|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | یکی از پیچیده‌ترین مساله‌هایی که دامنگیر مدیران مالی کنونی است، رابطهء بین اجزای تشکیل دهندهء ساختار سرمایه است و آن عبارت است از آمیزه‌ای از اوراق قرضه و سهام برای تامین مالی و قیمت سهام شرکت. پرسش اصلی این است که کدام آمیزه مطلوب است؟  شرکت برای این‌که بتواند تاسیس شود به سرمایه نیاز دارد و برای توسعه به مبلغ بیشتری  سرمایه نیاز خواهد داشت. وجوه مورد نیاز از منابع گوناگون و به شکل‌های مختلف تامین می‌شوند ولی همهء سرمایه را می‌توان در دو گروه اصلی قرار داد: وام و سهام.  اصولا استفاده از اهرم مالی موجب می‌شود بازده مورد انتظار سهام‌داران افزایش یابد، ولی از سوی دیگر، موجب افزایش ریسک آن‌ها می‌شود بنابر این پرسشی که مدیران با آن روبه‌رو می‌شوند، چنین است: آیا افزایش در بازده مورد انتظار به آن اندازه است که به سهام‌داران پاداش مناسب ریسک اضافی بدهد؟ برای این‌که آن‌ها بتوانند به این پرسش پاسخ دهند، معقول است که تئوری ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.  *تئوری ساختار سرمایه*  الگوی میلر- مودیلیانی بدون مالیات  تئوری نوین ساختار سرمایه سال 1958 و با انتشار مقاله‌ای توسط میلر و مودیلیانی ارایه شد. این دو پژوهشگر ثابت کردند که با وجود مجموعه‌ای از مفروضات محدودکننده و با صرف‌نظر کردن از مالیات‌ها و هزینه‌های قرارداد، خط مشی تامین مالی شرکت بر ارزش جاری بازار شرکت بی‌تاثیر است.  بنابر آن‌چه آمد، نتیجهء تحقیق این دو بیانگر آن است که شیوهء تامین مالی شرکت‌ها هیچ اهمیتی ندارد و نمی‌تواند ارزش شرکت را تغییر دهد، مگر آن‌که بر توزیع احتمالی کل جریان‌های نقدی شرکت اثر بگذارد.  الگوی میلر- مودیلیانی با اثر مالیات شرکت‌ها  فرض بی‌ارتباطی میلر و مودیلیانی حاکی از آن است که خط‌مشی‌های تامین مالی تنها وقتی بر ارزش شرکت اثر می‌گذارد که تغییری در جریان‌های نقدی شرکت ایجاد شود، توزیع جریان‌های نقدی ممکن است به دلایل زیر متاثر از خط‌مشی‌های تامین مالی انتخاب شده باشد: وجود پیامدهای مالیاتی مهم، وجود هزینه‌های عمده قرارداد و نمایندگی و یا وجود سایر وابستگی‌های متقابل بین خط‌مشی تامین مالی و انتخاب خط‌مشی سرمایه‌گذاری.  میلر و مودیلیانی پس از آن مقاله‌ای 19633) منتشر کردند که در آن فرض نبودن مالیات شرکت تا حدود زیادی تعدیل شد. قانون مالیات به شرکت‌ها این اجازه را می‌دهد بهره را به عنوان هزینه کم کنند در نتیجه تفاوت در شیوهء عمل باعث می‌شود که اهرم مالی منافعی را به‌وجود آورد. میلر و مودیلیانی استدلال کردند که چون در محاسبات مالیات بر درآمد شرکت، پرداخت‌های بهره کم می‌شود، هر قدر در بافت سرمایه بدهی بیش‌تر باشد، بدهی مالیاتی شرکت کم‌تر و جریان نقدی بعد مالیات بیش‌تر می‌شود و ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. بنابر این شرایطی به‌وجود می‌آید که ایجاب می‌کند، صددرصد وجوه مورد نیاز از محل وام تامین شود.  الگوی میلر  چندین سال بعد میلر19777) بدون همکاری با مودیلیانی این تحقیق را ادامه داد و مالیات شخصی را در آن منظور کرد. میلر استدلال می‌کند که مزایای مالیاتی بدهی بیش از حد بزرگ جلوه داده شده است، چرا که مالیات بر سود شرکت جدای از مالیات بر درآمد اشخاص است. وی یادآور می‌شود همهء درآمدهای حاصل از اوراق قرضه به‌صورت بهره است که مشمول مالیاتی با نرخ درآمد شخصی است و این امر موجب از بین رفتن مزایای مالیاتی بدهی می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران به سبب چنین شرایطی از پرداخت مالیات، این گرایش را دارند که بازده کم‌تر (قبل از مالیات) سهام را در مقایسه با بازده پیش از مالیات قرضه بپذیرند.  انتقادهایی بر الگوی میلر و الگوی میلر و مودیلیانی  نتیجه‌های حاصل از الگوی میلر و الگوی میلر و مودیلیانی بر اساس همان مفروضاتی اولیه قرار دارند. ولی دانشگاهیان و مدیران مالی، هر دو قابل اتکا بودن آن‌ها را زیر سوال برده‌اند. واقعیت این است که کسی باور ندارد که آن‌ها به صورتی دقیق قابل اتکا باشند. نتیجه‌هایی که میلر و مودیلیانی بر اساس مفروضاتشان به دست می‌آورند موید عدم توجه به مواردی بوده است که منتهی به ارایهء الگوهای تکمیلی شده است.  الگوی داد و ستد  اثر هزینه‌های ورشکستگی: کراوز و لینتزنبرگر 19733) معتقدند، معافیت مالیاتی شرکت به دلیل افزایش هزینه‌های مورد انتظار ورشکستگی آن خنثی می‌شود و معتقدند نقطه‌ای که در آن اهرم اضافی، هزینه‌های مورد انتظار ورشکستگی را طوری بالا می‌برد که دقیقا مساوی صرفه جویی مالیاتی بدهی اضافی است، نقطهء بافت سرمایهء بهینه تعریف می‌شود.  هزینه‌های مربوط به ورشکستگی به سه چیز بستگی دارند:  احتمال ورشکستگی، هزینه‌هایی که شرکت ناگزیر است هنگام بحران مالی تحمل کند و اثر معکوسی که پدیدهء ورشکستگی به صورت بالقوه می‌تواند بر عملیات کنونی شرکت بگذارد. به عنوان مثال شرکت‌های با درآمد نامطمئن‌تر و یا شرکت‌هایی که ارزش آن در گرو بهره‌مند شدن از فرصت‌های رشد است، ناگزیرند وام کم‌تری بگیرند.  هزینه‌های نمایندگی:   تضاد منافعی میان سهام‌داران، دارندگان اوراق قرضه و مدیران وجود دارد، زیرا تصمیماتی که رفاه یکی از این گروه‌ها را افزایش می‌دهد غالبا رفاه سایرین را کاهش می‌دهد.  احتمالا برخی از این تعارض‌ها مربوط زمانی است که مدیر مقدار زیادی وجه نقد در اختیار داشته باشد، مدیرانی که در ورود جریان‌های نقدی آزاد محدودیت‌هایی دارند، مانند داشتن تعهد برای پرداختن بهره و اصل وام، نمی‌توانند پول‌ها را بیهوده خرج کنند. این پدیده را «قید و بند گذاشتن» بر جریان‌های نقدی آزاد می‌نامند. وام بیش‌تر مدیر را ناگزیر می‌کند که نسبت به پول‌های سهام‌داران دقت بیش‌تری کند، ولی حتی شرکت‌هایی که از مدیریت عالی برخوردارند اگر رویدادی ورای کنترل آن‌ها رخ دهد، ورشکسته می‌شوند، بنابراین بدهی زیاد می‌تواند به مثابهء یک خنجر دو لبه عمل کند.  گنجاندن هزینهء بحران مالی و هزینهء نمایندگی به الگوی میلر و مودیلیانی مبتنی بر مالیات شرکت و یا در الگوی میلر باعث می‌شود که الگوی جدیدی به نام الگوی داد و ستد  به‌دست آید. در این الگو هزینهء نهایی و منافع حاصل از وام یکدیگر را خنثی می‌کند; در نتیجه یک ساختار مطلوب به‌وجود می‌آید و روی طیفی قرار می‌گیرد که از 0 تا 100 درصد است.  تئوری اطلاعات نامتقارن یا تئوری هشدار دهنده  یکی از مفروضات میلر و مودیلیانی این است که مدیران و سرمایه‌گذاران دربارهء آیندهء شرکت اطلاعات همانندی دارند (اطلاعات متقارن) ولی اغلب مدیران اطلاعات بیش‌تری دارند. این پدیده را اطلاعات نامتقارن می‌نامند که بر ساختار سرمایه اثر مهمی ‌می‌گذارد. در این تئوری به صراحت بیان می‌شود که برای تامین مالی «سلسله مراتب قدرت» وجود دارد.  شرکتی که آینده بسیار خوبی دارد، ترجیح می‌دهد که سرمایهء مورد نیاز را از طریق وام تامین کند، در حالی‌که شرکتی که آیندهء خوبی را پیش‌بینی نمی‌کند، ترجیح می‌دهد که سرمایهء مورد نیاز خود را از طریق انتشار سهام تامین کند.  تئوری هشداردهنده به این نتیجه می‌انجامد که شرکت‌ها باید ظرفیت بالقوهء گرفتن وام برای خود را نگه دارند تا در صورت مساعد بودن شرایط (برای تامین مالی) اوراق قرضه منتشر کنند و نه این‌که به ناگزیر سهام عادی منتشر کنند و شرایط را نامساعد کنند.  ساختار مطلوب در عمل  تئوری ساختار سرمایه بیانگر آن است که هر شرکت یک ساختار سرمایهء مطلوب دارد، ساختاری که می‌تواند ارزش شرکت را به حداکثر و هزینه سرمایه را به کم‌ترین مقدار ممکن برساند ولی در مورد تصمیم‌گیری‌های مربوط به ساختار سرمایه چند مسالهء ضد و نقیض وجود دارد و این‌که برای تعیین ساختار سرمایهء شرکت به صورتی دقیق، نمی‌توان از این تئوری استفاده کرد.  از آن‌جا که شرکت‌ها نمی‌توانند ساختار سرمایهء مطلوب را به صورتی دقیق تعیین کنند، مدیران ناگزیرند هنگام تجزیه و تحلیل‌های کمی ‌از قضاوت‌های شخصی استفاده کنند. *این تجزیه و تحلیل‌های مبتنی بر قضاوت شخصی مستلزم به کار بردن عوامل مختلف می‌شود که در ذیل به اهم آن‌ها اشاره می‌شود :*  (1) محافظه کاری مدیران  2) )وام دهندگان و نگرش سازمان‌هایی که رتبهء اعتباری شرکت‌ها را تعیین می‌کنند.  (3) ظرفیت وام ذخیره و انعطاف پذیری مالی  (4) کنترل  (5) ریسک تجاری  (6) ساختار دارایی‌ها  (7) نرخ رشد  (8) سودآوری  (9) مالیات  (10) شرایط بازار  تعبیر میلر از تئوری ساختار سرمایه  پس از آن‌که جایزهء نوبل اقتصاد به خاطر کارهایی که میلر و مودیلیانی در توسعهء دانش مالی داشته‌اند به مرتون میلر اهدا شد، کارکنان شبکهء تلویزیونی محلی شیکاگو مصاحبه ای با وی انجام دادند و از او خواستند که تئوری میلر- مودیلیانی را به طور خلاصه و به زبان ساده برای بینندگان توضیح دهد.  مهم‌ترین نکته‌ای که باید اشاره می‌شد این بود که در یک دنیای ایده‌ال اقتصادی، مجموع ارزش بازار تمام اوراق بهادار شرکت با توجه به قدرت سودآوری و ریسک دارایی‌های وابستهء آن‌ها تعیین می‌شود و باید مستقل از ترکیب اوراق بهادار، یعنی بدهی و سهام که برای تامین مالی آن مورد استفاده قرار گرفته‌اند، باشد. به عنوان مثال ریسک اضافه شده به سهام‌داران به دلیل انتشار بدهی بیش‌تر، موجب افزایش نرخ بازده مورد توقع آن‌ها دقیقا به اندازه‌ای که برای خنثی کردن منافع استفاده از بدهی با هزینهء پایین کافی باشد، می‌شود.  ارایهء چنین توضیحی به طور خلاصه برای مردم عامه دشوار بود، در عوض میلر از یک تشبیه استفاده کرد: شرکت را به عنوان یک وان بسیار بزرگ پر از شیر در نظر بگیرید، دامداری که شیر را تهیه کرده است می‌تواند آن‌را مستقیما به‌فروش برساند یا خامهء آن‌را گرفته و به قیمتی بسیار بالاتر از قیمت شیر بفروشد (در این‌جا فروش خامه در مقام مقایسه، مشابه شرکتی است که اوراق با بازده پایین و در نتیجه قیمت بالا می‌فروشد.) ولی آن‌چه که برای دامدار باقی مانده  شیر بدون چربی است که سر شیر آن بسیار اندک بوده و به قیمت پایین‌تر از شیر اصلی به فروش می‌رسد. شیر بدون چربی نظیر حقوق صاحبان سهامی ‌است که به آن اهرم اضافه شده است. قضیهء مودیلیانی میلر می‌گوید اگر جداسازی خامه از شیر بدون هزینه باشد، مجموع فروش خامه به اضافهء شیر بدون چربی برابر فروش کل شیر به صورت مستقیم است.  منظور از ساختار ساده و ساختار پیچیده سرمایه چیست؟  ساختار ساده  سرمایه :                                                                                                      ساختار ساده سرمایه شامل سهام عادی بدون میزان با اهمیتی از اوراق بالقوه تقلیل دهنده است . هر شرکتی که ساختار سرمایه اش دارای اوراق بالقوه تقلیل دهندهای کمتر از  3% سود هر سهم عادی باشد،این ساختار ساده تلقی می شود. اوراق تقلیل دهنده اوراقی هستند که هر چند خود سهام عادی نیستند اما دارنده اوراق را بر مبنای تبدیل قادر به تحصیل سهام عادی می نماید . نمونه ای از آنها عبارتند از : اوراق قرضه قابل تبدیل ، سهام ممتاز قابل تبدیل برگه اختیار خرید سهام و برگه حق تقدم . ساختار سرمایه پیچیده  :  اگر شرکتی دارای اوراقی باشد که بتواند سود هر سهم را تقلیل دهند ساختار سرمایه شرکت را پیچیده گویند . و سود هر سهم بصورت دو گانه : سود هر سهم اولیه و سود هر سهم کاملا"  تقلیل یافته می باشد .   تعيين ساختار سرمايه   |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | تصميمات مربوط به ساختار سرمايه شرکت داراى دو جنبه است: اول، ميزان سرمايه مورد نياز؛ دوم، ترکيب منابع تأمين سرمايه. فرض بر اين است که شرکت از ميزان سرمايه مورد نياز خود آگاهى کامل دارد. در چنين حالتي، مسئله به اين‌ صورت درمى‌آيد که براى تأمين سرمايه بايد از کدام منابع استفاده کرد؛ يعنى چه تعداد اوراق قرضه منتشر کرد و چه مقدار از آن را از محل انتشار سهام عادى تأمين کرد. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | فرآيندى را که منجر به تصميم‌گيرى نهائى مى‌گردد روش تعيين ساختار سرمايه مى‌نامند. |  | | | |
|  | | | |
|  |  |  |  |
| |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | هدف از تعيين ساختار سرمايه، مشخص کردن ترکيب منابع مالى به‌منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. با وجود اينکه چارچوب نظرى‌اى که در مبحث‌هاى قبل ارائه شد مأخذ خوبى براى اين‌کار است، ترديدى نيست که در عمل با مشکلات و مسائل زيادى مواجه خواهيم شد؛ زيرا ثروت سهامداران تحت‌تأثير تعداد زيادى عامل قرار مى‌گيرد که ساختار سرمايه يکى از اين عوامل است. اگر يک شرکت اوراق قرضه بيشترى منتشر کند؛ نقطه سر به سر مالى و درجه اهرم مالى آن بالا خواهد رفت. به‌علاوه، اگر شرکت به نرخ بازده بيشتر از نرخ بهره دست يابد، سود هر سهم آن افزايش خواهد يافت؛ در غير اين‌صورت، سود هر سهم کاهش مى‌يابد. در نتيجه، مديران مالى توجه خود را به آثار روش‌هاى مختلف تأمين مالى بر ميزان ريسک و بازده شرکت معطوف مى‌کنند و از اين طريق اثر ساختارهاى مختلف مالى را بر ثروت سهامداران مى‌سنجند. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | براى محاسبه بازده از رقم سود هر سهم و براى تعيين ميزان ريسک مالى از درجه اهرم مالى استفاده خواهد شد. بدين‌جهت، از سود هر سهم و درجه اهرم مالى استفاده مى‌کنيم که هر دوى آنها تابع سود قبل از بهره و ماليات شرکت هستند. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | شرايطى که براساس آنها تصميمات مربوط به ساختار سرمايه گرفته مى‌شود در زير ارائه شده است. با توجه به مفروضات زير آثار بعضى از عوامل داخلى را ثابت نگه مى‌داريم و آثار تغيير ساختار سرمايه را بر ميزان ريسک مالى شرکت اندازه‌گيرى مى‌کنيم. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | ۱. ريسک تجاري. عوامل داخلى و خارجى شرکت مى‌توانند در طول زمان مقدار سود قبل از بهره و ماليات را تغيير دهند؛ بنابراين، ريسک تجارى ثابت نمى‌ماند. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | ۲. تعيين سرمايه مورد نياز. فرض بر اين است که شرکت مى‌تواند به‌صورتى دقيق ميزان سرمايه اضافى مورد نياز خود را تعيين کند. مبلغى که بايد از محل سود اندوخته تأمين گردد از کل سرمايه اضافى مورد نياز کسر خواهد شد و بقيه از منابع خارجى تأمين مى‌گردد. براى تأمين سرمايه اضافي، کلى بدهى‌ها و حقوق صاحبان شرکت افزايش خواهد يافت. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | ۳. ترکيب ساختار سرمايه. تهيه وجوه مورد نياز از منابع مختلف ممکن است باعث تغيير درصد ترکيب ساختار سرمايه شود. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | ۴. ريسک مالي. تأمين مالى شرکت معمولاً باعث خواهد شد که ميزان بدهى و سهام ممتاز (و در نتيجه نقطه سربه‌سر مالي) و درجه ريسک مالى شرکت تغيير کند. |  | | |  | | |  |  |  | | --- | --- | --- | |  |  |  | | |  | | |  |  | | --- | --- | |  |  | | |  |  |  |