษัทมีเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลในอัตรานี้

นอกจากนี้แล้ว กระแสเงินสดเข้า-ออก และความต้องการเงินทุน หรือจำนวนเงินที่จัดสรรไว้สำหรับขยายกิจการ อาจทำให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลสูงกว่าปกติ

ก็ได้ ส่วนปีที่บริษัทต้องการขยายกิจการหรือเงินทุน กรณีนี้คณะกรรมการบริษัทจะ  
 จ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ คือค่าพอที่จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในปีที่บริษัทมีกำไร  
 ต่ำ และจ่ายเงินปันผลพิเศษเพิ่มอีกในปีที่บริษัทมีเงินเหลือ เช่น บริษัท General  
 Mortors รายได้แต่ละปีไม่แน่นอน บริษัทจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำทุกปี และจะจ่าย  
 เงินปันผลพิเศษในปีที่บริษัทมีกำไรมาก

### ขั้นตอนการจ่ายเงินปันผล \* (Payment Procedure)

ขั้นตอนการจ่ายเงินปันผล นับว่าเป็นเรื่องที่ยุ่ลงทุนควรจะทราบด้วย  
 เหมือนกัน มีดังนี้คือ

1. สมมติว่า วันที่ 20 พฤศจิกายน คณะกรรมการของบริษัทประชุม  
 และลงมติให้จ่ายเงินปันผล บริษัทจะประกาศให้ผู้ถือหุ้นทราบ วันที่ประกาศนี้เรียก  
 ว่า "วันประกาศจ่ายเงินปันผล" (Declaration Date) ซึ่งมีข้อความว่า "วันที่  
 20 พฤศจิกายน 2523 คณะกรรมการบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล สำหรับงวด 6  
 เดือน หุนละ 10 บาท บวกเงินปันผลพิเศษอีกหุนละ 5 บาท ให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีชื่อใน  
 สมุดทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 20 ธันวาคม และบริษัทจะจ่ายเงินปันผลในวันที่  
 5 มกราคม 2524"
2. ในวันที่ 20 ธันวาคม บริษัทจะปิดทำการโอนหุ้น เพื่อทำบัญชีรายชื่อ  
 ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิได้รับเงินปันผล (holder of record date) เรียกว่า "วันลง  
 ทะเบียน"

---

\* J.Fred Weston, Eugme F. Brigham "Essentials of Managerial  
 Finance", The Dryden Press, Inc., 1974



3. หุ้นที่ทำการซื้อขายก่อนวันลงทะเบียนหุ้น ราคาหุ้นที่ซื้อขายจะไม่รวมเงินปันผล วันนั้นเรียกว่า "ex dividend date" คือสิทธิในการรับเงินปันผล จะยังเป็นของผู้ถือหุ้นเดิม สมมุติว่า นาย ก. ซื้อหุ้นสามัญของบริษัทหนึ่งจาก นาย ข. เมื่อวันที่ 18 ธันวาคม จำนวน 100 หุ้น กรณีนี้ record date คือวันที่ 20 ธันวาคม ex dividend date คือวันที่ 16 ธันวาคม หุ้นที่ทำการซื้อขายกันก่อนวันที่ 16 ธันวาคม คือวันที่ 15 ธันวาคม ผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับเงินปันผล ส่วนหุ้นที่ซื้อในวันที่ 16 ธันวาคม หรือหลังจากนี้ ก็ไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล กรณีนี้ นาย ก. ซื้อหุ้นวันที่ 18 ธันวาคม จึงไม่มีสิทธิรับเงินปันผล สิทธิรับเงินปันผลยังเป็นของนาย ข. ผู้ถือหุ้นเดิม

จำนวนเงินปันผลทั้งสิ้น (เงินปันผลปกติบวกด้วยเงินปันผลพิเศษ) ก็จะไม่เท่ากับ 15 บาท จึงเห็นได้ว่า ex dividend date ก็มีความสำคัญเหมือนกัน เพราะทำให้ราคาหุ้นในท้องตลาดต่างกัน โดยปกติแล้วคาดว่าราคาหุ้นจะลดลงเท่ากับจำนวนเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่าย หากการซื้อหุ้นหลัง ex dividend date

4. วันที่ 5 มกราคม 2524 บริษัทจะส่งเช็คไปยังผู้ถือหุ้น ตามรายชื่อที่ปรากฏในทะเบียนผู้มีสิทธิได้รับเงินปันผล เรียกว่า "วันจ่ายเงินปันผล" (payment date)

### หุ้นปันผล (Stock Dividend)

หมายถึงการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น ให้กับผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทแทนเงินสด ปกติจะจ่ายเป็นเปอร์เซ็นต์ หรือตามสัดส่วนหุ้นสามัญที่ถือ โดยกำหนดลงไปว่า จะจ่ายหุ้นปันผลกี่เปอร์เซ็นต์ของหุ้นที่ถือ เช่น 2%, 5% หรือ 100% เป็นต้น การออกหุ้นปันผลเป็นการเพิ่มจำนวนหุ้นสามัญในมือผู้ถือหุ้น แต่ส่วนได้เสียในกิจการของผู้ถือหุ้นแต่ละคนยังคงเดิม เช่น บริษัทประกาศจ่ายหุ้นปันผล 5% หมายความว่า

บริษัทจะออกหุ้นปันผล 5 หุ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้น 100 หุ้น สมมุติว่า นาย ก. ถือหุ้น 120 หุ้น หลังจากที่มีบริษัทออกหุ้นปันผล นาย ก. จะมีหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นเป็น 126 หุ้น คิดว่าหุ้นปันผล 6 หุ้น  $(\frac{5}{100} \times 120)$  รวมเป็น 126 หุ้น

เมื่อมองค่านบริษัทส่วนรวมแล้ว หลังจากออกหุ้นปันผล ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ หรือส่วนของผู้ถือหุ้นกิจการ (equity) ยังคงเดิม ถึงแม้ว่าจำนวนหุ้นสามัญในท้องตลาดจะเพิ่มขึ้น ตัวอย่างเช่น บริษัทแสงสุข จำกัด มีหุ้นสามัญอยู่ในท้องตลาดขณะนี้ 1,000,000 หุ้น ประกาศจ่ายหุ้นปันผล 10% หุ้นของบริษัทในท้องตลาดจะเพิ่มขึ้นเป็น 1,100,000 หุ้น แต่ส่วนของผู้ถือหุ้นยังคงเดิม สมมุติว่า รายได้ต่อหุ้น (earning per share) ของบริษัทปีนั้นตกหุ้นละ 10 บาท หลังจากบริษัทออกหุ้นปันผล 10% แล้ว รายได้ต่อหุ้นจะลดลงเหลือหุ้นละ 9 บาท จะเห็นว่าผู้ถือหุ้นไม่ได้รับอะไรเพิ่มขึ้น นอกจากจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นเท่านั้น รายได้รวมที่ผู้ถือหุ้นได้รับก็ไม่เปลี่ยนแปลง อย่างไรก็ตาม ราคาตลาดของหุ้นรวมหลังออกหุ้นปันผลอาจจะสูงกว่าก่อนออกหุ้นปันผล สมมุติว่าราคาตลาดของหุ้นเดิม (ก่อนออกหุ้นปันผล) หุ้นละ 200 บาท หลังจากบริษัทออกหุ้นปันผล 10 เปอร์เซ็นต์แล้ว ราคาหุ้นสามัญของบริษัทในท้องตลาดควรจะเป็นหุ้นละ 180 บาท ผู้ลงทุนส่วนมากก็จะต้องซื้อ เพราะราคาหุ้นลดลง เมื่อความต้องการหุ้นในท้องตลาดมีมากขึ้น ราคาหุ้นก็อาจสูงขึ้นเป็นหุ้นละ 190 บาท

ราคาหุ้นในท้องตลาดที่สูงขึ้นหลังจากที่มีบริษัทออกหุ้นปันผล อาจเนื่องมาจากเงินปันผลรวมเพิ่มขึ้น (เมื่อเทียบกับก่อนที่มีบริษัทจะออกหุ้นปันผล) เมื่อเป็นเช่นนี้ ราคาหุ้นในท้องตลาดจะมีแนวโน้มในทางที่สูงขึ้น ถึงแม้ว่ากำไรของบริษัทไม่เพิ่มขึ้นก็ตาม

หุ้นปันผลอาจแบ่งออกเป็น 2 ชนิด คือ

ก. การออกหุ้นปันผลในอัตราที่สูง เช่น 10% หรือสูงกว่า จะทำให้ราคาหุ้นสามัญลดลง ทั้งนี้เพราะสินทรัพย์และความสามารถทำกำไรของธุรกิจ

เดียวกันนี้ ได้ถูกหารด้วยจำนวนหุ้นที่มากขึ้น วิธีนี้ผู้ถือหุ้นอาจพอใจ เพราะหุ้นที่ราคาต่ำ บางครั้งก็ขายได้ง่าย และมักจะขายได้ในราคาที่ค่อนข้างสูงด้วย ดังตัวอย่างข้างต้น

ข. การออกหุ้นปันผลในอัตราค่า คือการออกหุ้นปันผลในอัตราที่ต่ำกว่า 10% ปกติมักจะเป็นกรณีที่บริษัทกำลังขยายกิจการ ต้องการเงินสดมาใช้จ่ายเพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินการต่อไปได้ และเพิ่มเงินทุนหมุนเวียน บริษัทจึงต้องออกหุ้นปันผล หรือกรณีที่บริษัทมีหนี้สินถึงกำหนดชำระมาก หรือช้อคกลงในสัญญากู้ยืมจำกัดไม่ให้บริษัทจ่ายเงินปันผล

หากท่านผู้ถือหุ้น ถึงแม้ว่าจะได้รับหุ้นเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย อัตราส่วนที่เขามีส่วนเป็นเจ้าของกิจการก็ยังคงเดิมไม่เปลี่ยนแปลง การออกหุ้นปันผลในอัตราค่านี้ เป็นที่นิยมของผู้ถือหุ้นส่วนมาก อย่างน้อยที่สุด ในปีที่กิจการเจริญรุ่งเรือง มีกำไรมากกว่าราคาหุ้นที่สูงขึ้น ผู้ถือหุ้นจะมีความรู้สึกได้ว่า หุ้นใหม่ (หุ้นปันผล) ที่เขาได้รับเพิ่มนั้น เป็นส่วนปันผลที่มีค่า และได้รับการยกเว้นภาษี (หากบริษัทจ่ายเงินปันผลในรูปตัวสัญญาให้เงิน หรือหุ้นที่ไม่อยู่ในข่ายที่ยกเว้นภาษี) นอกจากนี้จะนำหุ้นปันผลออกจำหน่ายและได้กำไร (Capital Gains) จึงจะเสียภาษี การออกหุ้นปันผลวิธีนี้ก็มีส่วนเสียอยู่บ้างคือ ทำให้มีเศษของหุ้นมาก ดังนั้นบริษัทควรให้ความสะดวกแก่ผู้ถือหุ้นในการซื้อหรือขายเศษของหุ้นนี้ ตัวอย่างเช่น บริษัทแห่งหนึ่ง ประกาศจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 2% นาย ก. ผู้ถือหุ้นคนหนึ่งถือหุ้นของบริษัทนี้ 40 หุ้น เขาจะได้รับหุ้นที่ออกใหม่อีก 8/10 หุ้น เมื่อเขามีสิทธิในหุ้นใหม่เพียง 8/10 หุ้น เขาก็ต้องหาซื้อหุ้นเพิ่มอีก 2/10 หุ้นจากผู้ถือหุ้นคนอื่นใดคนหนึ่งที่ประสงค์จะขาย หรือนาย ก. อาจขายในหุ้น 8/10 หุ้นนี้ ให้กับผู้ถือหุ้นคนอื่นที่ต้องการก็ได้

เมื่อผู้ถือหุ้นขายหุ้นปันผล (8/10 หุ้น) ที่เขาได้รับแทนเงินสดปันผลนี้

เปรียบเสมือนว่า เขาได้ขายหุ้นของเขาบางส่วน (สินทรัพย์) ขายสิทธิในการออกเสียง และขายอำนาจในการควบคุมกิจการของเขาบางส่วน หรืออีกนัยหนึ่ง สักส่วนความเป็นเจ้าของของกิจการของเขาตกลง แต่ก็ยังมีผู้ลงทุนส่วนมากยังเข้าใจผิดในเรื่องนี้ โดยคิดว่าหุ้นนั้นผลเป็นตอบแทนบางอย่างเท่านั้นเอง และเมื่อได้ขายไปแล้ว ก็จะไม่ทำให้ส่วนที่เขาเป็นเจ้าของกิจการตกลง

การออกหุ้นปันผล เป็นการโอนเงินจากบัญชีกำไรสะสมไปยังบัญชีหุ้นส่วนสามัญ และส่วนเกินมูลค่าหุ้น (capital stock accounts) ตามราคาตลาดของหุ้นขณะนั้น จะเห็นว่า การประกาศจ่ายหุ้นปันผล เป็นการจ่ายจากกำไรในอดีตหรือปัจจุบันเท่านั้น แต่ในต่างประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา บางมตรัฐออกกฎหมายให้นำหุ้นปันผล หักออกจากบัญชีส่วนเกินหุ้นที่ได้จำหน่ายหุ้นสูงกว่ามูลค่า (par value หรือ stated value) มากกว่าที่จะให้จ่ายจากกำไรสะสม ดังนั้นบริษัทที่ตั้งอยู่ในมตรัฐที่ออกกฎหมายนี้ ในทางทฤษฎีแล้ว บริษัทสามารถออกหุ้นปันผลได้ ถึงแม้ว่าในปีนั้นจะไม่มีกำไร หรือไม่มียอดกำไรคงเหลือในบัญชีกำไรสะสมก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติไม่เป็นที่ยอมรับ เพราะหุ้นปันผลนั้น คือจำนวนเงินที่บอกให้ทราบถึงรายได้ปัจจุบัน ที่ได้กลับมาลงทุนใหม่ (reinvest) ในกิจการ ดังนั้น การที่เงินทุน (capital) เพิ่มขึ้นกำไรในอนาคตก็ย่อมเพิ่มขึ้นด้วย

### สินทรัพย์ปันผล (Property Dividend)

การจ่ายปันผลเป็นสินทรัพย์ ส่วนมากมักจะจ่ายเป็น

1. พันธบัตรธุรกิจหรือหุ้นกู้ (Bond Dividends) หรือตั๋วสัญญาใช้เงิน (Scrip Dividends) หรือหุ้นบุริมสิทธิ กรณีที่บริษัทมีกำไร แต่ขณะนั้นยังไม่มีเงินสดที่จะจ่าย จึงได้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้นแทนเงินปันผลไปก่อน ผู้ถือหุ้นจึงมีฐานะเป็นเจ้าของหนี้ จนกว่าบริษัทจะชำระเงินให้ตามจำนวนนั้น ๆ หรือบางครั้งบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นบุริมสิทธิก็ได้

2. หลักทรัพย์ของบริษัทอื่นซึ่งกิจการมีส่วนได้เสีย อาจเป็นหลัก  
ทรัพย์ของธุรกิจอื่นที่ประกอบกิจการร่วมกัน หรือหุ้นในบริษัทย่อย เช่น บริษัท  
Du Pont จ่ายหุ้นของบริษัท General Motors ให้กับผู้ถือหุ้นของตน

3. สินค้าของบริษัท วิธีนี้ไม่ค่อยปฏิบัติกัน

ขั้นตอนในการจ่ายสินทรัพย์ปันผล ก็เหมือนกับการจ่ายเงินปันผล  
เป็นเงินสด หรือหุ้นปันผล ผู้ถือหุ้นที่ได้รับสินทรัพย์ปันผลถือว่าเป็นรายได้ของผู้  
ลงทุนในปีนั้น และจะต้องนำมาคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้

### การแยกหุ้น (Stock Splits)

เมื่อบริษัทประกาศแยกหุ้น ผู้ถือหุ้นจะมีหุ้นเพิ่มขึ้นตามสัดส่วนที่เขา  
ถืออยู่ในขณะนั้น และมูลค่าหุ้น (par value or stated value) ลดลงได้  
สัดส่วนกันด้วย แต่มูลค่ารวมของหุ้นยังคงเดิม ตัวอย่างเช่น Westmaryland  
Coal Company ในปี 1975 ได้ทำการแยกหุ้นสามัญชนิดที่มีมูลค่า หุ้นละ \$ 5  
ในอัตรา 2 : 1 ดังนั้นผู้ถือหุ้นสามัญเดิม 1 หุ้น หลังจากการแยกหุ้นจาก 1  
เป็น 2 หุ้นแล้ว เขาจะถือหุ้นเพิ่มขึ้นเป็น 2 หุ้น หุ้นนี้จะมีมูลค่าหุ้นละ \$ 2.50  
บาท เช่นเดียวกับ Dome Mines Limited ในปี 1974 ได้ทำการ  
แยกหุ้นชนิดไม่มีมูลค่า ในอัตรา 3 : 1 จึงเป็นการเพิ่มหุ้นใหม่อีก 2 หุ้น ให้  
กับผู้ถือหุ้นเดิม 1 หุ้น โดยที่มูลค่าหุ้นรวมในบัญชีไม่เปลี่ยนแปลง จะเห็นว่า ถึง  
แม้จะเป็นการเพิ่มจำนวนหุ้นในมือผู้ถือหุ้น (outstanding) แต่ก็ไม่กระทบต่อ  
net worth เหตุผลที่มีการแยกหุ้นเพื่อไม่ให้มูลค่าหุ้นสำคัญสูงเกินไป และจำ-  
นวนเงินปันผลรวมก็มากกว่าก่อนที่บริษัททำการแยกหุ้น โดยหลักการแล้วผู้ลงทุนถือ  
ว่าการแยกหุ้นนั้นเพื่อหวังให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงกิจการกำลังขยาย

ตัว ความสามารถทำกำไรคือ คาดว่าเงินปันผลจะสูงขึ้น และหวังว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้นด้วย

หุ้นที่มีผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มขึ้นเนื่องจากการแยกหุ้นนั้นไม่ถือเป็นรายได้ที่จะต้องมาคำนวณภาษีเงินได้ โดยถือว่าจำนวนหุ้นทั้งหมดมีผู้ถือหุ้นมีอยู่แล้วจากการแยกหุ้นก็คือเงินลงทุนเดิมนั่นเอง แต่ถูกแบ่งด้วยจำนวนหุ้นที่มากขึ้น

กรณีของบริษัทออกหุ้นปันผล บัญชีกำไรสะสมจะลดลงและบัญชีหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นด้วยจำนวนที่เท่ากัน แต่การแยกหุ้นคืน ไม่มีการลดและเพิ่มบัญชีใดบัญชีหนึ่ง จำนวนเงินทุนรวมของบริษัทยังคงเดิม เพียงแต่มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ หรือมูลค่าหุ้นที่กำหนดไว้นั้นลดลงได้สัดส่วนกับจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น ตัวอย่างเช่น บริษัทได้ทำการแยกหุ้นในอัตรา 2 : 1 มูลค่าหุ้นเดิมที่ตราไว้หุ้นละ 100 บาท หลังจากการแยกหุ้นแล้วหุ้นของบริษัทมีมูลค่าหุ้นละ 50 บาท

สิทธิของผู้ถือหุ้นในการซื้อหุ้นที่ออกใหม่ (Pre-emptive Rights or Subscription to New Issues)

เมื่อบริษัทต้องการเงินทุนเพิ่มเติม โดยการจำหน่ายหุ้นสามัญ ส่วนมากจะให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทอยู่แล้ว มีโอกาสพิจารณาเลือกซื้อหุ้นของบริษัทที่ออกจำหน่ายใหม่ (ส่วนมากจะเป็นหุ้นประเภทเดียวกับที่ถืออยู่ในขณะนั้น) ก่อนที่จะจำหน่ายให้กับบุคคลทั่วไป ในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด เพื่อชักจูงให้ผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นที่ออกใหม่ เพราะสิทธิในการซื้อหุ้น (subscription) จะมีกำหนดภายใน 2 - 3 สัปดาห์เท่านั้น และหากราคาตลาดต่อไป ลดลงต่ำเท่ากัน หรือต่ำกว่าราคาที่มีสิทธิซื้อหุ้นจะต้องจ่ายค่าซื้อหุ้นใหม่ (subscription price) แล้ว สิทธิดังกล่าวนี้ก็จะไม่มีค่า ผู้ถือหุ้นสามัญ 1 หุ้น จะได้รับสิทธิ 1 สิทธิ (one right)

เมื่อบริษัทเสนอให้สิทธิ (right offering) แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่อซื้อหุ้นใหม่ โดยกำหนดไว้ว่า ผู้ถือหุ้นจะซื้อหุ้นใหม่ได้ 1 หุ้น จะต้องใช้ 5 สิทธิ สมมุติว่า นายแดง ถือหุ้น 100 หุ้น ก็จะได้รับ 100 สิทธิ และซื้อหุ้นใหม่ได้ 20 หุ้น การซื้อหุ้นที่ออกใหม่หนึ่งหุ้น จะต้องใช้สิทธิจำนวนเท่าใดนั้นแล้วแต่บริษัทจะกำหนด

สิทธิในการซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่ออกจำหน่ายใหม่นี้ อาจระบุไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิ หรือมีกฎหมายบังคับไว้ ทั้งนี้เพื่อต้องการรักษาสหสิทธิของผู้ถือหุ้นเดิม ในการออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นและส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้น ในฐานะที่มีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการแต่ละคนก็ยังคงเดิม หลังจากที่บริษัทได้จำหน่ายหุ้นใหม่ ผู้ถือหุ้นของบริษัทอาจมีความรู้สึกว่าการซื้อหุ้นที่ออกใหม่ของบริษัทในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด เหมือนกับว่าเขาได้รับเงินปันผลพิเศษนั่นเอง

#### การประกาศให้สิทธิ (Information in Right Announcement)

วันที่บริษัทประกาศรายละเอียดเกี่ยวกับการให้สิทธิ ซึ่งประกอบด้วยวันที่บริษัททำการรวบรวมรายชื่อผู้ถือหุ้น ว่าผู้ใดมีสิทธิได้รับกี่สิทธิ (rights) และบันทึกลงไว้ในทะเบียนของบริษัท เรียกว่า "วันลงทะเบียน" (record date) ต่อจากนั้นบริษัทก็ทำหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นทุกคนตามที่ปรากฏในทะเบียน โดยระบุจำนวนหุ้นให้ทราบว่า ผู้นั้นมีสิทธิซื้อหุ้นใหม่ได้กี่หุ้น ราคาที่ผู้ซื้อจะต้องจ่ายหากใช้สิทธิ เงื่อนไขการชำระเงินวันพ้นกำหนดการใช้สิทธิ (expired date) ระยะเวลาการให้สิทธิซื้อหุ้นส่วนมากจะเป็นระยะสั้น ประมาณ 2 - 3 สัปดาห์ หากผู้ถือหุ้นไม่แสดงความจำนงว่าจะซื้อหุ้นภายในวันกำหนดดังกล่าว กรรมการจะเอาหุ้นนั้นออกเสนอขายให้บุคคลภายนอกต่อไป

ราคาหุ้นในท้องตลาดก่อนวันลงทะเบียน (คือระยะเวลานับแต่วันที่บริษัทประกาศการให้สิทธิ จนถึงวันลงทะเบียน) จะรวมสิทธิในการซื้อหุ้นใหม่นี้ด้วย ฉะนั้นราคาหุ้นที่ซื้อ ขายในท้องตลาดจะรวมมูลค่าของสิทธิไว้ด้วย (cum rights) ส่วนราคาหุ้นในท้องตลาดหลังจากวันลงทะเบียน จะลดลงเท่ากับมูลค่าสิทธิหากทุกอย่างไม่เปลี่ยนแปลง เพราะไม่รวมมูลค่าสิทธิไว้ด้วย เรียกว่า "ex rights" การซื้อขายหุ้นจะแตกต่างกันหากจากหุ้นสามัญ

### ราคาตลาดของสิทธิ

หากบริษัทกำหนดไว้ว่า ต้องใช้สิทธิ 10 สิทธิ จึงจะซื้อหุ้นที่ออกใหม่ได้ 1 หุ้น ผู้ถือหุ้นคนใดมีหุ้นอยู่ในมือขณะนั้น 5 หุ้น เขาก็อาจจะขาย หรือซื้อสิทธิจากบุคคลอื่น 5 สิทธิ ก็ได้ เพื่อจะได้มีสิทธิเพียงพอที่จะซื้อหุ้นใหม่ 1 หุ้น มูลค่าของสิทธิขึ้นอยู่กับราคาตลาดของหุ้นเดิม เพราะราคาที่บริษัทเสนอขายหากใช้สิทธิ และจำนวนสิทธิที่ใช้ บริษัทเป็นผู้กำหนด ซึ่งไม่เปลี่ยนแปลง ฉะนั้นมูลค่าของสิทธิจึงขึ้นลงตามราคาตลาดของหุ้น หากผู้ถือหุ้นไม่ใช้สิทธิตามกำหนดก็หมดอายุ สิทธิในการซื้อหุ้นใหม่ก็ไม่มีค่า ผู้ถือหุ้นที่ไม่ประสงค์จะใช้สิทธิควรรีบขายให้กับผู้ที่ต้องการซื้อ เพื่อผู้ที่ซื้อสิทธิจะได้จัดการซื้อหุ้นใหม่ได้ทันภายในกำหนด

โดยปกติแล้วราคาหุ้นในตลาด จะสูงกว่าราคาที่บริษัทเสนอขายให้ กับผู้ที่ใช้สิทธิซื้อ กรณีนี้สิทธิในการซื้อหุ้นใหม่จึงมีค่า หากราคาตลาดเท่ากับหรือต่ำกว่าราคาที่บริษัทเสนอขาย สิทธิอันนี้ก็ไม่มีค่า

สมมุติว่า หุ้นของบริษัทแห่งหนึ่ง ซื้อขายกันในท้องตลาดเมื่อวันที่ 23 กรกฎาคม หุ้นละ 200 บาท หลังจากวันประกาศให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นของ



บริษัทแล้ว ปรากฏว่าผู้ถือหุ้นที่มีชื่อในทะเบียน ในวันที่ 30 กรกฎาคม จะมี สิทธิซื้อหุ้นใหม่ได้ในราคาหุ้นละ 156 บาท โดยใช้ 10 สิทธิ ต่อทุก ๆ หุ้นใหม่ 1 หุ้น ฉะนั้นการซื้อขายหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าว (23 กรกฎาคม - 30 กรกฎาคม) ราคาหุ้นจะรวมสิทธิไว้ด้วย วิธีการคำนวณมูลค่าของสิทธิ ก็จะเป็น ดังนี้ คือ.-

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าของสิทธิ 1 สิทธิ} &= \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นที่รวมสิทธิ-ราคาหุ้นใหม่ที่บริษัทเสนอขายรวมสิทธิ}}{\text{จำนวนสิทธิที่ใช้ในการซื้อหุ้นใหม่ 1 หุ้น} + 1} \\ \text{หรือ } R &= \frac{Mc - S}{N + 1} \end{aligned}$$

ในที่นี้

- R คือมูลค่าของสิทธิหนึ่งสิทธิ
- Mc คือราคาตลาดของหุ้นที่รวมสิทธิ
- S คือราคาของบริษัทเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นที่ใช้สิทธิ
- N คือจำนวนสิทธิที่ต้องใช้ในการซื้อหุ้นใหม่หนึ่งหุ้น

แทนค่า

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าของสิทธิ 1 สิทธิ} &= \frac{200 - 156}{10 + 1} \\ &= \frac{44}{11} \\ &= 4 \text{ บาท} \end{aligned}$$

หากการซื้อขายหุ้นมีขึ้นหลังจากวันลงทะเบียน ราคาหุ้นในตลาดจะไม่รวมสิทธิ โดยปกติแล้ว ราคาหุ้นในตลาดจะลดลงเท่ามูลค่าของสิทธิ สมมุติว่าหลังจากวันที่ 30 กรกฎาคม ราคาหุ้นในตลาดขณะนั้นลดลงเหลือ 196 บาท ผู้ถือหุ้นที่ไร้สิทธิ ยังคงมีสิทธิซื้อหุ้นในราคา 156 บาท ฉะนั้นเขาจะได้รับประโยชน์จากการไร้สิทธิเท่ากับ 40 บาท (196 บาท - 156 บาท) ต่อทุก ๆ 10 สิทธิที่ไร้ซื้อหุ้นในช่วงเวลานี้ การคำนวณมูลค่าของสิทธิ ก็จะเป็นดังนี้.-

$$R = \frac{Mc - S}{N}$$

แทนค่า

$$= \frac{196 - 156}{10}$$

มูลค่าของสิทธิ 1 สิทธิ = ๔ บาท

อย่างไรก็ตาม มูลค่าสิทธิย่อมเปลี่ยนแปลงตามราคาหุ้นในตลาดขณะนั้น หากราคาตลาดลดลง มูลค่าของสิทธิก็จะลดลง ราคาตลาดของหุ้นขึ้นลงตลอดเวลาตามหลัก Demand & Supply ของหุ้นประเภทนั้น ฉะนั้นมูลค่าของสิทธิย่อมเปลี่ยนแปลงไปด้วย

#### การซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนมา (Repurchase of Stock)

ในทางปฏิบัติ ทุกบริษัทย่อมมีสิทธิตามกฎหมาย ที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่ได้นำออกจำหน่ายไปแล้ว กลับคืนมาจากผู้ถือหุ้น แต่วิธีการซื้อหุ้นกลับคืนมานั้น จะต้องปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทจำกัด คือบริษัทจะซื้อในราคาที่เป็นธรรมแก่

ทั้งสองฝ่าย การซื้อหุ้นกลับคืนมากก็ไม่ควรให้มากจนทำให้เกิดความเสียหาย (ความเสียด) แก่เจ้าหนี้ และผู้ถือหุ้นของบริษัท นอกจากนี้ บางมลรัฐในสหรัฐอเมริกา ออกกฎหมายห้ามไม่ให้จ่ายเงินจากกำไรสะสมซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนมา ซึ่งหากเป็นจำนวนมากแล้ว กำไรสะสมจะลดลงมาก และมีผลทำให้ไม่มีการจ่าย เงินปันผล

### วัตถุประสงค์ของบริษัทในการซื้อหุ้นกลับคืนมา

การที่บริษัทซื้อหุ้นของตนเองกลับคืนมานั้น อาจด้วยจุดประสงค์ต่าง ๆ ดังนี้ คือ.-

1. เพื่อรักษาระดับราคาของหุ้น เมื่อราคาหุ้นของบริษัทในท้องตลาดต่ำลงเรื่อย ๆ บริษัทอาจใช้วิธีการซื้อหุ้นของบริษัทที่ไ้จำหน่ายออกไปแล้วกลับคืนมา เพื่อให้ราคาหุ้นสามัญของบริษัทแสดงตามความเป็นจริง
2. กรณีที่บริษัทมีเงินสดเหลือใช้ในกิจการมาก
3. เพื่อให้มีหุ้นเพียงพอที่จะจ่ายเป็นโบนัส (bonus) ให้กับพนักงาน
4. บริษัทอาจมีโครงการซื้อหุ้นกลับคืนมาเพื่อนโยบายบางอย่างที่จะลดจำนวนหุ้นลง หรือเพื่อหวังอำนาจในการควบคุมการบริหารกิจการ ซึ่งบริษัทส่วนมากมีกนियมปฏิบัติกัน เช่น Doric Corporation ใ้ซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนมาในปี 1970 ขณะที่ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามมูลค่า (book value) ประมาณ 8 % เพื่อเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์ต่อหุ้น (net assets per share) และความสามารถทำกำไรต่อหุ้น (earning power) ของบริษัท และในปี 1973 - 1974 ซึ่งราคาหุ้นของบริษัทตกลงอย่างมาก บริษัทประสงค์ที่จะให้บุคคลภายในเข้าควบคุมการบริหารกิจการของตนเอง จึงได้ซื้อหุ้นจากบุคคลภายนอก

### วิธีการซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนมา

การซื้อหุ้นกลับคืนมานี้ โดยปกติจะทำการซื้อขายกันในตลาดหุ้นโดยผ่านคนกลาง หรือนายหน้าค้าหุ้น (broders) บริษัทอาจให้ผู้ถือหุ้น "เสนอราคา" ตามใจชอบแล้วบริษัทอาจเลือกซื้อหุ้นราคาที่เสนอขายต่ำสุดก็ได้ หรือบริษัทอาจแสดงความจำนงที่ว่า ต้องการซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นที่ประสงค์จะขาย หากหุ้นที่จะทำการซื้อขายนั้นเป็นหุ้นสามัญ บริษัทไม่อาจจะบังคับผู้ถือหุ้นคนใดคนหนึ่งให้ขายได้ นอกจากจะมีการขอร้องกันในที่ประชุมผู้ถือหุ้นว่าในการที่ซื้อกลับคืนมานั้น เพื่อต้องการเปลี่ยนโครงสร้างของเงินทุน เพื่อจัดการเกี่ยวกับทรัพย์สินของบริษัท ซึ่งการกระทำเช่นนี้ กระทบกระเทือนต่ออัตราส่วนความเป็นเจ้าของกิจการของผู้ถือหุ้น กรณีหุ้นบุริมสิทธิก็เช่นเดียวกัน นอกจากบริษัทได้กินเงินทุนจนไว้สำหรับไถ่ถอนหุ้นบุริมสิทธิชนิดนั้น ๆ ซึ่งจะไถ่กล่าวในบทต่อไป

การซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนมา หรือขายหุ้นที่ซื้อนั้นออกไปอีก จะกระทบกระเทือนต่อผู้ลงทุนเป็นอย่างมาก เพราะมีผลต่อราคาตลาดของหุ้นประเภทนั้น ๆ อย่างไรก็ตามย่อมขึ้นอยู่กับฐานะเงินสดของบริษัทขณะนั้น ถ้าไรสะสมสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น และความสามารถทำกำไรต่อหุ้นของบริษัทด้วย ซึ่งอาจมีผลทำให้บริษัทต้องซื้อหุ้นกลับคืนมาอีก

### รายได้ต่อหุ้น (Earning per Sgare)

หุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากที่สุดในบรรดาหลักทรัพย์ทั้งหลาย สิทธิในการรับส่วนแบ่งผลกำไรของบริษัทที่ทำมาหาได้ตลอดทั้งการจ่ายเงินปันก็หลังเจ้าหนี้อื่น ๆ ดังนั้น การคำนวณหารายได้ต่อหุ้นสามัญ 1 หุ้น จึงใช้กำไรส่วนที่เหลือจากหักรายจ่ายต่าง ๆ คอกเบี้ยจ่าย และภาษีเงินได้ รวมทั้ง

เงินปันผลที่จะต้องจ่ายให้กับหุ้นบุริมสิทธิในงวดนั้นด้วย เหลือเป็นกำไรสุทธิที่เป็น ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ เมื่อนำจำนวนหุ้นสามัญที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นขณะนั้นหารด้วยกำไรที่เหลือนี้ก็จะได้รายได้ต่อหุ้น ซึ่งจะเขียนเป็นสูตรไว้ดังนี้ คือ.-

$$\text{รายได้ต่อหุ้น (EPS)} = \frac{\text{กำไรสุทธิที่เป็นส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นขณะนั้น}}$$

สมมุติว่า ในปี 2523 บริษัทเสรี จำกัด มีกำไรสุทธิหลังจากหักภาษีเงินได้ เท่ากับ 30,000,000 บาท เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ เท่ากับ 1,000,000 บาท หุ้นสามัญของบริษัท อยู่ในท้องตลาดขณะนี้ 500,000 หุ้น วิธีการคำนวณก็จะเป็นดังนี้.-

$$\begin{aligned} \text{รายได้ต่อหุ้น} &= \frac{30,000,000 \text{ บาท} - 1,000,000 \text{ บาท}}{500,000 \text{ หุ้น}} \\ &= \frac{29,000,000}{500,000} \\ &= 58 \text{ บาท} \end{aligned}$$

รายได้ต่อหุ้นนี้อาจจะหาเป็นงวดไตรมาส หรืองวดครึ่งปีก็ได้ หากมีข้อมูลเพียงพอ

กรณีที่รายได้ของบริษัทในงวดนั้นมีไม่เพียงพอที่จะจ่ายเป็นเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ ผลขาดทุนหรือส่วนที่ขาดนั้นผู้ถือหุ้นสามัญจะต้องรับผิดชอบ สมมุติว่า ในปี 2523 นี้ กำไรของบริษัทมีเพียง 600,000 บาท แสดงว่า

กำไรในปีนั้นไม่มีเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งขาดอีก 400,000 บาท ในปีนั้นบริษัทจะขาดทุนต่อหุ้น ๆ ละ 80 สตางค์ ( - 400,000 บาท หากรักษา 500,000 หุ้น) หากในปีนั้นบริษัทขาดทุนสุทธิ 500,000 บาท ฉะนั้นรายได้ต่อหุ้นของบริษัทในปีนั้นจะเท่ากับขาดทุนสุทธิ 500,000 บาท บวกด้วยเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิในปีนั้น 1,000,000 บาท หากรักษาจำนวนหุ้นสามัญในฮ่องกง 500,000 หุ้น ก็จะขาดทุนสุทธิหุ้นละ 3 บาท ( 1,500,000 บาท หากรักษา 500,000 หุ้น)

ผู้ลงทุนส่วนมากสนใจรายได้ต่อหุ้น เพื่อจะได้ทราบถึงความสามารถทำกำไรของบริษัทและแนวโน้มของกำไรในอนาคตว่าเป็นอย่างไร เพื่อคาดถึงรายได้เงินปันผลที่คนจะได้รับ ทั้งนี้เพราะเงินปันผลที่บริษัทจะจ่ายทั้งปีปัจจุบันและอนาคตนั้นขึ้นอยู่กับรายได้ของบริษัท ฉะนั้นรายได้ของบริษัทจึงต้องเป็นรายได้ที่ถูกต้องและเชื่อถือได้หรือแสดงตามความเป็นจริง

สินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น (Net asset value per share) สินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นนั้น ก็คือมูลค่าหุ้นตามบัญชี (book value per share) นั้นเอง แสดงถึงจำนวนสินทรัพย์ ที่นำมาใช้เป็นประโยชน์แก่บริษัทต่อหนึ่งหุ้นสามัญ หากได้โดย นำสินทรัพย์ทั้งสิ้น (หลังจากหักค่าเสื่อมราคาสะสมและมูลค่าสูญสิ้นแล้ว) ตามที่แสดงในงบดุลของบริษัท หักด้วยหนี้สินทั้งสิ้นรวมทั้งหุ้นบุริมสิทธิ สินทรัพย์ที่เหลือนี้ หากรักษาจำนวนหุ้นสามัญที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น ก็จะได้สินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น สมมุติว่าบริษัทเสรี จำกัด ณ 31 ธันวาคม 2523 มีสินทรัพย์สุทธิรวมทั้งสิ้น 80,000,000 บาท หนี้สินและหุ้นบุริมสิทธิเป็นจำนวนรวม 10,000,000 บาท ที่เหลือ 70,000,000 บาท คือมูลค่าของสินทรัพย์สุทธิของบริษัท หากรักษาจำนวนหุ้นสามัญที่มีอยู่ในฮ่องกงขณะนั้น ก็จะได้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น ซึ่งแสดงวิธีคำนวณดังนี้.-

$$\begin{aligned}
 \text{สินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น} &= \frac{\text{สินทรัพย์สุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น}} \\
 &= \frac{70,000,000}{500,000} \\
 &= 140 \text{ บาทต่อหุ้น}
 \end{aligned}$$

ในการคำนวณหามูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นนั้น ไม่รวมรายการหนี้สินที่ปรากฏในงบดุลบางรายการ เช่น รายการสำรองต่าง ๆ ที่จัดสรรไว้สำหรับเหตุการณ์ที่อาจจะเกิดขึ้นข้างหน้า เช่น สำรองสำหรับการลดราคาของสินค้าที่อาจเกิดขึ้น หรือสำรองสำหรับการประกันภัยตนเอง เป็นต้น มาหักออกจากสินทรัพย์ทั้งสิ้นของบริษัทด้วย ทั้งนี้เพราะรายการสำรองเหล่านี้ ได้จัดสรรจากกำไรสะสม ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของผู้ถือหุ้นสามัญ

#### อัตราส่วนราคาต่อรายได้ (price - earning ratio)

อัตราส่วนราคาต่อรายได้นี้ แสดงถึงราคาตลาดของหุ้น (market price per share) ว่าเป็นกี่เท่าของรายได้ต่อหุ้น (EPS) ของบริษัท เช่น หุ้นสามัญของบริษัท General Motors อาจขายได้ในราคา 12 เท่าของรายได้ (P/E = 12) หากหุ้นสามัญของบริษัทซื้อขายกันในห้องตลาดขณะนี้หุ้นละ \$ 60 ฉะนั้นรายได้ต่อหุ้นของบริษัท General Motors จะเท่ากับ \$ 5 วิธีคำนวณ ก็จะเป็นดังนี้ คือ.-

$$\frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{รายได้ต่อหุ้น}} = 12 \text{ เท่า}$$

หรือ

$$\begin{aligned} \frac{P}{E} &= 12 \text{ เท่า} \\ \text{แทนค่า} \quad \frac{\$ 60}{E} &= 12 \text{ เท่า} \\ &= \frac{60}{12} \\ &= \$ 5 \end{aligned}$$

อัตราส่วนราคา - รายได้ หากสูงก็จะยิ่งดี เพราะเป็นตัวเลขแสดงถึงมูลค่าของหุ้น โดยชี้ให้เห็นว่าราคาหุ้นนั้นเป็นที่เท่าของรายได้

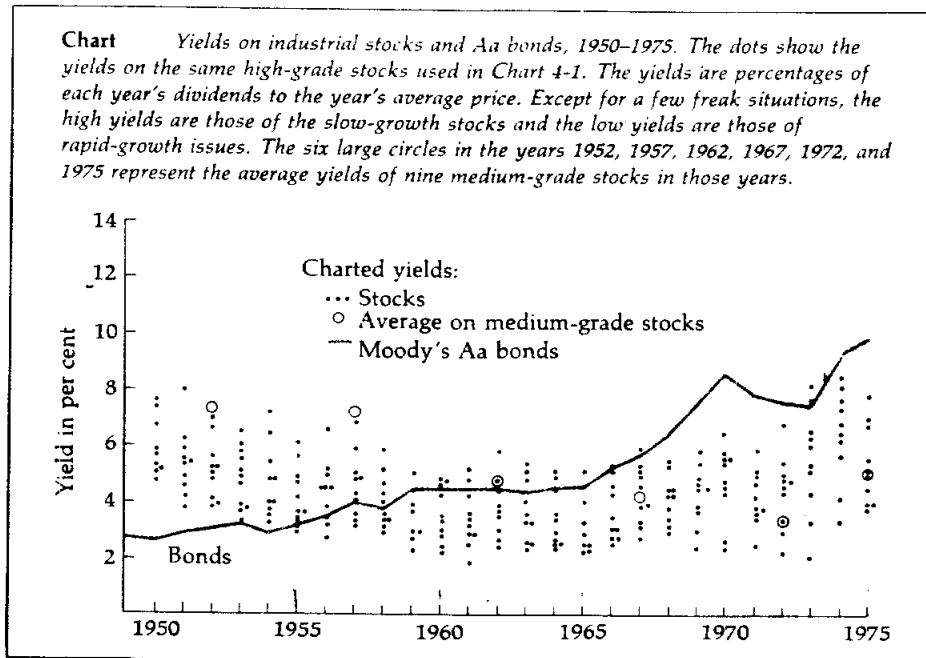
รูปที่ 7 - 1 นี้ เราใช้อัตราส่วน ราคา - รายได้ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงราคาตลาดของหุ้นสามัญที่มีคุณภาพดี 10 บริษัท ซึ่งไม่น่าจะเป็นไปได้ แม้กระทั่งในปีที่ไม่ปกติ (ปีที่รายได้สูงหรือต่ำกว่าปกติมาก) คือหุ้นสามัญที่มีคุณภาพดีของบริษัท อาจขายในราคาต่ำเพียง 10 เท่า ของรายได้ (อัตราส่วน ราคา - รายได้ = 10 เท่า) ซึ่งในช่วงเวลาเดียวกันนี้ หุ้นสามัญของบริษัทอื่น อาจขายได้ในราคาสูงถึง 25 เท่า ของรายได้

ความจริงแล้ว หุ้นที่มีคุณภาพดี บริษัทที่ออกหุ้นเป็นบริษัทที่มั่นคง และเชื่อถือได้ ราคาหุ้นจะค่อย ๆ สูงขึ้น โดยทั่วไปแล้วราคาจะอยู่ระหว่าง 10 - 14 เท่าของรายได้ เพราะบริษัทที่เจริญเติบโตขึ้นเรื่อย ๆ รายได้ค่อย ๆ เพิ่มขึ้น และเงินปันผลก็เพิ่มขึ้นทีละน้อย ๆ นั้น ราคาหุ้นของบริษัทประเภทนี้จะค่อย ๆ สูงขึ้นเรื่อย ๆ และไม่คาดว่าในปีต่อ ๆ ไปกำไรจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งตรงข้ามกับ



รูปที่ 7 - 1

อัตราส่วน ราคาตลาด - รายได้ของหุ้นคุณภาพดี ระหว่างปี  
1950 - 1975



บริษัทที่กำลังขยายกิจการ และจะขยายต่อไปอีก และเพิ่มผลิตภัณฑ์ชนิดใหม่ โดยให้คำมั่นว่าจะสามารถทำรายได้และจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนก็ยอมจ่ายค่าหุ้นในอัตรา ราคา - รายได้ที่สูง เพราะเป็นหุ้นของบริษัทที่ "กำลังเจริญเติบโต" (growth stocks) ซึ่งคาดว่ารายได้และเงินปันผลต่อไปจะเป็นจำนวนมาก ฉะนั้นหุ้นของบริษัทเหล่านี้จะอยู่ระหว่าง 15 - 30 เท่าของรายได้ ยิ่งอัตราความเจริญเติบโตมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและมีความมั่นคงขึ้น ราคาหุ้นก็จะยิ่งสูงขึ้น

นอกจากนี้แล้ว เส้นกราฟที่แสดงในรูปนั้น แสดงถึงอัตราส่วนตัวเฉลี่ยของราคาหุ้น - รายได้ ของหุ้นสามัญ ที่ได้จาก Moody's Index และ Standard & Poor's Industrial Index วงกลมใหญ่ 6 วงนั้น แสดงถึงอัตราส่วนตัวเฉลี่ยของราคา - รายได้ของหุ้นคุณภาพปานกลาง จำนวน 9 บริษัท ในปี 1952, 1957, 1962, 1967, 1972 และ 1975 นอกจากแสดงให้เห็นอัตราส่วนราคา - รายได้ ของหุ้นเหล่านั้นว่าแตกต่างกันมากแล้ว ในรูปยังแสดงให้เห็นว่า ก่อนปี 1958 หุ้นสามัญที่มีคุณภาพดียังขายได้ในราคาประมาณ 7 - 12 เท่าของรายได้เท่านั้นเอง และในปี 1960 ราคาหุ้นของบริษัทเหล่านั้น ตัวเฉลี่ยประมาณ 16 หรือ 17 เท่าของรายได้ และในปี 1973 อัตราส่วนนี้เพียง 10 เท่าของรายได้เท่านั้นเอง ทั้งนี้เป็นเพราะว่าในช่วงปีที่ปกติเป็นเวลานาน ราคาหุ้นเกือบ 14 เท่าของรายได้ ซึ่งผู้ลงทุนปัจจุบันก็ยังไม่แน่ใจว่าควรลงทุนซื้อหุ้นสามัญหรือไม่

จุดประสงค์ของผู้ลงทุนในการศึกษาอัตราส่วน ราคา - รายได้ ของหุ้นของบริษัทที่ผ่าน ๆ มาหลาย ๆ ปีนั้น ก็เพื่อจะได้ข้อมูลที่ถูกต้องและเชื่อถือได้ เพื่อนำมาประมาณราคาตลาดของหุ้นในอนาคตว่ามีแนวโน้มเป็นอย่างไร เช่น

International Harvester Company      ปรากฏว่าสามารถทำรายได้ถึง  
 \$ 4 ต่อหุ้น หากหุ้นของบริษัทเป็นหุ้นคุณภาพดี มีการขยายตัวอยู่เรื่อย ๆ ราคา  
 หุ้นประมาณ 9 เท่าของรายได้ เราก็สามารถประเมินมูลค่าหุ้นสามัญในตลาด  
 ของบริษัทว่า ตัวเฉลี่ยหุ้นละ \$ 36 เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนนี้อาจใช้ประโยชน์ไม่ได้ หากรายได้นั้น  
 ไม่ได้แสดงตามความเป็นจริง หรือรายได้ที่ได้มานั้นไม่ถูกต้อง การประเมินมูลค่า  
 หุ้นสามัญก็อาจจะผิดพลาดได้

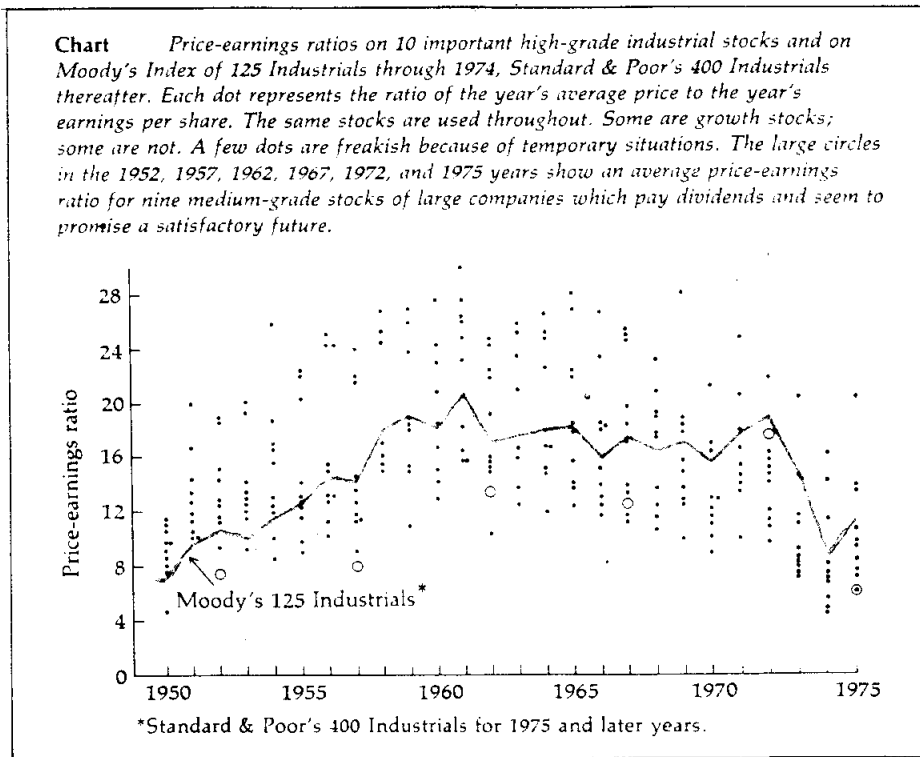
### อัตราผลตอบแทน (Yield)

อัตราผลตอบแทนหมายถึงประโยชน์ที่ได้รับจากเงินลงทุนหากลงทุนซื้อ  
 หุ้นสามัญ ก็คืออัตราร้อยละของเงินปันผลต่อราคาตลาดของหุ้น เช่น บริษัท  
 General Motors จ่ายเงินปันผลประจำปีหุ้นละ \$ 4 และหุ้นของบริษัทซื้อ  
 ขายกันในท้องตลาดขณะนี้หุ้นละ \$ 80 อัตราผลตอบแทนของเงินลงทุนในหุ้นสา-  
 มัญญ์ ก็จะเท่ากับ 5 % วิธีคำนวณก็จะเป็นดังนี้ คือ.-

$$\begin{aligned}
 \text{อัตราผลตอบแทน} &= \frac{\text{เงินปันผลจ่าย}}{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ}} \times 100 \\
 &= \frac{4}{80} \times 100 \\
 &= 5 \%
 \end{aligned}$$

รูปที่ 7 - 2

แสดงถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และหุ้นกู้



จากรูปที่ 7 - 2 นี้ แสดงถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่ผัน ๆ มา โดยใช้ข้อมูลจากรูปที่ 7 - 1 มาคำนวณรายได้ จุดต่าง ๆ ที่ปรากฏในรูปคืออัตราผลตอบแทนของหุ้นที่มีคุณภาพดี เช่นเดียวกับรูปที่ 7 - 1 จะเห็นว่าจุดบางจุดแยกออกจากกลุ่มมาก อาจเป็นเพราะว่าบางปีบริษัทจ่ายเงินปันผลสูงหรือต่ำเกินไป หรือเป็นเพราะราคาหุ้นในท้องตลาดขณะนั้นสูง หรือต่ำกว่าระดับราคาหุ้นทั่วไปไปมาก หากไม่คำนึงถึงจุดที่แยกออกจากกลุ่มมากแล้ว จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่มีคุณภาพดี โดยปกติแล้วจะอยู่ระหว่าง  $2\frac{1}{2}\%$  ถึง  $6\%$  เช่นเดียวกับรูปที่ 7 - 1 หุ้นของบริษัทที่ไม่มีการขยายตัว หรือขยายตัวอย่างช้า ๆ อัตราผลตอบแทนอาจจะสูงถึง  $6\%$  ขณะที่หุ้นของบริษัทที่คาดว่าปีต่อไปจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนขณะนั้นอาจต่ำเพียง  $2\%$  หรือ  $3\%$  ก็ได้

วงกลมใหญ่ 6 วงที่ปรากฏในรูปที่ 7 - 2 นั้น คือ อัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของหุ้นคุณภาพปานกลาง 9 บริษัท เช่นเดียวกับรูปที่ 7 - 1 ในปี 1952, 1957, 1962, 1967 และ 1975 และใช้อัตราส่วน ราคา - รายได้ ตามรูปที่ 7 - 1 จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของหุ้นประเภทนี้โดยทั่วไปสูงกว่าหุ้นที่มีคุณภาพดี จนถึงกลางปี 1960 หลังจากนั้นแล้ว บริษัทที่มั่นคงกว่า ก็พยายามที่จะจ่ายเงินปันผลในอัตราราคา - รายได้ ที่สูงขึ้น ผลก็คือหุ้นที่มีคุณภาพดีบางครั้งก็ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าหุ้นที่มีคุณภาพรองลงมา เหมือนกัน เช่นในปี 1972

จุดประสงค์ที่สำคัญในการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอดีตหลาย ๆ ปี ก็เพื่อจะได้ทราบถึงประวัติของหุ้นนั้น ๆ เช่นเดียวกับกรณีศึกษาถึงอัตราราคา - รายได้ คือ เพื่อจะได้ประเมินมูลค่าหุ้น หากสามารถคาดเงิน

ปันผลจ่ายในอนาคต และอัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นประเภทนั้น ๆ แล้ว การคำนวณหามูลค่าหุ้นก็ง่าย ตัวอย่างเช่น บริษัท International Harvester ที่ขยายตัวอย่างช้า ๆ จ่ายเงินปันผลประจำปีหุ้นละ \$ 1.70 และถ้าอัตราผลตอบแทนทั่ว ๆ ไปของหุ้นที่มีคุณภาพเดียวกันเท่ากับ 6 % แล้ว มูลค่าหุ้นโดยประมาณของบริษัท International Harvester จะเท่ากับ \$ 28.33 วิธีคำนวณหามูลค่าหุ้น ก็จะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{อัตราผลตอบแทน} &= \frac{\text{เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดของหุ้น}} \\ .06 &= \frac{1.70}{\text{ราคาตลาดของหุ้น}} \\ \text{ราคาตลาดของหุ้น} &= \frac{1.70}{.06} \\ &= \$ 28.33 \end{aligned}$$

แต่วิธีคำนวณหามูลค่าหุ้นของบริษัท International Harvester ตามวิธีนี้ ราคาหุ้นที่คำนวณได้จะต่ำกว่า โดยวิธียกรายได้ขึ้นเป็นทุน (capitalization of earning) ตามที่กล่าวมาในตอนต้น หากรายได้ที่นำมาคำนวณนั้นถูกต้อง ผลต่างก็จะไม่มาก และทั้งสองวิธีนี้ก็นำมาใช้ได้

ปัจจัยสองประการที่จะต้องนำมาพิจารณาในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทน มีดังนี้ คือ.-

1. ปัจจัยเกี่ยวกับราคาหุ้น ราคาหุ้นประเภทนั้นในท้องตลาดต้องไม่

เปลี่ยนแปลง (fluctuate) มาก เพราะจะทำให้อัตราผลตอบแทนที่ได้นั้นผิดแผกไปจากความจริงมาก บางครั้งอาจเป็นอยู่หลาย ๆ ปี เช่น จากรูป 7-2 ตั้งแต่กลางปี 1952, 1958 และ 1965 ในปีเหล่านี้ อัตราผลตอบแทนจะต่ำ และปี 1957, 1970, และ 1974 อัตราผลตอบแทนสูง

2. มีปัจจัยเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และหุ้นกู้ที่เสนอขึ้นเปลี่ยนแปลงตามภาวะการตลาด เช่น ในช่วงปี 1959 - 1977 หุ้นกู้คุณภาพดีให้รายได้ดีกว่าหุ้นสามัญส่วนมาก อีกนัยหนึ่ง หุ้นกู้คุณภาพดี อัตราผลตอบแทนอาจต่ำกว่าหุ้นสามัญส่วนมากก็ได้ เช่น ในปี 1958 จึงเป็นการยากที่จะบ่งลงไปให้ชัดว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้และหุ้นสามัญนั้น เคลื่อนไหวไปลักษณะเดียวกัน หุ้นกู้ชั้นดี ความปลอดภัยสูง บางครั้งอัตราผลตอบแทนอาจจะต่ำกว่าหุ้นสามัญ อย่างไรก็ตาม เงินปันผลของหุ้นสามัญคุณภาพดี โดยทั่วไปแล้วจะเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีที่ระดับราคาสินค้าทั่วไปสูงขึ้น ฉะนั้นเราควรจะยอมรับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญที่ต่ำกว่าของหุ้นกู้ หากคาดว่าเงินปันผลหุ้นสามัญนั้นเพิ่มขึ้นในเวลาอันควร ตามที่แสดงในรูปที่ 7-2 นั้น จะเห็นว่าหุ้นกู้คุณภาพดีให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าหุ้นสามัญคุณภาพดีที่มีการขยายตัวขึ้นเรื่อย ๆ และต่ำกว่าหุ้นสามัญที่อัตราการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

#### ผลได้ทั้งสิ้นจากเงินลงทุน (Total Investment Gain)

รายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญ คือ.-

1. เงินปันผล
2. ราคาหุ้นสูงขึ้น

บริษัทใหญ่ ๆ ส่วนมากจ่ายเงินปันผลประมาณ 40 ถึง 50 เปอร์เซ็นต์

เซ็นต์ของรายได้ ถ้าไรส่วนที่เหลือนั้นก็คงไว้ในกิจการในรูป (ถ้าไรสะสม) และทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ในทางปฏิบัติแล้วเงินจำนวนที่อาจนำไปชำระหนี้สิน หรือชำระค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หรือขยายกิจการ หากเงินที่นำมานี้ทำให้กำไรของกิจการเพิ่มขึ้น รายได้ต่อหุ้นก็จะเพิ่มขึ้น มีผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นด้วย ซึ่งเรียกว่า growth stock ในทางตรงข้าม หากเงินกำไรส่วนที่เหลือจากจ่ายเงินปันผล (ถ้าไรสะสม) ที่นำมาลงทุนในกิจการใหม่อีก (reinvest) นั้น ไม่ทำให้กำไรของกิจการเพิ่มขึ้น หรือทำให้กำไรลดลง ซึ่งอาจเนื่องมาจากความสามารถทำกำไรของสินทรัพย์ของบริษัทลดลง รายได้ต่อหุ้นและราคาหุ้นจะลดลง เมื่อเป็นเช่นนี้บริษัทควรนำกำไรนี้มาจ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น หากการนำกำไรมาลงทุนใหม่อีกนั้นไม่ทำให้ความสามารถทำกำไรและมูลค่าหุ้นของบริษัทในท้องตลาดสูงขึ้น

เมื่อหุ้นของบริษัทที่ผู้ลงทุนถืออยู่ขณะนั้น มีมูลค่าสูงขึ้นและสูงกว่าที่ซื้อมา หากผู้ลงทุนขายหุ้นของตนขณะนั้น ก็จะได้กำไร (capital gain) จึงเห็นได้ว่าผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญได้รับนั้น นอกจากเงินปันผลจ่ายที่บริษัทจ่ายให้ทุก ๆ ปีแล้ว ยังได้รับรายได้จากการจำหน่ายหุ้นด้วย หากผู้ลงทุนไม่ต้องการจะถือหุ้นนั้นอีกต่อไป

### ปัจจัยเกี่ยวกับตลาด (Market Factors)

ถึงแม้ว่าความสามารถทำกำไร เงินปันผล ความเจริญเติบโตในอนาคต และคุณภาพ เป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการกำหนดมูลค่าหุ้น แต่ปัจจัยเกี่ยวกับตลาดก็อาจเป็นเหตุทำให้ราคาหุ้นแตกต่างจากราคาบงกติ ปัจจัยเกี่ยวกับตลาดเหล่านี้มีหลายประการด้วยกัน ซึ่งอาจจะมีผลต่อหุ้นสามัญทุกประเภท หรือกิจการ



อุตสาหกรรมทั้งหมด หรือเฉพาะหุ้นของส่วนบุคคลเท่านั้น ปัจจัยทางตลาดที่สำคัญคือ .-

1. ภาวะการทางค้ำเศรษฐกิจที่ขึ้นลงอย่างมาก เช่นระยะที่เศรษฐกิจรุ่งเรือง หรือตกต่ำ ภาวะเงินเฟ้อ หรือเงินฝืด
2. การใช้จ่ายของรัฐบาลเพิ่มขึ้น หรือลดลง ซึ่งมีผลต่อ Demand และ Supply ในหลักทรัพย์ จึงกระทบกระเทือนต่อราคาของหลักทรัพย์ในตลาด
3. การลดและเพิ่ม margin requirements ทำให้ความต้องการ (demand) หุ้นในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น หรือลดลง ราคาหุ้นก็เปลี่ยนแปลงไปตาม demand และ supply ในตลาดขณะนั้น
4. ผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนมาก ต้องการที่จะจำหน่ายหุ้นที่ตนถืออยู่เมื่อต้องการเงินสด ก็อาจทำให้ราคาหุ้นประเภทนั้นต่ำลง

#### การพิจารณาลงทุนในหุ้นสามัญ (Comparing Stocks for Investment)

เนื่องจากมีหุ้นเสนอขายเป็นจำนวนมาก ฉะนั้นก่อนที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจเลือกลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทใดนั้น ในขั้นต้น ควรรวบรวมหุ้นของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในข่ายที่ตนสนใจ เพื่อเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่เห็นว่าเหมาะสมตามคุณภาพที่ความต้องการมากที่สุด ขั้นต่อไปก็พิจารณาถึงรายละเอียดเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ๆ เช่น เสถียรภาพของรายได้ เงินปันผล โครงสร้างของเงินทุนของบริษัท และเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อรายได้ อัตราผลตอบแทน ความเจริญเติบโตในอนาคตของบริษัท ตลอดจนรายละเอียดเกี่ยวกับราคาตลาดของหุ้นในอดีตเพื่อใช้ประกอบการพิจารณาคุณภาพของหุ้น และปัจจัยเกี่ยวกับตลาดที่ทำให้ราคาหุ้นเหล่านี้

นั้นเปลี่ยนแปลง เมื่อได้ข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้แล้ว ก็สามารถที่จะคัดเลือกหุ้นที่เหมาะสมที่สุดและราคาเป็นที่พอใจ โดยอาจจะเปรียบเทียบระหว่างหุ้นประเภทเดียวกันเพื่อประกอบการตัดสินใจครั้งสุดท้าย

ผู้ลงทุนที่มีความระมัดระวัง อาจต้องพิจารณาให้ละเอียด โดยคำนึงถึงการประหยัดทางการเงินด้วย หากมีหุ้นที่อยู่ในข่ายจะตัดสินใจมีหลายประเภท สรุปผลจากการที่วิเคราะห์แต่ละประเภทแล้วทำการตัดสินใจจากผลสรุปของการวิเคราะห์ และใช้หลักวิชาสถิติเบื้องต้น คือ .-

1. เปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อรายได้ โดยใช้ราคาหุ้นสามัญปัจจุบัน และรายได้ปัจจุบัน
2. อัตราผลตอบแทนต่อหุ้นสามัญ โดยใช้ราคาหุ้นปัจจุบัน และอัตราเงินปันผลปัจจุบัน
3. อัตราความเจริญเติบโตของรายได้ปัจจุบันถัวเฉลี่ย ในอดีต 5 ปี หรือ 10 ปี
4. อัตราราคาต่อรายได้ คือราคาหุ้นปัจจุบันกับรายได้ต่อหุ้นที่คาดว่าจะ 5 ปี หรือ 10 ปี ข้างหน้า
5. ช่วงระหว่างราคาต่ำสุดกับราคาสูงสุดของหุ้นแต่ละปี ในอดีตหลาย ๆ ปี
6. ราคาหุ้นคาดไว้ในอนาคต 5 หรือ 10 ปี ข้างหน้า
7. รายได้จากเงินลงทุนตามที่คาดไว้คือ รายได้เงินปันผลบวกด้วย ราคาหุ้นที่สูงขึ้น

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นที่นำมาใช้เป็นหลักในการพิจารณาลงทุนในหุ้นสามัญ จึงนำมาสรุปเปรียบเทียบกันระหว่างหุ้นของ 4 บริษัทด้วยกัน เพื่อ

ให้เห็นความแตกต่างได้ชัดเจนยิ่งขึ้น ตามตารางที่ 7 - 3 ข้างล่างนี้

ตารางที่ 7 - 1

**Table** Comparison of four stocks at September 1, 1976

	Goodyear Tire	Federated Department Stores	Schering- Plough	Phelps Dodge
1. Price per share	23	44	54	42
2. 3-year average EPS, 1973-1975	\$2.32	\$2.93	\$2.28	\$4.35
3. Price-earnings ratio on 3-year EPS	9.9	15.0	23.7	9.7
4. Indicated 1976 dividend	\$1.10	\$1.36	\$.88	\$2.20
5. Current yield, per cent	4.8%	3.1%	1.6%	5.2%
6. Average annual earnings growth, 1964-1965 to 1974-1975	5.5%	7.0%	19.5%	5.0%
7. Past growth rate plus current yield	10.3%	10.1%	21.1%	10.2%
8. Price range, 1976	25-20	60-42	60-48	46-36
9. Price range, 1974-1975	23-12	56-20	76-42	50-25
10. Estimated price, 1979-1981	54	52	112	80
11. Estimated, EPS, 1979-1981	\$4.15	\$4.70	\$7.00	\$7.30
12. Price-earnings ratio on present price and 1979-1981 EPS	5.5	9.4	7.7	5.8
13. Estimated EPS growth rate, 1973-1975 to 1979-1981	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%
14. Current yield plus av- erage estimated price growth, 1976-1980	14.8%	13.1%	11.6%	14.2%

This table presents certain figures but does not attempt to gauge stock quality or current economic status. In 1976, Goodyear was confronted by an unexciting tire market and a prolonged rubber workers' strike; Federated was enjoying a strong rebound from the 1974-1975 recession; Schering-Plough continued to experience steadily rising earnings but with some slowing of growth for its Garamycin antibiotic; and Phelps Dodge was still feeling the effects of a depressed copper market. All items taken from or based on *Value Line Investment Survey*, which regularly publishes such estimates. Estimated 1979-1981 prices are middle of range estimated by *Value Line*.