

ساختار مطلوب سرمایه^۱

نویسنده: Stewart C. Myers^۲

ترجمه: دکتر علی پارسائیان^۳

تاکنون کسی نتوانسته است یک ساختار مطلوب سرمایه ارائه کند. در عین حال، برای دستیابی به یک چنین الگویی، تحقیقات و آزمونهای زیادی انجام شده که نتایج آنها درخور توجه است. حاصل این تلاشها، ارائه واقعیتها، تعیین یا شناخت هزینهها و مشخص شدن نقاط قوت و ضعف وامهایی است که شرکتها به وسیله آن، خود را از نظر مالی تأمین می‌کنند. این نکته نیز تا حدی روشن شده است که در چه مواردی به نفع شرکت است که به جای سهام، اوراق قرضه منتشر کند یعنی از راه گرفتن وام سرمایه خود را تأمین کند. اینک می‌توان با اعتقاد راسخ و به صورتی معقول و مستدل گفت که کدام دسته از شرکتها یا سازمانها باید وام بیشتر و کدام دسته باید وام کمتری بگیرند.

در این مقاله سعی می‌شود تا برخی از دستاوردها یا آگاهی‌هایی که در زمینه تعیین ساختار

1- The search for optimal capital structur

2- Stewart C. Myers , Massachusetts Institute of Technology

سرمایه به دست آمده است عرضه شود و تردیدی نیست که از بیان نقاط ضعف یا کاستی‌ها هم فروگذار نخواهیم کرد.

نخست، این نکته را یادآور می‌شویم که وام قدرت جادویی ندارد و هیچ دلیلی وجود ندارد که بتوان بر آن اساس برتری وام را به اثبات رسانید. شاید در برخی از موارد به نفع شرکت باشد که برای تأمین سرمایه، اوراق قرضه منتشر کند ولی چه بسا عکس قضیه هم صادق باشد. یعنی به نفع شرکت است که سهام منتشر کند و گاهی هم فرقی نمی‌کند و وضع به گونه‌ای در می‌آید که از هر راهی سرمایه مورد نیاز شرکت تأمین شود، خوب است.

یک نگاه خاص یا توجه دقیق به بازار سرمایه مشخص خواهد کرد که آیا شرکت برای تأمین سرمایه باید دست به انتشار سهام بزند یا اینکه باید از راه انتشار اوراق قرضه و گرفتن وام آن را تأمین کند. مدیران فرزانه، به طور معمول در این زمینه سعی نمی‌کنند تا پرسشهایی کلی و عمومی مطرح سازند، بلکه همواره در پی آن هستند تا برای مسائلی که در شرکت وجود دارد، همانند پرسشهایی که در پی می‌آید، پاسخهای دقیق و مناسب بیابند:

۱- چنانچه این شرکت وام بگیرد، خالص صرفه جویی مالیاتی چقدر خواهد شد؟
 ۲- چه عوامل نابهنجاری می‌تواند ساختار سرمایه آن شرکت را بر هم بزند و آن را دچار بحرانهای مالی کند؟ این آشفتگی، نابسامانی یا بحران مالی به چه قیمتی تمام خواهد شد؟
 ۳- برای تأمین مالی کدام راه ارزاتر است؟ اگر چنین راهی وجود دارد، آیا قید و بندهایی هم در کار است؟

۴- آیا صلاح بر این است که شیوه تأمین مالی، با توجه به سیاست کنونی تقسیم سود شرکت تعیین شود؟ (برای مثال، اگر شرکت سیاست تقسیم سود سخاوتمندانه داشته باشد، در این صورت برای رفع نیاز مالی خود احیاناً مجبور می‌شود که اوراق قرضه یا سهام عادی جدیدی منتشر کند؟)

۵- آیا هزینه انتشار اوراق بهادار مختلف، متفاوت است؟ (البته با توجه به راه‌های گوناگونی که برای تأمین مالی جلوی پای شرکت قرار دارد).

در این مقاله سعی می‌شود که به اولین دو پرسشی که در بالا مطرح شده است پاسخ داده شود. تردیدی نیست که از نظر تئوری و عملی پرسشهای بسیاری مطرح است که ما نمی‌توانیم به

همه آنها جواب بدهیم، ولی برایین باوریم که باید مقداری وقت صرف کرد و نوشته‌ها یا کتابهایی که در زمینه مالیات و بحران مالی شرکتها وجود دارد به دقت مورد مطالعه، بررسی و تجزیه و تحلیل قرار داد. نویسنده مقاله سعی دارد تا به این نتیجه برسد که اگر وضع یک شرکت به گونه‌ای باشد که بتواند از صرفه جوییهای مالیاتی بهره‌مند شود (از دیدگاه مالیاتی) به نفع آن شرکت است که دست به انتشار اوراق قرضه بزند و از راه گرفتن وام تأمین مالی نماید. بدیهی است هزینه‌هایی که این شرکت از بابت نابسامانی یا بحران مالی متحمل خواهد شد، باعث می‌شود که میزان وامهای خود را محدود کند. این نوع هزینه‌ها برای دو دسته از شرکتها اهمیت زیادی دارد:

(۱) آنها که از نظر مالی وضعیتی متزلزل و مخاطره آمیز دارند یا به اصطلاح ریسکهای سنگین کرده‌اند.

(۲) شرکتهایی که ارزش آنها به وجود داراییهای جزئی یا نامشهود بستگی دارد. در صورت وجود شرایط یکسان در مورد سایر امور، شرکتهای در حال رشد که در صنایع با تکنولوژی پیشرفته فعالیت می‌کنند باید به میزان کمتری وام بگیرند.

در نهایت و در بخش انتهایی مقاله، نظر مدیران مالی را به ابعاد سه گانه فرایند تأمین مالی جلب می‌نماییم، که عبارتند از مالیات، ریسک و نوع دارایی. این سه بعد تأمین مالی و استدلالی که در این زمینه ارائه می‌شود مدیران مالی را یاری خواهد کرد تا بتوانند ساختار مطلوب سرمایه را از دیدگاهی روشن و آگاهانه‌تر مورد توجه قرار دهند.

فرضیه‌ها و هدفها

دو نفر از استادان مالی به نامهای Brealey & Myers چنین اظهار نموده‌اند که در سایه تصمیمات مدبرانه‌ای که در زمینه سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌گردد (و نه در سایه تصمیمات مدبرانه‌ای که در زمینه تأمین مالی گرفته شود) می‌توان به پولهای زیادی دست یافت.

نظر ما این است که باید تأمل کرد و نسبت به محتوای این نظریه بیشتر اندیشید. تردیدی نیست که این نظریه نقش مهم «تأمین مالی» را انکار نمی‌کند، بلکه اولویت یا حق تقدم را به سرمایه‌گذاری می‌دهد. تصمیمات مربوط به تأمین مالی باید به گونه‌ای اتخاذ گردد که هماهنگ

با استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت باشد، و نه بالعکس. بنابراین، در ارائه این مقاله فرض بر این است که تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری اتخاذ گردیده است و ارقام طرف راست ترازنامه مشخص و معین شده‌اند. بنابراین تنها تغییرات ارقام طرف چپ ترازنامه مورد بررسی قرار می‌گیرند.

مسئله مهم دیگری را که باید مطرح شود این است که تصمیمات مالی شرکت در جهت چه هدفی است. معمولاً هدف شرکت این گونه مطرح می‌گردد که با توجه به اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ گردیده‌اند، چه ساختار سرمایه‌ای، ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند. بنابراین اگر قرار است بین بدهی و سرمایه یکی از آنها انتخاب گردند، در این صورت می‌توان ترازنامه‌ای مبتنی بر ارزش بازار تهیه کرد و سپس «نسبت» وام را به گونه‌ای تعیین کرد که ارزش بازار شرکت تا حد ممکن افزایش یابد.

ترازنامه مبتنی بر ارزش بازار شرکت

D وام	داراییها، مشهود و نامشهود، که شامل
E حقوق صاحبان سهام	فرصتهای رشد هم می‌شود
V ارزش بازار شرکت ($V=D+E$)	

وام قدرت جادویی ندارد

اقلامی که در طرف چپ این ترازنامه نوشته شده داراییهای مالی است (یعنی ادعاهای کاغذی) یا داراییهایی که ارزش آنها به لحاظ ارزش داراییهای حقیقی است که در طرف راست ترازنامه نوشته شده‌اند (این ارقام شامل داراییهای نامشهود و فرصتهای رشد هم می‌گردند). حال می‌توان ترازنامه را به این صورت تصویر نمود:

ترازنامه مبتنی بر ارزش بازار شرکت

داراییهای واقعی	داراییهای مالی (کاغذی)
-----------------	------------------------

نظر بر این است تا از طریق تغییری که در اقسام «داراییهای مالی» به وجود می‌آید، یعنی از طریق تجزیه کردن داراییهای مالی به اجزای کوچکتر یا تبدیل کردن و ادغام و ترکیب این اقسام در یکدیگر، ارزش شرکت را افزایش داد. در عین حال، چنین به نظر می‌رسد که بالا بردن ارزش شرکت به وسیله یک مشت کاغذ بیشتر حالت کیمیاگری داشته باشد. از آنجاکه ارزش شرکت در گرو ارزش داراییهای واقعی آن است از این رو نباید انتظار داشت که با تغییراتی که تنها در داراییهای مالی (داراییهای کاغذی) داده می‌شود ارزش کل شرکت تغییر یابد.

بدیهی است اگر این تغییرات به گونه‌ای باشد که میزان مالیات شرکت را تغییر دهد یا باعث تضعیف انگیزه‌های شرکت گردد و آن را از سرمایه‌گذارهای ارزشمند باز دارد، در این صورت تغییر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت اثر خواهد گذاشت. ولی در این مقطع زمانی و برای چند لحظه ما این احتمالات را نادیده می‌انگاریم و اساس فکر خود را بر این فرض می‌گذاریم که چنین عوارضی به وجود نخواهند آمد و باز اینکه چنین می‌پنداریم که مسأله‌ای به نام کیمیاگری وجود ندارد؛ در این صورت الزاماً به این نتیجه می‌رسیم که ارزش شرکت نباید به نسبت وام بستگی داشته باشد.

اولین نظریه

طبق اولین نظریه معروف (MM) Modigliani and miller اگر وضع به گونه‌ای باشد که بازارهای سرمایه نقش اصلی خود را ایفا نمایند یا به اصطلاح به وظایف اصلی خود عمل کنند، در این صورت نمی‌توان با تغییر دادن ساختار سرمایه، ارزش شرکت را بالا برد و هرگونه اقدامی که در این راستا صورت گیرد بی‌ثمر خواهد بود. شرکتی که به فروش اوراق قرضه و سهام عادی خود اقدام می‌نماید، عملاً داراییهای واقعی خود را به صورت یک مجموعه به سرمایه‌گذاران عرضه می‌نماید.

اگر ترکیب این مجموعه را به عنوان یکی از مسائل بازاریابی بپندارید آنگاه می‌توانید در زندگی روزمره شاهد هزاران نمونه باشید که این نظریه را تأیید می‌کند. بنابراین، اگر کسی در عین حال که همواره نظریه بالا را به خاطر دارد وارد یک فروشگاه مواد غذایی شود، خوب

می‌داند که قیمت یک کیک به اینکه به چند قطعه تقسیم شده است بستگی ندارد یا قیمت مجموع دو بال، یک گردن، یک سینه و دو ران یک جوجه از قیمت یک جوجه کامل بیشتر نخواهد شد.

به دو دلیل، قیمت مجموع اجزا از کل بیشتر خواهد شد:

۱- هزینه‌های مربوط به تقاضا: مشتریان این آمادگی را دارند که برای قسمتهایی از مرغ (مثل ران یا سینه) که مورد پسندشان است پول بیشتری بدهند، اما اگر بخواهند یک مرغ کامل را بخرند و آن را قطعه قطعه کرده، و قطعه‌هایی که مورد پسندشان نیست بفروشند، این کار برایشان درد سر خواهد داشت.

۲- هزینه‌های مربوط به عرضه: قطعه قطعه کردن مرغ و بسته‌بندی کردن قطعه‌ها مستلزم صرف مبلغی هزینه است که فروشگاه باید آن را بپردازد.

توجه کنید که هر دو مورد بالا این مطلب را توجیه می‌کند که چرا قیمت مجموع قطعه‌های یک مرغ از قیمت جوجه کامل بیشتر می‌شود.

حال فرض کنید که این فروشگاه راهی را پیدا کرد که می‌تواند با هزینه بسیار اندک جوجه‌ها را قطعه قطعه و آنها را بسته‌بندی کند، در این حالت رقابت بین فروشگاه‌ها باعث خواهد شد که قیمت و مجموع قطعات یک مرغ از یک مرغ کامل تجاوز نکند. باز هم مشتریان این آمادگی را دارند که پول بیشتری را پرداخت کنند (ولی کسی از آنها نمی‌خواهد که چنین پولهایی را پرداخت کنند). از سوی دیگر، فرض کنید که هزینه‌های مربوط به تقاضا وجود ندارد (یعنی، فرض کنید که مشتریان می‌توانند مرغها را خریداری، آنها را قطعه قطعه کنند و مازاد بر نیاز خود را مجدداً به فروش برسانند، بدون اینکه از این بابت متحمل هزینه‌هایی بشوند) در این صورت، این مشتریان از بابت قطعه‌های مورد نظر خود پول اضافی به فروشگاه نخواهند داد و فروشگاه هم فقط مرغ کامل را به بازار و مشتریان عرضه خواهد کرد.

از اینکه در زمینه مطالب پیشرفته مدیریت مالی مثالی از مرغ فروشی زدیم پوزش می‌طلبیم ولی از قدیم گفته‌اند که در مثال مناقشه نیست. اگر شرکتی برای تأمین مالی فقط سهام عادی به بازار عرضه کند، در آن صورت کل داراییهای خود را به فروش می‌رساند. اما اگر شرکتی از طریق انتشار انواع مختلف اوراق بهادار به تأمین مالی اقدام نماید، داراییهای

خود را به صورت اجزای کوچک در می‌آورد و آنها را به فروش می‌رساند. حال فرض می‌کنیم که سرمایه‌گذاران، طرفدار انواع مختلف اوراق بهادار باشند آنگاه در صورتی این مجموعه اوراق دارای به قیمتی گرانتر به فروش خواهد رفت که هزینه‌های مربوط به عرضه و تقاضا وجود داشته باشند؛ به عبارت دیگر قیمت این اوراق وقتی گرانتر خواهد بود که سرمایه‌گذاران نتوانند خود این اوراق را به گونه دیگری به دست آورند و یا انتشار اوراق بهادار گوناگون برای شرکت هزینه اضافی در برداشته باشد. به هر حال، در بازارهای سرمایه (در مقایسه با هزینه‌هایی که در فروشگاه‌های مواد غذایی مطرح است) میزان هزینه‌ها در مقایسه با قیمت اوراق، رقم ناچیزی می‌باشد.

این موضوع روشن نشده است که چرا سرمایه‌گذاران حاضرند برای شرکت‌هایی که دارای وام هستند (در مقایسه با شرکت‌های بدون وام) پول بیشتری پرداخت کنند. ولی اگر نوع نقاط ضعف Imperfection یک بازار باعث شود تا مشتریان یا ارباب رجوعی به وجود آید که آماده باشد برای شرکت‌هایی که دارای وام هستند آن مبلغ اضافی را پرداخت کند، در این صورت از نظر سودآوری، یک فرصت عالی یا موقعیت طلایی برای شرکت به وجود خواهد آمد، زیرا می‌توان با صرف اندک هزینه‌ای شرکت بدون وام را به شرکت با وام تبدیل کرد و آن را به قیمت بالاتری به فروش رساند در این صورت «عرضه» شرکت‌هایی که دارای وام هستند افزایش می‌یابد تا اینکه تفاوت قیمت (خطای تعیین ارزش) از بین برود.

شرکتها با انتشار اوراق بهادار، داراییهای مالی (داراییهای کاغذی) به وجود می‌آورند و نه داراییهای حقیقی. تا زمانی که سرمایه‌گذاران، ارزش این نوع داراییها را با ارزش داراییهای واقعی برابر می‌دانند، تغییرات ساختار سرمایه باعث تغییر ارزش شرکت نمی‌شود. یک بار دیگر این موضوع را تکرار می‌کنیم: وام قدرت جادویی ندارد.

انتشار اوراق بهادار ویژه

اگر شرکتی در وضعی قرار گیرد که بتواند نوع ویژه‌ای از خدمات مالی به سرمایه‌گذاران ارائه کند، آنگاه می‌توان گفت که قدرت به اصطلاح جادویی یا سحرآمیز به وجود می‌آید (هدف ما آن دسته از خدماتی است که اگر آن شرکت ارائه نکند سرمایه‌گذاران به هیچ وجه

نمی‌توانند از آن بهره‌مند گردند، زیرا ایجاد این خدمات برای آنها بسیار پر هزینه یا گران قیمت تمام می‌شود). معمولاً این نوع خدمات منحصر به فرد هستند، یا اینکه آن شرکت بسیار ارزاتر از شرکتهای رقیب یا واسطه‌های مالی آن خدمات را عرضه می‌کند. بنابر این، شرکت باید بتواند به نوع خواست یا نیاز مشتریان پی ببرد. باید گفت که در برابر این نوع خدمات، بسیاری از مشتریان آماده‌اند پول بیشتری پرداخت کنند، اما این پول اضافی به شرکتی داده می‌شود که بتواند نیاز آنها را تشخیص دهد و آن را تأمین کند. برای نمونه، بسیاری از سرمایه‌گذارها نمی‌توانند به اعتبار شخصی خود وام بگیرند؛ به عبارت دیگر در اینجا ما شاهد هزینه تقاضا هستیم. گاهی هم آنها نمی‌خواهند از اعتبارات شخصی خود استفاده کنند و زیر بار چنین وامهایی بروند. این دسته از سرمایه‌گذارها ترجیح می‌دهند که شرکت وام را بگیرد زیرا در این صورت مسؤلیت آنها محدود به سرمایه آنها در شرکت می‌شود و زیان کمتری متوجه آنها می‌شود. این مشتریان آماده‌اند تا سهام شرکتی را که توانسته وام بگیرد گرانتر بخرند ولی هیچ‌گاه چنین الزامی ندارند. از سوی دیگر، آن شرکت از بابت گرفتن چنین وامی هیچ هزینه اضافی پرداخت نکرده است. بنابر این هر شرکتی می‌کوشد مقدار بیشتری از سرمایه خود را از راه گرفتن وام تأمین کند. شرکتهای در این زمینه به رقابت می‌پردازند. وضع به آنجا می‌رسد که آن مقدار پول اضافی که سرمایه‌گذارها مایل به پرداخت آن هستند منتفی می‌گردد، پس تنها ساختار سرمایه شرکتهایی دارای قدرت جادویی می‌شود که بتوانند مجموعه جدیدی از اوراق بهادار به سرمایه‌گذارها عرضه کنند.

سالهاست که مسأله نوآوری مطرح بوده است. در بازارهای سرمایه کنونی، نوآوریهای مالی باعث به وجود آمدن مؤسسات مالی متفاوت و اوراق بهادار گوناگون گردیده است. هیچ تردیدی نیست که تصمیمات مالی بر ارزش شرکت اثر مهمی دارند. اگر تصمیمهایی که در زمینه تأمین مالی گرفته می‌شد به نتایج سودمندی نمی‌رسید هیچ نوع انگیزه‌ای برای خلاقیت و نوآوری مالی وجود نمی‌داشت، و اوراق بهادار جدیدی به بازار عرضه نمی‌شد و در ساختار سرمایه شرکتهای هم تغییری به وجود نمی‌آمد.

بدیهی است که پاداش این نوآوریها نصیب افراد خلاق یا نوآور می‌شود و چیزی نصیب دنباله‌روها نخواهد شد. جدیدترین نمونه آن انتشار اوراق قرضه بدون بهره (یا با بهره صفر)

است. اولین شرکتی که این اوراق قرضه را منتشر کرد پاداش بسیار خوبی گرفت. آن دسته از سرمایه‌گذارانی که می‌خواستند مالیات بر درآمد بهره نپردازند و از نرخ بهره‌های بلند مدت استفاده کنند در این اوراق سرمایه‌گذاری کردند. بعد از مدتی بسیاری از شرکتها دنباله رویی نموده، به انتشار این گونه اوراق قرضه اقدام کردند، در نتیجه از جذابیت آنها کاسته شد و از سوی دیگر به تدریج راه‌های فرار از مالیات هم یکی یکی بسته شد. در نتیجه هزینه استفاده از این اوراق به تدریج برای شرکتها افزایش یافت. البته هنوز هم این اوراق منتشر می‌شوند ولی به هیچ وجه جذابیت روز نخست را ندارند.

هنگامی که یک شرکت می‌کوشد از راه نوآوری برای خود ایجاد ارزش کند باید در بازارهای سرمایه با هزاران شرکت و سازمان مالی به رقابت برخیزد. این رقابت به نفع سرمایه‌گذارها تمام می‌شود، زیرا رقابت بین عرضه‌کنندگان اوراق بهادار باعث کاهش قیمت و افزایش نرخ بازده آنها می‌شود. بنابر این تغییر ساختار سرمایه ممکن است موضوع با اهمیتی نباشد. مگر در موارد استثنایی، و شرکتی در این راه سود خواهد برد که بتواند اوراق بهادار ویژه‌ای منتشر کند. منظور از اوراق بهادار ویژه تنها اوراق قرضه نیست. یک شرکت ممکن است نوع خاصی از سهام عادی یا سهام ممتاز منتشر کند و از این رو به ارزش شرکت بیفزاید.

تأثیر وام بر سود دهی شرکت

سود هر سهم از مهمترین شاخصهایی است که با آن عملکرد مدیریت شرکت را می‌سنجند. معمولاً خبر مربوط به افزایش سود هر سهم شرکت از جمله خبرهای بسیار خوب است، ولی گاهی مدیریت شرکت وسوسه می‌شود تا با اتخاذ بعضی از روشها (مثلاً گرفتن وام) سود هر سهم را بالا ببرد. اگر نرخ بازدهی داراییهای شرکت پس از کسر مالیات، از نرخ بهره پس از کسر مالیات بیشتر باشد، می‌توان با گرفتن وام نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت را بالا برد. معمولاً افزایش نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت به معنای افزایش سود هر سهم است. ولی این کار نمی‌تواند بر ثروت سهامداران بیفزاید.

فرض کنید شرکتی با انتشار تعدادی اوراق قرضه و استفاده از وجه آن تعدادی از سهام خود را باز خرید کند. این اقدام باعث تغییر میزان داراییها و سود عملیاتی شرکت نمی‌شود.

اکنون این پرسش مطرح می‌شود که آیا وضع مالی سهامداران عادی شرکت بهتر خواهد شد. افزایش وام باعث می‌شود که درصد بیشتری از سود عملیاتی شرکت به صاحبان اوراق قرضه برسد و درصد کمتری از این مبلغ نصیب سهامداران شود، ولی کل مبلغی که به این دو گروه تعلق می‌گیرد تغییر نخواهد کرد.

سهامداران از بابت هر ریال پولی که در آن شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند پول بیشتری خواهند گرفت ولی ریسک بیشتری را هم می‌پذیرند. زیرا شرکت از نظر داراییها و سود عملیاتی، اولویت اول یا حق تقدم را به بستانکاران می‌دهد. بنابر این سهامداران نسبت به هر ریال پولی که از بابت خرید سهام در آن شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند ریسک بیشتری را می‌پذیرند. از سوی دیگر خریداران اوراق قرضه در برابر هر ریال پولی که از بابت خرید آن اوراق در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند بازده کمتری دریافت می‌کنند، زیرا ریسک کمتری را می‌پذیرند. بنابر این شرکت با سهامداران و دارندگان اوراق قرضه معامله عادلانه‌ای انجام داده است. به سهامداران در برابر ریسک بیشتر، بازده بیشتر و به خریداران قرضه در مقابل ریسک کمتر، بازده کمتری می‌پردازد.

آن دسته از مدیرانی که می‌کوشند از راه گرفتن وام میزان سود هر سهم (EPS) را بالا ببرند در واقع می‌خواهند سهامداران را گول بزنند. شاید بتوانند برای چند روزی برخی از آنها را فریب دهند، ولی واقعیت این است که سهامداران متوجه ریسک بیشتر شرکت می‌گردند و بعد از مدتی دیگر حاضر نخواهند بود بهای بالایی برای سهام عادی پر ریسک شرکت بپردازند.

مالیات

اگر قرار باشد یک قانون کلی برای ساختار سرمایه عرضه شود، باید در زمینه مطالبی باشد که تاکنون مورد بحث قرار نگرفته است و نخستین مطلب از این گروه، موضوع مالیاتهاست. بدبختانه مسأله «وام و مالیات» موضوع چندان روشنی نیست و در بسیاری از موارد مانع مطرح کردن مسائل جالب دیگر می‌شود. در این مقاله سعی می‌شود تا برخی از این مسائل مطرح شود.

نخستین مطلب صرفه‌جویی مالیاتی است. شرکتهایی که باید درصد بالایی از سود خالص

خود را مالیات بدهند می‌توانند با گرفتن وام، صرفه جویی مالیاتی بیشتری بکنند.

دوم: شاید کمتر شرکتی بتواند نسبت به کسب سود، به میزانی که بتواند هزینه بهره را بپوشاند، اطمینان کامل داشته باشد. اگر شرکتی ضرر کرده باشد و نتواند این ضرر را به حساب مالیاتی سالهای گذشته منظور کند، باید هزینه بهره وام (که می‌توان آن را از درآمد مشمول مالیات کسر کرد) را به سال بعد منتقل کند، بدان امید که در سالهای آینده آن را از درآمد مشمول مالیات کم کند. نتیجه این کار، دست کم ضرری است که از بابت ارزش زمانی پول متوجه شرکت می‌شود. اگر مشکلات و مسائل شرکت زیاد و عمیق باشد، سالهای انتظار به درازا خواهد کشید و ای بسا که هیچ‌گاه چنان فرصتی پیش نیاید و شرکت نتواند مقداری از این ضرر را جبران کند.

بنابر این، برخی از شرکتها که دارای سود با ثبات هستند بهتر از دیگران از صرفه جوییهای مالیاتی بهره‌مند می‌شوند. میزان ارزش مورد انتظار و قابل تحقق صرفه جویی مالیاتی در گروه دو چیز است: (۱) احتمال اینکه شرکت در آینده درآمد مشمول مالیات داشته باشد، و (۲) میزان یا نرخ مالیات شرکت.

اکنون به مطلب سوم می‌رسیم؛ یعنی هر چه میزان وام یک شرکت بیشتر باشد، ارزش مورد انتظار و قابل تحقق صرفه جویی مالیاتی ناشی از بهره کمتر خواهد شد. این مطلب در نمودار شماره ۱ که در پی می‌آید، رسم شده است.

چهارم، شرکتها از راه‌های دیگری هم از صرفه جویی مالیاتی بهره‌مند می‌شوند؛ مثلاً شرکتها استهلاک داراییهای ثابت خود را به روشهای تصاعدی محاسبه می‌کنند یا از معافیههای طرحهای توسعه بهره‌مند می‌شوند و یا هزینه‌های زیادی را صرف تبلیغات می‌کنند. لذا این گونه شرکتها ارزش زیادی برای صرفه جویی مالیاتی ناشی از بهره قایل نیستند و لذا در حد اعتدال وام می‌گیرند.

اینکه خط بالایی نمودار شماره ۱ با چه سرعتی به سوی پایین میل می‌کند به میزان سودآوری شرکت (یا درآمد مشمول مالیات شرکت) و میزان صرفه جویی مالیاتی ناشی از هزینه‌های غیر بهره بستگی دارد. اگر میزان وام شرکت به اندازه کافی زیاد باشد، این خط به سوی پایین میل خواهد کرد، ولی، در مواردی هم میزان وام به حدی می‌رسد که حتی شرکتی

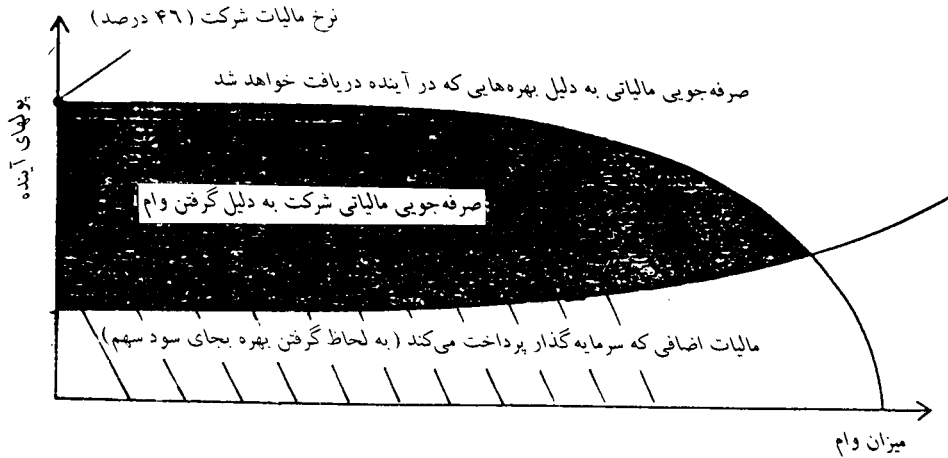
چون IBM را به ورشکستگی می‌کشاند.

پنجم، طبق قانون مالیات بر درآمد آمریکا آنان که سهام شرکتی را می‌خرند (در مقایسه با خریداران اوراق قرضه) مالیات کمتری پرداخت می‌کنند. این کار باعث می‌شود که قسمتی از صرفه جویی مالیاتی بهره خنثی شود.

در برخی از کشورهای غربی در آمد حاصل از یک شرکت دوبار مشمول مالیات می‌شود؛ یعنی هر شرکتی باید مالیات درآمدهای خود را بپردازد. سپس کسانی که سود سهم یا بهره دریافت می‌کنند باید شخصاً مالیات خود را پرداخت کنند. درآمد دارندگان اوراق قرضه تماماً مشمول مالیات است اما صاحبان سهام عادی بخشی از درآمد خود را به صورت سود سرمایه‌ای دریافت می‌کنند که مشمول نرخ مالیاتی کمتری است. سیستم مالیاتی و محاسباتی بسیاری از کشورهای غربی به گونه‌ای است که اگر شرکتها برای تأمین سرمایه به جای سهام عادی، اوراق قرضه منتشر کنند، دولت از شرکتها مالیات کمتری وصول خواهد کرد ولی از سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق قرضه) مالیات بیشتری وصول خواهد کرد. مالیاتی که دارنده اوراق قرضه باید بپردازد (در مقایسه با یک سهامدار) بیشتر خواهد بود. خالص ضرر شخصی این سرمایه‌گذار به وسیله خط پایینی نمودار شماره ۱ نشان داده شده است. فضای هاشور زده که بین دو خط قرار دارد نشان دهنده صرفه جویی خالصی است که از نظر مالیاتی نصیب شرکت خواهد شد. (البته اگر به جای سهام عادی، اوراق قرضه منتشر کنند).

در اینجا این سؤال مطرح می‌شود که آیا قسمت هاشور زده نمودار شماره ۱، زیاد یا کم است یا اینکه اصلاً وجود ندارد. تا هنگامی که خطهای بالایی و پایینی این نمودار رسم نشوند نمی‌توان بزرگی قسمت هاشور زده را مشخص کرد. کشیدن خط بالایی چندان مشکلی ندارد زیرا اگر شرکتی هیچ گونه وامی نگرفته باشد و درآمد نسبتاً بالایی داشته باشد، نرخ مالیات آن (مثلاً در آمریکا) ۴۶ درصد خواهد بود و همین نقطه محل رسم خط بالایی است. این را هم می‌دانیم که این منحنی شیب نزولی دارد. تنها پرسشی که باقی می‌ماند این است که در چه زمانی شیب نزولی این خط تند می‌شود. این مسأله در شرکتهای گوناگون فرق می‌کند.

رسم کردن خط پایینی مشکلات زیادی دارد. برخی بر این باورند که نرخ مؤثر مالیات کسانی که در سهام شرکتی یا در اوراق قرضه آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند فرقی ندارد و اگر وضع



نمودار شماره ۱ - صرفه جویی مالیاتی به لحاظ انتشار اوراق قرضه

به این صورت باشد آن خط در محل نسبتاً پایینی رسم خواهد شد که در نتیجه بسیار به نفع شرکت است که برای تأمین سرمایه به جای سهام، اوراق قرضه منتشر کند^۱ (احتمالاً میزان صرفه جویی مالیاتی برابر با ۴۶ درصد سود خواهد شد) قطب مخالف آن، الگویی است که «مرتون میلر» در سال ۱۹۷۷ عرضه کرد. با توجه به این الگو نرخ مالیاتی کسی که در اوراق قرضه سرمایه گذاری کند ۴۶ درصد بیش از نرخ مالیاتی است که شخص برای سود حاصل از سهام می پردازد. اگر اوضاع به این شکل باشد، در این صورت صرفه جویی مالیاتی که از بابت انتشار اوراق قرضه (به جای سهام) نصیب شرکت می شود با میزان مالیات اضافی که دارندگان اوراق قرضه می پردازند خنثی خواهد شد. در نتیجه، شرکت باید نرخ بهره بالاتری را به خریداران اوراق قرضه بپردازد تا مالیات بیشتری را که آنها می پردازند جبران کند. در نهایت از این بابت چیزی به عنوان صرفه جویی خالص عاید شرکت نخواهد شد.

۱- در کشورهایی مثل ایران که سود سیرده بانکی (یا اوراق قرضه) از مالیات معاف است، نرخ سود یا بهره وام و اوراق قرضه مورد توقع وام دهندگان کم خواهد بود.

هر یک از این موارد بر سیاست تأمین مالی شرکت تأثیر مهمی دارد. اگر خالص صرفه جویی مالیاتی بسیار زیاد باشد، شرکت‌هایی که مالیات خود را با نرخ ۴۶ درصد پرداخت می‌کنند باید به میزان زیادی وام بگیرند.

از سوی دیگر اگر صرفه جویی خالص مالیاتی شرکتی، از این بابت، به صفر برسد (با توجه به الگوی مرتون میلر) آنگاه انتشار اوراق قرضه برای شرکتی که هر سال به جای سود، ضرر نشان می‌دهد تأثیرات بسیار شدید و منفی خواهد داشت؛ به بیانی دیگر، این نوع شرکتها بهتر است قرض بدهند و نه قرض بگیرند. یک چنین شرکتی باید از راه انتشار سهام، مقداری پول تهیه کند و با این پولها اوراق قرضه شرکت‌های دیگر را بخرد.

نویسنده مقاله این شهادت را ندارد تا چنان جسارتی به خرج دهد و به کارگیری یکی از دو روش بالا را توصیه کند؛ ولی می‌توان مدعی شد که اگر شرکتی در وضعی قرار گرفته باشد که از قبل نسبت به سودآوری شرکت و بهره‌گیری از صرفه جویی مالیاتی مطمئن باشد، بهتر است به جای انتشار سهام، اوراق قرضه منتشر کند، ولی شرکتی که به خاطر نوسان پذیری سود، امکان بهره‌گیری از صرفه جویی مالیاتی را ندارد، انتشار اوراق قرضه به نفع آن شرکت نخواهد بود.

ریسک ورشکستگی

هر خزانه‌داری می‌داند که وام زیاد، مشکلات مالی به بار می‌آورد. از این رو شرکت باید آنقدر وام بگیرد که مطمئن باشد حتی در وضعیت نامساعد اقتصادی توان پرداخت به موقع اصل و فرع وام را دارد.

کتابها و مقاله‌های زیادی در باره مشکلات مالی شرکتها نوشته شده، و بسیاری از آنها به بحث در باره «هزینه بحران مالی» و یا «هزینه ورشکستگی» پرداخته‌اند که نمونه‌ای از آنها را در ذیل می‌آوریم:

فرض کنید شرکتی تنها دارایی‌اش ساختمان یک هتل باشد که در مرکز شهر قرار دارد و آن هتل تا حد امکان وام رهنی گرفته است. ناگهان سیستم اقتصادی کشور دچار رکود اقتصادی می‌شود و اتاقها خالی می‌ماند، در نتیجه آن هتل ورشکست می‌شود. ساختمان هتل به تملک طلبکارها در می‌آید و با مدیریت جدید شروع به کار می‌کند. در این صورت سهام شرکت بی

ارزش می‌شود.

اکنون این پرسش مطرح می‌شود: هزینه‌های ورشکستگی چه مقدار می‌شود؟ با توجه به این مورد، مقدار آن ناچیز است. بدیهی است در زمان ورشکستگی ارزش هتل بسی کمتر از مبلغی است که سهامداران انتظار آن را داشتند ولی دلیل آن خالی ماندن اتاقهاست و نه به دلیل پرداختن اصل و فرع وام. هزینه‌های ورشکستگی تنها مبالغی است که به دلیل ناتوانی شرکت در پرداخت اصل و فرع وام هزینه می‌شود. هزینه‌های مستقیم ورشکستگی این هتل فقط پولهایی است که از بابت دادگاه و امور حقوقی به مصرف می‌رسد، یا بابت کمیسیون کار گزاران و بنگاه معاملاتی پرداخت می‌شود. هزینه ورشکستگی شرکتهای کوچک و شرکتهایی که دارای ساختارهای سرمایه پیچیده هستند، نسبتاً زیاد است.

چه کسی این هزینه‌ها را می‌پردازد؟ در نخستین نگاه چنین به نظر می‌رسد که طلبکاران شرکت این هزینه را می‌پردازند، زیرا این هزینه‌ها باعث می‌شود که ارزش داراییهایی که به تصرف آنان در می‌آید کاهش یابد. بدیهی است که طلبکاران شرکت متوجه این مسأله می‌شوند و از این رو هربار که شرکت تقاضای وام می‌کند آن را مجبور می‌کنند که نرخ بهره بیشتری را برای جبران این هزینه بپردازد. میزان بهره اضافی به مبلغ وام و احتمال رخداد حادثه بستگی دارد. تقریباً این بهره بیشتر هزینه ورشکستگی را می‌پوشاند. بنا براین، هرگاه که شرکت اوراق قرضه منتشر می‌کند، شرکت و نهایتاً سهامداران آن هزینه‌های مورد انتظار ورشکستگی را می‌پردازند.

حال فرض کنید که شرکت مورد نظر یک شرکت الکترونیکی است. وضعیت این دو شرکت به استثنای داراییهای ثابت آنها عین هم است. داراییهای ارزشمند چنین شرکتهایی عبارتند از دانش فنی و تکنولوژی پیشرفته، نیروی انسانی متخصص و فرصتهای سرمایه گذاری سودآور در آینده. اگر آن هتل و این شرکت به میزان مساوی وام بگیرند، این شرکت زودتر با مسائل مالی رو به رو خواهد شد، ولی ما می‌خواهیم آنها را در حالتی با هم مقایسه کنیم که مسأله ناتوانی آنها در پرداخت اصل و فرع وام مطرح است.

نخست اینکه فروش اقلام دارایی شرکت الکترونیک مشکلتر است. بسیاری از اقلام دارایی آن نامرئی است و ارزش آنها تنها در سایه ادامه کار این شرکت تحقق پیدا می‌کند. اگر

این شرکت نتواند بدهیهای خود را پرداخت کند، ارزش داراییهای آن بستگی به این دارد که سیستم عملیاتی آن از فرایند ورشکستگی، مصون باقی بماند. ناتوانی شرکت در پرداخت بدهیها باعث به وجود آمدن مسائل و مشکلات زیادی در امور عملیاتی و طرحهای سرمایه گذاری آن می شود. این شرکت متخصصان ارزشمند خود را به سرعت از دست خواهد داد. این شرکت دیگر نمی تواند در طرحهای جالب سرمایه گذاری کند. باید تک تک بستانکاران را متقاعد سازد که به نفع آنهاست تا شرکت پول بیشتری فراهم کند و در اقلامی از دارایی که دارای ریسک است سرمایه گذاری نماید. باید به مشتریان و خریداران محصولات شرکت تضمینهای ویژه بدهد. در نهایت باید گفت مدیریت شرکت باید بیشترین وقت خود را صرف حل این مسائل کند.

هدف از ارائه این دو مثال بسیار استثنایی، مقایسه ارقام خاص دارایی آنها بوده است. برخی از ارقام دارایی با تجدید سازمان شرکت مقدار زیادی از ارزش خود را حفظ می کنند، در حالی که برخی هم به کلی بی ارزش می شوند. این مسأله در مورد دارایی شرکتی که در زمینه تکنولوژی فعالیت می کنند و سرمایه های انسانی دارند یا در وضعی قرار دارند که امکان رشد و توسعه برایشان زیاد است، بسیار حساس می شود.

نکته مهم دیگر این است که نباید تنها در این زمینه اندیشید که گرفتن وام باعث افزایش احتمال وقوع ورشکستگی می شود، بلکه باید به فکر ارزش داراییهایی بود که در صورت پیش آمدن ورشکستگی، ارزش خود را از دست خواهد داد.

هزینه های جلوگیری از ورشکستگی

تصمیمات مربوط به تأمین مالی باید به گونه ای گرفته شود که طرحهای سرمایه گذاری را حمایت کند ولی اگر مسأله ناتوانی شرکت در پرداخت بدهیها یا ورشکستگی آن مطرح باشد، تصمیمات مربوط به تأمین مالی اهمیت بیشتری پیدا می کند و مدیران در بسیاری از موارد مجبور می شوند که از طرح سرمایه گذاری چشم پوشی نمایند و سعی می کنند تا قدرت نقدینگی شرکت را حفظ کنند.

فرض کنید که هتل مورد بحث، تحت فشار مالی قرار گیرد. در این صورت به منظور

پرداخت به موقع اقساط وام، میزان خدمات را به مشتریان کاهش می‌دهد و نقاشی ساختمان را به تأخیر می‌اندازد. البته فرض بر این است که اگر شرکت زیر بار قرض نبود حتماً این کارها را انجام می‌داد و چنین هزینه‌هایی را به مصرف می‌رسانید. در این صورت می‌توان گفت که اگر شرکت از نظر نقدینگی و توان پرداخت بدهیها مورد تهدید قرار گیرد، ارزش داراییهای واقعی آن کاهش خواهد یافت، زیرا شرکت می‌کوشد تا هزینه‌هایی را کم کند که می‌توانست ارزش شرکت را افزایش دهد. بنا بر این حتی اگر از وقوع ورشکستگی شرکت جلوگیری شود، در عین حال، هزینه ورشکستگی همچنان به صورت کاهش ارزش داراییها و عدم اجرای طرحهای سرمایه‌گذاری سود آور وجود دارد. هزینه‌های یاد شده برای شرکت الکترونیک به مراتب بیشتر است، زیرا تاخیر در اجرای طرحهای سودآور باعث می‌شود که قدرت رقابتی شرکت و در نتیجه ارزش سهام آن شدیداً کاهش یابد.

اگر بحران مالی اجازه ندهد که طرحهای سرمایه‌گذاری مناسب به اجرا در آید، ارزش شرکت کم خواهد شد. میزان این گونه ضررها به ارزش طرحی بستگی دارد که شرکت آگاهانه آن را به اجرا در نمی‌آورد و این ضرر برای شرکتهایی سنگین خواهد بود که میزان ارزش بازار سهام آنها به وسیله تکنولوژی، سرمایه‌های انسانی یا امکان و احتمال رشد تعیین می‌شود؛ به همین دلیل است که شرکت باید از نظر وام، سیاستی محافظه کارانه‌تر در پیش گیرد.

چرا یک شرکت باید از اجرای طرحهای

خوب سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی نماید؟

برخی از متخصصان اقتصاد مالی نمی‌توانند باور کنند که یک شرکت مجبور شود از اجرای یک طرح سرمایه‌گذاری که ارزش فعلی خالص آن مثبت است چشم‌پوشی کند. هیچ تردیدی نیست که تأمین سرمایه و اجرای چنین طرحی به نفع بستانکاران و صاحبان شرکت است، پس باید نوعی هزینه پنهان وجود داشته باشد.

هیچ تردیدی نیست که هزینه‌هایی وجود دارند. این اقلام اصولاً هزینه تهیه و رسانیدن اطلاعات به گروه‌های ذی‌نفع است. دستیابی به اطلاعات، هزینه دارد. بنا بر این بستانکاران و سایر سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از میزان ریسک و بازدهی آینده شرکت، دقیقاً آگاهی یابند.

بستانکاران نمی‌توانند از این موضوع مطلع شوند که آیا مدیریت شرکت در جهت منافع آنان گام برمی‌دارد یا در جهت منافع سهامداران. تهیه قرارداد وام و نظارت بر اجرای مفاد آن نیز برای بستانکاران کار آسانی نیست و اگر بستانکاران بخواهند بر فعالیتهای شرکت نظارت کنند باید هزینه زیادی به مصرف برسد.

در زمینه هزینه اطلاعات به پرسش زیر توجه کنید:

پرسش: چرا در زمانی که یک شرکت دچار بحران مالی می‌شود، صاحبان و بستانکاران آن گرد هم نمی‌آیند تا بطور مشترک سرمایه لازم را برای اجرای طرحهای سرمایه‌گذاری، که ارزش فعلی آنها مثبت است، در اختیار شرکت قرار دهند؟

پاسخ: گاهی چنین می‌کنند. اما اگر سرمایه‌گذارهایی که در خارج از شرکت هستند بخواهند میزان ارزش فعلی خالص طرحها را به صورتی دقیق بدانند، برایشان گران تمام می‌شود. آنان چندان خوش بین نیستند و فکر می‌کنند که مدیریت برای سر پا نگهداشتن و ادامه حیات شرکت به چنین پولهایی نیاز دارد. و باز اینکه جلب نظر سرمایه‌گذاران و توافق با وام‌دهندگان و سهامدارانی که باید به گونه‌ای در این راه ریسک کنند، وقت‌گیر و پر هزینه است. بستانکاران با وجود این هزینه‌ها تنها در مورد شرکتهای خاص که به نظر آنان باید ادامه حیات بدهند گذشت می‌کنند. به هر حال اقدامات و این نوع گذشتههای سرمایه‌گذارها پر هزینه و گران تمام می‌شود و گاهی میزان این نوع هزینه‌ها بسیار زیاد می‌شود و از طرفی سرمایه‌گذاران گذشت نمی‌کنند. از این رو شرکت مجبور می‌شود که از اجرای آن طرحها چشم‌پوشی کند. اگر شرکت، از همان اول زیر بار قرض‌های سنگین نمی‌رفت، الان مجبور نمی‌شد که ارزش خود را این‌گونه از دست بدهد.

پرسش: اگر اقدامات گروهی بستانکاران و صاحبان شرکت پر هزینه و گران است، چرا شرکت برای تهیه پول به منظور اجرای طرحهای سرمایه‌گذاری، که ارزش فعلی خالص آنها مثبت است سهام عادی منتشر نمی‌کند؟ اصلاً چرا شرکت با انتشار سهام، بدهیهای خود را باز پرداخت و مسأله را برای همیشه حل نمی‌کند؟

پاسخ: اول به پرسش دوم جواب می‌دهیم. اگر شرکت دچار بحران مالی شدید شده باشد اوراق قرضه آن شرکت یک نوع اوراق بهادار پر مخاطره تلقی خواهد شد. ارزش بازار این

اوراق قرضه بسیار کمتر از ارزش اسمی آنها خواهد شد و در این صورت، سهامداران شرکت حاضر نیستند این اوراق قرضه را به ارزش اسمی آنها باز خرید کنند؛ به بیانی دیگر، اگر سهامداران، این اوراق قرضه را به قیمتی برابر با ارزش اسمی آنها باز خرید کنند، در واقع به دارندگان اوراق قرضه پولی بیشتر از ارزش اوراقشان پرداخته‌اند.

فرض کنید این شرکت سهام عادی منتشر می‌کند، نه برای باز پرداخت طلب بستانکاران، بلکه برای تهیه پول به منظور اجرای طرحهای سرمایه‌گذاری، آنگاه مسأله به این صورت در می‌آید که بستانکاران بدون پرداخت پول بیشتر در افزایش ارزش شرکت سهیم می‌شوند. اگر اجرای طرح، باعث بهبود سودآوری و ارزش شرکت گردد، وضع مالی بستانکار بهتر خواهد شد. زیرا میزان ریسک اوراق قرضه، کاهش و ارزش آنها در بازار افزایش می‌یابد. بنا براین تمام ارزش فعلی خالص طرح که از این راه عاید شرکت خواهد شد به صاحبان آن تعلق نمی‌گیرد. اما اگر شرکت دچار بحران مالی نباشد و اوراق قرضه‌های آن ارزش خود را از دست نداده باشند، درصد کمی از این افزایش ارزش نصیب بستانکاران خواهد شد. به هر حال آنگاه که شرکت با مسأله‌ای روبه‌رو باشد و بخواهد از راه انتشار سهام، تأمین مالی کند، این کار به نفع صاحبان شرکت تمام نخواهد شد مگر اینکه کل ساختار سرمایه شرکت تغییر کند که این کار هم گران تمام می‌شود و باید وقت زیادی را صرف کرد.

خلاصه و نتیجه‌گیری

این مطالب در چند جمله خلاصه می‌شود:

اول، شرکتی که دچار بحران مالی است از اجرای طرحهای سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی می‌کند. اما اگر بخواهد آن طرح را به اجرا در آورد باید ساختار سرمایه‌اش را تجدید کند، بدیهی است که هر دوی اینها گران و پر هزینه است.

دوم، اگر شرکتها از همان روزهای نخست، وامهای سنگین نگیرند می‌توانند تا حد زیادی جلوی این گونه هزینه‌ها را بگیرند.

سوم، اگر شرکتی دچار بحران مالی باشد، میزان ضرر حاصل از اجرا نکردن طرحهای سرمایه‌گذاری به نوع طرح مورد نظر بستگی دارد. اگر شرکتی از اجرای طرحی چشم‌پوشی

کند که ارزش فعلی خالص آن برابر با صفر باشد چیزی را از دست نخواهد داد. بنا براین شرکتهای تولید کننده دارو و لوازم الکترونیکی و آنها که حیات و بقایشان به هزینه‌های زیاد تحقیق و توسعه بستگی دارد و سرمایه‌هایشان از اقلام نامرئی و نیروهای متخصص انسانی تشکیل شده، باید همواره از طریق انتشار سهام، تأمین مالی کنند و کمتر وام بگیرند.

در پایان یک بار دیگر یادآور می‌شویم که الگوی «مودیلیانی و میلر» مبنی بر اینکه وام قدرت جادویی ندارد تأیید می‌شود. هر شرکتی که گونه‌ای از اوراق بهادار منتشر می‌کند، در واقع داراییهای واقعی و درآمد عملیاتی خود را به بازار عرضه می‌کند. ولی اگر بازارهای مالی کارآیی خود را از دست نداده باشند، هیچ دسته از اوراق بهادار نمی‌توانند بهتر از دسته دیگر عمل کنند. بویژه این مطلب را تکرار می‌کنیم که وام همیشه چیز خوبی نیست حتی اگر مبلغ آن معقول باشد. اما چنین به نظر می‌رسد که اگر شرکتی وام بگیرد می‌تواند به گونه‌ای صرفه جویی مالیاتی بکند، ولی هزینه‌هایی که از بابت بحران مالی بر شرکت تحمیل خواهد شد موجودیت شرکت را تهدید خواهد کرد؛ بنا براین مدیریت شرکت نه تنها باید احتمال رو در رو شدن با بحران مالی را مورد توجه قرار دهد بلکه باید ضررهایی را که به لحاظ کاهش ارزش، متوجه شرکت خواهد شد نیز در نظر بگیرد. برای آن دسته از شرکتهایی که داراییهای آنها را اقلام نامرئی و نیروی انسانی متخصص تشکیل می‌دهد، میزان این ضررها سنگین تر است. عواملی چون مالیات، میزان ریسک و نوع دارایی می‌توانند نوع ساختار سرمایه شرکت را تعیین کنند؛ برای مثال، اگر شرکتی همواره سودآور باشد و داراییهای نامرئی آن هم مبالغ مهمی را تشکیل بدهد نسبت وام آن می‌تواند زیاد باشد، اما اگر شرکتی در حال رشد و دارای درجه ریسک بالایی است، باید از گرفتن وام خودداری کند (بویژه اگر بتواند به گونه‌ای پول تهیه کند که در مالیات هم صرفه جویی نماید). در پایان این نکته را یادآور می‌شویم که این سه عامل، یعنی مالیات، ریسک و نوع دارایی نمی‌توانند میزان وامی را که مدیر یک شرکت می‌تواند بگیرد تعیین کنند. در عین حال، می‌توان به کمک این عوامل، ملاحظات مهم را از ملاحظات بی‌اهمیت باز شناخت و بر این اساس ساختار سرمایه را تعیین کرد.