

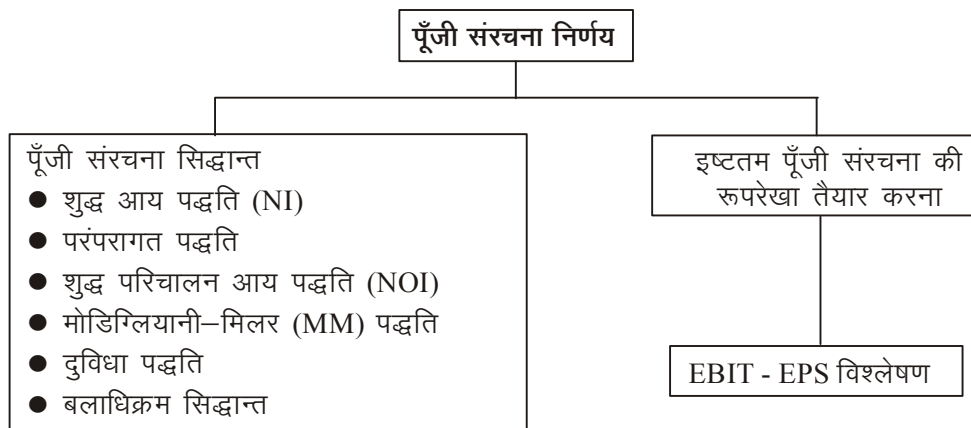
5

वित्तीय निर्णय—पूँजी संरचना (FINANCING DECISIONS—CAPITAL STRUCTURE)

अध्ययन परिणाम (Learning Outcomes)

- पूँजी संरचना का अर्थ और महत्व बताएँ।
- विभिन्न पूँजीसंरचना सिद्धान्तों अर्थात् शुद्ध आय पद्धति; परंपरागत पद्धति; शुद्ध परिचालन आय पद्धति (NOI) मोडिग्लियानी तथा मिलर (MM) पद्धति; दुविधा पद्धति; तथा बलाधिक्रम सिद्धान्त।
- एक इष्टतम पूँजी संरचना रूपरेखा तैयार करने के लिए अवधारणाओं और कारकों का वर्णन करें।
- किसी इकाई की पूँजी संरचना की आवश्यक विशेषताओं पर चर्चा करें।
- इष्टतम पूँजी संरचना की चर्चा करें।
- एक कम्पनी के प्रदर्शन और शेयरधारकों की कमाई पर इसके प्रभाव के बीच संबंधों का विश्लेषण करें अर्थात् EBIT-EPS विश्लेषण।
- एक इकाई में नीचे तथा ऊपर पूँजीकरण का अर्थ, कारकों और परिणाम की चर्चा करें।

अध्याय अवलोकन (Chapter Overview)



5.1 पूँजी संरचना का अर्थ (Meaning of Capital Structure)

पूँजी संरचना वित्त के विभिन्न स्रोतों से पूँजियों का संयोजन है। किसी कम्पनी की पूँजी में इक्विटी शेयर धारकों के धन प्रेफरेंस अंश पूँजी और दीर्घकालिक बाह्य ऋण शामिल होते हैं। पूँजी के स्रोत और मात्रा को निम्नलिखित कारकों को ध्यान में रखते हुए तय किया गया है।

1. नियंत्रण : पूँजी संरचना की इस तरह से रूपरेखा तैयार किया जाना चाहिए कि मौजूदा अंशधारकों को बहुमत स्टैक रखना जारी रहे।

2. जोखिम : पूँजी संरचना की इस तरह से रूपरेखा तैयार किया जाना चाहिए कि कम्पनी का वित्तीय जोखिम सहनीय सीमा से अधिक न बढ़े।

3. लागत : पूँजी की कुल लागत न्यूनतम रहती है।

व्यावहारिक रूप से सभी तीन लक्ष्यों का एक साथ प्राप्त करना मुश्किल है इसलिए एक वित्त प्रबंधक को इन तीन उद्देश्यों के बीच संतुलन बनाना होगा।

हालांकि, किसी कम्पनी का उद्देश्य कम्पनी के मूल्य को अधिकतम करना है और यह इष्टतम पूँजी संरचना तय करते समय मुख्य उद्देश्य है। पूँजी संरचना निर्णय से तात्पर्य वित्तपोषण के रूपों (जो कि दोहन किए जाने वाले स्रोत) से है, कुल पूँजीकरण में उनकी वास्तविक आवश्यकताएँ (वित्त पोषित की जाने वाली राशि) और उनके सापेक्ष अनुपात (मिश्रित)।

$$\text{फर्म की मूल्य} = \frac{\text{EBIT}}{\text{संपूर्ण पूँजी लागत/भारित औसत पूँजी लागत}}$$

$$K_0 = (\text{ऋण की लागत} \times \text{ऋण का भार}) + (\text{इक्विटी की लागत} \times \text{इक्विटी का भार})$$

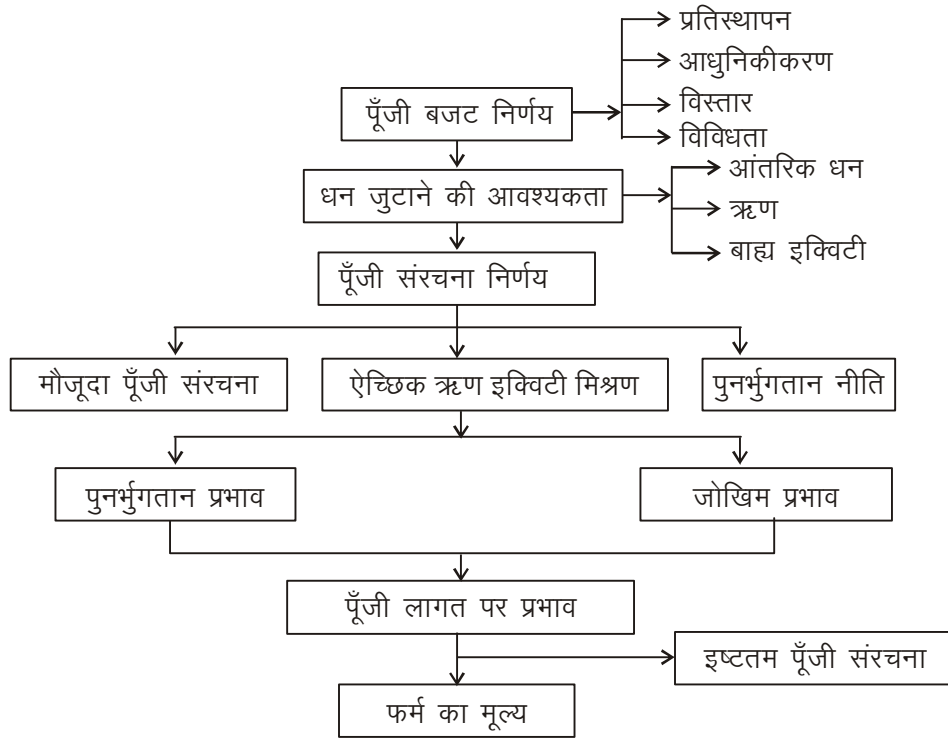
$$K_0 = \{K_d \times D (D + S)\} + \{K_e \times S / (D + S)\}$$

जहाँ,

- K_0 पूँजी की भारित औसत लागत (WACC) है।
- K_d ऋण की लागत है।
- D ऋण का बाजार मूल्य है।
- S इक्विटी का बाजार मूल्य है।
- K_e इक्विटी की लागत है।

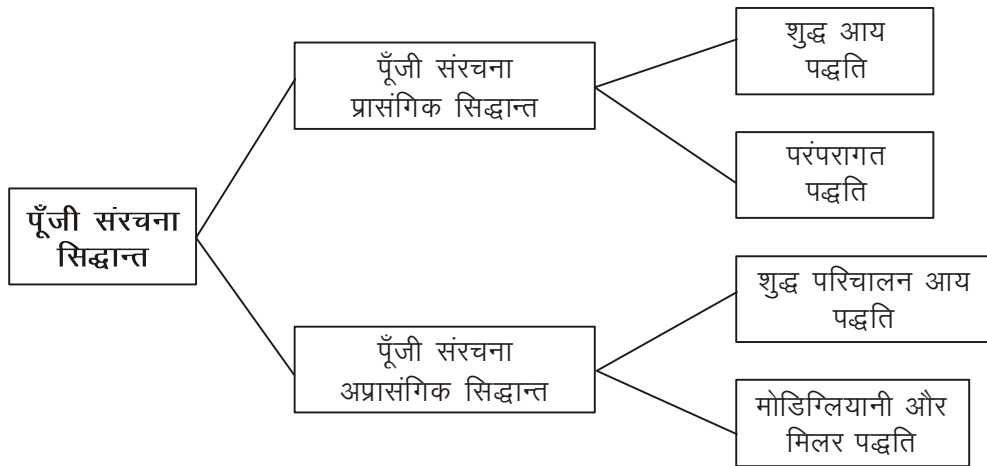
पूँजी संरचना निर्णय, ऋण और इक्विटी के भार और अंततः पूँजी की समय लागत के साथ-साथ फर्म के मूल्य का फैसला करेगा तो पूँजी संरचना फर्म के अधिकतम मूल्य को बढ़ाने और पूँजी की समय लागत को कम करने के लिए प्रासंगिक है।

जब भी वित्त निवेश के लिए धन जुटाना होता है, पूँजी संरचना निर्णय शामिल होता है। धन जुटाने के लिए एक मांग की एक नई पूँजी संरचना उत्पन्न करती है क्योंकि एक मांग की एक नई पूँजी संरचना उत्पन्न करती है क्योंकि एक निर्णय को वित्त पोषण की मात्रा और रूपों के रूप में करना पड़ता है। वित्त पोषण या पूँजी संरचना निर्णय की प्रक्रिया को नीचे दिए गए आंकड़े में दर्शाया गया है।



वित्तपोषण निर्णय प्रक्रिया

5.2 पूँजी संरचना के सिद्धान्त (Capital Structure Theories)—निम्नलिखित दृष्टिकोण पूँजी की लागत, पूँजी की संरचना और फर्म के मूल्य के बीच संबंध की व्याख्या करते हैं :



(अ) शुद्ध आय पद्धति

(ब) परंपरागत पद्धति

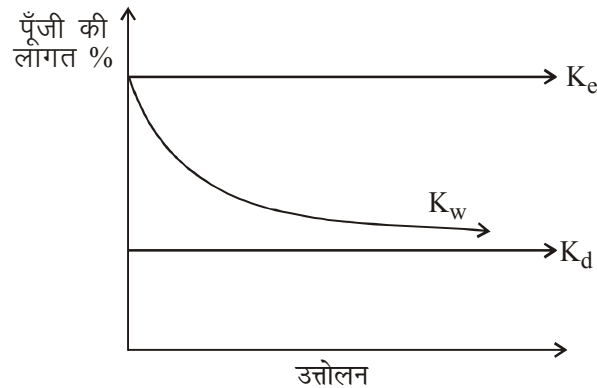
(स) शुद्ध परिचालन आय पद्धति

(द) मोडिग्लियानी मिलर (MM) पद्धति

हालाँकि, इस सम्बन्ध को समझने के लिए निम्नलिखित धारणाएँ बनाई गई हैं।

- एक फर्म द्वारा प्रयोग में लाए जाने वाले सिर्फ दो ही प्रकार के धन हैं अर्थात् ऋण तथा इक्विटी।
- फर्म की कुल सम्पत्ति दी गई है। अंशों को खरीदने के लिए ऋण बेचकर या रिटायर हुए ऋण को बेचने के लिए औसत की डिग्री को बदला जा सकता है।
- कर मान्य नहीं है।
- पुनःभुगतान का औसत 100% है।
- फर्म का कुल वित्त पोषण स्थिर रहता है।
- व्यावसायिक जोखिम समय के साथ निरंतर होता है।
- फर्म सदैव जीवित रहती है।

5.2.1 शुद्ध आय (NI) पद्धति [Net Income (NI) Approach]—इस पद्धति के अनुसार, पूँजी संरचना निर्णय फर्म के मूल्य के लिए प्रासंगिक है। वित्तीय उत्तोलन में वृद्धि से पूँजी (WACC) की भारित औसत लागत में गिरावट आएगी जबकि फर्म के मूल्य के साथ-साथ साधारण अंश के बाजार मूल्य में वृद्धि होगी। इसके विपरीत उत्तोलन में कमी से पूँजी की समग्र लागत में वृद्धि और मूल्य में गिरावट और साथ ही इक्विटी अंशों के बाजार मूल्य में वृद्धि होगी।



उपर्युक्त आरेख से, K_e और K_d को उत्तोलन के साथ नहीं बदलने के लिए माना जाता है। जैसे-जैसे कर्ज बढ़ता है। इससे पूँजी की औसत लागत (WACC) घटती है।

शुद्ध आय पद्धति के आधार पर फर्म के मूल्य का पता निम्न प्रकार से लगाया जा सकता है :

$$\text{फर्म का मूल्य (V)} = S + D$$

जहाँ,

V = फर्म का मूल्य

S = इक्विटी का बाजार मूल्य

D = ऋण का बाजार मूल्य

$$\text{इक्विटी का बाजार मूल्य (S)} = \frac{\text{NI}}{K_e}$$

जहाँ,

NI = इक्विटी अंश धारकों के लिए आय

K_e = इक्विटी पूँजीकरण दर

NI पद्धति के अन्तर्गत, फर्म का मूल्य उस बिन्दु पर अधिकतम होगा जहाँ पूँजी (WACC) की भारित औसत लागत न्यूनतम है। इस प्रकार, सिद्धान्त पूँजी की लागत को कम करने के लिए कुल या अधिकतम संभव ऋण वित्तपोषण का सुझाव देता है। इस पद्धति के अन्तर्गत पूँजी की कुल लागत है :

$$\text{पूँजी की संपूर्ण लागत} = \frac{\text{EBIT}}{\text{फर्म का मूल्य}}$$

इस प्रकार, इस पद्धति के अनुसार, उतोलन की डिग्री बढ़ाने के माध्यम से फर्म अपनी कुल लागत को पूँजी में घटाकर बढ़ा सकता है। इस पद्धति का महत्वपूर्ण निष्कर्ष यह है कि यह फर्म को अपने मूल्य को अधिकतम करने के लिए यथासंभव अधिक से ऋण देने का अनुरोध करता है।

उदाहरण (Illustration) 1.

रूपा लिमिटेड का EBIT ₹ 5,00,000 है। कम्पनी में 10% ₹ 20 लाख डिबेंचर है। इक्विटी पूँजीकरण दर अर्थात् $K_e = 16\%$ ।

आपको गणना करनी है :

- (i) इक्विटी के बाजार मूल्य तथा फर्म के मूल्य
- (ii) पूँजी की संपूर्ण लागत।

हल (Solution) :

(i) फर्म का मूल्य दर्शाने वाले विवरण

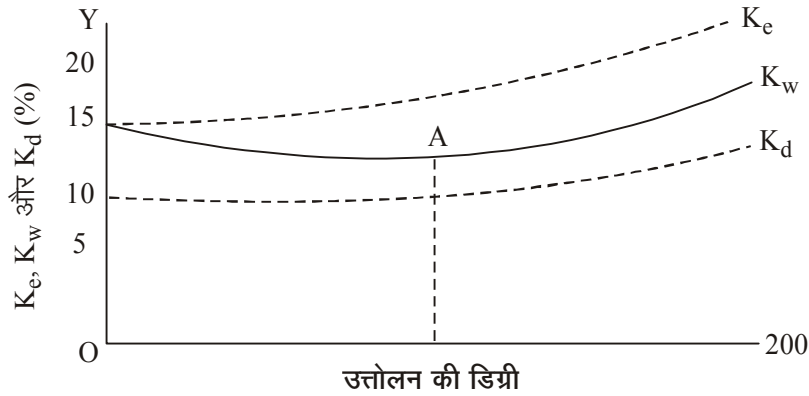
	(₹)
EBIT	5,00,000
घटाया : डिबेंचर पर ब्याज (10%, ₹ 20,00,000)	(2,00,000)
इक्विटी धारकों के लिए उपलब्ध आय (अर्थात् शुद्ध आय) (NI)	3,00,000
इक्विटी पूँजीकरण दर (K_e)	16%
इक्विटी का बाजार मूल्य (S) = $\frac{\text{NI}}{K_e} = \left(\frac{3,00,000}{16.00} \times 100 \right)$	18,75,000
ऋण का बाजार मूल्य (D)	20,00,000
फर्म का कुल मूल्य V = S + D	38,75,000

$$(ii) \quad \text{पूँजी की सम्पूर्ण लागत} = \frac{\text{EBIT}}{\text{फर्म का मूल्य}}$$

$$= \frac{5,00,000}{38,75,000} = 12.90\%$$

5.2.2. परम्परागत पद्धति (Traditional Approach)—यह पद्धति इस बात पर पक्षधर है कि कुछ बिन्दु तक वित्तीय उत्तोलन के परिणामस्वरूप, पूँजी की लागत कम होती है और फर्म का मूल्य बढ़ता है। हालांकि उस बिन्दु से परे, विपरीत प्रवृत्ति उभरती है। इस पद्धति का सिद्धान्त निहितार्थ यह है कि पूँजी की लागत पूँजी संरचना पर निर्भर है और एक इष्टतम पूँजी संरचना है जो पूँजी की लागत को कम करती है। इस पद्धति के अन्तर्गत:

1. ऋण पर ब्याज की दर एक निश्चित अवधि के लिए स्थिर रहती है और इसके बाद उत्तोलन में वृद्धि के साथ यह बढ़ जाती है।
2. इक्विटी अंश धारकों द्वारा अपेक्षित दर स्थिर या धीरे-धीरे बढ़ती है। इसके बाद इक्विटी अंशधारक एक वित्तीय जोखिम को समझना शुरू कर देते हैं और फिर इष्टतम बिन्दु से और अपेक्षित दर तेजी से बढ़ जाती है।
3. ब्याज दर और वापसी की अपेक्षित दर की गतिविधि के परिणामस्वरूप, WACC पहले घट जाती है और फिर बढ़ जाती है। वक्र पर निम्नतम बिन्दु इष्टतम पूँजी संरचना है।



इष्टतम पूँजी संरचना उस बिन्दु पर होती है जहाँ फर्म का मूल्य उच्चतम होता है और पूँजी की लागत सबसे कम होती है।

शुद्ध परिचालन आय पद्धति के अनुसार पूँजी संरचना निर्णय पूरी तरह से अप्रासंगिक है। मोडिग्लियानी-मिलर शुद्ध परिचालन आय पद्धति का समर्थन करता है, परन्तु व्यावहारिक औचित्य प्रदान करता है। पारंपरिक पद्धति इन चरम सीमाओं के बीच संतुलन बनाता है।

पारंपरिक पद्धति की मुख्य हाइलाइट : फर्म को पूँजी संरचना में ऋण और इक्विटी दोनों के विवेकपूर्ण उपयोग के माध्यम से इष्टतम पूँजी संरचना और उसके कुल मूल्यांकन तक पहुँचने का प्रयास करना चाहिए। इष्टतम पूँजी संरचना में, पूँजी की समग्र लागत न्यूनतम होगी और फर्म का मूल्य अधिकतम होगा।

उदाहरण (Illustration) 2.

इन्द्र लिमिटेड के पास ₹ 1,00,000 EBIT है। कम्पनी ऋण और इक्विटी पूँजी का उपयोग करती है। फर्म में 10% डिबेन्चर ₹ 5,00,000 है तथा फर्म की इक्विटी पूँजीकरण दर 15% है।

आपको गणना करनी है :

- (i) फर्म का वर्तमान मूल्य
- (ii) पूँजी की संपूर्ण लागत

हल (Solution) :

(i) फर्म के कुल मूल्य की गणना

	₹
EBIT	1,00,000
कम : ब्याज (@10%, ₹ 5,00,000 पर)	50,000
इक्विटी धारकों के लिए उपलब्ध आय	50,000
इक्विटी पूँजीकरण दर अर्थात् K_e	15%

$$\text{इक्विटी धारकों का मूल्य} = \frac{\text{इक्विटी धारकों के लिए उपलब्ध आय}}{\text{इक्विटी का मूल्य (S)}}$$

$$= \frac{50,000}{0.15} = ₹ 3,33,333$$

ऋण का मूल्य (दिया है) D 5,00,000

फर्म का कुल मूल्य $V = D + S$ (5,00,000 + 3,33,333) 8,33,333

(ii) पूँजी की संपूर्ण लागत $= K_o = K_e \left(\frac{S}{V} \right) + K_d \left(\frac{D}{V} \right)$ या $\frac{EBIT}{V}$

$$= 0.15 \left(\frac{3,33,333}{8,33,333} \right) + 0.10 \left(\frac{5,00,000}{8,33,333} \right)$$

$$= \frac{1}{8,33,333} (50,000 + 50,000) = 12.0\%$$

उदाहरण (Illustration) 3.

निम्नलिखित जानकारी से कम्पनी की इष्टतम पूँजी संरचना निर्धारित कीजिए :

विकल्प	ऋण की लागत K_d (%)	इक्विटी की लागत K_e (%)	कुल मूल्य पर ऋण का प्रतिशत (ऋण + इक्विटी)
1	11	13.0	0.0
2	11	13.0	0.1
3	11.6	14.0	0.2
4	12.0	15.0	0.3
5	13.0	16.0	0.4
6	15.0	18.0	0.5
7	18.0	20.0	0.6

हल (Solution) :

ध्यान दें कि इस प्रश्न में दिया गया वितरण इक्विटी अनुपात का ऋण नहीं है। इसके बजाय यह अनुपात के लिए ऋण है। इसलिए, यदि अनुपात 0.6 है, तो इसका अर्थ है कि पूँजी में शामिल 60% ऋण और 40% इक्विटी शामिल

$$K_0 = \frac{K_d \times D + K_e \times S}{D + S}$$

इस प्रश्न में कुल भार सभी मामलों में के बराबर है, इसलिए हमें इसके द्वारा विभाजित नहीं करने की आवश्यकता है।

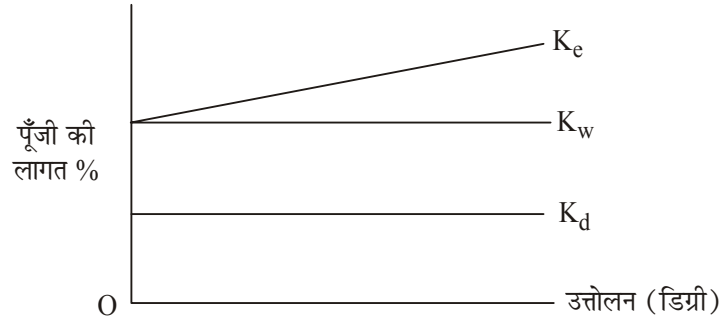
- (1) $K_0 = 11\% \times 0 + 13\% \times 1 = 13\%$
- (2) $K_0 = 11\% \times 0.1 + 13\% \times 0.9 = 12.8\%$
- (3) $K_0 = 11.6\% \times 0.2 + 14\% \times 0.8 = 13.52\%$
- (4) $K_0 = 12\% \times 0.3 + 15\% \times 0.7 = 14.1\%$
- (5) $K_0 = 13\% \times 0.4 + 16\% \times 0.6 = 14.8\%$
- (6) $K_0 = 15\% \times 0.5 + 18\% \times 0.5 = 16.5\%$
- (7) $K_0 = 18\% \times 0.6 + 20\% \times 0.4 = 18.8\%$

निर्णय : द्वितीय विकल्प सर्वोत्तम है क्योंकि इसमें WACC न्यूनतम है।

5.2.3 शुद्ध परिचालन आय पद्धति (NOI) [Net Operating Income Approach (NOI)]—
NOI का अर्थ है ब्याज और कर (EBIT) से पहले की आय।

इस पद्धति के अनुसार फर्म के पूँजी संरचना निर्णय अप्रासंगिक है। अंशों के बाजार मूल्य में कोई परिवर्तन नहीं होगा। क्योंकि, पूँजी की समय लागत उत्तोलन की डिग्री से स्वतंत्र है। परिणामवश, ऋण और इक्विटी के बीच विभाजन अप्रासंगिक है।

इस पद्धति के अनुसार, ऋण के उपयोग में वृद्धि जो स्पष्ट रूप से सस्ती है, इक्विटी पूँजीकरण दर में वृद्धि से ऑफसेट है। ऐसा इसलिए होता है क्योंकि इक्विटी निवेशक अधिक मुआवजे की तलाश करते हैं क्योंकि वे पूँजी संरचना में निश्चित प्रतिभूतियों के अस्तित्व के कारण अधिक जोखिम के विरोध में हैं।



उपर्युक्त आरेख से पता चलता है कि K_0 (समग्र पूँजीकरण दर) और (ऋण पूँजीकरण दर) स्थिर है और K_e (इक्विटी की लागत) उत्तोलन के साथ बढ़ जाती है।

उदाहरण (Illustration) 4.

अमिता लिमिटेड की परिचालन आय (EBIT) ₹ 5,00,000 है। फर्म के ऋण की लागत 10% है और वर्तमान में फर्म ₹ 15,00,000 ऋण का उपयोग करती है। फर्म की पूँजी की कुल लागत 15% है।

आपको गणना करनी है :

- (i) फर्म के कुल मूल्य की
- (ii) इक्विटी की लागत का।

हल (Solution) :

(i) फर्म का मूल्य दर्शाता विवरण

	(₹)
शुद्ध परिचालन आय / EBIT	5,00,000
कम : डिबेन्चर पर ब्याज (₹ 15,00,000 का 10%)	(1,50,000)
इक्विटी धारकों के लिए उपलब्ध आय	3,50,000
पूँजी की कुल लागत (K_0 दिया है)	15%
फर्म का मूल्य $V = \frac{EBIT}{K_0} = \frac{₹ 5,00,000}{0.15}$	33,33,333

(ii) इक्विटी लागत की गणना

	(₹)
ऋण का बाजार मूल्य (D)	15,00,000
इक्विटी का बाजार मूल्य (S) = $V - D = ₹ 33,33,333 - 15,00,000$	18,33,333

$$K_e = \frac{\text{इक्विटी धारकों के लिए उपलब्ध आय}}{\text{इक्विटी का मूल्य (S)}}$$

या

$$K_0 = \frac{\text{EBIT} - \text{ऋण पर देय ब्याज}}{\text{इक्विटी का बाजार मूल्य}} = \frac{3,50,000}{18,33,333} = 19.9\%$$

या

$$K_0 = K_0 \left[\frac{S}{V} \right] + K_d \left[\frac{D}{V} \right]$$

$$K_e = K_e \left[\frac{V}{S} \right] - K_d \left[\frac{D}{S} \right]$$

$$= 0.15 \left[\frac{33,33,333}{18,33,333} \right] - 0.10 \left[\frac{15,00,000}{18,33,333} \right]$$

$$= \frac{1}{18,33,333} [(0.15 \times 33,33,333) - (0.10 \times 15,00,000)]$$

$$= \frac{1}{18,33,333} [5,00,000 - 1,50,000] = 19.09\%$$

उदाहरण (Illustration) 5.

अल्फा लिमिटेड और बीटा लिमिटेड पूँजी संरचनाओं को छोड़कर समान है। अल्फा लिमिटेड के पास 50% ऋण और 50% इक्विटी है, जबकि बीटा लिमिटेड के पास 20% ऋण और 80% इक्विटी है। (सभी% बाजार मूल्य के सन्दर्भ में हैं) दोनों कम्पनियों के लिए नोटैक्स की दुनिया में उधार दर 8% है, और पूँजी बाजार को सही माना जाता है।

- (a) (i) यदि आप अल्फा लिमिटेड के 2% अंश के मालिक हैं, तो कम्पनी के ₹ 3,60,000 की शुद्ध परिचालन आय और कम्पनी की समग्र पूँजीकरण दर, K_0 की 18% होने पर, अपनी वापसी को परिभाषित करें।
- (ii) इक्विटी पर पुनर्भुगतान की अनुमानित दर को निर्धारित करें?
- (b) बीटा लिमिटेड की शुद्ध परिचालन आय अल्फा लिमिटेड के समान है।
- (i) बीटा लिमिटेड की आवश्यक इक्विटी पुनर्भुगतान की दर निश्चित करें।
- (ii) विश्लेषण करें यह अल्फा लिमिटेड से कैसे भिन्न है?

हल (Solution) :

$$\begin{aligned} \text{(a)} \quad \text{अल्फा लिमिटेड का मूल्य} &= \frac{\text{NOI}}{K_0} = \frac{\text{₹ } 3,60,000}{18\%} \\ &= \text{₹ } 20,00,000 \end{aligned}$$

(i) अल्फा लिमिटेड के अंशों पर पुनर्भुगतान

	(₹)
कम्पनी का मूल्य	20,00,000
ऋण का बाजार मूल्य (50%)	10,00,000
अंश का बाजार मूल्य (50%)	10,00,000

	(₹)
शुद्ध परिचालन आय	3,60,000
ऋण पर ब्याज (8% × ₹ 10,00,000)	80,000
अंशधारकों के लिए उपलब्ध आय	2,80,000
2% अंश पर पुनर्भुगतान (2% × ₹ 2,80,000)	5,600

(ii) इक्विटी पर आवश्यक अन्तर्निहित पुनर्भुगतान दर = $\frac{₹ 2,80,000}{₹ 10,00,000} = 28\%$

(b) (i) अन्तर्निहित पुनर्भुगतान दर की गणना

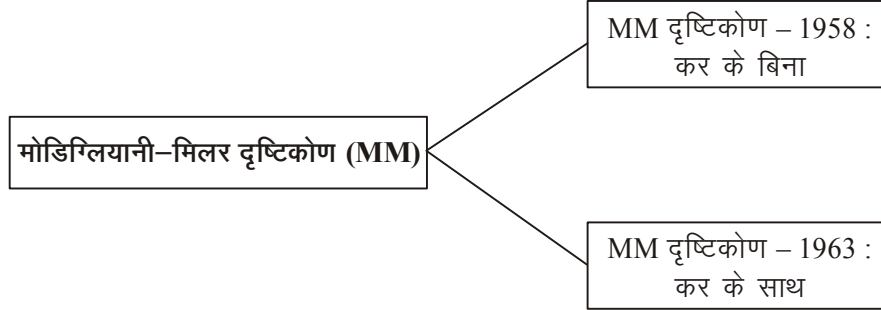
	(₹)
कम्पनी का कुल मूल्य	20,00,000
ऋण का बाजार मूल्य (20% ₹ × 20,00,000)	4,00,000
इक्विटी का बाजार मूल्य (80% × ₹ 20,00,000)	16,00,000

	(₹)
शुद्ध परिचालन आय	3,60,000
ऋण पर ब्याज (8% × ₹ 4,00,000)	32,000
अंशधारियों को उपलब्ध आय	3,28,000

इक्विटी पर आवश्यक अन्तर्निहित पुनर्भुगतान दर = $\frac{₹ 3,28,000}{₹ 16,00,000}$
= 20.5%

(ii) यह अल्फा लिमिटेड से कम है क्योंकि बीटा लिमिटेड अपनी पूँजी संरचना में ऋण का कम प्रयोग करते हैं। जैसा कि इक्विटी पूँजीकरण ऋण पर इक्विटी के अनुपात का रेखीय फलन है, शुद्ध परिचालन आय के प्रयोग करने पर, आवश्यक इक्विटी पुनः भुगतान में कमी बिल्कुल सस्ते ऋण धन का प्रयोग न करने पर दुष्परिणाम के प्रति संतुलन है।

5.2.4 मोडिग्लियानी-मिलर दृष्टिकोण [Modigliani-Miller Approach (MM)]—NOI दृष्टिकोण निश्चित या वैचारिक है और व्यवहार महत्व का अभाव है। यह पूँजी संरचना की अप्रासंगिकता के लिए परिचालन औचित्य प्रदान नहीं करता है। हालांकि मोडिग्लियानी-मिलर दृष्टिकोण पूँजी की निरंतर समग्र लागत के लिए व्यावहारिक औचित्य और फर्म की कुल लागत प्रदान करती है।



MM दृष्टिकोण -1958 : कर के बिना (MM Approach - 1958 : without tax)

यह दृष्टिकोण एक सम्पूर्ण पूँजी बाजार को बताता है, जहाँ कोई लेन-देन लागत नहीं है कर नहीं है, पूँजी संरचना में परिवर्तन के बावजूद किसी कम्पनी की पूँजी की लागत अपरिवर्तित रहेगी। दृष्टिकोण आगे दी गई अतिरिक्त मान्यताओं पर आधारित है जैसे:

- पूँजी बाजार सही है। सभी जानकारी स्वतंत्र रूप से उपलब्ध है और कोई लेनदेन लागत नहीं है।
- सभी निवेशक तर्कसंगत हैं।
- फर्मों को उनके व्यापार जोखिम के आधार पर 'समतुल्य जोखिम वर्ग' में बाँटा जा सकता है।
- कॉर्पोरेट टैक्सों का गैर-अस्तित्व।

उपर्युक्त मान्यताओं के आधार पर, मोडिग्लियानी-मिलर ने निम्नलिखित तीन प्रस्तावों को प्राप्त किया :

(i) एक फर्म का कुल बाजार मूल्य बाजार द्वारा तय किए गए जोखिम वर्ग के अनुसार छूट की दर से विभाजित अपनी अपेक्षित शुद्ध परिचालन आय के बराबर है।

उत्तोलक फर्म की लागत (V_u) = अनुत्तोलक फर्म की लागत (V_D)

$$\text{फर्म की लागत} = \frac{\text{शुद्ध परिचालन आय (NOI)}}{K_0}$$

(ii) एक फर्म जिसका पूँजी ढाँचे में ऋण है, एक अनुत्तोलक फर्म से इक्विटी की कीमत अधिक है। इक्विटी की लागत में वित्तीय जोखिम के लिए जोखिम प्रीमियम शामिल होगा। एक उत्तोलक फर्म में इक्विटी की लागत निम्नानुसार निर्धारित होती है :

$$K_e = K_0 + (K_0 - K_d) \frac{\text{ऋण}}{\text{इक्विटी}}$$

(iii) पूँजी की संरचना (वित्तीय उत्तोलन) पूँजी की समग्र लागत को प्रभावित नहीं करती है। पूँजी की लागत केवल व्यापार जोखिम से प्रभावित होती है।

MM दृष्टिकोण 1963 : कर के साथ (MM Approach – 1963 : with tax)

1963 में, MM मॉडल को कर को शामिल करके संशोधित किया गया था, उन्होंने मान्यता दी थी कि कम्पनी का मूल्य बढ़ेगा या पूँजी की लागत में कमी आएगी, जहाँ कॉर्पोरेट कर मौजूद है। नतीजतन, इक्विटी और कर्ज धारकों की कमाई में लिफ्ट और असीमित वर्ग में कुछ फर्क पड़ेगा और उत्तोलक फर्म के मूल्य कम्पनी टैक्स की दर से गुणा किए गए ऋण की राशि के बराबर की राशि से अनलिखित फर्म के मूल्य से अधिक होगा।

MM ने पूँजी की लागत (K_0), इक्विटी की लागत (K_e) के लिए, उत्तोलक फर्म के लिए गणना करने के लिए सूत्र विकसित किए हैं :

(i) उत्तोलक फर्म की लागत = अनुत्तोलक फर्म की लागत + कर लाभ

$$\text{या,} \quad V_g = V_u + TB$$

(ii) उत्तोलक फर्म में इक्विटी की लागत (K_{eg}) = $K_{eu} + (K_{eu} - K_d) \frac{\text{ऋण}}{\text{ऋण} + \text{इक्विटी}}$

जहाँ,

K_{eg} = उत्तोलक फर्म में इक्विटी की लागत

K_{eu} = अनुत्तोलक फर्म में इक्विटी की लागत

K_d = ऋण की लागत

t = कर की दर

(iii) उत्तोलक फर्म में WACC (K_{og}) = $K_{eu} (1 - tL)$

जहाँ,

K_{og} = उत्तोलक फर्म का WACC

K_{eu} = अनुत्तोलक फर्म में इक्विटी की लागत

t = कर की दर

$$L = \frac{\text{ऋण}}{\text{ऋण} + \text{इक्विटी}}$$

उदाहरण (Illustration) 6.

जब उत्तोलक फर्म की लागत अनुत्तोलक फर्म की लागत से अधिक हो।

दो कम्पनी N लिमिटेड और M लिमिटेड हैं, ब्याज और करों से पहले समान कमाई यानि EBIT ₹ 20,000 है। M लिमिटेड एक उत्तोलक कम्पनी है जिसपर 7% की ब्याज दर से ₹ 1,00,000 का ऋण है। N लिमिटेड की इक्विटी की लागत 10% है और M लिमिटेड की 11.50% है।

पता करें कि मध्यस्थता प्रक्रिया किस प्रकार की होगी ?

हल (Solution) :

	कम्पनी	
	M Ltd.	N Ltd.
EBIT (NOI)	₹ 20,000	₹ 20,000
ऋण (D)	₹ 1,00,000	-----
K_e	11.50%	10%
K_d	7%	-----

$$\begin{aligned} \text{इक्विटी की लागत (S)} &= \frac{\text{NOI} - \text{ब्याज}}{\text{इक्विटी की लागत}} \\ S_M &= \frac{20,000 - 7,000}{11.50\%} = ₹ 1,13,043 \\ S_N &= \frac{20,000}{10\%} = ₹ 2,00,000 \\ \text{VM} &= 1,13,043 + 1,00,000 \text{ (V = S + D)} = ₹ 2,13,043 \\ \text{VN} &= ₹ 2,00,000 \end{aligned}$$

अंतरपणन प्रक्रिया :

यदि आपके पास M लिमिटेड के 10% अंश हैं, तो इक्विटी अंशों में निवेश का आपका मूल्य ₹ 1,13,043 का 10% होगा यानि ₹ 11,304.30 है और (₹ 20,000 – ₹ 7,000) का 10% वापसी होगी = ₹ 1,300

वैकल्पिक रणनीति होगी :

₹ 11,304.30 के लिए उत्तोलक फर्म के 10% अंशों को बेचना और उत्तोलक फर्म का ऋण का 10% उधार लेना यानि ₹ 1,00,000 का 10% और पैसे का निवेश यानि अनुत्तोलक फर्म स्टॉक में 10%

कुल संसाधन/धन हमारे पास है = ₹ 11,304.30 + ₹ 10,000

= ₹ 21,304.3 और निवेश करते हैं ₹ 2,00,000 का 10% = ₹ 20,000

आपके साथ उपलब्ध अधिशेष नकद = ₹ 21,304.30 – ₹ 20,000 = ₹ 1,304.30

आपकी वापसी = अनुत्तोलक फर्म का 10% EBIT – उधार लेने वाले फंड पर भुगतान करने के लिए यानि ₹ 20,000 का 10% – ₹ 10,000 का 7% = ₹ 2,000 – ₹ 700 = ₹ 1,300

यानि आपकी वापसी एक ही है यानि ₹ 1,300 जो आपको N लिमिटेड से M लिमिटेड में निवेश करने से पहले मिल रहा है, लेकिन फिर आपके पास ₹ 1,304.3 अतिरिक्त उपलब्ध हैं। इसलिए, आप मध्यस्थता करके बेहतर कर रहे हैं।

ऊपर दिये गए उदाहरण में “उत्तोलक कंपनी के शेयरों की बिक्री और उधार की गई राशि” आपने पूरी तरह से निवेश नहीं कि है—समान स्तर की कमाई और कम किया हुआ निवेश बनाए रखा, वैकल्पिक रूप में, पूरी राशि को अनुत्तोलक कम्पनी में निवेश कर सकते थे, उस स्थिति में आपकी वार्षिक आय में वृद्धि होगी।”

उसी के लिए एक उदाहरण इस प्रकार है :

उदाहरण (Illustration) 7.

एक जैसी जोखिम वाले व्यवसाय के सम्बन्ध में दो कम्पनियों के निम्नलिखित तथ्य इस प्रकार हैं :

नियोजित पूँजी = 2,00,000, EBIT = 30,000

(इक्विटी की लागत) (K_e) = 12.5%

स्रोत	उत्तोलक कम्पनी (₹)	अनुत्तोलक कम्पनी (₹)
ऋण (@ 10%)	1,00,000	NIL
इक्विटी	1,00,000	2,00,000

निवेशक का उत्तोलक कम्पनी में 15% शेयर है, निवेशक की वार्षिक आय में वृद्धि की गणना करें यदि वह उत्तोलक कम्पनी से अपनी होलडिंग को अनुत्तोलक कम्पनी में बदल देता है तो :

हल (Solution) :

1. फर्मों का मूल्यांकन

विवरण	उत्तोलक फर्म (₹)	अनुत्तोलक फर्म (₹)
EBIT	30,000	30,000
(-) ब्याज	10,000	NIL
इक्विटी शेयर धारकों के लिए उपलब्ध कमाई (K_e)	20,000	30,000
	12.5%	12.5%
इक्विटी का मूल्य	1,60,000	2,40,000
ऋण	1,00,000	NIL
फर्म का मूल्य	2,60,000	2,40,000

उत्तोलक कम्पनी का मूल्य अनुत्तोलक कम्पनी की तुलना में अधिक है, इसलिए निवेशक उत्तोलक कम्पनी के शेयर बेच देगा और अनुत्तोलक कम्पनी के शेयर खरीदेगा, जोखिम के स्तर को बनाए रखने के लिए वह आनुपातिक राशि उधार लेगा और इस राशि को भी अनुत्तोलक कम्पनी के शेयरों में निवेश करेगा।

2. निवेश और उधार

उत्तोलक कम्पनी के शेयर बेचना ($1,60,000 \times 15\%$)	24,000
उधार लेना	<u>15,000</u>
अनुत्तोलक कम्पनी के शेयर खरीदना	39,000

3. लाभ में परिवर्तन

अनुत्तोलक कम्पनी के शेयरों से आय ($39,000 \times 12.5\%$)	4,875
(-) ऋण पर ब्याज ($15,000 \times 10\%$)	<u>1,500</u>
अनुत्तोलक फर्म की शुद्ध आय	<u>3,375</u>
उत्तोलक फर्म से आय ($24,000 \times 12.5\%$)	<u>3,000</u>
विवाचन (Arbitrage) के कारण वृद्धिशील आय	<u>375</u>

उदाहरण (Illustration) 8. जब अनुत्तोलक फर्म की लागत उत्तोलक फर्म की लागत से अधिक हो।

दो कम्पनियां U लिमिटेड और L लिमिटेड हैं, इसके अतिरिक्त ₹ 20,000 के ही NOI होने के बावजूद L लिमिटेड एक उत्तोलक कम्पनी है। जो ₹ 1,00,000 पर 7% ऋण रखता है और U लिमिटेड L लिमिटेड की इक्विटी की लागत क्रमशः 10% व 18% है।

कैसे मध्यस्थता प्रक्रिया काम करेगी ?

	कम्पनी	
	U लिमिटेड	L लिमिटेड
NOI	₹ 20,000	₹ 20,000
ऋणपूँजी	–	₹ 1,00,000
K_d	–	7%
K_e	10%	18%
	₹ 2,00,000	₹ 72,222
इक्विटी पूँजी की लागत $(S) = \left(\frac{EBIT - \text{ब्याज}}{K_e} \right)$	$\left(\frac{20,000}{0.10} \right)$	$\left(\frac{20,000 - 7,000}{0.18} \right)$
फर्म की कुल लागत $V = S + D$	₹ 2,00,000	₹ 1,72,222 (₹ 72,222 + ₹ 1,00,000)

मान लीजिए आपके पास अनुत्तोलक फर्म के 10% अंश हैं, यानि ₹ 2,00,000 का 10% का निवेश ₹ 20,000 और ₹ 20,000 पर 10% वापसी। निवेश इक्विटी के लिए उपलब्ध 10% आय होगी, यानि $20,000 \times 10\% = ₹ 2,000$

वैकल्पिक रणनीति :

आपके अंशों को ₹ 20,000 के लिए अनुत्तोलक फर्म में बेचना और उत्तोलक फर्म की इक्विटी प्लस ऋण के 10% अंश खरीदें।

यानि उत्तोलक फर्म की 10% इक्विटी = 7,222
 उत्तोलक फर्म की 10% ऋण = 10,000
 कुल निवेश = 17,222

आपके संसाधन ₹ 20,000 के हैं।

अधिशेष नकद उपलब्ध = अधिशेष – निवेश = $20,000 - 17,222$
 = ₹ 2,778

निवेश पर आपकी वापसी है :

₹ 10,000 के ऋण पर 7% = ₹ 700
 इक्विटी पर 10% यानि इक्विटी धारकों के लिए उपलब्ध 10% कमाई यानि
 $(10\% \times 13,000)$ = 1,300
 कुल वापसी = 2,000

यानि दोनों स्थितियों में रिटर्न प्राप्त ₹ 2,000 है और फिर भी आपके पास ₹ 2,778 का अतिरिक्त नकद है।

इसलिए आप बेहतर हैं यानि आप अनुत्तोलक कम्पनी के अंशों की बिक्री शुरू कर देंगे और उत्तोलक कम्पनी के अंशों को खरीदने के साथ ही अनुत्तोलक फर्म के अंशों के मूल्य को नीचे धकेलने और संतुलन तक पहुँचने तक उत्तोलक फर्म के मूल्य में बढ़ोतरी करेंगे।

ऊपर दिये गए उदाहरण में “अनुत्तोलक कंपनी के शेयरों की बिक्री और उधार ली गई राशि” आपने पूरी तरह से निवेश नहीं कि है—समान स्तर की कमाई और कम किया हुआ निवेश बनाए रखा, वैकल्पिक रूप में, पूरी राशि को उत्तोलक कंपनी में निवेश कर सकते थे, उस स्थिति में आपकी वार्षिक आय में वृद्धि होगी।”

उसी के लिए एक उदाहरण इस प्रकार है :

उदाहरण (Illustration) 9.

एक जैसी जोखिम वाले व्यवसाय के सम्बन्ध में दो कम्पनियों के निम्नलिखित तथ्य इस प्रकार हैं :
नियोजित पूँजी = ₹ 2,00,000, EBIT = ₹ 30,000

स्रोत	उत्तोलक कम्पनी (₹)	अनुत्तोलक कम्पनी (₹)
ऋण (@ 10%)	1,00,000	NIL
इक्विटी	1,00,000	2,00,000
इक्विटी की लागत (K_e)	20%	12.5%

निवेशक का अनुत्तोलक कम्पनी में 15% शेयर है, निवेशक की वार्षिक आय में वृद्धि की गणना करें यदि वह अनुत्तोलक कम्पनी से अपनी होल्डिंग को उत्तोलक कम्पनी में बदल देता है तो :

हल (Solution)

1. फर्मों का मूल्यांकन

विवरण	उत्तोलक फर्म (₹)	अनुत्तोलक फर्म (₹)
EBIT	30,000	30,000
(-) ब्याज	10,000	NIL
इक्विटी शेयर धारकों के लिए उपलब्ध कमाई (K_e)	20,000	30,000
	20%	12.5%
इक्विटी का मूल्य	1,00,000	2,40,000
ऋण	1,00,000	NIL
फर्म का मूल्य	2,00,000	2,40,000

अनुत्तोलक कम्पनी का मूल्य उत्तोलक कम्पनी की तुलना में अधिक है, इसलिए निवेशक अनुत्तोलक कम्पनी के शेयर बेच देगा और उत्तोलक कम्पनी के शेयर खरीदेगा, उत्तोलक कंपनी के ऋण और इक्विटी का बाजार मूल्य 1 : 1 के अनुपात में होगा। जोखिम के स्तर को बनाए रखने के लिए वह आनुपातिक राशि (50%) उधार देगा और शेष (50%) राशि को उत्तोलक कम्पनी के शेयरों में निवेश करेगा।

2. निवेश और उधार

अनुत्तोलक कम्पनी के शेयर बेचना ($2,40,000 \times 15\%$)	₹ 36,000
उधार देना	18,000

उत्तोलक कम्पनी के शेयर खरीदना (36,000 × 50%)	<u>18,000</u>
कुल	<u>36,000</u>
3. लाभ में परिवर्तन	₹
उत्तोलक कम्पनी के शेयरों से आय (18,000 × 20%)	3,600
(+) उधार रकम पर ब्याज (18,000 × 10%)	<u>1,800</u>
अन्तरण के बाद कुल आय	5,400
अनुत्तोलक फर्म से आय (36,000 × 12.5%)	<u>4,500</u>
विवाचन (Arbitrage) के कारण वृद्धिशील आय	900

5.2.5 व्यापार बंद सिद्धान्त (The Trade of Theory)—पूँजी संरचना के व्यापार बंद सिद्धान्त इस विचार को संदर्भित करता है कि कम्पनी यह चुनती है कि कम्पनी लागत और लाभों को संतुलन करने के लिए कितने ऋण वित्त और कितना इक्विटी वित्त का उपयोग किया जाता है। पूँजी संरचना के व्यापार सिद्धान्त को मूल रूप से ऋण को लाभों के खिलाफ ऋण की लागत को पार करने की जरूरत है।

पूँजी संरचना का व्यापार बंद सिद्धान्त प्राथमिक रूप से वित्तीय संकट और एजेंसी लागत के दो अवधारणाओं के खर्चों के साथ जुड़ा हुआ है। पूँजी संरचना के व्यापार बंद सिद्धान्त का एक महत्वपूर्ण उद्देश्य इस तथ्य की व्याख्या करना है कि निगम आमतौर पर ऋण व इक्विटी दोनों के साथ आंशिक रूप से वित्तपोषण कर रहे हैं।

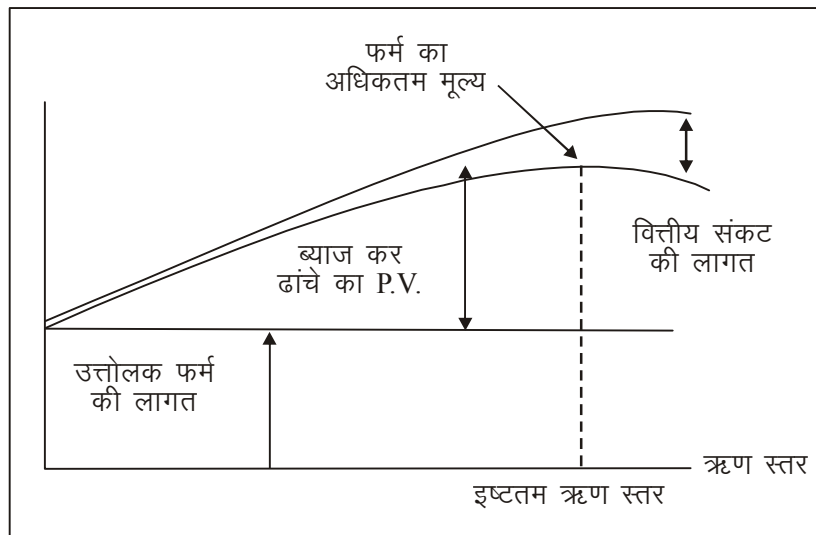
यह बताता है कि ऋण के साथ वित्तपोषण, ऋण के कर लाभ और ऋण के साथ वित्तपोषण की लागत, वित्तीय संकट की लागत, दिवालिया ऋण और गैर-दिवालियापन की लागत (जैसे कर्मचारियों को छोड़ना, दुर्घटना की मांग करने वाले आपूर्तिकर्ताओं सहित भुगतान शर्तें, बॉण्डधारक/स्टॉकधारक युद्ध आदि।)

ऋणात्मक वृद्धि के रूप में कर्ज की बढ़ोतरी में बढ़ोतरी का सीमांत लाभ, जबकि सीमांत बढ़ जाती है, जिससे कि एक फर्म जो उसने समग्र मूल्य को अनुकूलित कर रहा है, इस व्यापार-बंद पर ध्यान केन्द्रित करेगी जब वित्तपोषण के लिए कितना ऋण और इक्विटी का उपयोग किया जाएगा 1963 में मोडिग्लियानी और मिलर ने ऋण का कर लाभ पेश किया। बाद में काम के लिए एक इष्टतम पूँजी संरचना का नेतृत्व किया गया जो कि व्यापार बंद सिद्धान्त द्वारा दिया गया है। मोडिग्लियानी और मिलर के अनुसार, ब्याज आय पर व्यक्तिगत कर के साथ ऋण का आकर्षण कम हो जाती है। एक फर्म वित्तीय संकट का अनुभव करती है जब फर्म ऋणधारकों के दायित्वों से निपटाने में असमर्थ होती है। अगर फर्म ऋणधारकों को भुगतान करने में विफल रहती है, तो फर्म की दिवालिया हो सकती है।

पूँजी संरचना के व्यापार बंद सिद्धान्त, जिसे ऋण की लागत माना जाता है आमतौर पर वित्तीय संकट की लागत या ऋण की दिवालियापन लागत होती है। वित्तीय संकट की प्रत्यक्ष लागत एक कम्पनी की दिवालियापन की लागत का उल्लेख करती है। दिवालियापन की कार्यवाही शुरू होने के बाद, फर्म की सम्पत्ति संकट मूल्य पर बेची जाने की आवश्यकता हो सकती, जो आमतौर पर परिसम्पत्तियों के वर्तमान मूल्यों की तुलना बहुत कम है। प्रशासनिक और कानूनी लागत की एक बड़ी राशि दिवालियापन से भी

जुड़ी हुई है। भले ही कम्पनी दिवालिया न हो, कम्पनी के वित्तीय संकट में कर्मचारियों की लागत, ग्राहकों की लागत, आपूर्तिकर्ताओं की लागत, प्रबंधकों की लागत, निवेशकों की लागत और अंशधारकों की लागत जैसी कई अप्रत्यक्ष लागतें शामिल हो सकती हैं।

कम्पनियाँ अक्सर फर्म, ऋणधारकों और अंशधारकों के प्रबंधन के बीच हितों के विवाद का अनुभव कर सकती है। ये विवाद आमतौर पर एजेंसी की समस्याओं को जन्म देते हैं जो बदले में एजेंसी के खर्चों को जन्म देते हैं। एजेंसी लागत एक फर्म की पूँजी संरचना को प्रभावित कर सकती है। यहाँ दो प्रकार के संघर्ष हो सकते हैं। अंशधारकों-प्रबंधकों के संघर्ष और शेयरधारकों ऋणधारकों के संघर्ष। पूँजी संरचना के एक गतिशील व्यापार बंद सिद्धान्त की शुरुआत इस सिद्धान्त की भविष्यवाणी को बहुत अधिक सटीक और व्यवहार में प्रतिबिंबित करता है।



जैसा कि ऋण-इक्विटी अनुपात (यानि उत्तोलन) बढ़ता है, ब्याज की दर ढाल और दिवालियापन के बीच एक व्यापार-बंद है, एक इष्टतम पूँजी संरचना के कारण D/E^*

5.2.6 पेकिंग आदेश सिद्धान्त (Pecking Order Theory)

यह सिद्धान्त असममित जानकारी पर आधारित है, जो ऐसी स्थिति को संदर्भित करता है जिसमें विभिन्न दलों के पास अलग-अलग जानकारी होती है। एक फर्म में, प्रबंधकों के पास निवेशकों की तुलना में बेहतर जानकारी होगी। यह सिद्धान्त बताता है कि भविष्य में भविष्य की आय के बारे में सकारात्मक होने पर कम्पनियाँ ऋण जारी करना पसंद करती हैं। इक्विटी जारी किए जाते हैं जब वे संदिग्ध होते हैं और आंतरिक वित्त अपर्याप्त हैं।

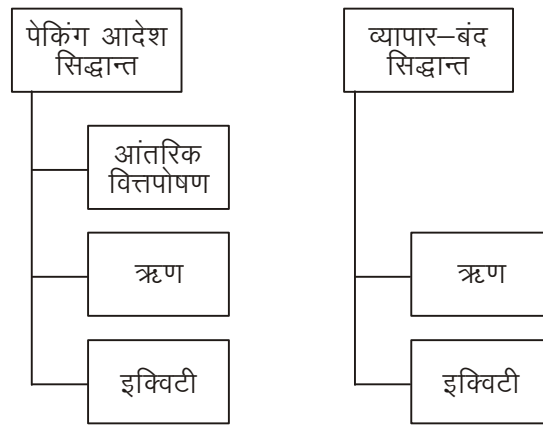
पेकिंग आदेश सिद्धान्त का तर्क है कि पूँजी संरचना का निर्णय पूँजी के एक स्रोत के प्रबंधक की पसंद से प्रभावित होता है जो स्रोतों को उच्च प्राथमिकता देता है जो कम-से-कम सूचनाओं को प्रकट करते हैं।

मायरेस ने 'पेकिंग आदेश' सिद्धान्त का नाम दिया है क्योंकि यहाँ कोई अच्छी तरह से परिभाषित ऋण-इक्विटी लक्ष्य नहीं है और दो प्रकार की इक्विटी आंतरिक और बाहरी हैं। ब्याज की वजह से अब

ऋण दोनों आंतरिक और बाहरी इक्विटी से सस्ता है। इसके अतिरिक्त खासकर लेनदेन/ मुद्रा लागत, कोई कर आदि के कारण आंतरिक इक्विटी बाहरी इक्विटी से कम है।

पेकिंग आदेश सिद्धान्त बताता है कि प्रबंधकों को निम्नलिखित ऑर्डर में फंड्स की स्थापना के लिए विभिन्न स्रोतों का इस्तेमाल किया जा सकता है:

1. प्रबंधक की पहली पसंद आंतरिक वित्त का उपयोग करना है।
2. आंतरिक वित्त के अभाव में वे सुरक्षित ऋण, असुरक्षित ऋण, मिश्रित ऋण आदि का उपयोग कर सकते हैं।
3. प्रबंधक एक अंतिम विकल्प के रूप में नए इक्विटी अंश जारी कर सकते हैं।



वित्तपोषण वर्गीकरण

5.3 कारक पूँजी संरचना का निर्धारण (Factors Determining Capital Structure)

5.3.1 निधि के स्रोत का विकल्प (Choice of Source of Funds)—एक फर्म के पास अलग-अलग अनुपातों में विभिन्न स्रोतों से अपने निवेश प्रस्तावों को वित्तपोषण के लिए धन जुटाने का विकल्प होता है। यह हो सकते हैं :

- (क) ऋण का उपयोग करें (मौजूदा कम्पनी के मामले में), या
- (ख) केवल इक्विटी पूँजी का उपयोग करें, या
- (ग) अधिमान अंश पूँजी का उपयोग करें (मौजूदा कम्पनी के मामले में), या
- (घ) विभिन्न अनुपातों में ऋण, इक्विटी और अधिमान पूँजी के संयोजन का उपयोग करें, या
- (ङ) विभिन्न अनुपातों में ऋण और इक्विटी के संयोजन का उपयोग करें, या
- (च) अलग-अलग अनुपात में ऋण और अधिमान पूँजी से संयोजन का उपयोग करें (मौजूदा कम्पनी के मामले में)।

इन स्रोतों के संयोजन की पसंद को पूँजी संरचना मिश्रण कहा जाता है। लेकिन सवाल यह है कि फर्म को क्या चुनना चाहिए?

5.3.2 पूँजी संरचना को प्रभावित करने वाले कारक (Factors Affecting Capital Structure)— एक उपयुक्त वित्तपोषण पैटर्न का चयन करते समय, कुछ बुनियादी सिद्धान्तों को ध्यान में रखा जाना चाहिए, जो कि पूँजी संरचना को डिजाइन करने के लिए किया गया है, जिसकी नीचे चर्चा की गई है:

(1) इक्विटी पर ट्रेडिंग का वित्तीय लाभ (Financial Leverage of Trading on Equity) : इक्विटी अंश पूँजी के साथ दीर्घकालिक निश्चित ब्याज वाले ऋण और अधिमान अंश पूँजी के इस्तेमाल को इक्विटी पर वित्तीय लाभ या व्यापार कहा जाता है। दीर्घावधि ऋण का उपयोग प्रति अंश कमाई को बढ़ाता है। यदि फर्म ऋण की लागत से अधिक वापसी देता है। प्रति अंश कमाई अधिमान अंश पूँजी के उपयोग से बढ़ जाती है लेकिन इस तथ्य की वजह से कि कर की गणना करते समय ब्याज कटौती की अनुमति दी जाती है, ऋण का लाभ उठाने का प्रभाव बहुत अधिक हो जाता है। हालांकि, अगर दीर्घकालिक ऋण पर ब्याज की दर फर्म की आय की अपेक्षा की गई दर से अधिक है, तो इसका लाभ भी प्रतिकूल रूप से ही सकता है। इसलिए, इसे फर्म की पूँजी संरचना की योजना बनाने के लिए सावधानी की आवश्यकता है।

(2) बिक्री की वृद्धि और स्थिरता (Growth and stability of Sales) : एक फर्म की पूँजी संरचना इसकी बिक्री की वृद्धि और स्थिरता से काफी प्रभावित होती है। यदि एक फर्म की बिक्री की काफी स्थिर रहने की उम्मीद है, तो यह एक उच्च स्तर का ऋण बढ़ा सकता है। बिक्री की स्थिरता सुनिश्चित करती है कि फर्म को ऋण की ब्याज चुकौती की अपनी निश्चित प्रतिबद्धताओं को पूरा करने में कोई कठिनाई नहीं होगी। इसी तरह, बिक्री में वृद्धि दर भी पूँजी संरचना निर्णय को प्रभावित करती है। आमतौर पर, बिक्री की वृद्धि की दर अधिक होती है, तो फर्म के वित्तपोषण में ऋण का अधिक इस्तेमाल हो सकता है। दूसरी ओर, यदि एक फर्म बिक्री अत्यधिक उतार-चढ़ाव कर रही है, तो उसे अपनी पूँजी संरचना में ऋण वित्तपोषण तक काम नहीं करना चाहिए।

(3) लागत सिद्धान्त (Cost Principle) : इस सिद्धान्त के अनुसार, एक आदर्श पैटर्न या पूँजी संरचना वह है जो कि पूँजी संरचना की लागत को कम करता है और प्रति अंश आय (EPS) को अधिकतम करता है। उदाहरण के लिए, ऋण की पूँजी इसकी लागत बिंदु से इक्विटी पूँजी की तुलना में सस्ता है और आयकर के उद्देश्य के लिए ब्याज घटाया जा रहा है, जबकि लाभांश के लिए ऐसी कटौती की अनुमति नहीं है।

(4) जोखिम सिद्धान्त (Risk Principle) : इस सिद्धान्त के अनुसार, ऋण की अत्यधिक उपयोग की अपेक्षा पूँजी आवश्यकताओं के वित्तपोषण के लिए समान इक्विटी पर निर्भरता अधिक है। अधिक-से-अधिक ऋण का उपयोग ब्याज भुगतान के रूप में उच्च प्रतिबद्धता का मतलब है। इससे प्रतिकूल व्यवसाय की स्थिति में अंशधारकों के मूल्य में गिरावट आएगी। ऋण की मात्रा में वृद्धि के साथ, वित्तीय जोखिम में वृद्धि और इसके विपरीत।

(5) नियंत्रण सिद्धान्त (Control Principle) : एक पूँजी संरचना को डिजाइन करते समय, वित्तीय प्रबंधक भी ध्यान में रख सकता है कि मौजूदा प्रबंधन नियंत्रण और स्वामित्व अवशोषित नहीं है। नई इक्विटी जारी मौजूदा नियंत्रण पैटर्न को पलता करेगा और इसमें उच्च लागत भी शामिल है। अधिक ऋण के जारी होने पर नियंत्रण में कोई कमजोर पड़ने का कारण नहीं है लेकिन उच्च जोखिम वाले वित्तीय जोखिम का कारण बनता है।

(6) लचीलापन सिद्धान्त (Flexibility Principle): लचीलेपन से इसका मतलब है कि प्रबंधन ऐसे वित्तपोषण के स्रोतों का एक संयोजन चुनता है जो इसे भविष्य में भी धन की जरूरत में बदलाव के अनुसार समायोजित करना आसान लगता है। हालांकि, ऋण में अन्तर हो सकता है; यदि कम्पनी 18% के ऋण के साथ भरी जाती है और 15% में निधि उपलब्ध है, तो वह नए ऋण के साथ पुराने ऋण को कम ब्याज दर पर वापस कर सकता है। लेकिन इक्विटी निवेश के विकल्प में यह उपलब्ध नहीं हो सकता है।

(7) अन्य विचार (Other Considerations): सिद्धान्तों के अतिरिक्त, "उद्योग की प्रकृति, जारी का समय और उद्योग में प्रतिस्पर्धा जैसे अन्य कारकों पर भी विचार किया जाना चाहिए। गंभीर प्रतिस्पर्धा का सामना करना पड़ रहा उद्योग को ऋण से अधिक इक्विटी का सहारा लेना चाहिए।

इस प्रकार, पूँजी संरचना के उपयुक्त पैटर्न को डिजाइन करने में एक वित्त प्रबंधक को ऊपर के सिद्धान्तों के बीच संतोषजनक समझौता करना चाहिए। कम्पनी के विभिन्न विशेषताओं को संदर्भ में इन सिद्धान्तों के लिए भार निर्दिष्ट करके समझौता किया जा सकता है।

5.4 इष्टतम पूँजी संरचना (Optimal Capital Structure)

वित्तीय प्रबंधन का उद्देश्य धन को अधिकतम करना होता है, इसलिए एक ऐसी पूँजी संरचना चुननी चाहिए जो धन को अधिकतम करती है। इस प्रयोजन के लिए निम्नलिखित विश्लेषण किए जाने चाहिए :

(1) EBIT-EPS-MPS विश्लेषण (EBIT - EPS - MPS Analysis) : ऐसी पूँजी संरचना को चुनना जो प्रति शेयर बाजार मूल्य को अधिकतम करे, सभी पूँजी संरचनाओं के लिए एक ही EBIT के साथ शुरू करें और EPS की गणना करें। इसके बाद या तो EPS को मूल्य आय अनुपात (Price earning ratio) से गुणा करें या इक्विटी की लागत से विभाजित करें जिससे MPS निकाला जा सके।

(2) उदासीनता बिन्दु विश्लेषण (Indifference Point Analysis) : उपर्युक्त विश्लेषण में दिए गए EBIT पर ही मूल्य पर विचार किया है। क्या होगा अगर EBIT बदल गया तो? क्या इससे आपका निर्णय बदल जायेगा? इस प्रश्न के उत्तर के लिए उदासीनता बिन्दु विश्लेषण का इस्तेमाल कर सकते हैं।

(3) वित्तीय ब्रेक इवन पॉइंट विश्लेषण (Financial Break Even Point Analysis) : पूँजी संरचना में बदलाव के साथ, वित्तीय जोखिम में भी परिवर्तन होता है, हालांकि ऊपर दिये गए बिन्दु में यह जोखिम पहले से ही PE Ratio (पीई अनुपात) में या इक्विटी की लागत में माना गया है, लेकिन कोई वित्तीय BEP की गणना करके भी इसकी गणना कर सकता है और इस पर विचार कर सकता है।

5.5 EBIT-EPS MPS विश्लेषण (EBIT-EPS-MPS Analysis)

5.5.1 EBIT-EPS के बीच संबंध (Relationship Between EBIT-EPS-MPS)—वित्तीय प्रबंधन का मूल उद्देश्य एक उपयुक्त पूँजी संरचना को तैयार करना है जो ब्याज और करों से पहले कम्पनी की अपेक्षित सीमा की आय से अधिक प्रति अंश आय प्रदान कर सकता है।

EPS अंशधारकों के लिए कम्पनी के प्रदर्शन को मापता है। EBIT का स्तर वर्ष-दर-वर्ष बदलता रहता है और किसी कम्पनी के संचालन की सफलता का प्रतिनिधित्व करता है। EBIT-EPS विश्लेषण एक कम्पनी के इष्टतम पूँजी संरचना को डिजाइन करने के लिए एक महत्वपूर्ण उपकरण है।

इस विश्लेषण का उद्देश्य EBIT स्तर को खोजना है जो EPS को समनुदेशित करेगा, चाहे वह वित्तपोषण योजना को चुने।

वित्तीय उत्तोलन विभिन्न प्रकार के निवेशकों के बीच परिचालन लाभ के वितरण के पैटर्न को प्रभावित करता है और फर्म के EPS की परिवर्तनशीलता बढ़ जाती है। इसलिए, एक फर्म के लिए उपयुक्त पूँजी संरचना की खोज में, वित्तीय प्रबंधक को EPS पर विभिन्न वैकल्पिक वित्तीय लाभों को प्रभाव का विश्लेषण करना चाहिए। EBIT के एक स्तर को देखते हुए, EPS वित्तीय वित्तपोषण को तहत ऋण वित्तपोषण की सीमा के आधार पर अलग होगा। EPS पर लाभ उठाने का प्रभाव निश्चित वित्तीय शुल्क के कारण उभरता है, अर्थात् प्राथमिक अंश पूँजी पर ऋण वित्तीय स्थिर लाभांश पर ब्याज। EPS पर निर्धारित वित्तीय प्रभार का असर सम्पत्ति पर वापसी की दर और निर्धारित शुल्क की दर के बीच के संबंध पर निर्भर करता है। यदि परिसम्पत्तियों पर वापसी की दर वित्तपोषण की लागत से अधिक है, तो तयशुदा शुल्क वित्तपोषण (यानी, ऋण और प्राथमिकता अंश पूँजी) के बढ़ते उपयोग से EPS में वृद्धि होगी। यह स्थिति अनुकूल वित्तीय उत्तोलन या इक्विटी पर ट्रेडिंग के रूप में भी जाना जाता है। दूसरी ओर, यदि परिसम्पत्तियों पर वापसी की दर वित्तपोषण की लागत से कम है, तो प्रभाव नकारात्मक हो सकता है और इसलिए ऋण और अधिमान अंशपूँजी का बढ़ता उपयोग फर्म के EPS को कम कर सकता है।

निश्चित वित्तीय प्रभार वित्तपोषण आगे ऋण वित्तपोषण और जारी अधिमान अंशों के बीच चुनाव के संदर्भ में विश्लेषण किया जा सकता है। सैद्धान्तिक रूप से दो कारणों से ऋण वित्तपोषण के पक्ष में चुनाव झुका हुआ है : (i) ऋण वित्तपोषण की स्पष्ट लागत यानि ऋण साधनों या ऋणों पर देय ब्याज दर अधिमान अंशों पर देय निश्चित लाभांश की दर से आमतौर पर कम है और (ii) ऋण वित्तपोषण पर ब्याज कर कटौती है और इसलिए वास्तविक लागत (कर के बाद) अधिमान अंशपूँजी की लागत से कम है।

इस प्रकार विभिन्न प्रकार के पूँजी संरचना का विश्लेषण और अपेक्षित EPS पर उत्तोलन के प्रभाव से ऋण वित्तपोषण के एक विशेष स्तर के चयन के लिए उपयोगी मार्गदर्शिका उपलब्ध होगी। EBIT-EPS विश्लेषण का महत्वपूर्ण है और अगर ठीक से किया जाता है, तो फर्म के पूँजी संरचना की योजना और डिजाइन में अंतर्दृष्टि पाने के लिए एक वित्तीय प्रबंधक के हाथों में एक प्रभावी उपकरण हो सकता है।

उदाहरण (Illustration) 10.

मान लीजिए कि एक फर्म में इक्विटी पूँजी संरचना है जिसमें ₹ 10 प्रति अंश के 1,00,000 साधारण अंश शामिल हैं। फर्म अपने निवेश को वित्त देने के लिए ₹ 2,50,000 जुटाना चाहता है और वित्तपोषण के तीन वैकल्पिक तरीकों पर विचार कर रहा है : (i) 25,000 साधारण अंश ₹ 10 प्रत्येक पर जारी करने के लिए, (ii) 8 प्रतिशत ब्याज दर ₹ 2,50,000 उधार लेने के लिए, (iii) लाभांश के 8 प्रतिशत के मुकाबले ₹ 100 के 2,500 अधिमान अंश जारी करने के लिए। यदि अतिरिक्त निवेश के बाद ब्याज और करों से पहले फर्म की आय ₹ 3,12,500 है और कर की दर 50 प्रतिशत है, तो तीन वित्तपोषण विकल्प के तहत प्रति अंश आय पर प्रभाव की गणना करें :

हल (Solution) : (वैकल्पिक वित्तपोषण अनुकूल EBIT के तहत EPS)

विवरण	इक्विटी वित्तपोषक (₹)	ऋण वित्तपोषण (₹)	अधिमान वित्तपोषण (₹)
EBIT	3,12,000	3,12,550	3,12,550
(-) ब्याज	0	20,000	0
PBT	3,12,500	2,92,500	3,12,500

(-) कर	1,56,250	1,46,250	1,56,250
PAT	1,56,250	1,46,250	1,56,250
(-) अधिमान लाभांश	0	0	20,000
साधारण अंशधारकों के लिए उपलब्ध आय	1,56,250	1,46,250	1,36,250
बकाया अंश	1,25,000	1,00,000	1,00,000
EPS	1.25	1.46	1.36

फर्म ऋण के वित्तपोषण का उपयोग करते समय प्रति अंश आय को अधिकतम करने में सक्षम है हालांकि अधिमान लाभांश की दर ब्याज दर के बराबर है, हालांकि, ऋण वित्तपोषण के मामले में EPS उच्च है क्योंकि ब्याज प्रभार कर छूट है जबकि अधिमान लाभांश नहीं है। EBIT के बढ़ते स्तरों के साथ, EPS उच्च दर से उत्तोलन के साथ तेज दर से बढ़ेगा।

हम जानते हैं कि प्रति शेयर बाजार मूल्य पीई अनुपात (PE Ratio) से गुणा प्रति शेयर कमाई के बराबर है। यदि पीई अनुपात (PE Ratio) तीनों योजनाओं के लिए समान है, तो जिस प्लान में सबसे अधिक EPS है, उसका उच्चतम MPS भी होगा और इसे चुना जायेगा। दूसरी ओर यदि इक्विटी योजना के लिए PE Ratio 10 गुना है, ऋण योजना के लिए 8 गुना है और पूर्वाधिकार योजना के लिए 7 गुना है तो,

EPS	1.25	1.46	1.36
PE ratio	<u>×10</u>	<u>× 8</u>	<u>× 7</u>
MPS	<u>12.50</u>	<u>11.68</u>	<u>9.52</u>

अब EPS कम होने के बावजूद इक्विटी प्लान का चयन किया जायेगा क्योंकि इसमें अधिकतम EPS है।

हालांकि यदि कोई कम्पनी ब्याज दर (या अधिमान लाभांश दर) से अधिक की अपनी परिसम्पत्तियों पर वापसी की दर अर्जित करने में सक्षम नहीं है, तो ऋण (या अधिमान वित्तपोषण) का EPS पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ता है। मान लीजिए कि फर्म के ऊपर दिए गए उदाहरण में ₹ 75,000 का EBIT है, तो अलग-अलग तारीकों के तहत EPS निम्नानुसार होगा :

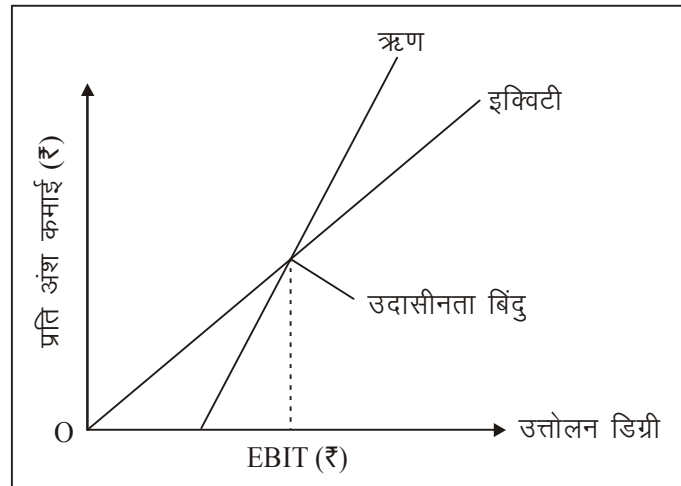
तालिका : वैकल्पिक वित्तपोषण विधियों के तहत EPS : प्रतिकूल EBIT

विवरण	इक्विटी वित्तपोषक (₹)	ऋण वित्तपोषण (₹)	अधिमान वित्तपोषण (₹)
EBIT	75,000	75,000	75,000
(-) ब्याज	<u>0</u>	<u>20,000</u>	<u>0</u>
PBT	75,000	55,000	75,000
(-) कर	<u>37,000</u>	<u>27,500</u>	<u>37,500</u>
PAT	37,500	27,500	37,500

(-) अधिमान लाभांश	0	0	37,500
साधारण अंशधारकों के लिए			
उपलब्ध आय	37,500	27,500	17,500
बकाया अंश	1,25,000	1,00,000	1,00,000
EPS	0.30	0.275	0.175

यह स्पष्ट है कि प्रतिकूल परिस्थितियों में अर्थात् जब कुल सम्पत्ति पर वापसी की दर ऋण की लागत से कम है, तो प्रति अंश आय उत्तोलन की डिग्री के साथ गिर जाएगा।

5.5.2 वित्तीय ब्रेक-इवन और उदासीनता विश्लेषण (Financial Break-even and Indifference Analysis)



वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु EBIT का न्यूनतम स्तर है जो सभी तय वित्तीय शुल्क यानि ब्याज और अधिमान लाभांश को पूरा करने के लिए आवश्यक है। यह EBIT के स्तर को दर्शाता है जिसके लिए कम्पनी की EPS शून्य के बराबर है।

यदि EBIT वित्तीय ब्रेकइवन बिंदु से कम है, तो EPS नकारात्मक हो जाएगा, लेकिन EBIT के अपेक्षित स्तर ब्रेकइवन बिंदु से अधिक है, तो पूँजी संरचना, इक्विटी पसंदीदा होगा।

EBIT-EPS ब्रेकइवन विश्लेषण का इस्तेमाल कम्पनी की उचित मात्रा को निर्धारित करने के लिए किया जाता है।

प्रति अंश आय पर विभिन्न वित्तपोषण विकल्पों के प्रभाव पर विचार करने का एक अन्य तरीका EBIT चार्ट या आय चार्ट की सीमा तैयार करना है। यह चार्ट विभिन्न संभावित EBIT स्तरों पर संभावित EPS दर्शाता है। इस प्रकार, एक विशेष विकल्प के तहत, EPS एक दिए गए EBIT स्तर पर ₹ 2 हो सकता है। हालांकि, यदि EBIT एक ही स्तर पर रहता है तो वित्तपोषण का दूसरा विकल्प चुना जाता है, तो EPS नीचे जा सकता है। किसी दिए गए EBIT में, वित्तपोषण के विभिन्न विकल्पों के तहत, प्रति अंश आय को प्लॉट किया जा सकता है। वैकल्पिक रूप EBIT के विभिन्न स्तरों पर EPS का

प्रतिनिधित्व करने वाली एक सीधी रेखा तैयार की जा सकती है। जहाँ भी यह रेखा छितरी हुई है, इसे ब्रेक-बिंदु के रूप में जाना जाता है। यह बिंदु पूँजी संरचना तैयार करने में एक उपयोगी मार्गदर्शिका है। इसे EPS के बराबर बिंदु या उदासीन बिंदु के रूप में जाना जाता है, क्योंकि यह दर्शाता है कि वित्तपोषण के दो दिए गए विकल्पों (अर्थात् वित्तीय योजनाओं में उत्तोलन की परवाह किए बिना) के बीच, EPS-EBIT के दिए गए स्तर पर समान होगा।

समानता या उदासीनता बिंदु को बीजीय रूप से निम्न तरीके से भी गणना की जा सकती है:

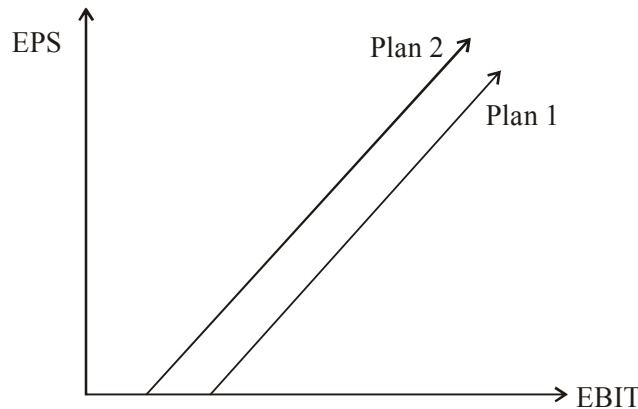
$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - t)}{E_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1 - t)}{E_2}$$

जहाँ,

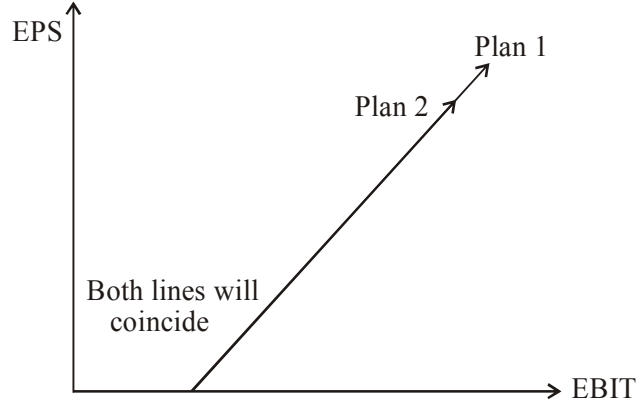
- EBIT = उदासीन बिंदु
- E_1 = विकल्प 1 में इक्विटी अंशों की संख्या
- E_2 = विकल्प 2 में इक्विटी अंशों की संख्या
- I_1 = विकल्प 1 में ब्याज शुल्क
- I_2 = विकल्प 2 में ब्याज शुल्क
- T = कर-दर

यह ध्यान रखें कि यदि इक्विटी शेयर पूँजी की राशि दो वित्तीय योजनाओं के तहत समान है, तो निम्नलिखित दो स्थितियों में से एक उत्पन्न होगी:-

1. उदासीनता बिंदु नहीं (No indifference point) : यदि इक्विटी शेयरों के अलावा अन्य स्रोत की कर लागत दोनों योजनाओं के तहत समान नहीं है, तो दोनों की बीच कोई उदासीनता नहीं होगी। क्योंकि एक योजना EBIT के सभी स्तरों पर अन्य की तुलना में बेहतर होगी। उदाहरण के लिए, यदि दोनों योजनाओं में प्रत्येक के पास 1,00,000 के इक्विटी शेयर हैं योजना 1 में 10% के ऋण पत्र ₹ 50,000 के जबकि योजना 2 में 8% का मियादी ऋण ₹ 50,000 का है। तब योजना 2 EBIT के किसी भी स्तर पर योजना 1 से बेहतर होगी और इसमें कोई उदासीनता नहीं होगी।



2. कई उदासीनता बिंदु (Many indifference point) : यदि इक्विटी शेयरों के अलावा अन्य स्रोत की कर लागत दोनों योजनाओं के तहत समान है तो प्रत्येक EBIT एक उदासीनता बिंदु पर होगी।



ऋण-इक्विटी उदासीनता बिंदु

उदाहरण (Illustration) 11.

एक लाभकारी कम्पनी बेस्ट ऑफ लक लिमिटेड में ₹ 100 लाख की प्रदत्त पूँजी है जिसमें ₹ 10 के 10 लाख साधारण अंश शामिल हैं। वर्तमान में, यह ₹ 60 लाख का वार्षिक कर पूर्व लाभ कमा रहा है। कम्पनी के अंश सूचीबद्ध हैं और ₹ 50 से ₹ 80 की श्रेणी के उद्घृत किए गए हैं। प्रबंधन को उत्पादन में विविधता लाने की इच्छा है और उसने एक परियोजना को स्वीकृति दी है। जिससे ₹ 50 लाख खर्च होंगे और प्रति वर्ष ₹ 40 लाख की पूर्व-कर आय अर्जित करने की उम्मीद है। इस अतिरिक्त पूँजी को बढ़ाने के लिए, निम्नलिखित विकल्प प्रबंधन के विचाराधीन हैं :

- (क) सम्पूर्ण अतिरिक्त राशि के लिए इक्विटी अंश पूँजी जारी करने के लिए उम्मीद की जाती है कि नए अंश (₹ 10 का अंकित मूल्य) ₹ 15 के प्रीमियम पर बेचा जा सकता है।
- (ख) सम्पूर्ण राशि के लिए ₹ 100 के 16% गैर परिवर्तनीय ऋणपत्र जारी करने के लिए।
- (ग) शेष राशि के लिए इक्विटी पूँजी ₹ 25 लाख (₹ 10 का अंकित मूल्य) और 16% गैर परिवर्तनीय ऋणपत्र जारी करने के लिए इस मामले में कम्पनी ₹ 40 प्रत्येक के प्रीमियम पर अंश जारी कर सकती है।

प्रबंधन को सलाह दी जानी चाहिए कि कैसे अतिरिक्त पूँजी को उठाया जा सकता है, यह ध्यान में रखते हुए कि प्रबंधन अपनी सद्भावना बनाए रखने के लिए प्रति अंश आय को अधिकतम करना चाहता है। कम्पनी 50% आयकर दे रही है।

हल (Solution) :

तीन विकल्पों के तहत प्रति अंश उपाय की गणना :

विवरण	विकल्प		
	विकल्प : I केवल जारी इक्विटी अंश	विकल्प : II केवल जारी 16% ऋणपत्र	विकल्प : III समान राशि पर जारी इक्विटी अंश और 16% ऋण पत्र
इक्विटी अंशों की संख्या (nos) :			
– मौजूदा	10,00,000	10,00,000	10,00,000
– नए जारी किए हुए	2,00,000	—	50,000
	$\left(\frac{₹ 50,00,000}{₹ (10+15)} \right)$		$\left(\frac{₹ 25,00,000}{₹ (10+40)} \right)$
कुल	12,00,000	10,00,000	10,50,000
16% ऋणपत्र	—	50,00,000	25,00,000
	₹	₹	₹
ब्याज और कर से पहले लाभ :			
– मौजूदा कर-पूर्व लाभ	60,00,000	60,00,000	60,00,000
– नए प्रोजेक्ट से	40,00,000	40,00,000	40,00,000
	1,00,00,000	1,00,00,000	1,00,00,000
(-) 16% पर ब्याज ऋणपत्र	—	8,00,000 (16% ₹ 50,00,000)	4,00,000 (16% × ₹ 25,00,000)
कर से पहले लाभ (PBT)	1,00,00,000	92,00,000	96,00,000
50% पर कर	50,00,000	46,00,000	48,00,000
कर के बाद लाभ (PAT)	50,00,000	46,00,000	48,00,000
प्रति अंश कमाई (EPS)	4.17	4.60	4.57
$\left(\frac{PAT}{\text{अंशों की संख्या}} \right)$	$\left(\frac{₹ 50,00,000}{12,00,000} \right)$	$\left(\frac{₹ 46,00,000}{10,00,000} \right)$	$\left(\frac{₹ 48,00,000}{10,50,000} \right)$

सलाह : विकल्प II यानि प्रति अंश कमाई को अधिकतम करने के लिए 16% ऋणपत्रों का मुनाफा सबसे अधिक उपयुक्त है।

उदाहरण (Illustration) 12.

शाहजी स्टील्स लिमिटेड को नए प्लांट के लिए ₹ 2,50,000 की आवश्यकता है। इस संयंत्र से ₹ 5,00,000 के ब्याज और करों से पहले कमाई की उम्मीद है। वित्तीय योजना के बारे में फैसला करते समय, कम्पनी प्रति अंश कमाई को कम करने के उद्देश्य पर विचार करती है। इस परियोजना के वित्तपोषण के लिए तीन विकल्प हैं ₹ 2,50,000 या ₹ 10,00,000 के कई ऋण या ₹ 15,00,000 और शेष राशि, प्रत्येक मामले में इक्विटी अंशों को जारी करके। कम्पनी का अंश वर्तमान में ₹ 150 पर बिक रहा है लेकिन यदि ₹ 10,00,000 से अधिक राशि उधार ली गई है, तो ₹ 125 तक गिरावट आने की संभावना है। निधियों को ₹ 2,50,000 तक 10 प्रतिशत की दर से, 15% पर ₹ 2,50,000 से ऊपर और ₹ 10,00,000 तक और 20% पर ₹ 10,00,000 से ऊपर का उधार लिया जा सकता है। कम्पनी पर लागू कर की दर 50 प्रतिशत है और कम्पनी किस प्रकार वित्तपोषण का चयन करेगी ?

हल (Solution):

; ऋण I = ₹ 2.5 लाख का बढ़ता ऋण + ₹ 22.5 लाख की इक्विटी

योजना II = ₹ 10 लाख का बढ़ता ऋण + ₹ 15 लाख की इक्विटी

योजना III = ₹ 15 लाख का बढ़ता ऋण + ₹ 10 लाख की इक्विटी

प्रति अंश कमाई (EPS) की गणना :

विवरण	वित्तीय योजनाएं		
	योजना : I (₹)	योजना : II (₹)	योजना : III (₹)
अनुमानित EBIT	5,00,000	5,00,000	5,00,000
(-) ब्याज ^(a)	(25,000)	(1,37,500)	(2,37,500)
करों से पहले कमाई (EBT)	4,75,000	3,62,500	2,62,500
(-) कर @ 50%	(2,37,500)	(1,81,250)	(1,31,250)
करों के बाद कमाई (EAT)	2,37,500	1,81,250	1,31,250
अंशों की संख्या ^(b)	15,000	10,000	8,000
प्रति अंश कमाई (EPS)	15.83	18.13	16.41

वित्तीय योजना II (यानि ₹ 10 लाख का बढ़ता ऋण और ₹ 15 लाख की जारी की गई इक्विटी अंश पूँजी) यह विकल्प है जो प्रति अंश कमाई को अधिकतम करता है।

कार्य नोट्स :

(क) ऋण पर ब्याज की गणना :

योजना I	(₹ 2,50,000 × 10%)		₹ 25,000
योजना II	(₹ 2,50,000 × 10%)	₹ 25,000	
	(₹ 7,50,000 × 15%)	₹ 1,12,500	₹ 1,37,500

योजना III	(₹ 2,50,000 × 10%)	₹ 25,000	
	(₹ 7,50,000 × 15%)	₹ 1,12,500	
	(₹ 5,00,000 × 20%)	₹ 1,00,000	₹ 2,37,500

(ख) जारी करने के लिए इक्विटी अंशों की संख्या :

योजना I :	$\frac{₹ 22,50,000}{₹ 150 \text{ (अंश का बाजार मूल्य)}}$	= 15,000 अंश
योजना II :	$\frac{₹ 15,00,000}{₹ 150}$	= 10,000 अंश
योजना III :	$\frac{₹ 10,00,000}{₹ 125}$	= 8,000 अंश

उदाहरण (Illustration) 13.

क्वालिटी ऑटोमेशन लिमिटेड के संबंध में निम्नलिखित प्रस्तुत किए गए हैं :

	राशि (₹)
ब्याज और कर से पहले का लाभ	52,00,000
(-) ऋणपत्र पर ब्याज @ 12%	<u>12,00,000</u>
कर से पहले का लाभ	40,00,000
(-) आय कर @50%	<u>20,00,000</u>
कर के बाद का लाभ	20,00,000
प्रत्येक ₹ 10 के इक्विटी शेयरों की संख्या	8,00,000
EPS (ईपीएस)	2.5
PE Ratio (पीई अनुपात)	10
MPS (एम पी एस)	25

कंपनी ₹ 40,00,000 के कुल पूँजी खर्च करने की आवश्यकता के हिसाब से एक नई परियोजना शुरू करने की योजना बना रही है। आपको सूचित किया जाता है कि ऋण इक्विटी अनुपात (Debt equity ratio) 35% से अधिक है, जो कि K_e का 12.5% तक पहुंचाता है, अर्थात् पीई अनुपात को 8 तक कम करना और 14% पर उधार ली गई अतिरिक्त राशि को बढ़ाना। शेयर की संभावित मूल्य का पता लगाए, यदि

(i) अतिरिक्त धनराशि एक ऋण के रूप में जुटाई जाती है।

(ii) इक्विटी शेयर जारी करके राशि जुटाई जाती है।

नोट : (कंपनी की प्रतिधारित आय (Retained Earning) ₹ 1.2 करोड़ है)

हल (Solution) :

इस सवाल में प्रस्तावित विस्तार के बाद EBIT नहीं दिया गया है। इसलिए, हम यह मान सकते हैं कि नियोजित पूँजी पर मौजूदा प्रतिलाभ बनाए रखा जाएगा

Working Note :

$$1. \text{ नियोजित पूँजी पर प्रतिफल} = \frac{\text{EBIT}}{\text{नियोजित पूँजी}} = \frac{\text{₹ } 52,00,000}{\text{₹ } 3,00,00,000} = 17.33\%$$

$$\begin{aligned} \text{नियोजित पूँजी} &= \text{ऋण} + \text{इक्विटी} \\ &= 1,00,00,000 + (80,00,000 + 1,20,00,000) = \text{₹ } 3,00,00,000 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 2. \text{ प्रस्तावित EBIT} &= \text{प्रस्तावित नियोजित पूँजी} \times \text{नियोजित पूँजी पर प्रतिफल} \\ &= (3,00,00,000 + 40,00,000) \times 17.33\% = \text{₹ } 58,92,200 \\ &(\text{यदि नियोजित पूँजी को पूर्ण अंक पर लेते हैं तो EBIT ₹ } 58,93,333 \text{ होगा}) \end{aligned}$$

$$3. \text{ ऋण इक्विटी अनुपात} = \frac{\text{ऋण}}{\text{ऋण} + \text{इक्विटी}}$$

विकल्प 1 : ऋण विकल्प :

$$\text{ऋण} = 1,00,00,000 + 40,00,000 = \text{₹ } 1,40,00,000$$

$$\text{इक्विटी} = \text{₹ } 2,00,00,000$$

$$\text{ऋण इक्विटी अनुपात} = \frac{1.4 \text{ cr.}}{1.4 \text{ cr.} + 2 \text{ cr.}} = 41.18\%$$

ऋण इक्विटी अनुपात 35% की सीमा को पार कर गया है इसलिए इस मामले में पीई अनुपात (PE Ratio) 8 गुना और अतिरिक्त उधार 14% की दर से होगा।

विकल्प 2 : इक्विटी विकल्प :

$$\text{ऋण} = 1,00,00,000$$

$$\text{इक्विटी} = 2,00,00,000 + 40,00,000 = \text{₹ } 2,40,00,000$$

$$\text{ऋण इक्विटी अनुपात} = \frac{1 \text{ cr.}}{1 \text{ cr.} + 2.4 \text{ cr.}} = 29.41\%$$

ऋण इक्विटी अनुपात 35% की सीमा को पार नहीं किया है इसलिए इस मामले में पीई अनुपात (PE Ratio) 10 गुना पर रहेगा।

$$4. \text{ इक्विटी विकल्प के मामले में इक्विटी शेयरों की संख्या को @25 प्रति शेयर जारी किया जायेगा। जो कि इस प्रकार है।}$$

$$= \frac{\text{₹ } 40,00,000}{\text{₹ } 25} = \text{₹ } 1,60,000$$

दो वित्तीय विकल्पों के तहत EPS और MPS की गणना	वित्तीय विकल्प	
	विकल्प-I (₹) 40,00,000 का अतिरिक्त ऋण 14% की दर से	विकल्प-II 8,00,000 इक्विटी शेयर @ 10 यानि 160000 इक्विटी शेयर @ 25 (₹)
विवरण		
ब्याज और कर से पहले का लाभ (PBIT)	58,92,200	58,92,200
(-) पुराने ऋणपत्र पर ब्याज @ 12%	<u>12,00,000</u>	<u>12,00,000</u>
(-) नये अतिरिक्त ऋण पर ब्याज @ 14% 40,00,000 पर	5,60,000	NIL
कर से पहले का लाभ (PBT)	41,32,200	46,92,000
(-) कर @ 50%	20,66,100	23,46,100
इक्विटी शेयर धारकों के लिए कमाई (EAT/PAT)	20,66,100	23,46,100
इक्विटी शेयरों की संख्या	8,00,000	9,60,000
प्रति शेयर कमाई (EPS)	2.58	2.44
पीई अनुपात (PE Ratio)	8	10
संभावित प्रति शेयर (MPS)	20.66	24.44

निर्णय : हालांकि, ऋण विकल्प में EPS अधिक है लेकिन इक्विटी विकल्प में MPS अधिक है, इसलिए कंपनी को इक्विटी विकल्प से अतिरिक्त धन जुटाना चाहिए।

5.6 अति-पूँजीकरण एवं न्यून-पूँजीकरण (Over-Capitalisation and Under-Capitalisation)

5.6.1 अति-पूँजीकरण (Over-Capitalisation)—यह ऐसी स्थिति है, जहाँ एक फर्म की तुलना में अधिक पूँजी है या दूसरे शब्दों में सम्पत्ति की जारी अंश पूँजी की तुलना में कम है, कमाई लाभांश और ब्याज का भुगतान करने के लिए करते हैं। यह स्थिति मुख्य रूप से तब होती है जब कम्पनी की क्षमता कम करने के कारण मौजूदा पूँजी का इस्तेमाल प्रभावी नहीं हो पाता है, जबकि कम्पनी ने इसकी आवश्यकता से अधिक धन जुटाया है। अति-पूँजीकरण का मुख्य संकेत लाभांश और ब्याज के भुगतान में गिरावट है, जो कम्पनी के अंशों के मूल्य में गिरावट का कारण है।

अति-पूँजीकरण के कारण : निम्नलिखित कारणों से अति-पूँजीकरण उत्पन्न होता है :

- कम्पनी के मुकाबले अंशों या ऋणपत्रों के द्वारा अधिक पैसा लगाने से लाभप्रद हो सकता है।
- जिस दर पर कम्पनी कमा सकती है जिसके मुकाबले उच्च दर पर बड़ी रकम उधार लेना।
- सदभावना आदि जैसे फर्जी सम्पत्तियों के अधिग्रहण के लिए अत्यधिक भुगतान।

(iv) अवमूल्यन के लिए अनुचित प्रावधान, परिसम्पत्तियों के प्रतिसम्पत्तियों के प्रतिस्थापन और उच्च दर पर लाभांश का वितरण।

(v) कमाई और पूँजीकरण का गलत आकलन।

अति-पूँजीकरण के परिणाम : अति-पूँजीकरण के परिणाम निम्न हैं :

(i) लाभांश और ब्याज भुगतान की दर में काफी कमी।

(ii) अंशों के बाजार मूल्य में कमी।

(iii) "विंडो ड्रेसिंग" का सहारा लेना।

(iv) कुछ कम्पनियाँ पुनर्गठन के लिए विकल्प चुन सकती हैं हालांकि कभी-कभी मामला खराब हो जाता है और कम्पनी परिसमापन में जा सकती है।

अति-पूँजीकरण के लिए उपाय : अति-पूँजीकरण के नकारात्मक परिणामों से बचने के लिए निम्न चरणों को अपनाया जा सकता है :

(i) कम्पनी को पूरी तरह से पुनर्गठन के लिए जाना चाहिए।

(ii) शेयरों की खरीदारी।

(iii) ऋणपत्र धारकों और लेनदारों के दावों में कमी।

(iv) अंशों की कीमत भी कम हो सकती है। इससे परिसम्पत्तियों के प्रतिस्थापन के लिए कम्पनी को पर्याप्त धन मिलेगा।

5.6.2 न्यून पूँजीकरण (Under Capitalisation)—यह अति-पूँजीकरण का उल्टा ही है। यह एक अवस्था है, जब इसकी वास्तविक पूँजीकरण इसकी कमाई क्षमता के आधार पर इसकी उचित पूँजीकरण की तुलना में कम है। यह स्थिति आमतौर पर उन कम्पनियों के साथ होती है जिनके पास पूँजी पर्याप्त नहीं होती है लेकिन बड़ी गुप्त राशियाँ पुस्तकों में न लाए गए अचल सम्पत्तियों के मूल्यों में काफी सराहना के रूप में होती है।

न्यून-पूँजीकरण के परिणाम : निम्न परिणामों में न्यून-पूँजीकरण के परिणाम :

(i) समान स्थित कम्पनियों की तुलना में लाभांश दर अधिक होगी।

(ii) अंशों का बाजार मूल्य अन्य समान कम्पनियों के अंशों का उच्चतर मूल्य होगा क्योंकि उनकी कमाई दर ऐसी प्रतिभूतियों पर प्रचलित दर से काफी अधिक है।

(iii) अंशों का वास्तविक मूल्य उनके पुस्तक मूल्य से अधिक होगा।

न्यून-पूँजीकरण के प्रभाव : न्यून-पूँजीकरण के निम्नलिखित प्रभाव हैं :

(i) यह तीव्र प्रतियोगिता को प्रोत्साहित करती है उच्च लाभप्रदता नए उद्यमियों को एक ही प्रकार के व्यवसाय में आने के लिए प्रोत्साहित करती है।

- (ii) लाभांश की उच्च दर श्रमिक संघ को उच्च मजूदरी मांग करने के लिए प्रोत्साहित करती है।
- (iii) आमतौर पर सामान्य लोग (उपभोक्ता) यह महसूस करते हैं कि उनका शोषण किया जा रहा है।
- (iv) प्रबंधन अंश मूल्यों में हेरफेर का सहारा ले सकता है।
- (v) कम्पनी पर अधिक सरकारी नियंत्रण और विनिमयन और उच्च कर-निर्धारण भी आमंत्रित करें।

उपचार : न्यून-पूँजीकरण के नकारात्मक परिणामों से बचने के लिए निम्न चरणों को अपनाया जा सकता है।

- (i) कम्पनी के अंशों को विभाजित किया जाना चाहिए इससे प्रति अंश लाभांश घट जाएगा, हालांकि EPS अपरिवर्तित है।
- (ii) बोनस अंशों को जारी करना सबसे उचित उपाय है, क्योंकि इससे अंश के दोनों लाभांश और कमाई की औसत दर कम हो जाएगी।
- (iii) उनके द्वारा रखे गए मौजूदा अंशों के बदले अंशों के बराबर मूल्य में संशोधन करके।

5.6.3 अति-पूँजीकरण की तुलना में न्यून-पूँजीकरण (Over-Capitalisation vis-a-vis Under-Capitalisation)

उपर्युक्त चर्चा से यह कहा जा सकता है, कि अति-पूँजीकरण और न्यून-पूँजीकरण दोनों ही अच्छे नहीं हैं। हालांकि, अति-पूँजीकरण न्यून-पूँजीकरण के मुकाबले कम्पनी, अंशधारकों और समाज के लिए अधिक खतरनाक न्यून-पूँजीकरण की स्थिति अति-पूँजीकरण की तुलना में अधिक आसानी से नियंत्रित की जा सकती है। इसके अतिरिक्त, न्यून-पूँजीकरण कोई आर्थिक समस्या नहीं है बल्कि पूँजी संरचना को समायोजित करने की समस्या है। इस प्रकार, न्यून-पूँजीकरण को कम खतरनाक माना जाना चाहिए लेकिन दोनों ही स्थितियाँ खराब हैं और प्रत्येक कम्पनी को उचित पूँजीकरण के लिए प्रयास करना चाहिए।

सारांश(SUMMARY)

- **पूँजी संरचना :** पूँजी संरचना फर्म के पूँजीकरण के मिश्रण से संबंधित है ;यानि ऋणपत्र, अधिमान अंश पूँजी, इक्विटी अंश पूँजी और कुल पूँजी और कुल पूँजी की आवश्यकता को बनाए रखी आय जैसे धन के दीर्घकालिक स्रोतों का मिश्रण। एक उपयुक्त वित्तपोषण पैटर्न का चयन करते समय लागत, समय, जोखिम, नियंत्रण लचीलेपन और उद्योग की प्रकृति जैसे अन्य विचारों जैसे कुछ कारकों, उद्योग में प्रतिस्पर्धा आदि पर विचार करना चाहिए।
- **पूँजी संरचना सिद्धान्त :** निम्नलिखित दृष्टिकोण पूँजी, पूँजी संरचना और फर्म के मूल्य की लागत के बीच संबंधों को समझाते हैं :
 - शुद्ध आय दृष्टिकोण;
 - शुद्ध परिचालन आय दृष्टिकोण;
 - मोडिग्लियानी-मिलर दृष्टिकोण;

परम्परागत दृष्टिकोण;

व्यापार बंद सिद्धान्त;

पेकिंग आदेश सिद्धान्त।

- **इष्टतम पूँजी संरचना (EBIT-EPS) विश्लेषण** : वित्तीय प्रबंधन का मूल उद्देश्य एक उपयुक्त पूँजी संरचना तैयार करना है जो ब्याज और करों से पहले (EBIT) फर्म की अनुमानित सीमा के मुकाबले सबसे अधिक कमाई प्रति अंश (EPS) प्रदान कर सकता है। PS निवेशकों के लिए एक फर्म के प्रदर्शन को मापता है। EBIT का स्तर वर्ष-दर वर्ष बदलता रहा है और फर्म के संचालन की सफलता का प्रतिनिधित्व करता है। EBIT-EPS विश्लेषण एक फर्म के इष्टतम पूँजी संरचना को डिजाइन करने के लिए एक महत्वपूर्ण उपकरण है। इस विश्लेषण का उद्देश्य EBIT स्तर को खोजना है जो EPS को समनुभित करेगा, चाहे वह वित्तपोषण योजना को चुनें।
- **अति-पूँजीकरण** : यह एक ऐसी स्थिति है जहाँ एक फर्म की तुलना में अधिक पूँजी है या अन्य शब्दों में सम्पत्ति अपनी जारी अंशपूँजी से कम है और कमाई लाभांश और ब्याज का भुगतान करने के लिए अपर्याप्त है।
- **न्यून-पूँजीकरण** : यह अति-पूँजीकरण के विपरीत है। यह एक अवस्था है, जब इसकी वास्तविक पूँजीकरण इसकी उचित पूँजीकरण की तुलना में कम है, जैसा कि उसकी कमाई क्षमता से आवश्यक है।

आपके ज्ञान का परीक्षण

MCQs पर आधारित प्रश्न

1. पूँजी संरचना के M-M परिकल्पना की मान्यताओं में निम्नलिखित शामिल है :
 - (a) पूँजी बाजार अपूर्ण होते हैं।
 - (b) निवेशकों को एकसमान उम्मीद है।
 - (c) सभी फर्मों को वर्गीकृत जोखिम वर्गों में वर्गीकृत किया जा सकता है।
 - (d) लाभांश पे-आउट अनुपात प्रतिशत है, और कोई कॉर्पोरेट कर नहीं है।
2. इष्टतम पूँजी संरचना के लिए निम्न में से कौन अप्रासंगिक है ?
 - (a) लचीलापन
 - (b) शोधन क्षमता
 - (c) तरलता
 - (d) नियंत्रण

3. वित्तीय संरचना से सम्बन्धित :
 - (a) सभी वित्तीय स्रोतों
 - (b) अल्पकालीन निधियाँ
 - (c) दीर्घकालीन निधियाँ
 - (d) उपर्युक्त से कोई नहीं
4. एक EBIT-EPS उदासीन विश्लेषण चार्ट के लिए उपयोग किया जाता है :
 - (a) EPS पर व्यापार जोखिम के प्रभाव का मूल्यांकन
 - (b) EBIT स्तरों पर अलग-अलग वित्तीय योजनाओं के लिए EPS परिणाम की जाँच करना
 - (c) EBIT पर बिक्री में बदलाव के प्रभाव का निर्धारण करना
 - (d) समय के साथ EPS गुणवत्ता में परिवर्तन दिखना।
5. शब्द "पूँजी संरचना" का मतलब है :
 - (a) दीर्घकालिक ऋण, पसंदीदा स्टॉक और इक्विटी अंश
 - (b) वर्तमान सम्पत्ति और वर्तमान देनदारियों
 - (c) शुद्ध पूँजी
 - (d) अंशधारकों की इक्विटी
6. निगरानी प्रबंधन की लागत को माना जाता है :
 - (a) दिवालियापन लागत
 - (b) लेनदेन लागत
 - (c) एजेंसी लागत
 - (d) संस्थागत लागत
7. एक फर्म के मूल्यांकन के प्रति पारम्परिक दृष्टिकोण मानता है :
 - (a) वित्तीय उत्तोलन में समग्र पूँजीकरण दर में बदलाव।
 - (b) कि एक इष्टतम पूँजी संरचना है।
 - (c) पूँजी संरचना में बदलाव के साथ यह कुल जोखिम नहीं बदला गया है।
 - (d) ये बाजार सही हैं।
8. बाजार मूल्यों को अक्सर पूँजी की भारित औसत लागत की गणना के लिए उपयोग किया जाता है, क्योंकि—
 - (a) यह गणना करने का सबसे आसान तरीका है।
 - (b) यह अंशधारक मूल्य को अधिकतम करने के लक्ष्य के अनुरूप है।
 - (c) यह SEBI द्वारा आवश्यक है।
 - (d) यह एक बहुत ही आम गलती है।

9. एक फर्म की इष्टतम पूँजी-संरचना :
- ऋण-इक्विटी अनुपात है जो कि न्यूनतम संभावित पूँजी की भारित औसत लागत में होता है
 - 40 प्रतिशत ऋण और 60 प्रतिशत इक्विटी
 - जब ऋण इक्विटी अनुपात .50 है
 - जब इक्विटी लागत न्यूनतम है
10. फर्म की पूँजी संरचना प्रभावित करती है :
- जोखिम
 - लाभ
 - जोखिम और लाभ दोनों
 - लाभ लेकिन जोखिम नहीं

सैद्धांतिक प्रश्न

- पूँजी संरचना क्या है ?
- मोदीग्लानी-मिलर सिद्धान्त की धारणा को विस्तार में समझाइये।
- पूँजी संरचना की शुद्ध परिचालन आय (NOI) सिद्धान्त क्या है ? पूँजी संरचना की शुद्ध परिचालन आय सिद्धान्त की धारणा को विस्तार में समझाइये।
- “इक्विटी पर व्यापार” के सिद्धान्तों को समझाइये।
- किसी कम्पनी की पूँजी संरचना का निर्धारण करते समय, ऋण-इक्विटी या EBIT-EPS उदासीन बिंदु की अवधारणा पर चर्चा कीजिए।
- वित्तीय ब्रेक इवन और EBIT-EPS उदासीनता विश्लेषण पर चर्चा कीजिए।

व्यावहारिक प्रश्न

- गणेश लिमिटेड ₹ 60,00,000 के पूँजी परिव्यय के साथ एक परियोजना स्थापित कर रहा है। परियोजना लागत को वित्तपोषण में इसके दो विकल्प हैं।
विकल्प-I : ₹ 10 के प्रत्येक इक्विटी अंश जारी करके 100% इक्विटी वित्त
विकल्प-II : ऋण इक्विटी अनुपात 2 : 1 (₹ 10 प्रत्येक का इक्विटी अंश जारी करना)।
ऋण पर देय ब्याज दर 18% प्रतिवर्ष है। कॉर्पोरेट दर 40% है। वित्तपोषण के दो वैकल्पिक तरीकों के बीच उदासीनता बिंदु की गणना करें।
- गणपति लिमिटेड तीन वित्तपोषण योजनाओं पर विचार कर रही है। मुख्य जानकारी इस प्रकार है :
(a) कुल निवेश बढ़ाया जाएगा ₹ 2,00,000 से
(b) वित्तपोषण अनुपात की योजना :

योजना	इक्विटी	ऋण	अधिमान अंश
(A)	100%	—	—
(B)	50%	50%	—
(C)	50%	—	50%

- | | |
|----------------------|-----|
| (c) ऋण की लागत | 8% |
| अधिमान अंशों की लागत | 8% |
| (d) कर दर | 50% |
- (e) ₹ 10 के अंकित मूल्य के इक्विटी अंश ₹ 10 प्रति अंश के प्रीमियम पर जारी किए जाएंगे।
- (f) अनुमानित EBIT ₹ 80,000 है।
आपको प्रत्येक योजना के लिए निर्धारित करना आवश्यक है
- (i) प्रति अंश कमाई (EPS)
- (ii) वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु
- (iii) संकेत मिलता है कि अगर कोई योजना उदासीनता के लिए योजनाओं में EBIT श्रेणी पर हावी और गणना करती है।
3. योयो लिमिटेड में वर्तमान में ₹ 36,00,000 ऋण बकाया है जिसमें ब्याज दर 10 प्रतिशत है। यह एक ₹ 40,00,000 विस्तार कार्यक्रम का वित्तपोषण करना चाहता है और तीन विकल्पों पर विचार कर रहा है। 12 प्रतिशत ब्याज पर अतिरिक्त ऋण, 11 प्रतिशत लाभांश के साथ अधिमान अंश, ₹ 16 प्रति अंश पर इक्विटी अंशों को जारी करना है। कम्पनी फिलहाल 8,00,000 बकाया अंशों की है और यह 40 प्रतिशत ब्रेकेट में है।
- (a) यदि ब्याज और करों से पहले की आय वर्तमान में ₹ 15,00,000 है, तो लाभ के लिए तत्काल कोई बढ़ोतरी नहीं मानकर, तीन विकल्पों के लिए प्रति अंश आय होगी?
- (b) आप किस विकल्प को पसंद करते हैं? अगला विकल्प सबसे अच्छा होगा। इससे पहले EBIT को कितना बढ़ाना होगा ?
4. अल्फा लिमिटेड को अपनी नई परियोजना के लिए ₹ 80 लाख की राशि की आवश्यकता है। धन जुटाने के लिए, कम्पनी के पास दो विकल्प हैं :
- (i) ₹ 100 इक्विटी अंशों (बराबर) के इक्विटी अंशों को ₹ 60 लाख देने और 12% की ब्याज दर पर बयाना राशि उधार लेना, या
- (ii) समान अनुपात में ₹ 100 प्रत्येक (बराबर) और 12% ऋणपत्र के इक्विटी अंश जारी करने के लिए आयकर की दर 30% है।
- वित्तपोषण के उपलब्ध दो तरीकों और अवस्था के बीच उदासीनता का पता लगाएं जो अलग-अलग स्थितियों, में लाभकारी होगा।
5. संगमनी लिमिटेड के कुल बाजार मूल्य के एक तिहाई में ऋण स्टॉक होता है, जिसकी 10 प्रतिशत की लागत होती है। एक अन्य कम्पनी सैमसुई लिमिटेड संगमनी लिमिटेड के संबंध में समान है, सिवाय इसके कि इसकी पूँजी संरचना सभी इक्विटी है, और उसकी इक्विटी की लागत 16% है। मोडिग्लियानी और मिलर के अनुसार, अगर हम ऋण पूँजी पर कराधान और कर राहत की उपेक्षा करते हैं, तो संगमनी लिमिटेड की इक्विटी की क्या कीमत होगी ?

समाधान

MCQs पर आधारित प्रश्नों के उत्तर

[1. (a), 2. (b), 3. (a), 4. (b), 5. (a) 6. (c), 7. (b), 8. (b), 9. (a), 10. (c)]

सैद्धांतिक प्रश्नों के उत्तर

1. कृपया पैराग्राफ 5.1 देखें।
2. कृपया पैराग्राफ 5.2.4 देखें।
3. कृपया पैराग्राफ 5.2.3 देखें।
4. कृपया पैराग्राफ 5.3.2 देखें।
5. कृपया पैराग्राफ 5.5 देखें।
6. कृपया पैराग्राफ 5.5.2 देखें।

व्यावहारिक प्रश्नों के उत्तर

1. दो वित्तीय विकल्पों के बीच उदासीनता बिंदु की गणना :

विकल्प-I. ₹ 10 के 6,00,000 इक्विटी अंशों को ₹ 60 लाख की राशि के साथ जारी किया। कोई वित्तीय शुल्क शामिल नहीं है।

विकल्प-II. धन जुटाने के निम्नलिखित तरीके :

ऋण = ₹ 40 लाख

इक्विटी = ₹ 20 लाख (₹ 10 प्रत्येक 2,00,000 इक्विटी अंश)

$$\text{ऋण पर ब्याज देय} = 40,00,000 \times \frac{18}{100} = ₹ 7,20,000$$

दो विकल्पों के बीच का अंतर अंक की गणना की जाती है :

$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - T)}{E_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1 - T)}{E_2}$$

जहाँ,

EBIT = ब्याज और करों से पहले कमाई,

I_1 = विकल्प I में ब्याज प्रभार

I_2 = विकल्प II में ब्याज प्रभार

T = कर दर

E_1 = विकल्प I में इक्विटी अंशों की संख्या

E_2 = विकल्प II में इक्विटी अंशों की संख्या

ब्रेक-इवन बिंदु के रूप में मूल्यों को इस प्रकार रखा जायेगा :

$$\frac{(EBIT - 0) (1 - 0.40)}{6,00,000} = \frac{(EBIT - 7,20,000) (1 - 0.40)}{2,00,000}$$

$$\frac{(EBIT) (0.60)}{6,00,000} = \frac{(EBIT - 7,20,000) (0.60)}{2,00,000}$$

$$\frac{EBIT (0.60)}{3} = \frac{0.60 (EBIT - 7,20,000)}{1}$$

$$EBIT = 3 EBIT - 21,60,000$$

$$- 2 EBIT = - 21,60,000$$

$$EBIT = \frac{21,60,000}{2}$$

$$EBIT = ₹ 10,80,000$$

इसलिए ₹ 10,80,000 की EBIT में दो विकल्पों के लिए प्रति अंश कमाई बराबर है।

2. (i) प्रति अंश कमाई (EPS) की गणना

योजना	(क)	(ख)	(ग)
ब्याज और कर से पहले कमाई (EBIT)	80,000	80,000	80,000
(-) ब्याज	—	(8,000) (8% × ₹ 1 लाख)	—
कर से पहले कमाई (EBT)	80,000	72,000	80,000
(-) कर @ 50%	(40,000)	(36,000)	(40,000)
कर से पहले कमाई (EAT)	40,000	36,000	40,000
(-) अधिमान लाभांश	—	—	(8,000) (8% × ₹ 1 लाख)
इक्विटी अंशधारकों के उपलब्ध आय (A)	40,000	36,000	32,000
इक्विटी अंशों की संख्या (B)	10,000 (₹ 2 लाख ÷ ₹ 20)	5,000 (₹ 1 लाख ÷ ₹ 20)	5,000 (₹ 1 लाख ÷ ₹ 20)
EPS ₹ [(A) ÷ (B)]	4	7.20	6.40

(ii) वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु की गणना

वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु भी कमाई है जो निश्चित वित्त प्रभार और अधिमान लाभांश के बराबर हैं।

योजना (a) : इस योजना के तहत कोई ब्याज या अधिमान लाभांश भुगतान नहीं है, इसलिए वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु भी शून्य होगा।

योजना (b) : इस योजना के तहत ₹ 8,000 का कोई ब्याज भुगतान नहीं है और कोई अधिमान लाभांश नहीं है, इसलिए वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु भी ₹ 8,000 (ब्याज शुल्क) होगा।

योजना (c) : इस योजना के तहत कोई ब्याज भुगतान नहीं है, लेकिन ₹ 8,000 के कर अधिमान लाभांश को बाद भुगतान किया जाता है। इसलिए, वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु भी ₹ 16,000 (यानि ₹ 8,000 ÷ 0.5 = ₹ 16,000) की आय कर से पहले होगी।

(iii) योजनाओं के बीच उदासीनता बिंदु की गणना :

वित्तपोषण के दो वैकल्पिक तरीकों के बीच उदासीनता का मूल्यांकन सूत्र को लागू करने के द्वारा किया जाता है।

$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - T)}{E_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1 - T)}{E_2}$$

जहाँ,

EBIT = कर और ब्याज से पहले कमाई

I_1 = विकल्प-I के तहत निर्धारित शुल्क (ब्याज या अधिमान लाभांश)

I_2 = विकल्प-II के तहत निर्धारित शुल्क (ब्याज या अधिमान लाभांश)

T = कर दर

E_1 = विकल्प-I में इक्विटी अंशों की संख्या

E_2 = विकल्प-II में इक्विटी अंशों की संख्या

अब, हम वित्तपोषण की विभिन्न योजनाओं के बीच उदासीनता बिंदु की गणना कर सकते हैं।

I. उदासीनता बिंदु जहाँ, योजना (क) और योजना (ख) का EBIT बराबर है।

$$\frac{(EBIT - 0)(1 - 0.5)}{10,000} = \frac{(EBIT - 8,000)(1 - 0.5)}{5,000}$$

$$0.5 EBIT (5,000) = (0.5 EBIT - 4,000)(10,000)$$

$$0.5 EBIT = EBIT - 8,000$$

$$0.5 EBIT = 8,000$$

$$EIBT = ₹ 16,000$$

II. उदासीनता बिंदु जहाँ योजना (क) और योजना (ग) का EBIT बराबर है।

$$\frac{(EBIT - 0)(1 - 0.5)}{10,000} = \frac{(EBIT - 0)(1 - 0.5) - 8,000}{5,000}$$

$$\frac{0.5 EBIT}{10,000} = \frac{0.5 EBIT - 8,000}{5,000}$$

$$\begin{aligned} 0.25 \text{ EBIT} &= 0.5 \text{ EBIT} - 8,000 \\ 0.25 \text{ EBIT} &= 8,000 \\ \text{EBIT} &= ₹ 32,000 \end{aligned}$$

III. उदासीनता बिंदु जहाँ योजना (ख) और योजना (ग) का EBIT बराबर है।

$$\frac{(\text{EBIT} - 8,000) (1 - 0.5)}{5,000} = \frac{(\text{EBIT} - 0) (1 - 0.5) - 8,000}{5,000}$$

$$0.5 \text{ EBIT} - 4,000 = 0.5 \text{ EBIT} - 8,000$$

योजना (ख) और (ग) में कोई उदासीनता बिंदु नहीं है।

यह देखा जा सकता है कि वित्तीय योजना (ख) और (ग) हावी है, के बाद से वित्तीय ब्रेक-इवन बिंदु केवल ₹ 8,000 है लेकिन बाद के मामले में यह ₹ 16,000 है।

3. (a)

विवरण	विकल्प		
	विकल्प : I : अतिरिक्त ऋण लिया (₹)	विकल्प : II : 11% अधिमान अंशों को जारी किया (₹)	विकल्प : III : आगे इक्विटी अंशों को जारी किया (₹)
EBIT	15,00,000	15,00,000	15,00,000
ऋणों पर ब्याज :			
– मौजूदा ऋण पर 10%	(3,60,000)	(3,60,000)	(3,60,000)
– नए ऋण पर 12%	(4,80,000)	—	—
करों से पहले लाभ	6,60,000	11,40,000	11,40,000
कर @ 40%	(2,64,000)	(4,56,000)	(4,56,000)
करों के बाद लाभ	3,96,000	6,84,000	6,84,000
अधिमान अंश	—	(4,40,000)	—
इक्विटी अंशधारकों के लिए			
उपलब्ध आय	3,96,000	2,44,000	6,84,000
अंशों की संख्या	8,00,000	8,00,000	10,50,000
प्रति अंश कमाई	0.495	0.305	0.651

(b) वर्तमान EBIT स्तर के लिए इक्विटी अंश स्पष्ट रूप से बेहतर हैं। EBIT को ₹ 2,376 – ₹ 1,500 = ₹ 876 तक बढ़ाना होगा, इससे पहले ऋण के साथ उदासीन बिंदु तक पहुँचने की आवश्यकता होगी। ऋण के लिए एक मजबूत मामला बनाने से पहले एक एक उदासीनता बिंदु से अधिक आराम

से रहना चाहेगा। संभावना है कि वास्तविक को कम किया है, जो कि ऋण के लिए बनाया जा सकता है, मजबूत अन्य सभी चीजें एक समान हैं।

4. (i) राशि = ₹ 80,00,000

योजना I = ₹ 60,00,000 की इक्विटी + ₹ 20,00,000 का ऋण

योजना II = ₹ 40,00,000 की इक्विटी + ₹ 40,00,000 के 12% ऋणपत्र

योजना I : ऋण पर देय ब्याज

= 12% × ₹ 20,00,000 = ₹ 2,40,000

योजना II : ऋणपत्रों पर देय ब्याज

= 12% × ₹ 40,00,000 = ₹ 4,80,000

उदासीनता बिंदु की गणना

$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - t)}{E_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1 - t)}{E_2}$$

$$\frac{(EBIT - ₹ 2,40,000)(1 - 0.3)}{60,000} = \frac{(EBIT - ₹ 4,80,000)(1 - 0.3)}{40,000}$$

$$2(EBIT - ₹ 2,40,000) = 3(EBIT - ₹ 4,80,000)$$

$$2(EBIT - ₹ 4,80,000) = 3EBIT - ₹ 14,40,000$$

$$2EBIT - 3EBIT = -₹ 14,40,000 + ₹ 4,80,000$$

$$EBIT = ₹ 9,60,000$$

(ii) दोनों योजनाओं के लिए दो परिस्थितियों में प्रति अंश आय (EBIT)

परिस्थिति (क) : (EBIT ₹ 9,50,000 अनुमानित की गई है)

विवरण	योजना - I	योजना - II
EBIT	9,50,000	9,50,000
(-) ब्याज @ 12%	(2,40,000)	(4,80,000)
EBIT	7,10,000	4,70,000
(-) कर @ 30%	(2,13,000)	(1,41,000)
EAT	4,97,000	3,29,000
इक्विटी अंशों की संख्या	60,000	40,000
EPS	8.28	8.23

टिप्पणी : परिस्थिति (क) में, जब उम्मीद की गई EBIT की तुलना में उदासीन बिंदु कम है, तो योजना 1 अधिक व्यवहार्य है क्योंकि इसकी उच्च EPS है। EPS का लाभ इक्विटी पूँजी के इस्तेमाल से और ऋण पूँजी के मुकाबले उपलब्ध नहीं होगा।

परिस्थिति ख : (EBIT ₹ 9,70,000 अनुमानित की है)

विवरण	योजना - I	योजना - II
EBIT	9,70,000	9,70,000
(-) ब्याज @ 12%	(2,40,000)	(4,80,000)
EBT	7,30,000	4,90,000
(-) कर @ 30%	(2,19,000)	(1,47,000)
EAT	5,11,000	3,43,000
इक्विटी अंशों की संख्या	60,000	40,000
EPS	8.52	8.58

टिप्पणी : परिस्थिति (ख) में, जब उम्मीद की गई EBIT की तुलना में उदासीनता बिंदु से अधिक है , तो योजना II अधिक व्यवहार्य है क्योंकि इसमें उच्च EPS है। निधियों के निर्धारित लागत वाले स्रोत का उपयोग EPS दृष्टिकोण से लाभान्वित होगा। इस मामले में वित्तीय अनुकूल होगा।

(नोट : समस्या भी EBIT के किसी भी अन्य आँकड़े को मानने से बाहर हो सकती है, जो कि ₹ 9,60,000 से अधिक है और ₹ 9,60,000 से कम किसी भी अन्य आँकड़ा / वैकल्पिक रूप से जबाव भी कारकों पर आधारित पूँजी संरचना को शासित कर सकते हैं। लागत, जोखिम, नियंत्रण आदि सिद्धान्त)।

- हम यहाँ M-M दृष्टिकोण मानते हैं कि 1958 कर के बिना, जहाँ पूँजी संरचना की कम्पनी के मूल्य के साथ कोई प्रासंगिकता नहीं है और तदनुसार दोनों पट्टे के साथ-साथ कम्पनी की पूँजी की लागत समान है। इसलिए, दोनों कम्पनियों के समान WACC का होना चाहिए। चूँकि, सैमसुई लिमिटेड सभी इक्विटी वित्तीय है, इसकी WACC वित्तीय इक्विटी की लागत के समान है, अर्थात् 16 प्रतिशत यह निम्नानुसार है कि संगमानी लिमिटेड में 16 प्रतिशत के बराबर WACC होना चाहिए। इसलिए संगमानी लिमिटेड (उत्तोलन कम्पनी) में इक्विटी की लागत की गणना निम्नानुसार की जाएगी :

$$K_0 = \frac{2}{3} \times K_e + \frac{1}{3} \times K_d = 16\% \text{ (यानि सैमसुई लिमिटेड के WACC के समान)}$$

$$\text{या, } 16\% = \frac{2}{3} \times K_e + \frac{1}{3} \times 10\% \text{ या } K_e = 19$$

