

روند تاریخی (Historical Trend) (SFM) P-152

نقش بدهی‌ها در ساختار سرمایه

محمد اسماعیل اعزازی

عضو هیأت علمی حسابداری دانشگاه سیستان و بلوچستان

چکیده

مدیران مالی در تصمیم‌گیری‌هایی که با عملیات پیچیده و متغیرهای متعدد مواجه هستند، باید با توجه به اهمیت ارزیابی و ظرفیت‌سنجی بدهی‌ها اقدام نموده و ریسک فرضی را برای سطوح مختلف بدهی شناسایی نمایند. سطوح بالای بدهی فرصت سرمایه‌گذاری‌های مهم و امکان تقسیم سود را از شرکت سلب کرده و وضعیت مالی شرکت را در بلندمدت تضعیف می‌نماید و در نتیجه، منجر به عدم توانایی نقدی و استیصال می‌گردد. مدیران فقط زمانی که پذیرای ریسک بیشتر و قبول مشکلات مالی هستند، سطوح بالای بدهی را انتخاب می‌نمایند. تجربه نشان داده است که استفاده از نسبت‌های مالی برای مقایسه شرکت‌ها روش مناسبی نمی‌باشد. آنچه که استنباط می‌شود، اتخاذ تصمیمات مالی بسیار دشوار است؛ استفاده مناسب از اهرم می‌تواند برای سهامداران ایجاد ارزش نماید؛ در مقابل، اهرم اضافی ممکن است موجب کاهش ارزش گردد. لذا مدیرانگزی از تأمین مالی از منابع غیر خودی به میزان کافی - و نه بی‌رویه و بسیار زیاد - می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، منابع غیرخودی، اهرم مالی، میانگین وزنی هزینه سرمایه، مزیت مالیاتی، هزینه و فایده.

مقدمه

بدون تردید سرمایه یکی از مهمترین عوامل و موتور محرکه هر فعالیت اقتصادی است؛ چه در عصر سوداگران که عوامل بارز تولید را نیروی کار، زمین و سرمایه می‌دانستند و چه از اواخر قرن هجدهم به بعد که عامل مدیریت نیز به عنوان حلقه اتصال و مایه حیات بخشی که قادر است هوشمندانه سایر عوامل را در هم آمیزد و نوشاروی معجزه آسا برای درمان ناهماهنگی‌ها و ناکارآمدی‌ها ارائه دهد وارد محیط سازمان گردید، نقش سرمایه و به عبارتی منابع مالی، همچنان از اهمیت و ضرورت روزافزون و اجتناب‌ناپذیر برخوردار می‌باشد. آنچه امروز بیش از هر زمان دیگری اهمیت دارد، چگونگی دسترسی به منابع مالی و روش تهیه آن است که بر حسب شرایط تأمین، در دو گروه منابع مالی درون سازمانی* و منابع برون‌سازمانی** تقسیم می‌شود.

منابع درونی معمولاً توسط صاحبان، بنگاههای اقتصادی وارد چرخه فعالیتها شده و با از خروج منافع و حقوق مکتسبه صاحبان در گذشته برای رفع نیازها و تسریع فعالیتهای حال و آینده استفاده می‌گردد. گروه دوم، منابع برون‌سازمانی است که وسیله و راهکار دیگری برای پاسخگویی به اهداف و آرزوهای صاحبان مؤسسات، با استمداد از منابع غیر خودی است. ترکیب این دو گروه از منابع با نسبتهای مختلف، شرایط متفاوتی بوجود می‌آورد که تصمیم‌گیری مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در این مقاله سعی گردیده تا اثرات متقابل هر یک از این دو گروه از منابع را برای منافع سهامداران و صاحبان بنگاههای اقتصادی مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و ترکیب و تلفیق

مناسبی از هر دو گروه منابع را تحت عنوان بهینه‌ترین ساختار سرمایه^{**} ارائه دهد.

روند تاریخی (Historical Trend, (SF.M) P 152)

بررسی و مطالعه دوره‌های گذشته حکایت از آن دارد که مباحث و موضوعات مالی در طول زمان تغییر کرده و هر چه شرکتها عظیم‌تر و دامنه فعالیت آنها وسیع‌تر شده، سهم منابع درون سازمانی نسبت به منابع غیرخودی کاهش یافته و گرایش و اتکاء مدیران مالی به سمت منابع خارجی بیشتر شده است. امروزه تعدد روشهای تأمین مالی برون‌سازمانی، نظیر انواع تسهیلات بانکی، به حدی است که کمتر شرکتی در پهنه اقتصاد وجود دارد که یک یا چند نوع از این روشها را با زمان‌بندی‌های متفاوت تجربه نکرده باشد. اتخاذ تصمیم در مورد قبول استقراض کوتاه‌مدت و یا بلندمدت که تحت عنوان زمانبندی^{**} مطرح می‌گردد و همچنین تعیین سهم هر یک از انواع منابع مالی اعم از منابع خودی (حقوق صاحبان)^{***} و منابع غیرخودی (بدهی‌ها)^{****} که به ساختار سرمایه^{*****} موسوم است، بخش عمده‌ای از نگرانی و دل‌مشغولی مدیران مالی را به خود اختصاص می‌دهد.

اگر چه تئوریهای متعدد مالی، هنوز مباحث مرتبط با تأمین منابع برون سازمانی را به‌طور کامل حل نکرده‌اند، ((F.S.A) P 574) اما تقریباً اغلب مدیران مالی بر این باورند که تهیه منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید و یا توسعه طرحهای موجود، بدون استفاده از منابع خارجی امکان‌پذیر نمی‌باشد.

یکی از علل مهم این باور، کاهش حاشیه سود شرکتها است. تقلیل عایدی هر سهم و در نتیجه

** Optimal capital structure

** Timing

*** Owners equity

**** Debts

***** Capital Structure

کاهش سود برداختی هر سهم، منجر به احساس نیاز فزاینده به منابع بیرون‌سازمانی گردیده و نقطه کمال مطلوب بدهی‌ها، بی‌حاشی ساختار سرمایه را وارد مرحله جدیدی نموده است.

طی بیست سال گذشته، این جهت‌گیری به سمت استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت گرایش پیدا کرده که تبعاتی نیز به همراه دارد. در ذیل به چند مورد اساسی از این

پیامدها اشاره می‌شود:

۱- تمدید و تجدید اینگونه بدهی‌ها در فواصل زمانی کوتاه بخش مهمی از وقت و توان مدیران مالی را بخود اختصاص می‌دهد و زمانی را که مدیر باید صرف برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری‌های کلان نماید، با استرس‌های روزمره هدر می‌رود.

۲- با استناد به متداولترین نسبت‌های مالی نظیر نسبت پوشش بهره: $\frac{\text{EBIT}}{I}$ یا $\frac{\text{EBIT}}{I}$ که نشان‌دهنده توانایی شرکت در پرداخت هزینه‌های بهره است و همچنین نسبت بدهی‌ها: $\frac{L}{I} = \frac{\text{بدهیها}}{\text{سرمایه گذاری}}$ که بیان‌کننده سهم بدهی‌ها از کل دارایی‌ها می‌باشد، ادامه فعالیت شرکت به شدت مخاطره‌آمیز شده و درجه ریسک آن افزایش می‌یابد.

۳- نرخ فزاینده تورم، که ناگزیر منجر به افزایش نرخ بهره و یا اعمال سیاست‌های انقباضی توسط بانکها می‌گردد، هزینه تعهدات کوتاه‌مدت شرکت را به هنگام هر تمدید بالا می‌برد.

۴- شیوه‌های محاسبه مالیات که به دلیل عدم شفافیت دستورالعمل‌ها و یا عدم آگاهی مجریان نظام مالیاتی، از ضابطه و هماهنگی لازم برخوردار نبوده و نرخ مؤثر هزینه منابع مالی را دچار نوسان می‌نماید.

علیرغم موارد فوق، رفتار و سیاست مدیران مالی نیز طی در دهه گذشته به شدت تغییر کرده و قبول خطر و مدیریت در فضای ریسک، برای مدیران یک عادت و افزایش اهرم مالی (نسبت بدهی‌ها به سرمایه‌گذاری) یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر شده است.

یکی از محققان امور مالی به نام دونالدسون (Donaldson, (S.F.M) p 159) در مطالعاتش تحت عنوان «مدیران مالی چگونه تصمیم می‌گیرند؟» دریافت که مدیران بدوأمایل به استفاده از منابع داخلی می‌باشند؛ مگر مواقعی که نیازهای غیر معمول و غیرمتمعارف بروز می‌کند که نمی‌توان از محل سود انباشته جبران نمود. از طرف دیگر تأمین مالی از طریق انتشار سهام نیز محدودیتهایی را ایجاد می‌نماید؛ لذا استقراض، ارجح‌ترین آلترناتیو محسوب می‌شود. اگر تصمیمات مدیران مالی حاکی از امید به آینده بوده و این امید بگونه‌ای به سهامداران منتقل گردد، خواه از طریق بازخرید سهام یا افزایش سود سهام پرداختی، قیمت سهام افزایش می‌یابد و بالعکس کاهش سود سهام پرداختی یا کاهش سرمایه‌گذاری که نسیم‌نگرانی و باس از آینده را به ارمغان می‌آورد، موجب کاهش ارزش سهام می‌گردد و این کاهش ارزش، در مورد اوراق بهادار قابل تبدیل و یا سهام عادی بمراتب بیشتر است تا در مورد سهام ممتاز.

مفهوم ساختار سرمایه *

ترکیب منابع مالی که شرکتها برای سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌دهند، اعم از سهام بادی، سود انباشته، سهام ممتاز، اوراق بهادار، بدهی‌ها و انواع وامها و تسهیلات، به ساختار سرمایه موسوم است. آنچه که در مالکیت صاحبان است نظیر سهام عادی و سود انباشته، حقوق صاحبان گفته می‌شود و آنچه را که در زمره تعهدات بنگاه اقتصادی به دیگران می‌باشد، به‌طور کلی بدهی‌ها می‌نامند. سهم بدهی‌ها به کل سرمایه‌گذاری را نسبت بدهی‌ها یا اهرم مالی می‌نامند.

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{بدهی‌ها}}{\text{مجموع داراییها (سرمایه‌گذاری)}}$$

زمانی که شرکت استقراض می‌کند و یا وام می‌گیرد، اهرم مالیش را افزایش می‌دهد و در نتیجه ریسک آن نیز افزایش می‌یابد؛ با اقدام به سرمایه‌گذاری جدید، اهرم مالیش کاهش یافته و

بالتبع ریسک آن نیز کاهش می یابد. بنابراین هر تغییر در اهرم، منجر به ایجاد یک توانایی بالقوه در اخذ نتایج مثبت یا منفی می شود. (F.M P 339) تصمیم گیری مدیران باید در جهت ایجاد یک توازن صحیح بین بدهی ها و حقوق صاحبان قرار گیرد.

کاهش مالیات ناشی از بدهی ها

بدهیهای موجود در ساختار سرمایه به دلایل ذیل می توانند مفید باشند:

- ۱- زمانی که درآمد عملیاتی (EBIT)* افزایش می یابد، بدهی ها می توانند به وجود آورنده توان بالقوه برای افزایش درآمد خالص باشند؛
- ۲- بدهی ها به دلیل برخورداری از مزیت مالیاتی موجب تقلیل مالیات می شوند، «بهره ای که به بدهی ها پرداخت می گردد درآمد مشمول مالیات را کاهش می دهد»، لذا انگیزه استفاده از وام ها را تقویت می کند.

در سال ۱۹۵۸ میلادی برتون میلرو و فرانکو مودیگلیانی (Miller & Modigliani F.S.A P) مقاله ای منتشر کردند که بیش از هر زمان بر ساختار سرمایه تأثیر داشت. آنها استنتاج نمودند که چون پرداخت بهره تقلیل دهنده مالیات می باشد، ساختار سرمایه ای مطلوب است که بر ۱۰۰٪ بدهی پایه گذاری شده باشد و برای این نظریه مفروضات زیر را لازم می دانستند: (F.M P 339)

- ۱- معاملات اوراق بهادار هزینه ای در بر نداشته باشد؛
- ۲- شرکتها و سرمایه گذاران با نرخ مساوی قادر به استقراض باشند؛
- ۳- خریداران اوراق قرضه و سهامداران از پرداخت مالیات معاف گردند؛
- ۴- سرمایه گذاران و مدیران دارای اطلاعات مساوی از اوضاع شرکت باشند؛

۵- بدهی‌های شرکت فاقد ریسک باشد؛

۶- درآمد عملیاتی شرکت متأثر از بدهی‌ها نباشد.

در چنین شرایطی نویسندگان مورد اشاره نشان دادند که مزایای مالیاتی ناشی از بدهی‌ها، آنچنان سودآور خواهد بود که ساختار سرمایه با ۱۰۰٪ بدهی، مطلوب‌ترین حالت را ایجاد خواهد نمود.

بدیهی است که این فرض در دنیای واقعی وجود ندارد و شرکتها نیز خواستار چنین ساختاری از سرمایه نمی‌باشند و اعتقاد بر این است که این ساختار سرمایه به هیچ وجه مطلوب نیست.

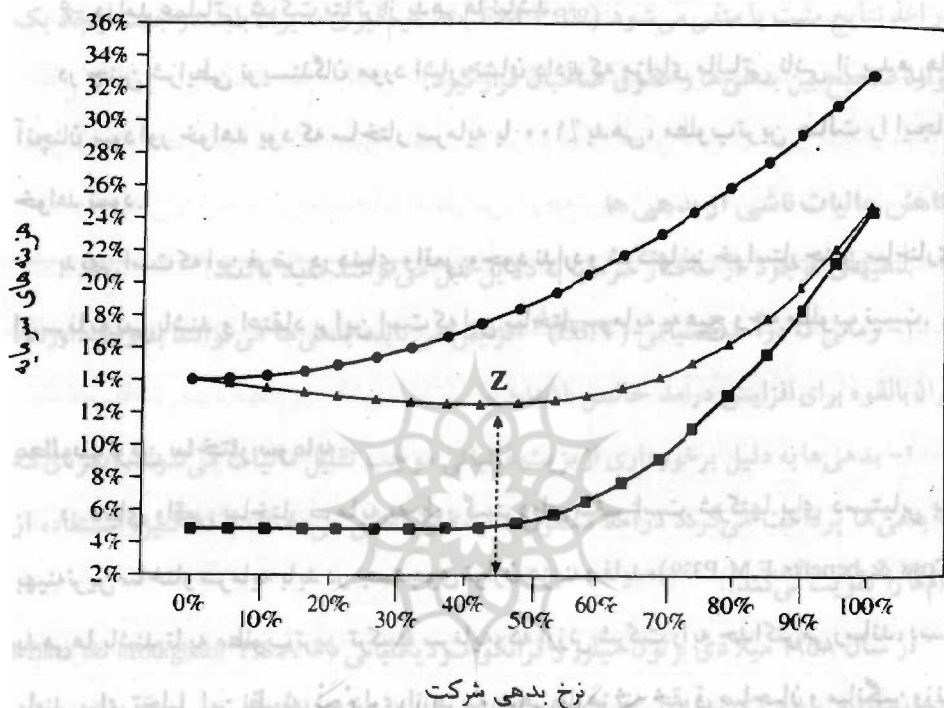
مطلوب‌ترین ساختار سرمایه

در دنیای واقعی ساختار سرمایه به صورت گسترده‌ای متغیر است. شرکتها برای دستیابی به بهینه‌ترین ساختار سرمایه باید در جستجوی توازن هزینه و فایده (Costs & benefits F.M P339) بدهی‌ها باشند تا به مطلوب‌ترین ترکیب سرمایه، که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند، دست یابند. برای تحلیل این نظریه، نموداری از هزینه بدهی‌ها، هزینه حقوق صاحبان و میانگین وزنی هزینه سرمایه* در حالت‌های مختلف می‌توان تهیه نمود.

در اختیار دارد. بنابراین مدیر باید به ارزیابی مستمر ساختار سرمایه و همچنین تغییرات آن توجه کند. توازن بین هزینه و فایده ایجاد نموده و مراعات موارد فوق و استفاده از تجربه مدیران، اتخاذ تصمیم نماید. هزینه متوسط بدهی - هزینه متوسط حقوق صاحبان - هزینه متوسط سرمایه - هزینه متوسط سرمایه

ارزیابی مطلوبیت بدهی (M.T.P 340) در هزینه بدهی، هزینه حقوق صاحبان و میانگین وزنی هزینه سرمایه

نمودار ساختار سرمایه: (F.M P 340)



نمودار نشان‌دهنده هزینه بدهی، هزینه حقوق صاحبان و میانگین هزینه سرمایه برای ساختار مختلف سرمایه است؛ نقطه Z مطلوبترین ساختار سرمایه می‌باشد.

● - هزینه حقوق صاحبان

■ - هزینه بدهی

▲ - میانگین وزنی هزینه سرمایه

بسیاری از مدیران بر این باورند که ترکیب و ساختار سرمایه، آنچنان که از نمودار استنباط

می‌شود، دارای ویژگی‌های ذیل خواهد بود: (F.M P 340)

۱- هزینه بدهی‌ها به مراتب کمتر از هزینه حقوق صاحبان می‌باشد؛

۲- هنگامی که شرکت همچگونه بدهی ندارد، میانگین وزنی هزینه سرمایه برابر با هزینه

حقوق صاحبان است؛

۳- نقطه Z که در پایین‌ترین حد میانگین وزنی هزینه سرمایه قرار دارد بصرفه‌ترین هزینه سرمایه‌گذاری بوده، لذا ارزش شرکت در این نقطه حداکثر می‌باشد؛

۴- افزایش اهرم و در نتیجه افزایش ریسک تا نقطه Z منجر به کاهش میانگین وزنی هزینه سرمایه می‌گردد و پس از گذر از نقطه Z افزایش ریسک به افزایش میانگین وزنی هزینه سرمایه منتج خواهد شد؛

۵- در شرایط اهرم مالی صفر، میانگین وزنی هزینه سرمایه برابر با هزینه حقوق صاحبان و در شرایط اهرم ۱۰٪ میانگین وزنی هزینه سرمایه برابر با هزینه بدهی‌ها می‌باشد.

دستیابی به کاربندی ترین ساختار سرمایه

از آنجا که به دلیل نوسان متغیرها هیچ فرمول مشخصی برای تعیین نقطه Z وجود ندارد، مدیران مالی سعی می‌کنند حتی‌الامکان ساختار سرمایه را به سمت آن نزدیک نمایند. مناسب‌ترین ساختار سرمایه برای یک شرکت، به دورنمای آینده آن بستگی دارد؛ برای مثال شرکتی که از یک تقاضای بالقوه برای محصولات خود برخوردار می‌باشد و دارای علامت تجاری معتبری است که سالها تا انقضای آن باقی مانده، بمراتب امکان استفاده از منابع ارزان خارج از سازمان را بیش از شرکتهایی که دارای مشکلات کیفی و تقاضای محدود و غیرمطمئن می‌باشند، در اختیار دارد. بنابراین مدیر باید با آزمایش مستمر ساختار سرمایه و پیش‌بینی آینده شرکت، توازن بین هزینه و فایده ایجاد نموده و با رعایت موارد فوق و استفاده از تجارب به‌دست آمده اتخاذ تصمیم نماید.

ارزبایی ظرفیت بدهی*

خطر اصلی تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، ادامه فعالیت شرکت با نقدینگی کم و ناکافی

می باشد. تعهدات قانونی قابل پرداخت بدون در نظر گرفتن میزان سود باید در سررسید تعیین شده پرداخت گردد؛ خودداری از بازپرداخت تعهدات معمولاً با کاهش اعتبار، توقف فعالیت‌های جاری و ورشکستگی روبرو می شود. دونالدسون این وضعیت را ناتوانی مالی و استیصال (Cash insolvency (S.F.M) P 159) می نامد؛ اگرچه حفظ اعتبار شرکت به عواملی بیش از برنامه ریزی برای پرداخت بموقع بدهیها نیاز دارد، ممکن است شرکت به حد مشخصی از سرمایه گذاری استراتژیک، نقدینگی برای تقسیم سود و یا پرداخت هزینه تحقیق و توسعه و امثال آن نیاز داشته باشد. عدم توانایی مالی شرکت در تسویه تعهدات، سلامت مالی شرکت را به مخاطره می اندازد. تعیین ظرفیت بدهیها از نقطه نظر جریان نقدی دارای اهمیت است؛ زیرا مدیر باید برای حفظ سلامت مالی، خصوصاً در شرایط رقابتی، بین جریانهای نقدی تولید شده درون مؤسسه و جریانهای خروجی توازن برقرار نماید.

خلاصه و نتیجه گیری

سرمایه گذاری و نقش آن در شروع و تداوم هر فعالیت اقتصادی، پیوسته مورد توجه تولیدکنندگان و کارآفرینان بوده است؛ چه این منابع مالی از درون سازمان و توسط صاحبان فراهم شود و چه از خارج سازمان و به وسیله مؤسسات مالی و بانکی تأمین گردد. آنچه اهمیت دارد ترکیب و ساختار سرمایه است.

بررسی ها نشان می دهد که هر چه دامنه فعالیت بنگاههای اقتصادی وسیع تر و حجم امکانات به کارگرفته شده آنها بیشتر می شود، سهم منابع برون سازمانی در ساختار سرمایه بیشتر می گردد؛ اگرچه استقراض و استفاده از منابع غیر خودی، ریسک شرکتها را بالا برده و آنها را قرین مخاطره می سازد، اما پذیرش ریسک امروزه از شرایط اجتنابناپذیر بنگاههای اقتصادی می باشد.

اهمیت ساختار سرمایه در سالهای ۱۹۵۸ توسط میلر و مود یگیلانی مورد مطالعه قرار گرفت؛ بر اساس نظریه آنان ارزش بازار یک شرکت با جریانهای نقدی حاصل از سرمایه گذاری آن ارتباط

دارد؛ به طوری که هر چه جریانهای نقدی ورودی بیشتر باشد ارزش بازار شرکت بیشتر خواهد بود. (F.S.A p 579) با اعمال تأثیر مالیات بر پرداختهای بهره و نقش جریانهای نقدی بر ارزش بازار، هر چه اهرم افزایش می‌یابد ارزش بازار شرکت نیز افزایش می‌یابد و این افزایش در ارزش بازار، ناشی از مزیت مالیاتی بدهی‌ها است. در روش کاربردی، نرخ سرمایه‌گذاری متغیر فرض می‌شود و نرخ بازده مورد انتظار و نسبت بدهی‌ها (اهرم مالی) قابل تفکیک می‌باشد. این مطلب بیان می‌کند که تغییر در میانگین هزینه سرمایه فقط با تغییر در ریسک ممکن است، نه با نرخ اهرم؛ لذا افزایش در بدهی‌ها ممکن است در افزایش سود مورد انتظار تأثیر نگذارد، یا اینکه اهرم اضافی متناسب با افزایش ریسک مالی شرکت نباشد و حتی در بعضی مواقع ممکن است میانگین وزنی هزینه سرمایه با افزایش اهرم کاهش یابد. لذا ساختار سرمایه با ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان، که بیشترین ارزش بازار و کمترین هزینه سرمایه را ایجاد نماید، انتخاب می‌شود.

نتیجه‌ای که از بحث فوق حاصل می‌شود این است که ساختار مناسب سرمایه و همچنین اهرم از اهمیت بالایی برخوردار است. از آنجا که هزینه بهره باعث کاهش درآمد قابل کسر مالیات می‌باشد، هزینه بدهی پس از مالیات معمولاً کمتر از هزینه حقوق صاحبان است؛ لذا این ویژگی به مدیران مالی این انگیزه را می‌دهد تا استفاده از بدهی‌های ارزان را در مقایسه با انتظار فزاینده صاحبان از سود ترجیح دهند. تنها نگرانی، مواجهه با شرایط عدم اطمینان است که می‌توان با ایجاد تکیه‌گاهی از نقدینگی و استفاده از منابع ذخیره در مواقع پیش‌بینی نشده نسبت به تأمین منابع مالی مورد نیاز اقدام نمود و آنگاه به بازارهای مالی خارج از سازمان مراجعه کرد و مضافاً منابع کانی برای انجام تعهدات قانونی نیز در نظر گرفت تا شرکت با استیصال مواجه نشود. در نهایت استفاده از منابع برون‌سازمانی باید با عنایت به موارد فوق صورت گیرد تا منافع صاحبان و سهامداران دچار مخاطره نگردد.

منابع و یادداشتها

- 1- Timothy J. Callagher & Josepn D. Andrew, Financial Management: (F.M) Upper saddle River, Newjersey, U.S.A 2000.
 - 2- Roger G. Clarke, Richard D. Irwin, Strategic Financial Management, (S.F.M) Toppan Co. Ltd, Tokyo, Japan. 1990.
 - 3- Leopold A. Bernstein, Financial Statement Analysis: (F.S.A) Toppan Co. Ltd. Tokyo, Japan. 1989.
 - 4- Raymond P. Neveu, Managerial Finance, 3rd edition, South-western publishing co, Cincinnati, Ohio, 1989.
 - 5- Buckley, Adrian, Multinational Finance, university press, cambridge, Great Britain, 1993.
- ۶- فردوستون و یوجین برینگام: مدیریت مالی (M.F) Managerial Finance، ترجمه حسین عبده تبریزی، پردیز مشیرزاده، انتشارات آگاه.