

Michał Kaldoński, Jacek Mizerka

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

PODATKI A STRUKTURA WŁASNOŚCI

1. Wstęp

Jednym z podstawowych problemów, przed którym staje przedsiębiorca, jest określenie struktury własności. W kontekście formalnoprawnego istnienia przedsiębiorstwa struktura własności znajduje odzwierciedlenie w jego formie organizacyjno-prawnej. Wyboru organizacyjno-prawnej formy przedsiębiorstwa dokonuje się w momencie jego tworzenia. W wielu jednak przypadkach forma ustalona na początku „cyklu życia” przedsiębiorstwa w późniejszym okresie ulega zmianom [Lichtarski 2003, s. 88-89]. Spośród szerokiego spektrum organizacyjno-prawnych form prowadzenia działalności gospodarczej dwie skrajne formy to własność jednoosobowa (przedsiębiorstwo jednoosobowe) i korporacja. Podstawowe różnice między nimi dotyczą: okresu istnienia, zakresu odpowiedzialności, swobody przenoszenia praw własności i sposobu zarządzania (kontroli nad firmą).

Decyzja o wyborze formy organizacyjno-prawnej jest wynikiem uwzględnienia wielu, często przeciwstawnie oddziałujących, czynników. Ostatecznym kryterium wyboru jest jednak kryterium wartości firmy. Maksymalizowanie wartości firmy bowiem utożsamia się z maksymalizowaniem bogactwa właściciela¹.

2. Determinanty wyboru organizacyjno-prawnej formy przedsiębiorstwa

Według Jensena i Famy, dwa podstawowe czynniki decydujące o wyborze formy prowadzenia działalności gospodarczej to: zakres odpowiedzialności majątkowej i związane z tym ryzyko uczestnika przedsięwzięcia oraz zakres kontroli firmy [Fama, Jensen 1983(a), s. 301-325; Fama, Jensen 1983(b), s. 327-349; Lichtarski 2003, s. 100-101].

¹ W rozważaniach ograniczamy się do przypadku firmy finansowanej wyłącznie kapitałem własnym.

Nieograniczony zakres odpowiedzialności w przypadku własności jednoosobowej, rozciągający się także na majątek osobisty przedsiębiorcy, oznacza jednocześnie nieograniczone ryzyko. W sytuacji, w której obowiązuje odpowiedzialność tylko do wysokości majątku (korporacja), ryzyko uczestnika przedsięwzięcia jest ograniczone do wysokości jego wkładu kapitałowego, co przy rozproszonej strukturze własności pozwala na osiągnięcie korzyści z dywersyfikacji ryzyka. Przyjmuje się bowiem, że dywersyfikacja portfela na rynku kapitałowym jest najtańszym sposobem zabezpieczenia się przed ryzykiem [Fama 1990, s. 71-91].

W przypadku przedsiębiorstwa jednoosobowego, własność kapitału pokrywa się z prawem kontroli nad przedsiębiorstwem. W korporacjach, kontrola nad przedsiębiorstwem przekazywana jest menedżerom. Z jednej strony może to prowadzić do wzrostu efektywności zaangażowanego kapitału, z drugiej zaś może skutkować podejmowaniem działań, które nie są zbieżne z interesem właścicieli. Rezultatem rozbieżności celów właścicieli i menedżerów jest występowanie tzw. kosztów agencji [Jensen, Meckling 1976, s. 305-360]. Koszty agencji są zatem ceną, jaką płacą właściciele za możliwość osiągnięcia korzyści z dywersyfikacji ryzyka.

Zdaniem M.S. Scholesa i M.A. Wolfsona, dodatkowym czynnikiem, który decyduje o wyborze organizacyjno-prawnej formy prowadzenia działalności gospodarczej, są obciążenia podatkowe [Scholes, Wolfson 1986]. Z punktu widzenia obciążeń podatkowych podstawowe znaczenie ma fakt pojedynczego lub podwójnego opodatkowania dochodów. O ile w przypadku własności jednoosobowej opodatkowaniu bezpośrednio podlega dochód przedsiębiorcy, o tyle w przypadku korporacji opodatkowany jest dochód przedsiębiorstwa i dochód przedsiębiorców w postaci dywidendy. O rozmiarach dyskryminacji podatkowej korporacji decyduje wysokość marginalnej stopy podatku od korporacji, stopy podatku od dywidend oraz dochodów osobistych. Różnicę w wysokości obciążeń podatkowych korporacji i własności jednoosobowej określa się mianem kosztu podatkowego (*tax cost*) [Scholes, Wolfson 1986]. Koszt ten jest przeciwstawiany nadwyżce korzyści z dywersyfikacji ryzyka nad kosztami agencji.

Tak określony problem wyboru organizacyjno-prawnej formy przedsiębiorstwa znajduje odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu. Przykładem może tu być model wyboru zaproponowany przez J.K. MacKie-Masona i R.H. Gordona [1997, s. 477-505]. W modelu tym zakłada się, że istnieją tylko dwie grupy form własności: korporacja i własność jednoosobowa². Autorzy podejmują próbę udzielenia odpowiedzi na pytanie: w jakich warunkach właściciele wybierają formę korporacji. W świecie bez podatków jedynym kryterium wyboru jest wysokość dochodu ekonomicznego. Dochód korporacji różni się od dochodu przedsiębiorstwa jednoosobowego I o kwotę g . Przy braku opodatkowania przedsiębiorstwo wybierze formę korporacji tylko

² W niniejszym artykule utożsamiamy pojęcie „własności jednoosobowej” z używanym przez MacKie-Masona i Gordona pojęciem „niekorporacji” (*non-corporate*).

wtedy, gdy g jest większa od zera. W przeciwnym razie preferowaną formą organizacyjną będzie własność jednoosobowa.

Dochód podatkowy przedsiębiorstwa jednoosobowego (I_x) podlega opodatkowaniu podatkiem od dochodów osobistych w wysokości T_N . Z kolei dochód korporacji ($I_x + g$) opodatkowany jest podatkiem od dochodów osobistych w wysokości T_E oraz podatkiem od korporacji w wysokości T_C . Łączny ciężar podatkowy w przypadku korporacji wynosi zatem:

$$T = T_C + (1 - T_C) \cdot T_E. \quad (1)$$

Przyrównując dochody po opodatkowaniu dla obu form, możemy wyznaczyć koszt netto bycia korporacją (NCI – *net cost of incorporating*). Koszt ten wynosi:

$$NCI = -g \cdot \left(\frac{1 - T_N}{1 - T} \right) + I_x \cdot \left(\frac{1 - T_N}{1 - T} \right). \quad (2)$$

Wybór formy korporacji następuje wtedy, gdy spełniony jest następujący warunek:

$$g > I_x \cdot \left(\frac{1 - T_N}{1 - T} \right) = I_x \cdot T_D, \quad (3)$$

gdzie: T_D – miernik neutralności opodatkowania względem formy organizacyjno-prawnej.

Uogólniając, można stwierdzić, że niepodatkowe korzyści z bycia korporacją, $NTBI$ (*non-tax benefis of incorporating*) powinny być większe aniżeli podatkowe koszty z tą formą związane, TCI (*tax costs of incorporating*):

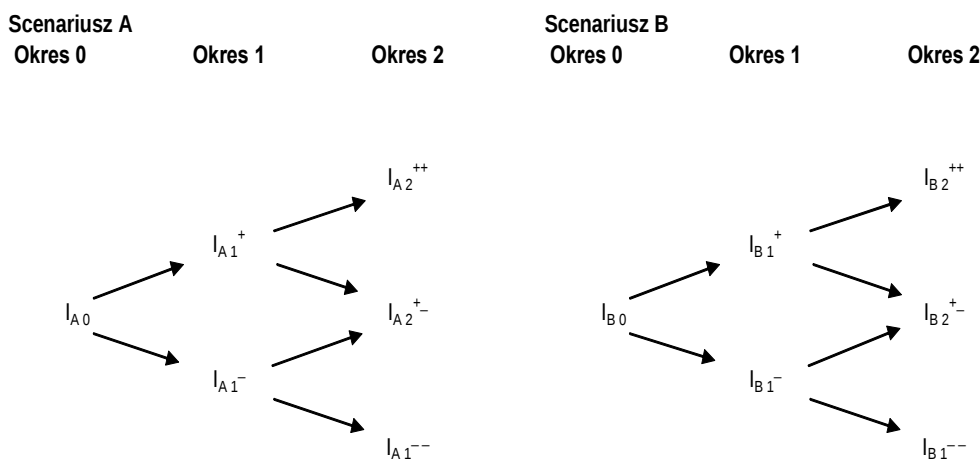
$$NTBI - TCI > 0. \quad (4)$$

3. Propozycja dynamicznego modelu wyboru organizacyjno-prawnej formy przedsiębiorstwa

W proponowanym przez nas modelu dochód podatkowy stanowi λ dochodu ekonomicznego. Inaczej niż MacKie-Mason i Gordon, uwzględniamy w modelu niepewność (*uncertainty*). Każdej z form przypisujemy scenariusz dotyczący kształtowania się dochodu ekonomicznego. W przypadku przedsiębiorstwa jednoosobowego jest to scenariusz A, w przypadku zaś korporacji – scenariusz B. Różnica między wspomnianymi scenariuszami dotyczy zmienności, σ , dochodu ekonomicznego uzyskiwanego przez właściciela. Transfer ryzyka na rzecz tych podmiotów, które mają możliwość jego dywersyfikacji, stwarza możliwość obniżenia premii za ryzyko przez pozostałe podmioty [Myers, Smith 1982, s. 281-296]. Ponieważ w większości przypadków wypłaty na rzecz tych podmiotów mają charakter stały, zmienność dochodu uzyskiwanego przez współwłaściciela korporacji jest niższa aniżeli dochodu właściciela przedsiębiorstwa jednoosobowego [Fama 1990, s. 71-91]. $NTBI$ odpowiada nadwyżce korzyści z tytułu dywersyfikacji ryzyka nad kosztami agencji.

Koszty agencji wprowadzamy do modelu za pośrednictwem kosztów transakcyjnych. Przyjmujemy, że koszty związane ze zmianą formy własności jednoosobowej na korporację są wyższe aniżeli koszty zmiany w odwrotnym kierunku. Różnicę w kosztach transakcyjnych traktujemy jako koszty agencji.

Posługując się modelem dwumianowym (*binomial model*) i zakładając, że horyzont decyzyjny wynosi dwa okresy, kształtowanie się dochodu ekonomicznego uzyskiwanego przez właściciela w zależności od formy organizacyjno-prawnej, można przedstawić za pomocą rys. 1.



Rys. 1. Kształtowanie się wartości dochodu ekonomicznego uzyskiwanego przez właściciela w zależności od formy organizacyjno-prawnej

Źródło: opracowanie własne.

Przy podejmowaniu decyzji bierzemy dodatkowo pod uwagę możliwość odroczenia decyzji o zmianie formy organizacyjno-prawnej (*timing*) i koszty z tym związane.

Możliwość odroczenia decyzji o zmianie formy wynika z tego, że decydent może reagować na zmieniającą się sytuację. Podejmując decyzję, bierze on pod uwagę nie tylko obecną sytuację, ale także możliwe stany rzeczy w przyszłości. Spektrum możliwych decyzji (zmiana formy, odrzucenie zmiany) wzbogaca się więc o możliwość odłożenia zmiany na przyszłość.

Nie bez znaczenia przy zmianie formy organizacyjno-prawnej są koszty transakcyjne z tą zmianą związane. Nakładów ponoszonych w związku ze zmianą formy nie można odzyskać.

Przedstawiony opis sytuacji decyzyjnej pozwala na dostrzeżenie analogii między tą sytuacją a sytuacją posiadacza opcji. Opcję zmiany formy organizacyjno-prawnej można zatem zakwalifikować do opcji przełączania (*switch options*). Występowanie

kosztów przełączenia sprawia, że opcja staje się opcją złożoną [Kulatilaka, Trigeorgis 2001, s. 179-196]. Dzieje się tak, gdyż obecna decyzja o zmianie formy prowadzenia działalności bądź jej brak wpływa na formę, w jakiej firma będzie działać w przyszłych okresach. W konsekwencji wpływa także na przyszłe koszty zmiany formy organizacyjno-prawnej (cenę wykonania przyszłych opcji), a co za tym idzie – na zbiór przyszłych decyzji o zmianie formy. W przypadku opcji zmiany tej formy mamy zatem do czynienia z występowaniem opcji zagnieżdżonych (*nested options*). Z powyższego wynika, że instrumentami bazowymi są wartości firmy w poszczególnych scenariuszach³. Ceną wykonania opcji w danym węźle jest wartość firmy w odpowiednim węźle w scenariuszu alternatywnym, pomniejszona o koszty przełączenia z danej formy na formę alternatywną.

Wyceny wartości firmy przy uwzględnieniu opcji zmiany formy organizacyjno-prawnej, dokonuje się symultanicznie, raz zakładając, że firma działa jako przedsiębiorstwo jednoosobowe (scenariusz A), drugi raz zakładając, że funkcjonuje jako korporacja (scenariusz B). Procedura wyceny ma charakter rekurencyjny. Rozpoczyna się ją, wychodząc od możliwych wartości firmy w ostatnim momencie, w którym może nastąpić zmiana formy organizacyjno-prawnej, tzn. wykonanie opcji. W tym momencie wartość firmy odpowiada większej z dwóch wartości: wartości firmy w danym scenariuszu i wartości firmy w scenariuszu alternatywnym, pomniejszonej o nakłady związane ze zmianą formy. Wartość firmy w stanie s w momencie $t - 1$ może zostać ustalona na podstawie wartości firmy w stanie $s + 1$ i $s - 1$, w momencie t . Stan $s + 1$ oznacza, że wartość firmy wzrosła w porównaniu z jego wartością w stanie s , stan $s - 1$ zaś oznacza, że wartość firmy zmalała w porównaniu z wartością w stanie s . Wzór określający wartość firmy w stanie s , momencie $t - 1$, przy założeniu działania w danej formie, m ($m = A$ albo $m = B$): V_{t-1}^s przedstawia się następująco [Kulatilaka, Trigeorgis 2001, s. 179-196]:

$$V_{t-1}^s = \max_i \left\{ c_{t-1}^s + \frac{q \cdot V_t^{s+1} + (1-q) \cdot V_t^{s-1} - I}{e^{r_f}} \right\}, \quad (5)$$

przy czym prawdopodobieństwa arbitrażowe, q i $1 - q$ dane są wzorami:

$$q = \frac{e^{r_f} - d}{u - d}, \quad (6)$$

$$1 - q = \frac{u - e^{r_f}}{u - d}, \quad (7)$$

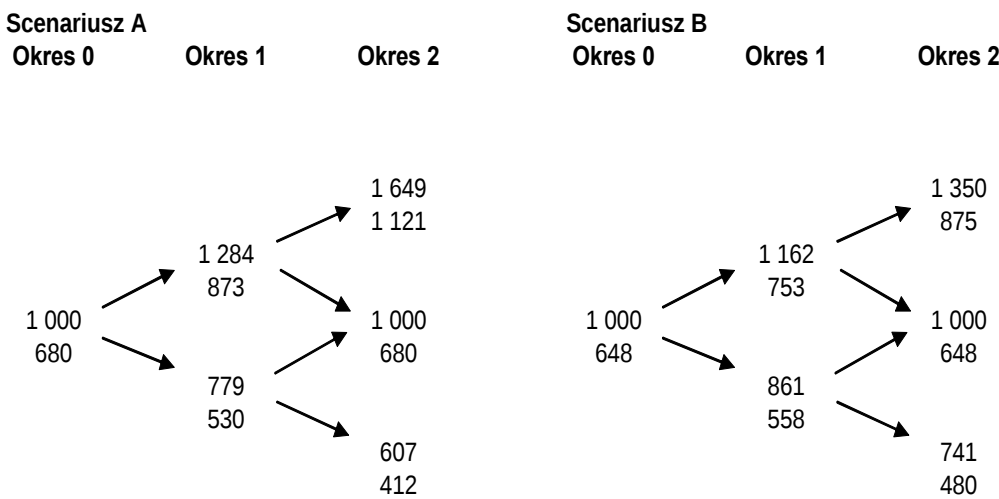
³ Przez pojęcie wartość firmy rozumiemy odpowiednio zdefiniowaną sumę wartości zaktualizowanych dochodów uzyskiwanych przez właściciela w każdym z węzłów drzewa.

- gdzie: c_{t-1}^s – dochód uzyskiwany przez właściciela w przypadku prowadzenia działalności w formie organizacyjno-prawnej i , w stanie s , w momencie $t - 1$,
- V_t^{s+1}, V_t^{s-1} – wartości firmy w momencie t , przy założeniu, że w porównaniu ze stanem s nastąpił odpowiednio wzrost (spadek) jej wartości,
- $I(m \rightarrow i)$ – koszty zmiany formy organizacyjno-prawnej; przy czym, jeżeli $m = i$, to $I(m \rightarrow i) = 0$,
- r_f – stopa oprocentowania papierów wartościowych pozbawionych ryzyka,
- u, d – wskaźniki odpowiednio: wzrostu, spadku wartości firmy.

Iteracyjny proces wyceny opcji rozpoczyna się od ostatniego momentu (N), w którym można wykonać opcję. W tym momencie formuła wyceny przyjmuje następującą postać:

$$V_N^s = \max_i \{ c_N^i - I(m \rightarrow i) \} \tag{8}$$

Rozważmy przypadek przedsiębiorcy, który zastanawia się nad wyborem formy organizacyjno-prawnej dla przedsięwzięcia, które chce zrealizować. Załóżmy, że w grę wchodzi tylko dwa scenariusze rozwoju wydarzeń, które jednocześnie determinują wybór formy prowadzenia działalności. Kształtowanie się wartości dochodu ekonomicznego i podatkowego, według obu scenariuszy, przedstawia rys. 2.



Rys. 2. Kształtowanie się wartości dochodu ekonomicznego przed opodatkowaniem i po opodatkowaniu w zależności od formy organizacyjno-prawnej

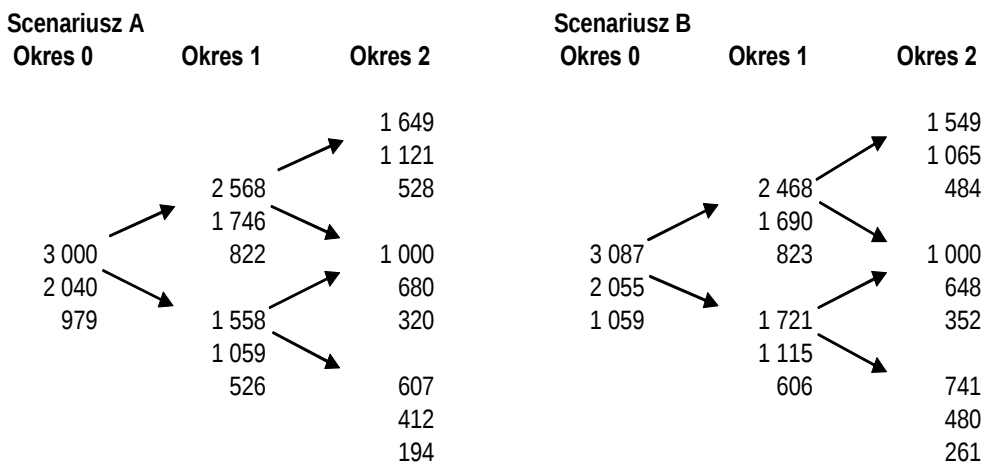
Źródło: opracowanie własne.

W poszczególnych węzłach drzewa górna liczba oznacza dochód ekonomiczny przed opodatkowaniem, dolna zaś dochód po opodatkowaniu. Przyjęto, że podstawa

opodatkowania (dochód podatkowy) stanowi λ dochodu ekonomicznego. W rozważanym przypadku współczynnik λ jest równy 0,8. Założono, że stopa podatku od korporacji i stopa podatku od dochodów osobistych uzyskiwanych z korporacji wynosi odpowiednio: 30% i 20%. Dochody z przedsiębiorstwa jednoosobowego opodatkowane są stopą w wysokości 40%.

Ustalono, że przejście z korporacji na własność jednoosobową kosztuje 100, a koszt zmiany w kierunku przeciwnym wynosi 200.

Rysunek 3 przedstawia kształtowanie się wartości firmy przy założeniu możliwości zmiany formy organizacyjno-prawnej z uwzględnieniem opodatkowania i przy jego braku. Wartości firmy oszacowano na podstawie wzorów (5)-(8). Dodatkowo oszacowano wartości obciążeń podatkowych związanych z poszczególnymi formami.

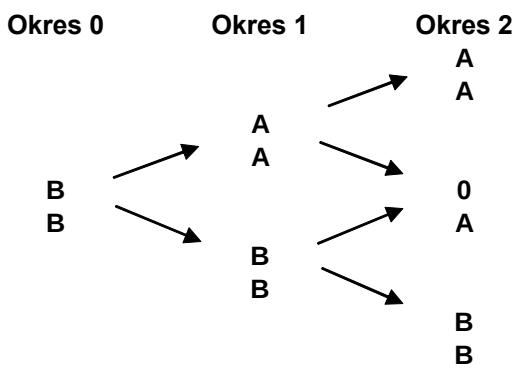


Rys. 3. Kształtowanie się wartości firmy w zależności od formy organizacyjno-prawnej, z uwzględnieniem i przy braku opodatkowania oraz obciążeń podatkowych

Źródło: opracowanie własne.

W poszczególnych węzłach drzewa górna liczba oznacza wartość firmy przy założeniu braku opodatkowania, środkowa – wartość firmy z uwzględnieniem opodatkowania. Liczba najniższej położona w każdym węzle drzewa przedstawia wartość obciążenia podatkowego.

Dzięki uzyskanym rezultatom rysuje się następujący sposób postępowania w zakresie wyboru formy organizacyjno-prawnej. Wybór formy jest wynikiem porównania wartości firmy działającej w formie korporacji i przedsiębiorstwa jednoosobowego. Spośród form wybierana jest ta, która w większym stopniu przyczynia się do wzrostu bogactwa właściciela. Sposób postępowania został przedstawiony za pomocą rys. 4.



Rys. 4. Sposób postępowania w zakresie wyboru formy organizacyjno-prawnej

Źródło: opracowanie własne.

Górna litera w każdym węźle drzewa oznacza formę działalności proponowaną w sytuacji, gdy pod uwagę bierze się jedynie czynniki niepodatkowe. Dolna natomiast dotyczy wyboru dokonywanego także z uwzględnieniem czynnika podatkowego.

Rysunek 4 wskazuje, że przy założeniu braku opodatkowania przeważa korporacyjna forma prowadzenia działalności. Wybór formy korporacji wynika z tego, że przy podejmowaniu decyzji znajduje zastosowanie tzw. zasada złej wiadomości (*bad news principle*) [Bernanke 1983, s. 85-106]. Zgodnie z tą zasadą, inwestor kieruje się w większym stopniu możliwością wystąpienia niekorzystnych stanów rzeczywistości. W analizowanym przypadku niekorzystny rozwój sytuacji skutkowałby większym spadkiem wartości firmy, gdyby działała ona w formie przedsiębiorstwa jednoosobowego. Obrazują to również wyniki eksperymentów symulacyjnych zestawione w tab. 1.

Tabela 1. Kształtowanie się wartości firmy przy wybranych poziomach zmienności w scenariuszu A

Poziom zmienności w A	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
1. Wartość firmy w A (bez podatku)	3040	3000	3000	3000	3000	3019	3055	3137
2. Wartość firmy w B (bez podatku)	3028	3000	3000	3015	3087	3166	3249	3337
1 – 2	12	0	0	-15	-87	-148	-195	-200

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym wspomniany wybór jest asymetria w kosztach zmiany formy, zniechęcająca do wyboru formy własności jednoosobowej. Innymi słowy, nie bez znaczenia dla decyzji przedsiębiorcy są wyższe potencjalne koszty zmiany formy, które poniósłby w przyszłości, gdyby dzisiaj zdecydował się na formę przedsiębiorstwa jednoosobowego. Ilustrują to także dane zawarte w tab. 2.

Tabela 2. Kształtowanie się wartości firmy przy różnych poziomach kosztów przełączania ze scenariusza A na B

Koszty przełączania z A na B	100	200	300	400	500	600	700	800
1. Wartość firmy w A (bez podatku)	3028	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
2. Wartość firmy w B (bez podatku)	3087	3087	3087	3087	3087	3087	3087	3087
1 – 2	-59	-87	-87	-87	-87	-87	-87	-87

Źródło: opracowanie własne.

Zdziwienie może budzić fakt, że mimo dyskryminacji korporacyjnej formy prowadzenia działalności przez system podatkowy, z modelu wynika, że warto rozpocząć działalność w tej właśnie formie. Wyjaśnienie takiego stanu rzeczy wymaga odwołania się do warunku (4). W celu wyznaczenia *NTBI* – *TCI* należy porównać wartości firmy w świecie bez podatków oraz wartości obciążeń podatkowych w scenariuszach alternatywnych, w każdym z węzłów drzewa. Dla przykładu, w momencie 0 wartość *NTBI* odpowiada różnicy w wartościach firmy w świecie bez podatków i wynosi ona 87 ($3087 - 3000$). Z kolei wartość *TCI* odpowiada różnicy w wartości obciążeń podatkowych ($1059 - 979 = 80$). Wydawać by się zatem mogło, że niepodatkowe korzyści z bycia korporacją przewyższają podatkowe koszty z nią związane o 7. W rzeczywistości tak jednak nie jest. Można przypuszczać, że opodatkowanie wywiera dodatkowy wpływ na interakcje między poszczególnymi opcjami. Jak wynika z rys. 3, faktyczna różnica między wartościami firmy, które szacowane są przy jednoczesnym uwzględnieniu *NTBI* i *TCI*, wynosi 15. Wpływ opodatkowania znajduje także odzwierciedlenie w wynikach eksperymentów symulacyjnych zestawionych w tab. 3.

Tabela 3. Kształtowanie się wartości firmy z uwzględnieniem opodatkowania przy wybranych poziomach zmienności w scenariuszu A

Poziom zmienności w A	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
1. Wartość firmy w A (z podatkiem)	2043	2040	2040	2040	2040	2040	2058	2105
2. Wartość firmy w B (z podatkiem)	1987	1984	1984	2004	2055	2109	2166	2225
1 – 2	56	56	56	36	-15	-69	-107	-120

Źródło: opracowanie własne.

Rola czynnika podatkowego zależy także od wielkości różnicy między stopami opodatkowania korporacji i przedsiębiorstwa jednoosobowego. Wskazują na to wyniki eksperymentów zamieszczone w tab. 4.

Z przedstawionych rozważań wynika, że w świecie bez podatków decyzja o wyborze formy organizacyjno-prawnej jest wynikiem kompromisu między korzyściami z dywersyfikacji ryzyka a kosztami agencji. O rozmiarze korzyści decydują różnice w poziomie zmienności i kosztach przełączenia. Ponadto wpływ na wybór formy

wywierają różnice w stopach opodatkowania. Należy jednak zauważyć, że dla określonych zakresów wartości parametrów różnice między wartościami firmy dla różnych form organizacyjno-prawnych, nie występują. Występują także zakresy wartości parametrów, dla których wspomniane różnice są stałe.

Tabela 4. Kształtowanie się wartości firmy z uwzględnieniem opodatkowania przy wybranych poziomach stopy opodatkowania dla scenariusza A

Stopa podatku w A	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
1. Wartość firmy w A (z podatkiem)	2640	2520	2400	2280	2160	2040	1924	1865
2. Wartość firmy w B (z podatkiem)	2584	2464	2344	2224	2120	2055	1993	1965
1 – 2	56	56	56	56	40	-15	-69	-100

Źródło: opracowanie własne.

Jak się wydaje, nieliniowy charakter zależności między poziomem zmienności dochodu ekonomicznego, kosztami agencji, stopami opodatkowania a wartością firmy jest wynikiem zastosowania tzw. analizy dynamicznej nastawionej na przyszłość (*forward-looking dynamic analysis*). Przy założeniu występowania kosztów przełączania (w naszym modelu, kosztów agencji), konsekwencją istnienia współzależności między decyzjami podejmowanymi dzisiaj a decyzjami w przyszłości jest efekt tzw. histerezy (*hysteresis effect*). Polega on na tym, że tymczasowa zmiana wartości istotnych czynników prowadzi do zmiany zachowań obserwowanej jednostki, jednakże powrót tych czynników do wartości z przeszłości nie pociąga za sobą powrotu do zachowań pierwotnych [Göcke 2002, s. 167-188]. Zgodnie z tym efektem, nawet jeżeli na podstawie analizy statycznej w krótkim okresie opłacałoby się zmienić formę organizacyjno-prawną, to w dłuższym okresie taki wybór może nie być optymalny. Wysoki koszt natychmiastowej zmiany formy lub wysokie prawdopodobieństwo i koszt powrotu do formy pierwotnej w okresach następnych skłaniają do opóźnienia decyzji o zmianie formy prowadzenia działalności [Kulatilaka, Trigeorgis 2001, s. 179-196].

Literatura

- Bernanke B., *Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment*, „The Quarterly Journal of Economics” 1983, nr 98.
- Fama E.F., *Contract Costs and Financing Decisions*, „Journal of Business” 1990, nr 63.
- Fama E.F., Jensen M.C., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983(a), nr 26.
- Fama E.F., Jensen M.C., *Agency Problems and Residual Claims*, „Journal of Law and Economics”, 1983(b), nr 26.

- Göcke M., *Various Concepts of Hysteresis Applied in Economics*, „Journal of Economic Surveys” 2002, nr 2.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.
- Kulatilaka N., Trigeorgis L., *The General Flexibility to Switch: Real Options Revisited*, [w:] *Real Options and Investment under Uncertainty*, ed. E.S. Schwartz, L. Trigeorgis, MIT Press, Cambridge 2001.
- Lichtarski J. (red.), *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, AE, Wrocław 2003.
- MacKie-Mason J.K., Gordon R.H., *How Much Do Taxes Discourage Incorporation?*, „Journal of Finance” 1997, nr 2.
- Myers D., Smith C.W., *On the Corporate Demand for Insurance*, „Journal of Business” 1982, nr 55.
- Scholes M.S., Wolfson M.A., *Taxes and Organization Theory*, Referat prezentowany na Yale Conference on Economics of Organization 1986.

TAXES AND OWNERSHIP STRUCTURE

Summary

The paper concerns the problem of choosing an organizational and legal form for the firm. The structure of ownership is reflected in the organizational and legal form of running the firm. The authors focus on two extreme forms: sole proprietorship and corporation. The proposed model of choosing an organizational form is a development of the concept of MacKie-Mason and Gordon. The authors confront an excess of benefits from risk diversification over agency costs with differences in taxation. For the purpose of choosing an organizational form, the authors use the model of valuing an option to switch proposed by Kulatilaka and Trigeorgis.