

บทที่ 7

การศึกษาเฉพาะกรณี

เรื่องการรวมและการปรับปรุงกิจการ

เมื่อผู้บริหารการเงินได้ทำหน้าที่เกี่ยวกับการตัดสินใจจัดหาเงินทุน การตัดสินใจลงทุนและการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเรียบร้อยแล้ว ผู้บริหารก็ควรจะมีการประเมินผลการตัดสินใจว่าจะมีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการในทางบวกหรือลบมากน้อยเพียงใดจึงจะถือว่าการดำเนินงานนั้นสมบูรณ์แบบเพราะได้มีการติดตามและประเมินผลการดำเนินงานด้วยในการประเมินผลเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการ หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าการตีราคาธุรกิจนั้นจะต้องอาศัยการพยากรณ์รายได้ในอนาคตตลอดจนคาดคะเนว่าจะได้รับรายได้ไม่น้อยอย่างแน่นอนเพื่อเป็นเครื่องมือในการตีราคาธุรกิจ

การตีราคาธุรกิจ

โดยทั่ว ๆ ไป การตีราคาธุรกิจจะนำมาใช้ได้ในการนี้ต่อไปนี้⁽¹⁾

1. เมื่อมีการตั้งกิจการใหม่ โดยการซื้อสินทรัพย์จากธุรกิจเดิมที่ดำเนินงานอยู่แล้ว หรือโดยการซื้อกิจการที่มีอยู่แล้วหรือตั้งกิจการใหม่โดยตรง วิธีนี้ธุรกิจจะต้องพิจารณาถึงปัญหาทางการเงินที่อาจเกิดขึ้นจากการประเมินค่าธุรกิจและปัญหาด้านอื่น ๆ เช่น การตลาด การผลิตและกฎหมายด้วย ดังนั้นวิธีนี้จึงสะดวกและเหมาะสมกับธุรกิจที่ต้องการดำเนินงานทันที แต่อย่างไรก็ตามวิธีนี้อาจมีปัญหาในการดำเนินต่อไปได้เพราะมองในแง่กิจการที่ขายตัวเองจะต้องเป็นกิจการที่มีปัญหาใดปัญหาหนึ่งหรือหลายปัญหาประกอบกัน

(1) เรียบเรียงจาก นงเยาว์ ชัยเสรี, การเงินธุรกิจภาคปลาย (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ชวนพิมพ์, 2515), หน้า 137.

อาจเป็นเพราะเกิดการขาดทุนจากการดำเนินงานมากหรือติดต่อกันมานาน หรือเกิดจากการดำเนินงานโดยขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียน เป็นต้น

2. เมื่อมีการรวมกิจการ (จะกล่าวอย่างละเอียดในหัวข้อต่อ ๆ ไป)
3. เมื่อมีการปรับปรุงทุนใหม่หรือเมื่อเลิกกิจการ

สำหรับในบทนี้จะเน้นหนักในกรณีที่ 2 และกรณีที่ 3 ดังที่จะกล่าวถึงต่อไปตามลำดับดังนี้

การรวมกิจการ

ก่อนที่จะศึกษาถึงวิธีการรวมกิจการและรายละเอียดของรูปแบบการรวมกิจการ ควรทำความเข้าใจเบื้องต้นเกี่ยวกับความหมายของการรวมกิจการก่อน ดังนี้

การรวมกิจการหมายถึงการรวมหน่วยงานทางเศรษฐกิจจาก 2 หน่วยงาน หรือมากกว่าเดิมที่เคยมีมาก่อนหน้านี้⁽²⁾

Statutory merger หมายถึง การรวมกิจการ 2 แห่ง ซึ่งมีกิจการหนึ่งมีปัญหาทางการเงินในปัจจุบันจึงต้องการเข้าร่วมกับกิจการที่ดีกว่าเพื่อให้เหลือเพียงกิจการเดียว ในกรณีนี้จะต้องนำสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการที่สลายตัวไปมารวมไว้กับกิจการที่คงเหลืออยู่ (surviving company) เช่น บริษัทแห่ง จำกัด รวมกับบริษัทกล้า จำกัด คงเหลือเป็นบริษัทแห่ง จำกัด เพียงบริษัทเดียว บริษัทกล้าสลายตัวไป หรือกล่าวอีกอย่างหนึ่งว่าบริษัทกล้าจำกัด เป็นบริษัทที่ถูกรวม (Expiring Company) แต่บริษัทแห่งเป็นบริษัทผู้รวม

Statutory consolidation หมายถึงการรวมกิจการ 2 แห่ง โดยตั้งเป็นบริษัทใหม่ขึ้นมา เช่น บริษัทแห่ง จำกัด รวมกับบริษัทกล้า จำกัด กลายเป็นบริษัทแก้ว จำกัด เป็นต้น

อย่างไรก็ตามการรวมแบบ merger และการรวมแบบ consolidate อาจใช้แทนกันได้ ในบางครั้ง

โดยทั่วไปการรวมกิจการจะเริ่มขึ้นจากการเจรจาตกลงกันระหว่างฝ่ายบริหารของ 2 บริษัท โดยที่คณะกรรมการบริหารงานของบริษัททั้งสองจะต้องให้สัตยาบันซึ่งกันและกัน และมีข้อตกลงกันในเรื่องการยอมรับผู้ถือหุ้นสามัญของทั้งสองบริษัทด้วย

(2)โปรดดู J. Fred Weston Eugene F. Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, 3rd edition, (Holt, Rinehard & Winston, Inc., 1969), p. 563.

สำหรับการจัดบันทึกบัญชี เมื่อมีการรวมกิจการ 2 แห่งเข้าด้วยกัน จะกระทำเมื่อมีการซื้อกิจการ (purchase) หรือเมื่อมีการรวมผลประโยชน์ตอบแทนซึ่งกันและกัน

ในกรณีการซื้อกิจการก็จะจัดบันทึกบัญชีเช่นเดียวกับการจัดบันทึกบัญชีในเรื่องการลงทุนในกิจการที่น่าสนใจ สำหรับราคาที่จ่ายซื้อถ้าหากมีจำนวนเกินกว่ามูลค่าสำหรับธุรกิจดังกล่าว ก็คือ ค่าความนิยม (goodwill) นอกจากนั้นค่าความนิยมนี้ยังเป็นรายการที่ตัดจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายจากรายได้ที่จะได้รับในอนาคตด้วย การตัดจ่ายนี้จะกระทำทำนองเดียวกันกับการคิดค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ นั่นก็คือจะติดตามอายุการดำเนินงานของธุรกิจนั้น⁽³⁾ ดังนั้นรายได้จากการดำเนินงานก็จะลดลงเพราะค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ดังกล่าว สิ่งที่ต้องระวังไว้ก็คือ ค่าความนิยมไม่สามารถนำมาเป็นรายการหักค่าใช้จ่ายเพื่อประโยชน์ในด้านการเสียภาษีได้ ดังนั้นการลดลงของรายได้ในอนาคตขึ้นอยู่กับพฤติกรรมการทางบัญชีดังกล่าว ซึ่งเป็นผลเสียต่อบริษัทที่ต้องการรวมกิจการด้วย

สำหรับการรวมผลประโยชน์ตอบแทนของกิจการทั้งสองจะแสดงอยู่ในงบดุลเดียวกัน ซึ่งแสดงสินทรัพย์และหนี้สินทั้งสิ้นของทั้งสองกิจการ ดังนั้นค่าความนิยมจะไม่ปรากฏในงบการเงินและไม่มีการหักค่าใช้จ่ายจากรายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตด้วย จากเหตุผลดังกล่าวการรวมผลประโยชน์ตอบแทนของกิจการจึงเป็นที่นิยมกันอย่างแพร่หลาย

การซื้อสินทรัพย์หรือการซื้อหุ้นสามัญของกิจการที่ถูกรวม

บริษัทผู้ซื้อ (buying company) อาจซื้อสินทรัพย์บางส่วนหรือทั้งหมดของอีกกิจการหนึ่ง และการซื้อนี้อาจจ่ายเป็นเงินสดหรือจ่ายเป็นหุ้นของบริษัทตนเองก็ได้ เป็นที่ปรากฏอยู่เสมอว่าบริษัทผู้ซื้อต้องการเพียงสินทรัพย์ของบริษัทถูกรวมเท่านั้นเท่านั้นโดยไม่คำนึงถึงภาระหนี้สินของกิจการนั้นเลย ถ้าหากมีการซื้อสินทรัพย์ทั้งหมดบริษัทผู้ขาย (selling company) ก็อาจขายบางส่วนได้ หลังจากการขายแล้วสินทรัพย์ทั้งหมดก็จะนำไปรวมกับเงินสดหรือหุ้นของบริษัทผู้ซื้อบริษัทผู้ขายก็สามารถถือเงินสดหรือหุ้นนั้นไว้เอง หรือแจกจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทก็ได้ซึ่งเปรียบเสมือนว่าเป็นการจ่ายเงินสดปันผลคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นเมื่อเลิกกิจการ (Liquidation dividend)

ดังนั้น เมื่อมีการซื้อสินทรัพย์ไปแล้ว บริษัทผู้ขายสามารถดำเนินงานต่อไปได้ ถ้ายังคงถือเงินสดหรือหุ้นที่ได้จากการขายกิจการและเงินสดนั้นก็สมารถนำไปลงทุนในสินทรัพย์

(3) ตามปกติอายุค่าความนิยมจะไม่แน่นอน

อื่นได้ด้วย เป็นที่ปรากฏชัดว่าถ้ามีการขายสินทรัพย์บางส่วนแล้ว บริษัทผู้ขายยังคงดำเนินงานต่อไปได้ ถ้ามีการจ่ายเงินสดรายการค่าใช้จ่ายนี้จะช่วยให้บริษัทผู้ขายประหยัดภาษีได้ การจ่ายชำระเป็นหุ้นบุริมสิทธิหรือหุ้นสามัญ ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกิดจากการจ่ายชำระหุ้นจะนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายไม่ได้ในช่วงการขายนั้น เพราะกำไรหรือขาดทุนจากส่วนทุน (capital gain or capital loss) จะต้องเป็นกรณีที่มีการซื้อขายหุ้นของกิจการนั้นเท่านั้น

เมื่อบริษัทผู้ซื้อต้องการซื้อหุ้นของบริษัทอื่น บริษัทจะขายหุ้นก็ต้องรวมกับบริษัทผู้ซื้อ บริษัทผู้ขายที่ต้องการหยุดการดำเนินงานก็จะรวมกับบริษัทผู้ซื้อ โดยจะรวมสินทรัพย์และหนี้สินทั้งหมด เมื่อมีการรวมสินทรัพย์แล้ววิธีการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้นอาจจ่ายเป็นเงินสดหรือจ่ายเป็นหุ้นก็ได้ ถ้ามีการจ่ายเงินสด รายการนี้จะนำมาคิดเป็นค่าใช้จ่ายและนำมาหักภาษีให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ซื้อได้ แต่ถ้ามีการจ่ายเป็นหุ้นรายการนี้ไม่ได้รับยกเว้นภาษีจนกว่าหุ้นนั้นจะมีการจำหน่ายได้

การโต้แย้งของผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับการรวมกิจการ

ขณะที่การรวมกิจการจะต้องอาศัยเสียงส่วนใหญ่ของผู้ถือหุ้นนั้น ผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งซึ่งเป็นเสียงส่วนน้อยก็สามารถโต้แย้งในเรื่องการจ่ายราคาหุ้นได้ และถ้าทั้ง 2 ฝ่ายตกลงกันไม่ได้ก็就会有การส่งฟ้องศาลให้มีการตีราคาหุ้นและจ่ายซื้อหุ้นเป็นเงินสด กรณีที่เป็นการค้าที่มีความยุติธรรม (fair market) ที่จัดตั้งโดยศาล ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับชำระค่าหุ้นดังกล่าวเป็นเงินสด ถ้าความขัดแย้งมีมากจะทำให้เป็นสาเหตุแห่งความยุ่งยากได้ และยังทำให้เกิดปัญหาทางการเงินอย่างรุนแรงในการรวมกิจการด้วย ดังนั้นการรวมกิจการส่วนใหญ่ซึ่งอาศัยการยอมรับของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ แต่ขณะเดียวกันก็ต้องสนใจข้อโต้แย้งของผู้ถือหุ้นกลุ่มน้อยด้วยเพื่อให้ทั้ง 2 ฝ่ายเข้าใจและสนใจข้อเสนอดังกล่าว การโต้แย้งนี้จะเป็นอุปสรรคในการรวมกิจการ ถ้าหากมีข้อความเป็นที่น่าสงสัยแม้ว่าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะยอมรับก็ตามก็ควรจะมีการโต้แย้ง

รูปแบบของการรวมกิจการ ที่สำคัญมี 3 ประเภท ดังนี้

1. **Holding Companies** การรวมกิจการที่น่าสนใจของธุรกิจก็คือ การรวมแบบ Holding Co. ซึ่งเป็นธุรกิจที่ถือหุ้นสามัญซึ่งมีสิทธิในการออกเสียงของอีกหลาย ๆ บริษัท ทั้งนี้เพื่อพิทักษ์ผลประโยชน์ของบริษัทเหล่านั้น Holding Co. ไม่จำเป็นต้องถือหุ้นเกินกว่า 50 เปอร์เซ็นต์ เพื่อควบคุมการบริหารงานของบริษัทนั้น ๆ ธุรกิจอาจถือหุ้นเพียง 10 หรือ

20 เปอร์เซนต์ ก็ได้ โดยมีสิทธิเข้ามาบริหารแต่จะไม่มีอำนาจควบคุมการบริหารในบริษัทนั้น ๆ ได้ และไม่ถือว่าเป็นบริษัทย่อยหรือบริษัทในเครือ (ปกติแล้วบริษัทที่ถูกซื้อหุ้นจะเรียกว่า บริษัทย่อยหรือบริษัทในเครือ) อย่างไรก็ตาม Holding Co. และบริษัทย่อยก็ยังคงแยกการดำเนินงานจากกัน

ผลดีของการรวมกิจการแบบ Holding Co.

1. เพื่อดูแลแนวโน้มของระดับราคาหุ้นว่าจะสูงขึ้นหรือต่ำลง ทั้งนี้เพื่อใช้ประโยชน์ของแนวโน้มในการพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคตว่าควรจะรวมกิจการต่อไปหรือจำหน่ายหุ้นนั้นทันที
2. ทำให้ผู้ซื้อหุ้นมีสิทธิในการควบคุมสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงได้เมื่อมีการซื้อหุ้นสามัญเพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น
3. ทำให้สามารถจัดหาเงินทุนได้ง่ายเพราะบริษัทที่ถูกรวมกิจการยังสามารถดำเนินงานต่อไปได้
4. การซื้อหุ้นในบริษัทที่สนใจจะไปลงทุนนั้นแม้จะซื้อเพียงเล็กน้อยก็จะซื้อได้ในราคาที่ไม่แตกต่างกับการซื้อในปริมาณมาก ๆ เพราะราคาหุ้นไม่เปลี่ยนแปลงตามปริมาณการซื้อ
5. ทำให้ประหยัดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพราะมีการบริหารงานรวมกันอยู่ด้วย

ข้อเสียของการรวมกิจการแบบ Holding Co.

1. บริษัทผู้ซื้อซึ่งซื้อกิจการอื่นมารวมด้วยนั้นจะต้องเสียภาษีเงินได้เพิ่มขึ้นจากเดิม
2. ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอาจสูงขึ้นได้เพราะงานบางอย่างต้องแยกกันบริหาร
3. เกิดความยุ่งยากและความล่าช้าในการบริหารงาน
4. ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิเข้ามาบริหารงานได้จึงทำให้เกิดความสับสน
5. การจ่ายผลตอบแทนเป็นเงินปันผลทำให้กิจการไม่ได้รับการชดเชยจากภาษีจึงต้องนำมาคิดภาษีด้วย⁽⁴⁾

2. **การรวมแบบ merger** เป็นการรวมแบบที่ยังคงเหลือสภาพกิจการผู้รวมอยู่ (surviving company) บริษัทที่ถูกรวมจะสลายตัวไป แต่การรวมแบบนี้ต้องได้รับความเห็นชอบจาก

⁽⁴⁾โปรดดู Harry G. Guthman and Herbert E. Dougall *Corporate Finance Policy*, 4th edition (Englewood cliffs, N.J.:Prentice-Hall, Inc., 1962), ch.28.

ที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนและการชำระเงินจะใช้วิธีแลกเปลี่ยนหุ้นกัน วิธีนี้จะนิยมใช้กับการรวมของบริษัทขนาดใหญ่กับบริษัทขนาดเล็ก

3. **การรวมแบบ consolidation** เป็นการรวมโดยที่กิจการเดิมสลายตัวไปและเกิดกิจการใหม่ขึ้นมาแทนโดยบริษัทใหม่ จะออกหลักทรัพย์แลกเปลี่ยนให้แก่บริษัทเดิม วิธีนี้จึงนิยมใช้กันเฉพาะบริษัทที่มีขนาดการดำเนินงานใกล้เคียงกันหรือเท่ากัน เช่น บริษัทขนาดใหญ่กับบริษัทขนาดใหญ่ หรือบริษัทขนาดเล็กกับบริษัทขนาดเล็ก เป็นต้น

เหตุผลของการรวมกิจการ เหตุผลสำคัญในการพิจารณาเรื่องการรวมกิจการมีอยู่มากมายและค่อนข้างยุ่งยากและแต่ละเหตุผลก็มีความสำคัญต่อการรวมกิจการมาก ซึ่งสรุปได้ดังนี้

1. ทำให้ช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เพราะงานที่ยุ่งยากจะถูกแยกออกไปเป็นอีกส่วนหนึ่ง เช่น งานด้านการตลาด การจัดซื้อ และงานส่วนที่เหลืออื่น ๆ ก็สามารถนำมารวมกันได้

2. ทำให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพ กรณีนี้ต่อเนื่องจากเหตุผลประการแรก เพราะถ้ากิจการไม่สามารถจ้างผู้บริหารระดับสูงที่มีความสามารถบริหารงานกิจการตนเองได้ ซึ่งอาจเนื่องมาจากไม่มีตัวบุคคลที่เหมาะสมก็ควรใช้วิธีการรวมกิจการกับกิจการที่ดำเนินงานประเภทเดียวกัน แต่มีความพร้อมในการบริหารงานสูงกว่า ทำงานได้เต็มที่กว่า ทั้งนี้ทำให้กิจการของตนอยู่รอดต่อไปได้

3. การขยายกิจการ นับได้ว่าเป็นแรงจูงใจให้เกิดการรวมกิจการขึ้นได้ โดยการรวมนี้จะเป็นกรณีที่ต้องการเข้าดำเนินงานในกิจการอื่นที่ไม่อยู่ในสายผลิตภัณฑ์เดียวกัน ทั้งนี้เพื่อลดปัญหาเรื่องความไม่แน่นอนของรายได้จากการดำเนินงานที่ดำเนินอยู่ก่อนหน้านี้

4. ความเจริญก้าวหน้าของธุรกิจ ธุรกิจโดยทั่วไปไม่ต้องการให้กิจการของตนเจริญรวดเร็วเกินไป อัตราการเจริญก้าวหน้าของกิจการจะต้องมีค่าน้อยกว่าอัตราการเจริญก้าวหน้าที่แท้จริงภายในกิจการนั้น

5. การจัดหาเงินทุน กิจการที่กำลังขยายการดำเนินงานอย่างรวดเร็วจะประสบปัญหาเรื่องการจัดหาเงินทุน ดังนั้นถ้ากิจการไม่ต้องการมีปัญหาดังกล่าวจะต้องหาทางรวมกิจการกับธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูงและมีความมั่นคงทางการเงินเพื่อให้มีเงินทุนพอกับการเจริญเติบโตของธุรกิจได้

6. ภาวะภาษี การรวมกิจการทำให้กิจการประหยัดรายจ่ายค่าภาษีไปได้เป็นจำนวนมาก กิจการที่ประสบปัญหาการขาดทุนก็ต้องการกิจการที่มีกำไรเพื่อช่วยพยุงให้สามารถดำเนินงานต่อไปได้ มิฉะนั้นการดำเนินงานต้องสิ้นสุดลงถ้ากิจการไม่มีกำไรพอชดเชยส่วนที่ขาดทุนนั้นได้⁽⁵⁾

7. เหตุผลส่วนบุคคล ในบางกรณีธุรกิจอาจจะรวมกิจการเพื่อให้ระดับราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้น⁽⁶⁾ หรืออาจรวมกิจการเพราะเกิดความขัดแย้งภายในธุรกิจรวมการชดเชยค่าหมัดวาระหรือต้องการรวมกับคู่แข่งชั้น เป็นต้น

ข้อพิจารณาทางการเงินเกี่ยวกับการรวมกิจการ

เมื่อกิจการ 2 แห่งรวมกันแล้ว สิ่งที่จะต้องพิจารณากันต่อไปก็คืออัตราส่วนการแลกเปลี่ยนระหว่างกิจการทั้ง 2 แห่ง ในส่วนนี้จะเป็นการพิจารณาถึงอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับรายได้ สมมติว่าการรวมกิจการเป็นแบบการรวมหุ้นมากกว่าการรวมเงินสดหรือหนี้สิน วัตถุประสงค์ของการรวมก็เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งมากที่สุดในระยะยาว ความสำเร็จของการรวมกิจการจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อสามารถทำให้ระดับราคาตลาดของหุ้นของกิจการสูงกว่าขณะที่ยังไม่มีการรวมกิจการ⁽⁷⁾

รายได้

ในการประเมินผลการรวมกิจการนั้นจะต้องมีการพิจารณาถึงผลของการรวมกิจการที่มีต่อรายได้ต่อหุ้นของกิจการ สมมติว่าบริษัทขวัญใจ จำกัด กำลังพิจารณาการรวมกิจการโดยการรวมหุ้นกับบริษัทแก้วตา จำกัด ข้อมูลทางการเงินมีดังนี้

(5)โปรดดู James C. Van Horne, "A look at the Loss Carry-Forward, *Accounting Review*, 38 (Jan, 1963), pp. 56-60.

(6)โปรดดู นงเยาว์ ชัยเสรี, *op. cit.*, หน้า 163.

(7)โปรดดู William W. Alberts, "The Profitability of Growth by Merger," William W. Alberts and Joel E. Segall, eds., *The Corporate Merger* (Chicago:University of Chicago Press, 1966), p. 236.

	บริษัทขวัญใจ	บริษัทแก้วตา
รายได้ปัจจุบัน (ล้านบาท)	20.00	5.00
จำนวนหุ้น (ล้านหน่วย)	5	2
รายได้ต่อหุ้น (บาท)	4	2.50
ราคาของหุ้น (บาท)	64	30
Price-earnings ratio	16	12

สมมติว่าบริษัทแก้วตายินดีจ่ายค่าหุ้นให้บริษัทขวัญใจในราคาหุ้นละ 35 บาท ดังนั้นอัตราส่วนการแลกเปลี่ยนเท่ากับ $\frac{35}{64}$ หรือ 0.546875 หุ้น หรืออธิบายได้ว่าหุ้นของบริษัทแก้วตา 1 หุ้น มีค่าเท่ากับหุ้นของบริษัทขวัญใจเพียง 0.547 หุ้น ดังนั้นบริษัทขวัญใจจะต้องออกหุ้นจำนวนเพียง 1,093,750 หุ้น (เท่ากับ $0.546875 \times 2,000,000$) สำหรับจ่ายให้กับบริษัทแก้วตา สมมติต่อไปว่ารายได้ของทั้ง 2 บริษัทคงที่ ดังนั้นรายได้ต่อหุ้นของบริษัทภายหลังรวมกิจการแล้วแสดงได้ดังนี้

บริษัทขวัญใจ		
รายได้	25,000,000	บาท
จำนวนหุ้น	6,093,750	หุ้น
รายได้ต่อหุ้น	4.10	บาท

จะเห็นได้ว่ารายได้ต่อหุ้นของบริษัทขวัญใจจะมีค่าสูงขึ้นทันทีเนื่องจากการรวมกิจการ อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นเก่าของบริษัทแก้วตาก็ยังคงได้รายได้ต่อหุ้นต่ำลงเพราะว่าผู้ถือหุ้นเดิมถือหุ้นอยู่ 1 หุ้นจะเทียบได้กับหุ้นของบริษัทขวัญใจเพียง 0.546875 หุ้น หรือ 0.547 หุ้นเท่านั้น ดังนั้นรายได้ต่อหุ้นของผู้ถือหุ้นบริษัทแก้วตาจะเท่ากับ (0.547×4.10) หรือ 2.24 บาท (เดิมได้รับ 2.50 บาท)

อย่างไรก็ตามถ้าสมมติว่า ราคาหุ้นของบริษัทแก้วตาเป็นหุ้นละ 45 บาท อัตราส่วนการแลกเปลี่ยนเท่ากับ $\frac{45}{64}$ หรือประมาณ 0.703 หุ้น หรือหุ้นของบริษัทขวัญใจ 0.703 หุ้นมีค่าเทียบเท่ากับหุ้นของบริษัทแก้วตา 1 หุ้น ดังนั้นบริษัทขวัญใจต้องออกหุ้นสำหรับบริษัทแก้วตาจำนวน 1,406,250 หุ้น ($= 0.703 \times 2,000,000$) รายได้ต่อหุ้นหลังจากมีการรวมกิจการจะแสดงได้ดังนี้

บริษัทขวัญใจ

รายได้	25,000,000	บาท
จำนวนหุ้น	6,406,250	หุ้น
รายได้ต่อหุ้น	3.90	บาท

จากตัวอย่างข้างต้นจะเห็นว่ารายได้ต่อหุ้นของบริษัทขวัญใจลดลงจากเดิม เมื่อมีการรวมกับบริษัทแก้วตาแล้ว⁽⁸⁾ การลดลงของรายได้ต่อหุ้นจะเกิดได้ทุกเมื่อ ถ้าอัตราส่วน price-earnings ratio ที่จ่ายสำหรับบริษัทขวัญใจมีค่าเกินกว่า price-earnings ratio ของบริษัทแก้วตา เช่น

$$P/E \text{ ratio ของบริษัทแก้วตาจากตัวอย่างแรกเท่ากับ } \frac{35}{2.50} = 14$$

$$P/E \text{ ratio ของบริษัทแก้วตาจากตัวอย่างที่สองเท่ากับ } \frac{45}{2.50} = 18$$

$$P/E \text{ ratio ของบริษัทขวัญใจเท่ากับ } \frac{64}{4} = 16$$

ดังนั้นจะเห็นว่ารายได้ต่อหุ้นของบริษัทแก้วตาจากตัวอย่างแรกจะเพิ่มขึ้นแต่ในตัวอย่างที่ 2 กลับมีรายได้ต่อหุ้นลดลง

มูลค่าทางตลาด

นอกจากรายได้แล้ว มูลค่าทางตลาดก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญในกระบวนการตอรองนั้นก็คือ อัตราส่วนการแลกเปลี่ยน ราคาตลาดต่อหุ้น ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนใช้ในการพิจารณาเหมือนกับว่าเป็น Intrinsic Value ของบริษัทนั้น ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการหารรายได้ของบริษัท การจ่ายเงินปันผล ความเสี่ยงภัยทางธุรกิจ การจัดโครงสร้างเงินทุน มูลค่าของสินทรัพย์ และปัจจัยอื่น ๆ ที่จะมีผลกระทบกับการคิดมูลค่า อัตราการแลกเปลี่ยนของราคาตลาดซึ่งจะแสดงให้เห็นได้ดังนี้

$$\frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้นของบริษัทที่ต้องการซื้อกิจการ} \times \text{จำนวนหุ้นที่เสนอ}}{\text{ราคาตลาดต่อหุ้นของบริษัทผู้ขายกิจการ}}$$

⁽⁸⁾ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทแก้วตา จำกัด ได้รับผลตอบแทนเป็นรายได้ต่อหุ้นสำหรับทุก ๆ หุ้นที่ถืออยู่เท่ากับ 2.74 บาท

ตัวอย่างเช่น ราคาตลาดของหุ้นของบริษัทขวัญใจหุ้นละ 60 บาท ของบริษัทแก้วตา หุ้นละ 30 บาท บริษัทขวัญใจเสนออัตราแลกเปลี่ยน $\frac{1}{2}$ ต่อ 1 หุ้นของบริษัทแก้วตา ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับ

$$\frac{60 \times 0.5}{30} = 1.00$$

กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ หุ้นของทั้ง 2 บริษัทแลกเปลี่ยนกันได้ในอัตรา 1 ต่อ 1 ตามราคาตลาด

ถ้าบริษัทขวัญใจเสนอราคาตลาดของหุ้นเป็นหุ้นละ 40 บาท หรือหุ้นบริษัทแก้วตา 1 หุ้น เท่ากับหุ้นบริษัทขวัญใจ 0.667 หุ้น

	บริษัทขวัญใจ	บริษัทแก้วตา
รายได้ปัจจุบัน (ล้านบาท)	20	6
จำนวนหุ้น (ล้านหน่วย)	6	2
รายได้ต่อหุ้น (บาท)	3.33	3.00
ราคาตลาดต่อหุ้น	60	30
P/E ratio	18	10

ดังนั้นอัตราส่วนการแลกเปลี่ยนตามราคาตลาดของหุ้นบริษัทแก้วตาก็คือ

$$\frac{60 \times 0.667}{30} = 1.33$$

ผู้ถือหุ้นของบริษัทแก้วตาจะถือหุ้นของบริษัทหลังจากที่รวมกิจการแล้วในมูลค่าทางตลาดหุ้นละ 40 บาท ผลกำไรจากการรวมเป็นไปตามราคาตลาดเพราะว่าเดิมหุ้นมีมูลค่าหุ้นละ 30 บาทเท่านั้น

อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นของบริษัทขวัญใจยังคงได้รับกำไรคงเดิม ถ้า P/E ratio ของบริษัทที่รวมกิจการแล้วยังคงเป็น 18 ราคาตลาดต่อหุ้นของบริษัทนี้หลังจากการรวมกิจการจะเป็นดังนี้ ถ้ากำหนดให้สิ่งอื่น ๆ คงที่

	บริษัทที่รวมกิจการแล้ว	
รายได้ทั้งสิ้น	26,000,000	บาท
จำนวนหุ้น	7,333,333	หุ้น
รายได้ต่อหุ้น	3.55	บาท
P/E ratio	18	เท่า
ราคาตลาดต่อหุ้น	63.90	บาท

รายการต่าง ๆ ดังกล่าวจะเปลี่ยนแปลงถ้าหากผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของทั้งสองบริษัทแตกต่างกันโดยเฉพาะในเรื่อง P/E ratio ที่แตกต่างกัน

อย่างไรก็ตามมูลค่าทางตลาดไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญที่สุดในเรื่องของการรวมกิจการ เพราะมูลค่าเหล่านี้สามารถเปลี่ยนแปลงขึ้นลงได้อย่างรวดเร็วตลอดเวลา ดังนั้นจึงพิจารณาเพียงแต่ว่า มูลค่าทางตลาดที่เหมาะสมควรจะเป็นเท่าไรเนื่องจากว่า การเปลี่ยนแปลงในมูลค่าทางตลาดอาจเปลี่ยนแปลงตามเงื่อนไขการรวมกิจการ

มูลค่าทางบัญชี

มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นไม่ได้มีความหมายมากนักในการรวมกิจการ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นจะมีความสำคัญเพียงเฉพาะเมื่อมูลค่าทางตลาดมีความสำคัญเท่านั้น ถ้าวัตถุประสงค์ของการรวมกิจการเพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นและเงินทุนหมุนเวียนต่อหุ้นจะมีความสำคัญมากเพื่อใช้เป็นเงื่อนไขในการแลกเปลี่ยน เช่น บริษัทพูนพิน จำกัด มีมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นประมาณ 60 บาท เงินทุนหมุนเวียนต่อหุ้นเท่ากับ 24 บาท และราคาตลาดต่อหุ้นเท่ากับ 16 บาท บริษัทพูนพิน จำกัด จ่ายเงินค่าหุ้นเป็นเงินสดหุ้นละ 25 บาท อัตราส่วนการแลกเปลี่ยนมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของทั้ง 2 บริษัท คำนวณได้เช่นเดียวกับการคำนวณมูลค่าทางตลาด ความสำคัญของอัตราส่วนนี้ก็คือ เพื่อรักษาสภาพคล่องและมูลค่าของสินทรัพย์มากกว่าเพื่อความสามารถในการทำกำไร

ตารางแสดงอัตราส่วนการเปลี่ยนแปลงของบริษัทพูนพิน : บริษัทอังก้าว

มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น	0.47
เงินทุนหมุนเวียนต่อหุ้น	0.58
รายได้ถัวเฉลี่ยต่อหุ้นระหว่าง 5 ปีที่ผ่านมา	1.13

รายได้ต่อหุ้นระหว่าง 5 ปีที่ผ่านมา	0.87
เงินปันผลถัวเฉลี่ยต่อหุ้นระหว่าง 5 ปีที่ผ่านมา	1.66
เงินปันผลต่อหุ้นระหว่าง 5 ปีที่ผ่านมา	1.63
ราคาตลาด ราคาปิดก่อนหน้า 3 สัปดาห์	1.16
ราคาตลาด ราคาปิดต่อหุ้น	1.05

การตัดสินใจรวมกิจการจะต้องคำนึงถึงสิ่งต่อไปนี้⁽⁹⁾

1. การซื้อกิจการเพื่อนำมารวมกับกิจการของตนนั้นจะใช้วิธีซื้อสินทรัพย์ หรือซื้อหุ้นสามัญ

ถ้าเป็นกรณีซื้อสินทรัพย์ก็จะมีผลดังนี้

- ก. ไม่ต้องรับภาระเรื่องหนี้สินของกิจการเดิม
- ข. การซื้อทำได้สะดวกโดยขอมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นว่าจะขายสินทรัพย์นั้นหรือไม่
- ค. ถ้าธุรกิจนั้นขายสินทรัพย์บางส่วนก็จะมีสินทรัพย์เหลือพอดำเนินงานต่อไปได้โดยไม่ต้องหยุดการดำเนินงาน

ข้อเสีย

ถ้าสินทรัพย์ติดจำนองจะทำให้ผู้ซื้อต้องรับภาระนั้นด้วย ดังนั้นเวลาซื้อผู้ซื้อจะต้องพิจารณาให้รอบคอบว่าสินทรัพย์นั้นติดจำนองหรือไม่

กรณีการซื้อหุ้นสามัญ

วิธีนี้จะนิยมใช้ในกรณีที่การรวมกิจการเป็นแบบ Holding Company หรือ consolidation เพราะธุรกิจจะต้องมีอำนาจในการควบคุมกิจการด้วย

2. การจ่ายชำระค่าหุ้นเป็นเงินสดหรือหลักทรัพย์⁽¹⁰⁾ ปกติจะนิยมจ่ายเป็นเงินสด

⁽⁹⁾เรียบเรียงจาก นงเยาว์ ชัยเสรี, *op. cit.*, หน้า 165.

⁽¹⁰⁾โปรดดู *Ibid.*, หน้า 167-68. และ Samuel Schwartz "Merger Analysis as a Capital Budgeting Problem." in William W. Alberts and Joel E. Segall, eds. *The Corporate Merger* (Chicago : U. of Chicago Press, 1966), p. 147.

ซึ่งเหมาะสำหรับการซื้อหุ้นรายย่อยและเพื่อเป็นการรักษาสัดส่วนของหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นแต่ละคนไว้ให้คงเดิม

ส่วนการจ่ายเป็นหุ้นจะกระทำกันในการถือต่อไปนี้

- ก. ถ้าผู้ซื้อไม่มีเงินสดไม่พอชำระค่าหุ้น
- ข. เมื่อธุรกิจมีหุ้นสามัญที่ยังไม่ได้จำหน่ายมากพอจึงนำมาชำระเมื่อมีการรวมกิจการ
- ค. เมื่อธุรกิจต้องการรักษาสภาพคล่องของกิจการไว้

ปัญหาที่จะต้องนำมาพิจารณาก่อนการตัดสินใจเลือกวิธีการจ่ายชำระ คือ

- ก. มีทางที่จะนำเงินจำนวนนี้ไปลงทุนทางอื่นบ้างหรือไม่ ถ้ามีทางเลือกนั้นจะให้ผลตอบแทนเท่าใด
- ข. ถ้าจ่ายเป็นหุ้นจะทำให้ราคาตลาดของหุ้นและกำไรของหุ้นเปลี่ยนแปลงไป
- ค. ถ้าจ่ายเงินสด เมื่อต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่มก็สามารถออกหุ้นหรือหลักทรัพย์อื่นจำหน่ายใหม่ได้ทันที
- ง. พิจารณาความต้องการของผู้ขายว่าต้องการอย่างไร เช่น ต้องการเงินสด ต้องการเป็นผู้ถือหุ้น เป็นต้น
- จ. ในกรณีที่จ่ายเป็นหุ้น ผู้ขายกิจการอาจนำหุ้นนั้นไปขายในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะทำให้เกิดผลเสียต่อราคาตลาดของหุ้นของกิจการได้

การปรับปรุงกิจการ

การปรับปรุงกิจการใหม่มีความสำคัญทั้งในแง่การบริหารงานภายใน และในด้านเจ้าหน้าที่ให้สินเชื่อแก่บริษัท ความล้มเหลวในการดำเนินงานจำเป็นต้องมีการปรับปรุงกิจการใหม่นั้นอาจจะมีระดับแตกต่างกันไปในแต่ละธุรกิจ เช่น บางกิจการมีปัญหาเรื่องความสามารถชำระหนี้ได้ทันกำหนดเวลา อย่างไรก็ตามแม้ว่าเหตุการณ์นี้จะเป็นกรณีชั่วคราวและต้องทำการแก้ไข⁽¹¹⁾ การเกิดปัญหานี้ก็มีหลายระดับ เช่น เป็นการขาดสภาพคล่องหรือเป็นเพราะส่วนเงินทุนของธุรกิจติดลบ (ขาดแคลนเงินทุน) หรือหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์ เป็นต้น

การปรับปรุงกิจการจะต้องให้สอดคล้องกับปัญหาทางการเงินที่เกิดขึ้น ความพอเหมาะใน

(11) โปรดดู James E. Walter, "Determination of Technical Insolvency," *Journal of Business* XXX (Jan., 1957), pp. 30-43.

การปรับปรุงกิจการไม่ให้ล้มเหลวจะแปรผันตามความรุนแรงของปัญหาทางการเงินที่เกิดขึ้นว่าอยู่ในระดับใด ถ้าไม่มีความหวังในการที่จะปรับปรุงกิจการให้ดีขึ้นได้แล้วก็ควรจะเลิกกิจการนั้นทันที⁽¹²⁾ อย่างไรก็ตามมีหลายกิจการที่มีปัญหาทางการเงิน แต่สามารถปรับปรุงกิจการให้กลับสู่สภาพดีดังเดิมได้ และเกิดเป็นผลดีต่อเจ้าหนี้ผู้ถือหุ้นและสังคมส่วนรวมด้วย

สิ่งบอกเหตุปัญหาความล้มเหลวทางการเงิน

แม้ว่าสาเหตุของปัญหาความล้มเหลวทางการเงินจะมีอยู่มากซึ่งจะมีทั้งสาเหตุทางตรงและสาเหตุทางอ้อมต่อการบริหารงานของธุรกิจก็ตาม โดยทั่ว ๆ ไปแล้ว ปัญหาที่ไม่ใช่ปัญหาทางการเงินจะทำให้กิจการต้องสูญเสียประโยชน์มากมายซึ่งจะนำไปสู่ปัญหาทางการเงินและเกิดความล้มเหลวในการบริหารงานได้ มักจะปรากฏอยู่เสมอว่า การตัดสินใจผิดพลาดเพียงครั้งเดียวจะทำให้เกิดความยุ่งยากต่อกิจการและทำให้เกิดปัญหาลูกโซ่ต่อเนื่องติดต้ามามากมายและปัญหานี้ก็จะบานปลายขึ้นไปเรื่อย ๆ เนื่องจากว่าบริษัทส่วนใหญ่ที่ล้มละลายความเดือดร้อนจะเกิดขึ้นก่อนเกิดความล้มเหลวจริง ๆ ดังนั้นเจ้าหนี้จึงสามารถที่จะเข้าไปจัดการก่อนที่จะมีการล้มเหลวจริง ๆ ได้

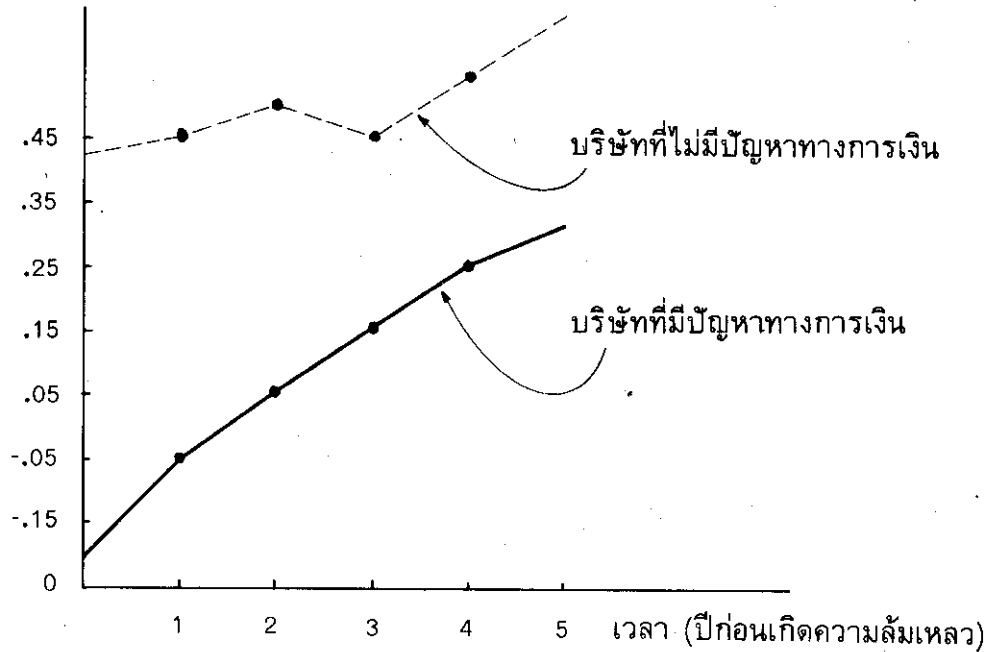
ในกรณีนี้ นาย William H. Beaver ซึ่งทำการศึกษาวิจัยเรื่องนี้อยู่ ได้คาดคะเนความล้มเหลวในอนาคตด้วยการใช้อัตราส่วนทางการเงิน⁽¹³⁾ โดยใช้ข้อมูลตัวอย่างจาก 79 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่ดำเนินงานล้มเหลวในช่วงปี 1954-64⁽¹⁴⁾ บริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทที่มีปัญหาทางการเงินแต่เป็นบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งปรากฏผลดังภาพต่อไปนี้

(12)โปรดดู Jamed C. Van Horne, op. cit., p. 620.

(13)โปรดดูรายละเอียดเพิ่มเติมจาก "Financial Ratios as Predictors of Failure," **Empirical Research in Accounting : Selected Studies**, supplement to **Journal of Accounting Research** (1966), pp. 71-111.

(14)ความล้มเหลวหมายถึงความไม่สามารถชำระหนี้ที่ครบกำหนดได้ทันที

กระแสเงินสด
หนี้สินทั้งสิน



(ตารางการเปรียบเทียบมูลค่าเฉลี่ยสำหรับกิจการที่มีปัญหาทางการเงิน และกิจการที่ไม่มีปัญหาทางการเงิน)

จากรูปจะเห็นว่าเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินทั้งสินกับปีที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินและยังแสดงให้เห็นถึงค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนสำหรับกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินจะแตกต่างอย่างเห็นได้ชัดจากค่าเฉลี่ยของกิจการที่ไม่มีปัญหาทางการเงินเพราะไม่เพียงแต่มีค่าที่ต่ำกว่าแต่ยังมีแนวโน้มที่จะเลวลงกว่าด้วย

วิธีการแก้ปัญหาทางการเงิน ⁽¹⁵⁾

เมื่อทราบสาเหตุของปัญหาแล้วผู้บริหารจะต้องกำหนดวัตถุประสงค์ของการแก้ปัญหาว่าคืออะไร แล้วจึงเลือกวิธีการแก้ปัญหาให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์นั้น เพราะมีวิธีการแก้ปัญหาได้หลายวิธีดังนี้

(15) เรียบเรียงจาก นงเยาว์ ชัยเสรี, op. cit., หน้า 180-83 และ Van Horne, op. cit., pp. 622-24.

1. การปรับปรุงกระแสเงินสดเพื่อให้มีความสามารถในการชำระหนี้ เพราะถ้ากิจการประสบปัญหาการขาดแคลนเงินสดเพียงชั่วคราวก็จะปรับปรุงกระแสเงินสดด้วยวิธีการต่าง ๆ เช่น

- ก. เพิ่มเงินสดรับให้มีปริมาณพอเพียงที่จะชดเชยส่วนขาดได้
- ข. ขายสินทรัพย์ถาวรเพื่อให้ได้เงินสดมาดำเนินงาน
- ค. ลงทุนเพิ่มด้วยการออกหุ้นจำหน่ายเพื่อระดมเงินทุนจากภายนอก
- ง. ลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพื่อให้มีเงินสดเหลือพอมาใช้ในการดำเนินงาน
- จ. ยืดเวลาการจ่ายชำระหนี้เพื่อเก็บเงินสดไว้ใช้ในกิจการให้นานที่สุด
- ฉ. ขอกู้ยืมเพิ่มจากเจ้าหนี้เพื่อเพิ่มตัวเงินสด

2. การปรับปรุงข้อผูกพันด้วยความสมัครใจ มีวิธีการดังนี้

ก. การขยายเงื่อนไขเดิมที่ตกลงกันไว้เพื่อจะทำให้ธุรกิจฟื้นตัวขึ้นได้ โดยเฉพาะการขยายกำหนดอายุการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ ในกรณีที่เกิดปัญหาทางการเงินเพียงชั่วคราวครั้งชั่วคราวในบริษัทที่มีชื่อเสียงดี เจ้าหนี้ก็จะพยายามขจัดปัญหาต่างๆ ออกจากบริษัทโดยไม่ปฏิบัติตามตามที่กฎหมายกำหนดไว้ เจ้าหนี้พยายามหลีกเลี่ยงการเสียดำเนินการตามที่กำหนดและช่วยทำให้มูลค่าของกิจการเมื่อเลิกล้มมีค่าลดลง เมื่อเป็นกรณีดังกล่าวคงไม่มีเจ้าหนี้คนไหนอยากจะขยายเงื่อนไขต่าง ๆ ให้เว้นแต่จะมีการตกลงกันอย่างใดอย่างหนึ่ง ดังนั้นเจ้าหนี้รายใหญ่จะต้องตั้งคณะกรรมการซึ่งทำหน้าที่เจรจาตกลงกับบริษัทและกำหนดแผนการที่เหมาะสมสำหรับทุกฝ่าย อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าในทางปฏิบัติแล้วไม่มีเจ้าหนี้รายใดปฏิบัติตามแผนการดังกล่าว เพราะถ้ามีการโต้แย้งจากเจ้าหนี้และมีหนี้สินเพียงจำนวนเล็กน้อยเขาก็สามารถจ่ายชำระได้ทันทีเพื่อจะได้หลีกเลี่ยงวิธีการทางกฎหมาย

ข. การประนีประนอมหนี้และยอมรับชำระหนี้บางส่วนและส่วนที่เหลือยอมยกให้ธุรกิจนั้น กรณีเช่นนี้ก็เช่นเดียวกับการขยายเงื่อนไข อย่างไรก็ตามข้อผ่อนผันนั้นสามารถตกลงกันได้โดยเจ้าหนี้ทั้งหมด เจ้าหนี้ที่ไม่เห็นด้วยกับการดำเนินงานดังกล่าวจะต้องจ่ายชำระหนี้เต็มจำนวนหรือเขาสามารถจะบังคับให้บริษัทเลิกล้มกิจการ เจ้าหนี้เหล่านี้จะทำเพราะความรำคาญและด้วยความสมัครใจ ดังนั้นพวกที่ต้องการปรับปรุงกิจการด้วยความสมัครใจจะได้รับประโยชน์ทั้งในแง่เจ้าหนี้และลูกหนี้เพื่อหลีกเลี่ยงการเสียดำเนินการตามกฎหมายและความยุ่งยากในการปฏิบัติงาน

ค. เงื่อนไขอื่น ๆ เช่น เจ้าหนี้อาจไม่ยินยอมผ่อนผันให้แต่จะทำได้ดังนี้

1) ตั้งคณะกรรมการขึ้นมาชุดหนึ่งเพื่อควบคุมการดำเนินงานจนกว่าจะมีฐานะการเงินดีขึ้น ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นก็คือผู้ถือหุ้นอาจไม่พอใจถ้าหากการดำเนินงานของกิจการล้มเหลว ดังนั้นคณะกรรมการชุดนี้จึงต้องพยายามกระตือรือร้นในการบริหารงานมากขึ้นในกิจการที่มีปัญหาทางการเงิน

2) ใช้วิธีการปรับปรุงเงินทุนใหม่ (recapitalization) โดยการแบ่งแยกหุ้นสามัญ การแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เป็นต้น

8. การปรับปรุงกิจการตามวิธีทางกฎหมาย วิธีนี้จะนำมาใช้ได้ทั้งกิจการที่ล้มละลายและกิจการที่ต้องการปรับปรุงการดำเนินงานใหม่⁽¹⁶⁾ โดยทั่ว ๆ ไปศาลจะเข้ามาดำเนินการให้บริษัทรักษาสถานการณ์ในปัจจุบันจนกว่าจะตัดสินใจว่าให้ล้มละลายหรือว่าให้ดำเนินงานต่อไปด้วยการปรับปรุงกิจการใหม่

ก. การล้มละลายหรือเลิกกิจการ ถ้าไม่มีความหวังในการที่จะดำเนินงานให้ประสบผลสำเร็จได้ก็ควรจะทำให้กิจการล้มละลายไปเลยจะดีกว่า โดยศาลจะสั่งให้บริษัทนั้นล้มละลาย

ข. การปรับปรุงกิจการใหม่ วิธีนี้จะเป็นที่น่าสนใจกว่าการใช้วิธีล้มละลาย เพราะการปรับปรุงกิจการเป็นการพยายามรักษาการดำเนินงานของบริษัทให้คงอยู่โดยการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของเงินทุน การปรับปรุงกิจการจะเกี่ยวข้องกับการลดค่าใช้จ่ายในการบริหารงานโดยการเพิ่มส่วนของเจ้าของและจำกัดการเก็งกำไรในหลักทรัพย์ให้ลงทุนเฉพาะในหลักทรัพย์ที่มีรายได้แน่นอน

(16) ก่อนปี ค.ศ. 1930 บริษัทจะปรับปรุงกิจการใหม่ด้วยการปรับปรุงส่วนของเจ้าของซึ่งวิธีนี้ไม่นิยมใช้กันมากนัก

การศึกษาเฉพาะกรณี

บริษัทเยือกเย็น จำกัด

เมื่อนายทองดี เยือกเย็น เข้ามารับผิดชอบในการบริหารงานของบริษัทเยือกเย็น จำกัด ในปี 2519 เขาพบว่าฐานะของกิจการประสบภาวะความยุ่งยากอย่างรุนแรงในช่วง 2 - 3 ปีที่ผ่านมา แต่เขาก็เห็นว่าปัญหาต่าง ๆ อาจแก้ไขได้ด้วยการลงทุนเพิ่มสภาพคล่องของบริษัทในขณะนี้ไม่ตึงเครียดและมีเครื่องมือเครื่องจักรที่สำคัญหลายอย่างก็ต้องการเปลี่ยนแปลงใหม่

บริษัทเยือกเย็นไม่อาจที่จะก่อหนี้สินใหม่ได้ เพราะปัญหาสภาพคล่องที่เลวลง รายได้ในปัจจุบันลดลงและประสบภาวะการขาดทุนตลอดช่วงเวลาหลายปีที่ผ่านมา แต่อย่างไรก็ดีสถาบันทางการเงินหลาย ๆ แห่งยินดีที่จะให้ความร่วมมือแก่นายทองดีในการออกหุ้นใหม่ โดยมีเงื่อนไขว่าจะต้องไม่จ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ เพื่อที่จะให้มีรายได้คงเหลือพอจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญในกรณีที่มีการออกหุ้นใหม่

บริษัทเยือกเย็น จำกัด ตั้งขึ้นเมื่อปี 2505 โดยประกอบกิจการจำหน่ายมันสำปะหลังในระยะแรกบริษัทเริ่มลงทุนด้วยการจำหน่ายมันตากแห้งโดยทำสัญญากับบริษัทค้าส่งออกในกรุงเทพฯ หลายแห่ง หลังจากดำเนินงานมาได้ระยะหนึ่งบริษัทก็ขยายกิจการทางด้านการผลิต ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับมันสำปะหลัง เช่น แป้งมันสำปะหลัง เป็นต้น จนทำให้งานกิจการของบริษัทนี้ในปี 2505 เป็นกิจการที่ใหญ่ที่สุดทางการผลิตและจำหน่ายมันสำปะหลัง

ในช่วงปี 2505 - 2510 ภาวะทางตลาดมันสำปะหลังมีสภาพค่อนข้างไม่จำกัด ดังนั้นบริษัทเยือกเย็นและบริษัทอื่น ๆ จึงขยายกิจการออกไปอย่างกว้างขวางเพื่อสนองความต้องการของตลาด จึงเป็นผลทำให้บริษัทต่าง ๆ เหล่านี้มีขนาดการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอีกหนึ่งเท่าตัว ในช่วงปี 2512 - 2514 ความต้องการของตลาดแม้ว่าจะเพิ่มสูงขึ้นในช่วง 2 ปีดังกล่าว แต่ก็ไม่มากเท่ากับการเพิ่มกำลังการผลิตของบริษัทผู้ผลิตเหล่านี้ ดังนั้น ปัญหาที่เกิดขึ้นก็คือ ระดับราคาผลิตภัณฑ์มันสำปะหลังลดต่ำลง และบริษัทต่างก็ผลิตสินค้าในปริมาณที่ต่ำกว่ากำลังการผลิต บริษัทในอุตสาหกรรมประเภทนี้ทุกบริษัทประสบภาวะการขาดทุนหลายบริษัทต้องปิดกิจการ บริษัทเยือกเย็นก็อยู่ในสภาพใกล้เคียงล้มละลาย ในปี 2516 เมื่อหุ้นกู้จำนวน 2.5 ล้านบาทครบกำหนดที่จะต้องชำระ แต่บริษัทก็แก้ปัญหาได้โดยการขายโรงงานผลิตแป้งมันสำปะหลังบางแห่งเพื่อนำเงินสดมาไถ่ถอนหุ้นกู้ดังกล่าว

การขยายตัวในช่วงปี 2512 - 2514 ได้รับเงินทุนส่วนหนึ่งจากการออกหุ้นบุริมสิทธิ ชนิด 6% จำนวน 2.5 ล้านบาท ให้แก่บริษัทประกันภัย 5 แห่งและอีกส่วนหนึ่งได้จากกำไรสะสมของบริษัท ในปี 2512 - 2514 มีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ แต่หลังจากนั้นก็ไม่มี การจ่ายเงินปันผลอีกเลย ดังนั้น ในปลายปี 2516 บริษัทมีข้อผูกพันที่จะต้องจ่ายเงินแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิเป็นจำนวนทั้งสิ้น 900,000 บาท จึงทำให้บริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญอีกต่อไปได้จนกว่าจะชำระเงินปันผลค้างจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิแล้ว (ผลการดำเนินงานของบริษัทปรากฏในตารางที่ 1 - 2)

ยอดขายและผลกำไรของอุตสาหกรรมมันสำปะหลังโดยทั่ว ๆ ไป ดีขึ้นหลังจากปี 2516 แต่สภาพโรงงานและฐานะทางการเงินของบริษัทเยือกเย็น จำกัด อยู่ในฐานะตกต่ำ ถึงแม้ว่าจะมีการสร้างโรงงานใหม่ขึ้นอีก 1 แห่งในช่วงของการขยายงานเมื่อปี 2512 - 2514 ก็ตาม แต่เนื่องจากการบำรุงรักษาสภาพโรงงานไม่ดีพอและอุปกรณ์การผลิตไม่ทันสมัย จึงทำให้สภาพทางการผลิตของบริษัทเยือกเย็นเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ นายทองดี เห็นว่าถ้าบริษัทจะปรับปรุงฐานะการดำเนินงานให้เข้มแข็งยิ่งขึ้นเพื่อแข่งขันกับกิจการอื่น ๆ จำเป็นที่จะต้องเพิ่มทุนอีกประมาณ 1.5 ล้านบาท

หุ้นของบริษัทเยือกเย็นในขณะนี้มีราคาประมาณหุ้นละ 27 บาท (ในตลาดที่ไม่เป็นทางการ) หุ้นบุริมสิทธิไม่มีการขายในท้องตลาดจึงไม่ปรากฏราคา สถาบันทางการเงินหลายแห่งยืนยันที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทจำนวน 60,000 หุ้น ในราคาหุ้นละ 25 บาท ถ้าหากว่าได้มีการชำระเงินปันผลค้างจ่ายแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิไปแล้ว นายทองดีจึงนัดประชุมตัวแทนของบริษัทประกันภัยทั้ง 5 แห่งที่ถือหุ้นบุริมสิทธิของบริษัทเยือกเย็นอยู่ และเขามีความหวังว่าการประชุมครั้งนี้จะมีผู้ทางที่จะขจัดปัญหาเรื่องการชำระหนี้ที่ค้างอยู่ได้

ตารางที่ 1

บริษัทเยือกเย็น จำกัด

สรุปยอดขายและกำไรในช่วงปี 2512 - 2518

ปี	ยอดขาย (พันบาท)	กำไร* (พันบาท)	ช่วงราคาของหุ้น
2512	3,777.5	352.5	124 - 94
2513	3,117.5	137.5	96 - 65
2514	2,437.5	(37.5)	67 - 11
2515	1,862.5	(227.5)	12 - 4.5
2516	1,525.0	(267.5)	5 - 2.25
2517	1,730.0	25	11 - 4.5
2518	1,885.0	45	21.5 - 7.25

หมายเหตุ* ไม่รวมผลขาดทุนจากการขายสินทรัพย์จำนวน 3,163,000 บาท

ตารางที่ 2
บริษัทเยือกเย็น จำกัด
งบดุล
ณ วันที่ 31 ธันวาคม

(หน่วย : พันบาท)

	2516	2517	2518
เงินสด	462.5	265.0	325.0
ลูกหนี้	1,055.0	347.5	742.5
สินค้าคงเหลือ	<u>1,767.5</u>	<u>610.0</u>	<u>717.5</u>
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	3,285.0	1,222.5	1,785.0
สินทรัพย์ถาวรทั้งสิ้น	<u>7,447.5</u>	<u>2,845.0</u>	<u>2,605.0</u>
รวมสินทรัพย์ทั้งสิ้น	<u>10,732.5</u>	<u>4,067.5</u>	<u>4,390.0</u>
เจ้าหนี้	1,220.0	770.0	674.5
ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	400.0	355.0	683.0
หนี้สินระยะสั้นอื่น ๆ	<u>260.0</u>	<u>147.5</u>	<u>167.5</u>
รวมหนี้สินระยะสั้น	1,880.0	1,272.5	1,525.0
หุ้นกู้	2,500.0	—	—
หุ้นบุริมสิทธิ (@ 100)	2,500.0	2,500.0	2,500.0
หุ้นสามัญ (@ 100)	1,250.0	1,250.0	1,250.0
กำไรสะสม	<u>2,602.5</u>	<u>(955.0)</u>	<u>(885.0)</u>
รวมหนี้สินและทุน	<u>10,732.5</u>	<u>4,067.5</u>	<u>4,390.0</u>

บริษัทอินเตอร์ จำกัด

บริษัทอินเตอร์ จำกัด จัดตั้งขึ้นเมื่อ พ.ศ. 2500 เพื่อผลิตเครื่องจักรหลายประเภท ส่วนใหญ่การออกแบบผลิตภัณฑ์และการจำหน่ายจะเป็นไปตามใบสั่งซื้อของลูกค้าเป็นราย ๆ ไป โดยที่สินค้ามีลักษณะเป็นสินค้าประเภททุน (Capital goods) การขยายจึงมีสภาพเปลี่ยนไปตามสภาวะทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลาระหว่างปี 2500 - 2512 เป็นช่วงที่การขยายตัวของเศรษฐกิจอุตสาหกรรมในประเทศไทยเป็นไปอย่างกว้างขวาง จึงมีผลให้กิจการของบริษัทเจริญก้าวหน้ามาด้วยดี แต่ในช่วงปี 2521 เป็นปีที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ การขยายกิจการของบริษัทจึงหยุดชะงักลงและมีแนวโน้มในอนาคตที่ไม่แน่นอนถ้าคณะผู้บริหารของบริษัทไม่พิจารณาดำเนินการแก้ไขปัญหานี้โดยรีบด่วน (สำหรับผลงานของบริษัทในรอบ 10 ปีที่ผ่านมา ดูจากตารางที่ 1 - 2)

โดยที่บริษัทนี้เป็นบริษัทหนึ่งที่มีคณะผู้บริหารซึ่งมีความสามารถสูงและอยู่ในฐานะที่จะรับผิดชอบการดำเนินงานได้อย่างกว้างขวางกว่าเมื่อเริ่มกิจการ คณะผู้บริหารของบริษัทจึงคิดที่จะขยายกิจการให้กว้างขวางออกไปกว่าเดิม ดังนั้น คณะกรรมการอำนวยการบริษัทจึงแต่งตั้งให้นายสมพงษ์ แหิงขัน รองประธานกรรมการ กับนายเจริญ รักรงาน ที่ปรึกษาฝ่ายบริหาร เป็นผู้รับผิดชอบในการจัดเตรียมรายงานความเป็นไปได้ของการรวมกิจการและจัดหากิจการมาเพิ่มเติม นายสมพงษ์เป็นผู้ที่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับฐานะการดำเนินงานของบริษัทในทุก ๆ ด้านเป็นอย่างดี ส่วนนายเจริญนั้นมีประสบการณ์อย่างกว้างขวางเกี่ยวกับเรื่องการรวมกิจการที่ได้ผลดีมาแล้วเป็นจำนวนมาก

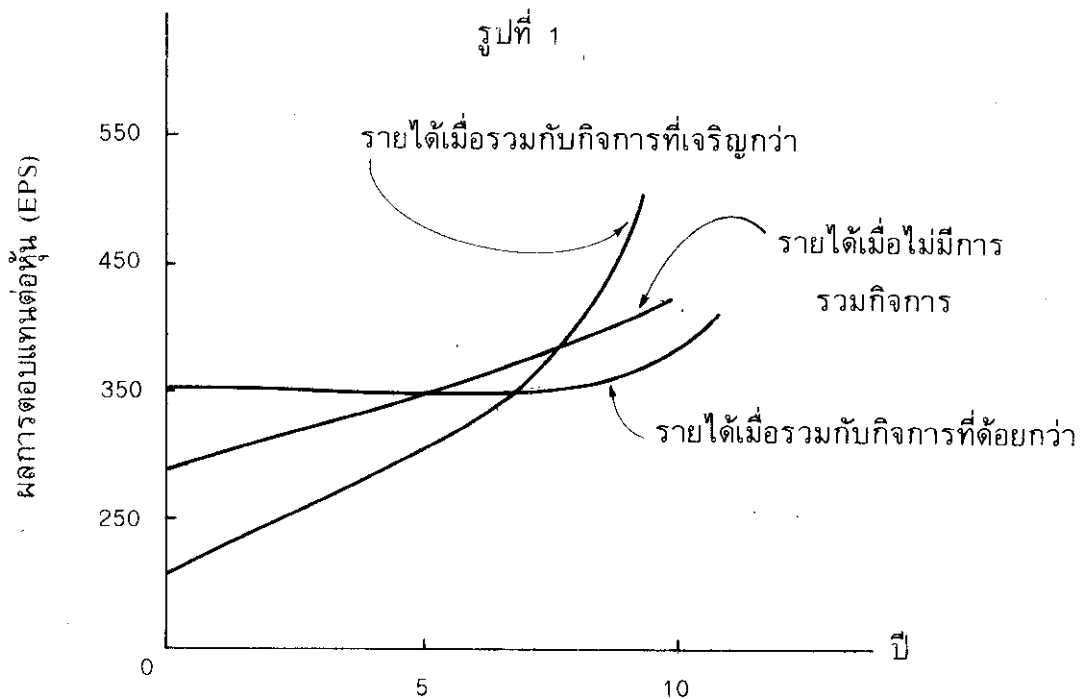
ทั้งนายสมพงษ์ และนายเจริญมีความเห็นในขั้นต้นว่า ทางเลือกที่ดีที่สุดสำหรับบริษัทอินเตอร์ในขณะนั้นก็คือ การขยายกิจการให้กว้างขวางออกไป จากการตัดสินใจเช่นนี้ ทั้ง 2 คน พิจารณาต่อไปว่าการขยายกิจการจะทำได้โดยวิธีการรวมกับกิจการอื่นหรือโดยวิธีสร้างกิจการเดิมให้เจริญเติบโตยิ่งขึ้น หลังจากพิจารณาข้อดีและข้อเสียของทั้ง 2 วิธีนี้แล้ว ทั้ง 2 คนพิจารณาเห็นว่า บริษัทอินเตอร์ได้ขยายตัวออกไปด้วยตัวของตัวเองจนถึงขีดสุดแล้ว ดังนั้น ถ้าหากจะเลือกวิธีการหลังบริษัทจะต้องจัดตั้งแผนกใหม่ ๆ ขึ้นอีกหลายแผนกสำหรับสินค้าชนิดใหม่ที่จะผลิตขึ้น ซึ่งจะต้องใช้เวลาค่อนข้างนานอันอาจเป็นผลให้บริษัทต้องเผชิญกับภาวะการเสี่ยงค่อนข้างสูง

ในกรณีที่บริษัทเลือกวิธีการรวมกับกิจการอื่น ๆ บริษัทอินเตอร์มีโอกาที่จะเจริญเติบโตได้รวดเร็วกว่า ทั้งนี้เพราะการแสวงหาสิ่งอำนวยความสะดวกต่าง ๆ ในการดำเนินงาน

ไม่ว่าจะเป็นในด้านผลิตภัณฑ์ใหม่ โรงงาน กระบวนการในการดำเนินงานและอื่น ๆ สามารถทำได้เต็มที่ นอกจากนั้นการที่จะรวมกับบริษัทอื่น ๆ โอกาสของการเสี่ยงภัยน่าจะลดน้อยลง ถ้าหากมีการพิจารณาอย่างรอบคอบถึงภาวะความเป็นไปได้ในการรวมตัวเพื่อสร้างความก้าวหน้าให้แก่กิจการของบริษัทอินเตอร์และบริษัทที่จะเข้ามาร่วมกิจการด้วย และที่สำคัญที่สุดนั้น ทั้งนายสมพงษ์และนายเจริญเชื่อว่า บริษัทที่จะเข้ามาร่วมกิจการหลาย ๆ บริษัท มักจะมีปัญหาในเรื่องการบริหารงานอยู่แล้ว ในฐานะที่บริษัทอินเตอร์เป็นบริษัทที่มีคณะผู้บริหารงานที่เข้มแข็ง โอกาสที่จะปรับปรุงการดำเนินงานของกิจกรรมนั้น ๆ ให้เจริญก้าวหน้าย่อมจะมีมากขึ้น โดยสรุปแล้วทั้งนายสมพงษ์และนายเจริญเห็นพ้องกันว่า การรวมกิจการน่าจะเป็นวิธีการที่ดีที่สุดในแง่ของการลงทุน

สิ่งสำคัญที่สุดของการรวมกิจการ คือ การพิจารณาเรื่องเงื่อนไขทางการเงินของบริษัททั้งสอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเรื่องอัตราส่วนราคาต่อรายได้ (P/E ratio) ที่ใช้ในการซื้อขายกิจการ ตัวอย่างเช่น ถ้าหากบริษัทอินเตอร์จะรวมตัวกับบริษัทอื่นซึ่งมีแนวโน้มความเจริญก้าวหน้าสูงกว่า ก็จะทำให้บริษัทอินเตอร์มีอัตราความเจริญก้าวหน้าโดยส่วนรวมสูงไปได้ด้วย แต่ก็มีปัญหาว่าถ้าอัตราส่วนของราคาต่อรายได้ของบริษัทที่จะถูกรวมมีค่าสูงกว่าของบริษัทอินเตอร์รายได้ต่อหุ้นของบริษัทอินเตอร์ก็จะมีแนวโน้มลดลง

ในทำนองเดียวกัน ถ้าหากบริษัทอินเตอร์รวมตัวกับบริษัทอื่นที่มีอัตราความเจริญก้าวหน้าค่อนข้างต่ำ แต่อัตราส่วนราคาต่อรายได้ของบริษัทที่จะรวมอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าบริษัทอินเตอร์ ก็จะมีผลให้อัตราความเจริญก้าวหน้าโดยส่วนรวมต่ำลงและรายได้ต่อหุ้นของบริษัทอินเตอร์สูงขึ้นทันที (ดูรูปที่ 1 ประกอบ)



จากข้อพิจารณาดังกล่าว นายสมพงษ์และนายเจริญตกลงกันว่าในรายงานความเป็นไปได้สำหรับการรวมกิจการควรที่จะเสนอกิจการของบริษัทที่น่าสนใจรวม 4 แห่งด้วยกัน ข้อมูลทางสถิติที่สำคัญของกิจการทั้ง 4 ปรากฏอยู่ในตารางที่ 3 สำหรับรายละเอียดโดยสรุปของแต่ละบริษัทมีดังนี้

ก. บริษัทบอนไซ จำกัด เป็นบริษัทที่ผลิตเครื่องสูบน้ำสำหรับใช้ในการชลประทาน นายบอน สีแดง ประธานกรรมการบริษัทอาจจะไม่เห็นด้วยกับการรวมกิจการกับบริษัท อินเตอร์ แต่นายบอนถือหุ้นของบริษัทเพียง 15 เปอร์เซ็นต์ เท่านั้นโดยที่หุ้นอีก 85 เปอร์เซ็นต์ อยู่ในมือของผู้ถือหุ้นอื่น ๆ อีกหลายราย

ข. บริษัทเฮงสวัสดิ์ จำกัด เป็นบริษัทที่มีกิจการทางด้านการผลิตและจำหน่ายเครื่องมือเครื่องจักรกลทางการเกษตร บริษัทนี้มีฐานะทางการเงินไม่ค่อยดีนักข้อบกพร่องที่สำคัญของบริษัทมีหลายประการด้วยกันนับตั้งแต่การบริหารงาน การออกแบบผลิตภัณฑ์ การจัดระบบการผลิตที่มีต้นทุนสูงกว่าที่ควรจะเป็นและไม่มี การวางแผนการขายที่ดีพอ แต่บริษัทก็มีระบบการจัดจำหน่ายผ่านผู้ค้า (Dealers) ที่เข้มแข็งและมีชื่อเสียงทางด้านการให้บริการ ตรวจสอบเครื่องมือเครื่องจักรกลแก่ลูกค้าเป็นอย่างดี นายสมพงษ์ตระหนักดีว่ามีบริษัทอื่น ๆ อย่างน้อย 2 บริษัทเคยพิจารณาที่จะซื้อกิจการของบริษัทเฮงสวัสดิ์ จำกัด แต่ก็ต้องตัดสินใจ

ไม่ซื้อเพราะเกรงว่าปัญหาดังกล่าวข้างต้นของบริษัทเฮงสวัสดิ์ อาจก่อให้เกิดความยุ่งยากทางการบริหารงานในอนาคต สำหรับฝ่ายบริหารของบริษัทเฮงสวัสดิ์ยินดีที่จะรวมตัวกับกิจการอื่น ๆ ทุกเวลา

ค. บริษัทดวงดี จำกัด เป็นบริษัทใหม่ที่มีกิจการทางด้านการผลิตอาหารลี้ยงรถยนต์ ถึงแม้ว่ากิจการประเภทนี้ส่วนมากจะประสบกับภาวะที่ไม่แน่นอนก็ตาม บริษัทดวงดีกลับมีฐานะค่อนข้างมั่นคง ในขณะที่บริษัทมีสัญญาด้านการพัฒนาและวิจัยผลิตภัณฑ์ร่วมกับบริษัทโตโยต้า จำกัด เป็นที่คาดหมายว่าในอนาคตอันใกล้บริษัทดวงดีจะเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการผลิตอาหารลี้ยงรถแทรกเตอร์โตโยต้าที่จำหน่ายในประเทศไทย ทั้งนายสมพงษ์และนายเจริญมีความเห็นร่วมกันว่าแนวโน้มทางรายได้และความก้าวหน้าของบริษัทดวงดีในการผลิตอาหารลี้ยงรถแทรกเตอร์จะทำให้บริษัทอินเตอร์มีส่วนได้รับผลประโยชน์สูงขึ้น ประสิทธิภาพการของ บริษัทดวงดีถือหุ้นอยู่ 40% และผู้จัดการมีหุ้นอยู่อีก 20% ทั้ง 2 คนนี้ยินดีที่จะเจรจาเรื่องการรวมกิจการกับบริษัทอินเตอร์ โดยมีข้อแม้ว่าบริษัทดวงดีจะต้องได้รับค่าตอบแทนสูง

ง. บริษัทศิลา จำกัด มีกิจการค้าการผลิตวงล้อรถยนต์ เพื่อจำหน่ายแก่ศูนย์บริการเปลี่ยนล้อรถยนต์ ถึงแม้ว่าผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีคุณภาพดีและกิจการในขณะนี้ดำเนินไปได้โดยราบรื่น แต่โดยที่สภาพทางธุรกิจประเภทนี้มีการเปลี่ยนแปลงได้ง่ายตามความนิยมของผู้ใช้รถยนต์ ดังนั้นความเจริญเติบโตของบริษัทในช่วง 4 - 5 ปีที่แล้วค่อนข้างช้ากว่าธุรกิจประเภทอื่น เมื่อเร็ว ๆ นี้มีข่าวว่าบริษัทตะวัน จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่ดำเนินกิจการเช่นเดียวกับบริษัทศิลา ต้องการซื้อหุ้นของบริษัทศิลาทั้งหมด แต่ฝ่ายบริหารของบริษัทศิลาไม่ต้องการที่จะรวมกิจการกับบริษัทตะวัน นายสมพงษ์และนายเจริญคิดว่าฝ่ายบริหารของบริษัทศิลอาจยินดีรวมกิจการกับบริษัทอินเตอร์เพื่อหลีกเลี่ยงการรวมกิจการกับบริษัทตะวัน นอกจากนั้นการรวมกิจการกับบริษัทศิลาน่าจะมีผลให้การดำเนินงานในอนาคตของบริษัทอินเตอร์ดีขึ้น

ตารางที่ 1
บริษัทอินเตอร์ จำกัด

งบดุล

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2523

	(หน่วย : ล้านบาท)
สินทรัพย์หมุนเวียน	114.2
สินทรัพย์ถาวร	114.4
	<u>228.6</u>
หนี้สินระยะสั้น*	28.6
หนี้สินระยะยาว	41.0
หุ้นสามัญ (6 ล้านหุ้น)	<u>159.0</u>
	<u>228.6</u>

หมายเหตุ * รวมทั้งการกู้ยืมเงินจากธนาคารจำนวน 20 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 9%

ตารางที่ 2

ข้อมูลทางสถิติของบริษัทอินเตอร์ จำกัด

ปี	ยอดขาย (ล้านบาท)	กำไรสุทธิ* หลังหักภาษี (ล้านบาท)	รายได้ต่อหุ้น (EPS)	เงินปันผล ต่อหุ้น (DPS)	ราคาเฉลี่ย ของหุ้น
2523	185	17.2	2.87	1.80	41
2522	170	16.2	2.70	1.50	37
2521	130	(4.0)	(0.66)	1.40	23
2520	152	13.9	2.31	1.40	35
2519	150	13.6	2.27	1.40	34
2518	142	13.0	2.17	1.40	31
2517	134	12.2	2.03	1.25	30
2516	125	11.4	1.09	1.25	28
2515	121	11.0	1.83	1.25	27
2514	113	10.0	1.67	1.00	25
2513	106	9.6	1.60	1.00	24

หมายเหตุ * = อัตราภาษี 50%

ตารางที่ 3
ข้อมูลของบริษัทที่น่าสนใจในการรวมกิจการ
ณ 31 ธ.ค. 2523

ต่อหุ้น

	รายได้	เงินปันผล	อัตราความ ก้าวหน้า (EPS & DPS)	มูลค่าตาม บัญชี	ราคา ตลาด	จำนวนหุ้นที่ ออกจำหน่าย	อัตราส่วน หนี้สิน
บริษัทบอนไซ	1.65	1.00	7%	33	52	2 ล้าน	35%
บริษัทเฮงสวัสดิ์	4.20	3.50	1%	55	41	4 ล้าน	10%
บริษัทดวงดี	1.20	—	15%	14	54	0.2 ล้าน	50%
บริษัทศิลา	3.00	1.50	3%	29	39	2 ล้าน	20%

Table A-1
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR DUE AT THE END OF *N* YEARS

<i>N</i>	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	<i>N</i>
01	0.99010	0.98039	0.97007	0.96154	0.95238	0.94340	0.93458	0.92593	0.91743	0.90909	01
02	.98030	.96117	.94260	.92456	.90703	.89000	.87344	.85734	.84168	.82645	02
03	.97059	.94232	.91514	.88900	.86384	.83962	.81630	.79383	.77218	.75131	03
04	.96098	.92385	.88849	.85480	.82270	.79209	.76290	.73503	.70843	.68301	04
05	.95147	.90573	.86261	.82193	.78353	.74726	.71299	.68058	.64993	.62092	05
06	.94204	.88797	.83748	.79031	.74622	.70496	.66634	.63017	.59627	.56447	06
07	.93272	.87056	.81309	.75992	.71068	.66506	.62275	.58349	.54703	.51316	07
08	.92348	.85349	.78941	.73069	.67684	.62741	.58201	.54027	.50187	.46651	08
09	.91434	.83675	.76642	.70259	.64461	.59190	.54393	.50025	.46043	.42410	09
10	.90529	.82035	.74409	.67556	.61391	.55839	.50835	.46319	.42241	.38554	10
11	.89632	.80426	.72242	.64958	.58468	.52679	.47509	.42888	.38753	.35049	11
12	.88745	.78849	.70138	.62460	.55684	.49697	.44401	.39711	.35553	.31863	12
13	.87866	.77303	.68095	.60057	.53032	.46884	.41496	.36770	.32618	.28966	13
14	.86996	.75787	.66112	.57747	.50507	.44230	.38782	.34046	.29925	.26333	14
15	.86135	.74301	.64186	.55526	.48102	.41726	.36245	.31524	.27454	.23939	15
16	.85282	.72845	.62317	.53391	.45811	.39365	.33873	.29189	.25187	.21763	16
17	.84438	.71416	.60502	.51337	.43630	.37136	.31657	.27027	.23107	.19784	17
18	.83602	.70016	.58739	.49363	.41552	.35034	.29586	.25025	.21199	.17986	18
19	.82774	.68643	.57029	.47464	.39573	.33051	.27651	.23171	.19449	.16351	19
20	.81954	.67297	.55367	.45639	.37689	.31180	.25842	.21455	.17843	.14864	20
21	.81143	.65978	.53755	.43883	.35894	.29415	.24151	.19866	.16370	.13513	21
22	.80340	.64684	.52189	.42195	.34185	.27750	.22571	.18394	.15018	.12285	22
23	.79544	.63416	.50669	.40573	.32557	.26180	.21095	.17031	.13778	.11168	23
24	.78757	.62172	.49193	.39012	.31007	.24698	.19715	.15770	.12640	.10153	24
25	.77977	.60953	.47760	.37512	.29530	.23300	.18425	.14602	.11597	.09230	25

Source: Ezra Solomon, ed., *The Management of Corporate Capital* (New York: The Free Press of Glencoe, Inc., 1958), pp. 313-16.

Table A-1
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR DUE AT THE END OF N YEARS

N	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	N
01	0.90090	0.89286	0.88496	0.87719	0.86957	0.86207	0.85470	0.84746	0.84034	0.83333	01
02	.81162	.79719	.78315	.76947	.75614	.74316	.73051	.71818	.70616	.69444	02
03	.73119	.71178	.69305	.67497	.65752	.64066	.62437	.60863	.59342	.57870	03
04	.65873	.63552	.61332	.59208	.57175	.55229	.53365	.51579	.49867	.48225	04
05	.59345	.56743	.54276	.51937	.49718	.47611	.45611	.43711	.41905	.40188	05
06	.53464	.50663	.48032	.45559	.43233	.41044	.38984	.37043	.35214	.33490	06
07	.48166	.45235	.42506	.39964	.37594	.35383	.33320	.31392	.29592	.27908	07
08	.43393	.40388	.37616	.35056	.32690	.30503	.28478	.26604	.24867	.23257	08
09	.39092	.36061	.33288	.30751	.28426	.26295	.24340	.22546	.20897	.19381	09
10	.35218	.32197	.29459	.26974	.24718	.22668	.20804	.19106	.17560	.16151	10
11	.31728	.28748	.26070	.23662	.21494	.19542	.17781	.16192	.14756	.13459	11
12	.28584	.25667	.23071	.20756	.18691	.16846	.15197	.13722	.12400	.11216	12
13	.25751	.22917	.20416	.18207	.16253	.14523	.12989	.11629	.10420	.09346	13
14	.23199	.20462	.18068	.15971	.14133	.12520	.11102	.09855	.08757	.07789	14
15	.20900	.18270	.15989	.14010	.12289	.10793	.09489	.08352	.07359	.06491	15
16	.18829	.16312	.14150	.12289	.10686	.09304	.08110	.07078	.06184	.05409	16
17	.16963	.14564	.12522	.10780	.09293	.08021	.06932	.05998	.05196	.04507	17
18	.15282	.13004	.11081	.09456	.08080	.06914	.05925	.05083	.04367	.03756	18
19	.13768	.11611	.09806	.08295	.07026	.05961	.05064	.04308	.03669	.03130	19
20	.12403	.10367	.08678	.07276	.06110	.05139	.04328	.03651	.03084	.02608	20
21	.11174	.09256	.07680	.06383	.05313	.04430	.03699	.03094	.02591	.02174	21
22	.10067	.08264	.06796	.05599	.04620	.03819	.03162	.02622	.02178	.01811	22
23	.09069	.07379	.06014	.04911	.04017	.03292	.02702	.02222	.01830	.01509	23
24	.08170	.06588	.05322	.04308	.03493	.02838	.02310	.01883	.01538	.01258	24
25	.07361	.05882	.04710	.03779	.03038	.02447	.01974	.01596	.01292	.01048	25

Table A-1
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR DUE AT THE END OF N YEARS

N	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%	N
01	.82645	.81967	.81301	.80645	.80000	.79365	.78740	.78125	.77519	.76923	01
02	.68301	.67186	.66098	.65036	.64000	.62988	.62000	.61035	.60093	.59172	02
03	.56447	.55071	.53738	.52449	.51200	.49991	.48819	.47684	.46583	.45517	03
04	.46651	.45140	.43690	.42297	.40960	.39675	.38440	.37253	.36111	.35013	04
05	.38554	.37000	.35520	.34111	.32768	.31488	.30268	.29104	.27993	.26933	05
06	.31863	.30328	.28878	.27509	.26214	.24991	.23833	.22737	.21700	.20718	06
07	.26333	.24859	.23478	.22184	.20972	.19834	.18766	.17764	.16822	.15937	07
08	.21763	.20376	.19088	.17891	.16777	.15741	.14776	.13878	.13040	.12259	08
09	.17986	.16702	.15519	.14428	.13422	.12493	.11635	.10842	.10109	.09430	09
10	.14864	.13690	.12617	.11635	.10737	.09915	.09161	.08470	.07836	.07254	10
11	.12285	.11221	.10258	.09383	.08590	.07869	.07214	.06617	.06075	.05580	11
12	.10153	.09198	.08339	.07567	.06872	.06245	.05680	.05170	.04709	.04292	12
13	.08391	.07539	.06780	.06103	.05498	.04957	.04472	.04039	.03650	.03302	13
14	.06934	.06180	.05512	.04921	.04398	.03934	.03522	.03155	.02830	.02540	14
15	.05731	.05065	.04481	.03969	.03518	.03122	.02773	.02465	.02194	.01954	15
16	.04736	.04152	.03643	.03201	.02815	.02478	.02183	.01926	.01700	.01503	16
17	.03914	.03403	.02962	.02581	.02252	.01967	.01719	.01505	.01318	.01156	17
18	.03235	.02789	.02408	.02082	.01801	.01561	.01354	.01175	.01022	.00889	18
19	.02673	.02286	.01958	.01679	.01441	.01239	.01066	.00918	.00792	.00684	19
20	.02209	.01874	.01592	.01354	.01153	.00983	.00839	.00717	.00614	.00526	20
21	.01826	.01536	.01294	.01092	.00922	.00780	.00661	.00561	.00476	.00405	21
22	.01509	.01259	.01052	.00880	.00738	.00619	.00520	.00438	.00369	.00311	22
23	.01247	.01032	.00855	.00710	.00590	.00491	.00410	.00342	.00286	.00239	23
24	.01031	.00846	.00695	.00573	.00472	.00390	.00323	.00267	.00222	.00184	24
25	.00852	.00693	.00565	.00462	.00378	.00310	.00254	.00209	.00172	.00142	25

Table A-1
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR DUE AT THE END OF *N* YEARS

<i>N</i>	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%	<i>N</i>
01	0.76336	0.75758	0.75188	0.74627	0.74074	0.73529	0.72993	0.72464	0.71942	0.71429	01
02	.58272	.57392	.56532	.55692	.54870	.54066	.53279	.52510	.51757	.51020	02
03	.44482	.43479	.42505	.41561	.40644	.39754	.38890	.38051	.37235	.36443	03
04	.33956	.32939	.31959	.31016	.30107	.29231	.28387	.27573	.26788	.26031	04
05	.25920	.24953	.24029	.23146	.22301	.21493	.20720	.19980	.19272	.18593	05
06	.19787	.18904	.18067	.17273	.16520	.15804	.15124	.14479	.13865	.13281	06
07	.15104	.14321	.13584	.12890	.12237	.11621	.11040	.10492	.09975	.09486	07
08	.11530	.10849	.10214	.09620	.09064	.08545	.08058	.07603	.07176	.06776	08
09	.08802	.08219	.07680	.07179	.06714	.06283	.05882	.05509	.05163	.04840	09
10	.06719	.06227	.05774	.05357	.04973	.04620	.04293	.03992	.03714	.03457	10
11	.05129	.04717	.04341	.03998	.03684	.03397	.03134	.02893	.02672	.02469	11
12	.03915	.03574	.03264	.02984	.02729	.02498	.02287	.02096	.01922	.01764	12
13	.02989	.02707	.02454	.02227	.02021	.01837	.01670	.01519	.01383	.01260	13
14	.02281	.02051	.01845	.01662	.01497	.01350	.01219	.01101	.00995	.00900	14
15	.01742	.01554	.01387	.01240	.01109	.00993	.00890	.00798	.00716	.00643	15
16	.01329	.01177	.01043	.00925	.00822	.00730	.00649	.00578	.00515	.00459	16
17	.01015	.00892	.00784	.00691	.00609	.00537	.00474	.00419	.00370	.00328	17
18	.00775	.00676	.00590	.00515	.00451	.00395	.00346	.00304	.00267	.00234	18
19	.00591	.00512	.00443	.00385	.00334	.00290	.00253	.00220	.00192	.00167	19
20	.00451	.00388	.00333	.00287	.00247	.00213	.00184	.00159	.00138	.00120	20
21	.00345	.00294	.00251	.00214	.00183	.00157	.00135	.00115	.00099	.00085	21
22	.00263	.00223	.00188	.00160	.00136	.00115	.00098	.00084	.00071	.00061	22
23	.00201	.00169	.00142	.00119	.00101	.00085	.00072	.00061	.00051	.00044	23
24	.00153	.00128	.00107	.00089	.00074	.00062	.00052	.00044	.00037	.00031	24
25	.00117	.00097	.00080	.00066	.00055	.00046	.00038	.00032	.00027	.00022	25

Table A-2
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR PER YEAR, N YEARS AT $r\%$

Year	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	Year
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174	0.9091	1
2	1.9704	1.9416	1.9135	1.8861	1.8594	1.8334	1.8080	1.7833	1.7591	1.7355	2
3	2.9410	2.8839	2.8286	2.7751	2.7232	2.6730	2.6243	2.5771	2.5313	2.4868	3
4	3.9020	3.8077	3.7171	3.6299	3.5459	3.4651	3.3872	3.3121	3.2397	3.1699	4
5	4.8535	4.7134	4.5797	4.4518	4.3295	4.2123	4.1002	3.9927	3.8896	3.7908	5
6	5.7955	5.6014	5.4172	5.2421	5.0757	4.9173	4.7665	4.6229	4.4859	4.3553	6
7	6.7282	6.4720	6.2302	6.0020	5.7863	5.5824	5.3893	5.2064	5.0329	4.8684	7
8	7.6517	7.3254	7.0196	6.7327	6.4632	6.2098	5.9713	5.7466	5.5348	5.3349	8
9	8.5661	8.1622	7.7861	7.4353	7.1078	6.8017	6.5152	6.2469	5.9852	5.7390	9
10	9.4714	8.9825	8.5302	8.1109	7.7217	7.3601	7.0236	6.7101	6.4176	6.1446	10
11	10.3677	9.7868	9.2526	8.7604	8.3064	7.8868	7.4987	7.1389	6.8052	6.4951	11
12	11.2552	10.5753	9.9539	9.3850	8.8622	8.3838	7.9427	7.5361	7.1607	6.8137	12
13	12.1338	11.3483	10.6349	9.9856	9.3935	8.8527	8.3576	7.9038	7.4869	7.1034	13
14	13.0038	12.1062	11.2960	10.5631	9.8986	9.2950	8.7454	8.2442	7.7861	7.3667	14
15	13.8651	12.8492	11.9379	11.1183	10.3796	9.7122	9.1079	8.5593	8.0607	7.6061	15
16	14.7180	13.5777	12.5610	11.6522	10.8377	10.1059	9.4466	8.8514	8.3125	7.8237	16
17	15.5624	14.2918	13.1660	12.1656	11.2740	10.4772	9.7632	9.1216	8.5436	8.0215	17
18	16.3984	14.9920	13.7534	12.6592	11.6895	10.8276	10.0591	9.3719	8.7556	8.2014	18
19	17.2261	15.6784	14.3237	13.1339	12.0853	11.1581	10.3356	9.6036	8.9501	8.3649	19
20	18.0457	16.3514	14.8774	13.5903	12.4622	11.4699	10.5940	9.8181	9.1285	8.5136	20
21	18.8571	17.0111	15.4149	14.0291	12.8211	11.7640	10.8355	10.0168	9.2922	8.6487	21
22	19.6605	17.6580	15.9368	14.4511	13.1630	12.0416	11.0612	10.2007	9.4424	8.7715	22
23	20.4559	18.2921	16.4435	14.8568	13.4885	12.3033	11.2722	10.3710	9.5802	8.8832	23
24	21.2435	18.9139	16.9355	15.2469	13.7986	12.5503	11.4693	10.5287	9.7066	8.9847	24
25	22.0233	19.5234	17.4131	15.6220	14.0939	12.7833	11.6536	10.6748	9.8226	9.0770	25

Source: Solomon, *op. cit.*, pp. 317-20.

Table A-2
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR PER YEAR, N YEARS AT r%

Year	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	Year
1	0.9009	0.8929	0.8850	0.8772	0.8696	0.8621	0.8547	0.8475	0.8403	0.8333	1
2	1.7125	1.6901	1.6681	1.6467	1.6257	1.6052	1.5852	1.5656	1.5465	1.5278	2
3	2.4437	2.4018	2.3612	2.3216	2.2832	2.2459	2.2096	2.1743	2.1399	2.1065	3
4	3.1024	3.0373	2.9745	2.9137	2.8550	2.7982	2.7432	2.6901	2.6386	2.5887	4
5	3.6959	3.6048	3.5172	3.4331	3.3522	3.2743	3.1993	3.1272	3.0576	2.9906	5
6	4.2305	4.1114	3.9976	3.8887	3.7845	3.6847	3.5892	3.4976	3.4098	3.3255	6
7	4.7122	4.5638	4.4226	4.2883	4.1604	4.0386	3.9224	3.8115	3.7057	3.6046	7
8	5.1461	4.9676	4.7988	4.6389	4.4873	4.3436	4.2072	4.0776	3.9544	3.8372	8
9	5.5370	5.3282	5.1317	4.9464	4.7716	4.6065	4.4506	4.3030	4.1633	4.0310	9
10	5.8892	5.6502	5.4262	5.2161	5.0188	4.8332	4.6586	4.4941	4.3389	4.1925	10
11	6.2065	5.9377	5.6869	5.4527	5.2337	5.0286	4.8364	4.6560	4.4865	4.3271	11
12	6.4924	6.1944	5.9176	5.6603	5.4206	5.1971	4.9884	4.7932	4.6105	4.4392	12
13	6.7499	6.4235	6.1218	5.8424	5.5831	5.3423	5.1183	4.9095	4.7147	4.5327	13
14	6.9819	6.6282	6.3025	6.0021	5.7245	5.4675	5.2293	5.0081	4.8023	4.6106	14
15	7.1909	6.8109	6.4624	6.1422	5.8474	5.5755	5.3242	5.0916	4.8759	4.6755	15
16	7.3792	6.9740	6.6039	6.2651	5.9542	5.6685	5.4053	5.1624	4.9377	4.7296	16
17	7.5488	7.1196	6.7291	6.3729	6.0472	5.7467	5.4746	5.2223	4.9897	4.7746	17
18	7.7016	7.2497	6.8399	6.4674	6.1280	5.8178	5.5339	5.2732	5.0333	4.8122	18
19	7.8393	7.3658	6.9380	6.5504	6.1982	5.8775	5.5845	5.3162	5.0700	4.8435	19
20	7.9633	7.4694	7.0248	6.6231	6.2593	5.9288	5.6278	5.3527	5.1009	4.8606	20
21	8.0751	7.5620	7.1016	6.6870	6.3125	5.9731	5.6648	5.3837	5.1268	4.8913	21
22	8.1757	7.6446	7.1695	6.7429	6.3587	6.0113	5.6964	5.4099	5.1486	4.9094	22
23	8.2664	7.7184	7.2297	6.7921	6.3988	6.0442	5.7234	5.4321	5.1668	4.9245	23
24	8.3481	7.7843	7.2829	6.8351	6.4338	6.0726	5.7465	5.4509	5.1822	4.9371	24
25	8.4217	7.8431	7.3300	6.8729	6.4641	6.0971	5.7662	5.4669	5.1951	4.9476	25

Table A-2
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR PER YEAR, N YEARS AT $r\%$

Year	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%	Year
1	0.8264	0.8197	0.8130	0.8065	0.8000	0.7937	0.7874	0.7813	0.7752	0.7692	1
2	1.5095	1.4915	1.4740	1.4568	1.4400	1.4235	1.4074	1.3916	1.3761	1.3609	2
3	2.0739	2.0422	2.0114	1.9813	1.9520	1.9234	1.8956	1.8684	1.8420	1.8161	3
4	2.5404	2.4936	2.4483	2.4043	2.3616	2.3202	2.2800	2.2410	2.2031	2.1662	4
5	2.9260	2.8636	2.8035	2.7454	2.6893	2.6351	2.5827	2.5320	2.4830	2.4356	5
6	3.2446	3.1669	3.0923	3.0205	2.9514	2.8850	2.8210	2.7594	2.7000	2.6427	6
7	3.5079	3.4155	3.3270	3.2423	3.1611	3.0833	3.0087	2.9370	2.8682	2.8021	7
8	3.7256	3.6193	3.5179	3.4212	3.3289	3.2407	3.1564	3.0758	2.9986	2.9247	8
9	3.9054	3.7863	3.6731	3.5655	3.4631	3.3657	3.2728	3.1842	3.0997	3.0190	9
10	4.0541	3.9232	3.7993	3.6819	3.5705	3.4648	3.3644	3.2689	3.1781	3.0915	10
11	4.1769	4.0354	3.9018	3.7757	3.6564	3.5435	3.4365	3.3351	3.2388	3.1473	11
12	4.2785	4.1274	3.9852	3.8514	3.7251	3.6060	3.4933	3.3868	3.2859	3.1903	12
13	4.3624	4.2028	4.0530	3.9124	3.7801	3.6555	3.5381	3.4272	3.3224	3.2233	13
14	4.4317	4.2646	4.1082	3.9616	3.8241	3.6949	3.5733	3.4587	3.3507	3.2487	14
15	4.4890	4.3152	4.1530	4.0013	3.8593	3.7261	3.6010	3.4834	3.3726	3.2682	15
16	4.5364	4.3567	4.1894	4.0333	3.8874	3.7509	3.6228	3.5026	3.3896	3.2832	16
17	4.5755	4.3908	4.2190	4.0591	3.9099	3.7705	3.6400	3.5177	3.4028	3.2948	17
18	4.6079	4.4187	4.2431	4.0799	3.9279	3.7861	3.6536	3.5294	3.4130	3.3037	18
19	4.6346	4.4415	4.2627	4.0967	3.9424	3.7985	3.6642	3.5386	3.4210	3.3105	19
20	4.6567	4.4603	4.2786	4.1103	3.9539	3.8083	3.6726	3.5458	3.4271	3.3158	20
21	4.6750	4.4756	4.2916	4.1212	3.9631	3.8161	3.6792	3.5514	3.4319	3.3198	21
22	4.6900	4.4882	4.3021	4.1300	3.9705	3.8223	3.6844	3.5558	3.4356	3.3230	22
23	4.7025	4.4985	4.3106	4.1371	3.9764	3.8273	3.6885	3.5592	3.4384	3.3254	23
24	4.7128	4.5070	4.3176	4.1428	3.9811	3.8312	3.6918	3.5619	3.4406	3.3272	24
25	4.7213	4.5139	4.3232	4.1474	3.9849	3.8342	3.6943	3.5640	3.4423	3.3286	25

Table A-2
PRESENT VALUE OF ONE DOLLAR PER YEAR, N YEARS AT $r\%$

Year		32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%	Year
1	0.7634	0.7576	0.7519	0.7463	0.7407	0.7353	0.7299	0.7246	0.7194	0.7143	1
2	1.3461	1.3315	1.3172	1.3032	1.2894	1.2760	1.2627	1.2497	1.2370	1.2245	2
3	1.7909	1.7663	1.7423	1.7188	1.6959	1.6735	1.6516	1.6302	1.6093	1.5889	3
4	2.1305	2.0957	2.0618	2.0290	1.9969	1.9658	1.9355	1.9060	1.8772	1.8492	4
5	2.3897	2.3452	2.3021	2.2604	2.2200	2.1807	2.1427	2.1058	2.0699	2.0352	5
6	2.5875	2.5342	2.4828	2.4331	2.3852	2.3388	2.2939	2.2506	2.2086	2.1680	6
7	2.7386	2.6775	2.6187	2.5620	2.5075	2.4550	2.4043	2.3555	2.3083	2.2628	7
8	2.8539	2.7860	2.7208	2.6582	2.5982	2.5404	2.4849	2.4315	2.3801	2.3306	8
9	2.9419	2.8681	2.7976	2.7300	2.6653	2.6033	2.5437	2.4866	2.4317	2.3790	9
10	3.0091	2.9304	2.8553	2.7836	2.7150	2.6495	2.5867	2.5265	2.4689	2.4136	10
11	3.0604	2.9776	2.8987	2.8236	2.7519	2.6834	2.6180	2.5555	2.4956	2.4383	11
12	3.0995	3.0133	2.9314	2.8534	2.7792	2.7084	2.6409	2.5764	2.5148	2.4559	12
13	3.1294	3.0404	2.9559	2.8757	2.7994	2.7268	2.6576	2.5916	2.5286	2.4685	13
14	3.1522	3.0609	2.9744	2.8923	2.8144	2.7403	2.6698	2.6026	2.5386	2.4775	14
15	3.1696	3.0764	2.9883	2.9047	2.8255	2.7502	2.6787	2.6106	2.5457	2.4839	15
16	3.1829	3.0882	2.9987	2.9140	2.8337	2.7575	2.6852	2.6164	2.5509	2.4885	16
17	3.1931	3.0971	3.0065	2.9209	2.8398	2.7629	2.6899	2.6206	2.5546	2.4918	17
18	3.2008	3.1039	3.0124	2.9260	2.8443	2.7668	2.6934	2.6236	2.5573	2.4941	18
19	3.2067	3.1090	3.0169	2.9299	2.8476	2.7697	2.6959	2.6258	2.5592	2.4951	19
20	3.2112	3.1129	3.0202	2.9327	2.8501	2.7718	2.6977	2.6274	2.5606	2.4971	20
21	3.2147	3.1158	3.0227	2.9349	2.8519	2.7734	2.6991	2.6283	2.5616	2.4979	21
22	3.2173	3.1180	3.0246	2.9365	2.8533	2.7746	2.7000	2.6294	2.5623	2.4985	22
23	3.2193	3.1197	3.0260	2.9377	2.8543	2.7754	2.7008	2.6300	2.5628	2.4989	23
24	3.2209	3.1210	3.0271	2.9386	2.8550	2.7760	2.7013	2.6304	2.5632	2.4992	24
25	3.2220	3.1220	3.0279	2.9392	2.8556	2.7765	2.7017	2.6307	2.5634	2.4994	25

TABLE A-3

Area of normal distribution that is X standard deviations to the left or right of the mean

<i>Number of Standard Deviations from Mean (X)</i>	<i>Area to the Left or Right (One tail)</i>	<i>Number of Standard Deviations from Mean (X)</i>	<i>Area to the Left or Right (One tail)</i>
0.00	.5000	1.55	.0606
0.05	.4801	1.60	.0548
0.10	.4602	1.65	.0495
0.15	.4404	1.70	.0446
0.20	.4207	1.75	.0401
0.25	.4013	1.80	.0359
0.30	.3821	1.85	.0322
0.35	.3632	1.90	.0287
0.40	.3446	1.95	.0256
0.45	.3264	2.00	.0228
0.50	.3085	2.05	.0202
0.55	.2912	2.10	.0179
0.60	.2743	2.15	.0158
0.65	.2578	2.20	.0139
0.70	.2420	2.25	.0122
0.75	.2264	2.30	.0107
0.80	.2119	2.35	.0094
0.85	.1977	2.40	.0082
0.90	.1841	2.45	.0071
0.95	.1711	2.50	.0062
1.00	.1577	2.55	.0054
1.05	.1469	2.60	.0047
1.10	.1357	2.65	.0040
1.15	.1251	2.70	.0035
1.20	.1151	2.75	.0030
1.25	.1056	2.80	.0026
1.30	.0968	2.85	.0022
1.35	.0885	2.90	.0019
1.40	.0808	2.95	.0016
1.45	.0735	3.00	.0013
1.50	.0668		