

บทที่ 5

การศึกษาเฉพาะกรณีเรื่องการจัดหาเงินทุน

เป็นที่ทราบกันโดยทั่วไปแล้วว่า การจัดหาเงินทุนก็เป็นหน้าที่สำคัญของผู้บริหารการเงินที่จะต้องตัดสินใจอย่างดี และละเอียดรอบคอบมากที่สุด เพราะการจัดหาเงินทุนจะทำได้หลายวิธี แต่ละวิธีก็มีลักษณะและข้อจำกัดแตกต่างกันไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าวิธีการจัดหาเงินทุนที่มีระยะเวลาแตกต่างกันก็จะทำให้ต้นทุนของการจัดหาเงินทุนแตกต่างกันไปด้วย ดังนั้นในการเลือกวิธีการจัดหาเงินทุนจึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารการเงินที่จะต้องตัดสินใจโดยการเปรียบเทียบผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับค่าใช้จ่ายที่จะต้องจ่ายไป เพื่อให้ได้เงินทุนมาใช้ในการดำเนินงาน ทั้งนี้เพื่อให้ได้วิธีการจัดหาเงินทุนที่มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากที่สุด

การจัดหาเงินทุนโดยทั่ว ๆ ไปทำได้ 3 รูปแบบคือ⁽¹⁾

1. การจัดหาเงินทุนระยะสั้น
2. การจัดหาเงินทุนระยะปานกลาง
3. การจัดหาเงินทุนระยะยาว

การจัดหาเงินทุนระยะสั้น

โดยทั่ว ๆ ไป เงินทุนระยะสั้นก็หมายถึงเงินทุนที่จัดหามาโดยมีกำหนดชำระคืนไม่เกิน 1 ปี แหล่งที่มาของเงินทุนระยะสั้นมีอยู่มาก แต่ที่นิยมใช้กันมี 3 ลักษณะ คือ

- สินเชื่อการค้า (Trade Credit)
- เอกสารการพาณิชย์ (Commercial Paper)
- การกู้ยืมระยะสั้น (Short-term Loans)

⁽¹⁾James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, 2nd. ed., (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, Inc., 1971), p.11.

1) **สินเชื่อการค้า** หมายถึง สินเชื่อที่ผู้ขายสินค้าและบริการยอมให้แก่ผู้ซื้อเพื่อซื้อสินค้าและบริการเป็นเงินเชื่อ เพื่อนำไปขายต่อให้แก่ผู้บริโภค จะนำไปอุปโภคหรือบริโภคเองไม่ได้ วิธีการจัดหาเงินทุนลักษณะนี้นิยมใช้กันแพร่หลายมากในปัจจุบัน สำหรับชนิดของสินเชื่อการค้ามีอยู่ 4 ชนิด ดังนี้คือ

ก. **การขอเปิดบัญชีสินเชื่อ** วิธีนี้เป็นวิธีที่ทำได้ง่าย ๆ เป็นวิธีที่ไม่ยุ่งยาก เพราะการขอเปิดบัญชีสินเชื่อจะอาศัยแต่เพียงความไว้วางใจซึ่งกันและกันเป็นหลักการที่สำคัญ ดังนั้นลักษณะที่สำคัญของวิธีนี้ก็คือ ไม่ต้องมีหลักฐานการขอสินเชื่อที่เป็นทางการ อาศัยแต่เพียงการจดบันทึกแบบทรงจำ (memorandum) เพียงฝ่ายเดียว เอกสารนี้จึงไม่ถูกต้องตามกฎหมายจะใช้เป็นหลักฐานในการฟ้องร้องเมื่อมีปัญหาเรื่องการชำระหนี้ไม่ได้

ข. **การออกตั๋วเงินจ่าย** วิธีนี้ต้องมีหลักฐานการขอสินเชื่อโดยการใช้ตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นเครื่องมือขอสินเชื่อ สำหรับตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นเอกสารทางการเงินซึ่งต้องมีผู้ออกตัวผู้จ่ายเงิน และผู้รับเงิน และเป็นเอกสารที่ถูกต้องตามกฎหมายใช้ในการบังคับหนี้และเป็นหลักฐานในการฟ้องร้องได้ วิธีนี้ไม่ค่อยนิยมเพราะมักไม่เชื่อถือผู้ออกตัว จะใช้กันอยู่บ้างในอุตสาหกรรมขนสัตว์

ค. **การรับรองเอกสารทางการค้า** วิธีนี้เป็นวิธีที่ผู้ขายสินค้าและบริการกำหนดให้ผู้ซื้อลงนามรับรองความเป็นหนี้ในเอกสารทางการค้า เพื่อใช้เป็นหลักฐานในการเป็นหนี้สำหรับเอกสารทางการค้าที่รับรองแล้วโดยบริษัทหรือธุรกิจที่มีชื่อเสียง ผู้ถือเอกสารดังกล่าวอาจนำไปขายลดกับธนาคารหรือตลาดการเงินได้ทันที สำหรับวิธีนี้ก็เช่นเดียวกันไม่เป็นที่นิยมมากนัก ทั้งนี้เพราะมีความยุ่งยากในการนำเอกสารทางการค้าไปรับรอง ในกรณีธุรกิจขนาดเล็กการรับรองก็อาจไม่เป็นที่เชื่อถือของบุคคลภายนอกได้

ง. **การฝากขาย⁽²⁾ (consignment)** วิธีนี้จะไม่ทำให้สินเชื่อขยายตัวและเจ้าของสินค้าจะไม่ส่งสินค้าให้กับธุรกิจโดยตรง การส่งสินค้าจะต้องทำภายใต้ข้อตกลงว่าธุรกิจสามารถนำสินค้านั้นไปขายแล้วทำให้ผู้ผลิตได้รับผลประโยชน์และผู้ขายจะขอรับเพียงค่านายหน้าในการบริการเท่านั้น ธุรกิจติดต่อขายสินค้าให้จะไม่ต้องเสียค่าใช้จ่ายทางการเงินแม้ว่าในการขายต้องเสียค่าใช้จ่ายในการขายก็ตาม สำหรับวิธีนี้เจ้าของสินค้ายังคงมีกรรมสิทธิ์ในสินค้าอยู่ตลอดเวลาจนกว่าผู้รับฝากขายจะขายสินค้านั้นได้ผู้รับฝากขายจึงจะชำระเงิน

⁽²⁾ Steven E. Bolton, *Managerial Finance Principles and Practice*, (Boston: Houghton Mifflin Company, 1967), p.474.

ให้เจ้าของสินค้าตามราคาที่ตกลงกันไว้ล่วงหน้า ส่วนเงินที่ได้กินจากนั้นถือเป็นกำไรของผู้รับฝากขาย วิธีนี้จะนิยมใช้สำหรับสินค้าประเภทหนังสือพิมพ์ วารสาร รถยนต์ ที่ใช้แล้ว เป็นต้น

การเลือกใช้สินค้าเป็นการค้าในรูปแบบใดนั้น ธุรกิจจะต้องคำนึงถึงความเหมาะสม ผลประโยชน์ที่จะได้รับและสภาพคล่องของกิจการ⁽³⁾

ผลดีของสินค้าเป็นการค้า

1. สินค้าเป็นการค้าเป็นสิ่งที่มืออยู่และพร้อมที่จะใช้ได้ทันที (ready availability) ผู้ซื้อสามารถตกลงกับผู้ขายเพื่อใช้สินค้าชนิดนี้ ดังนั้นเจ้าหนี้การค้าของธุรกิจจึงเป็นไปในรูปแบบของสินค้าเป็นการค้าที่ได้รับต่อเนื่องโดยไม่จำเป็นต้องไปติดต่อล่วงหน้าทุกครั้งไป ยกเว้นกรณีที่ต้องการขยายเวลาการชำระหนี้จากเดิมก็จะต้องมีการเจรจากันล่วงหน้าก่อน

2. สินค้าเป็นการค้ามีความยืดหยุ่นได้มากกว่า (more flexible) โดยเฉพาะในแง่ของการจัดหาเงินทุน ธุรกิจไม่ต้องลงนามรับรองเอกสารหรือทำสัญญาใด ๆ และไม่ต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ทางด้านผู้ขายก็จะไม่เข้มงวดกับผู้ซื้อมากนัก ดังนั้นสินค้าเป็นการค้าจึงทำได้สะดวกและง่ายกว่าการขอสินเชื่อด้วยวิธีอื่น

3. สินค้าเป็นการค้าเหมาะกับธุรกิจขนาดเล็กที่ประสบปัญหาในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งอื่น เพราะโดยทั่ว ๆ ไปถ้าเกิดภาวะขาดแคลนเงิน (tight money) ธุรกิจขนาดใหญ่ก็จะจัดหาเงินทุนได้ง่ายกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ดังนั้นการมีสินค้าเป็นการค้าทำให้ธุรกิจขนาดเล็กจัดหาเงินทุนได้

4. การใช้สินค้าเป็นการค้าทำให้เกิดการประหยัด ถ้าเป็นการใช้อย่างมีประสิทธิภาพ

ผลเสียของสินค้าเป็นการค้า

เนื่องจากมีผู้นิยมจัดหาเงินทุนระยะสั้นจากสินค้าเป็นการค้า จึงทำให้ค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง แต่ในทางปฏิบัติผู้ขายสินค้าจะผลักราคาขึ้นไปยังผู้ซื้อสินค้าโดยบวกเพิ่มในราคาขาย

สรุปแหล่งของเงินทุนที่ใช้สินค้าเป็นการค้า ลักษณะการใช้ ค่าใช้จ่ายที่ต้องนำมาพิจารณา และผลดีผลเสีย⁽⁴⁾

⁽³⁾ Ibid.

⁽⁴⁾ เรียบเรียงจาก Steven E. Bolten, *Ibid.*, pp.486-87.

ชนิดของสินเชื่อ	ลักษณะการใช้	ค่าใช้จ่าย	ผลดีและผลเสีย
1) การเปิดบัญชีสินเชื่อ	ซื้อสินค้า	1) ส่วนลดการค้า 2) ไม่มีดอกเบี้ยจ่าย 3) การติดต่อกับผู้ขาย 4) ราคาสูงกว่าเงินสด	1) ความยืดหยุ่น 2) ความสะดวก 3) เลื่อนกำหนดเวลาชำระหนี้
2) การรับรองเอกสาร	การค้าระหว่างประเทศ	1) เลตเตอร์ออฟเครดิต 2) การจ่ายชำระหนี้ล่าช้า	1) การเจรจาทำได้สะดวก รวดเร็ว 2) แม้ว่าจะต้องติดต่อทางไกล
3) การออกตั๋วเงินจ่าย	ขอสินเชื่อ	1) ดอกเบี้ย 2) ค่าใช้จ่ายในการออกตั๋ว 3) ส่วนลด	1) เป็นหลักฐานฟ้องร้องได้ 2) ไม่นิยมเพราะขาดความเชื่อถือในตัวผู้ออกตั๋ว
4) การฝากขาย	สินค้าชนิดพิเศษ	1) คลังสินค้า 2) ค่าปรับ	1) กำไรต่ำ 2) ไม่มีสินค้าเสื่อมคุณภาพหรือสินค้าขายไม่ได้

2) เอกสารการพาณิชย์⁽⁵⁾ หมายถึง เอกสารที่ธุรกิจขนาดใหญ่และมีชื่อเสียงดีเป็นผู้ออก เพื่อใช้ในการกู้ยืมระยะสั้น ประกอบด้วยตัวสัญญาใช้เงินที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพียงแต่อาศัยความเชื่อถือในธุรกิจเท่านั้น ดังนั้นผู้ออกเอกสารจะต้องเป็นผู้มีชื่อเสียงและมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ดี

สำหรับในประเทศไทยการใช้เอกสารการพาณิชย์ยังไม่แพร่หลาย ซึ่งก็อาจเนื่องมาจากผู้ลงทุนยังไม่เข้าใจและไม่เชื่อถือในฐานะทางการเงินของธุรกิจที่จัดหาเงินทุนด้วยวิธีนี้

ตลาดเอกสารการพาณิชย์ โดยปกติจะแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

ก. ตลาดผู้ค้าหลักทรัพย์ (The dealer market) กิจการอุตสาหกรรมที่ผลิตเครื่อง

(5) เรื่องเกี่ยวกับเอกสารการพาณิชย์นี้สรุปความจาก Van Horne, *op.cit.*, pp.506-09. และ Solomon and Pringle, *An Introduction to Financial Management*, (California: Goodyear Publishing, 1977), pp. 53-54.

อุปกรณ์ต่าง ๆ และบริษัทการเงินขนาดกลางที่ต้องการจัดหาเงินทุนด้วยการออกเอกสาร การพาณิชย์จะพึงบริการจากตลาดผู้ค้าหลักทรัพย์ให้เป็นผู้จำหน่าย ผู้จัดหาทุนโดยวิธีนี้จะ ต้องจ่ายค่าตอบแทนประมาณ $\frac{1}{8}$ เปอร์เซ็นต์ สำหรับอายุของเอกสารจะอยู่ในช่วง 1-6 เดือน เช่นบริษัทค้าหลักทรัพย์และลงทุน จำกัด

ข. การนำออกขายโดยตรง (Direct placement market) กรณีนี้จะทำได้เมื่อธุรกิจ มีชื่อเสียงดี ทั้งในด้านสินเชื่อและค่านิยมของกิจการตลอดฐานะทางการเงินดังนั้นวิธีนี้ไม่มีการ เสียค่าธรรมเนียมใด ๆ

ผลดีของการใช้เอกสารการพาณิชย์

1. การใช้วิธีออกเอกสารการพาณิชย์จะเสียค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการกู้ยืมเงินโดยตรง จากธนาคารพาณิชย์
2. การใช้วิธีการออกเอกสารการพาณิชย์ ถ้าขายเอกสารได้หมดก็จะได้เงินเต็ม จำนวน แต่ถ้ากู้จากธนาคารพาณิชย์จะต้องขึ้นอยู่กับเงื่อนไขตามกฎหมายและนโยบายการเงิน การคลังของประเทศด้วย
3. เนื่องจากเอกสารการพาณิชย์นี้จะเหมาะสำหรับธุรกิจที่มีฐานะการเงินมั่นคงและมีชื่อเสียงดี ธุรกิจที่ออกเอกสารนี้ได้จึงเป็นธุรกิจที่บุคคลทั่วไปยอมรับและเชื่อถือได้เพราะ มีภาพพจน์ที่ดี
4. ทำให้ผู้ออกเอกสารการพาณิชย์หรือผู้ค้าหลักทรัพย์วางแผนเกี่ยวกับการทำงาน-ประมาณเงินสดไว้ล่วงหน้าได้ เพราะเอกสารชนิดนี้จะมีกำหนดเวลาแน่นอนการไถ่ถอนก่อน ครบกำหนดอายุจะทำได้

ผลเสียของเอกสารการพาณิชย์

1. เมื่อครบกำหนดอายุตามที่ระบุไว้ กิจการจะต้องจ่ายเงินคืนทันที
2. กิจการขนาดเล็กหรือธุรกิจที่ดั่งขึ้นใหม่ ๆ จะไม่มีโอกาสได้ใช้การจัดหาเงินทุน ระยะสั้นจากวิธีนี้ เพราะไม่มีผู้ใดกล้าลงทุน เนื่องจากไม่มีข้อมูลเพียงพอเพื่อการตัดสินใจกับ ทั้งธุรกิจขนาดเล็กไม่สามารถรับการระดมค่าใช้จ่ายในการออกเอกสารและค่าธรรมเนียมที่ผู้ค้าจะคิด จากธุรกิจได้

3) การกู้ยืมระยะสั้น หมายถึง การกู้ยืมเงินที่มีกำหนดอายุจะต้องชำระคืนภายใน 1 ปี ตามปกติแหล่งของเงินทุนระยะสั้นที่สำคัญสำหรับวิธีนี้ก็คือ ธนาคารพาณิชย์และ

บริษัทการเงิน ผู้บริหารการเงินส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนระยะสั้นจากธนาคารพาณิชย์ การให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์จะขึ้นอยู่กับพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์และเงื่อนไข กฎ ระเบียบ ข้อบังคับและนโยบายของธนาคารกลางด้วย การเลือกติดต่อกับธนาคารพาณิชย์⁽⁶⁾ จะต้องพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบโดยธุรกิจจะต้องมีความเชื่อมั่นว่า ธนาคารพาณิชย์ที่ธุรกิจติดต่อด้วยจะสามารถช่วยแก้ปัญหาทางการเงินของธุรกิจได้เมื่อมีความจำเป็น

เมื่อธุรกิจต้องการกู้ยืมเงินก็ต้องติดต่อกับเจ้าหน้าที่ของธนาคาร และให้รายละเอียดเกี่ยวกับการขอกู้ดังนี้⁽⁷⁾

1. วัตถุประสงค์ของการขอกู้
 2. จำนวนเงินกู้ที่ต้องการ
 3. แผนการชำระหนี้ที่แน่นอน
 4. หลักฐานแสดงถึงความมั่นคงและฐานะทางการเงินของธุรกิจ เช่น การจดบันทึกบัญชีเกี่ยวกับการขอกู้ยืมเงินระยะสั้นในอดีต การจ่ายชำระหนี้ให้เจ้าหนี้การค้า งบการเงินในปัจจุบัน ชื่อเสียงและเกียรติคุณของผู้บริหารกิจการ เป็นต้น
 5. แผนงานเกี่ยวกับผลที่คาดว่าจะได้รับจากการใช้เงินทุนที่ขอกู้จากธนาคาร โดยทำเป็นงบประมาณการ (proforma statements)
 6. รายชื่อหลักทรัพย์ค้ำประกัน การค้ำประกันโดยการสลักหลัง เป็นต้น
- การขอกู้ยืมระยะสั้นของธุรกิจโดยทั่ว ๆ ไป แบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ
- ก. การกู้ยืมแบบที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน
 - ข. การกู้ยืมแบบที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน

การกู้ยืมแบบที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน หมายถึง การที่ธุรกิจจะขอรับสินเชื่อจากสถาบันการเงินใด จะต้องนำสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ไปค้ำประกันด้วย ทั้งนี้เพื่อช่วยบรรเทาความเสี่ยงภัยให้กับผู้ให้กู้ในกรณีที่ผู้ขอกู้ผิดนัดชำระหนี้ ดังนั้นผู้ให้กู้ด้วยวิธีนี้จะต้องพิจารณาทั้งในด้านความสามารถของกิจการในการหมุนเงินสดเพื่อชำระหนี้สินและมูลค่าของหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ค้ำประกัน

⁽⁶⁾J.B. Cohen and S.M.Robbins, *The Financial Manager*, (New York: Harper and Row, 1966), pp. 423-25.

⁽⁷⁾โปรดดู Steven E.Bolten, *op.cit.*, p. 493.

มูลค่าของหลักทรัพย์ค้ำประกัน ความปลอดภัยของผู้ให้กู้จะขึ้นอยู่กับมูลค่าทางตลาดของหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพราะถ้าผู้ขอกู้ผิดนัดชำระหนี้ ผู้ให้กู้ก็จะนำหลักทรัพย์ค้ำประกันนั้นจำหน่ายทอดตลาดเพื่อนำเงินมาชำระหนี้ที่ค้างค้างอยู่ ถ้าผู้ให้กู้สามารถจำหน่ายหลักทรัพย์ได้สูงกว่าจำนวนหนี้ ส่วนเกินนั้นก็ส่งคืนให้กับผู้ขอกู้ แต่ถ้าหากจำหน่ายหลักทรัพย์ ได้เงินน้อยกว่า ผู้ให้กู้ก็ต้องรับผิดชอบเองทั้งหมด⁽⁸⁾

ชนิดของหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดยทั่วไปนิยมใช้บัญชีลูกหนี้ บัญชีสินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์ถาวรอื่น ๆ เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน พิจารณารายละเอียดได้ดังนี้

กรณีที่ 1 การใช้บัญชีลูกหนี้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ผู้บริหารการเงินจะต้องพิจารณาปัจจัยดังต่อไปนี้ประกอบด้วย คือ

- 1) คุณภาพของบัญชีลูกหนี้ที่ใช้ในการค้ำประกัน
- 2) จำนวนหรือขนาดของบัญชีลูกหนี้

วิธีการกู้ยืมระยะสั้นโดยใช้บัญชีลูกหนี้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันทำได้ 2 ลักษณะคือ

1. Assignment⁽⁹⁾ เป็นวิธีการที่ผู้กู้ต้องลงนามรับรองในตัวสัญญาใช้เงิน การกู้ยืมลักษณะนี้แบ่งออกเป็น 2 ชนิด ดังนี้

– Non-notification basis วิธีนี้ไม่ต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบถึงการค้ำประกันการกู้ยืม ผู้ขอกู้จะต้องรับภาระการติดตามเรียกเก็บหนี้แล้วนำมาชำระให้แก่ผู้ให้กู้

– Notification basis วิธีนี้ผู้ขอกู้จะต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบถึงการนำบัญชีลูกหนี้ไปค้ำประกันการกู้ยืม และแจ้งให้ลูกหนี้จ่ายเงินไปชำระโดยตรงกับผู้ให้กู้ ผู้กู้ไม่ต้องรับผิดชอบในการเรียกเก็บหนี้

ข้อดีของการทำ Assignment

- 1) เป็นการจัดหาเงินทุนแบบต่อเนื่อง เพราะเมื่อธุรกิจขายสินค้าเป็นเงินเชื่อก็จะมีบัญชีลูกหนี้ซึ่งสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันการกู้ยืมได้อีก
- 2) เป็นวิธีการจัดหาเงินทุนที่ยืดหยุ่นมาก เพราะปริมาณเงินทุนที่ขอกู้ยืมจะเปลี่ยนแปลงตามคุณภาพและจำนวนบัญชีลูกหนี้

⁽⁸⁾Van Horne, *op.cit.*, p.520.

⁽⁹⁾เรียบเรียงจาก *Ibid.*, pp. 521-24.

ข้อเสียของการทำ Assignment

1) วิธีนี้จะเสียค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง เพราะนอกจากเสียดอกเบี้ยตามปกติแล้ว ยังต้องเสียค่าบริการพิเศษด้วย

2) ธุรกิจสูญเสียอำนาจในการควบคุมบัญชีลูกหนี้

2. **Factoring**⁽¹⁰⁾ เป็นการขายบัญชีลูกหนี้ให้แก่แฟคเตอร์ซึ่งแฟคเตอร์จะคัดเลือกเฉพาะบัญชีลูกหนี้ที่มีคุณภาพดีเท่านั้น การขายบัญชีลูกหนี้ทำได้ 2 รูปแบบ คือ

– With recourse (ขายไม่เด็ดขาด) กรณีนี้ผู้กู้จะต้องรับผิดชอบในการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ด้วย ถ้าลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้ผู้กู้จะต้องชำระแทน

– Without recourse (ขายเด็ดขาด) กรณีนี้เมื่อขายบัญชีลูกหนี้ไปแล้ว ผู้ขอกู้และผู้ให้กู้ไม่มีภาระผูกพันกันอีกต่อไป ผู้ให้กู้จะเป็นผู้เรียกเก็บหนี้เอง ค่าบริการของแบบนี้จึงสูงกว่าแบบแรก

ผลดีของวิธี Factoring

- 1) เป็นวิธีการจัดหาเงินทุนระยะสั้นแบบต่อเนื่องทันทีทันใด
- 2) ประหยัดค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งแผนกสินเชื่อ
- 3) ประหยัดค่าใช้จ่ายในการเรียกเก็บหนี้
- 4) การวางแผนในการปล่อยสินเชื่อให้สอดคล้องกับแฟคเตอร์

ผลเสียของวิธี Factoring

1) ค่าธรรมเนียมในการบริการค่อนข้างสูง เพราะแฟคเตอร์จะต้องเสี่ยงกับการเกิดหนี้สูญ

2) ธุรกิจไม่มีอำนาจควบคุมบัญชีลูกหนี้

กรณีที่ 2 การใช้บัญชีสินค้าคงเหลือเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืมระยะสั้น⁽¹¹⁾ กรณีนี้ผู้บริหารการเงินต้องพิจารณาสินค้านั้นมีคุณภาพดีหรือไม่ โดยพิจารณาปัจจัยดังต่อไปนี้

- 1) สินค้านั้นเป็นที่ต้องการของตลาดหรือไม่
- 2) สินค้านั้นเสื่อมค่าได้ง่ายหรือไม่

⁽¹⁰⁾เรียบเรียงจาก *Ibid.*, pp. 526-28.

⁽¹¹⁾Solomon and Pringle, *op.cit.*, p.162.

- 3) ระดับราคาสินค้านั้นเปลี่ยนแปลงง่ายหรือไม่
- 4) ค่าใช้จ่ายในการเก็บรักษาสินค้าสูงหรือต่ำเพียงใด

ชนิดของการกู้ยืมระยะสั้นโดยใช้สินค้ำคงเหลือเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน แบ่งออก
ได้ 5 ชนิดดังนี้⁽¹²⁾

- 1) TRUST RECEIPT LOANS
- 2) FLOATING LIEN
- 3) CHATTEL MORTGAGE
- 4) TERMINAL WAREHOUSE RECEIPT LOANS
- 5) FIELD WAREHOUSE RECEIPT LOANS

(12)Van Horne, *op.cit.*, pp. 528-32.

ตารางการเปรียบเทียบ ความหมาย ลักษณะ ข้อดีและข้อเสีย
ของการกู้ยืมระยะสั้นโดยใช้สินค้าคงเหลือเป็นหลักทรัพย์สินค้ำประกัน⁽¹³⁾

ชนิด	ความหมาย	ลักษณะ	ข้อดี	ข้อเสีย
1) TRUST RECEIPTS LOANS	การขอกู้โดยใช้เอกสาร รับรอง	ใช้กับสินค้าขนาดใหญ่และ ราคาแพง เช่น รถยนต์ เครื่องจักร เป็นต้น	1) วางแผนทางการเงินได้ 2) กิจการเป็นผู้เก็บรักษา สินค้าเอง 3) เป็นการจัดหาเงินทุน แบบต่อเนื่อง	1) ปัญหาการควบคุม 2) ต้องระบุสินค้าจำนวน แน่นอน 3) ค่าใช้จ่ายสูงเพราะต้อง เก็บรักษาสินค้าไว้เอง
2) FLOATING LIEN	การขอกู้จากบริษัท การเงินโดยไม่ต้องเจาะจง สินค้าจำนวนใด	ใช้กับสินค้าที่มีสภาพคล่องสูง	มีความคล่องตัว	1) ปัญหาการควบคุม 2) ไม่นิยมใช้ 3) กู้เงินได้น้อย
3) CHATTEL MORTGAGE	กู้แบบจำนองโดยระบุ สินค้าจำนวนที่แน่นอน	ใช้กับสินค้าเฉพาะอย่าง สินค้าขนาดใหญ่ โดยกำหนด เลขรหัสไว้ด้วยและต้องมีการ จดทะเบียน	นิยมใช้ในกิจการขายเครื่องจักร และอุปกรณ์ขนาดใหญ่	1) ต้องเก็บรักษาสินค้าไว้เอง 2) ขาดอำนาจการควบคุม เพราะต้องแจ้งให้ เจ้าหน้าที่ทราบ

(13) พิจารณาและดัดแปลงจาก Steven E. Bolten, *op.cit.*, pp.486-87. และ Van-Horne, *Ibid.*

ชนิด	ความหมาย	ลักษณะ	ข้อดี	ข้อเสีย
4) TERMINAL WAREHOUSE-RECEIPT LOANS.	การกู้โดยนำสินค้าไปฝากไว้ในคลังสาธารณะ โดยมีโบรรับฝากเป็นหลักฐาน	เป็นการกู้โดยใช้สินค้าเป็นหลักประกัน ผู้กู้จะเอาสินค้าออกไปไม่ได้ การเคลื่อนย้ายสินค้าต้องได้รับความยินยอมจากเจ้าหนี้ก่อน	มีหลักฐานเป็นโบรรับฝากของใช้เป็นหลักประกันการกู้ยืมต่อได้ (ถ้าเป็นแบบเปลี่ยนมือได้)	1) ค่าใช้จ่ายสูง 2) เก็บรักษาสินค้าเอง 3) ขาดอำนาจการควบคุม
5) FIELD WAREHOUSE-RECEIPT LOANS	การให้กู้โดยเก็บสินค้าไว้ในคลังสินค้าของผู้กู้ แต่แยกจำนวนออกมาต่างหาก	เป็นการกู้โดยใช้สินค้าขนาดใหญ่ค้ำประกัน	1) เก็บรักษาสินค้าเอง 2) การขนส่งระยะสั้น	1) ค่าใช้จ่ายสูง เพราะต้องจ้างบริษัทคลังสินค้านำมารับผิดชอบแทน 2) ขาดอำนาจการควบคุม

กรณีที่ 3 การกู้ยืมระยะสั้นโดยอาศัยหลักประกันอื่น ๆ กรณีนี้ส่วนใหญ่จะใช้สินทรัพย์ภายนอกของธุรกิจ เช่น หุ่นสามัญ หุ่นกู้ หลักทรัพย์หรือเงินทุนในกิจการอื่น ๆ เป็นต้น

การกู้ยืมแบบที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน หมายถึง เงินกู้ชนิดที่จะชำระหนี้คืนได้ด้วยตัวเอง แหล่งเงินกู้แบบนี้ก็คือ ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะได้ในลักษณะต่าง ๆ กัน เช่น

ก. วงเงินสินเชื่อ (A line of credit)

ข. ข้อตกลงในวงเงินให้กู้ยืม (Revolving credit agreement)

ค. การกู้ยืมตามรายการ (Transaction basis)

ตารางเปรียบเทียบลักษณะของการกู้ยืมแบบไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน

ชนิด	ความหมาย	ข้อดี	ข้อเสีย
1. วงเงินสินเชื่อ	ความตกลงอย่างไม่เป็นทางการระหว่างธนาคารกับลูกค้า โดยกำหนดจำนวนเงินสูงสุดไว้ และการเบิกเงินทำได้จนกว่าจะครบจำนวนที่ตกลง การกู้ยืมครั้งใหม่จะต้องชำระครั้งเก่าให้เรียบร้อยก่อน	<ol style="list-style-type: none"> 1) ไม่เป็นข้อผูกพันตามกฎหมาย 2) ไม่ต้องมีรูปแบบที่แน่นอน 3) ให้ตามจำนวนที่ตกลง 4) อาศัยความไว้วางใจกันเท่านั้น 	<ol style="list-style-type: none"> 1) วงเงินจำกัดเปลี่ยนแปลงยาก 2) อาจเกิดหนี้สูญได้ง่าย
2. ข้อตกลงในวงเงินให้กู้ยืม	เป็นข้อผูกพันตามกฎหมายในการให้กู้ยืมในวงเงินสูงสุด	<ol style="list-style-type: none"> 1) กู้ได้เต็มจำนวนที่ตกลง 2) มีรูปแบบที่แน่นอน ใช้เป็นหลักฐานได้ 	ค่าใช้จ่ายสูงเพราะเสียค่าธรรมเนียมสำหรับจำนวนที่ยังไม่เบิกใช้ด้วย
3. การกู้ยืมตามรายการ	เป็นการกู้ยืมเพื่อนำเงินไปใช้ตามวัตถุประสงค์ที่แน่นอน	ใช้เงินถูกต้องตามวัตถุประสงค์	ถ้ามีเงินต้องรีบไปชำระหนี้ทันที

ปัจจัยที่ต้องพิจารณาในการให้กู้ยืมแบบที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ประกอบด้วย

1) จำนวนเงินฝากขั้นต่ำที่คงไว้เพื่อชดเชย (compensating balances) หมายถึงจำนวนเงินขั้นต่ำที่ผู้กู้จะต้องคงเหลือไว้ในบัญชีเงินฝากตลอดเวลา จำนวนเงินฝากขั้นต่ำนี้จะแตกต่างกันไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับจำนวนเงินที่ขอกู้และนโยบายของธนาคาร การเก็บเงินขั้นต่ำนี้จะทำให้ธนาคารมีความเสี่ยงภัยน้อยลง

2) อัตราดอกเบี้ย การคำนวณอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์นิยมทำกัน 2 วิธี คือ

ก. การคำนวณอัตราดอกเบี้ย เมื่อมีการชำระเงินคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดเวลาที่ตกลงกัน

ตัวอย่าง นายจาง รักจริง กู้เงินจากธนาคารกรุงเทพ จำกัด จำนวนเงิน 1,000,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 18 เปอร์เซ็นต์ต่อปี การคิดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงคิดได้ดังนี้

$$\begin{aligned}\text{อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง} &= \frac{180,000}{1,000,000} \times 100 \\ &= 18\%\end{aligned}$$

ข. การคำนวณอัตราดอกเบี้ยโดยวิธีการหักดอกเบี้ยไว้ก่อนที่มีการรับเงินกู้ จากตัวอย่างเดิม คำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงได้ดังนี้

$$\begin{aligned}\text{อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง} &= \frac{180,000}{1,000,000 - 180,000} \times 100 \\ &= 21.95\%\end{aligned}$$

ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับดอกเบี้ย⁽¹⁴⁾

ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับดอกเบี้ยจะแปรผันไปตามวิธีการที่ใช้ในการจัดหาเงินทุน “ต้นทุนที่แท้จริง หรือ TRUE COST” จะแตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ ทั้งนี้เพราะความแตกต่างกันของวิธีที่คำนวณ ดังนั้นผู้บริหารการเงินควรจะทราบถึงวิธีการคิดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของธนาคารด้วย

(14)โปรดดู Bolten, *op.cit.*, pp. 493-96.

Prime rate คือ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารจะคิดกับลูกค้าของธนาคารที่มีฐานะการเงินมั่นคงมากที่สุด อัตราดอกเบี้ยชนิดนี้เป็นอัตราดอกเบี้ยขั้นพื้นฐานในการคิดอัตราดอกเบี้ยของลูกค้าที่มีฐานะการเงินไม่ดี เมื่ออัตราดอกเบี้ยนี้เปลี่ยนแปลงก็จะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยชนิดอื่นด้วย เว้นแต่ว่าธนาคารกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยนั้นคงที่ ตัวอย่างเช่น ถ้า prime rate เท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ การคิดอัตราดอกเบี้ยจากลูกค้าอื่น ธนาคารจะคิด 11 เปอร์เซ็นต์ และถ้า prime rate เป็น 8.5 เปอร์เซ็นต์ อัตราดอกเบี้ยของลูกค้าอื่นธนาคารจะคิดเพียง 9.5 เปอร์เซ็นต์ สำหรับการกู้ยืมครั้งใหม่ prime rate จะไม่รวมถึงผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เมื่อ prime rate เปลี่ยนแปลงจะต้องมีการประกาศแบบเป็นทางการให้ประชาชนทั่วไปทราบด้วย ในปัจจุบัน prime rate แสดงออกในรูปของอัตราร้อยละต่อปี

Prime plus ธนาคารหลายแห่งจะให้กู้ยืมเงินได้เกินกว่า 1 ปี ทั้งนี้จะต้องมีการตกลงกันในเรื่องอัตราดอกเบี้ย โดยปกติจะสูงกว่า prime rate เพียง 2-3 เปอร์เซ็นต์ ตลอดอายุของการขอกู้ ซึ่งเรียกว่า prime plus เมื่ออัตราดอกเบี้ยแบบ prime rate เปลี่ยนแปลง อัตรา prime plus ก็เปลี่ยนแปลงด้วยโดยไม่คำนึงถึงข้อตกลงที่ทำไว้เดิม ตัวอย่างเช่น prime plus เท่ากับ 2 เปอร์เซ็นต์ ก็แสดงว่าถ้า prime rate เท่ากับ 9 เปอร์เซ็นต์ prime plus จะเท่ากับ 11 เปอร์เซ็นต์

การจัดหาเงินทุนระยะปานกลาง

การจัดหาเงินทุนระยะปานกลาง หมายถึง เงินทุนที่มีกำหนดชำระคืนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป การจัดหาเงินทุนประเภทนี้ก็เพื่อนำไปซื้อเครื่องจักร อุปกรณ์ สินทรัพย์ถาวรอื่น ๆ และสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีความต้องการอยู่ตลอดไปไม่ใช่ต้องการเพียงชั่วคราว

แหล่งของเงินทุนระยะปานกลาง⁽⁵⁾ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัยผู้ขายหรือผู้ผลิต บริษัทการเงิน และรัฐบาล และการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่าสินทรัพย์ เป็นต้น จากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ เหล่านี้ ธนาคารพาณิชย์จะเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุด เพราะว่า

1. ผู้กู้ยืมนำเงินที่กู้ยืมไปลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีความต้องการตลอดไป หรือสินทรัพย์ถาวรก็จะมีรายได้สามารถนำมาชำระหนี้ธนาคารได้

(15)สรุปและรวบรวมจาก Van Horne, *op.cit.*, chapter 21, และ Solomon and Pringle *op.cit.*, pp.168-75.

2. ธนาคารจะได้รับชำระคืนเมื่อผู้กู้ได้รับเงินค้ำหุ้นจากผู้ถือหุ้น ทำให้ธนาคารไม่เสี่ยงภัยมากนัก

3. อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารคิดจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น

4. ธนาคารผลักราคาใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น ค่าธรรมเนียม ค่าอากรแสตมป์ ฯลฯ ให้ผู้กู้เป็นผู้รับผิดชอบ

5. มีความยืดหยุ่นดี

อย่างไรก็ตาม ธนาคารจะกำหนดหลักเกณฑ์ไว้เพื่อป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นในส่วนรวมซึ่งแบ่งเป็น 3 กลุ่มดังนี้

1. ข้อกำหนดทั่วไป	2. ระเบียบปฏิบัติ	3. ข้อกำหนดพิเศษ
1) กำหนดจำนวนเงินทุนหมุนเวียนเพื่อรักษา สภาพคล่องและความสามารถชำระคืนเงินกู้ 2) กำหนดจำนวนเงินที่มีไว้เพื่อจ่ายเงินสดปันผล และซื้อหุ้นกลับคืนมา 3) กำหนดจำนวนเงินเพื่อการจ่ายลงทุนสำหรับ สินทรัพย์ถาวร 4) ห้ามเพิ่มภาระผูกพันขึ้นในระยะยาวอีก	1) ผู้กู้ยืมต้องทำรายงานทางการเงินให้ ผู้ให้กู้ตลอดเวลา 2) ผู้กู้จะต้องทำประกันภัยสินทรัพย์ให้พอเพียง 3) ห้ามขายสินทรัพย์เพื่อชำระหนี้อื่น (ยกเว้น ทำตามสัญญาที่ตกลงกันแล้ว) 4) ห้ามนำสินทรัพย์ของธุรกิจไปเป็นหลักประกัน ค่าประกันเจ้าหนี้รายอื่น 5) ห้ามขายบัญชีลูกหนี้การค้า 6) ห้ามเช่าสินทรัพย์เกินกว่าที่ระบุไว้ใน	1) เพื่อการกู้ยืมบางประเภท เพื่อลด ความเสี่ยงภัยของผู้ให้กู้ 2) ต้องนำเงินไปลงทุนตามที่ระบุไว้ใน วัตถุประสงค์ของการขอกู้ยืม 3) กำหนดให้มีการทำประกันชีวิตผู้บริหาร ที่สำคัญ ๆ บางคนด้วย 4) กำหนดวงเงินจ่ายโบนัส

การกู้ยืมจากบริษัทประกันภัย คล้ายกับการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ เพียงแต่ต่างกัน ที่กำหนดเวลาชำระคืน อัตราดอกเบี้ยที่คิด และอัตราความเสี่ยงภัย นอกจากนี้ถ้าผู้กู้ต้องการชำระคืนก่อนกำหนดจะต้องเสียค่าธรรมเนียมให้กับบริษัทประกันภัยด้วย

การเปรียบเทียบการกู้ยืมจากบริษัทประกันภัยและธนาคารพาณิชย์

บริษัทประกันภัย	ธนาคารพาณิชย์
1. กำหนดเวลาชำระคืนเกินกว่า 1 ปี อาจเป็น 5-10 ปี	1. กำหนดเวลาชำระคืนปกติภายใน 1 ปี แต่ในทางปฏิบัติอาจต่อเนื่องเกินกว่า 1 ปีก็ได้
2. อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าเพราะกำหนดชำระคืนยาวนานกว่า	2. อัตราดอกเบี้ยตามกฎหมาย
3. ความเสี่ยงภัยสูง	3. ความเสี่ยงภัยต่ำ เพราะธนาคารอาจกำหนดให้มีเงินฝากขั้นต่ำ
4. ถ้าชำระคืนเกินกว่ากำหนดที่ตกลง จะต้องเสียค่าธรรมเนียม	4. ยินดีถ้าผู้กู้จะชำระคืนก่อนกำหนด ธนาคารอาจคิดส่วนลดคืนให้ (Rebate)

การจัดหาเงินทุนด้วยการเช่า (Lease financing)

เมื่อประมาณ 30 ปีที่ผ่านมาได้มีการพัฒนาอย่างรวดเร็วเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่า จนกระทั่งในปัจจุบันนี้ก็เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่า แหล่งของการจัดทำเงินทุนที่สำคัญ ๆ ของสินทรัพย์ลงทุนจำนวนมากก็คือ การเช่า

การเช่า หมายถึง สัญญาหรือข้อตกลงระหว่างผู้ให้เช่ากับผู้เช่า ซึ่งผู้ให้เช่ายินยอมให้ผู้เช่าใช้บริการจากสินทรัพย์ที่ขอเช่าได้จำนวนหนึ่ง ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งที่ตกลงกัน แสดงว่าผู้เช่าจะไม่มีกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ที่ขอเช่าแต่จะได้ใช้บริการจากสินทรัพย์ที่เช่าเท่านั้น โดยทั่ว ๆ ไปอายุการเช่าจะมากกว่า 1 ปี ระยะเวลาการเช่าจะมากกว่าหรือน้อยกว่าอายุการใช้งานของสินทรัพย์ และการจ่ายชำระค่าเช่าจะจ่ายเป็นงวด ๆ ซึ่งมีมูลค่าสูงกว่าราคาที่ซื้อ ทั้งนี้เพราะมีการคิดมูลค่าปัจจุบันของเงินด้วย

นอกจากความหมายข้างต้น ยังมีผู้ให้ความหมายของการเช่าไว้ดังนี้ คือ การเช่าเป็นสัญญาที่ผูกพันผู้เช่าสินทรัพย์ที่จะจ่ายชำระค่าเช่าให้แก่ผู้ให้เช่าเป็นค่าตอบแทนในการใช้สินทรัพย์ที่เป็นของผู้ให้เช่า หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ ผู้เช่าเป็นผู้ใช้คุณค่าทางเศรษฐกิจของสินทรัพย์นั้นโดยไม่ได้เป็นเจ้าของสินทรัพย์ แต่กรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นยังคงเป็นของผู้ให้เช่า

ลักษณะของการเช่า โดยทั่วไป แบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

1. **Financial lease** ลักษณะที่สำคัญก็คือ ผู้ให้เช่าและผู้เช่ามีภาระหน้าที่จ่ายค่าเช่า และให้สินทรัพย์เช่า สำหรับการเช่าแบบนี้จะไม่สามารถยกเลิกก่อนระยะเวลาที่กำหนดตกลงกัน การชำระค่าเช่าจะจ่ายเป็นงวด ๆ จำนวนรวมทั้งสิ้นจะมากกว่าราคาซื้อสินทรัพย์⁽¹⁶⁾ งวดเวลาของการเช่านั้นตามปกติจะต้องสอดคล้องกับอายุของสินทรัพย์ ซึ่งอาจมากกว่าหรือน้อยกว่านั้นก็ได้

2. **Operating lease** เป็นการเช่าซึ่งแตกต่างจาก financial lease ก็คือ สามารถยกเลิกข้อตกลงได้แต่ต้องมีการยื่นคำร้องล่วงหน้า ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดสำหรับการเช่าแบบนี้ก็คือ การเช่าโทรศัพท์จากองค์การโทรศัพท์ เป็นต้น ซึ่งมีลักษณะเป็นการเช่าซื้อซึ่งเหมือนกับการขอกู้เงินนั่นเอง เพราะจะต้องมีข้อตกลงในการจ่ายชำระเงินให้กับผู้ให้เช่าโดยทั่ว ๆ ไป การเช่าแบบนี้จะนิยมใช้กับการเช่าซื้อสินทรัพย์ประเภททุน (capital assets)

เนื่องจากลักษณะของสัญญาเช่าแบบ Financial lease จะต้องทำในลักษณะของการจัดหาเงินทุน ซึ่งใช้แทนวิธีการจัดหาเงินทุนวิธีอื่น ๆ ที่ใช้ในการจัดหาสินทรัพย์มาใช้งาน ตัวอย่างเช่น วิธีการจัดหาเงินทุนเพื่อซื้อสินทรัพย์ด้วยการกู้ยืม การจ่ายค่าเช่าและการจ่ายเงินต้นพร้อมทั้งดอกเบี้ยจากการกู้ยืมนั้นต่างก็เป็นภาระผูกพันที่คงที่ซึ่งกิจการจะต้องประสบ ปัญหาที่จะเกิดขึ้นสำหรับกิจการก็คือ ความไม่สามารถในการชำระภาระผูกพันเหล่านั้นได้ ดังนั้นวิธีการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่า และการกู้ยืมจึงมีลักษณะคล้ายคลึงกันที่จุดยืนของการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระภาระผูกพันเหล่านี้

ในการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่า ความรับผิดชอบของผู้ให้เช่าและผู้เช่าจะกำหนดไว้อย่างชัดเจนในสัญญาเช่า ซึ่งจะระบุเงื่อนไขและสาระสำคัญดังนี้⁽¹⁷⁾

(16) Richard F. Vancil, "Lease or Borrow : New Method of Analysis," *Harvard Business Review*, 39 (September-October, 1961) reprinted in James C. Van Horne, ed., *Foundations for Financial Management*, pp. 137-38.

(17) Van Horne, *op.cit.*, p.564.

1. ระยะเวลาของการเช่า ตามปกติแล้วจะสอดคล้องกับอายุการใช้งานของสินทรัพย์ จะยกเลิกสัญญาการเช่าก่อนกำหนดเวลาที่ตกลงกันไม่ได้
2. งวดเวลาและจำนวนเงินที่จะต้องจ่ายค่าเช่าตลอดระยะเวลาการเช่า ถ้าเกินกำหนดเวลาจะต้องเสียค่าปรับตามที่ตกลงกัน
3. การต่อสัญญาการเช่า หรือการซื้อสินทรัพย์จะกระทำได้อีกต่อเมื่อครบกำหนดเวลาการเช่าแล้ว
4. ข้อตกลงในเรื่องการจ่ายค่าใช้จ่ายในการดูแลรักษาและค่าซ่อมแซมสินทรัพย์ ค่าภาษี ค่าเบี้ยประกัน และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ นั้น ผู้เช่าจะต้องจ่ายค่าเช่าสุทธิ (net lease) ซึ่งรวมค่าใช้จ่ายทั้งหมดดังกล่าว สำหรับค่าซ่อมแซมสินทรัพย์นั้นผู้ให้เช่าจะเป็นผู้รับผิดชอบและจ่ายชำระค่าเบี้ยประกันภัย (maintenance lease)

ประเภทของการจัดการเกี่ยวกับค่าเช่า⁽¹⁸⁾

การจัดการเงินทุนด้วยการเช่าแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

1. **Sales and leaseback arrangement** เป็นวิธีการจัดการเงินทุนด้วยการที่ธุรกิจมีสินทรัพย์ อยู่แล้วขายสินทรัพย์ให้แก่ผู้อื่น ซึ่งอาจเป็นบริษัทประกันภัย หรือบริษัทการเงินแล้วธุรกิจ (ผู้เช่า) ขอเช่ากลับมาเพื่อใช้งานและเพื่อผลประโยชน์ในเรื่องการเสียภาษี โดยทั่ว ๆ ไปเมื่อ ธุรกิจขายสินทรัพย์ไปตามมูลค่าทางตลาด (market value) แล้ว ธุรกิจก็จะได้รับชำระค่าสินทรัพย์ เป็นเงินสดซึ่งสามารถนำไปใช้จ่ายในการดำเนินงานส่วนอื่นของธุรกิจได้ นอกจากนั้นยังได้ใช้ สินทรัพย์ตลอดอายุการเช่าด้วย โดยธุรกิจไม่ได้เป็นเจ้าของสินทรัพย์นั้น ถ้าไรจากการขาย สินทรัพย์ให้แก่ผู้ให้เช่าก็คือ กำไรส่วนทุน (capital gain) ซึ่งจะต้องเสียภาษีแต่ก็จะเสียภาษีเฉพาะ จากกำไรส่วนทุนเท่านั้น และค่าเช่าสินทรัพย์ก็ถือเป็นค่าใช้จ่ายซึ่งจะนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายก่อน เสียภาษีได้ด้วย ดังนั้น การเช่าจะทำให้ประหยัดภาษี (tax-shield) ได้มากกว่ากรณีซื้อสินทรัพย์ มาใช้เองแล้วคิดค่าเสื่อมราคา แม้ว่าค่าเสื่อมราคาจะเป็นค่าใช้จ่ายที่นำไปหักกับรายได้ก่อนเสีย ภาษีก็ตาม แต่ปริมาณของการประหยัดภาษีจากการเช่าจะมีมากกว่าการคิดค่าเสื่อมราคา การจัดการเงินทุนด้วยการเช่าประเภทนี้นิยมใช้กันมากในช่วงหลังการเกิดสงครามโลกครั้งที่ 2

(18)โปรดดู Van Horne, *Ibid.*, pp. 564-65.

2. **Direct leasing หรือ Direct acquisition of assets** เป็นการเช่าสินทรัพย์โดยที่ธุรกิจต้องการใช้สินทรัพย์ทั้งที่ไม่เคยเป็นเจ้าของสินทรัพย์มาก่อน ตัวอย่างเช่น ธุรกิจต้องการเช่าเครื่องคอมพิวเตอร์ หรือรถแทรกเตอร์จากบริษัท IBM เป็นต้น ในปัจจุบันมีการนิยมใช้วิธีการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่ามากมาย ผู้ให้เช่าที่สำคัญ ๆ เช่น โรงงานผู้ผลิตเครื่องจักร บริษัทการเงิน ธนาคาร บริษัทให้เช่าสินทรัพย์ทั้งแบบอิสระและกำหนดวัตถุประสงค์โดยเฉพาะ การจัดการเช่าเกี่ยวข้องกับกิจการทั้งหมด แต่ผู้ผลิตเครื่องจักรจะขายเครื่องจักรที่ผลิตได้ให้แก่ผู้ให้เช่า และผู้ให้เช่าก็จะให้ผู้เช่าเช่าสินทรัพย์นั้นต่อไป เมื่อประมาณ ค.ศ. 1963 กิจการธนาคารพาณิชย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้อนุมัติให้มีการใช้วิธีการเช่าแบบ direct leasing โดยธนาคารพิจารณาอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (effective rate of interest) แล้วว่ามีระดับต่ำจึงตัดสินใจซื้อสินทรัพย์มาแล้วให้ผู้เช่าเช่าสินทรัพย์ต่อ ทำให้ธนาคารได้รับผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าเดิม

ผลดีของการเช่า เมื่อเปรียบเทียบกับการกู้ยืมจะเห็นได้ว่าผลดีของการเช่ามีหลายประการ ดังนี้

1. **มีความยืดหยุ่น (flexibility)** การเช่าจะทำให้มีความยืดหยุ่นได้ดีกว่าการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ด้วยการซื้อเพราะธุรกิจจะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงภัยจากการที่สินทรัพย์นั้นล้าสมัยก่อนครบกำหนดอายุการใช้งาน อย่างไรก็ตามส่วนใหญ่แล้ว ถ้าเป็น financial lease ความเสี่ยงภัยจากการล้าสมัยจะตกอยู่กับผู้เช่า ถ้าต้นทุนของสินทรัพย์ได้ตัดค่าเสื่อมราคาหมดแล้วตามอายุการใช้งาน ผู้เช่าก็จะเป็นผู้รับภาระความเสี่ยงภัยทั้งหมด โดยผู้เช่าจะต้องจ่ายค่าเช่าตลอดตามที่ตกลงกัน แม้ว่าสินทรัพย์นั้นจะล้าสมัยก็ตาม ผู้ให้เช่าส่วนมากจะให้ความสนใจในเรื่องความเสี่ยงจากการล้าสมัยและจะพยายามไม่ให้เกิดปัญหานี้ขึ้นด้วย การคิดค่าเช่าที่รวมทั้งต้นทุนของสินทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยด้วย อย่างไรก็ตามการเช่าจะทำให้ธุรกิจมีความยืดหยุ่นได้ดีด้วยการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่าสินทรัพย์ขนาดเล็ก ๆ อยู่ตลอดเวลา ส่วนการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืมนั้นจะมีต้นทุนค่อนข้างสูงและการจัดการก็ทำได้ยาก ดังนั้นถ้าธุรกิจสามารถใช้วิธีการนี้จัดหาเงินทุนด้วยการเช่าได้มากเท่าไร ก็จะทำให้ข้อโต้แย้งในเรื่องการเช่านั้นก็จะมีน้อยลง

2. **การเช่าไม่มีเงื่อนไขข้อจำกัดมากนัก (lack of restrictions)** การจัดหาเงินทุนด้วยวิธีอื่น ๆ เช่น การขอกู้ยืมหรือการออกพันธบัตร ฯลฯ ต่างก็มีเงื่อนไขข้อจำกัดมากมาย เช่น กำหนดระดับเงินทุนหมุนเวียน การขยายการลงทุน ฯลฯ สำหรับการเช่าไม่มีเงื่อนไขข้อจำกัดยุ่งยากเหมือนกับการจัดหาเงินทุนวิธีอื่น ๆ

3. จัดหาเงินทุนได้เต็มจำนวน (100 per cent financing) การจัดหาเงินทุนด้วยการเช่าทำให้ธุรกิจได้ใช้สินทรัพย์โดยไม่ต้องจ่ายเงินดาวน์ หรือเงินลงทุนเริ่มแรกใดๆ ถ้าธุรกิจซื้อสินทรัพย์แล้วนำไปค้ำประกันการกู้ยืมก็จะทำให้ไม่ได้เงินทุนเต็มจำนวน แต่ถ้าใช้วิธีการเช่าจะทำให้กิจการสามารถจัดหาเงินทุนได้ตามต้องการ

4. การเลิกล้มกิจการและการปรับปรุงกิจการใหม่ (treatment in bankruptcy and reorganization) ในกรณีที่กิจการล้มเลิก ผู้ให้เช่ามีสิทธิเรียกร้องค่าเช่าที่ค้างไว้ได้เพียง 1 ปี ส่วนการปรับปรุงกิจการใหม่ ผู้ให้เช่ามีสิทธิเรียกร้องค่าเช่าได้สูงสุดถึง 3 ปี⁽¹⁹⁾ ซึ่งไม่ค่อยสมเหตุผลนักเพราะถ้าบริษัทล้มเลิกก็เป็นเหตุการณ์ที่ไม่ได้อยู่แล้ว ควรจะมีการปรับปรุงกิจการให้อยู่รอดก่อน

5. ผลประโยชน์ด้านภาษี (tax considerations) ค่าเช่าเป็นรายการค่าใช้จ่ายซึ่งนำมาหักออกจากรายได้จากการดำเนินงานได้ และทำให้เสียภาษีเงินได้น้อยลง แต่ถ้าธุรกิจใช้วิธีซื้อสินทรัพย์มาใช้จะต้องถือเป็นส่วนของทุน (capitalized) และมีการคิดค่าเสื่อมราคา ถ้ามีการคิดค่าเสื่อมราคาแบบอัตราเร่งก็จะทำให้ไม่ได้รับผลประโยชน์ในเรื่องภาษีจากการเช่าธุรกิจส่วนใหญ่ในปัจจุบันจึงนิยมคิดค่าเสื่อมราคาแบบ double-declining balance และ sum-of-the-years's digits ถ้าธุรกิจมีการใช้วิธีการเช่ามาก ก็อาจทำให้ได้รับผลประโยชน์จากภาษีมากด้วย ถ้าหากระยะเวลาของสัญญาเช่าสั้นกว่าอายุการใช้งานของสินทรัพย์นั้นที่กฎหมายอนุญาตให้คิดค่าเสื่อมราคา (ในกรณีที่มีกรรมสิทธิ์เป็นเจ้าของ)⁽²⁰⁾

6. วิธีการทางบัญชี (accounting treatment) มองในแง่ธุรกิจแล้วสิ่งหนึ่งที่ดึงดูดใจของการเช่าสินทรัพย์ก็คือ ความจริงที่ว่าธุรกิจสามารถใช้สินทรัพย์ที่ต้องการได้โดยไม่ต้องมีภาระผูกพันในการเช่าจะปรากฏอยู่ในงบดุลของธุรกิจเลย แต่ถ้าเป็นการซื้อสินทรัพย์ด้วยการกู้ยืมเงินก็จะต้องมีรายการสินทรัพย์ปรากฏอยู่ด้านสินทรัพย์และมีหนี้สินอยู่ทางด้านหนี้สินในงบดุลด้วย สำหรับภาระผูกพันในเรื่องการเช่าจะปรากฏอยู่ในลักษณะของเชิงอรรถ (footnote) ของงบการเงินที่ตรวจสอบเรียบร้อยแล้ว⁽²¹⁾

(19)โปรดดู Donald R.Gant, "Illusion in Lease Financing," Harvard Business Review, 37 (March-April, 1959), p. 126.

(20)โปรดดู ชูศรี รุ่งโรจนารักษ์ และทัศนีย์ ดันตวุฒโฒ, การบริหารสินทรัพย์ธุรกิจ (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2523), หน้า 216.

(21)Van Horne, *op.cit.*, p.567.

การแสดงรายการในงบดุลจะไม่เหมือนกันจะมีผลต่อการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินด้วย

บริษัทค้าขาย จำกัด

งบดุล

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2523

หน่วย : พันบาท

	การกู้ยืม	การเช่า
สินทรัพย์หมุนเวียน	4,000	4,000
สินทรัพย์ถาวร	<u>6,000</u>	<u>4,000</u>
สินทรัพย์รวม	<u>10,000</u>	<u>8,000</u>
หนี้สินระยะสั้น	2,000	2,000
หนี้สินระยะยาว	3,000	1,000
ส่วนของผู้ถือหุ้น	<u>5,000</u>	<u>5,000</u>
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	<u><u>10,000</u></u>	<u><u>8,000</u></u>

บริษัทค้าขาย จำกัด

งบกำไรและขาดทุน

สำหรับงวดประจำปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2524

หน่วย : พันบาท

	การกู้ยืม	การเช่า
ขาย	12,000	12,000
รายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและค่าเช่า	2,000	2,000
ค่าเสื่อมราคา	500	400
ดอกเบี้ยเงินกู้ระยะยาว 7%	210	70
ค่าเช่า	-	<u>210</u>
	<u>1,290</u>	<u>1,320</u>
ภาษี 50%	<u>645</u>	<u>660</u>
กำไรสุทธิ	<u><u>645</u></u>	<u><u>660</u></u>
MB 423		167

อัตราส่วนทางการเงินเมื่อมีการเช่าและการกู้ยืม

	การกู้ยืม	การเช่า
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์	1.2 ครั้ง	1.5 ครั้ง
สมรรถภาพในการหารายได้	6.5 %	8.3%
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	1.0 เท่า	0.6 เท่า
อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี)	7.1 เท่า	19.9 เท่า

จากกรณีที่ว่าวิธีการเช่าไม่ต้องจดบันทึกบัญชีเป็นทางการ จึงทำให้เกิดผลดีต่อธุรกิจ เพราะวงการเงินจะแสดงให้เห็นภาพพจน์ที่ดีทำให้อัตราส่วนต่าง ๆ สูงขึ้น เช่น

ก. อัตราหมุนของสินทรัพย์สูงขึ้น (assets turnover) ทั้งนี้ก็เพราะจำนวนสินทรัพย์มีน้อยลง ในขณะที่การขายเป็นไปตามปกติ หรือมีแนวโน้มสูงขึ้นก็จะทำให้อัตราการหมุนของสินทรัพย์สูงขึ้น

ข. ผลตอบแทนของสินทรัพย์จะมีแนวโน้มสูงขึ้นเพราะสินทรัพย์รวมลดลง

ค. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นเพราะการเช่าไม่ต้องบันทึกบัญชี

ง. ความสามารถในการชำระดอกเบี้ยจะสูงขึ้น เพราะการเช่าไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ย ส่วนการกู้ยืมจะต้องเสียดอกเบี้ย ดังนั้นกำไรจากการดำเนินงานเมื่อจัดหาเงินทุนจากการเช่าจะสูงกว่าเพราะค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับค่าเสื่อมราคาก็ไม่มี ทำให้อัตราส่วนนี้ดีขึ้น

7. ความสามารถในการเพิ่มทุน ถ้าธุรกิจใช้วิธีการเช่าสินทรัพย์เพื่อการดำเนินงานได้ในระดับที่น่าพอใจแล้วก็จะเป็นการเพิ่มความสามารถในการเพิ่มเงินทุน (funds) ได้เรื่อยๆ แต่วิธีการกู้ยืมถ้าหากกิจการมีหนี้สินสูงอยู่แล้วจะทำให้ความเสี่ยงภัยทางการเงินสูง ดังนั้นผู้ให้กู้ก็จะเรียกร้องอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สูงขึ้นด้วย การเพิ่มเงินทุนด้วยวิธีการเช่าสินทรัพย์จะทำได้ดีกว่าการขอกู้ยืม เพราะความเสี่ยงภัยจะต่ำกว่าการกู้ยืม อย่างไรก็ตามการใช้วิธีการเช่าสำหรับกรณีนี้จะทำได้เฉพาะช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น

8. การจ่ายเงินสดได้รับการผ่อนผัน การเช่าเป็น “การจัดหาเงินทุนที่สมบูรณ์” เพราะผู้เช่าไม่ต้องจ่ายเงินดาวน์เหมือนกับการซื้อสินทรัพย์ และธุรกิจอาจได้รับประโยชน์ถ้าหากการจ่ายค่าเช่า “ช้ากว่า” การจ่ายเงินผ่อนชำระหนี้ (กรณีที่กู้ยืมมาซื้อสินทรัพย์) และในกรณีของ

การขายแล้วเช่ากลับมาธุรกิจจะมีโอกาสได้รับเงินสดกลับคืนมาใช้ก่อนการซื้อหรือสร้างสินทรัพย์ของตนเอง⁽²²⁾

ผลเสียของการเช่า

1. มูลค่าซาก (residual value) โดยทั่ว ๆ ไปผู้เช่าจะไม่มีสิทธิในสินทรัพย์ เมื่อหมดสัญญาเช่าสิทธิของสินทรัพย์นั้นก็จะเป็นผู้ให้เช่า

2. ค่าใช้จ่ายในเรื่องดอกเบี้ย ซึ่งตามปกติจะสูงกว่าการกู้ยืมดอกเบี้ยจ่ายจะต้องตัดจ่ายตลอดอายุของการเช่า ดอกเบี้ยจ่ายจากการเช่าก็คืออัตราส่วนลดที่จะทำให้มูลค่าปัจจุบันของค่าเช่าเท่ากับต้นทุนของสินทรัพย์ ความแตกต่างของดอกเบี้ยจ่ายนั้น ธุรกิจจะต้องจ่ายรวมกับค่าเช่าและปกติจะสูงกว่าดอกเบี้ยจากการกู้ยืม 1 เปอร์เซ็นต์ขึ้นไป ดังนั้นถ้าพิจารณาเฉพาะค่าใช้จ่ายเรื่องดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียวแล้ว จะเห็นได้ว่าการกู้ยืมจะเสียต้นทุนถูกกว่าการเช่า⁽²³⁾

การเช่ากับการกู้ยืม

ไม่ว่าจะเป็นวิธีการจัดหาเงินทุนด้วยการเช่าหรือการกู้ยืมต่างก็ขึ้นอยู่กับรูปแบบของกระแสเงินสดจ่ายออกของแต่ละวิธี และยิ่งขึ้นอยู่กับต้นทุนค่าเสียโอกาสในการจัดหาเงินทุนด้วยการเปรียบเทียบวิธีการทั้งสองนั้นจะพิจารณาได้จากเรื่องการหักค่าเสื่อมราคาเป็นรายการที่ประหยัดภาษีได้ด้วย (ดังที่กล่าวมาแล้วในตอนต้น)

ต้นทุนของการเช่า หมายถึง อัตราส่วนลดที่ทำให้มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการเช่า⁽²⁴⁾

(22)ชูศรี-ทัศนีย์, op.cit., p.215.

(23)Van-Horne, op.cit., p. 572.

(24)สรุปและเรียบเรียงจากตัวอย่าง 22-1, Ibid., 572-73.

สูตร $C = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{A_t}{(1+r)^t}$

เมื่อ $r =$ ต้นทุนของการเช่า

$C =$ มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินจ่ายออก

$A_t =$ ค่าเช่าจ่ายรายปี

$t =$ งวดเวลาของการเช่า

และถ้า $\frac{1}{(1+r)}$ = Interest Factor

สูตร $C = A (IF)$

$A = \frac{C}{IF}$

เมื่อคำนวณหาต้นทุนของการเช่าได้แล้ว โดยการทดลองแทนค่า (trial and error) ก็จะสามารถทราบค่าผลตอบแทนเป็นค่าเช่าจ่ายรายปีได้

ตัวอย่าง สมมติธุรกิจได้ตัดสินใจว่าจะต้องการใช้สินทรัพย์มูลค่า 200,000 บาท และประมาณการอายุการใช้งานของสินทรัพย์เท่ากับ 10 ปี เมื่อหมดอายุการใช้งานแล้วสินทรัพย์นี้ไม่มีมูลค่าซาก ธุรกิจต้องตัดสินใจว่าธุรกิจควรจัดหาเงินทุนด้วยการเช่าสินทรัพย์หรือกู้ยืมเงินมาซื้อสินทรัพย์ถ้าหากมีการเช่าสินทรัพย์ ผู้ให้เช่าต้องคิดค่าเช่าเท่ากับต้นทุนของสินทรัพย์และผลตอบแทนในอัตรา 9 เปอร์เซ็นต์ การจ่ายชำระค่าเช่าจะต้องจ่ายล่วงหน้าก่อนสิ้นปีของแต่ละปี จำนวนค่าเช่าที่ต้องจ่ายแต่ละปีคำนวณได้ดังนี้

วิธีทำ

จากโจทย์กำหนดให้

$C = 200,000$ บาท

$n = 0-9$ (จ่ายก่อนปีที่ 1 จึงเริ่มที่ 0)

$r = 9 \%$

$A_t = ?$

$$\begin{aligned}
\text{แทนค่าในสูตร C} &= \sum_{t=0}^n \frac{A_t}{(1+r)^t} \\
200,000 &= A_t + A_t (5.9852) \\
200,000 &= A_t (1 + 5.9852) \\
A_t &= \frac{200,000}{6.9852} \\
&= 28,600 \text{ บาท}
\end{aligned}$$

เพราะว่าการชำระค่าเช่าจะต้องจ่ายล่วงหน้า จึงคิดราคาทุนของสินทรัพย์เท่ากับ 20,000 บาท ซึ่งมูลค่าปัจจุบันของค่าเช่างวดที่ 1 เมื่อปีที่ศูนย์ บวกกับมูลค่าปัจจุบันของค่าเช่างวดที่ 9 เมื่อปลายปีแต่ละปีถัดไป อัตราส่วนลด 9 เปอร์เซ็นต์ เมื่อเปิดตาราง A-2 จะได้ค่าแฟคเตอร์เท่ากับ 5.9852 ฉะนั้น การตัดจ่ายต้นทุนของสินทรัพย์ให้หมดและผู้ให้เช่าได้ผลตอบแทน 9 เปอร์เซ็นต์ ผู้เช่าจะต้องจ่ายค่าเช่าปีละ 28,600 บาท

ถ้าธุรกิจซื้อสินทรัพย์จะต้องมีการคิดค่าเสื่อมราคา สมมติว่าเป็นการคิดด้วยวิธีเส้นตรง ค่าเสื่อมราคาแต่ละปีเท่ากับ 20,000 บาท จะเห็นได้ว่าค่าเสื่อมราคาเป็นสิ่งสำคัญในการเปรียบเทียบการจัดหาเงินทุนทั้ง 2 วิธี ทั้งนี้ก็เนื่องจากผลประโยชน์ในเรื่องภาษีเงินได้

วิธีวิเคราะห์เพื่อการตัดสินใจว่าจะ “เช่า” หรือ “ซื้อ” สินทรัพย์⁽²⁵⁾ มีหลายวิธี แต่ในที่นี้จะยกมาศึกษาเพียง 2 วิธี คือ

- วิธีการวิเคราะห์มูลค่าปัจจุบันของแต่ละทางเลือก
- วิธีการวิเคราะห์ผลประโยชน์ที่แท้จริงของแต่ละทางเลือก

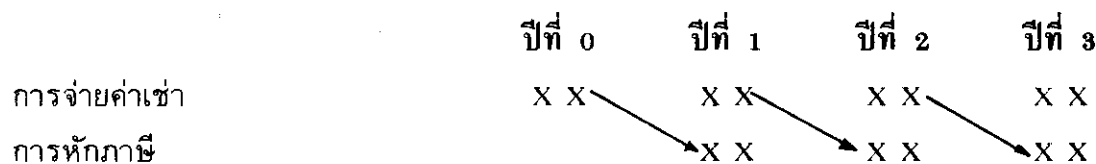
วิธีที่ 1 วิธีการวิเคราะห์มูลค่าปัจจุบันของแต่ละทางเลือก วิธีนี้ต้องพิจารณาเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกของแต่ละทางเลือก หลักในการตัดสินใจก็คือ จะต้องเลือกทางเลือกที่มีมูลค่าปัจจุบันต่ำที่สุด แม้ว่าวิธีนี้จะมีข้อบกพร่องบางอย่างก็ตาม แต่ก็ยังมีผู้นิยมใช้กันอย่างแพร่หลาย

(25) Ibid.

หลักในการวิเคราะห์ก็คือ ปรับอัตราส่วนลดค่ากระแสเงินสดจ่ายออกด้วยค่าของเงินทุน แล้วเลือกทางเลือกที่ให้มูลค่าปัจจุบันและกระแสเงินสดต่ำสุด

จากตัวอย่างข้างต้น ถ้าธุรกิจเช่าสินทรัพย์จะต้องจ่ายค่าเช่าปีละ 28,600 บาท และค่าเช่าเป็นค่าใช้จ่ายซึ่งได้รับยกเว้นภาษี อย่างไรก็ตามการหักค่าใช้จ่ายจะทำได้เฉพาะงวดที่มีการรับบริการจากการเช่าแล้วเท่านั้น ตัวอย่างเช่น การจ่ายค่าเช่าล่วงหน้าเมื่อปลายปีศูนย์หรือต้นปีที่ 1 แสดงว่าจะหักภาษีในปีที่ 1 ทำนองเดียวกันค่าเช่าที่เหลืออีก 9 งวดก็ต้องหักภาษีในปีถัด ๆ มา การจ่ายค่าเช่าจะถือเป็นค่าใช้จ่ายนำมาหักจากกำไรก่อนคำนวณภาษีได้ก็ต่อเมื่อได้รับบริการจากการใช้สินทรัพย์ที่เช่าแล้ว

สมมติว่า ค่าของเงินทุนเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ (หลังหักภาษี) อัตราภาษีเงินได้ 50 เปอร์เซ็นต์ จึงแสดงตารางค่ากระแสเงินสดหลังหักภาษีและคำนวณมูลค่าปัจจุบัน



ตารางที่ 1 : ตารางกระแสเงินสดจ่ายออกเมื่อมีการเช่าสินทรัพย์

ปีที่	จำนวนค่าใช้จ่าย	ผลประโยชน์ภาษี	กระแสเงินสดจ่าย	แฟคเตอร์	มูลค่าปัจจุบัน
			หลังภาษี		ของกระแสเงินสด
0	28,600	-	28,600	1.00	28,600
1-9	28,600	14,300	14,300	5.75	82,354
10	-	14,300	(14,300)	0.38	(5,513)
					<u>105,441</u>

การกู้ยืมเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์ ถ้าเป็นการซื้อสินทรัพย์สมมติว่ากิจการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืมอัตราดอกเบี้ย 8 เปอร์เซ็นต์ เป็นการกู้แบบไม่มีหลักประกัน ระยะเวลาให้กู้ 10 ปี การจ่ายชำระเงินกู้จ่ายเป็นงวดรายปี ปีละ 29,806 บาท⁽²⁶⁾ โดยจะจ่ายตอนสิ้นปีของแต่ละปี

$$\begin{aligned}
 (26) \text{ จากสูตร } A &= \frac{C}{IF} \\
 &= \frac{200,000}{6.71^*} \\
 &= 29,806
 \end{aligned}$$

*เปิดตาราง A-2 เมื่อ $n = 10, r = 8\%$

จำนวนเงินที่จ่ายนี้จะรวมทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย สัดส่วนของดอกเบี้ยที่จ่ายแต่ละงวดจะขึ้นอยู่กับยอดเงินคงค้างในแต่ละปี ตัวอย่างเช่น หนี้คงค้างปลายปีที่ 1 = 200,000 บาท ดังนั้นดอกเบี้ยจ่ายปีนี้เท่ากับ 16,000 บาท ดูตารางการชำระหนี้เงินกู้

ตารางที่ 2 : ตารางชำระหนี้เงินกู้

ปีที่	ดอกเบี้ย+เงินต้น	ยอดหนี้คงค้าง	ดอกเบี้ยจ่ายแต่ละปี
0	-	200,000	-
1	29,806	186,194	16,000
2	29,806	171,284	14,896
3	29,806	155,181	13,703
4	29,806	137,789	12,414
5	29,806	199,006	11,023
6	29,806	98,720	9,520
7	29,806	76,812	7,898
8	29,806	53,151	6,145
9	29,806	27,598	4,252
10	29,806	0	2,208

ถ้ากำหนดให้ดอกเบี้ยจ่ายแต่ละงวดและค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ก็สามารถคำนวณหากระแสเงินสดจ่ายออกหลังหักภาษีของทางเลือกกู้ยืมเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์ได้ เพราะว่าทั้งค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์และดอกเบี้ยจ่ายต่างก็เป็นรายการที่ประหยัดภาษีได้ เมื่อนำผลประโยชน์ดังกล่าวไปหักจากจำนวนเงินที่ต้องจ่ายแต่ละงวดซึ่งเท่ากับ 29,806 บาท ก็จะทำให้ได้รับมูลค่ากระแสเงินสดจ่ายออกหลังหักภาษีในปลายปีของแต่ละปี ในที่สุดก็สามารถคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกทั้งหมดซึ่งมีค่าเท่ากับ 88,041 บาท ผลจากการวิเคราะห์ธุรกิจควรตัดสินใจเลือกซื้อสินทรัพย์ด้วยการกู้ยืมเงินมาซื้อเพราะมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกจากการขอกู้ยืมจะมีค่าต่ำกว่าการเช่าสินทรัพย์ ดูตารางที่ 3 ประกอบ สมมติว่าคิดค่าเสื่อมราคาแบบเส้นตรง

ตารางที่ 3 : ตารางแสดงกระแสเงินสดจ่ายออก เมื่อมีการกู้ยืมเงินมาซื้อสินทรัพย์

ปลายปีที่	(1) การจ่ายชำระหนี้ เงินกู้	(2) ดอกเบี้ยจ่าย	(3) ค่าเสื่อมราคา*	(4) ผลประโยชน์ ภาษี [(2)+(3)] 0.5	(5) กระแสเงินสดจ่าย ออกหลังภาษี (1)-(4)	(6) แฟคเตอร์ (10%)	(7) มูลค่าปัจจุบันของ กระแสเงินสดจ่ายออก
1	29,806	16,000	20,000	18,000	11,806	0.909	10,732
2	29,806	14,896	20,000	17,448	12,358	0.826	10,207
3	29,806	13,703	20,000	16,851	12,955	0.751	9,729
4	29,806	12,414	20,000	16,207	13,599	0.683	9,288
5	29,806	11,023	20,000	15,512	14,294	0.621	8,877
6	29,806	9,520	20,000	14,760	15,046	0.564	8,486
7	29,806	7,898	20,000	13,949	15,857	0.513	8,135
8	29,806	6,145	20,000	13,072	16,734	0.467	7,815
9	29,806	4,252	20,000	12,126	17,680	0.424	7,496
10	29,806	2,208	20,000	11,104	18,702	0.386	7,219
							87,984

* คิดค่าเสื่อมราคาตามวิธีเส้นตรง ถ้าเป็นการคิดค่าเสื่อมราคาวิธีอื่น ๆ ก็ปรับได้เช่นกัน

จากการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของวิธีการเช่า	= 105,441 บาท
มูลค่าปัจจุบันของการกู้ยืม	= 87,984 บาท
มูลค่าปัจจุบันของวิธีการเช่า- สูงกว่ากู้ยืม	= 17,457 บาท

ดังนั้นปัญหาต่อมาก็คือผู้วิเคราะห์จะต้องนำผลการวิเคราะห์เสนอให้ฝ่ายบริหารเป็นผู้ตัดสินใจว่าจะเลือกทางเลือกใด อย่างไรก็ตามถ้าไม่มีปัจจัยอย่างอื่นเข้ามาเกี่ยวข้องแล้วผู้บริหารก็ควรตัดสินใจเลือกการขอกู้ยืมเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์ ทั้งนี้เพราะว่ามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกจะต่ำกว่าวิธีการเช่าเท่ากับ 17,457 บาท

ข้อดีของวิธีมูลค่าปัจจุบัน

1. คำนวณได้ง่าย โดยอาศัยตารางมูลค่าปัจจุบัน
2. การคำนวณค่ากระแสเงินสดใกล้เคียงกับความเป็นจริง
3. การคำนวณใช้อัตราส่วนลดเท่ากับค่าของเงินทุนทำให้ประหยัดเวลาได้

ข้อเสียของวิธีมูลค่าปัจจุบัน

1. ไม่ได้คำนึงถึงความแตกต่างของวิธีการจัดหาเงินทุนและจำนวนเงินทุนที่ต้องการ
2. การเช่าจะจัดหาเงินทุนได้ 100 เปอร์เซ็นต์ ทำให้มีผลต่อค่าของเงินทุน
3. ระยะเวลาในการจ่ายชำระเงินไม่เท่ากัน
4. เป็นการตัดสินใจทั้งในแง่การลงทุนและการจัดหาเงินทุน ทำให้การตัดสินใจยุ่งยาก

วิธีที่ 2 วิเคราะห์ผลตอบแทนที่แท้จริงของการกู้ยืม วิธีนี้เป็นวิธีการวิเคราะห์อีกแบบหนึ่ง คือ แทนที่จะคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่จ่ายออกไปสำหรับการจัดหาเงินทุนทั้ง 2 ทางเลือก แต่จะมาพิจารณาถึงต้นทุนเกี่ยวกับดอกเบี้ยที่แท้จริง วิธีนี้จะขจัดปัญหาเรื่องการเลือกอัตราส่วนลดและการวิเคราะห์จะมีข้อสมมติฐานว่าตารางการจ่ายชำระหนี้เงินกู้มีลักษณะเช่นเดียวกับตารางการจ่ายชำระค่าเช่า จากการสมมติดังกล่าวทำให้การกู้ยืมฐานะเท่ากับการเช่า⁽²⁷⁾ จากผลของการสมมตินี้ทำให้ขจัดอคติในเรื่องความแตกต่างของวิธีการจ่ายเงินของ

(27)โปรดดู Richard S. Bower, Frank C. Herringer, and J. Peter Williamson, "Lease Evaluation", *Accounting Review*, XLI (April, 1966), 260.

ทั้งสองวิธี และการจัดหาเงินทุนเพิ่มก็จะทำได้โดยอัตราดอกเบี้ยไม่เปลี่ยนแปลง ดังนั้นตัวอย่างต่อไปนี้จะสมมติว่าการจ่ายชำระเงินกู้จะจ่ายล่วงหน้าเช่นเดียวกับการชำระค่าเช่า

สำหรับทางเลือกการเช่า อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะหาได้จากการหาอัตราซื้อลดที่ทำให้กระแสเงินสดจ่ายออกหลังหักภาษีเท่ากับราคาซื้อสินทรัพย์ที่ปรับปรุงแล้ว

ราคาซื้อสินทรัพย์ที่ปรับปรุงแล้ว = ราคาซื้อสินทรัพย์ครั้งแรกคูณกับอัตราหลังหักภาษี

กำหนดให้ C = ราคาซื้อครั้งแรกของสินทรัพย์

C_a = ราคาซื้อสินทรัพย์ที่ปรับปรุงแล้ว

t = อัตราภาษี

$(1-t)$ = อัตราหลังหักภาษี

C_a = $C (1-t)$

หรือเขียนอีกแบบหนึ่งก็คือ

$$C_a = \sum_{t=0}^n \frac{A_t}{(1+r)^t}$$

ตัวอย่างเช่น ราคาซื้อครั้งแรกของสินทรัพย์เท่ากับ 200,000 บาท อัตราภาษี 50% คำนวณหาราคาซื้อสินทรัพย์ที่ปรับปรุงแล้ว

จากสูตร $C_a = C (1-t)$

แทนค่าในสูตร

$C_a = 200,000 (1-.5)$

= 100,000 บาท

นำค่าที่คำนวณได้ไปเทียบหาค่าผลตอบแทนที่แท้จริงโดยการทดลองแทนค่า (trial & error) ด้วยการปรับค่าอัตราซื้อลด (r) ให้เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของการเช่า (จากตารางที่ 1) ดังนี้

ปีที่	ค่าเช่าจ่าย	ผลประโยชน์ ภาษี	กระแสเงินสด หลังหักภาษี	แฟคเตอร์ (12%)	มูลค่าปัจจุบัน ของเงินสดจ่าย
0	28,600		28,600	1.00	28,600
1-9	28,600	14,300	14,300	5.32	76,219
10		14,300	(14,300)	0.32	(4,574)
					<u>100,243</u>

แต่ราคาซื้อที่ปรับปรุงแล้ว = 100,000 บาท

ปีที่	ค่าเช่าจ่าย	ผลประโยชน์ ภาษี	กระแสเงินสด หลังหักภาษี	แฟคเตอร์ (13%)	มูลค่าปัจจุบัน ของเงินสดจ่าย
0	28,600	-	28,600	1.00	28,600
1-9	28,600	14,300	14,300	5.13	73,359
10	-	14,300	(14,300)	0.29	(4,147)
					<u>97,812</u>

เทียบส่วนหาอัตราซื้อลดที่แท้จริง (interpolation)

มูลค่าปัจจุบันต่างกัน 100,243-97,812 = 2,431 บาท	อัตราซื้อลดต่างกัน	1%
มูลค่าปัจจุบันต่างกัน 100,243-100,000 = 243 บาท	อัตราซื้อลดต่างกัน	$\frac{243 \times 1}{2,431}$ 1%
		= 0.099%
อัตราซื้อลดที่แท้จริงของมูลค่าปัจจุบัน 100,000 บาท		= 12.099%

สำหรับทางเลือกการกู้ยืม คล้ายกับวิธีการเช่าแต่มีปัจจัยที่ต้องพิจารณา ประกอบด้วย ดังนี้

1. ต้องพิจารณากระแสเงินสดจ่ายออกหลังหักภาษี
2. หากจำนวนเงินที่ต้องจ่ายชำระหนี้เงินกู้ทั้งหมด โดยกู้มา 200,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 8 เปอร์เซ็นต์ (จ่ายล่วงหน้าเหมือนการเช่า) ดังนั้นจำนวนเงินที่จ่ายแต่ละงวดคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 A &= \frac{C}{IF} \\
 &= \frac{200,000}{1.00 + 6.25} \\
 &= 27,586.21
 \end{aligned}$$

ตารางที่ 4 : ตารางการจ่ายชำระหนี้เงินกู้โดยวิธีวิเคราะห์ผลตอบแทน

ปีที่	เงินต้น+ดอกเบี้ย	เงินคงค้าง	ดอกเบี้ยจ่ายต่อปี
0	27,586	172,414	-
1	27,586	158,621	13,793
2	27,586	143,725	12,690
3	27,586	127,637	11,498
4	27,586	110,262	10,211
5	27,586	91,497	8,821
6	27,586	71,231	7,320
7	27,586	49,343	5,698
8	27,586	25,704	3,947
9	27,586	0	2,056

เมื่อรู้ค่าดอกเบี้ยจ่ายต่อปีแล้วนำไปรวมกับค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์เพื่อหากระแสเงินสด
 หลังหักภาษี ดังตารางข้างล่างนี้

ตารางที่ 5 : ตารางแสดงค่ากระแสเงินสดจ่ายออก-การกู้ยืม

(1) ปีที่	(2) เงินต้น+ดอกเบี้ย	(3) ดอกเบี้ยจ่าย	(4) ค่าเสื่อมราคา ⁽²⁸⁾	(5) ผลประโยชน์ภาษี [(3)+(4)] 0.5	(6) กระแสเงินสดจ่าย หลังหักภาษี (2)-(5)
0	27,586	-	-	-	27,586
1	27,586	13,793	20,000	16,897	10,689
2	27,586	12,690	20,000	16,345	11,241
3	27,586	11,498	20,000	15,749	11,837
4	27,586	10,211	20,000	15,106	12,480
5	27,586	8,821	20,000	14,411	13,175
6	27,586	7,320	20,000	13,660	13,926
7	27,586	5,698	20,000	12,849	14,737
8	27,586	3,947	20,000	11,974	15,612
9	27,586	2,056	20,000	11,028	16,558
10	27,586	-	20,000	10,000	(10,000)

(28) คัดค่าเสื่อมราคาแบบเส้นตรง = $\frac{200,000-0}{10} = 20,000$ บาท

จากการคำนวณในตารางที่ 5 จะพบว่าในปีที่ 10 กระแสเงินสดไหลเข้าเท่ากับ 10,000 บาท

เนื่องจากจะต้องคำนวณหาอัตราส่วนลดที่ทำให้มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกหลังหักภาษีเท่ากับอัตราส่วนลดที่แท้จริง ดังนั้นจึงต้องปรับมูลค่าเงินกู้ด้วยอัตราภาษี ดังนี้

$$\begin{aligned}\text{จำนวนเงินกู้ยืมที่ปรับปรุงแล้ว} &= 200,000 (1 - .5) \\ &= 100,000 \quad \text{บาท}\end{aligned}$$

แล้วนำค่าที่คำนวณได้นี้ไปเทียบหาค่าอัตราส่วนลดที่แท้จริงโดยวิธีการทดลองแทนค่า (trial & error) ตามตารางที่ 6

ตารางที่ 6 : ตารางแสดงการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจ่ายออกหลังหักภาษี

(1) ปีที่	(2) กระแสเงินสดจ่ายออก หลังหักภาษี	(3) แฟกเตอร์ 9%	(4) มูลค่าปัจจุบันของ กระแสเงินสด	(5) แฟกเตอร์ 10%	(6) มูลค่าปัจจุบันของ กระแสเงินสด
0	27,586	1.00	27,586	1.0	27,586
1	10,689	0.92	9,834	0.91	9,727
2	11,241	0.84	9,442	0.83	9,330
3	11,837	0.77	9,115	0.75	8,878
4	12,480	0.71	8,861	0.68	8,486
5	13,175	0.65	8,564	0.62	8,169
6	13,926	0.60	8,356	0.56	7,799
7	14,737	0.55	8,105	0.51	7,516
8	15,612	0.50	7,806	0.47	7,338
9	16,558	0.46	7,617	0.42	6,954
10	(10,000)	0.42	(4,200)	0.39	(3,900)
			<u>101,086</u>		<u>97,883</u>

เทียบส่วนหาอัตราซื้อลดที่แท้จริง ของเงินกู้ 100,000 บาท

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าปัจจุบันต่างกัน} &= 3,203 \text{ บาท} & \text{อัตราซื้อลดต่างกัน} &= 1\% \\ \text{มูลค่าปัจจุบันต่างกัน} &= 1,086 \text{ บาท} & \text{อัตราซื้อลดต่างกัน} &= \frac{1,086 \times 1\%}{3,203} \\ & & &= 0.34\% \end{aligned}$$

∴ อัตราซื้อลดที่แท้จริงของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด 100,000 บาท เท่ากับ 9.34 เปอร์เซ็นต์

หลักเกณฑ์ในการตัดสินใจ

ควรเลือกทางเลือกที่จะให้อัตราซื้อลดที่แท้จริงหรือต้นทุนดอกเบี้ยที่แท้จริงต่ำที่สุด ดังนั้นจากตัวอย่างข้างต้นถ้ากู้ยืมจะต้องเสียดอกเบี้ยอัตราที่แท้จริงเท่ากับ 9.34 เปอร์เซ็นต์ แต่ถ้าเช่าสินทรัพย์จะเสียอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเท่ากับ 12.1 เปอร์เซ็นต์ จึงควรเลือกการขอกู้ยืมดีกว่าการขอเช่า

ข้อดีและข้อเสียของวิธีนี้

ข้อดี

1. เป็นวิธีวิเคราะห์ที่มีแนวความคิดถูกต้องเพราะมีการสมมติว่าจำนวนเงินทุนเท่ากัน ระยะเวลาเท่ากัน และการจ่ายชำระเงินมีลักษณะเหมือนกันทุกประการ
2. เป็นการหลีกเลี่ยงการเลือกอัตราซื้อลดมาใช้ถ่วงน้ำหนักเพื่อหาอัตราที่แท้จริง

ข้อเสีย

1. การคำนวณเสียเวลาเพราะต้องใช้วิธีทดลองแทนค่าอัตราซื้อลด
2. การกู้เงินและการจ่ายชำระเงินแต่ละปีนั้นในทางปฏิบัติจะไม่เท่ากัน แต่วิธีการเช่าจะต้องจ่ายเท่ากันทุกปี

การจัดหาเงินทุนระยะยาว

ตามปกติแล้วการจัดหาเงินทุนที่มีอายุครบกำหนดชำระคืนเกินกว่า 10 ปีขึ้นไป เรามักเรียกกันว่าเป็นการจัดหาเงินทุนระยะยาว (สำหรับกำหนดเวลาชำระคืนอาจแตกต่างกัน

ไปได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายของผู้ให้กู้⁽²⁹⁾ เนื่องจากระยะเวลาครบกำหนดยาวนานมาก ทำให้ผู้ให้กู้ต้องเสี่ยงกับการไม่ได้รับชำระคืนตามกำหนดเวลา ดังนั้นผู้ให้กู้จึงกำหนดอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงกว่าการจัดหาเงินทุนระยะสั้นและระยะปานกลาง

แหล่งของเงินทุนระยะยาวมีดังนี้⁽³⁰⁾

1. การออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้
2. การออกหุ้นทุน: หุ้นสามัญ หรือหุ้นบุริมสิทธิ
3. การขอกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

ต่อไปนี้จะเป็นการสรุปรายละเอียดเกี่ยวกับแหล่งของเงินทุนแต่ละชนิดและเปรียบเทียบให้เห็นความแตกต่างของลักษณะ ข้อดี และข้อเสียของแหล่งเงินทุนต่าง ๆ ดังนี้

การออกพันธบัตร หรือหุ้นกู้

1) ลักษณะที่สำคัญของพันธบัตร⁽³¹⁾

1.1 ไม่มีสิทธิในการควบคุมการดำเนินงานและการบริหารงานวันแต่จะมีการผิดสัญญาที่ตกลงกันเท่านั้น

1.2 มีกำหนดอายุคงที่แน่นอน

1.3 ผู้ถือพันธบัตรจะได้รับผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยเท่านั้น ซึ่งตามปกติจะกำหนดไว้ในอัตราคงที่

1.4 ได้รับชำระหนี้และชดเชยการระงับก่อน

1.5 สิทธิในการไถ่ถอนคืนพันธบัตรซึ่งทำได้หลายวิธี เช่น

- เมื่อครบกำหนดอายุของพันธบัตร

- เมื่อต้องการแปลงสภาพจากพันธบัตรเป็นหุ้นทุน

⁽²⁹⁾พิจารณาจาก Van-Horne, *op.cit.*, pp.315-17. และ Ezra Solomon, *op.cit.*, pp.417-18.

⁽³⁰⁾Basil J.Moore, *An Introduction to the Theory of Finance* (New York: The Free Press, 1968), ch.1.

⁽³¹⁾Van-Home, *op.cit.*, pp.316-18. และพิจารณาจาก Harry Guthman and Herbert E. Dougall, *Corporate Financial Policy 4th edition* (Englewood cliffs, NJ.: Prentice-Hall, Inc., 1962), pp.218-23.

- เมื่อต้องการเรียกคืนจากผู้ถือพันธบัตรซึ่งอาจเรียกคืนได้
เมื่อต้องการหรือเมื่อครบกำหนดตามเงื่อนไขที่ตกลงกัน

อย่างไรก็ตาม ในการไถ่คืนพันธบัตรนั้น กิจการควรเตรียมเงินกองทุนไว้เพื่อการไถ่ถอนซึ่งทำได้ 2 วิธี คือ

ก. แบบคงที่ โดยกำหนดจำนวนเงินที่ต้องจัดสรรเป็นกองทุนไว้จำนวนหนึ่งที่แน่นอนตลอดอายุของพันธบัตร

ข. แบบผันแปรได้ตามความสามารถในการทำกำไร ถ้ามีกำไรมากก็จัดสรรไว้มาก แต่วิธีนี้ไม่ค่อยนิยมใช้เหมือนวิธี ก.

2) ชนิดของพันธบัตร แบ่งออกได้เป็น 6 ชนิดดังนี้⁽³²⁾

2.1 พันธบัตรแบบไม่มีหลักประกัน (debentures) แต่ได้รับความคุ้มครองเองตามกฎหมาย

2.2 พันธบัตรแบบไม่มีหลักประกันอันดับสอง (subordinate debentures) ผู้ถือพันธบัตรชนิดนี้จะได้รับชำระคืนหลังจากพันธบัตรชนิดที่ 1

2.3 พันธบัตรจำนอง (mortgage bonds) เป็นแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เช่น สินทรัพย์ถาวร เป็นต้น โดยทั่วไป หลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันจะมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าของพันธบัตร

2.4 พันธบัตรชนิดเรียกคืนได้ (callable bonds) เป็นพันธบัตรชนิดที่ผู้ออกสามารถเรียกคืนเมื่อใดก็ได้ โดยกำหนดอัตราการชดเชยไว้ ตามปกติผู้ออกจะเรียกคืนเมื่อคาดว่าจะได้รับประโยชน์มากขึ้น นอกจากนั้นเหตุผลที่นิยมใช้พันธบัตรชนิดนี้ก็คือ

- ผู้ออกพันธบัตรต้องการเพิ่มสภาพคล่องในการดำเนินงาน
- เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ในพันธบัตร

- เปลี่ยนแปลงเงื่อนไขที่กำหนดไว้เดิมให้ทันสมัยและเหมาะสมได้

⁽³²⁾Van-Horne, *op.cit.*, pp.317-19.

2.5 พันธบัตรชนิดจ่ายผลตอบแทนตามรายได้ (income bonds) เป็นพันธบัตรที่จะจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือก็ต่อเมื่อมีกำไร วิธีนี้ผู้ลงทุนในพันธบัตรจะเสี่ยงกับการที่จะไม่ได้รับผลตอบแทน ดังนั้น จึงไม่นิยมกันในหมู่ผู้ลงทุน แต่จะนิยมใช้เมื่อต้องการปรับปรุงกิจการใหม่

2.6 พันธบัตรชนิดแปลงสภาพได้ (convertible bonds) เป็นพันธบัตรที่สามารถเปลี่ยนสภาพมาเป็นหุ้นสามัญได้ตามสัดส่วนและจำนวนที่กำหนดไว้ตามราคาและระยะเวลาที่กำหนดตกลงอย่างไรก็ตามอัตราการแลกเปลี่ยนระหว่างพันธบัตรชนิดแปลงสภาพได้กับหุ้นสามัญสามารถกำหนดได้ในรูปของอัตราการแปลงสภาพ (conversion ratio) หรือราคาแปลงสภาพ (conversion price)⁽³³⁾

ตัวอย่างเช่น บริษัทคนไทย จำกัด ต้องการออกพันธบัตรแบบไม่มีหลักประกัน อันดับสองชนิดแปลงสภาพได้ อัตราดอกเบี้ย 10 เปอร์เซ็นต์ ราคาตามมูลค่าหุ้นละ 1,000 บาท กำหนดออกวันที่ 30 ตุลาคม 2524 ราคาแปลงสภาพหุ้นละ 40 บาท ดังนั้นอัตราส่วนแปลงสภาพคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนแปลงสภาพ} = \frac{\text{มูลค่าของพันธบัตรที่กำหนด}}{\text{ราคาแปลงสภาพ}}$$

จากโจทย์แทนค่าลงในสูตรได้ดังนี้

$$\begin{aligned}\text{อัตราส่วนแปลงสภาพ} &= \frac{1,000}{40} \\ &= 25\end{aligned}$$

นั่นก็คือ พันธบัตร 1 หุ้นแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ 25 หุ้น

หมายเหตุ: สำหรับเรื่องหลักทรัพย์แปลงสภาพได้จะกล่าวถึงอีกครั้งเมื่อได้กล่าวถึงการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญ

3) การออกหุ้นชนิดใหม่แทนหุ้นชนิดเก่า (refunding) ตามปกติธุรกิจจะตัดสินใจออกหุ้นชนิดใหม่แทนหุ้นชนิดเก่าก็ต่อเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในเรื่องอัตราดอกเบี้ยและเงื่อนไขที่กำหนดไว้ ทั้งนี้เพื่อการประหยัดค่าใช้จ่าย สิ่งที่ต้องนำมาพิจารณาเพื่อการตัดสินใจที่

⁽³³⁾โปรดดู เพชรี ชุมทรัพย์, หลักการลงทุน (กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2521), หน้า 54.

ถูกต้องก็คือ

3.1 ธุรกิจส่วนใหญ่จะออกหุ้นชนิดใหม่แทนหุ้นชนิดเก่าเพื่อการขยายระยะเวลาครบกำหนด สมมติว่า เดิมหุ้นชนิดใหม่และหุ้นชนิดเก่ามีกำหนดเวลาเท่ากัน แต่การวิเคราะห์เพื่อการตัดสินใจจำเป็นต้องวิเคราะห์ในสภาพของอายุครบกำหนดที่แตกต่างกันออกไปที่ละน้อย ๆ ว่าจะเกิดผลดีและผลเสียอย่างไรบ้าง กรรมวิธีที่ใช้ปฏิบัติกันเป็นการพิจารณาเพียงผลกำไรที่เป็นตัวเงินสดสุทธิเท่านั้น⁽³⁴⁾

3.2 การออกหุ้นใหม่ไม่ว่าจะเป็นการออกหุ้นชนิดที่มีกองทุน หรือหุ้นแบบเรียกคืนเป็นงวด ๆ ถ้าเป็นการออกเพื่อลดภาระหนี้สินของธุรกิจแล้ว ผู้วิเคราะห์ต้องปรับกรรมวิธีในการพิจารณากำไรที่เป็นตัวเงินสดสุทธิด้วย

4) การแจ้งราคาพันธบัตร⁽³⁵⁾ โดยทั่วไป ๆ ไป การแจ้งราคาของพันธบัตรจะแจ้งเป็นจุด (points) แต่ละจุดมีค่าเท่ากับ 10 หรือเป็นการแจ้งตามอัตราร้อยละของราคาตามมูลค่า โดยไม่ต้องกำหนดค่าว่าอัตราร้อยละ เช่น ราคาหุ้นกู้จำหน่ายในปัจจุบัน $105\frac{1}{2}$ แสดงว่าราคาขายเท่ากับ 1,055 บาท จากราคามูลค่า 1,000 บาท พันธบัตรบางประเภทซื้อขายตามราคาที่ตกลงกัน เช่น พันธบัตรชนิดจ่ายผลตอบแทนตามรายได้ (income bonds) และพันธบัตรที่ไม่มีเงินชำระตามข้อผูกพันเมื่อครบกำหนดตั้งนั้น การแจ้งราคาของพันธบัตรเหล่านั้นจะปรากฏตัว “P” หรือ “flat”

ปัจจัยในการประเมินมูลค่าพันธบัตร มีดังนี้

- ก. ลักษณะของธุรกิจที่ออกพันธบัตร
- ข. สภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันและอนาคต
- ค. โครงสร้างของเงินทุน (จะกล่าวถึงโดยละเอียดในบทต่อไป)

การออกหุ้นทุน : หุ้นบุริมสิทธิ เป็นหุ้นที่มีสภาพร่วมกันระหว่างเจ้าหนี้และเจ้าของ

⁽³⁴⁾โปรดดู James C.T. Mao, *Quantitative Analysis of Financial Decisions* (London: Macmillan & Co. Ltd., 1969), pp.351-62.

⁽³⁵⁾เพชรี ชุมทรัพย์, *op.cit.*, หน้า 47.

1) ลักษณะที่สำคัญของหุ้นบุริมสิทธิ

1.1 การสะสมเงินปันผล ถ้าเป็นหุ้นบุริมสิทธิชนิดสะสมก็หมายความว่า ถ้าปีใดผู้ออกหุ้นบุริมสิทธิไม่มีกำไรและไม่ได้จ่ายเงินสดปันผล ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธินั้นก็ยังคงมีสิทธิในการรับเงินปันผลของปีนั้นโดยการยกยอดไปรับเมื่อธุรกิจนั้นมีกำไร

1.2 การร่วมรับผลประโยชน์ ถ้าเป็นหุ้นบุริมสิทธิชนิดร่วมรับผลประโยชน์ เมื่อผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนตามสิทธิที่กำหนดไว้แล้ว ถ้าหากมีผลประโยชน์คงเหลืออยู่หลังจากจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญแล้ว ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิก็ยังคงมีสิทธิที่จะได้รับผลประโยชน์ที่คงเหลือนั้นร่วมกับผู้ถือหุ้นสามัญ

1.3 อำนาจในการออกเสียง เนื่องจากผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิมีฐานะเป็นเจ้าหน้าที่ด้วยจึงมีสิทธิเหนือผู้ถือหุ้นสามัญ ในอันที่จะเรียกร้องผลประโยชน์ได้ก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ ดังนั้นตามปกติแล้วผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะไม่มีสิทธิในการออกเสียงเพื่อการบริหารงาน ยกเว้นแต่ในกรณีที่ธุรกิจนั้นปฏิบัติผิดสัญญาในเรื่องการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น

1.4 การไถ่คืนหุ้นบุริมสิทธิ จะทำได้ในหลาย ๆ กรณีแม้ว่าหุ้นบุริมสิทธิจะมีกำหนดเวลาที่แน่นอนก็ตาม เช่น

ก. การเรียกคืน โดยกำหนดราคาเรียกคืนไว้ด้วยราคาเรียกคืน หรือ call price ตามปกติจะสูงกว่าราคาหุ้นที่ออกครั้งแรก ดังนั้นการกำหนดราคาเรียกคืนจะกำหนดจากราคาตามมูลค่ารวมกับส่วนเกินมูลค่าหุ้นจากการเรียกคืนและเงินปันผลที่สะสมอยู่ทั้งหมด⁽³⁶⁾

ข. การตั้งกองทุน เป็นการเรียกคืนหุ้นบุริมสิทธิบางส่วนจากผู้ถือหุ้นโดยทรัสต์จะเป็นผู้จัดการแทนการเรียกคืน วิธีนี้จะใช้ราคาตลาดซึ่งจะมีผลทำให้ระดับราคาหุ้นในท้องตลาดสูงขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นอยู่ได้รับผลประโยชน์มากขึ้น แต่ขณะเดียวกันทำให้กิจการเสี่ยงภัยทางการเงินมากขึ้นด้วย⁽³⁷⁾

ค. การแปลงสภาพ ตามปกติการแปลงสภาพจะต้องมีลักษณะการไถ่คืนและเรียกคืนได้ และจะนิยมใช้กันในกรณีที่ราคาตลาดของหุ้นนั้นสูงกว่าราคาที่เรียกคืนกับเมื่อกิจการหนึ่งต้องการเข้ายึดกิจการอื่น

(36) เพซรี ชุมทรัพย์, Ibid., หน้า 46.

(37) Van Horne, op.cit., p.335.

สรุปข้อแตกต่างของหุ้นบุริมสิทธิและพันธบัตร

หุ้นบุริมสิทธิ

1. เป็นส่วนของผู้ถือหุ้นในงบดุล (equity)-
2. ผลตอบแทนที่ได้รับคือเงินปันผล (dividends) ซึ่งอาจได้รับหรือไม่ก็ได้ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและชนิดของหุ้นบุริมสิทธิ
3. ไม่ได้รับประโยชน์จากการยกเว้นภาษีในเรื่องเงินปันผล (no tax shield)
4. ไม่มีอายุครบกำหนดที่แน่นอน ปกติจะเป็นแบบชั่วคราวสำหรับระยะเวลาหนึ่ง เพราะเมื่อกิจการต้องการทำให้หมดไปก็ใช้วิธีไถ่ถอนคืน

พันธบัตร

1. เป็นส่วนของหนี้สินในงบดุล (debt)
2. ผลตอบแทนที่ได้รับคือดอกเบี้ย (interest) ซึ่งกำหนดอัตราไว้คงที่
3. ได้รับประโยชน์จากการยกเว้นภาษี เพราะตามกฎหมายถือว่าดอกเบี้ยเป็นรายจ่ายของกิจการที่จะนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้ก่อนเสียภาษี (tax shield)
4. มีอายุครบกำหนดแน่นอน

สรุปข้อดีและข้อเสียของการออกหุ้นบุริมสิทธิ

ข้อดี

1. มีความยืดหยุ่นดี สามารถปรับตัวได้ง่าย
2. ไม่มีกำหนดแน่นอน ถ้าต้องการแบบถาวรก็ทำได้
3. ทำให้ฐานะการเงินมีความมั่นคง ความเสี่ยงภัยทางการเงินต่ำ

ข้อเสีย

1. ค่าใช้จ่ายที่มองเห็นได้ค่อนข้างสูง (explicit costs) ด้านผู้ออกหุ้น
2. เสี่ยงกับการไม่ได้รับผลตอบแทน (มองด้านผู้ลงทุน)
3. ไม่ได้รับยกเว้นภาษี

ข้อดี

4. ไม่มีปัญหาเรื่องการล้มละลายเพราะผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิไม่มีอำนาจในการบังคับให้ล้มเลิกกิจการได้

ข้อเสีย

4. ได้รับผลตอบแทนหลังผู้ถือหุ้นธรรมดาและถ้าเลิกกิจการจะได้รับการชำระคืนหลังผู้ถือหุ้นธรรมดาเช่นกัน

การออกหุ้นสามัญ เป็นวิธีการจัดหาเงินทุนถาวรอีกวิธีหนึ่งซึ่งมีความสำคัญมาก ทั้งนี้เพราะเป็นการแสดงถึงเงินทุนที่ได้จากส่วนของเจ้าของกิจการโดยแท้จริง ในภาวะปกติแล้วการมีส่วนของหุ้นสามัญมากก็ย่อมแสดงถึงความมั่นคงของกิจการได้เช่นกัน เพราะถือว่าการจัดโครงสร้างของเงินทุนด้วยส่วนของเจ้าของมากกว่าเจ้าหนี้ ย่อมทำให้ความเสี่ยงภัยทางการเงินต่ำกว่ากรณีที่กิจการมีโครงสร้างของเงินทุนที่มีส่วนของเจ้าหนี้มากกว่าเจ้าของ

หุ้นสามัญมีลักษณะพิเศษแตกต่างไปจากการจัดหาเงินทุนถาวรแบบอื่น ๆ ซึ่งจะกล่าวถึงต่อไป

1) ลักษณะของหุ้นสามัญ ที่สำคัญ ๆ มีหลายประการดังนี้

1.1 สิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิในการดำเนินงานและควบคุมการดำเนินงานได้

1.2 สิทธิในการออกเสียงได้ตามปกติ 1 หุ้นต่อ 1 เสียง

1.3 สิทธิในผลกำไรส่วนที่คงเหลืออยู่หลังจากหักค่าใช้จ่ายผูกพันทั้งหมดแล้ว และในขณะเดียวกันก็ต้องรับผิดชอบในผลขาดทุนด้วย

1.4 ไม่มีอายุครบกำหนดที่แน่นอน

1.5 ผลตอบแทนที่ได้รับเรียกว่า เงินปันผล ซึ่งมักจะต่ำกว่าผลกำไรที่ได้จากการดำเนินงาน

1.6 หุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายและอยู่ในมือบุคคลภายนอกแล้ว ถ้ากิจการต้องการจะซื้อกลับคืนมาก็ทำได้ (treasury stock)

1.7 ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่ได้ก่อนบุคคลอื่น

1.8 ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิในการตรวจสอบเอกสารต่าง ๆ ได้เมื่อมีปัญหาการดำเนินงาน

- 1.9 ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิในการโอนขายหุ้นให้กับบุคคลอื่นได้
- 1.10 ระดับราคาของหุ้นจะเปลี่ยนแปลงตามความต้องการ

สิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่⁽³⁸⁾ (stock rights and stock options) การให้สิทธิพิเศษแก่ผู้ถือหุ้นหรือบุคคลที่กิจการเห็นว่าสมควรได้รับสิทธิในการจองซื้อหุ้นหรือเลือกซื้อหุ้นใหม่ได้ในกรณีต่าง ๆ ดังนี้

1. เมื่อต้องการเพิ่มเงินทุนกิจการก็จะขอจดทะเบียนเพิ่มทุนและเสนอสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเพื่อจองซื้อหุ้นได้ก่อนบุคคลอื่น ทั้งนี้เพื่อรักษาสหัตถ์ของเจ้าของกิจการให้เท่าเดิม
2. เมื่อต้องการให้จองซื้อหลักทรัพย์อีกชนิดหนึ่งควบคู่กันไปในกรณีที่มีการจำหน่ายหลักทรัพย์หลายชนิด เช่น หุ้นทุน หุ้นกู้ ฯลฯ
3. เมื่อต้องการตอบแทนแก่พนักงานโดยให้สิทธิจองซื้อหุ้นของกิจการได้ เพื่อให้พนักงานมีความสนใจในการดำเนินงานของกิจการและเพื่อให้การปฏิบัติงานของพนักงานเหล่านี้มีประสิทธิภาพมากขึ้น เพราะจะมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการด้วย

ผู้ถือหุ้นแต่ละคนจะได้รับสิทธิ 1 สิทธิต่อหุ้นที่ถือ 1 หุ้น บริษัทที่เสนอสิทธิจะออกใบมอบสิทธิ (warrant) ให้เป็นหลักฐานแสดงถึงสิทธิที่ได้รับและเงื่อนไขที่จะให้จองซื้อหุ้นได้ ระดับราคาที่ซื้อโดยใช้สิทธิกำหนดเวลาในการใช้สิทธิ

การให้สิทธิผู้ถือหุ้นปัจจุบันซื้อหุ้นที่จดทะเบียนเพิ่มเติมได้ก่อน⁽³⁹⁾ (pre-emptive rights) ภายใต้เงื่อนไขสิทธิการจองซื้อหุ้นได้ก่อน ผู้ถือหุ้นเดิมจะมีสิทธิตามสัดส่วนของการถือหุ้นอยู่ ถ้าบริษัทออกหุ้นสามัญเพิ่มก็จะต้องให้สิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่เพื่อผู้ถือหุ้นจะรักษาผลประโยชน์ในกิจการให้คงเดิมได้ สมมติว่าผู้ถือหุ้นรายหนึ่งถือหุ้น 100 หุ้น และบริษัทตัดสินใจเพิ่มทุน 10 เปอร์เซ็นต์ โดยการออกหุ้นสามัญ ถ้าหากกิจการให้สิทธิในการจองซื้อหุ้นก่อนแก่ผู้ถือหุ้นเดิมก็จะต้องให้ผู้ถือหุ้นซื้อหุ้นใหม่ได้เพิ่มอีก 10 เปอร์เซ็นต์ ของหุ้นที่ออกจำหน่าย เพื่อรักษาความเป็นเจ้าของเดิมในสถานการณ์ที่แตกต่างกันซึ่งขึ้นอยู่กับกฎหมาย

⁽³⁸⁾โปรดดู เกษรี ณรงค์เดช, *การบัญชีบริษัท* (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2511), หน้า 61-62.

⁽³⁹⁾Van-Horne, *op.cit.*, p.300.

ที่ให้ความคุ้มครองสิทธิ อย่างไรก็ตามก็ตีสถานการณ์ส่วนใหญ่ก็คือผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่ได้วันแต่ว่าบริษัทจะปฏิเสธเงื่อนไขพิเศษดังกล่าว

Privileged subscription⁽⁴⁰⁾ เป็นวิธีการขายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไป กิจการหลายแห่งเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมโดยวิธีการสั่งจองและมีบ่อยครั้งที่บริษัทต้องการออกหุ้นสามัญใหม่หรือหลักทรัพย์แปลงสภาพมาเป็นหุ้นสามัญ ก็จะเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมก่อน เพราะว่าต้องการให้สิทธิในการจองหุ้นได้ก่อนบุคคลภายนอก

การเสนอให้สิทธิ เมื่อกิจการขายหลักทรัพย์โดยการให้จอง ผู้ถือหุ้นแต่ละคนก็จะใช้สิทธิของตนในการจองซื้อหุ้น การเสนอสิทธิสำหรับหุ้นสามัญนี้ สิทธิจะทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับสิทธิที่จะซื้อหุ้นเพิ่มตามเงื่อนไขที่เสนอ เงื่อนไขจะระบุจำนวนของสิทธิที่ต้องใช้สำหรับการจองซื้อหุ้นเพิ่ม ราคาจองซื้อต่อหุ้น และวันครบกำหนดอายุ ข้อเสนอให้ผู้ถือหุ้นมีทางเลือกได้ 3 ทาง คือ

- ก) ใช้สิทธิและจองซื้อหุ้นเพิ่มเอง
- ข) ขายสิทธิหรือโอนให้ผู้อื่น
- ค) ปลดปล่อยให้สิทธิหมดอายุ

สำหรับกรณีปลดปล่อยให้สิทธิหมดอายุจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมูลค่าของสิทธิมีเพียงเล็กน้อยและ/หรือผู้ถือหุ้นถือหุ้นอยู่เพียงเล็กน้อย โดยทั่ว ๆ ไปช่วงของการจองหุ้นจะเป็น 30 วันหรือน้อยกว่านั้น ถ้าผู้ถือหุ้นต้องการซื้อหุ้นเพิ่มแต่มีสิทธิไม่พอก็จะสามารถซื้อสิทธิเพิ่มขึ้นได้ ตัวอย่างเช่น สมมติว่านาย ก. เป็นผู้ถือหุ้นอยู่ 85 หุ้น และสิทธิในการจองหุ้นใหม่ 1 หุ้น ต้องใช้สิทธิ 10 สิทธิ กำหนดให้สิทธิ 85 สิทธิ นาย ก.ก็จะซื้อหุ้นเพิ่มได้ 8 หุ้นเต็ม อย่างไรก็ตาม นาย ก. อาจต้องการซื้อหุ้นใหม่ 9 หุ้น ก็จะต้องไปซื้อสิทธิมาเพิ่มอีก 5 สิทธิ

กรณีที่มีการเสนอให้สิทธิ คณะกรรมการอำนวยการจะต้องกำหนดวันที่ที่เสนอให้ใช้สิทธิ ผู้ลงทุนที่ซื้อหุ้นก่อนวันที่ครบกำหนดการเสนอให้สิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่และ

⁽⁴⁰⁾Ibid.

หุ้นนั้นจะต้องขายพร้อมสิทธิก่อนวันครบกำหนดที่เสนอให้สิทธิ การซื้อหุ้นหลังกำหนดนั้นจะถือว่าเป็นหุ้นชนิดไม่รวมสิทธิ (ex-rights) นั่นก็คือ หุ้นจะขายได้โดยไม่ต้องมีสิทธิ ผู้ลงทุนที่ซื้อหุ้นหลังจากวันที่กำหนดจะไม่ได้รับสิทธิในการจองหุ้นเพิ่ม

มูลค่าของสิทธิ

มูลค่าทางตลาดของสิทธิมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นราคาจองซื้อหุ้นและจำนวนสิทธิที่ต้องใช้ซื้อหุ้นเพิ่ม

ก) มูลค่าทางตลาดตามทฤษฎีของสิทธิ (theoretical value of a right) เมื่อราคาหุ้นที่ซื้อขายได้รวมสิทธิด้วย เขียนเป็นสูตรได้ดังนี้

$$R_0 = \frac{P_0 - S}{N + 1}$$

โดยกำหนดให้ R_0 = มูลค่าทางตลาดของสิทธิ 1 สิทธิ
 ขณะที่ราคาขายหุ้นแบบรวมสิทธิ

P_0 = ราคาตลาดของหุ้นที่ขายแบบรวมสิทธิ

N = จำนวนสิทธิที่ต้องใช้ซื้อหุ้น 1 หุ้น

S = ราคาจองซื้อหุ้นต่อ 1 หุ้น

ตัวอย่างเช่น ถ้าราคาตลาดของหุ้นหุ้นละ 100 บาท และราคาจองซื้อหุ้นละ 90 บาท ต้องใช้สิทธิ 4 สิทธิ เพื่อการซื้อหุ้นเพิ่มขึ้น 1 หุ้น คำนวณหามูลค่าทางทฤษฎีเมื่อขายหุ้นแบบรวมสิทธิ

$$\begin{aligned} \text{จากสูตร } R_0 &= \frac{P_0 - S}{N + 1} \\ R_0 &= \frac{100 - 90}{4 + 1} \\ R_0 &= 2 \text{ บาท} \end{aligned}$$

ถ้าเป็นกรณีที่พ้นกำหนดการใช้สิทธิแล้ว ราคาตลาดของมูลค่าทางทฤษฎีของสิทธิก็จะลดลง

ข) มูลค่าทางทฤษฎีของสิทธิ กรณีที่ราคาซื้อขายหุ้นแบบไม่รวมสิทธิ (R_x)

$$R_x = \frac{P_x - S}{N}$$

โดยกำหนดให้	R_x	=	มูลค่าทางตลาดของสิทธิ 1 สิทธิ เมื่อ การขายหุ้นเป็นแบบไม่รวมสิทธิ
	P_x	=	ราคาตลาดของหุ้นที่ไม่รวมสิทธิ
	N	=	จำนวนสิทธิที่ต้องใช้ซื้อหุ้น 1 หุ้น
	S	=	ราคาจองซื้อหุ้น 1 หุ้น

จากตัวอย่างเดิม สมมติว่าราคาตลาดของหุ้นเท่ากับ 98 บาท จึงคำนวณหามูลค่าทางทฤษฎีของสิทธิ

$$\begin{aligned} \text{จากสูตร } R_x &= \frac{P_x - S}{N} \\ &= \frac{98 - 90}{4} \\ R_x &= 2 \text{ บาท} \end{aligned}$$

จากการคำนวณจะเห็นว่ามูลค่าตามทฤษฎีของสิทธิเท่ากัน ทั้งนี้เพราะข้อสมมติฐานที่กำหนดว่า ราคาตลาดแบบ ex-right ลดลงเป็นสัดส่วนกับมูลค่าสิทธิ⁽⁴¹⁾

หลักทรัพย์แปลงสภาพได้ หมายถึง พันธบัตร หุ้นกู้ หรือหุ้นบุริมสิทธิที่สามารถเปลี่ยนสภาพเป็นหุ้นสามัญของบริษัทนั้นตามราคาและระยะเวลาที่กำหนด

หลักทรัพย์แปลงสภาพได้จะใช้เป็นแนวทางในการจัดหาเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญในทางเทคนิคแล้วหลักทรัพย์เหล่านี้ก็หมายถึงการกู้ยืมหรือการออกหุ้นบุริมสิทธิแต่โดยแท้จริงแล้ว ก็เพื่อการออกหุ้นสามัญแทนในอนาคต เพราะบางครั้งการออกหุ้นสามัญในขณะนั้นยังทำไม่ได้ เพราะสภาพของธุรกิจหรือสภาพเศรษฐกิจไม่เอื้ออำนวย ทำให้ขายหุ้นไม่ได้หรือขายไม่หมด ดังนั้นการมีหลักทรัพย์แปลงสภาพได้ก็เพราะธุรกิจพยากรณ์ว่าในอนาคตระดับราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้น⁽⁴²⁾ นอกจากนั้นธุรกิจยังคาดหวังว่าจะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ด้วย

ในทำนองเดียวกัน ทางด้านผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์แปลงสภาพได้ก็ด้วยเหตุผลที่ว่า เขาคาดหวังว่าระดับราคาของหุ้นสามัญของกิจการจะสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ได้รับผลกำไรส่วนเกินทุน (capital gain) มากกว่าการรับอัตราดอกเบี้ยหรือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ

(41)โปรดดู เพชรี ชุมทรัพย์, *op.cit.*, หน้า 39-40.

(42)Van-Horne, *op.cit.*, pp. 353-54.

มูลค่าการแปลงสภาพหลักทรัพย์ (Conversion Value) หมายถึงมูลค่าต่ำสุดของหลักทรัพย์ที่เกิดจากผลคูณของอัตราส่วนการแปลงสภาพกับราคาตลาดของหุ้นสามัญ

$$\begin{aligned} \text{สมมติให้} \quad \text{มูลค่าการแปลงสภาพ} &= C_v \\ \text{อัตราการแปลงสภาพ} &= C_r \\ \text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ} &= M_p \end{aligned}$$

เขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$C_v = C_r \cdot M_p$$

ส่วนเกินมูลค่าการแปลงสภาพ (conversion premium) หมายถึง ผลต่างระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าการแปลงสภาพ

$$\text{สมมติให้ ส่วนเกินมูลค่าการแปลงสภาพ} = C_p$$

ดังนั้นเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$C_p = M_p - C_v$$

การจำหน่ายหลักทรัพย์แปลงสภาพมักจะจำหน่ายในราคาสูงกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์และมูลค่าการแปลงสภาพ (conversion value)⁽⁴³⁾ การที่ผู้ลงทุนยินดีที่จะซื้อหลักทรัพย์นี้ก็เพราะว่า⁽⁴⁴⁾

1. **ความยืดหยุ่นของหลักทรัพย์** โดยผู้ถือหลักทรัพย์คาดว่าจะได้รับผลประโยชน์จากความเจริญก้าวหน้าของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนสภาพจากเจ้าหนี้เป็นเจ้าของโดยการถือหุ้นสามัญแทน เพื่อผลประโยชน์ในรูปของเงินปันผลที่จะได้รับสูงขึ้น และสิทธิต่าง ๆ ด้วย แต่ถ้าบริษัทไม่เจริญก้าวหน้าตามที่คาดหวังไว้ ผู้ถือหลักทรัพย์ก็สามารถถือหลักทรัพย์นั้นต่อไปได้

2. **ความเสี่ยงภัย** ต่ำกว่าหลักทรัพย์อื่น ดังนั้นจึงได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนที่ไม่ชอบเสี่ยงภัยโดยเฉพาะอย่างยิ่งสถาบันการเงินต่าง ๆ

⁽⁴³⁾Ibid., p.359.

⁽⁴⁴⁾เรียบเรียงจาก เพชรี ชุมทรัพย์, op.cit., p.58.

Option⁽⁴⁵⁾

นอกจากสิทธิและคุณสมบัติพิเศษของหุ้นสามัญดังกล่าวมาแล้วข้างต้น option เป็นเงื่อนไขพิเศษที่ผู้ออกหลักทรัพย์เสนอให้แก่บุคคลซึ่งธุรกิจเห็นสมควร

ความหมายของ option ในทางธุรกิจหลักทรัพย์ หมายถึง สัญญาที่ผู้ออก option ให้ออกให้ผู้ถือ option เพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทหนึ่งบริษัทใดตามที่ระบุไว้ใน option นั้น ตามจำนวน ราคาที่กำหนดและระยะเวลาที่กำหนด

ดังนั้นลักษณะของ option จะประกอบด้วย

1. สัญญา option ซึ่งเป็นตราสารที่ยอมรับและนำไปซื้อขายแลกเปลี่ยนได้
2. ผู้ออก option เป็นผู้ลงทุนที่มีหุ้นอยู่ในมือจำนวนมาก
3. หลักทรัพย์ของบริษัทที่ระบุให้ใช้สิทธิมักเป็นบริษัทที่มีชื่อเสียงดี
4. ขนาดของ option อยู่ในช่วง 100-200 หุ้น
5. ระยะเวลาการให้สิทธิ ปกติเท่ากับ 30-360 วัน แต่นิยมใช้ 6 เดือน
6. ราคาหุ้นที่กำหนดให้ใช้สิทธิ (exercise price) เป็นราคาที่กำหนดให้ผู้ถือ option ที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่ระบุไว้ตามราคาที่กำหนดภายในเวลาที่ให้สิทธิ

ประเภทของ Option แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

ก. Put คือ สัญญาที่ผู้ออก option ให้ออกกับผู้ถือ option ในอันที่จะขายหุ้นของบริษัทที่ระบุ ให้ออกกับผู้ถือ option ได้ภายในระยะเวลาที่กำหนดตามจำนวนและราคาที่ระบุไว้ สัญญานี้สามารถนำมาซื้อขายกันได้

ข. Call คือ สัญญาที่ผู้ออก option ให้ออกกับผู้ถือ option ในอันที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่ระบุจากผู้ออก option ได้ภายในระยะเวลาที่กำหนดตามจำนวนและราคาที่ระบุไว้ สัญญานี้สามารถนำมาซื้อขายแลกเปลี่ยนมือกันได้

มูลค่าของ option ราคาที่จ่ายซื้อ option นี้เรียกว่า premium ซึ่งจะมีมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับ

1. การคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นที่ให้ option ของผู้ลงทุน
2. ความคล่องตัวในการซื้อขายหุ้นนั้นในตลาดหลักทรัพย์และความเชื่อถือในหลักทรัพย์

(45)สรุปและเรียบเรียงจาก Ibid., pp.62-69.

นั้น ๑(46)

3. ระดับราคาของหุ้นที่ระบุให้ option

4. ระยะเวลาที่ให้ option ยิ่งยาวนานจะทำให้ premium ยิ่งมีค่าสูงขึ้น⁽⁴⁷⁾

การที่ผู้ลงทุนซื้อ option ก็เนื่องมาจากเหตุผลที่ว่าต้องการเก็งกำไรจากเงินทุนจำนวนเล็กน้อย และเพื่อรักษาผลประโยชน์ให้คงเดิม

Warrants

หมายถึงสัญญาที่ใช้ซื้อหุ้นสามัญตามจำนวนและราคาที่กำหนด เมื่อผู้ถือ warrants ใช้ประโยชน์ของสัญญานี้ตามเงื่อนไขที่กำหนดแล้วก็ถือว่า warrants นั้นหมดความหมาย การออก warrants นิยมออกให้พร้อมกับการออกพันธบัตรหรือการกู้ยืมของธุรกิจส่วนเอกชนและรัฐบาล⁽⁴⁸⁾ ทำให้ผู้ลงทุนไม่เพียงแต่ได้รับผลตอบแทนคงที่จากหลักทรัพย์นั้น ๆ เท่านั้น แต่จะได้รับสัญญาให้ซื้อหุ้นสามัญตามราคาและเวลาที่กำหนดด้วย ถ้าราคาตลาดของหุ้นเพิ่มสูงขึ้น สัญญานี้จะมีค่าเพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้ลงทุนอาจได้รับผลตอบแทนในรูปอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าการลงทุนวิธีอื่น ๆ สำหรับธุรกิจที่มีความเสี่ยงทางการเงิน การใช้ warrants อาจทำให้เห็นความแตกต่างกันในการจัดหาเงินทุนด้วยการขอกู้ยืม นั่นก็คือ ในช่วงที่กิจการขาดแคลนเงินถ้าบริษัทเป็นบริษัทที่มีชื่อเสียงดีก็สามารถใช้ warrants เพื่อดึงดูดผู้ลงทุนให้ซื้อหลักทรัพย์ของตนได้ เพราะผู้ลงทุนที่ซื้อ warrants มีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนเมื่อบริษัทเจริญรุ่งเรืองขึ้นได้โดยการใช้ warrants ซื้อหุ้นสามัญของบริษัทนั้น

ประเภทของ Warrant⁽⁴⁹⁾ โดยทั่วไป แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

1. **Detachable Warrant** หมายถึง warrant ที่สามารถนำมาซื้อขายในตลาดหุ้นแยกต่างหากจากหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ โดย warrant นี้อาจออกเป็นคูปองติดกับใบหุ้นเมื่อจะขาย warrant ก็เพียงแต่ฉีกคูปองออกจากใบหุ้น หรือถ้าจะขายก็จะเก็บคูปองนั้นไว้เพื่อใช้สิทธิ

(46)โปรดดู Brigham, "An Analysis of Convertible Securities", *Journal of Finance*, p.153.

(47)โปรดดู Roman L. Weil, Jr., Joel E. Segall, and David Green, Jr., "Premiums on Convertible Bonds," *Journal of Finance*, XXIII (June, 1968), 455-47.

(48)การวิเคราะห์การใช้ Warrants ในการจัดหาเงินทุน โปรดดู Samuel L. Hayes, III, และ Henry B. Reiling, "Sophisticated Financing Tool: The Warrant," *Harvard Business Review*, 47. (January-February, 1969), 137-50.

(49)โปรดดู เพทรี ชุมทรัพย์, *op.cit.*, หน้า 70-71.

หรือขายต่อไปก็ได้ เมื่อราคาหุ้นสามัญของบริษัทนั้นเพิ่มขึ้น ผู้ถือ warrant ชนิดนี้จะได้รับประโยชน์อย่างใดอย่างหนึ่งดังนี้

- ก. ผู้ถือ warrant สามารถขาย warrant โดยได้รับกำไรเพิ่ม หรือ
- ข. ผู้ถือ warrant ใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัทนั้นตามราคาที่กำหนด แล้วนำหุ้นสามัญออกจำหน่ายตามราคาตลาด เพื่อได้กำไรส่วนเกิน (capital gain) และในทางตรงข้ามผู้ซื้อหุ้นสามัญอาจไม่ขายแต่ถือไว้ต่อไปก็ได้

2. **Nondetachable Warrant** หมายถึง warrant ที่ใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัทนั้นได้เฉพาะผู้ถือหุ้นที่มี warrant อยู่เท่านั้น จะใช้สิทธิโดยมี warrant เพียงอย่างเดียวเหมือนประเภทที่ 1 ไม่ได้ ดังนั้นตลาดของ warrant ประเภทนี้ไม่ขยายตัวและการเก็งกำไรก็มีน้อยลง

การใช้ Warrants⁽⁵⁰⁾

แม้จะมีการยอมรับว่า warrant และหลักทรัพย์แปลงสภาพคล้ายคลึงกันมาก แต่ก็ยังมีส่วนแตกต่างกันที่สำคัญ ก็คือ ในเรื่องของส่วนของเงินทุน เมื่อมีการนำ warrant ไปใช้แล้ว ตัวอย่างเช่น เมื่อมีการแปลงสภาพหลักทรัพย์ทำให้เกิดหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น แต่พันธบัตรก็หมดสภาพไปและถือว่าไม่มีการเพิ่มเงินทุนใหม่ในบริษัท อย่างไรก็ตามเมื่อมีการใช้ warrant หุ้นสามัญของบริษัทจะเพิ่มขึ้นและขณะเดียวกันพันธบัตรก็ยังคงอยู่ตามเดิมด้วย

เพื่อให้เข้าใจมากขึ้น พิจารณาจากตัวอย่างของบริษัทรุ่งเรืองการค้าได้ดังนี้ การจัดหาเงินทุนของบริษัทใช้วิธีออกหลักทรัพย์แปลงสภาพและหุ้นกู้ธรรมดาแต่มี warrant ด้วย สมมติว่า บริษัทต้องการเพิ่มเงินทุน 20 ล้านบาท พันธบัตรแปลงสภาพเป็นชนิดดอกเบี้ย 6 เปอร์เซ็นต์ ราคาแปลงสภาพหุ้นละ 50 บาท ในขณะที่หุ้นกู้ธรรมดาเป็นแบบอัตราดอกเบี้ยตามคูปอง (coupon rate) เท่ากับ 7 เปอร์เซ็นต์ และผู้ถือหุ้นกู้ธรรมดาจะได้รับ warrant 1 ฉบับ เพื่อซื้อหุ้นสามัญได้ 3 หุ้น ในราคาหุ้นละ 60 บาท (สำหรับหุ้นกู้แต่ละฉบับที่มีมูลค่า 1,000 บาท) ส่วนของเงินทุนของบริษัทก่อนและหลังการจัดหาเงินทุนและเมื่อมีการแปลงสภาพหรือใช้ warrant แล้วแสดงได้ดังตารางข้างล่างนี้

(50) สรุปและเรียบเรียงจาก Van-Horne, op.cit., pp.365-66.

ก่อนการจัดหาทุน	หุ้นกู้แปลงสภาพ		หุ้นกู้ที่มี warrant	
	ก่อนใช้สิทธิแปลงสภาพ	หลังใช้สิทธิแปลงสภาพ	ก่อนใช้สิทธิ	หลังใช้สิทธิ
หุ้นกู้	20		20	20
หุ้นสามัญ @ 10)	10	14	10	10.6
ส่วนเกินทุน		16		3.0
กำไรสะสม ⁽⁵¹⁾	25	25	25	25
ส่วนของผู้ถือหุ้น	35	55	35	38.6
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งสิ้น	35	55	55	58.6

หมายเหตุ : (1) จำนวนหุ้นสามัญเมื่อมีการใช้สิทธิแปลงสภาพแล้วเท่ากับ 400,000 หุ้น เงินทุนทั้งสิ้น 55 ล้านบาท หุ้นกู้หมดสภาพ

(2) กรณีที่ใช้ warrants หุ้นกู้ยังคงอยู่จากเงื่อนไขให้ใช้ warrants ซื้อหุ้นใหม่ได้ 60,000 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 60 บาท ดังนั้นจึงใช้เงินทุนเพิ่ม 3.6 ล้าน (เดิมมูลค่า @ 10 บาท)

มูลค่าของ Warrants⁽⁵²⁾ มูลค่าทางทฤษฎีของ warrant สามารถพิจารณาได้ดังนี้
 มูลค่าทางทฤษฎีของ warrant (theoretical value) คือ มูลค่าระดับต่ำที่สุดที่จะขาย warrant ได้ ดังนั้นมูลค่าทางทฤษฎีของ warrant ก็คือผลคูณของจำนวนหุ้นสามัญที่สามารถใช้ warrant 1 ฉบับ ซื้อได้ กับราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ หักด้วยราคาที่กำหนดให้ใช้ warrant จะซื้อหุ้นได้จำนวนที่กำหนดไว้ทั้งหมด ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าทางทฤษฎีของ warrant} = NP_s - O$$

โดยกำหนดให้ N = จำนวนหุ้นที่สามารถซื้อได้โดยใช้ warrant 1 ฉบับ

O = ราคาที่กำหนดให้ซื้อหุ้นสามัญได้ N หุ้น โดยใช้ warrant

P_s = ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ

(51) สมมติว่า กำไรสะสมคงที่

(52) Van-Horne, op.cit., pp.366-69.