

บทที่ 11 ค่าของทุน (Cost of Capital)

ในบทนี้จะได้กล่าวถึงเรื่องค่าของทุน (Cost of Capital) ซึ่งเป็นคำอีกคำหนึ่งที่ใช้กันอย่างกว้างขวางในทางการเงิน ตามความหมายอย่างง่าย ๆ แล้วค่าของทุนก็คืออัตราผลตอบแทนที่จะต้องจ่ายให้แก่แหล่งทางการเงิน ถ้าหากจะให้ความหมายค่าของทุนโดยเปรียบเทียบกับต้นทุนของสินค้าและบริการในทางเศรษฐกิจ เช่นราคาของสินค้าชนิดหนึ่งมีราคาหน่วยละ 10 บาท ดังนั้น 10 บาท คือ จำนวนเงินที่ผู้ขายต้องการซึ่งเกิดขึ้นจากการขายสินค้าประเภทนั้น ในลักษณะคล้ายกันกับค่าของทุน ถ้าหาก 15 เปอร์เซ็นต์ คือค่าของทุนของกิจการ หมายถึงผู้เป็นเจ้าของทุนต้องการ 15 เปอร์เซ็นต์ต่อปี เพื่อเป็นการแลกเปลี่ยนกับการเสนอให้เงินลงทุนที่ความต้องการ 15 เปอร์เซ็นต์ อาจเป็นเพราะผู้เป็นเจ้าของเงินทุนสามารถหาได้จากการลงทุนในที่อื่น ๆ ซึ่งมีความเสี่ยงคล้ายคลึงกันในตลาดการเงิน ดังนั้นค่าของทุนและอัตราผลตอบแทนที่ผู้เป็นเจ้าของทุนต้องการจึงมีความหมายเช่นเดียวกัน

คำว่า ค่าของทุนมักจะถูกเรียกไปในทางต่าง ๆ กัน บางครั้งหมายถึงอัตราส่วนลด (discount rate) เพื่อใช้ประเมินในการลงทุนตามโครงการต่าง ๆ ในกรณีเช่นนี้ค่าของทุนคืออัตราผลตอบแทนที่โครงการได้รับการลงทุน ซึ่งหมายถึงว่าการลงทุนตามโครงการนั้นสามารถให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมและพอเพียงกับการใช้เงินทุน คำว่าค่าของทุนของกิจการ (firm's cost of capital) หมายถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากหลักทรัพย์ที่ตนลงทุนในกิจการไว้ ค่าของส่วนของผู้เป็นเจ้าของ (cost of equity capital) คืออัตราผลตอบแทนซึ่งผู้เป็นเจ้าของกิจการต้องการ และค่าของหนี้สิน (cost of debt) คืออัตราผลตอบแทนซึ่งผู้มีฐานะเป็นเจ้าของกิจการต้องการ

ความสำคัญของค่าของทุน (Importance of Cost of Capital)

ค่าของทุนมีความสำคัญอย่างมากต่อผู้จัดการฝ่ายการเงิน และต่อนักเศรษฐศาสตร์ ในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับ capital budgeting ค่าของทุนจะมีผลสะท้อนที่สำคัญต่อกิจการ เช่นเมื่อมีการประเมินงบประมาณเงินทุนสำหรับโครงการใดโครงการหนึ่ง โดยการใช้อัตราผลตอบแทน (rate

of return) มาเป็นหลักในการพิจารณา ถ้าโครงการนั้นสามารถให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าค่าของทุน เมื่อมองจากทัศนคติของการเงินแล้วก็สมควรที่จะยอมรับเอาโครงการนั้น แต่ถ้าอัตราผลตอบแทนคาดว่าจะได้รับต่ำกว่าค่าของทุนก็ไม่สมควรที่จะรับเอาโครงการนั้นมาดำเนินงานเพราะจะทำให้เกิดความเสียหายขึ้นแก่ผู้เป็นเจ้าของกิจการได้ ดังนั้นการทำงานประมาณเงินทุนที่เหมาะสมนั้นจำเป็นที่จะต้องมีการกะประมาณค่าของทุนด้วย ค่าของทุนนี้จะเป็นอัตราส่วนลด (discount rate) โดยให้นำเอาหลักมูลค่าปัจจุบัน (net present value) มาใช้ในการคำนวณ นอกจากนี้โครงร่างทางการเงินสามารถส่งผลสะท้อนต่อขนาด ความเสี่ยง รายได้และมูลค่าของกิจการ การศึกษา ค่าของทุนและการเรียนรู้ว่าจะได้รับอรรถประโยชน์จากการ leverage อย่างนั้นเป็นสิ่งที่มิใช่ประโยชน์ต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ตลอดทั้งการตัดสินใจอื่น ๆ อีก เช่น การเช่า (leasing) การไถ่ถอนคืนพันธบัตร (bond refunding) นโยบายเงินทุนหมุนเวียน (working capital policy) จำเป็นที่จะต้องมีการกะประมาณค่าของทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งค่าของทุนนี้ จะมีความสำคัญอย่างยิ่งสำหรับการดำเนินงานในกิจการบางประเภท เช่น กิจการที่ผลิตกระแสไฟฟ้า แก๊ส โทรศัพท์ และการขนส่ง ซึ่งเป็นกิจการประเภทสาธารณูปโภคกิจการจำพวกนี้จำเป็นต้องมีวิธีการที่ถูกต้องในการวัดค่าของทุนเพื่อนำมาใช้กำหนดราคาสินค้าและบริการของบริษัท ถ้าหากว่าการกะประมาณค่าของเงินทุนต่ำไปแล้ว บริษัทก็จะไม่สามารถจัดหาเงินทุนมาใช้ในการลงทุนให้เพียงพอกับความต้องการใช้สินค้าและบริการของบริษัทในระยะยาว ซึ่งจะทำให้เกิดผลเสียต่อประชาชนในที่สุด หรือถ้าการกะประมาณค่าของทุนนั้นสูงไป ประชาชนผู้อุปโภคบริโภคก็จะต้องจ่ายราคาสินค้าและบริการในราคาที่สูงตามไปด้วย

ประการสุดท้ายค่าของทุนและวิธีการที่ใช้วัดค่าของทุนมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม ถ้าหากว่าการประมาณค่าของทุนไม่ถูกต้องเช่น (1) ประมาณสูงไป เศรษฐกิจของประเทศก็จะไม่เจริญเติบโตเท่าที่ควร การลงทุนในโรงงานใหม่ เครื่องจักรก็จะต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในทางตรงข้ามถ้า (2) ค่าของทุนประมาณไว้ต่ำเกินไปก็จะเป็นสาเหตุทำให้มีการใช้ทรัพยากรไปในทางที่ไม่ถูกต้อง เช่น มีการนำเอาทรัพยากรที่ควรใช้ไปในการผลิตที่ก่อให้เกิดประโยชน์ในทางเศรษฐกิจไปใช้ในทางการผลิตที่ไม่สามารถก่อประโยชน์ในทางเศรษฐกิจหรือก่อประโยชน์ได้ทางเศรษฐกิจเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งจะเป็นผลเสียต่อการเจริญเติบโตในทางเศรษฐกิจ

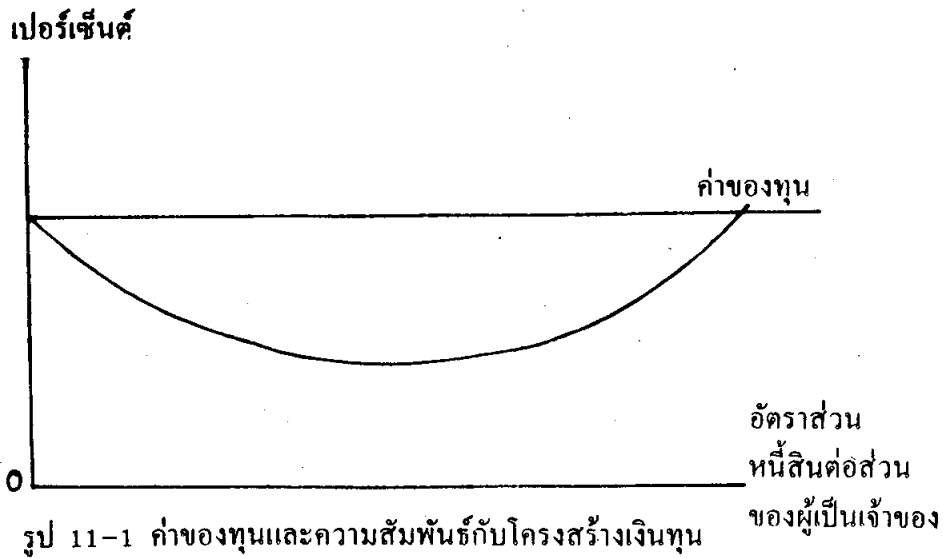
ค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุน **(Cost of Capital and Capital Structure)**

การจัดการเงินทุนเพื่อใช้เฉพาะสำหรับโครงการใดโครงการหนึ่งโดยการใช้หนี้สินนั้นเป็นการแสดงว่าถ้ามีการขยายการลงทุนออกไปอีกในปีข้างหน้าต่อไป กิจการไม่สามารถที่จะ

ใช้หนี้สินใหม่โดยเสียดอกเบี้ยของหนี้สินที่ต่ำได้อีกต่อไป เมื่อถึงจุดหนึ่งกิจการจะมีความจำเป็นมากขึ้นในการจัดหาเงินทุนโดยใช้วิธีเพิ่มส่วนของผู้เป็นเจ้าของ (equity) ให้สูงขึ้น ทั้งนี้เพราะไม่สามารถใช้หนี้สินได้อีกต่อไป เนื่องจากการใช้หนี้สินเพื่อจัดหาเงินทุนทำให้อัตราส่วนหนี้สินมีอัตราที่สูงซึ่งเป็นอันตรายต่อกิจการ

ยกตัวอย่างเช่นกิจการแห่งหนึ่งจัดหาเงินทุนมาใช้สำหรับโครงการต่าง ๆ ของกิจการ โดยการกู้เงินโดยเสียดอกเบี้ย 12 เปอร์เซ็นต์ ในระหว่างปี พ.ศ. 2521 โครงการต่าง ๆ ที่ลงทุนนั้นสามารถให้ผลตอบแทนในอัตรา 14 เปอร์เซ็นต์ และไม่สามารถที่จะใช้หนี้สินในการจัดหาเงินทุนได้อีกต่อไปแล้วเพราะอัตราส่วนหนี้สินมีอัตราสูง ในปีต่อมาคือในปี พ.ศ. 2522 มีโครงการต่าง ๆ ที่จะต้องลงทุนและสามารถให้อัตราผลตอบแทนสูง 17 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนที่ได้จากโครงการในปีแรก แต่ไม่สามารถลงทุนตามโครงการได้ เพราะว่าจะต้องจัดหาเงินทุนโดยการเพิ่มส่วนของผู้เป็นเจ้าของ ซึ่งปรากฏว่าค่าของส่วนผู้เป็นเจ้าของมีอัตรา 18 เปอร์เซ็นต์ ในการที่จะแก้ปัญหาที่เราควรจะต้องดูกิจการในฐานะเป็นกิจการที่ดำเนินงานต่อไป (going concern) และค่าของทุนควรที่จะมีการคำนวณโดยใช้การถ่วงน้ำหนักแบบถ่วงเฉลี่ย (weighted average) หรือใช้วิธีส่วนประกอบ (composite) ประเภทต่าง ๆ ของเงินทุนซึ่งกิจการจะต้องใช้ เช่น ได้จากหนี้สิน หนี้บุริมสิทธิ และส่วนของผู้เป็นเจ้าของ เป็นต้น

ค่าของทุนซึ่งกิจการได้มาเพื่อสำหรับใช้ไปในการลงทุนมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการ แหล่งเงินทุนซึ่งกิจการได้มาใช้นั้นจะได้อาจมาจากแหล่งต่าง ๆ กัน คือ 1. หนี้สินระยะสั้น 2. หนี้สินระยะยาว 3. หนี้บุริมสิทธิ 4. หนี้สามัญ และ 5. กำไรสะสมของกิจการ การวัดค่าของเงินทุนนี้เป็นส่วนหนึ่งของทฤษฎีของโครงสร้างเงินทุน ทั้งนี้ เพราะการจัดหาเงินทุนแต่ละประเภทนั้นจะมีผลสะท้อนซึ่งกันและกัน กิจการสามารถใช้หนี้สินโดยมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำถึงจุด ๆ หนึ่งเท่านั้น ความสำคัญของอัตราส่วนหนี้สินตามที่แสดงไว้ในรูป 11-1 ข้างล่างนี้แสดงว่าถ้าอัตราส่วนหนี้สินมีอัตราสูงแล้วกิจการยังใช้หนี้สินอีกในการจัดหาเงินทุนซึ่งทำให้ต้องเสียดอกเบี้ยในอัตราที่สูง ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ค่าของทุนมีอัตราที่สูงขึ้นด้วย ดังนั้น ถ้าอัตราส่วนหนี้สินมีอัตราสูงกิจการอาจไม่สามารถใช้หนี้สินได้อีกต่อไป จึงต้องใช้วิธีจำหน่ายหุ้นทุนซึ่งจะสามารถช่วยทำให้อัตราส่วนหนี้สินกับส่วนของผู้เป็นเจ้าของ (debt-equity ratio) ลดน้อยลงมา ถึงแม้ว่าจะสามารถจำหน่ายหุ้นทุนได้ในราคาตลาดที่ต่ำก็ตาม แต่การเพิ่มการจำหน่ายหุ้นทุนจะเป็นการช่วยทำให้เจ้าหนี้กิจการลดความเสี่ยงลงได้



ถ้าไม่ทราบถึงค่าของทุนที่เหมาะสมแล้วก็จะทำให้กิจการต้องประสบกับปัญหาสำคัญ 2 ประการด้วยกันคือ (1) การจัดหาเงินทุนเพื่อใช้สำหรับโครงการลงทุน กิจการควรหาวิธีใด? เกี่ยวกับเรื่องนี้กิจการจะต้องพิจารณาโครงสร้างเงินทุนปัจจุบัน ค่าของส่วนประกอบต่าง ๆ และผลของการใช้หนี้สินหรือส่วนของผู้เป็นเจ้าของที่มีต่อค่าของทุน การทราบถึงค่าของทุนในขณะนั้นและค่าของการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมสามารถช่วยให้ผู้จัดการฝ่ายการเงินเลือกว่าควรจะใช้วิธีใดในการจัดหาเงินทุน (2) เกณฑ์อะไรที่ควรจะนำมาใช้เพื่อเลือกข้อเสนอโครงการจ่ายเงินลงทุน? เกี่ยวกับเรื่องนี้ ค่าของทุนช่วยชี้ให้เห็นว่าข้อเสนอลงทุนตามโครงการต่าง ๆ นั้น ข้อเสนอของโครงการไหนจึงจะทำให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (net present value) ของกิจการมีมูลค่าอยู่ในระดับคงที่ หรือช่วยทำให้มีมูลค่าสูงขึ้น เนื่องจากการตัดสินใจนี้มีความสำคัญมากในงบประมาณเงินทุน การทราบค่าของทุนจึงเป็นสิ่งสำคัญ

การเพิ่มมูลค่าของกิจการ

ค่าของทุนมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการซึ่งผู้จัดการฝ่ายการเงินจะต้องนำมาพิจารณาพร้อมกันไป การหาค่าของทุนก็เพื่อจะทราบอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากโครงการซึ่งทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น เพราะฉะนั้น การจัดหาเงินทุนไม่ว่าจะโดยวิธีใช้หนี้สิน หรือโดยการใช้หลักทรัพย์แสดงการเป็นเจ้าของก็ตาม สิ่งสำคัญที่ควรคำนึงถึงคือผลสะท้อนซึ่งจะมีต่อมูลค่าของกิจการ ในการศึกษาค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุนของ

กิจการควรที่จะแสดงโดยใช้สูตรตามข้างล่างนี้ จะเห็นว่ามูลค่าของกิจการตามสูตรนี้ แสดงเป็นผลรวมในมูลค่าของส่วนประกอบต่าง ๆ ในโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

$$Vmk = D + RS + CS$$

Vmk = มูลค่าตลาดทั้งสิ้นของกิจการ

D = มูลค่าหนี้สินของกิจการ ยกเว้นหลักทรัพย์หนี้สินออกใหม่ มูลค่าดังกล่าวนี้คือราคาตามมูลค่า หรือมูลค่าของหนี้สินที่จะต้องไถ่ถอนคืน

PS = มูลค่าหุ้นบุริมสิทธิของกิจการ มูลค่าดังกล่าวนี้จะเป็นราคาตามมูลค่า

CS = มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการ มูลค่าดังกล่าวนี้คือ มูลค่าตลาด (market value) มากกว่าที่จะเป็นมูลค่าตามบัญชี (book value)

โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของกิจการจะต้องเป็นโครงสร้างเงินทุนซึ่งมีส่วนประกอบของหลักทรัพย์ประเภทหนี้สินและหลักทรัพย์แสดงการเป็นเจ้าของ โดยการรวมกันนี้สามารถทำให้มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการมีมูลค่าสูงสุดในตลาด ถ้ากิจการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินและสามารถช่วยทำให้หุ้นสามัญของกิจการมีมูลค่าตลาดสูงขึ้น ก็กล่าวได้ว่าโครงสร้างเงินทุนของกิจการเป็นโครงสร้างเงินทุนซึ่งกำลังเป็นไปในทางที่ดี แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าการใช้หนี้สินเป็นสาเหตุให้หุ้นสามัญของกิจการมีมูลค่าตลาดต่ำลง ก็กล่าวได้ว่าการใช้หนี้สินกำลังทำให้โครงสร้างเงินทุนของกิจการเป็นไปในทางที่ไม่เหมาะสม มีข้อสำคัญสามประการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของกิจการ คือประการแรก ถ้าหุ้นสามัญของกิจการมีราคาตลาดสูงสุดมูลค่าทั้งสิ้นของกิจการก็จะมีมูลค่าสูงสุดด้วย เพราะเมื่อมองจากทัศนยะของกิจการ ทั้งหนี้สิน และหุ้นบุริมสิทธิจะมีมูลค่าเท่ากับที่ตราไว้ ถึงแม้ว่าเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิต่างก็จะให้ความสนใจอย่างมากต่อการขึ้นลงในมูลค่าตลาด แต่ว่าข้อผูกพันของกิจการที่มีต่อหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทนี้จะมีจำนวนจำกัดเพียงแค่มูลค่าตามที่ตราไว้เท่านั้น ไม่ว่าจะเป็หลักทรัพย์ประเภทไหนก็ตามต่างก็ต้องมีมูลค่าตลาดคล้อยตามการดำเนินงานของกิจการว่าจะประสบความสำเร็จหรือไม่ หลักทรัพย์ทั้งประเภทหนี้สินและหุ้นบุริมสิทธิต่างก็ให้อัตราผลตอบแทนคงที่และตามเวลาที่กำหนดไว้ จึงมีมูลค่าเปลี่ยนแปลงไปตามระดับของอัตราดอกเบี้ยและผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิมากกว่าที่จะเปลี่ยนแปลงไปตามผลกำไรของกิจการ ข้อยกเว้นจะเกิดขึ้นก็เมื่อหลักทรัพย์นั้นเป็นประเภทที่มีสิทธิร่วมรับส่วนแบ่งกำไรของกิจการเช่นกรณีที่หลักทรัพย์นั้นเป็นหุ้นบุริมสิทธิประเภทร่วมรับ (participating preferred stock) เป็นต้น

ประการที่สอง ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของกิจการ มูลค่าสูงสุดของหุ้นสามัญจะต้องพิจารณาตามหลักต่อหุ้น กิจการสามารถเพิ่มมูลค่าหุ้นสามัญทั้งสิ้นให้สูงขึ้น โดยการออกจำหน่ายหุ้นสามัญมากยิ่งขึ้น ถ้าการออกจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นเป็นสาเหตุให้ลดลงใน

มูลค่าต่อหุ้นแล้วก็จะทำให้โครงสร้างเงินทุนของกิจการเป็นโครงสร้างที่ไม่ให้ผลดีที่สุด ถึงแม้ว่าข้อพิจารณาค่าของทุนจะเกี่ยวกับมูลค่ารวมทางสนของกิจการและมูลค่ารวมทั้งสิ้นของหุ้นสามัญ แต่ก็ควรระวังด้วยว่ามูลค่าหุ้นนั้นจะต้องมีมูลค่าสูงสุดตามหลักต่อหุ้นจึงจะมีผลทำให้โครงสร้างเงินทุนเป็นโครงสร้างที่ดีที่สุด

ประการที่สาม คือความเกี่ยวพันกันระหว่างค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของกิจการ นักวิเคราะห์บางคนเห็นว่าโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดนั้นจะเกิดขึ้นเมื่อค่าของทุนของกิจการอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุด แต่นักวิเคราะห์บางคนมีความเห็นว่าค่าของทุนควรอยู่ในระดับคงที่และจะไม่ได้รับผลสะท้อนจากโครงสร้างเงินทุน ถึงแม้ว่าความเกี่ยวพันกันระหว่างค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุนเป็นเรื่องที่อยู่นอกเหนือขอบเขตของบทนี้ก็ตาม แต่ก็เป็นเรื่องที่นักวิเคราะห์ทางการเงินให้ความสนใจเป็นอย่างมาก โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของกิจการอาจแสดงได้เป็นสูตร ดังนี้

$$Vmkt (max) = D + PS + CS (max)$$

ความหมายของคำว่า (max) ในที่นี้หมายถึงมูลค่าที่มีระดับสูง

ปัจจัยซึ่งมีผลสะท้อนต่อค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุน มีปัจจัยที่สำคัญอยู่ 3 ประการด้วยกันที่จะต้องนำมาพิจารณาในการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนและค่าของทุน ปัจจัยทั้ง 3 ประการดังกล่าวนี้ คือ

1. การใช้ Leverage มากน้อยแค่ไหน ถ้ากิจการไม่สามารถที่จะใช้ Leverage โดยให้ได้ผลแล้ว สาเหตุอาจเป็นเพราะระดับกำไรของกิจการอยู่ในระดับที่ต่ำ ซึ่งทำให้การใช้เงินกู้จะต้องมีต้นทุนที่สูงกว่าผลตอบแทนที่ได้รับ อีกนัยหนึ่งกิจการจะต้องประสบกับการขาดทุนเนื่องจากการใช้เงินกู้และจะทำให้ไม่สามารถออกจำหน่ายหุ้นสามัญได้เพิ่มเติม เพราะกิจการที่มีกำไรต่ำจะไม่มีผู้ลงทุนผู้ใดต้องการลงทุนซื้อหุ้นสามัญของกิจการ กิจการที่ต้องเผชิญกับสภาวะการณเช่นนี้จะต้องหาทางแก้ไขโดยการเพิ่มกำไรของกิจการให้สูงขึ้น และทำการวิเคราะห์หาค่าการใช้ Leverage จะมีผลกระทบต่อค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุนอย่างไร สำหรับกิจการซึ่งทำกำไรได้ดีโดยมีการใช้ Leverage ที่เหมาะสม ปกติแล้วการใช้ Leverage มากน้อยแค่ไหนจะมีส่วนสำคัญอย่างมากต่อการกำหนดค่าของทุนและโครงสร้างเงินทุน

2. ผลสะท้อนซึ่งมีต่อราคาตลาดหุ้นสามัญ กิจการจะต้องให้ความสนใจว่าผู้ลงทุนจะมีปฏิกิริยาอย่างไรต่อกิจการ เมื่อกิจการได้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนระหว่างหนี้สินและหลักทรัพย์แสดงการเป็นเจ้าของ ถ้าหากผู้ลงทุนพิจารณาแล้วเห็นว่ากิจการมีหนี้สินสูงชันนั้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญต้องมีความเสี่ยงสูงยิ่งขึ้น ก็จะทำให้หุ้นสามัญของกิจการมีราคาตกต่ำลง

ในทางตรงข้ามถ้าผู้ลงทุนพิจารณาเห็นว่าการใช้หนี้สินนั้นทำให้ Leverage มีความเหมาะสมและสามารถได้รับผลน่าพอใจ ก็จะทำให้หุ้นสามัญของกิจการมีราคาตลาดสูงขึ้น ในลักษณะคล้ายคลึงกันค่าของทุนสามารถมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นของกิจการ ถ้าค่าของทุนต่ำมากเกินไปผู้ถือหุ้นอาจมีความรู้สึกว่าการยอมรับข้อเสนอที่ให้กำไรต่ำเกินไป ซึ่งก็จะทำให้ราคาหุ้นของกิจการในตลาดมีราคาต่ำ แต่ถ้าค่าของทุนกำหนดไว้สูงเกินไปก็จะทำให้กิจการต้องพลาดโอกาสโครงการซึ่งสามารถให้กำไรดีต่อกิจการซึ่งทั้งนี้ ก็ย่อมจะมีผลสะท้อนต่อราคาหุ้นของกิจการอีกเช่นกัน

3. ระดับอัตราภาษี ถ้าอัตราภาษีมีอัตราใกล้เคียงกับ 50 เปอร์เซ็นต์ ก็มีความจำเป็นที่จะต้องพิจารณาถึงภาษีซึ่งจะมีผลสะท้อนต่อโครงสร้างเงินทุนต่าง ๆ กัน เนื่องจากว่าการใช้หนี้สินนั้น กิจการจะต้องเสียดอกเบี้ยซึ่ง สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณเพื่อเสียภาษีได้ เพราะฉะนั้น การใช้หลักทรัพย์ประเภทหนี้สินจึงสามารถลดต้นทุนในการจัดหาเงินได้มากกว่าหุ้นบุริมสิทธิหรือหลักทรัพย์ที่แสดงการเป็นเจ้าของ นอกจากนี้ระดับของภาษียังมีผลสะท้อนต่อค่าของทุนด้วย เพราะหนี้สินที่มีต้นทุนหรือเสียค่าใช้จ่ายต่ำนี้จะช่วยทำให้สามารถลดค่าของทุนทั้งสิ้น

ส่วนประกอบของค่าของทุนในการใช้เงินทุน (COMPONENT COST)

เงินทุน (capital) เป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งสำหรับใช้ในการผลิต เช่นเดียวกับปัจจัยอื่น ๆ ก็ต้องมีต้นทุนในการใช้หรือค่าใช้จ่ายในการใช้ เพราะว่ากิจการไม่สามารถได้เงินทุนมาเปล่า ๆ โดยไม่ต้องจ่ายสิ่งหนึ่งสิ่งใดให้เป็นค่าตอบแทน ตัวอย่างเช่น ถ้ากิจการจัดหาเงินทุนโดยการกู้เงินจากผู้อื่น หนี้สินที่เกิดขึ้นนี้สมมุติว่ากิจการจะต้องเสียดอกเบี้ยในอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ เพราะฉะนั้นอัตราดอกเบี้ย 10 เปอร์เซ็นต์ ก็คือต้นทุนหรือค่าของการใช้หนี้สิน ซึ่งเรียกกันทั่วไปว่า ค่าของทุน (cost of capital) แต่เป็นค่าของทุนประเภทหนี้สินหรือค่าของหนี้สิน แต่ถ้ากิจการจัดหาเงินทุนโดยหลายวิธีเช่นนอกจากการใช้หนี้สินแล้ว ยังออกจำหน่ายหุ้นบุริมสิทธิหุ้นสามัญ และกันเอากำไรสะสมของกิจการมาใช้ในการลงทุนอีก เงินทุนแต่ละประเภทที่ได้มานี้เรียกว่าเป็นส่วนประกอบ (composit) ในโครงสร้างเงินทุน (capital structure) ส่วนประกอบแต่ละประเภทในโครงสร้างเงินทุนนี้ต่างก็จะต้องมีต้นทุนในการใช้ ซึ่งเรียกว่า ค่าของทุน ส่วนประกอบของต้นทุนในการใช้เงินทุนหรือส่วนประกอบของค่าของทุนในการใช้เงินทุนตามที่ จะกล่าวต่อไปในบทนี้คือ

1. ค่าของหนี้สิน (K_d) คือ อัตราดอกเบี้ยสำหรับหนี้สินที่ออกใหม่ของกิจการซึ่งก็คือ

ส่วนประกอบค่าของทุนประเภทหนี้สิน

2. ค่าของหนี้สินหลังภาษีหรือ $K_d (1-t)$ โดย t = อัตราภาษี

3. ค่าของหุ้นบุริมสิทธิ (K_p) คือ อัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งถือว่าเป็นส่วนประกอบค่าของทุนของกิจการประเภทหุ้นบุริมสิทธิ

4. ค่าของหุ้นสามัญที่ออกใหม่ (K_e) คือ อัตราผลตอบแทนที่ต้องจ่ายให้แก่หุ้นสามัญที่ออกใหม่ของกิจการ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนประเภท equity capital และเป็นส่วนประกอบค่าของทุนของกิจการประเภทหุ้นสามัญ

5. ค่าของกำไรสะสม (K_s) คือ ต้นทุนในการใช้กำไรสะสมของกิจการและเป็นส่วนประกอบค่าของทุนประเภทกำไรสะสม

6. ค่าของทุนถัวเฉลี่ยของส่วนประกอบค่าของทุน (K_a) คือการที่กิจการจัดหาเงินทุนมาใช้ลงทุนตามโครงการ โดยมีความต้องการรักษาโครงสร้างเงินทุนของกิจการให้ยังคงสมดุลย์อยู่เสมอ ซึ่งหมายถึงว่าต้องการรักษาอัตราส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้เป็นเจ้าของให้ยังคงมีอัตราส่วนสมดุลย์ กรณีเช่นนี้กิจการจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนโดยส่วนหนึ่งจะต้องใช้หนี้สิน (debt) อีกส่วนหนึ่งใช้หุ้นบุริมสิทธิ (preferred stock) และอีกส่วนหนึ่งใช้ส่วนของผู้เป็นเจ้าของ (equity) สำหรับส่วนของผู้เป็นเจ้าของอาจได้มาจากกำไรสะสมของกิจการเองหรือโดยการออกหุ้นสามัญใหม่จำหน่าย ข้อสังเกตคือกิจการจะรักษาอัตราส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้เป็นเจ้าของให้มีอัตราเดิม แต่อัตราส่วนระหว่างหุ้นสามัญและกำไรสะสมอาจจะเปลี่ยนแปลง เพราะถือว่าไม่มีความสำคัญเนื่องจากส่วนของผู้เป็นเจ้าของจะแสดงรวมกันระหว่างหุ้นสามัญและกำไรสะสม โดยถือว่าส่วนของผู้เป็นเจ้าของก็คือส่วนของผู้เป็นเจ้าของ ไม่ว่าจะเป็หุ้นสามัญหรือกำไรสะสมก็ตาม

ค่าของหนี้สิน

(COST OF DEBT)

ตัวอย่างเช่น ถ้ากิจการกู้ยืมเงิน 500,000 บาท เป็นระยะเวลา 1 ปี อัตราดอกเบี้ย 10 เปอร์เซ็นต์ เพราะฉะนั้น ดอกเบี้ยจะเป็นจำนวนเงิน 50,000 บาท

$$\begin{aligned}\text{ค่าของหนี้สิน (ก่อนหักภาษี)} &= \frac{\text{ดอกเบี้ย}}{\text{เงินต้น}} \\ &= \frac{50,000}{500,000} \times 100 \\ &= 10 \%\end{aligned}$$

ภายใต้ข้อสมมติที่ยกตัวอย่างมานี้ กิจการจะต้องเสียดอกเบี้ยเป็นเงิน 50,000 บาท ซึ่งคิดเป็นอัตราเปอร์เซ็นต์ที่เรียกว่า ค่าของหนี้สินเมื่ออัตราเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ ตามการประมาณประการแรก ค่าของหนี้สิน (cost of debt) จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนซึ่งผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ให้กู้ยืมได้ไป หรือเรียกว่าอัตราดอกเบี้ยของหนี้สิน ถ้ากิจการกู้ยืมเงินมาและนำเงินที่กู้ได้มานี้ไปลงทุนได้อัตราผลตอบแทนเท่าพอดีกับอัตราดอกเบี้ย กรณีเช่นนี้รายได้ที่เกิดขึ้นแก่หุ้นสามัญยังคงเดิมไม่มีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งสามารถแสดงให้เห็นโดยตัวอย่าง ดังนี้

สมมติว่าบริษัทแห่งหนึ่งมียอดขายเท่ากับ 3,000,000 บาท ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเท่ากับ 2,700,000 บาท และไม่มีหนี้สิน ตาราง 11-1 เป็นงบกำไรขาดทุนของบริษัทแยกแสดงตัวเลขออกมาเป็นสองช่อง คือ ช่องแรกบริษัทยังไม่มีหนี้สิน รายได้ที่เกิดขึ้นจากการขายเท่ากับ 3,000,000 บาท ส่วนในช่องที่สองแสดงตัวเลขหลังจากบริษัทได้กู้เงินมา 500,000 บาท โดยเสียดอกเบี้ยในอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ และได้นำมาลงทุนในสินทรัพย์ซึ่งทำให้มียอดขายสูงขึ้นเป็น 3,053,000 บาท และมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงขึ้น 3,000 บาท ทำให้กำไรก่อนหักดอกเบี้ยสูงขึ้น 50,000 บาท หลังจากการกู้เงินมา 500,000 บาท และกิจการต้องเสียดอกเบี้ย 50,000 บาท กำไรจะยังคงเท่าเดิมไม่เปลี่ยนแปลง คือเท่ากับ 300,000 บาท เท่าเดิม ทั้งนี้ เป็นเพราะว่ารายได้จากการลงทุนในสินทรัพย์ใหม่ (กำไรก่อนหักดอกเบี้ย) ให้รายได้ในอัตราเดียวกับค่าของทุน คือ 10 เปอร์เซ็นต์ เท่ากัน

งบกำไรขาดทุน
สำหรับงวด 1 ปีสิ้นสุด

	<u>ก่อนหน้า</u>	<u>ภายหลัง</u>
ขาย	3,000,000	3,053,000
หัก ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	<u>2,700,000</u>	<u>2,703,000</u>
กำไรก่อนหักดอกเบี้ย	300,000	350,000
หัก ดอกเบี้ยจ่าย	<u>—</u>	<u>50,000</u>
กำไร	<u><u>300,000</u></u>	<u><u>300,000</u></u>

ตาราง 11-1 งบกำไรขาดทุนของบริษัท ก.ข.ค.

ค่าของหนี้สิน (cost of debt) ที่นำมาคำนวณนี้เป็นค่าของหนี้สินที่เกิดจากหนี้สินใหม่ ไม่ใช่ดอกเบี้ยของหนี้สินเก่า นั่นก็คือเราให้ความสนใจในหนี้สินใหม่ หรือค่าของหนี้สิน 1 หน่วยสุดท้าย (marginal cost of debt) ค่าของทุนจะนำมาใช้ในเรื่องเกี่ยวกับขบวนการตัดสินใจซึ่งรวมทั้งการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุนโครงการใหม่ ไม่ว่ากิจการจะกู้เงินโดยเสียดอกเบี้ยในอัตราที่สูงหรือต่ำก็ตาม ซึ่งตามความจริงแล้วกิจการที่มีหนี้สินเก่าโดยต้อง

เสียดอกเบี้ยในอัตราที่สูงหรือต่ำยอมแน่นอนที่สุดต้องมีผลสะท้อนต่อดอกเบี้ยจ่ายที่จะนำไปหักกำไรในปีปัจจุบันของกิจการ แต่ว่าการตัดสินใจในอดีตไม่นับว่ามีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในปัจจุบัน ในเรื่องเกี่ยวกับการตัดสินใจในปัจจุบัน จะต้องเกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันเท่านั้น

หุ้นบุริมสิทธิ (PREFERRED STOCK)

หุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะเป็นตราสารกึ่งหนี้สินคืออยู่ในระหว่างหนี้สินและหุ้นสามัญ ลักษณะที่คล้ายกับหนี้สินคือหุ้นบุริมสิทธิจะมีเงื่อนไขต่าง ๆ ที่บริษัทตกลงให้เป็นการตายตัว เกี่ยวกับการจ่ายผลตอบแทนและการชำระคืนทุน สิทธิเรียกร้องต่าง ๆ ของหุ้นบุริมสิทธิจะมีสิทธิเหนือกว่าผู้ถือหุ้นสามัญอย่างไรก็ตามการที่บริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่หุ้นบุริมสิทธิไม่ได้หมายความว่าจำเป็นต้องทำให้บริษัทต้องล้มละลาย แต่การที่บริษัทไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยให้แก่พันธบัตรอาจทำให้บริษัทต้องล้มละลายได้ เพราะฉะนั้นเมื่อมองดูในด้านของบริษัทหุ้นบุริมสิทธิมีความเสี่ยงมากกว่าหุ้นสามัญ แต่เมื่อเทียบกับพันธบัตรแล้ว หุ้นบุริมสิทธิมีความเสี่ยงน้อยกว่าพันธบัตร แต่ถ้าหากมองดูในด้านของผู้ลงทุนแล้วหุ้นบุริมสิทธิมีความเสี่ยงน้อยกว่าหุ้นสามัญและเมื่อเทียบกับพันธบัตรแล้วหุ้นบุริมสิทธิจะมีความเสี่ยงมากกว่าพันธบัตร ดังนั้น ถ้าผู้ลงทุนต้องการซื้อพันธบัตรโดยได้รับดอกเบี้ยในอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ ผู้ลงทุนก็อาจเต็มใจที่จะยอมรับเพราะไม่ต้องเสี่ยงมาก คิดว่าการซื้อหุ้นบุริมสิทธิซึ่งให้อัตราผลตอบแทน 12 เปอร์เซ็นต์ แต่ต้องมีความเสี่ยงมาก สมมุติว่าหุ้นบุริมสิทธิออกจำหน่ายในราคาหุ้นละ 100 บาท โดยให้ผลตอบแทนเป็นเงินปันผลปีละ 12 บาท ผลตอบแทนหุ้นบุริมสิทธิสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ผลตอบแทนหุ้นบุริมสิทธิ} &= \frac{\text{เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ (D}_p\text{)}}{\text{ราคาของหุ้นบุริมสิทธิ (P}_p\text{)}} \\ &= \frac{12 \text{ บาท}}{100 \text{ บาท}} \\ &= 12 \% \end{aligned}$$

สมมุติว่ากิจการสามารถขายหุ้นบุริมสิทธิเพิ่มเติมได้ในราคาหุ้นละ 100 บาท และค่าของหุ้นบุริมสิทธิก็ยังเท่ากับ 12 เปอร์เซ็นต์เท่าเดิม อีกนัยหนึ่งตามการกะประมาณครั้งแรก ค่าของหุ้นบุริมสิทธิมีอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนซึ่งผู้ลงทุนได้รับตามที่ได้คำนวณไว้ข้างบนคือเท่ากับ 12 เปอร์เซ็นต์ ถ้ากิจการได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าราคาตลาดของหุ้นบุริม-

สิทธิเมื่อจำหน่ายหุ้นบุริมสิทธิออกใหม่ ดังนั้น ราคาของหุ้นบุริมสิทธิ (P_p) ซึ่งเป็นตัวหารตามสมการข้างบนควรจะเป็นราคาสุทธิซึ่งกิจการได้รับ ตัวอย่างเช่น ถ้าสมมติว่ากิจการจะต้องเสียค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายหุ้นละ 4 บาท อีกนัยหนึ่งคือผู้ซื้อหุ้นบุริมสิทธิต้องจ่ายเงินซื้อหุ้นละ 100 บาท แต่ผู้เป็นนายหน้าได้คิดค่านายหน้า 4 บาทต่อหุ้น ดังนั้น กิจการจะต้องได้รับสุทธิหุ้นละ 96 บาท ค่าของหุ้นบุริมสิทธิออกใหม่จึงสามารถคำนวณได้ตามสมการข้างล่างนี้

$$\begin{aligned} \text{ค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} &= \frac{\text{เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ (D}_p\text{)}}{\text{ราคาสุทธิของหุ้นบุริมสิทธิ (P}_p\text{)}} \\ &= \frac{12}{96} = 12.5\% \end{aligned}$$

ค่าของหนี้สินและค่าของหุ้นบุริมสิทธิตามที่แสดงมานี้ ไม่สามารถที่จะเปรียบเทียบกันได้เมื่อนำเอาปัจจัยเรื่องภาษีเข้ามาใช้ในการวิเคราะห์ด้วย ทั้งนี้ เพราะดอกเบี้ยจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายที่ยอมให้กิจการหักได้เมื่อคำนวณภาษี แต่เงินปันผลจ่ายไม่สามารถนำมาหักเพื่อคำนวณภาษีได้ ตัวอย่างเช่น สมมติว่าบริษัท ก. ข. ค. สามารถกู้เงิน 500,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 10 เปอร์เซ็นต์ หรือทางเลือกอีกทางหนึ่งคือออกหุ้นบุริมสิทธิ 10% จำหน่าย 5,000 หุ้น โดยได้รับเงินสุทธิจากการจำหน่าย 100 บาทต่อหุ้น สมมติว่าอัตราภาษีมีอัตราเท่า 50 เปอร์เซ็นต์ ก่อนหน้ามีการลงทุนในสินทรัพย์ใหม่ กำไรของกิจการเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญแสดงไว้ในตาราง 11-2 ปัญหาคืออัตราผลตอบแทนอัตราเท่าใด ซึ่งบริษัทต้องการจากเงินทุนที่จัดหาใหม่เพื่อรักษาไม่ให้กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต้องเปลี่ยนแปลงไป

อัตราผลตอบแทนซึ่งทำให้กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญไม่เปลี่ยนแปลง

$$\begin{aligned} &= \frac{10\%}{(1 - \text{อัตราภาษี})} \\ &= \frac{\text{ค่าของทุนหุ้นบุริมสิทธิ}}{(1 - \text{อัตราภาษี})} \\ &= \frac{10\%}{(1 - 50\%)} \\ &= \frac{10\%}{.50} = 20\% \end{aligned}$$

	ก่อนหน้า	ผลตอบแทนจากการลงทุนใหม่		
		10%		20%
		Lia.10%	pref. 10%	pref. 20%
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (บาท)	1,000,000	1,050,000	1,050,000	1,100,000
หัก ดอกเบี้ยจ่าย	-	50,000	-	-
กำไรก่อนหักภาษี	1,000,000	1,000,000	1,050,000	1,100,000
หัก ภาษีเงินได้ (50%)	500,000	500,000	525,000	550,000
กำไรหลังหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	500,000	500,000	525,000	550,000
หัก เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ	-	-	50,000	50,000
กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ	500,000	500,000	475,000	500,000

ตาราง 11-2 ค่าของหนี้สินซึ่งมีการปรับปรุงภาษีแล้ว

ตามตาราง 11-2 ข้างบนนี้ ถ้าเงินทุนใหม่สามารถลงทุนได้ผลตอบแทน 10 เปอร์เซ็นต์ ก่อนเสียภาษี กรณีที่การจัดหาเงินทุนใช้วิธีกู้มำกำไรส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นสามัญจะไม่เปลี่ยนแปลง แต่ถ้าใช้วิธีออกหุ้นบุริมสิทธิจำหน่ายกำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญจะลดน้อยลง การที่ยังคงรักษากำไรส่วนที่เป็นเจ้าของหุ้นสามัญให้ได้เท่ากับ 500,000 บาท เท่าเดิมโดยใช้วิธีจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นบุริมสิทธิจำหน่ายนั้น จำเป็นที่จะต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนสูงถึง 20 เปอร์เซ็นต์ ก่อนเสียภาษีหรือ 10 เปอร์เซ็นต์หลังเสียภาษีแล้ว อัตราผลตอบแทน 20 เปอร์เซ็นต์ สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 \text{อัตราผลตอบแทนซึ่งไม่ทำให้อำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญเปลี่ยนแปลง} &= 10\% \\
 &= \frac{\text{ค่าของหุ้นบุริมสิทธิ}}{(1 - \text{อัตราภาษี})} \\
 &= \frac{10\%}{(1 - 50\%)} \\
 &= \frac{10\%}{(.50)} = 20\%
 \end{aligned}$$

เนื่องจากผู้ถือหุ้นให้ความสนใจต่อกำไรภายหลังเสียภาษีแล้วมากกว่ากำไรก่อนเสียภาษี เพราะฉะนั้น จึงควรใช้ค่าของหุ้นหลังเสียภาษีแล้วมาวิเคราะห์ อย่างไรก็ตามค่าของหุ้นบุริมสิทธิถือว่าเป็นค่าของหุ้นหลังเสียภาษีแล้ว เพราะเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในการเสียภาษีได้ ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่า ดอกเบี้ยจ่ายถือเป็นค่าใช้จ่ายนำมาคำนวณในการหักภาษีได้ ดังนั้น ยิ่งดอกเบี้ยจ่ายมีจำนวนมากเท่าใด ก็ยิ่งทำให้ภาษีที่บริษัทต้องเสียลดลงเท่านั้น นั่นก็คือเท่ากับว่ารัฐบาลต้องจ่ายดอกเบี้ยส่วนหนึ่งให้แก่บริษัทนั่นเอง เพราะฉะนั้น ค่าของหนี้สิน (cost of debt) จึงสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ค่าของหนี้สินหลังเสียภาษี} &= Kd(1-t) \\ \text{โดย } Kd &= \text{ค่าของหนี้สินก่อนเสียภาษี} \\ t &= \text{อัตราภาษี} \\ \text{ตามสูตรนี้แทนค่าโดยใช้ตัวอย่างข้างบนจะได้ดังนี้} \\ \text{ค่าของหนี้สินหลังเสียภาษี} &= 10\%(1-50\%) \\ &= 10\%(.50) \\ &= 5\% \end{aligned}$$

ถ้าบริษัทสามารถจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินและเสียดอกเบี้ยในอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนภายหลังเสียภาษีได้เท่ากับ 5 เปอร์เซ็นต์ ถือได้ว่าโครงการลงทุนนี้จะอยู่ ณ จุดคุ้มทุน (break-even point) และกำไรในส่วนของผู้ถือหุ้นจะไม่ได้รับผลสะท้อนแต่อย่างใด เป็นที่น่าสังเกตว่าสำหรับกิจการที่ประสบกับผลขาดทุนจะไม่ต้องเสียภาษี นั่นก็คือภาษีของกิจการเท่ากับศูนย์ เพราะฉะนั้น สำหรับกิจการที่ดำเนินงานขาดทุนค่าของหนี้สินจะไม่มีผลลดลง นั่นก็คือ ตามสูตรข้างบนนี้อัตราภาษีเท่ากับศูนย์ ดังนั้น ค่าของหนี้สินภายหลังเสียภาษีจึงเท่ากับอัตราดอกเบี้ย

ค่าของกำไรสะสม

(COST OF RETAINED EARNINGS)

คำว่ากำไรสะสม (retained earnings) สามารถให้ความหมายได้ว่า คือรายการหนึ่งซึ่งแสดงไว้ในงบดุล ดังนั้น กำไรสะสมจึงประกอบด้วยกำไรทั้งหมดที่เก็บสะสมไว้ตลอดระยะเวลาการดำเนินงานของกิจการเรื่อยมาตั้งแต่อดีต หรือกำไรสะสมอาจหมายถึงรายการในงบกำไรขาดทุนซึ่งเป็นส่วนบวกเพิ่มกับกำไรสะสม ในบทนี้คำว่ากำไรสะสมมีความหมายตามนัยที่สอง คือกำไรในปีปัจจุบันซึ่งไม่ได้จ่ายเป็นเงินปันผล แต่ได้เก็บสะสมไว้และนำกลับไปลงทุนในธุรกิจต่อไป คำว่า ส่วนผู้เป็นเจ้าของ (equity) โดยทั่วไปแล้วจะรวมถึงหุ้นบุริมสิทธิ (preferred stock) และ หุ้นสามัญ (common equity) ด้วย แต่ตามความหมายในบทนี้ ไม่รวมหุ้นบุริมสิทธิ

อัตราผลตอบแทนซึ่งผู้ลงทุนซื้อหุ้นบุริมสิทธิต้องการเรียกว่าค่าของหุ้นบุริมสิทธิ (cost of preferred stock) และอัตราดอกเบี้ยซึ่งผู้ให้กู้ต้องการเรียกว่าค่าของหนี้สิน (cost of debt) ทั้งนี้หลังจากได้มีการปรับปรุงภาษีแล้ว ค่าของส่วนผู้เป็นเจ้าของ (cost of equity) ซึ่งได้มาจากกำไรสะสมสามารถให้คำจำกัดความได้คล้ายคลึงกัน สัญญลักษณ์ที่ใช้แทนค่าของกำไรสะสมในที่นี้คือ K_s เพราะฉะนั้น K_s ก็คือผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการจากหุ้นสามัญของกิจการ อัตราผลตอบแทนที่คาด (expected rate of return) จะได้จากหุ้นสามัญ ขึ้นอยู่กับเงินปันผลจ่าย ดังนั้น

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญจะมีมูลค่ามากน้อยแค่ไหนส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับเงินปันผลจ่าย

สิ่งสำคัญในเรื่องค่าของหุ้นที่เกี่ยวกับกำไรสะสมก็คือต้นทุนโอกาสที่เสียไป (opportunity cost) กำไรหลังเสียภาษีแล้วโดยตามความจริงจะเป็นของผู้ถือหุ้น ผู้ถือพันธบัตรจะได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ตามอัตราที่กำหนดไว้ กำไรส่วนที่เหลือก็จะตกเป็นของผู้ถือหุ้นสามัญ โดยฝ่ายบริหารจะจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญโดยจ่ายเงินปันผลให้ หรืออาจนำกำไรส่วนนี้กลับไปลงทุนต่ออีกในธุรกิจ ถ้าฝ่ายบริหารตัดสินใจเก็บกำไรเอาไว้แทนที่จะจ่ายเงินปันผลให้ กรณีเช่นนี้ ก็จะทำให้เกิดต้นทุนโอกาสที่เสียไปขึ้นแก่ผู้ถือหุ้น เพราะผู้ถือหุ้นควรจะได้รับเงินปันผลจากบริษัท และนำเอาเงินทุนนี้ไปลงทุนในหุ้นอื่น ๆ พันธบัตร สินทรัพย์ถาวร เป็นต้น เพราะฉะนั้น กิจการจะต้องมีกำไรสะสมเก็บไว้อย่างน้อยที่สุดเป็นจำนวนเท่ากับที่ผู้ถือหุ้นสามารถหาได้จากการลงทุนตามทางเลือกอื่น ๆ ซึ่งมีความเสี่ยงเปรียบเทียบกันได้ ปัญหาคืออัตราผลตอบแทนเท่าใดซึ่งผู้ถือหุ้นคาดหวังที่จะหาได้จากการลงทุนในทางเลือกลงทุนอื่น ๆ ซึ่งมีความเสี่ยงเท่ากัน คำตอบคือ K_s ถ้ากิจการไม่สามารถนำกำไรสะสมไปลงทุนให้ได้ผลตอบแทนเท่ากับ K_s แล้ว กิจการสมควรที่จะจ่ายกำไรส่วนนี้คืนให้แก่ผู้ถือหุ้น เพื่อผู้ถือหุ้นจะได้นำเงินที่ได้รับนี้ไปลงทุนโดยตรงในสินทรัพย์อื่น ๆ

ราคาปัจจุบันของหุ้นสามัญในตลาด (P_0) จะมีราคาสูงต่ำแค่ไหนขึ้นอยู่กับปัจจัยดังต่อไปนี้

ประการแรก เงินสดไหลที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับถ้าหากว่าได้ลงทุนซื้อหุ้นไว้

ประการที่สอง ความเสี่ยงของเงินสดไหลเหล่านี้ที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับ

เงินสดไหลที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับประกอบด้วย 2 ส่วน คือ (1) เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในแต่ละปีและ (2) ราคาตลาดของหุ้นที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับเมื่อขายหุ้นในตอนปลายปีซึ่งรวมถึงผลตอบแทนที่ได้จากเงินที่ลงทุนบวกกำไรฝ่ายทุน (capital gain) หรือหักขาดทุนฝ่ายทุน (capital loss) ถ้าผู้ลงทุนคาดว่าจะถือหุ้นไว้เป็นระยะเวลาหนึ่งปี และถ้าคาดว่าราคาหุ้นจะเจริญในอัตรา g สูตรมูลค่าตลาดหุ้นสามัญจะมีดังนี้

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{\text{เงินปันผลคาดว่าจะได้รับในตอนปลายปี} + \text{ราคาขายหุ้นคาดว่าจะได้รับในตอนปลายปี}}{1.0 + \text{อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ}} \\
 &= \frac{D_1 + P_1}{1 + K_s} \\
 &= \frac{D_1 + P_0 (1 + g)}{1 + K_s}
 \end{aligned}$$

จากสูตร P_0 นี้สามารถแปลงให้ง่ายขึ้นดังนี้

$$P_0 = \frac{D_1 + P_0(1+g)}{(1+Ks)}$$

$$P_0(1+Ks) = D_1 + P_0(1+g)$$

$$P_0 + P_0 \cdot Ks = D_1 + P_0 + P_0 \cdot g$$

$$P_0 \cdot Ks = D_1 + P_0 \cdot g$$

$$P_0 \cdot Ks - P_0 \cdot g = D_1$$

$$P_0(Ks - g) = D_1$$

$$P_0 = \frac{D_1}{(Ks - g)}$$

จากสูตร $P_0 = \frac{D_1}{Ks - g}$ สามารถหาค่าของ Ks ที่ต้องการโดยกลับสูตรเสียใหม่ ดังนี้

$$Ks = \frac{D_1}{P_0} + g$$

ตัวอย่างสมมุติว่าบริษัท ก. ข. ค. คาดว่าจะมีกำไรต่อหุ้นเท่ากับหุ้นละ 20 บาท และจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้หุ้นละ 10 บาทในปีถัดไป อัตราการเจริญเติบโตของกำไร เงินปันผล และราคาหุ้นมีอัตราประมาณ 5 เปอร์เซ็นต์ ต่อปี และคาดว่าจะเป็นไปตามอัตรานี้เรื่อย ๆ ไป ราคาหุ้นในปัจจุบันของบริษัทมีราคาขายหุ้นละ 200 บาท และอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีอัตราผลตอบแทนที่สมดุล คืออัตราผลตอบแทนคาดว่าจะได้รับมีอัตราเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ตามข้อมูลที่ให้นี้สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการโดยใช้สูตรดังนี้

$$\begin{aligned} Ks &= \frac{D_1}{P_0} + g \\ &= \frac{10 \text{ บาท}}{200 \text{ บาท}} + 5\% \\ &= 10\% \end{aligned}$$

การวิเคราะห์บริษัทคาดว่าราคาหุ้นจะมีอัตราความเจริญในอัตรา 5 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งราคาปัจจุบันมีราคาหุ้นละ 200 บาท จะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นอีก 10 บาท คือสูงขึ้นเป็น 210 บาท ราคาหุ้นจะสูงขึ้น ถ้าบริษัท กขค. ยังคงนำกำไรสะสม 10 บาท ไปลงทุนโดยสามารถได้รับผลตอบแทนอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ แต่ถ้าลงทุนได้กำไรเพียงแค่ 5 เปอร์เซ็นต์ กำไรที่ได้รับระหว่างปีจะสูงเพียง 5.50 บาท คือ $(10 \times 5\%)$ ซึ่งต่างกับอัตรากำไรที่คาดคือหุ้นละ 1 บาท $(10 \times 10\%)$ กำไรใหม่จะสูงขึ้น 20.50 บาท คือสูงขึ้นเพียงแค่ 2½ เปอร์เซ็นต์ ต่างกับอัตราที่คาด 21 บาท คือเพิ่มสูง

ขึ้น 5 เปอร์เซ็นต์ ถ้าผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นว่ากิจการจะได้กำไรเพียงแค่ 5 เปอร์เซ็นต์ จากการที่กิจการนำกำไรสะสมไปลงทุนและมีอัตราความเจริญเพียงแค่ 2½ เปอร์เซ็นต์ ผู้ลงทุนก็ย่อมจะประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท โดยประเมินในทางที่ราคาหุ้นมีราคาลดต่ำลง โดยใช้สูตร ดังนี้

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{D_1}{K_s - g} \\
 &= \frac{10 \text{ บาท}}{10\% - 2.50\%} \\
 &= \frac{10 \text{ บาท}}{0.10 - 0.025} \\
 &= 133.33 \text{ บาท}
 \end{aligned}$$

อย่างไรก็ตาม บริษัท ก ข ค จะได้รับผลเสียจากการที่หุ้นมีราคาลดต่ำลงเฉพาะในกรณีที่บริษัทนำกำไรสะสมไปลงทุนแล้วได้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่าของทุน (cost of capital) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ

ถ้าบริษัทแห่งนี้ไม่มีการลงทุนใหม่แต่นำกำไรจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ก็จะทำให้อัตราความเจริญของบริษัทมีค่าเท่ากับศูนย์ ซึ่งก็จะไม่ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทมีราคาลดต่ำลงแต่อย่างใด เพราะว่าผู้ลงทุนยังคงต้องการได้รับอัตราผลตอบแทนในอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ จากหุ้นที่ตนถืออยู่ ดังนั้น ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลหมดทั้ง 20 บาท ก็จะแทนค่าในสูตรได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 K_s &= \frac{D_1}{P_0} + g \\
 &= \frac{20 \text{ บาท}}{200 \text{ บาท}} + 0 \\
 &= 10\%
 \end{aligned}$$

เมื่อกำหนดราคาหุ้นของบริษัทตามสูตรข้างล่างนี้ จะได้ราคาหุ้นละ 200 บาท เท่าเดิม

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{D_1}{K_s - g} \\
 &= \frac{20 \text{ บาท}}{10\% - 0} \\
 &= \frac{20 \text{ บาท}}{0.10 - 0} \\
 &= 200 \text{ บาท}
 \end{aligned}$$

ผลตอบแทนทั้งหมดจะเป็นในรูปของเงินปันผล แต่อัตราผลตอบแทนแท้จริงจะเท่าพอดีกับอัตรา 10 เปอร์เซ็นต์ ตามที่ต้องการ

ตามตัวอย่างข้างต้นนี้ แสดงให้เห็นความจริงที่สำคัญขั้นพื้นฐานคือ ถ้ากิจการสามารถทำกำไรได้ตามอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ คือ K_s การที่กิจการไม่จ่ายเงินปันผลแต่นำกำไรไปลงทุนใหม่อีกจะไม่เป็นสาเหตุทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นในปัจจุบันแต่อย่างใด แต่ถ้ากิจการทำกำไรได้ต่ำกว่า K_s แล้ว ราคาหุ้นของบริษัทก็จะลดต่ำลง ตรงกันข้ามถ้าทำกำไรได้มากก็ยิ่งทำให้ราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้น

ค่าของหุ้นสามัญที่ออกใหม่

(COST OF NEW COMMON STOCK หรือ EXTERNAL EQUITY CAPITAL)

ค่าของหุ้นสามัญที่ออกใหม่ หรือเงินทุนซึ่งมีลักษณะของการเป็นเจ้าของที่ได้มาจากแหล่งภายนอก สัญญลักษณ์ที่ใช้ตามที่กำหนดไว้ในหน้า 164 คือ K_e ปกติจะสูงกว่าค่าของกำไรสะสมคือ K_s สูงกว่า K_s เพราะว่าการนำหุ้นสามัญใหม่ออกจำหน่ายจะต้องเสียค่าใช้จ่ายในการจำหน่าย (floatation cost) ปัญหาคือจะต้องหาอัตราผลตอบแทนเท่าใดจากเงินทุนที่ได้มาจากการจำหน่ายหุ้นสามัญจึงจะทำให้เกิดความเหมาะสมขึ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือค่าของหุ้นสามัญที่ออกใหม่มีอัตราเท่าใด สำหรับกิจการที่มีอัตราความเจริญที่คงที่สามารถที่จะหาค่าของหุ้นสามัญออกใหม่ได้โดยใช้สูตรดังนี้

$$K_e = \frac{D_1}{P_o(1-F)} + g$$

$$= \frac{D_1}{P_n} + g$$

$$K_e = \frac{\text{อัตราเงินปันผลจ่าย}}{1 - \text{เปอร์เซ็นต์ค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นสามัญ}} + \text{อัตราความเจริญ}$$

$$= \frac{D_1/P_o}{1-F} + g$$

โดย $F =$ เปอร์เซ็นต์ค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นสามัญ

เพราะฉะนั้น $P_o(1-F) = P_n$ คือราคาสุทธิที่กิจการได้รับ

ตัวอย่างเช่น ถ้า P_o 100 บาท และ $F = 10\%$ ดังนั้น กิจการจะได้รับเงินสุทธิ 90 บาท

$$P_n = P_o(1-F)$$

$$= 100(1-10\%)$$

$$= 90 \text{ บาท}$$

$$\text{ตามสูตร } K_e = \frac{D_1}{P_n} + g$$

ใช้ได้เฉพาะกรณีที่คาดว่าอัตราความเจริญจะมีอัตราคงที่ สำหรับบริษัท ก ข ค ค่าของหุ้นสามัญ ออกใหม่จะคำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 K_e &= \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g \\
 &= \frac{10 \text{ บาท}}{200(1-0.10)} + 5\% \\
 &= \frac{10 \text{ บาท}}{180 \text{ บาท}} + 5\% \\
 &= 5.55\% + 5\% \\
 &= 10.55\%
 \end{aligned}$$

ตัวอย่างของบริษัท ก ข ค นี้ สามารถทราบค่าของ D_1 , P_0 และ g แต่ในบางกรณีที่เราสามารถทราบเงินปันผล อัตราความเจริญ และค่าใช้จ่ายในการนำหุ้นใหม่ออกจำหน่าย ในกรณีเช่นนี้เราควรใช้สูตร

$$\begin{aligned}
 K_e &= \frac{\text{อัตราเงินปันผลจ่าย}}{(1-\text{เปอร์เซ็นต์ค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นสามัญ})} + \text{อัตราความเจริญ} \\
 &= \frac{10/200}{(1-0.10)} + 5\% \\
 &= \frac{5\%}{0.9} + 5\% \\
 &= 5.55\% + 5\% \\
 &= 10.55\%
 \end{aligned}$$

ผู้ลงทุนมีความต้องการผลตอบแทนจาก K_s ตามในตัวอย่างก่อนในเรื่องค่าของกำไรสะสมเท่ากับ 10 % จากหุ้นของบริษัท ก ข ค อย่างไรก็ตามบริษัทต้องเสียค่าใช้จ่ายในการนำหุ้นสามัญใหม่ออกจำหน่าย บริษัทจึงต้องทำกำไรให้ได้มากกว่า 10เปอร์เซ็นต์ จากเงินที่ได้มาโดยการออกหุ้นใหม่เพื่อให้เพียงพอกับอัตราผลตอบแทน 10 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งเป็นอัตราที่ผู้ถือหุ้นมีความต้องการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าบริษัท ก ข ค ได้กำไรในอัตรา 10.55 เปอร์เซ็นต์ จากเงินทุนที่ได้มาโดยการออกหุ้นสามัญใหม่ ก็จะทำให้กำไรต่อหุ้นไม่ลดลงมาต่ำกว่าที่คาดไว้ เงินปันผลที่คาดจะได้รับก็ยังสามารถรักษาระดับอัตราคงที่ อัตราความเจริญของกำไรและเงินปันผลก็ยังคงรักษาระดับเดิม ซึ่งจะไม่ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทลดต่ำลง แต่ถ้าบริษัททำกำไรได้ต่ำกว่า 10.55 เปอร์เซ็นต์ ก็จะทำให้รายได้ เงินปันผลและอัตราความเจริญลดต่ำลงกว่าที่คาดไว้ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นต่อหุ้นของบริษัทมีราคาลดต่ำลง เนื่องจากค่าของทุน (cost of capital) คืออัตราผล

คอบแทนซึ่งเป็นอัตราที่ไม่ทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลงตามตัวอย่างค่าของหุ้นสามัญออกใหม่หรือค่าของเงินทุนซึ่งมีลักษณะของการเป็นเจ้าของโดยได้มาจากแหล่งภายนอก (Ke) มีอัตราเท่ากับ 10.55 เปอร์เซ็นต์

ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก
(WEIGHTED - AVERAGE COST OF CAPITAL)

เมื่อทราบค่าของทุนในส่วนประกอบแต่ละอย่างของโครงสร้างเงินทุน (capital structure) แล้วส่วนประกอบค่าของทุนแต่ละประเภทนี้อาจนำมาถัวเฉลี่ย สมมุติว่ากิจการแห่งหนึ่งมีโครงสร้างเงินทุนครั้งล่าสุด ดังนี้

	จำนวนเงิน	อัตราส่วน
หนี้สิน	(บาท) 80,000,000	30 %
หุ้นบุริมสิทธิ	20,000,000	10
หุ้นสามัญ	40,000,000	20
กำไรสะสม	<u>80,000,000</u>	<u>40</u>
	(บาท) <u>200,000,000</u>	<u>100 %</u>

สมมุติต่อไปอีกว่ากิจการได้คำนวณค่าของทุนสำหรับส่วนประกอบค่าของทุนแต่ละประเภทได้ดังนี้

	ค่าของทุน
หนี้สิน	8.0 %
หุ้นบุริมสิทธิ	8.0
หุ้นสามัญ (ออกใหม่)	11.0
กำไรสะสม	10.0

ส่วนประกอบค่าของทุนประเภทหุ้นสามัญเป็นหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายใหม่ให้แก่สาธารณชน ส่วนค่าของกำไรสะสมคืออัตราผลตอบแทนที่ผู้เป็นเจ้าของกิจการต้องการซื้อแตกต่างกัน้อยระหว่างค่าของทุนทั้งสองประเภทดังกล่าวนี้เป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายในการนำหุ้นสามัญใหม่ออกจำหน่ายและการขายได้ในราคาต่ำไป สำหรับค่าของหุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และกำไรสะสมเป็นอัตราหลังเสียภาษีอยู่แล้ว เพราะว่าจะต้องมีการคำนวณภาษีเงินได้ของกิจการเสียก่อนที่จะจ่ายผลตอบแทนให้แก่ส่วนของผู้เป็นเจ้าของ แต่ค่าของหนี้สิน 8 เปอร์เซ็นต์ เป็นค่าของหนี้สินก่อนหักภาษี ถ้าสมมุติว่าภาษีเงินได้มีอัตราเท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ ดังนั้น ค่าของหนี้สินหลังหักภาษีจะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned}
\text{ค่าของหนี้สินหลังเสียภาษี} &= Kd(1-t) \\
&= 8\%(1-50\%) \\
&= 8\%(0.50\%) \\
&= 4\%
\end{aligned}$$

การคำนวณค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (weighted-average cost of capital) สามารถคำนวณได้ดังนี้

วิธีการจัดหาเงินทุน	อัตราส่วน (PROPORTION)	ค่าของทุน (COST OF CAPITAL)	ผลคูณ
หนี้สิน	30 %	4.0 %	1.20 %
หุ้นบุริมสิทธิ	10	8.0	0.80
หุ้นสามัญ	20	11.0	2.20
กำไรสะสม	40	10.0	<u>4.00</u>
ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก			<u>8.20 %</u>

ตามตัวอย่างค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะมีอัตราเท่ากับ 8.20% ปัญหาที่สำคัญคือตัวเลขที่ได้นี้แสดงถึงค่าของทุนที่แท้จริงของกิจการหรือไม่

ข้อสมมุติฐานที่สำคัญที่นำมาพิจารณาในการใช้ระบบถ่วงน้ำหนัก (weighted system) คือกิจการจะจัดหาเงินทุนตามอัตราส่วนที่ระบุไว้ เพราะว่า กิจการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อใช้ในการลงทุนตามโครงการใหม่ซึ่งเราเรียกว่าเป็นการลงทุนหน่วยสุดท้าย (marginal investment) จึงมีความจำเป็นที่จะต้องพิจารณาถึงค่าของทุนหน่วยสุดท้ายที่เกิดขึ้นทั้งหมด (marginal cost of capital) อัตรานี้เป็นอัตราที่เกิดขึ้นเนื่องมาจากเงินทุนทั้งสิ้นที่ใช้ไปในการลงทุนใหม่ตามโครงการ หรือในอีกนัยหนึ่ง คือเราสนใจเฉพาะเงินลงทุนใหม่หรือเงินลงทุนส่วนเพิ่ม (incremental investment) ซึ่งไม่ใช่เงินลงทุนที่จัดหามาในอดีต ทั้งนี้เพื่อให้ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักแสดงถึงค่าของทุนหน่วยสุดท้าย (marginal cost) เพราะมีฉะนั้นแล้วจะทำให้ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่คำนวณได้ผิดไปจากความเป็นจริงและทำให้เกิดการตัดสินใจลงทุนที่ผิดได้ เช่น ถ้าคำนวณค่าของทุนออกมาได้ต่ำกว่าค่าของทุนแท้จริง และมีการยอมรับข้อเสนอลงทุนตามโครงการนั้นไป ก็จะทำให้เกิดผลเสียขึ้นแก่ผู้ลงทุนมากยิ่งขึ้นหรือถ้าค่าของทุนที่คำนวณได้และนำมาเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจสูงกว่าค่าของทุนแท้จริง ข้อเสนอการลงทุนก็จะถูกปฏิเสธก็จะทำให้กิจการต้องพลาดโอกาสที่จะลงทุนไป ดังนั้น ค่าของทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 8.20 % ที่คำนวณได้ตามตัวอย่างจะใช้ได้ดีก็ต่อเมื่อกิจการตั้งใจที่จะจัดหาเงินทุนในอนาคตตาม

อัตราส่วนเดิมของโครงสร้างเงินทุนที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน

เป็นที่ทราบกันดีว่าการจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุนจะต้องเป็นเงินจำนวนที่สูง และไม่สามารถที่จะดำรงอัตราส่วนให้คงที่เหมือนเดิม ตัวอย่างเช่นกิจการแห่งหนึ่งต้องประสบกับความลำบากในการจัดหาเงินสำหรับโครงการลงทุนโดยใช้อัตราส่วนหนี้สิน 35 เปอร์เซ็นต์ หุ้นบุริมสิทธิ 10 เปอร์เซ็นต์ และ กำไรสะสม 55 เปอร์เซ็นต์ ในทางปฏิบัติกิจการสามารถจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินได้สำหรับเหตุผลอย่างหนึ่ง และใช้หุ้นบุริมสิทธิและกำไรสะสมสำหรับเหตุผลอีกกรณีหนึ่ง แต่รวมแล้วกิจการส่วนมากสามารถจัดหาเงินทุนในอัตราส่วนที่เป็นไปอย่างคร่าว ๆ ซึ่งไม่สามารถที่จะกำหนดลงไปแน่นอนได้ ด้วยเหตุนี้จึงมีความพยายามที่จะวัดค่าของทุนหน่วยสุดท้ายของเงินทุนทั้งสินที่จัดหา มา ปัญหาอีกประการหนึ่งคือ กำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของกิจการส่วนใหญ่ กำไรสะสมนี้จะถูกจำกัดโดยกำไรที่กิจการทำมาหาได้ ถ้าหากว่าโอกาสในการลงทุนของกิจการมีการรับประกันว่าจะทำให้กำไรของกิจการเจริญเติบโตขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าการจัดหาเงินทุนโดยได้จากกำไรสะสมจะทำให้การจัดหาเงินทุนโดยวิธีอื่น ๆ ลดน้อยลงไป ขณะที่มีการคาดการณ์ว่ากิจการจะขยายออกไปติดต่อกันหลายปี ส่วนผสมการจัดหาเงินทุนของกิจการจะขึ้นอยู่กับข้อจำกัดเกี่ยวกับความสามารถของกิจการในการเก็บรักษากำไรไว้เพื่อใช้ในการลงทุน อย่างไรก็ตามส่วนมากแล้ว การขยายกิจการเกิดขึ้นเฉพาะ 2-3 ปี ข้างหน้าเท่านั้น ดังนั้น ในระยะยาวกิจการก็สามารถที่จะจัดหาเงินทุนโดยใช้อัตราส่วนของกำไรสะสมอย่างคร่าว ๆ

การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน สมมุติว่ากิจการแห่งหนึ่งกำลังพิจารณาลงทุนในโครงการหนึ่งซึ่งสามารถให้ผลตอบแทนในอัตรา 16 เปอร์เซ็นต์ การจัดหาเงินทุนมาเพื่อสำหรับใช้ในโครงการนี้คาดว่าจะได้มาโดยการใช้นี้สินโดยเสียดอกเบี้ยในอัตรา 12 เปอร์เซ็นต์ นั่นก็คือค่าของหนี้สินเท่ากับ 12 เปอร์เซ็นต์ ปัญหาที่ว่ากิจการสมควรที่จะยอมรับโครงการนี้หรือไม่ การที่จะตอบปัญหานี้ได้จะต้องขึ้นอยู่กับค่าของทุนทั้งสินมากกว่าที่จะขึ้นอยู่กับเพียงค่าของหนี้สินซึ่งมีอัตราเท่ากับ 12 เปอร์เซ็นต์ ถ้ากิจการใช้นี้สินโดยเสียดอกเบี้ยในอัตรา 12 เปอร์เซ็นต์ และต่อมามีความต้องการเงินทุนอีก กิจการก็ต้องถูกจำกัดเกี่ยวกับการใช้นี้สิน เพราะว่ากิจการไม่สามารถออกหลักทรัพย์ประเภทหนี้สินหรือกู้เงินได้เรื่อย ๆ โดยไม่มีข้อจำกัด ถ้าการใช้นี้สินถึงขีดซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญของกิจการมีความเสี่ยงมากขึ้นแล้ว ราคาหุ้นของกิจการอาจลดต่ำลง การสูญเสียมูลค่าตลาดอาจหักล้างไปกับประโยชน์ที่ได้จากการจัดหาเงินทุนโดยใช้นี้สินเพื่อลงทุนในโครงการใหม่ นอกจากนี้ราคาตลาดหุ้นที่ต่ำลงจะทำให้กิจการต้องลำบากมากยิ่งขึ้นในการที่จะออกหุ้นใหม่อีก เพราะจะต้องออกหุ้นสามัญในจำนวนมากหุ้นยิ่งขึ้นจึงจะได้เงินทุนมาครบตามจำนวนที่ต้องการ เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงปัญหานี้ ค่าของทุนแบบถัวเฉลี่ย

ถ่วงน้ำหนักจึงต้องพิจารณาถึงส่วนประกอบต่าง ๆ ในโครงสร้างเงินทุนและใช้ค่าของทุนทั้งสิ้น เป็นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการในโครงการใหม่

ผลดีของค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

(ADVANTAGE OF WEIGHTED - AVERAGE COST OF CAPITAL)

การใช้ค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีผลดีดังนี้

1. ค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก หมายถึงค่าของทุนทั้งสิ้น ซึ่งเป็นผลรวมของส่วนประกอบค่าของทุนแต่ละส่วนในโครงสร้างเงินทุน เป็นการนำมาใช้อย่างมีเหตุผลและสะดวกในการคำนวณ

2. เนื่องจากประกอบด้วยค่าของหนี้สินและค่าของส่วนผู้เป็นเจ้าของ เทคนิคการถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจึงสามารถสะท้อนให้เห็นส่วนประกอบแต่ละส่วนในโครงสร้างเงินทุน การเปลี่ยนแปลงใด ๆ เพียงเล็กน้อยในโครงสร้างเงินทุนจะมีผลสะท้อนต่อค่าของทุนทั้งสิ้นของกิจการ

3. เมื่อกิจการดำเนินงานมีกำไรอยู่ในระดับปกติตามสภาวะการณ์แท้จริงอย่างมีเหตุผล จะทำให้ค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเป็นขีดกำหนดที่ถูกต้องในการเลือกข้อเสนองบประมาณเงินทุนใหม่ เนื่องจากว่าค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีการพิจารณาถึงหนี้สินที่มีค่าต่ำและความต้องการที่จะใช้หนี้สินอีกต่อไปจนถึงขีดจำกัดเพื่อหวังผลตอบแทนที่สูงซึ่งจะเป็นการเพิ่มมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการ

4. ถ้าการใช้หนี้สินโดย financial leverage ทำให้เกิดผลดีต่อกิจการ ระดับของหนี้สินไม่สูงมากจนทำให้เกิดผลเสียต่อกิจการ วิธีถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะสามารถนำมาใช้ได้อย่างเหมาะสมกับค่าของหนี้สินที่มีอัตราต่ำและเป็นส่วนประกอบอันหนึ่งในค่าของทุนทั้งสิ้นของกิจการ

ผลเสียของค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

(DISADVANTAGE OF WEIGHTED - AVERAGE COST OF CAPITAL)

ค่าของทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีผลเสียอยู่ 2 ประการด้วยกัน ซึ่งเป็นข้อจำกัดที่สำคัญสำหรับการนำมาใช้ในบางครั้ง

1. ปกติหนี้สินระยะสั้นเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของกิจการในกรณีที่ต้องประสบกับความเดือดร้อนทางการเงิน หนี้สินระยะสั้นเป็นในรูปของเจ้าหนี้ กิจการจะไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมทางการเงิน หรือเสียก็อยู่ในอัตราต่ำ ถ้าหากว่ากิจการมีหนี้สินระยะสั้นประเภทนี้อยู่มาก การนำเอาหนี้สินระยะสั้นมารวมในการคำนวณค่าของทุนจะทำให้ค่าของทุนรวมทั้งสิ้นต่ำไป และเอาตัวเลขที่ต่ำนี้ไปใช้ทำให้เกิดความผิดพลาดไปได้ กิจการที่มีหนี้สินระยะสั้นเป็นจำนวน

มากจำเป็นจะต้องมีระดับกำไรที่สูง เมื่อมีกำไรสูงสุดท้ายกิจการก็จะมีหลักประกันในการจัดหาเงินทุนระยะยาวเพื่อตัดความเสี่ยงสูงในหนี้สินระยะสั้นให้น้อยลง ถ้ากิจการยอมรับโครงการที่มีผลตอบแทนต่ำโดยพิจารณาตามค่าของทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่มีอัตราต่ำ ก็จะทำให้ต้องเผชิญกับปัญหาและความเสี่ยงทางการเงินสูงต่อไปอีก ดังนั้นเพื่อเป็นการแก้ไขผลเสียดังกล่าว ถ้ากิจการมีค่าของหนี้สินระยะสั้นในอัตราต่ำเป็นจำนวนมากแล้ว ผู้วิเคราะห์อาจคำนวณค่าของทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักโดยไม่นำเอาค่าของหนี้สินระยะสั้นที่มีอัตราต่ำดังกล่าวมารวมในการคำนวณด้วย การที่ไม่นำมาคำนวณด้วยนี้จะทำให้ค่าของทุนมีอัตราสูงขึ้นและทำให้กิจการต้องยอมรับเฉพาะโครงการที่มีอัตราผลตอบแทนสูงคุ้มกับค่าของทุน

2. ถ้ากิจการประสบกับกำไรที่มีระดับต่ำในงวดใดงวดหนึ่งการคำนวณค่าของทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะทำให้เกิดข้อผิดพลาด เช่นกรณีที่กิจการดำเนินงานได้ผลตอบแทนเพียงแค่ 2 เปอร์เซ็นต์ ไม่ได้หมายความว่า จะยอมรับโครงการที่มีผลตอบแทน 3 เปอร์เซ็นต์ ผลตอบแทนที่ยอมรับขั้นต่ำจะต้องมีอัตราสูงพอเพื่อเป็นหลักประกันผลประโยชน์ในระยะยาวสำหรับผู้ถือหุ้น ถ้ากิจการกำหนดจุดมุ่งหมายของกำไรในอัตราต่ำ ผู้ถือหุ้นของกิจการก็จะเกิดความไม่พอใจและนำเงินไปลงทุนที่อื่นซึ่งมีผลตอบแทนดีกว่า ดังนั้น ถ้ากิจการไม่ได้รับกำไรพอเพียงเมื่อเทียบกับกิจการอื่นในอุตสาหกรรมอย่างเดียวกัน ค่าของทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะถูกจำกัดค่าน้อยลงไปกว่าที่ควรจะเป็น ในการที่จะแก้ไขผลเสียนี้นี้ ผู้วิเคราะห์สมควรที่จะกำหนดระดับของกำไรที่กิจการสมควรจะได้รับ และนำมาใช้ในการพิจารณาค่าของทุนที่คำนวณขึ้นมาซึ่งจะเป็นการช่วยยกค่าของทุนให้สูงขึ้น ทั้งยังเป็นการกระตุ้นให้กิจการแสวงหาโครงการที่มีกำไรที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดความพอใจแก่เจ้าหนี้ระยะยาวและผู้ถือหุ้นของกิจการ