

## บทที่ 6

# การศึกษาเฉพาะกรณีเรื่องโครงสร้างของเงินทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

### โครงสร้างของเงินทุน

ความหมาย โครงสร้างของเงินทุน หรือ capital structure นั้น หมายถึงแหล่งของเงินทุนที่ธุรกิจเลือกใช้ในการดำเนินงานซึ่งมีหลายลักษณะ เช่น จากการกู้ยืม จากส่วนของเจ้าของทุน จากการออกหุ้นจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุน เป็นต้น สำหรับการกู้ยืมนั้นก็รวมทั้งการกู้ยืมระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาวด้วย ธุรกิจบางแห่งจะพิจารณาเฉพาะการกู้ยืมระยะยาวเท่านั้น เพราะธุรกิจมักจะจัดหาเงินทุนระยะยาวมาใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งอาจอยู่ในรูปของการกู้ยืมระยะยาว การออกหุ้นทุนจำหน่าย รวมทั้งจากส่วนเกินมูลค่าหุ้นและกำไรสะสมด้วย ดังนั้นการกล่าวถึงโครงสร้างของเงินทุนจึงหมายถึงสัดส่วนของหนี้สิน (debt) กับส่วนของทุนหรือส่วนของเจ้าของ (equity)<sup>(1)</sup>

### ทำไมจึงต้องศึกษาเรื่องโครงสร้างของเงินทุน

ความจำเป็นในการศึกษาเรื่องโครงสร้างของเงินทุนก็เพราะว่าเป็นที่ทราบกันแล้วว่าธุรกิจมีเงินทุนจำกัด แต่ความต้องการลงทุนมีอยู่อย่างไม่จำกัด ดังนั้นธุรกิจจึงต้องพยายามจัดสรรเงินทุนให้กับโครงการลงทุนต่าง ๆ อย่างเหมาะสม โดยใช้เงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ ผสมผสานกันไป ทั้งนี้ก็เพื่อให้โครงสร้างของเงินทุนนั้นเหมาะสม (optimum) และมีประสิทธิภาพ<sup>(2)</sup> โดยพิจารณาจากอัตราเฉลี่ยของค่าของเงินทุนจะต่ำที่สุดซึ่งก็หมายความว่า

(1) โปรดดู James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, (Englewood cliffs, N.J.: Prentice-Hall, Inc., 1971). p.197.

(2) โปรดดู *Ibid.*

ราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการจะสูงที่สุดด้วยนั่นก็คือ

1. ผู้ถือหุ้นสามัญของกิจการจะมีความมั่งคั่งมากที่สุด
2. กิจการจะมีการลงทุนในโครงการต่าง ๆ มากที่สุด ทำให้มูลค่าทางตลาดของกิจการสูงที่สุดและการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลก็จะมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย
3. เมื่อกิจการใช้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนหรือค่าของเงินทุนต่ำที่สุด ก็จะทำให้เกิดการประหยัดค่าใช้จ่ายและทำให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น

ดังนั้น ถ้ากิจการมีโครงสร้างเงินทุนต่างกันไปในอัตราส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นก็จะทำให้ค่าของเงินทุนแตกต่างกันด้วย เมื่อเป็นเช่นนี้ก็จะส่งผลต่อมูลค่าทางตลาดของกิจการซึ่งจะแตกต่างกัน (ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่) เพราะการจัดโครงสร้างของเงินทุนจะทำให้เกิดความเสี่ยงภัยทางการเงิน (financial risk)

ความเสี่ยงภัยทางการเงิน<sup>(3)</sup> หมายถึง ความเสี่ยงภัยที่เกิดจากการตัดสินใจจัดหาเงินทุน (financing) ความเสี่ยงนี้จะควบคุมได้ นั่นก็คือถ้ากิจการตัดสินใจจัดหาเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงานด้วยการกู้ยืมมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นก็อาจทำให้ฐานะทางการเงินของกิจการมีแนวโน้มที่จะมีความเสี่ยงภัยทางการเงินสูงกว่ากิจการที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าการกู้ยืม อย่างไรก็ตามควรคำนึงถึงปัจจัยอื่นประกอบก่อนตัดสินใจ

ในความหมายที่กว้างขึ้น ความเสี่ยงภัยทางการเงินนั้นจะรวมถึงความเสี่ยงภัยจากการล้มละลายหรือความไม่สามารถชำระหนี้ได้ทันและความผันแปรของรายได้ของผู้ถือหุ้นสามัญ เช่น กิจการเพิ่มสัดส่วนของหนี้สิน การทำสัญญาการเช่าสินทรัพย์ และเพิ่มส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิในส่วนของโครงสร้างเงินทุนก็จะทำให้เกิดปัญหาค่าใช้จ่ายคงที่เพิ่มขึ้นทันที ถ้าสิ่งอื่น ๆ คงที่โอกาสที่กิจการจะประสบปัญหาในการไม่สามารถชำระค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเหล่านั้นได้ก็จะมีสูงมาก และถ้ากิจการยังคงปล่อยให้สัดส่วนของเงินทุนดังกล่าวเพิ่มขึ้นไปเรื่อย ๆ กิจการก็มีโอกาสที่จะล้มละลายได้

ตัวอย่างเช่น กิจการ 2 แห่ง คือ บริษัทแก่ จำกัด และบริษัทกลุ่ม จำกัด ซึ่งระดับของความเสี่ยงในการจัดโครงสร้างเงินทุนต่างกันเท่านั้น ส่วนอื่น ๆ เหมือนกันหมด แต่แต่ละแห่งมุ่งหวังที่จะทำกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเท่ากับ 80,000 บาท สำหรับบริษัทแก่ไม่มีการ

(3) โปรดดู Ibid., p.198.

กุ๊ยม ในขณะที่บริษัทกลุ่มมีการกุ๊ยมอัตราดอกเบี้ย 6 เปอร์เซ็นต์ จำนวน 500,000 บาท ดังนั้น ดอกเบี้ยจ่ายต่อปีเท่ากับ 30,000 บาท แต่บริษัทเก่งไม่มีค่าใช้จ่ายดังกล่าว ถ้าหากทำไรก่อน หักดอกเบี้ยที่ได้รับของบริษัททั้ง 2 มีเพียง 20,000 บาท ก็แสดงว่าบริษัทกลุ่มไม่สามารถชำระ ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยได้ ทำให้โอกาสที่จะชำระหนี้ไม่ทันมีสูงมาก

ถ้าพิจารณาในแง่การกระจายรายได้ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ตัวอย่างเช่น สมมติจาก ตัวอย่างข้างต้น ถ้าไรที่คาดว่าจะได้รับจากการดำเนินงานต่อปีเป็นเวลา 5 ปี ของบริษัททั้ง 2 เป็นแบบสุ่ม (Random) เท่ากับ 80,000 บาท และความเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 40,000 บาท และสมมติว่าไม่มีการเสียภาษีเงินได้ ถ้าไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทเก่งเท่ากับ 80,000 บาท บริษัทกลุ่มจะมีกำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญเท่ากับ 50,000 บาท จะเห็นว่าการกระจายของรายได้ของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทกลุ่ม จำกัด จะมากกว่าบริษัทเก่ง จำกัด ซึ่งแสดงให้เห็นได้ดังนี้

สัมประสิทธิ์การกระจาย	=	$\frac{\text{ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน}}{\text{ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ}}$
หรือ	$V^{(4)}$	= $\frac{\sigma}{\mu}$
	$V$	= สัมประสิทธิ์การกระจาย
	$\sigma$	= ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
	$\mu$	= ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

จากตัวอย่างข้างต้น ถ้าคำนวณหาสัมประสิทธิ์การกระจายของบริษัทเก่ง และบริษัทกลุ่ม จำกัด ได้ดังนี้ :-

**บริษัทเก่ง จำกัด**

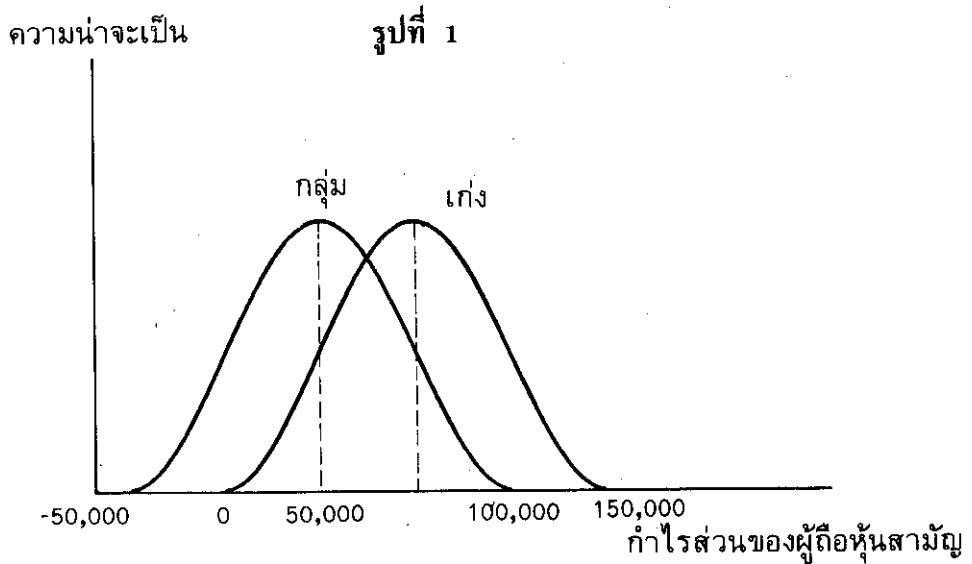
$$\text{สัมประสิทธิ์การกระจาย} = \frac{40,000}{80,000} = 0.50$$

**บริษัทกลุ่ม จำกัด**

$$\text{สัมประสิทธิ์การกระจาย} = \frac{40,000}{50,000} = 0.80$$

---

(4) โปรดดู วิไลวรรณ ทองประยูร, การวิเคราะห์เชิงปริมาณเพื่อการตัดสินใจทางการเงิน (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ชุมนุมสหกรณ์การเกษตรแห่งประเทศไทย จำกัด 2524), หน้า 394 และ Ibid., p.199.



สำหรับอีก 5 ปีข้างหน้า ความเสี่ยงภัยทางธุรกิจ (business risk) ของทั้ง 2 บริษัทจะเท่ากันเพราะสัมประสิทธิ์การกระจายของรายได้ที่คาดหวังไว้เท่ากัน จำนวนได้ดังนี้-

$$V = \frac{40,000}{80,000} = 0.50$$

ดังนั้นส่วนที่จะแตกต่างกันของ 2 บริษัทก็คือ ระดับความเสี่ยงภัยทางการเงิน (financial risk) เท่านั้น<sup>(5)</sup>

### มูลค่าของกิจการและค่าของเงินทุนเมื่อโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงไป

เพื่อให้เข้าใจเรื่องโครงสร้างของเงินทุนที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (valuation of the firm) และค่าของเงินทุน (cost of capital) และเพื่อความสะดวกและง่ายแก่การทำความเข้าใจ จึงกำหนดข้อสมมติฐานดังนี้<sup>(6)</sup>

1. ไม่มีการคิดภาษีเงินได้
2. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการจะเปลี่ยนแปลงเมื่อมีการกู้ยืมเพื่อนำเงินไปซื้อหุ้นกลับคืนมาหรือในทางกลับกัน ออกหุ้นทุนเพื่อชำระหนี้สิน ทั้งนี้เพื่อให้การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของเงินทุนทำได้ทันที

<sup>(5)</sup> โปรดดู Alexander Barges, *The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital* (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, Inc., 1963), ch.2.

<sup>(6)</sup> โปรดดู Van-Horne, *op.cit.*, p.201.

3. กิจการมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลเต็มที่
4. การกระจายของค่าความน่าจะเป็นของรายได้ที่คาดว่าจะได้รับของแต่ละบริษัทเท่ากัน
5. รายได้ที่ได้จากการดำเนินงานจะไม่เพิ่มขึ้น นั่นก็คือผลการดำเนินงานคงที่
6. การยอมรับโครงการลงทุนใดหรือส่วนผสมของโครงการใดจะไม่ทำให้ความเสี่ยงภัยทางธุรกิจเปลี่ยนแปลง

พิจารณาจากตัวอย่างต่อไปนี้มี 3 ระดับ<sup>(7)</sup>

$$k_i = \frac{F}{B} \quad \dots\dots\dots(1)$$

เมื่อ  $k_i$  = ค่าของเงินทุนที่ได้จากการกู้ยืม  
 $F$  = ดอกเบี้ยจ่ายต่อปี  
 $B$  = มูลค่าทางตลาดของการกู้ยืม

$$k_e = \frac{E}{S} \quad \dots\dots\dots(2)$$

เมื่อ  $k_e$  = ค่าของเงินทุนที่ได้จากส่วนของเจ้าของ  
 $E$  = รายได้ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ  
 $S$  = มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ

$$k_o = \frac{O}{V} \quad \dots\dots\dots(3)$$

เมื่อ  $k_o$  = ค่าของเงินทุนทั้งสิ้นหรือค่าของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก  
 $O$  = กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน  
 $V$  = มูลค่าทางตลาดของกิจการหรือเท่ากับ  $B + S$

ดังนั้นเขียนได้อีกลักษณะหนึ่งก็คือ

$$k_o = k_i \left( \frac{B}{B + S} \right) + k_e \left( \frac{S}{B + S} \right)$$

ถ้าโครงสร้างของเงินทุนเปลี่ยนแปลงไปก็จะทำให้  $k_o$  เปลี่ยนแปลงไปด้วย และจะมีผลต่อ  $V$  ด้วยเช่นกัน

(7) โปรดดู Ezra Solomon, *The Theory of Financial Management* (New York : Columbia University Press, 1963), chs. 7-9.

## แนวความคิดในเรื่องการจัดโครงสร้างของเงินทุน

แนวความคิดในเรื่องนี้มีผู้ค้นคิดอยู่มากมายแต่ในที่นี้จะกล่าวถึงเพียง 3 วิธีเท่านั้นเพราะเป็นวิธีที่ง่ายในการทำความเข้าใจไม่ยุ่งยากซับซ้อน

**วิธีที่ 1 แนวคิดในเรื่องกำไรสุทธิ<sup>(8)</sup> (Net Income หรือ NI)** วิธีนี้นายเดวิด ดูรันด์ เป็นผู้คิดค้นโดยแสดงให้เห็นว่ามูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับระดับของการใช้หนี้สินในการดำเนินงานเพื่อให้เข้าใจง่ายขึ้น โปรดพิจารณาจากตัวอย่างต่อไปนี้

**ตัวอย่างที่ 1** สมมติว่ากิจการแห่งหนึ่งมีหนี้สินชนิดอัตราดอกเบี้ย 5 เปอร์เซ็นต์ จำนวน 30,000 บาท มูลค่าที่คาดคะเนไว้ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานเท่ากับ 10,000 บาท อัตราค่าของเงินทุนที่จัดหาได้จากส่วนของเจ้าของ ( $k_e$ ) เท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ จงคำนวณมูลค่าของกิจการ

### วิธีทำ

	กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	(O)	10,000	บาท
หัก	ดอกเบี้ยจ่าย (5% 30,000)	(F)	1,500	บาท
	กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ	(E)	8,500	บาท
หาร	อัตราค่าของเงินทุนได้จากส่วนของเจ้าของ	( $k_e$ )	0.10	
	มูลค่าทางตลาดของหุ้น	(S)	85,000	บาท
บวก	มูลค่าทางตลาดของหนี้สิน	(B)	30,000	บาท
	มูลค่าของกิจการ	(V)	115,000	บาท

จากวิธีที่ 1 สามารถประเมินกำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญให้เป็นเงินทุนได้ด้วยอัตรา  $k_e$  ดังนั้นอัตราค่าของเงินทุนทั้งสินคำนวณได้ดังนี้

จากสมการที่ 3

$$k_o = \frac{O}{V}$$

(8)โปรดดู David Durand, "The Cost of Debt and Equity Funds for Business," in *The Management of Corporate Capital*, Ezra Solomon, ed. (New York : The Free Press, 1959), pp. 91-116.

แทนค่า

$$\begin{aligned}k_o &= \frac{10,000}{115,000} \times 100 \\ &= 8.7 \quad \%\end{aligned}$$

ตัวอย่างที่ 2 สมมติเพิ่มเติมว่ากิจการเพิ่มหนี้สินจากเดิมเป็น 60,000 บาท เพื่อนำเงินไปซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา จงคำนวณหามูลค่าของกิจการ

วิธีทำ

	กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (O)	10,000	บาท
หัก	ดอกเบี้ยจ่าย (F)	<u>3,000</u>	บาท
	กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (E)	7,000	บาท
หาร	อัตราค่าของเงินทุน ( $k_e$ )	<u>0.10</u>	บาท
	มูลค่าทางตลาดของหุ้น (S)	70,000	บาท
บวก	มูลค่าทางตลาดของหนี้สิน (B)	<u>60,000</u>	บาท
	มูลค่าของกิจการ	<u><u>130,000</u></u>	บาท

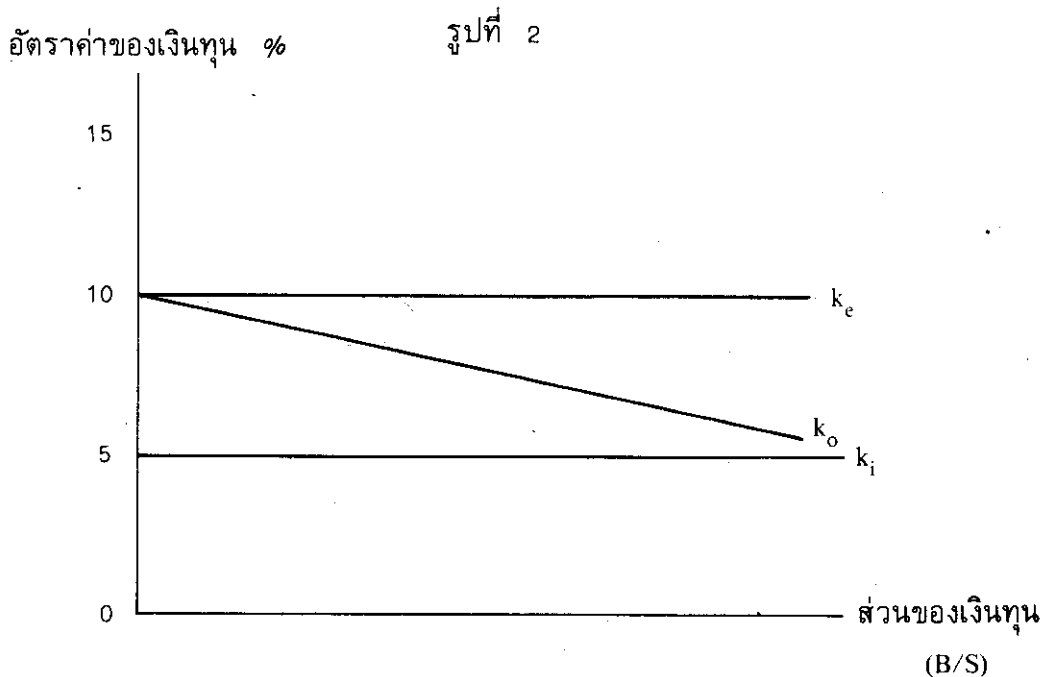
อัตราค่าของเงินทุนคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned}k_o &= \frac{O}{V} \\ &= \frac{10,000}{130,000} \times 100 \\ &= 7.7 \quad \%\end{aligned}$$

จากตัวอย่างข้างต้นสรุปได้ว่า กิจการสามารถทำให้มูลค่าของกิจการ (V) สูงขึ้น และทำให้ค่าของเงินทุนของกิจการต่ำที่สุดได้โดยการเพิ่มการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืมหรือก่อหนี้สิน จากผลที่เกิดขึ้นจะทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นแสดงให้เห็นได้ดังนี้

	ตัวอย่างที่ 1	ตัวอย่างที่ 2
มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ	85,000	70,000 บาท
จำนวนหุ้นสามัญ	8,500	5,500 <sup>(9)</sup> หุ้น
ราคาตลาดต่อหุ้น	$\frac{85,000}{8,500} = 10$ บาท	$\frac{70,000}{5,500} = 12.73$ บาท

แสดงความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นกราฟได้ดังนี้



จากรูปจะเห็นว่า การที่  $k_o$  ต่ำลงเรื่อย ๆ ก็เพราะว่า เมื่อมีการเพิ่มหนี้สินมากขึ้น ซึ่งค่าของทุนของหนี้สินต่ำกว่าค่าของทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ( $k_i < k_e$ ) ย่อมทำให้ค่าของเงินทุนทั้งสิ้นต่ำลง ( $k_o$ )

นั่นก็คือ ถ้าเงินทุนจากการกู้ยืม (ซึ่งอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่า) มีปริมาณมากขึ้น อัตราค่าของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ( $k_o$ ) จะลดลงและมีค่าเข้าใกล้ค่าของทุนจากการกู้ยืม ( $k_i$ ) โครงสร้างของเงินทุนที่เหมาะสมก็คือเมื่อมูลค่าของกิจการสูงที่สุดและค่าของเงินทุนต่ำที่

(9) จากตัวอย่างที่ 2 กิจการกู้ยืมเงินมาเพิ่มขึ้น 30,000 บาท เมื่อนำเงินไปซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมาจากตลาด ทำให้หุ้นสามัญซึ่งเดิมมีอยู่ในตลาด (บุคคลภายนอก) จำนวน 8,500 หุ้น ลดลงเป็น 3,000 หุ้น และคงเหลืออยู่ในมือบุคคลภายนอกเพียง 5,500 หุ้น



สุด<sup>(10)</sup> ซึ่งมีผลทำให้ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญสูงที่สุด จากวิธีที่ 1 นี้จะทำให้ทราบว่ากิจการสามารถลดค่าของเงินทุนได้เสมอและในขณะเดียวกันมูลค่าของกิจการก็จะเพิ่มขึ้นได้ด้วยการกู้ยืมเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ต้องเป็นไปตามข้อสมมติฐานที่กำหนดไว้คือ สมมติว่า ความเสี่ยงภัยคงที่ ฉะนั้นจากวิธีนี้ถ้ามีการใช้หนี้สิน 100% จะถือว่าเป็นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมซึ่งในทางปฏิบัติเป็นไปได้

**วิธีที่ 2** แนวคิดในเรื่องกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Income หรือ NOI) วิธีนี้นายเดวิด ตูรันด์ ก็เป็นผู้คิดค้นขึ้น โดยกำหนดข้อสมมติฐานว่า อัตราค่าของเงินทุนของกิจการ ( $k_0$ ) คงที่ทุกระดับการใช้หนี้สิน

**ตัวอย่างที่ 3** จากตัวอย่างที่ 1 และ 2 สมมติเพิ่มเติมว่า อัตราค่าของเงินทุนเป็น 10 เปอร์เซ็นต์ กำหนดหามูลค่าทางตลาดของหุ้นได้ดังนี้

**วิธีทำ**

	กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (O)	10,000	บาท
<b>หาร</b>	อัตราค่าของกิจการ ( $k_0$ )	<u>0.10</u>	บาท
	มูลค่าของกิจการ (V)	100,000	บาท
<b>หัก</b>	มูลค่าทางตลาดของหนี้สิน (B)	<u>30,000</u>	บาท
	มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ (S)	<u><u>70,000</u></u>	บาท

กำหนดหาค่าของเงินทุนจากการใช้ส่วนของเจ้าของได้ดังนี้<sup>(11)</sup>

จากสูตร สมการที่ 2

$$k_c = \frac{E}{S} \times 100$$

$$= \frac{6,500}{70,000} \times 100$$

$$= 12.1 \%$$

(10)โปรดดู Van-Horne, op.cit., p. 204.

(11)การคำนวณค่า  $k_c$  อาจใช้สูตร  $k_c = k_0 + (k_0 - k_1) \frac{B}{S}$  ก็ได้

จากวิธีนี้กำไรสุทธิจากการดำเนินงานประเมินให้เป็นส่วนของเงินทุนได้ ด้วยอัตราค่าของเงินทุนจะได้มูลค่าทางตลาดของกิจการ และเมื่อนำมูลค่าทางตลาดของการกู้ยืมมาหักออกก็จะได้มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญดังตัวอย่างข้างล่างนี้

ตัวอย่างที่ 4 เมื่อกิจการเพิ่มการกู้ยืมขึ้นจาก 30,000 บาท เป็น 60,000 บาท เพื่อนำเงินที่ได้ไปซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา มูลค่าของกิจการคำนวณได้ดังนี้

	กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (O)	10,000	บาท
หาร	ค่าของเงินทุน ( $k_o$ )	<u>0.10</u>	บาท
	มูลค่าของกิจการ	100,000	บาท
หัก	มูลค่าทางตลาดของการกู้ยืม	<u>60,000</u>	บาท
	มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ	<u><u>40,000</u></u>	บาท

คำนวณหาค่าของเงินทุนจากการใช้ส่วนของเจ้าของได้ดังนี้

จากสูตร สมการที่ 2

$$k_o = \frac{E}{S}$$

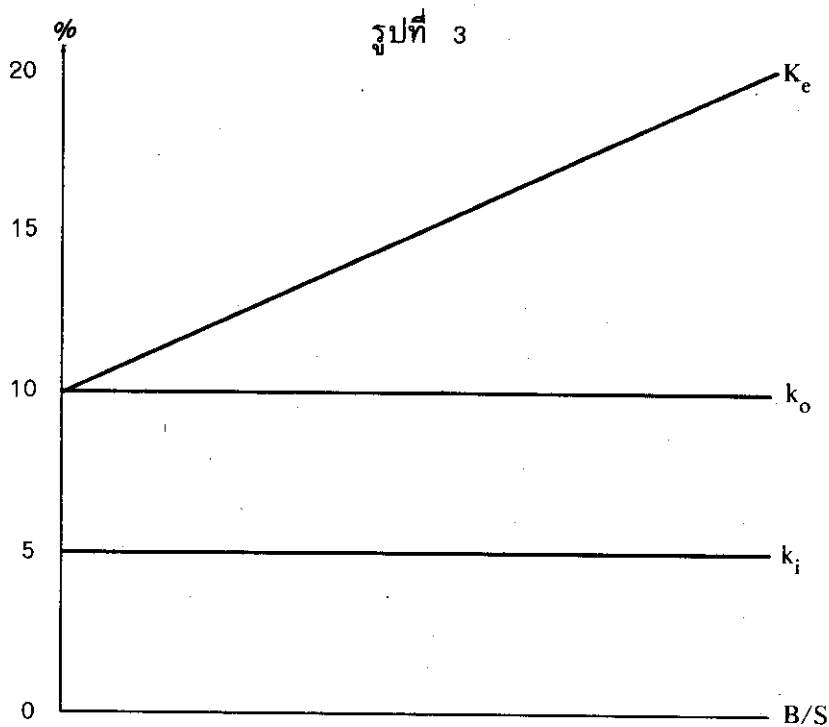
แทนค่า

$$k_e = \frac{7,000}{40,000} \times 100$$

$$k_e = 17.5 \%$$

จะเห็นได้ว่า  $k_e$  เพิ่มขึ้นตามระดับของการใช้หนี้สินเพิ่ม วิธีนี้อธิบายได้ว่าโครงสร้างของเงินทุนจะไม่ทำให้มูลค่าของกิจการกระทบกระเทือนหรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ก็คือ มูลค่าของกิจการจะไม่ได้รับผลกระทบจากโครงสร้างของเงินทุน<sup>(12)</sup>

(12)โปรดดู Van-Horne, op.cit., p. 205.



จากข้อสมมติฐานของวิธีนี้คือ กำหนดให้  $k_o$  คงที่ไม่ว่าระดับการใช้หนี้สินใด ๆ ก็ตาม ดังนั้นสัดส่วนของหนี้สินหรือส่วนของผู้ถือหุ้นก็ไม่มี ความหมายใดต่อมูลค่าทางตลาดของกิจการ ถ้ากิจการเพิ่มทุนจากการก่อหนี้สินที่มีค่าของทุนถูกกว่า ก็จะถูกชดเชยด้วยค่าของทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น ผลก็คือ ค่าของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักก็จะไม่เปลี่ยนแปลงในทุก ๆ ระดับของการใช้หนี้สิน และถ้ากิจการเพิ่มระดับการใช้หนี้สินก็จะทำให้ความเสี่ยงภัยเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนก็จะเพิ่มค่าของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นทันที เพื่อให้ทันกับการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จนกระทั่งทำให้ค่าของเงินทุนจากการกู้ยืมและจากส่วนของผู้ถือหุ้นคงที่

สรุปได้ว่า เมื่อมูลค่าของกิจการไม่เปลี่ยนแปลง ดังนั้นผลของการจัดโครงสร้างของเงินทุนจะทำให้ราคาตลาดต่อหุ้นไม่เปลี่ยนแปลงด้วยซึ่งจะคำนวณให้เห็นได้ดังนี้

	เดิม		ใหม่	
หนี้สิน	30,000	บาท	60,000	บาท
จำนวนหุ้นสามัญ	8,500	หุ้น	4,855	หุ้น
มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ	70,000	บาท	40,000	บาท
ราคาตลาดต่อหุ้น	$\frac{70,000}{8,500}$	= 8.23 บาท	$\frac{40,000}{4,855}$	= 8.23 บาท

แสดงให้เห็นว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง แม้ว่าจะใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เพราะเมื่อมีการกู้ยืมเพิ่มขึ้นหมายความว่า  $k_e$  ก็จะเพิ่มขึ้นแล้วและเพิ่มเป็นสัดส่วนกับผลประโยชน์ที่จะได้จากการกู้ยืมพอดี ดังนั้นผลที่เกิดขึ้นจะไม่ทำให้  $k_0$  ลดลง เพราะผู้ลงทุนจะมองเห็นว่าเมื่อกิจการมีหนี้สินเพิ่ม ผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เพราะถือว่าความเสี่ยงภัยจะเพิ่มขึ้นด้วย จึงทำให้ผลประโยชน์ที่ได้จากการใช้หนี้สินเพิ่มชดเชยกับความต้องการผลตอบแทนเพิ่มและผลก็คือ ค่าของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักคงที่

ฉะนั้นวิธีที่ 2 นี้ มีแนวคิดที่ว่าในโครงสร้างของเงินทุนจะมีส่วนของหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของอย่างใดอย่างหนึ่งก็จะมีผลกระทบต่อค่าของเงินทุนซึ่งทำให้เป็นวิธีที่กล่าวได้ว่าไม่คำนึงถึงความสำคัญของพฤติกรรมของผู้ลงทุน<sup>(13)</sup>

**วิธีที่ 3 แนวคิด Traditional** วิธีนี้เกิดขึ้นเนื่องจากข้อบกพร่องของวิธีที่ 1 และวิธีที่ 2 ซึ่งต่างก็เป็นแนวคิดขั้นปลายสุดทั้ง 2 ด้าน วิธีที่ 3 จึงเป็นแนวคิดที่อยู่ระหว่างวิธีที่ 1 และวิธีที่ 2

วิธีนี้กำหนดว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะต้องมีแน่และกิจการสามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ด้วยการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืม<sup>(14)</sup> นั่นก็คือ ถ้ากิจการเพิ่มการกู้ยืมก็จะทำให้ระยะแรก  $k_0$  จะลดลงจนถึงจุด ๆ หนึ่ง แล้วถ้าเพิ่มการกู้ยืมขึ้นอีกจะทำให้  $k_0$  เพิ่มขึ้น

(13)โปรดดู Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, XL VIII (June, 1958), reprinted in *Foundations for Financial Management*, James C. Van Horne, ed. (Homewood, Ill. : Richard D. Irwin, Inc., 1966), pp. 367-405.

(14)โปรดดู Van-Horne, *op.cit.*, p. 207.

ตัวอย่างที่ 5 จากตัวอย่างเดิมที่ว่า เดิมมีการกู้ยืม 30,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 5 เปอร์เซ็นต์ ค่าของทุนจากการใช้ส่วนของเจ้าของโดยไม่มีหนี้สินเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ ในตัวอย่างนี้เมื่อมีการกู้ยืมทำให้ค่าของทุนจากการใช้ส่วนของเจ้าของเป็น 11 เปอร์เซ็นต์ จงคำนวณหามูลค่าของกิจการ

	กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (O)	10,000	บาท
หัก	ดอกเบี้ยจ่าย (F)	<u>1,500</u>	บาท
	กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (E)	8,500	บาท
หาร	ค่าของทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (k <sub>e</sub> )	<u>0.11</u>	
	มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ (S)	77,272	บาท
บวก	มูลค่าทางตลาดของหนี้สิน (B)	<u>30,000</u>	บาท
	มูลค่าทางตลาดของกิจการ (V)	<u><u>107,272</u></u>	บาท

การคำนวณอัตราค่าของทุนทำได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{จากสูตร} \quad k_o &= \frac{O}{V} \\ \text{แทนค่า} \quad k_o &= \frac{10,000}{107,272} \times 100 \\ &= 9.32 \% \end{aligned}$$

จากการคำนวณจะเห็นได้ว่า เมื่อไม่มีการกู้ยืม  $k_o = 10\%$  แต่เมื่อมีการกู้ยืมทำให้  $k_e = 11\%$  แต่  $k_o$  ลดลงเหลือ  $= 9.32\%$  แสดงว่าการที่  $k_e$  เพิ่มขึ้นยังไม่สามารถชดเชยกับผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นจากการกู้ยืมเพิ่ม ดังนั้นมูลค่าของกิจการและราคาตลาดต่อหุ้นเพิ่มขึ้น และค่าของเงินทุนจะลดลง

#### การคำนวณราคาตลาดต่อหุ้น

	เดิม	บาท	ใหม่	บาท
มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ	70,000	บาท	77,272	บาท
จำนวนหุ้นสามัญ	8,500	หุ้น	8,500	หุ้น
ราคาตลาดต่อหุ้น	8.23	บาท	9.09	บาท

จากวิธี Traditional อธิบายได้ว่า เมื่อมีการเพิ่มการใช้หนี้สินจะทำให้  $k_c$  เพิ่มขึ้นและยิ่งกว่านั้น  $k_i$  จะเพิ่มขึ้นด้วยในบางขณะพิจารณาจากตัวอย่างข้างล่างนี้ได้

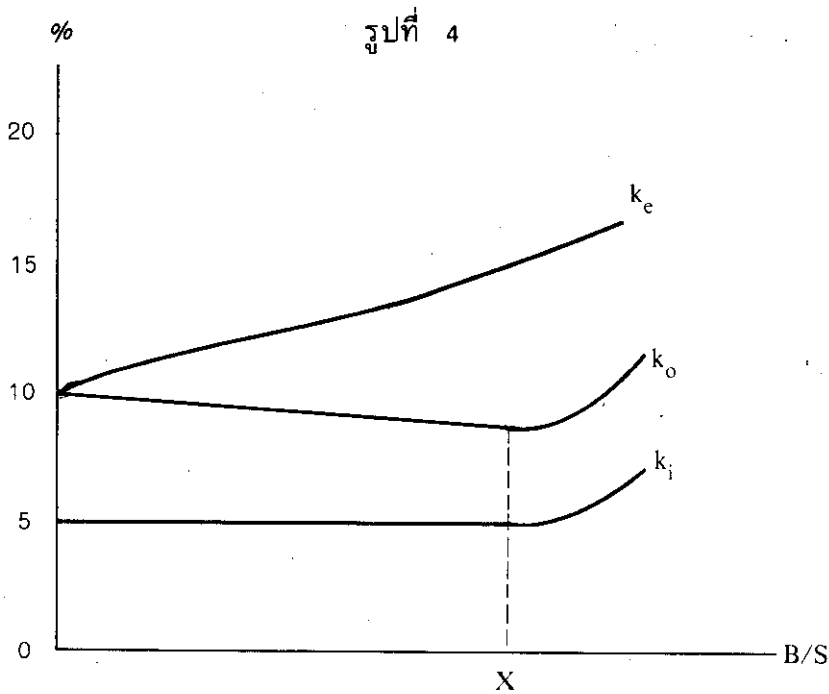
ตัวอย่างที่ 6 สมมติว่ากิจการเพิ่มการกู้ยืมจาก 30,000 บาท เป็น 60,000 บาท เพื่อนำเงินทุนที่ได้ไปซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา อัตราดอกเบี้ยถัวเฉลี่ยเป็น 6 เปอร์เซ็นต์ ค่าของทุนที่ได้จากส่วนของเจ้าของ ณ ระดับการใช้การกู้ยืมนี้เป็น 14 เปอร์เซ็นต์ จงคำนวณหามูลค่าของกิจการ

	กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (O)	10,000	บาท
หัก	ดอกเบี้ยจ่าย (F)	<u>3,600</u>	บาท
	กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (E)	6,400	บาท
หาร	ค่าของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ( $k_e$ )	<u>0.14</u>	บาท
	มูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ (S)	45,714	บาท
บวก	มูลค่าทางตลาดของการกู้ยืม (B)	<u>60,000</u>	บาท
	มูลค่าของกิจการ (V)	<u>105,714</u>	บาท

ค่าของเงินทุนคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{จากสูตร} \quad k_o &= \frac{O}{V} \\ \text{แทนค่า} \quad k_o &= \frac{10,000}{105,714} \\ &= 9.45 \% \end{aligned}$$

ดังนั้น มูลค่าของกิจการจะต่ำลงและค่าของเงินทุนจะเพิ่มขึ้นกว่าขณะที่มีหนี้สิน 30,000 บาท เพียงเล็กน้อยเท่านั้นเพราะว่า  $k_c$  เพิ่มขึ้น และ  $k_i$  ก็เพิ่มขึ้นด้วยแต่เพิ่มในอัตราน้อยกว่าจะเห็นได้ว่าโครงสร้างของเงินทุนที่เหมาะสมก่อนที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ จะเท่ากับ  $60,000/45,714 = 1.31$



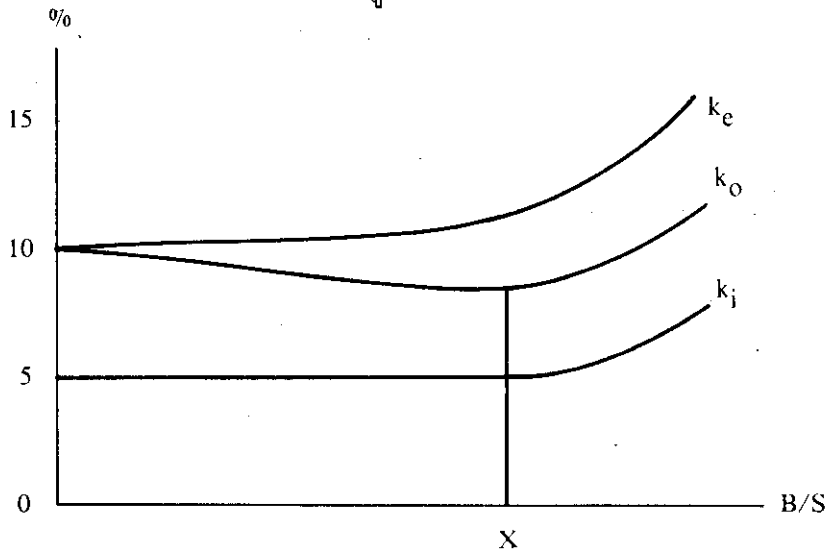
จากรูปจะเห็นว่า  $k_o$  ถูกกำหนดให้เพิ่มตามระดับของการใช้หนี้สิน ในขณะที่  $k_i$  ถูกกำหนดให้เพิ่มหลังจากมีการใช้หนี้สินแล้ว ตอนแรกอัตราค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะลดลงตามระดับการใช้หนี้สินเพราะการเพิ่มของ  $k_e$  ไม่สามารถชดเชยด้วยผลประโยชน์ของการใช้หนี้สินที่มีต้นทุนถูกกว่า ดังนั้น  $k_o$  จะลดลงเมื่อมีการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืม อย่างไรก็ตามหลังจากจุดนั้นแล้วการเพิ่มของ  $k_e$  มีมากกว่าผลประโยชน์จากการใช้  $k_i$  ที่ถูกทำให้  $k_o$  เริ่มสูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของ  $k_o$  จะยังคงมีต่อไปเมื่อ  $k_i$  เพิ่มขึ้นอีก โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมก็คือจุดที่  $k_o$  ต่ำที่สุด (จุด X ตามรูปที่ 4)

ดังนั้น ตามวิธีที่ 3 นี้ จะเห็นว่าค่าของเงินทุนจะไม่มีผลต่อโครงสร้างของเงินทุนของกิจการจึงถือว่าเป็นจุดที่เหมาะสมที่สุดซึ่งเป็นจุดที่ต้นทุนส่วนเหลือของหนี้สินเท่ากับต้นทุนส่วนเหลือของเจ้าของ (marginal real cost of debt = marginal real cost of equity) และจุดก่อนหน้าก็เป็นจุดที่ต้นทุนส่วนเหลือของหนี้สินน้อยกว่าจากส่วนของเจ้าของ และจุดหลังจุด X ก็เป็นจุดที่ต้นทุนส่วนเหลือของหนี้สินมากกว่าต้นทุนส่วนเหลือของเจ้าของ

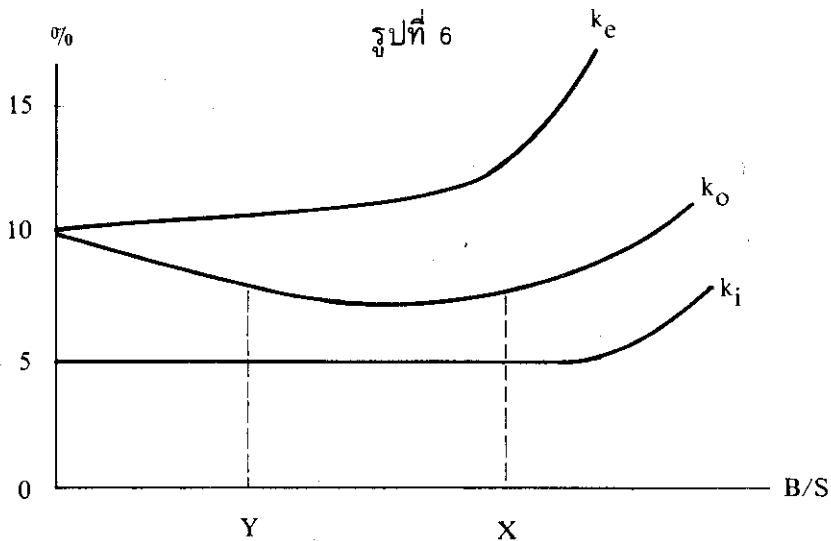
**ความยืดหยุ่นของวิธี Traditional** เนื่องจากวิธีนี้อยู่ระหว่างวิธีที่ 1 และวิธีที่ 2 จึงทำให้มีบางคนโต้แย้งว่า  $k_e$  จะไม่เพิ่มขึ้นจนกว่าจะเลยจุดวิกฤต ( $k_o$  ต่ำสุด) หลังจากผ่านจุดวิกฤตแล้วผู้ลงทุนจะตระหนักถึงการเพิ่มขึ้นของความเสี่ยงภัยทางการเงินของกิจการ

และผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการนั้น ความผันแปรของวิธีนี้แสดงให้เห็นว่ากิจการสามารถลดค่าของเงินทุนให้สอดคล้องกับการใช้หนี้สินของกิจการ (ดูรูปที่ 5)

รูปที่ 5



รูปแบบอื่น ๆ ของเส้น  $k_o$  อาจมีลักษณะแบนเหมือนรูปจาน มีช่วงฐานอยู่ตรงกลาง<sup>(15)</sup>  
 ดังรูปข้างล่างนี้



(15)โปรดดู Solomon, *The Theory of Financial Management*, op. cit., pp. 93-98.



การจัดโครงสร้างของเงินทุนที่เหมาะสมอาจไม่ใช่เป็นเพียงจุดใดจุดหนึ่งเท่านั้นแต่จะเป็นช่วงดังเช่นรูปที่ 6 ช่วงที่เหมาะสมก็คือ XY ในช่วงนี้ไม่ว่ากิจการจะเพิ่มหนี้สินขึ้นไปเพียงใด ค่าของเงินทุนหรือ  $k_0$  ก็จะคงที่ในระดับต่ำที่สุดและมูลค่าของกิจการจะสูงที่สุด แต่หลังจากช่วงนั้นแล้ว  $k_0$  จะเพิ่มขึ้นทำให้มูลค่าของกิจการต่ำลง ในช่วงนี้ถ้าหากมีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของหนี้สินจึงไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ดังนั้นตามแนวคิดแบบ Traditional จึงทำให้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมมีได้หลายลักษณะซึ่งแตกต่างกันไปได้ทำให้ไม่จำเป็นต้องมีรูปแบบของโครงสร้างเงินทุนแบบเดียวที่จะเหมาะสมกับธุรกิจทุกรูปแบบ

จากแนวคิดต่าง ๆ ที่ขัดแย้งกันได้มีการพัฒนามาจนถึงปัจจุบันเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการซึ่งถือว่าเป็นการพิจารณาตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน เพราะจะมีผลกระทบต่อค่าของเงินทุนดังนั้นธุรกิจจึงต้องศึกษาแนวคิดต่าง ๆ เพื่อหาระดับของการจัดโครงสร้างของเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดซึ่งจะทำให้ได้ค่าของเงินทุนต่ำที่สุด และมูลค่าของกิจการสูงที่สุด

### นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy)

นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นภาระหน้าที่ของผู้บริหารการเงินที่จะต้องพยายามวางแผนเพื่อตอบแทนผู้ลงทุนที่นำเงินมาซื้อหุ้นของกิจการ การจ่ายเงินปันผลอาจจ่ายเป็นเงินสด (cash dividends) หรือเป็นหุ้น (stock dividends) ก็ได้ โดยทั่วไป นิยมจ่ายเป็นเงินสดปันผลและการจ่ายเงินปันผลจะกระทำเมื่อกิจการมีผลกำไรจากการดำเนินงาน ดังนั้นกิจการควรพิจารณาตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้มีประสิทธิภาพมากที่สุดโดยคำนึงถึงมูลค่าของกิจการด้วย<sup>(16)</sup>

รายได้ของกิจการโดยทั่ว ๆ ไปเพื่อความสะดวกในการวิเคราะห์จะนิยมใช้รายได้สุทธิตามบัญชีซึ่งถือว่าเป็นรายได้ที่แท้จริงทางเศรษฐกิจของกิจการ โดยจะต้องคำนึงถึงสาระสำคัญดังต่อไปนี้ ประกอบด้วย เช่น

1. นโยบายการจ่ายเงินปันผลในฐานะที่เป็นการตัดสินใจจัดหาเงินทุน กิจการจ่ายเงินปันผลจากเงินกำไรส่วนที่เหลือจากการเก็บเป็นกำไรสะสม (passive residual) นโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงเปรียบได้กับการตัดสินใจจัดหาเงินทุนเหตุผลก็คือ การจ่ายเงินปันผล

---

(16) โปรดดู Ezra Solomon and John Pringle, *An Introduction to Financial Management* (California : Goodyear Publishing, 1977), p. 560.

เป็นผลของการจัดหาเงินทุนของกิจการ ถ้ากิจการเก็บรายได้เป็นกำไรสะสมทั้งหมด 100 เปอร์เซ็นต์ การจ่ายเงินปันผลจะเป็นศูนย์ แต่ถ้ากิจการเก็บรายได้เป็นกำไรสะสมเพียง 50 เปอร์เซ็นต์ กิจการก็อาจมีรายได้เหลือจ่ายปันผลได้ถึง 50 เปอร์เซ็นต์ สำหรับการตัดสินใจเก็บเป็นกำไรสะสมนั้นกิจการจะต้องเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการนำรายได้นั้นไปลงทุนต่อกับค่าของเงินทุนซึ่งก็คือต้นทุนค่าเสียโอกาส (opportunity cost) นั้นเอง ถ้าหากผลตอบแทนจากการนำรายได้ไปลงทุนต่อมีค่ามากกว่าค่าของเงินทุนแล้ว กิจการก็ควรเก็บเป็นกำไรสะสมทั้งหมด เพื่อจะได้ทำให้กิจการมีมูลค่าสูงที่สุด ในทางตรงกันข้ามถ้าการนำรายได้ไปลงทุนต่อทำให้ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับมีค่าน้อยกว่าค่าของเงินทุน กิจการก็ควรนำรายได้นั้นไปจ่ายเป็นเงินปันผลทั้งหมดซึ่งก็จะมีผลทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดได้เช่นกัน<sup>(17)</sup>

ดังนั้นในกรณีนี้จะเห็นว่าการจ่ายเงินปันผลโดยทั่ว ๆ ไปจะไม่มีผลกระทบต่อระดับราคาตลาดของหุ้น แต่จะขึ้นอยู่กับว่าเมื่อนำรายได้ไปลงทุนแล้วได้ผลตอบแทนมากกว่าค่าของเงินทุน กิจการก็จะไม่จ่ายเงินปันผล จึงกล่าวได้ว่าตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นของกิจการก็คืออัตราผลตอบแทนที่ได้จากการนำกำไรสะสมไปลงทุนแทนการจ่ายเงินปันผล ซึ่งพิจารณาได้จากแนวความคิดของ Walter<sup>(18)</sup>

#### Walter's Formula

$$P = \frac{D + \frac{r}{\rho} (E - D)}{\rho}$$

กำหนดให้ P = ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ

D = เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น

E = กำไรของผู้ถือหุ้นสามัญต่อหุ้น

r = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

$\rho$  = อัตราผลตอบแทนส่วนทุนที่ต้องการ

(17)โปรดดู Van-Horne, *op. cit.*, p. 245.

(18)โปรดดู James E. Walter, "Dividend Policies and Common Stock Prices," *Journal of Finance*, XI (March, 1965), pp. 29-41.

ตัวอย่าง บริษัทมคย จำกัด มีกำไรของผู้ถือหุ้นสามัญต่อหุ้นเท่ากับ 5 บาท อัตราผลตอบแทนส่วนทุนที่ต้องการเท่ากับ 15 เปอร์เซ็นต์ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเท่ากับ 20 เปอร์เซ็นต์ และกิจการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นเท่ากับ 3 บาท จงคำนวณหาราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ

$$\begin{aligned} \text{จากสูตร } P &= \frac{D + \frac{r}{\rho} (E - D)}{\rho} \\ &= \frac{3 + \frac{.20}{.15} (5 - 3)}{.15} \\ &= 37.77 \text{ บาท} \end{aligned}$$

ถ้าสมมติว่ากิจการไม่จ่ายเงินปันผล หรือ  $D = 0$  ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} P &= \frac{0 + \frac{.20}{.15} (5 - 0)}{.15} \\ &= 44.44 \text{ บาท} \end{aligned}$$

ถ้าสมมติต่อไปว่ากิจการจ่ายเงินปันผล 100% หรือ  $D = 5$  ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} P &= \frac{5 + \frac{.20}{.15} (5 - 5)}{.15} \\ &= 33.33 \text{ บาท} \end{aligned}$$

จากตัวอย่างข้างต้นจึงสรุปได้ว่า

- 1) ถ้า  $r > \rho$  ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญจะสูงที่สุดก็ต่อเมื่อ กิจการไม่จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญเลย
- 2) ถ้า  $r < \rho$  ราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญจะสูงที่สุดก็ต่อเมื่อ กิจการไม่จ่ายเงิน

ปันผลเท่ากับรายได้ต่อหุ้น<sup>(19)</sup>

3) และถ้า  $r = p$  การจ่ายเงินปันผลจะไม่มีผลกระทบต่อราคาตลาดต่อหุ้นของหุ้นสามัญ

2. ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลกับโอกาสในการลงทุน หลักโดยทั่วไปนั้นการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมควรจะต้องพิจารณาควบคู่กับโอกาสในการลงทุนของกิจการและความพอใจที่ผู้ลงทุนต้องการในเงินปันผลในขณะนั้น ซึ่งจากการวิจัยพบว่าผู้ลงทุนพอใจในรายได้ปัจจุบันมากกว่ารายได้ในอนาคต (ถ้าไรส่วนทุน)

ปัจจัยที่ต้องพิจารณาในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล สรุปได้ดังนี้<sup>(20)</sup>

- 1) โอกาสของการลงทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน
- 2) ถ้าไรจากการดำเนินงาน การหมุนเวียนของเงินสดและสภาพคล่อง
- 3) ความจำเป็นในการหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก
- 4) แนวโน้มของกำไรในอดีตและอนาคต
- 5) แรงจูงใจของลูกค้าหรือผู้ลงทุน
- 6) ข้อกำหนดและกฎข้อบังคับเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล
- 7) การควบคุมการดำเนินงานของธุรกิจ

แนวความคิดในเรื่องผลกระทบจากการจ่ายเงินสดปันผลและผลกระทบของรายได้จากการดำเนินงาน โดยทั่วไป การตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนต่างก็มุ่งกำไรหรือผลตอบแทนซึ่งอาจอยู่ในรูปของเงินปันผล (dividends) หรือรายได้จากการดำเนินงาน (earnings) ทั้งสองรูปแบบต่างก็มีเหตุผลสนับสนุนแนวความคิดดังนี้

ก. แนวความคิดเรื่องผลกระทบการจ่ายเงินสดปันผล สำหรับกลุ่มนี้มีเหตุผลว่า เงินปันผลจะมีผลกระทบต่อระดับราคาของหุ้นสามัญของกิจการ แสดงว่าผู้ลงทุนสนใจที่จะได้รับ

---

(19) ถ้าสมมติ  $r = 10\%$ ,  $p = 15\%$ ,  $E = 5$ ,  $D = 3$ ,  $P = ?$

$$P = \frac{3 + \frac{.10}{.15}(5 - 3)}{.15} = 28.88 \text{ บาท}$$

$D = 5$

$$P = \frac{5 + \frac{.10}{.15}(5 - 5)}{.15} = 33.33 \text{ บาท}$$

(20) โปรดดู Solomon and Pringle, op.cit., pp. 571-74.

ผลตอบแทนในปัจจุบันมากกว่าการรอรับผลตอบแทนในอนาคต หรือกล่าวได้ว่า ผู้ลงทุน ไม่ชอบเสี่ยงภัย<sup>(21)</sup>

แนวคิดนี้ Myron J. Gordon ได้ศึกษาและกำหนดตัวแบบ (model) ไว้ดังนี้

สมมติว่า - ไม่มีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก

- ไม่มีการเก็บรายได้เป็นกำไรสะสม

- อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน = ค่าของเงินทุน (r = k)

- อัตราการจ่ายเงินปันผล = 100 %

Myron กล่าวว่า ถ้าหากสถานการณ์เป็นไปตามข้อสมมติฐานที่กำหนดแล้ว แนวคิดของทั้ง 2 รูปแบบจะไม่แตกต่างกันแสดงได้ดังนี้<sup>(22)</sup>

$$P_0(e) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E}{(1+k)^t} = \frac{E}{k} \quad \dots\dots(1)$$

$$P_0(d) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E}{(1+k)^t} = \frac{E}{k} \quad \dots\dots(2)$$

เมื่อ  $P_0(e)$  = ราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการเมื่อคำนวณตามแนวคิดเรื่องรายได้จากการดำเนินงาน

$P_0(d)$  = ราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการเมื่อคำนวณตามแนวคิดเรื่องเงินปันผลจ่าย

E = รายได้ที่คาดว่าจะได้รับจากการดำเนินงาน

t = ระยะเวลา

จะเห็นได้ว่าสมการที่ 1 และสมการที่ 2 มีค่าไม่แตกต่างกัน ทั้งนี้ก็เพราะว่าสถานการณ์เป็นไปตามที่กำหนดและเนื่องจาก

1) ผู้ลงทุนไม่ชอบเสี่ยง ดังนั้นถ้าเวลายิ่งนานไปความเสี่ยงย่อมมีมากขึ้น จึงชอบที่

<sup>(21)</sup>โปรดดู J. Fred Weston & Eugene F. Brigham, Managerial Finance (U.S.A.: Holt, Rinehard & Winston, Inc., 1969), p. 390.

<sup>(22)</sup>โปรดดู John Linter, "Dividends, Earning, Leverage, Stock Price and the Supply of Capital to Corporations", Review of Economic and Statistics, 44 (August, 1962) ch.12.

จะได้รับเงินสดปันผลในปัจจุบันมากกว่า ดังนั้นกิจการมีเงินปันผลจ่ายเท่ากับรายได้จากการดำเนินงาน

2) การจ่ายเงินปันผลในอนาคตยิ่งห่างไกลจากปัจจุบันมากเท่าใดจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนมากขึ้นเท่านั้นและจะทำให้ราคาตลาดของหุ้นจะตกต่ำลงกว่าที่ควรจะเป็น เพราะจะต้องนำอัตราซื้อลดที่สูงขึ้นมาเป็นตัว discount ( $k$  เพิ่มเท่ากับ  $r$  เพิ่ม และค่า  $k$  ในปีแรก ๆ จะต่ำกว่า  $k$  ในอนาคต)

กล่าวโดยสรุปแนวความคิดของ Myron J. Gordon จะถูกต้อง ถ้าข้อสมมติฐานที่กำหนดนั้นถูกต้อง แต่ถ้าข้อสมมติฐานผิดไม่ได้หมายความว่าแนวคิดของเขาผิดเพียงแต่ไม่เป็นจริง เราจะถือว่าแนวคิดเขาถูกต้องตามข้อสมมติฐานของเขาเท่านั้น

ข. แนวความคิดในเรื่องผลกระทบของรายได้จากการดำเนินงาน กลุ่มนี้มีความคิดว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการ แต่ระดับราคาของหุ้นของกิจการจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำรายได้ของกิจการ

ผู้สนับสนุนแนวคิดนี้คือ Merton M. Miller and Franco Modigliani<sup>(23)</sup> หรือเรียกย่อว่า M & M

ข้อสมมติฐานของ M & M สรุปได้ดังนี้<sup>(24)</sup>

- ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผล (rational) ข้อมูลที่ต้องการมีพร้อมจัดหาได้โดยไม่ต้องเสียค่าใช้จ่าย ผู้ลงทุนมีจำนวนน้อย จึงไม่มีผลต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์
- ไม่มีค่าใช้จ่ายในการออกหลักทรัพย์ใหม่
- ไม่มีการติดภาษี
- นโยบายการลงทุนของกิจการไม่เปลี่ยนแปลง
- เป็นการตัดสินใจภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอน

---

<sup>(23)</sup>โปรดดู Merton M. Miller and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, XXXIV (Oct, 1961) reprinted in James Van Horne, ed., *Foundations for Financial Management* (Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, Inc., 1966), pp. 481-513.

<sup>(24)</sup>โปรดดู John Linter, *op.cit.*, pp. 243-69.

M & M กล่าวว่า ความสามารถในการทำรายได้ของกิจการเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดมูลค่าของกิจการ การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ เมื่อกิจการมีรายได้จากการดำเนินงานแล้วจะมีการจ่ายเงินปันผลหรือเก็บเป็นกำไรสะสม ก็จะไม่ผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการ M & M ได้โต้แย้งความคิดของ Gordon ว่ากรณีที่กิจการจ่ายเงินปันผลนั้นแทนที่จะทำให้ราคาตลาดของหุ้นเพิ่มขึ้น แต่กลับต้องทำให้กิจการต้องออกหุ้นใหม่เพื่อเป็นการหาเงินทุนมาลงทุนเพิ่มจึงทำให้ราคาตลาดของหุ้นมีแนวโน้มลดลง และผลกระทบต่อมูลค่าจะเท่ากันพอดี ทำให้ราคาตลาดของหุ้นของกิจการคงเดิม ดังแสดงเป็นสมการได้ดังนี้

$$P_t = \frac{1}{(1+k)} (D_t + P_{t+1}) \quad \dots\dots\dots(1)$$

เมื่อ  $P_t$  = ราคาตลาดต่อหุ้นเมื่อเวลาที่  $t$

$k$  = Capitalization rate ของธุรกิจ  
(อัตราผลตอบแทนส่วนทุนที่ต้องการ)

$D_t$  = เงินปันผลจ่ายต่อหุ้นเมื่อเวลา  $t$

$P_{t+1}$  = ราคาตลาดต่อหุ้นเมื่อเวลา  $t+1$

มูลค่าของกิจการเมื่อมีการจ่ายเงินปันผล

$$V_t = \frac{1}{(1+k)} (D_t + V_{t+1}) \quad \dots\dots\dots(2)$$

มูลค่าของกิจการเมื่อมีการออกหุ้นใหม่

$$V_t = \frac{1}{(1+k)} (D_t + V_{t+1} - \Delta n_t P_{t+1}) \quad \dots\dots\dots(3)$$

จากสมการที่ 3 หมายความว่า มูลค่าของกิจการปีที่  $t$  เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลจ่ายทั้งหมดและมูลค่าของกิจการ ปี  $t+1$  หักด้วยมูลค่าของหุ้นของกิจการที่ออกในระหว่างปีนั้น  $\Delta n_t P_{t+1}$  (25)

$$V_t = \frac{1}{(1+k)} (E_t - I_t + V_{t+1}) \quad \dots\dots\dots(4)$$

(25)  $\Delta n_t P_{t+1} = I_t - (E_t - D_t)$

$I_t$  = จำนวนเงินสุทธิที่ต้องการลงทุน

$(E_t - D_t)$  = รายได้สุทธิหลังจากหักเงินปันผลจ่าย

สมการที่ 4 ได้จากการแทนค่า  $\Delta P_t = P_{t+1}$  จึงสรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นของกิจการเพราะว่า การจ่ายเงินปันผลจะเป็นอิสระต่อจำนวนหุ้นที่ออกใหม่ แต่ความสามารถในการทำรายได้ของกิจการจะมีผลต่อราคาตลาดของหุ้นของกิจการและมีผลทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดด้วย

อย่างไรก็ตามแม้ว่า M & M จะได้ทดลองศึกษาตัวแบบของเขาตามข้อสมมติฐานแล้ว ให้ผลสรุปออกมาดังกล่าว แต่ทางฝ่าย Gordon ก็ได้แย้งข้อสมมติฐานของ M & M ว่าในทางปฏิบัติเป็นไปได้ยากเพราะการตัดสินใจจะต้องเป็นภายใต้ความไม่แน่นอนมากกว่าที่จะกำหนดให้เป็นกรณีที่แน่นอน ดังนั้น M & M จึงทำการทดสอบภายใต้สถานการณ์ไม่แน่นอนบ้าง<sup>(26)</sup> ผลก็สรุปออกมาได้เหมือนเดิมคือ เงินปันผลจ่ายจะไม่มีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้น แต่ความสามารถในการทำรายได้ของกิจการจะมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้น

**การจ่ายเงินปันผล** (dividend payments) ตามปกติแล้วจะจ่ายเป็นงวดอาจเป็นแบบ 3 เดือน 6 เดือน หรือ 12 เดือน และที่นิยมใช้กันมาก จะเป็นแบบ 6 เดือน และ 12 เดือน (regular annual dividend) และในบางปีถ้าผลการดำเนินงานดีมีกำไรจากการดำเนินงานมากพอหลังจากเก็บเป็นกำไรสะสมและการเก็บไว้เพื่อการลงทุนต่อแล้วกิจการก็อาจจ่ายเงินปันผลพิเศษ (extra dividend) นอกเหนือจากที่จ่ายตามปกติแล้วก็ได้<sup>(27)</sup>

**วิธีการจ่ายเงินปันผล** มีขั้นตอนสรุปได้ดังนี้

- 1) ประกาศจ่ายเงินปันผล
- 2) บริษัทจดบันทึกชื่อผู้มีสิทธิรับเงินปันผลไว้ในทะเบียน
- 3) กำหนดวันที่พ้นกำหนดได้รับสิทธิในเงินปันผลงวดนั้น
- 4) จ่ายเงินปันผล

การจ่ายเงินปันผลอาจจ่ายได้เป็น 4 ลักษณะคือ<sup>(28)</sup>

---

(26) สำหรับการพิจารณาในรายละเอียดในส่วนนี้จะดูเพิ่มเติมได้จาก Wilbur G. Lewellen, *The Cost of Capital* (Belmont, Calif.: Wadsworth Publishing Co., Inc., 1969), pp. 54-57; and James E. Walter, *Dividend Policy and Enterprise Valuation* (Belmont, Calif.: Wadsworth Publishing Co., Inc., 1967), pp. 106-10.

(27) J. Fred Weston, *op.cit.*, pp. 391-92

(28) โปรดดู เกษรี ณรงค์เดช *การบัญชีบริษัท* (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ชวนพิมพ์) หน้า 83-88.



ก. เงินสดปันผล (cash dividends) ซึ่งเป็นวิธีการที่นิยมกันมาก แต่อย่างไรก็ตาม ในการจ่ายเงินสดปันผลนี้ผู้บริหารควรจะต้องพิจารณาอย่างรอบคอบเกี่ยวกับจำนวนเงินสดที่มีอยู่ เงินสดที่คาดว่าจะได้รับเข้ามาและจ่ายออกไป

ข. สินทรัพย์อื่นนอกจากเงินสด (property dividends) โดยทั่ว ๆ ไปนั้นหมายถึง หลักทรัพย์ต่าง ๆ ของบริษัทอื่นที่กิจการได้ลงทุนซื้อไว้และจะนิยมทำกันก็ต่อเมื่อกิจการมีเงินสดไม่พอเพียงกับจำนวนเงินปันผลที่จะต้องจ่าย<sup>(29)</sup>

ค. เอกสารแสดงหนี้สินของบริษัท (scrip dividends) การจ่ายเงินปันผลแบบนี้จะมีลักษณะเป็นสัญญาว่าจะจ่ายเงินให้แก่ผู้ถือหุ้นตามจำนวนเงินและภายในเวลาที่กำหนด หรือก็คือตัวเงินนั่นเองซึ่งสามารถโอนเปลี่ยนมือได้ สำหรับวิธีนี้ไม่ค่อยนิยมใช้กันเพราะจะทำให้ในกรณีที่มีกำไรสะสมมากแต่ไม่มีตัวเงินสดพอเพียง<sup>(30)</sup>

ง. การจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น (stock dividends) วิธีนี้เป็นหลักการอย่างหนึ่งในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลซึ่งผู้บริหารการเงินให้ความสำคัญอย่างมากซึ่งเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าการจ่ายหุ้นปันผล การจ่ายหุ้นปันผลเป็นการจ่ายผลตอบแทนในลักษณะหุ้นทุนของบริษัทแทนการจ่ายเงินสด ซึ่งอาจจ่ายจากหุ้นที่จดทะเบียนเพิ่มเติม หรือหุ้นที่คงเหลืออยู่ยังไม่ได้นำออกจำหน่าย หรือหุ้นซื้อคืนมา (treasury stock) ผลที่เกิดจากการจ่ายหุ้นปันผลก็เปรียบเสมือนกับเป็นการโอนกำไรสะสมของบริษัทเป็นบัญชีเงินทุนนั่นเอง<sup>(31)</sup> ดังตัวอย่าง เช่น กิจการขายหุ้นในราคาหุ้นละ 100 บาท โดยออกจำหน่ายจำนวน 1,000,000 หุ้น กิจการประกาศจ่ายหุ้นปันผล 10 เปอร์เซ็นต์ ดังนั้นกิจการจะต้องจ่ายหุ้นปันผลเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ 1,000,000 หุ้น หรือ 100,000 หุ้น มูลค่าของหุ้นปันผลเท่ากับ 10,000,000 บาท<sup>(32)</sup> ซึ่งจะต้องโอนออกจากบัญชีกำไรสะสมไปเป็นบัญชีหุ้น ทำให้บัญชีทุนมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 10,000,000 บาท และกำไรสะสมลดลง 10,000,000 บาท แต่เงินทุนทั้งสิ้นของกิจการยังคงเท่าเดิมเพราะเป็น

(29) Ibid., หน้า 84.

(30) เรียบเรียงจาก Ibid., หน้า 85.

(31) J. Fred Weston, op. cit., p. 393 และ Ibid.

(32) การคิดมูลค่าของหุ้นปันผล อาจคิดได้ตามราคามูลค่าของหุ้น (par) ราคาที่กำหนด (stated) หรือราคาตลาด (market) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขที่กำหนดตกลงกัน แต่ในกรณีนี้คิดตามราคามูลค่าหุ้น

การเปลี่ยนบัญชีเท่านั้น ดังนั้นสิทธิและส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นจะคงเดิมเพราะการจ่ายหุ้นปันผลจะจ่ายตามสัดส่วนของหุ้นที่ถืออยู่

**ข้อสังเกต** ในการจ่ายหุ้นปันผลบางครั้งผู้ถือหุ้นอาจได้รับสิทธิไม่เต็มหุ้นหรือ fractional shares กรณีนี้ผู้ที่มีสิทธิดังกล่าวอาจกระทำได้อดังนี้

- 1) ซื้อสิทธิจากผู้อื่นเพิ่มเติมเพื่อให้ได้หุ้นปันผลเต็มจำนวน
- 2) ขายสิทธิส่วนที่มีอยู่ให้แก่ผู้อื่นซึ่งยังขาดและต้องการเพิ่ม
- 3) นำสิทธินั้นไปขายคืนให้แก่บริษัทหรือไปติดต่อกับบริษัทเพื่อขอจ่ายเงินเพิ่มและรับหุ้นเต็มจำนวน
- 4) ปลดปล่อยให้สิทธิหมดอายุ กรณีนี้บริษัทผู้ให้สิทธิจะได้รับผลประโยชน์ เพราะผู้ถือหุ้นไม่ใช่สิทธิ

**การแบ่งหุ้น** <sup>(33)</sup> (stock splits) การแบ่งแยกหุ้นอาจทำได้ทั้งในทางบวกและลบ นั่นก็คือ อาจเป็นแบบ split up (กระจาย) และ split down (รวม) การแบ่งแยกหุ้นไม่ทำให้ส่วนของเงินทุนทั้งหมดเปลี่ยนแปลง

การ split up หมายถึงการแบ่งหุ้นให้มีจำนวนเพิ่มขึ้น เช่น จากเดิม 1 หุ้น แบ่งเป็น 2 หุ้น (2 : 1) กรณีนี้หมายความว่าผู้ถือหุ้นเดิมถืออยู่ 1 หุ้นเมื่อมีการแบ่งแยกหุ้นจะทำให้เปลี่ยนเป็นถือหุ้นอยู่ 2 หุ้น สำหรับมูลค่าของหุ้นใหม่ก็จะแบ่งเฉลี่ยเท่า ๆ กันตามจำนวนหุ้นที่เปลี่ยนใหม่ แต่มูลค่ารวมยังคงเดิม

การ split down หมายถึงการรวมหุ้นที่มีอยู่เดิมให้มีจำนวนหุ้นน้อยลง เช่น จากเดิม 2 หุ้น รวมเป็น 1 หุ้น (1 : 2) กรณีนี้หมายความว่าผู้ถือหุ้นเดิมถืออยู่ 2 หุ้น เมื่อมีการรวมหุ้นก็จะทำให้เปลี่ยนเป็นถือหุ้นอยู่เพียง 1 หุ้น โดยมูลค่าของหุ้นใหม่ก็จะเป็น 2 เท่าของมูลค่าหุ้นเก่า ดังนั้นมูลค่าต่อหุ้นแม้จะเปลี่ยนแปลงไปตามมูลค่าใหม่ แต่มูลค่ารวมของหุ้นทั้งหมดยังคงเท่าเดิม

ในทางปฏิบัตินั้นการแบ่งหุ้นและการจ่ายหุ้นปันผลจะมีข้อแตกต่างกันเพียงเล็กน้อยจนอาจกล่าวได้ว่าไม่มีความแตกต่างกันเลย ดังนั้นในหัวข้อต่อไปนี้จะเป็นการพิจารณาเรื่องต่าง ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายหุ้นปันผลและการแบ่งหุ้น

---

(33) Ibid.

**ผลกระทบด้านราคา (price effects)** ผลที่เกิดขึ้นจากการศึกษาในเรื่องผลของการจ่ายหุ้นปันผลนั้นมีพอเพียงกับการนำไปใช้ในการสำรวจผลกระทบด้านราคาหุ้นเมื่อมีการจ่ายหุ้นปันผล<sup>(34)</sup> ซึ่งสรุปได้ดังนี้

เงินสดปันผล	ระดับราคาตามช่วงเวลาต่าง ๆ (เปอร์เซ็นต์)		
	6 เดือนก่อนวันหมด สิทธิรับเงินปันผล	ณ วันที่หมดสิทธิ รับเงินปันผล	6 เดือนหลังวันหมด สิทธิรับเงินปันผล
เงินสดปันผลเพิ่มขึ้น	100	109	108
เงินสดปันผลไม่เพิ่มขึ้น	100	99	88

จะเห็นได้ว่าเมื่อหุ้นปันผลและเงินสดปันผลเพิ่มขึ้นพร้อมกับมูลค่าหุ้นของกิจการในช่วง 6 เดือนหลังจากวันหมดสิทธิรับเงินปันผลจะเพิ่มขึ้น 8 เปอร์เซ็นต์ ในทางตรงกันข้ามในช่วงเวลาเดียวกันถ้าหากหุ้นปันผลไม่สอดคล้องกับเงินสดปันผลที่เพิ่มขึ้น มูลค่าหุ้นของกิจการจะลดลง 12 เปอร์เซ็นต์

จากข้อมูลข้างต้นแสดงว่า การจ่ายหุ้นปันผลเป็นเพียงการได้รับใบหุ้นเพิ่มขึ้น และไม่ได้แสดงให้เห็นถึงรายได้ที่แท้จริง เมื่อรายได้และเงินสดปันผลเพิ่มขึ้นสอดคล้องกัน มูลค่าหุ้นที่ผู้ลงทุนถืออยู่ก็จะมี การปรับให้สูงขึ้นด้วย อย่างไรก็ตาม เมื่อการจ่ายหุ้นปันผลไม่สอดคล้องกับรายได้ที่เพิ่มและเงินสดปันผลที่เพิ่ม การเปลี่ยนแปลงนี้จะทำให้ราคาของหุ้นตกต่ำลง ดังนั้นหลักเกณฑ์พื้นฐานจึงขึ้นอยู่กับว่าแนวโน้มของรายได้และเงินปันผลเป็นอย่างไร

**ผลกระทบส่วนของผู้ถือหุ้น** การจ่ายหุ้นปันผลจะมีผลต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การจ่ายหุ้นปันผลจำนวนมากจะเป็นผลทำให้เปอร์เซ็นต์การเพิ่มของส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด จากการศึกษาจากตัวอย่างสรุปได้ดังนี้<sup>(35)</sup>

(34) ปรอดดู C.A. Barker, "Evaluation of Stock Dividends", *Harvard Business Review*, XXXVI (July-August, 1958), 99-114.

(35) Ibid.

	เปอร์เซ็นต์การเพิ่มในส่วน ของเจ้าของทุน 1950 - 1953
การจ่ายหุ้นปันผล > 25%	30
การจ่ายหุ้นปันผล 5 - 25%	17
การจ่ายหุ้นปันผลทั้งหมด	25
ไม่มีการจ่ายหุ้นปันผลหรือการแบ่งหุ้น	5

จะเห็นได้ว่าการจ่ายหุ้นปันผลที่จะทำให้ส่วนของเจ้าของทุนเพิ่มขึ้นนั้นควรเป็นระดับเฉลี่ย 25 เปอร์เซ็นต์ ส่วนธุรกิจและอุตสาหกรรมที่ไม่มีการให้สิทธิการจ่ายหุ้นปันผลหรือการแบ่งหุ้น จะทำให้ส่วนของเจ้าของเพิ่มเพียง 5 เปอร์เซ็นต์ นอกจากนั้น ระดับการเพิ่มของส่วนของเจ้าของจะทำให้ขนาดของหุ้นปันผลเพิ่มขึ้นด้วย

ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การจ่ายหุ้นปันผลทำให้จำนวนหุ้นในส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น การจ่ายหุ้นปันผลจึงมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้น นั่นก็คือราคาหุ้นจะลดต่ำลงในขณะที่หุ้นนั้นได้รับความนิยมกันอย่างกว้างขวาง

นอกจากการจ่ายเงินปันผลตามวิธีต่าง ๆ ข้างต้นแล้ว ในบางกรณีอาจมีการจ่ายเงินปันผลพิเศษ (extra-dividends) ซึ่งหมายถึงการจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่เกินกว่าที่จ่ายให้ตามปกติ ผู้ได้รับเงินปันผลพิเศษนี้ส่วนมากจะเป็นผู้ถือหุ้นสามัญ<sup>(36)</sup> ตัวอย่างเช่น บริษัทเคยประกาศและจ่ายเงินปันผลในอัตราหุ้นละ 10 บาท ต่อช่วง 6 เดือน ถ้าหากงวดเวลาใดมีกำไรได้มากกว่าปกติ คณะกรรมการผู้บริหารบริษัทก็จะประชุมและตกลงกันว่าควรจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเป็นหุ้นละ 15 บาท ต่อช่วง 6 เดือน ดังนั้นส่วนที่เพิ่มขึ้นอีก 5 บาทต่อหุ้นก็จะเป็นเงินปันผลพิเศษซึ่งมีผลเท่ากับว่าทำให้การจ่ายเงินปันผลของธุรกิจนั้นเปลี่ยนแปลงตามกำไรของธุรกิจและตามความจำเป็นในการใช้เงินทุนของธุรกิจ<sup>(37)</sup>

(36) เรียบเรียงจาก เกษรี ณรงค์เดช, op. cit., หน้า 93-94.

(37) โปรดดู นางเยาว์ ชัยเสรี, การเงินธุรกิจภาคปลาย (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ชวนพิมพ์, 2515).

กล่าวโดยสรุปการศึกษาเรื่องนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นการพิจารณาขอบเขตของการจัดหาเงินทุนภายในกิจการ ผู้บริหารการเงินจะตัดสินใจนำรายได้จากการดำเนินงานจ่ายคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ เพราะว่่านโยบายการจ่ายเงินปันผลจะมีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงิน การหมุนเวียนของกระแสเงินทุน สภาพคล่องของกิจการ ระดับราคาของหุ้น และตลอดจนความพอใจของผู้ลงทุนด้วย จึงทำให้ผู้บริหารจะต้องพิจารณากำหนดรูปแบบของเงินปันผล เงื่อนไข และวิธีการจ่ายเงินปันผลอย่างละเอียดรอบคอบมากที่สุดและโดยทั่วไปธุรกิจจะต้องกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับนโยบายเศรษฐกิจของประเทศในขณะนั้นด้วย<sup>(38)</sup>

---

(38)โปรดดู *Ibid.*, หน้า 38.

## การศึกษาเฉพาะกรณี

### บริษัทน้ำมันพืชไทย จำกัด

บริษัทน้ำมันพืชไทย จำกัด จัดตั้งขึ้นเมื่อปี 2497 เพื่อผลิตน้ำมันพืชจำหน่ายทั้งในและนอกประเทศ บริษัทเริ่มดำเนินกิจการด้วยการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่กำลังจะล้มละลายหลาย ๆ บริษัทในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำก่อนปี 2500 นายประธาน ชำนาญดี ผู้เริ่มก่อการบริษัทเล็งเห็นถึงความนิยมและความต้องการน้ำมันพืชในท้องตลาดในอนาคต จึงวางแผนการดำเนินงานของบริษัทที่ค่อนข้างจะกว้างขวาง ตามโครงการของเขากิจการของบริษัทจะต้องมีแหล่งผลิตวัตถุดิบของตนเอง ดังนั้น เขาจึงเริ่มลงทุนด้วยการทำไร่อั่วเหลืองเพื่อป้อนโรงงานที่จังหวัดสระบุรี จัดตั้งโรงงานผลิตขวดบรรจุน้ำมันพืชที่จังหวัดนนทบุรี ถึงแม้ว่าบริษัทนี้ในขณะเริ่มดำเนินการจะไม่ใช่อุตสาหกรรมขนาดใหญ่เมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันก็ตาม แต่การที่บริษัทจัดวางระบบการจัดการผลิตและการดำเนินการทางการตลาดที่ค่อนข้างรัดกุม การขยายกิจการของบริษัทตั้งแต่ปี 2510 ถึง 2520 จึงเป็นไปอย่างกว้างขวางและนับได้ว่าเป็นบริษัทที่มีความก้าวหน้าเป็นอย่างมาก

นายประธานบริหารกิจการบริษัทของตนด้วยความก้าวหน้าเป็นอย่างมาก เขามีส่วนผลักดันให้การขยายตัวทางด้าน การขายและสินทรัพย์เป็นไปอย่างรวดเร็วแต่การขยายตัวทำนองนั้นก็มีส่วนผลักดันให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินหลาย ๆ ด้านด้วยกัน (ดูตารางที่ 1) ในช่วงระยะเวลา 20 ปี ที่ผ่านม้อัตราส่วนหนี้สินของบริษัทเพิ่มจาก 30 เปอร์เซ็นต์ เป็น 50 เปอร์เซ็นต์ Current ratio ลดลงจาก 5 ต่อ 1 เป็น 1.6 ต่อ 1 และอัตราส่วนเงินสดต่อหนี้สินระยะสั้นลดลงจาก 1.5 ต่อ 1 ในปี 2500 เป็น 0.14 ต่อ 1 ในปี 2520

ในปี 2500 นายประธานและครอบครัวถือหุ้นของบริษัทน้ำมันพืชไทย จำนวน 75 เปอร์เซ็นต์ แต่ผลจากความต้องการในการเพิ่มทุนเพื่อขยายกิจการของบริษัททำให้ต้องออกหุ้นสามัญขายแก่บุคคลทั่วไปเรื่อยมา ภาวะการถือหุ้นของนายประธานและครอบครัวในปี 2520 จึงลดลงเหลือเพียง 35 เปอร์เซ็นต์ของจำนวนหุ้นทั้งหมด

บริษัทน้ำมันพืชไทยไม่เคยจ่ายเงินสดปันผลหรือหุ้นปันผลหรือดำเนินการแบ่งแยกหุ้นเลย นายประธานให้เหตุผลว่าเป็นเช่นนั้นเนื่องจากบริษัทต้องการที่จะนำผลกำไรทั้งหมดมาใช้ในโครงการใหม่ซึ่งบริษัทขยายกิจการออกไป ตามความคิดของเขาเห็นว่าการจ่ายเงินสดปันผล หุ้นปันผล หรือการแบ่งแยกหุ้นจะทำให้เงินทุนของบริษัทกระจายออกไป

จนไม่อาจเกิดประโยชน์ต่อการสร้างความเจริญก้าวหน้าให้บริษัทได้ ยิ่งไปกว่านั้นการดำเนินการดังกล่าวก็ยังเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายของบริษัทโดยไม่จำเป็น

ในการประชุมใหญ่สามัญประจำปี 2520 ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ลงมติคัดค้านนโยบายเรื่องเงินปันผลที่ผ่านมาของบริษัท ผู้ถือหุ้นคนหนึ่งอภิปรายว่าในปี 2520 รายได้ต่อหุ้นของบริษัทมีมูลค่า 130 บาท ในขณะที่มูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ต่อหุ้นเท่ากับ 1,500 บาท เงินเดือนและผลตอบแทนของผู้จัดการบริษัทในปี 2520 เป็นเงินประมาณ 200,000 บาท แต่ปรากฏว่าผู้ถือหุ้นไม่เคยได้รับเงินปันผลใด ๆ เลย เป็นเวลาติดต่อกันรวม 23 ปี ผู้ถือหุ้นรายนี้อภิปรายต่อไปว่า ในช่วง 10 - 15 ปีที่ผ่านมาบริษัทผลิตน้ำมันพืชแห่งอื่น ๆ จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเหล่านั้นเป็นจำนวนถึง 40 เปอร์เซ็นต์

จากข้ออภิปรายดังกล่าวนี้ นายประธานในฐานะประธานอำนวยการบริษัท และ นายทับทิม แก้มแดง ผู้จัดการบริษัทต่างก็ตระหนักถึงความยุ่งยากอันอาจเกิดขึ้นจากความไม่พอใจของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ ประกอบกับในขณะนั้นก็มีข่าวว่าผู้ถือหุ้น 2 กลุ่ม พิจารณาที่จะถอนตัวออกจากบริษัท ถ้าบริษัทไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นทั้ง นายประธานและนายทับทิมจึงมีความกังวลว่าฐานะของบริษัทในอนาคตจะต้องประสบความยุ่งยาก นายประธานจึงชี้แจงต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นว่าเขาจะเรียกประชุมคณะกรรมการบริษัทเพื่อพิจารณาวางนโยบายการจ่ายเงินปันผลเสียใหม่ แต่ผลการประชุมครั้งนี้จะแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบได้ในเวลาอีก 4 เดือนข้างหน้า

ในที่ประชุมกรรมการบริษัทมีความเห็นแตกต่างกันออกไปเป็น 5 กลุ่ม กลุ่มแรกนำโดยนายประธานเห็นว่าแม้ว่าการจ่ายเงินสดปันผลจะทำให้ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่พอใจ แต่ก็เป็นเรื่องสุดวิสัยที่จะทำได้เพราะงบดุลของบริษัทอยู่ในฐานะที่ไม่อาจจะทำได้อีก เช่นนั้น กลุ่มที่ 2 นำโดยนายชาญ นิสัยดี ตัวแทนของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเห็นว่าการจ่ายเงินสดปันผลอยู่ในฐานะที่เป็นไปได้และการกระจายหุ้นก็เป็นเรื่องที่บริษัทน่าจะต้องพิจารณา กลุ่มที่ 3 เห็นว่าบริษัทต้องจ่ายเงินสดปันผล แต่แทนที่จะกระจายหุ้นบริษัทควรจะพิจารณาจ่ายหุ้นปันผลแทน กลุ่มที่ 4 เห็นว่าบริษัทจะต้องจ่ายเงินสดปันผลทันทีพร้อม ๆ กับการจ่ายหุ้นปันผลและการแบ่งแยกหุ้น กลุ่มนี้ให้ความเห็นว่าในขั้นแรกบริษัทจะต้องประกาศแบ่งแยกหุ้นแล้วจึงจ่ายหุ้นปันผล งวด 3 เดือนมีมูลค่าเท่ากับกำไรในช่วง 3 เดือนนั้น กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีกำไรหุ้นละ 2 บาท ในช่วง 3 เดือน และจ่ายเงินสดปันผลหุ้นละ 1 บาท บริษัทต้องประกาศกระจายหุ้นเป็นเปอร์เซ็นต์เท่ากับ 1 บาทหารด้วยราคาตลาดของหุ้นในขณะนั้น กลุ่มที่ 5

พิจารณาว่าการที่นายประธานดำเนินนโยบายบริษัทด้วยการไม่จ่ายเงินสดปันผลนั้นเป็นเพราะว่าเขาต้องการหลีกเลี่ยงภาษีเงินได้จากการจ่ายเงินสดปันผล กลุ่มนี้จึงมีความเห็นเช่นเดียวกับกลุ่มที่ 4 แต่ก็มีข้อเสนอว่า เพื่อเป็นทางเลือกในการที่บริษัทอาจจะไม่จ่ายเงินสดปันผล บริษัทควรจะพิจารณาวางแผนซื้อหุ้นคืนซึ่งวิธีการนี้จะเป็นการกระจายผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งโดยทางตรงและโดยทางอ้อม

ผลการประชุมครั้งนี้ปรากฏว่าที่ประชุมยังไม่อาจลงมติว่าบริษัทควรจะมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในลักษณะใด จึงแต่งตั้งให้นายดำเนิน สะดวก รองกรรมการผู้จัดการฝ่ายการเงินเป็นผู้นำความเห็นของทุกฝ่ายไปประเมินและสรุปเป็นนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเสนอต่อที่ประชุมในสัปดาห์ต่อไป

ระหว่างการพิจารณาเรื่องนี้ นายดำเนินได้รับความร่วมมือจากนายเจิม ใจดี ผู้จัดการฝ่ายขายเกี่ยวกับฐานะของบริษัทตั้งแต่ปี 2500 - 2520 ตามรายละเอียดที่ปรากฏในตารางที่ 2 ขณะเดียวกัน นายเจิม ขอให้นายดำเนินช่วยพิจารณาด้วยว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทและการแบ่งแยกหุ้นในเวลานี้จะมีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทหรือไม่เมื่อเปรียบเทียบกับราคาต้นทุนของบริษัทอื่น ๆ



**ตารางที่ 1**  
**บริษัทน้ำมันพืชไทย จำกัด**  
**งบดุล**  
**ณ วันที่ 31 ธันวาคม**

		(หน่วย : ล้านบาท)	
	2500	2510	2520
เงินสดและหลักทรัพย์	16.3	31.7	17.5
ลูกหนี้	25.8	51.8	126.3
สินค้าคงเหลือ	17.1	-26.5	54.6
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	61.2	110.0	198.4
สินทรัพย์ถาวรสุทธิ	54.6	193.5	589.6
รวมสินทรัพย์ทั้งสิ้น	<u>115.8</u>	<u>303.5</u>	<u>788.0</u>
หนี้สินระยะสั้น	12.3	31.4	124.0
หนี้สินระยะยาว	22.6	90.0	270.0
ทุนหุ้นสามัญ	<u>81.0</u>	182.1	394.0
รวมหนี้สินและทุน	<u>115.8</u>	<u>303.5</u>	<u>788.0</u>
Current ratio (2.7 : 1)*	5 : 1	3.5 : 1	1.6 : 1
เงินสด : หนี้สินระยะสั้น (1 : 1)	1.5 : 1	1.0 : 1	0.14 : 1
อัตราส่วนหนี้สิน	30%	40%	50%

หมายเหตุ \* ตัวเลขเฉลี่ยของอุตสาหกรรมผลิตน้ำมันพืช

**ตารางที่ 2**  
**บริษัทน้ำมันพีชไทย จำกัด**

ปี	รายได้ต่อหุ้น	มูลค่าตามบัญชี ราคาตลาดถัวเฉลี่ย		อัตราส่วนราคา/รายได้ อัตราเฉลี่ยของอุตสาหกรรม
		ต่อหุ้น	ต่อหุ้น	
2520	130	1,818	1,566	16
2515	98	1,543	1,278	19
2510	94	1,215	1,110	18
2505	85	1,035	1,010	17
2500	58	810	580	10

อัตราส่วนราคาตลาดมูลค่า ทางบัญชีอัตราเฉลี่ยของ อุตสาหกรรม	ช่วงเวลา	อัตราเฉลี่ยอุตสาหกรรมต่อปี รวมทั้งอัตราความเจริญก้าวหน้า ในรายได้
2.5	2515 – 2520	8 %
2.9	2510 – 2515	7 %
2.6	2505 – 2510	6 %
2.5	2500 – 2505	7 %
1.2		