[مروري برادبيات تحقيق 11](#_Toc306777540)

[مروري بر ادبيات تحقيق 11](#_Toc306777541)

[1-2 . مقدمه 12](#_Toc306777542)

[2 – 2 . ساختار سرمايه 13](#_Toc306777543)

[3–2 . تئوريهاي ساختار سرمايه 14](#_Toc306777544)

[4-2. وجود ساختار سرمايه 16](#_Toc306777545)

[5–2 . ساختار بهينه سرمايه 17](#_Toc306777546)

[6–2 . مفهوم اهرم 18](#_Toc306777547)

[7–2 . نقش نوآوري در ساختار سرمايه 18](#_Toc306777548)

[8–2 . روشهاي تأمين مالي 19](#_Toc306777549)

[1–8–2 .تأمين مالي کوتاه مدت 20](#_Toc306777550)

[2 –8– 2 . تأمين مالي ميان مدت و بلند مدت 22](#_Toc306777551)

[9–2 . ويژگيهاي روشهاي تأمين مالي 28](#_Toc306777552)

[10–2 . مزاياي ناشي از استفاده استقراض 29](#_Toc306777553)

[11–2 . معايب ناشي از استقراض 29](#_Toc306777554)

[12–2 . عوامل مؤثر بر ارزيابي روشهاي تأمين مالي 30](#_Toc306777555)

[13 - 2 . تأمين مالي و ساختار سرمايه 32](#_Toc306777556)

[14–2 . هزينه سرمايه 33](#_Toc306777557)

[15– 2 . پيشينه تحقيق : 38](#_Toc306777558)

[1-15 -2. تحقيقات خارجي: 38](#_Toc306777559)

[2 -15-2. تحقيقات داخلي 39](#_Toc306777560)

# فصل دوم

# مروري برادبيات تحقيق

# 1-2 . مقدمه

شرکتها براي رشد و پيشرفت نياز به سرمايه دارند . بخشي از سرمايه مي تواند در داخل شرکت از طريق سود انباشته اي که در نتيجۀ سودآوري شرکت بوجود آمده و بين سهامداران تقسيم نشده است تأمين مي شود . مابقي مي تواند از طريق بازارهاي سرمايه يا استقراض ايجاد گردد . در اين قسمت در مورد اينکه شرکتها با توجه به عوامل به چه نسبت مي بايست از بدهي و منابع داخلي استفاده کنند و اينکه آيا شرکتها اصلاً مي بايست از بدهي استفاده نمايند صحبت مي شود . ما براي جواب به اين پرسش عوامل مختلفي از داخل و خارج شرکت ها را مورد بررسي قرار مي دهيم . مجموع گردش وجوه در بعضي از کشورها نشان مي دهد که تقريباً نيمي از ساختار سرمايه از منابع داخلي و نيمي ديگر شامل استقراض از اشخاص ، مؤسسات مالي و سازمانهاي دولتي مي باشد . بطور کلي هيچکس نمي تواند تعيين نمايد که شرکتها مي بايست به چه نسبتي از منابع مختلف در ساختار سرمايه خود استفاده نمايند . نمي توان گفت که کدام منبع سرمايه مطلوب تر مي باشد . هر قرض دهنده اي تا حد ممکن ترجيح مي دهد که بدهي کمتري را در ساختار سرمايه قرض گيرنده مشاهده کند . از ديدگاه ديگر هر سهامدار ممکن است ترجيح بدهد که شرکت تا حد ممکن از اهرمها استفاده نمايد که آن در جاي خود قابل بحث مي باشد . مديريت از استقراض واهمه دارد ، اما براي دستيابي به اهدافش ناگزير از استفاده از استقراض مي باشد . در اين قسمت ما جنبه هاي مثبت و منفي استقراض و عوامل تأثير گذار بر ميزان آن را مورد بررسي قرار مي دهيم .

اين فصل به مباني نظري استفاده از منابع مالي خصوصاً استقراض مي پردازد نشان دهد که انتخاب نادرست نسبت اجزاء ساختار سرمايه مي تواند اثرات نامطلوبي براي شرکت در پي داشته باشد و يک عامل اصلي در عدم موفقيت واحد تجاري باشد . در عمل تفاوت بين استقراض و منابع داخلي بطور گسترده اي بوسيلۀ تعداد زيادي از ابزارهاي مالي که شرکتها به منظور مقايسه نيازهاي مالي خاص خود در اختيار دارند مورد بحث قرار گرفته است .

# 2 – 2 . ساختار سرمايه

از جمله نخستين تحقيق هاي انجام شده در زمينه ساختار سرمايه ، تحقيق ديويد دوراند[[1]](#footnote-1) در سال 1952 مي باشد . بعد از آن در سال 1958 مقاله اي توسط دو تن از اساتيد مالي يعني موديگيلاني و ميلر[[2]](#footnote-2) منتشر شد که به دليل نظريه تازه اي که در زمينه ساختار سرمايه ارائه داده بود ، سرآغاز مباحث گسترده اي گرديد (اين نظريه به تئوريMMمعروف است).

**ديدگاه ميلر و موديگيلاني :**

در سال 1958 ، ديدگاه ميلر و مودگياني مقاله اي را در زمينه ساختار سرمايه منتشر کردند که مي تواند مؤثرترين مقاله مالي باشد که تا کنون نوشته شده است . آنان براي ارائه تئوري خود از مفهوم آربيتراژ[[3]](#footnote-3) استفاده کردند . مقصود از آربيتراژ ، حالتي است که دو قلم دارايي مشابه به قيمتهاي متفاوت به فروش برسند . کساني که معامله مبني بر آربيتراژ انجام مي دهند ، سهام را زير قيمت مي خرند و در همان زمان اين سهام را به بيش از قيمت واقعي مي فروشند . در اين فرآيند ، سودي را کسب مي کنند و اين کار ادامه مييابد تا اينکه قيمت اين دو نوع دارايي برابر شود . براي اينکه پديده آربيتراژ کارساز شود دارايي ها بايدمشابه باشند . ميلر و موديگيلاني اثبات کردند که بر اساس اين مفروضات ، سهام شرکتهاي با وام و سهام شرکتهاي بدون وام درست مشابه پديده آربيتراژ داد و ستد مي شوند . اين دو پژوهشگر ثابت کردند که با وجود مجموعه اي از مفروضات محدود کننده ، ارزش شرکت تحت تاثير ساختار سرمايه قرار نمي گيرد . بنابراين نتيجه تحقيق اين دو ، بيانگر اين است که شيوه تامين مالي فعاليتهاي شرکت هيچ اهميتي ندارد . زيرا با توجه به اين مفروضات ساختار سرمايه نا مربوط است . براي اينکه اين دو پژوهشگر بتوانند به نتايج خود دست يابند مفروضات مورد نياز اين بود که ماليات وجود نداشته باشد (نه براي شرکت و نه براي شخص) . اگر ماليات صفر شود ، افزايش بازده سهامداران ناشي از کاربرد اهرم به وسيله افزايش ريسکخنثي مي شود . بنابراين در هر سطحي از وام ، بازده سهام داران ، درست به اندازه اي است که ريسک مربوط را خنثي کند . بنابراين استفاده از اهرم مالي هيچ فايده اي ندارد .

ميلر و موديگيلاني پس از آن مقاله اي منتشر کردند که در آن فرض نبودن ماليات شرکت تا اندازه اي تعديل شد . قانون ماليات به شرکتها اجازه مي دهد بهره را به عنوان هزينه قابل قبول از درآمد مشمول ماليات کسر کنند . ولي نمي توان مبالغي را که از بابت سود تقسيمي به سهامداران پرداخت مي شود ، کسر کرد . تفاوت در شيوه عمل باعث مي شود که اهرم ، منافعي را به وجود آورد و شرکت تشويق و ترغيب گردد که از وام استفاده کند . در واقع اين پژوهشگران ثابت کردند که اگر همه مفروضات آنان پذيرفته شود ، تفاوت در شيوه عمل موجب ميشود که شرايطي به وجود آيد که ايجاب مي کند صددرصد وجه مورد نياز ، از محل وام تامين شود .

1. چندين سال بعد ميلر ( بدون همکاري موديگيلاني ) اين تحقيق را ادامه داد و ماليات شخصي را در آن منظور کرد . او يادآور شد ، درآمد هاي حاصل از اوراق قرضه که به صورت بهره است مشمول مالياتي با نرخ درآمد مشخص مي شود ، در حالي که معمولاً مقداري از درآمد حاصل ، از محل سود تقسيمي و مقداري از درآمد ناشي از منفعت سرمايه معاف از ماليات است . از اينرو ميلريادآور شد که : هزينه قابل قبول از نظر مالياتي باعث مي شود که استفاده از وام براي تامين مالي مطلوب گردد ، ولي شيوه پر کردن اظهار نامه مالياتي بر اساس درآمد حاصل از سود سهام ، باعث مي شود که نرخ بازده مورد نظر سهام کمتر شود و بدين گونه استفاده از سود سهام جهت تامين مالي مطلوب گردد . البته نمي توان به راحتي گفت اثر خالص کدام يک از اين دو عامل چيست ؟ بسياري از پژوهشگران بر اين باورند که موضوع صرفه جويي مالياتي بهره اثر قويتر داشته باشد ، ولي کم شدن نرخ ماليات منفعت سرمايه باعث مي شود که اثر مزبور کاهش يابد. ( سيد نژاد فهيم ،1381،ص 17-15)12

# 3–2 . تئوريهاي ساختار سرمايه

بعلت اينکه هدف مديريت مالي ، حداکثر سازي ثروت سهامداران مي باشد ، ساختار سرمايه يا نسبت بدهي بايد از نقطه نظر تأثير آن بر ارزش شرکت مورد ارزيابي قرار گيرد . اگر نسبت بدهي بر ارزش شرکت تأثير داشته باشد ، مديريت به دنبال ساختار سرمايه اي خواهد بود که هزينه سرمايه را حداقل و در نتيجه ارزش شرکت را حداکثر سازد . در مورد تاثير اهرم بر هزينه سرمايه و ارزش شرکت ، نظريه هاي مختلف و اغلب متضادي وجود دارد که به آنها پرداخته مي شود . در اين تئوريها فرض مي شود که شرکت فقط از دو نوع منبع مالي بدهي و سهام عادي استفاده مي کند و هزينه بدهي پائين تر از هزينه سهام مي باشد . نظريه ساختار سرمايه با دو موضوع حداکثر سازي ثروت سهام داران و هزينه سرمايه در ارتباط است . قبل از بيان نظريه هاي ساختار سرمايه ، ابتدا مسئله حداکثر سازي ثروت سهامداران و هزينه سرمايه توضيح داده مي شود و سپس تئوريهاي ساختار سرمايه تشريح خواهد شد . در بحث تئوريها ابتدا رويکرد سود خالص عملياتي[[4]](#footnote-4)(NOI) و رويکرد سود خالص[[5]](#footnote-5)(NI) تشريح ، سپس نظريه هاي سنتي و مدرن ساختار سرمايه بحث خواهد شد . ( کنعاني ،1384،ص33)

**مساله ساختار سرمايه و حداکثر سازي ثروت سهام داران**

هدف يک شرکت ، حداکثر سازي ثروت سهام داران است . براي اندازه گيري ثروت سهام داران از ارزش بازار[[6]](#footnote-6) سهام استفاده مي شود . ارزش بازار سهم از طريق تنزيل بازده هاي آتي[[7]](#footnote-7) سهام به نرخ بازده مورد توقع سهام داران به دست مي آيد . هر چه نرخ بازده مورد توقع کمتر باشد با ثابت بودن ساير عوامل ، قيمت بازار سهام افزايش مييابد و بالعکس (ميلر 1991) . در اينجا اين مطلب عنوان مي شود که هدف حداکثر سازي ارزش کل بازار شرکت که متشکل از مجموع ارزش بازار سهام و بدهي ها است با هدف حداکثر سازي ارزش سهام يکسان است . قبل از اين بايد ديد که کل ارزش بازار شرکت چگونه محاسبه مي شود . ارزش فعلي هر دارايي از طريق تنزيل بازده هاي مورد انتظار آتي آن به دست مي آيد . ارزش بازار شرکت هم برابر ارزشي است که سرمايه گذاران براي آن شرکت قائلند و از تنزيل بازده مورد انتظار شرکت با نرخ بازده مورد توقع سرمايه گذاران به دست مي آيد . نرخ بازده مورد توقع سرمايه گذاران که همان هزينه کل سرمايه شرکت محسوب مي گردد از روش [[8]](#footnote-8)WACC به دست مي آيد . بازده مورد انتظار شرکت در مجموع برابر سود عملياتي شرکت ( در صورت عدم وجود ماليات ) مي باشد . هر چه نرخ تنزيل کوچکتر باشد ، ارزش فعلي سودهاي عملياتي مورد انتظار آتي و در نتيجه ارزش کل شرکت بيشتر مي شود .

بنابراين ، وظيفه مدير مالي در زمينه تصميم گيري در مورد ساختار سرمايه ، گزينش ساختاري براي سرمايه شرکت است که ميانگين موزون هزينه سرمايه (نرخ تنزيل کلي) شرکت را حداقل و بدين ترتيب ارزش شرکت را حداکثر نمايد . با توجه به اينکه جريانات نقدي مورد انتظار طلبکارانتحت تاثير ساختار سرمايه واقع نمي گردد ، لذا با ثابت ماندن نرخ تنزيل اين جريانات ، که همان نرخ بازده مورد توقع طلبکاران است ، ارزش فعلي اين جريانات و در نتيجه ارزش بازار بدهي (اوراق قرضه) شرکت دستخوش تغيير نمي شود . بنابراين چنانچه سياست ساختار سرمايه منجر به افزايش ارزش شرکت شود با ثابت ماندن ارزش بدهي ، اين اضافه ارزش نصيب سهامداران ميشود . لذا حداکثر سازي ثروت سهامداران با هدف حداکثر سازي ارزش کل شرکت برابر مي باشد . ( کنعاني ،1384،ص33)13

# 4-2. وجود ساختار سرمايه

ميرز[[9]](#footnote-9) در سال 1984 دو نوع طرز تفکر دربارۀ ساختار سرمايه را تحت عنوان «چارچوب توازي ايستا[[10]](#footnote-10)» و «چارچوب ترجيحي[[11]](#footnote-11)» مطرح نمود . در چارچوب توازي ايستا ، شرکت يک نسبت بدهي مورد نظر (مطلوب) را تعيين مي نمايد که کم کم به سوي رسيدن به آن نسبت فعاليت مي کند . در چارچوب ترجيحي ، شرکت تأمين مالي داخلي را به تأمين مالي بيروني و در صورت انتشار اوراق بهادار ، اوراق بهادار بدهي را به اوراق بهادار سرمايه اي ، ترجيح مي دهد .

فرناندز[[12]](#footnote-12) ساختار سرمايه بهينه را با استفاده از دو نمونه پيشنهادي بوسيله مکتب تجارت هاروارد و دامودوران[[13]](#footnote-13) ارائه داد .

مکتب تجارت هاروارد[[14]](#footnote-14) ، روابط بين هدف حداکثر نمودن قيمت سهام و رسيدن به ساختار بهينه سرمايه را با در نظر گرفتن حداکثر نمودن ارزش شرکت و حداقل نمودن ميانگين موزون هزينه سرمايه تجزيه و تحليل مي نمايد . در اين مکتب با افزايش بدهيها ، هزينه تأمين مالي از طريق بدهي و حقوق صاحبان سهام افزايش مييابد و اين مسأله ناشي از اين است که سهامداران و طلبکاران شرکت در معرض ريسک بيشتري قرار مي گيرند . بر همين اساس نسبت بازده دارائيها و حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معني داري با بدهيها دارد ، يعني هر چه ميزان بدهيها افزايش يابد ، نسبت بازده دارائيها و حقوق صاحبان سهام هم افزايش مي يابد . اين نتيجه مطابق با تئوري ساختار سرمايه موديگيلاني و ميلر است که در سال 1963 مطرح شد . طبق تئوري ساختار سرمايه موديگيلاني و ميلر ، اگر شرکت تأمين مالي خو را صددرصد از طريق بدهي انجام دهد ، ارزش شرکت به حداکثر خواهد رسيد . اما افزايش بدهيها تا حد محدودي ميانگين موزون هزينه سرمايه روند صعودي پيدا خواهد کرد .

1. مکتب دامودوران رويکرد مشابه مکتب تجارت مي باشد با تفاوت که فرناندز رويکرد مذکور را براييک شرکت واقعي (بوئينگ در سال 1990) بکار مي گيرد و به تجزيه و تحليل روابط قيمت سهم و ساختار سرمايه بهينه ، با در نظر گرفتن حداکثر کردن ارزش شرکت و حداقل نمودن ميانگين موزون هزينه سرمايه ، مي پردازد .همچنين اين مکتب همانند مکتب تجارت ، تأثير مثبت بدهيها را بر نسبت بازده دارائيها و حقوق صاحبان سهام نشان مي دهد . بدين ترتيب فرناندز با استفاده از دو مکتب فوق هزينه هر کدام از ابزارهاي مالي و برآورد نرخ بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام و اخذ نرخ بهره بدهيها از بانک يا ابزارهاي مالي ، ارزش شرکت را در ساختارهاي مختلف مالي بدست آورد و در نتيجه ساختار سرمايه بهينه ، 70% حقوق صاحبان سهام و 30% بدهيها ، ارزش شرکت را حداکثر نمود . ( سيد نژاد فهيم ،1381،ص 18-16).

# 5–2 . ساختار بهينه سرمايه

منظور از اصطلاح ساختار سرمايه ، نوع و نسبت درصد انواع مختلف اوراق بهادار منتشر شده توسط واحد انتفاعي است . ساختار بهينه سرمايه نيز مجموعه نسبتهايي است که موجب حداکثر شدن ارزش کلي واحد انتفاعي بشود . اما چگونه مي توان محدوده حداکثر ارزش واحد انتفاعي را تعيين کرد ؟ مديران مالي در مواجه با مسأله بسيار مشکل مزبور ناگزير از تدوين سياست مناسب خود مي باشند . در اين مورد ، يکي از منابع اطلاعاتي مي تواند نوسانات قيمت اوراق بهادار واحد انتفاعي در بورس باشد چنانچه پس از اعلام يک برنامه مالي جديد ، قيمت سهام کشور کاهش يابد مي توان نتيجه گرفت که اجراي برنامه مالي جديد موجب خارج شدن ارزش شرکت از محدودۀ بهينه خواهد شد . ضمناً ، مؤسسات مالي تأمين کننده اعتبار و تسهيلات مالي نيز مي توانند ديدگاههاي خود را دربارۀ برنامه مالي واحد انتفاعي در اختيار مديران مالي بگذارند . چنانچه واحد انتفاعي ناگزير از پرداخت بهره بالا باشد ، مي توان آن را نشانه اي از استقراض زياد قبلي تلقي کرد . منبع ديگر اطلاعاتي مي تواند تجديد نظر در رده بندي اوراق قرضه واحد انتفاعي و پايين آوردن آن توسط مؤسسات تحليل گر مالي باشد .

با فرض اينکه مديريت بتواند ساختار بهينه سرمايه واحد انتفاعي را تعيين کند ، چگونه اين ساختار بر هزينه تأمين مالي تأثير مي گذارد ؟ نرخ بازده مورد انتظار خريداران اوراق بهادار واحد انتفاعي (سهام و اوراق قرضه) به ساختار انتخابي بستگي دارد .

1. نکته حائز اهميت اين است که مديريت ، هزينه تأمين مالي را هنگامي اندازه گيري مي کند که واحد انتفاعي ساختار سرمايه اي در محدودۀ بهينه (هنگامي که ارزش واحد انتفاعي حداکثر است) داشته باشد ، زيرا در غير اين صورت ممکن است هزينه تأمين مالي با اشتباهات عمده همراه باشد . ( سيد نژاد فهيم ،1381،ص 19)12

# 6–2 . مفهوم اهرم

مفهوم کليدي اين واژه ، نسبت اهرمي يا عامل اهرمي مي باشد . اهرم ، نسبت ارزش کل بدهي به کل دارايي يا ارزش به ازاي بدهي به کل ارزش بازار شرکت مي باشد . در اينجا منظور از کل داراييها ، ارزش دفتري داراييها مي باشد . اگر چه ارزش بازار به طور روز افزون در تئوري پيشرفته مالي مورد استفاده قرار مي گيرد اما عامل اهرمي همچنان بر اساس ارزش دفتري حسابداري تعريف و تعيين مي گردد .

نسبت اهرمي معياري براي اندازه گيري ساختار سرمايه مي باشد که چقدر در اين ساختار سرمايه از بدهي استفاده شده است . به شرکتي که از اين اهرم استفاده کند (بدهي داشته باشد) شرکت اهرمي و شرکتي که از اهرم استفاده نکند (بدهي نداشته باشد) شرکت غير اهرمي ناميده مي شود .( کنعاني ،1384،ص31)

# 7–2 . نقش نوآوري در ساختار سرمايه

اگر شرکتي در وضعيتي باشد که نوع ويژه اي از خدمات مالي را به سرمايه گذاران ارائه نمايد ، آنگاه مي توان انتظار داشت که قدرت سحرآميز يا جادوئي بوجود آيد . معمولاً اين نوع خدمات منحصر به فرد هستند يا اينکه شرکت با قيمت بسيار کمتر از ساير رقبا خدمات را ارائه مي دهد ، بنابراين شرکت ، لازم است که به نوع نياز مشتريان پي ببرد . در اين صورت مي توان توقع داشت که مشتريان در برابر خدمت ، پول بيشتري پرداخت کنند . نمونه چنين مسئله اي آن است که معمولاً افراد ، خود حاضر به گرفتن وام نيستند ، اما در عوض ترجيح مي دهند سهام شرکتي را که توانسته وام بگيرد با قيمت بيشتري بخرند . اما همين مسئله ، وقتي براي تمام شرکتها به طور عمومي مطرح مي شود ، تنها شرکتهايي مي توانند از قدرت جادوئي وام استفاده کنند که دست به نوآوري و ابتکار بزنند . اين موضوع عامل ايجاد مؤسسات مالي متنوع با اوراق قرضه گوناگون شده است . البته هميشه خلاقيت براي افراد خلاق سودآور است و معمولاً چيز زيادي نصيب دنباله روها نمي شود . مثلاً انتشار اوراق قرضه بدون بهره[[15]](#footnote-15) براي اولين بار با استقبال چشمگير سرمايه گذاراني که از پرداخت ماليات بهره گريزان بودند ، مواجه شد ولي بعد از مدتي که بسياري از شرکتها چنين اوراقي را منتشر کردند به تدريج جذابيت اوراق کمتر شد . با چنين شيوه هايي تغيير ساختار سرمايه مي تواند تأثيرات قابل ملاحظه اي هم بر شرکت و هم بر سرمايه گذاران بر جاي گذارد . ( کنعاني ،1384،ص 33-31)13

# 8–2 . روشهاي تأمين مالي

وظيفۀ هر مدير مالي بهينه سازي ساختار دارائيها ، بدهيها و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامداران است . در اين زمينه مدير مالي سه تصميم اخذ مي کند :

1. تجزيه و تحليل و برنامه ريز شامل ؛ ايجاد تناسب در ساختار دارائيها ، بدهيها و حقوق صاحبان سهام ، بهبود عملکرد واحد اقتصادي و برنامه ريزي براي آينده .
2. تصميمات سرمايه گذاري شامل ؛ تصميمات مربوط به کاربرد و تخصيص وجوه تأمين شده بين دارائيهاي فيزيکي (مانند ساختمان و ماشين آلات) و مالي (مانند انواع اوراق بهادار) به نحو مطلوب و براي تحصيل بيشترين بازده .
3. تصميمات تأمين مالي شامل ؛ تصميمات مربوط به ساختار مالي و ساختار سرمايه و همچنين تعيين و انتخاب بهترين شيوه تأمين مالي و ترکيب آن .

بنابراين مدير مالي مي تواند از طريق ايجاد تغيير در مواردي مانند سود هر سهم در زمان حال و آينده ، زمانبندي مدت و ريسک سودآوري ، خط مشي تقسيم سود و انتخاب شيوه تأمين مالي بر ثروت سهامداران اثر بگذارد .

منابع مالي هر واحد اقتصادي از منابع داخلي و خارجي تشکيل شده اند . منابع داخلي شامل جريانهاي نقدي حاصل از عمليات بعلاوه وجوه حاصل از فروش دارائيها و منبع خارجي نيز شامل استقراض از بازارهاي مالي و انتشار سهام جديد است . در هر واحد اقتصادي ، وجوه قابل دسترسي صرف مواردي چون پرداخت سود سهام ، بازپرداخت بدهيها ، سرمايه گذاري در دارائيهاي ثابت جديد و افزايش سرمايه در گردش مي شود. در صورتي که تغيير در اقلام سرمايه در گردش منفي باشد ، منبع اضافي لازم از طريق منابع خارجي يا فروش بخشي از دارائيهاي واحد اقتصادي تأمين مي شود ، در صورتي که اين رقم مثبت باشد مقدار اضافي صرف بازپرداخت بدهي ، سرمايه گذاري جديد يا افزايش پرداخت سود سهام مي شود .

مديران مالي معمولاً در فرآيند تآمين مالي نوعي نظم و توالي را رعايت مي کنند . اين نظم را مي توان اين گونه مطرح کرد که ابتدا منابع داخلي را بر منابع خارجي ترجيح مي دهند . در هر واحد اقتصادي ، رابطۀ بسيار نزديکي بين توانايي واحد اقتصادي در ايجاد جريانهاي نقدي عملياتي و نيازهاي سرمايه اي لازم براي دوره بعدي وجود دارد. ارزيابي اين نکته مستلزم بررسي کليه جريانهاي نقدي واحد اقتصادي است و صرفاً صورت سود و زيان کافي نيست . همچنين شواهد حاکي از اين مطلب است که در ترکيب شرکتها (ادغام ، تحصيل) بدهي مي تواند نقش مهمي در موفقيت و توزيع سود ايفا نمايد .

به نظر لسفر معمولاً انواع بدهيها ، سررسيد و ساختارهاي مطلوب سرمايه همچنين تصميمات و عوامل مرتبط با اين ساختارها هماهنگ با اندازه مختلف شرکت هستند . شرکتهاي کوچک از اجاره بلند مدت ، وام بانکي و اضافه برداشت بانکي استفاده مي نمايند ، در حالي که شرکتهاي بزرگ بر وام هاي سرمايه اي و وام هاي قابل تبديل اتکا مي کنند . شرکتهاي کوچک بيشتر به بدهيهاي وثيقه اي وابسته اند ، در حالي که بدهي شرکتهاي بزرگ تضمين نشده اند . نتايج نشان مي دهد که 70% بدهي شرکتهاي کوچک کوتاه مدت هستند . در مقابل ، 64% از بدهي شرکتهاي بزرگ بلند مدت مي باشند . نتايج حاصل از رگرسيون پيشنهاد مي دهد که ساختار بدهي شرکتهاي بزرگ به طور با اهميتي از اندازه هزينه نمايندگي تأثير مي پذيرد و اين در حالي است که شرکتهاي کوچک به وسيله سودآوري رانده مي شوند[[16]](#footnote-16) .

معمولاً روش هاي تأمين مالي در دو گروه تأمين مالي کوتاه مدت و بلند مدت مورد مطالعه قرار مي گيرند . هر منبع تأمين مالي داراي تأثيرات خاص خود بر بازده و مخاطرات صاحبان واحد انتفاعي است .

# 1–8–2 .تأمين مالي کوتاه مدت

تأمين مالي کوتاه مدت ، نوعاً براي پشتيباني سرمايه گذاري موقت در دارائيهاي جاري مورد استفاده قرار مي گيرد . معمولاً مديري مالي پس از برنامه ريزي سرمايه گذاري در دارائيهاي جاري و پيش بيني منابع مورد نياز واحد اقتصادي در سال آينده ، بايد در مورد تأمين مالي تصميم گيري کند . معمولاً براي تأمين مالي سرمايه گذاري موقت در دارائيهاي جاري ، از وام کوتاه مدت استفاده مي شود .

سه منبع اصلي تأمين مالي کوتاه مدت به ترتيب اهميت عبارتند از : اعتبارات تجاري ، استقراض از بانکهاي تجاري و صدور اسناد تجاري . اعتبارات تجاري و صدور اسناد تجاري معمولاً شکل تضمين نشده اعطاي اعتبار است . در حالي که بانکهاي تجاري هم وام بدون تضمن و هم وام تضمين شده اعطا مي کند . وام تضمين شده وامي است که وام گيرنده برخي از دارائيهاي خود را در مقابل وام دريافتي به تضمين مي گذارد . واحدهاي انتفاعي معمولاً حسابهاي دريافتني يا موجوديهاي مواد و کالا را پشتوانه اعتبارات کوتاه مدت قرار مي دهند . ( رحيميان ، 1380، ص 43)11

**اعتبارات تجاري**

هنگامي که يک واحد اقتصادي کالايي را از واحد اقتصادي ديگر خريداري مي کند ، معمولاً ناگزير از پرداخت فوري بهاي کالا نيست . در دوره اي که بهاي کالاي خريداري شده به فروشنده پرداخت نشده است ، خريدار به فروشنده يک بدهي جاري دارد که تحت عنوان حسابهاي پرداختني در ترازنامه منعکس مي شود . رقم متناظر ، در حسابهاي فروشنده به عنوان حسابهاي دريافتني انعکاس مييابد . مبلغ ريالي خريدهاي واحد انتفاعي معمولاً مقدار اعتبارات تجاري در دسترس آن را تعيينمي کند . اعتبارات تجتري مستقيماً وجه نقدي که بتوان با آن ساير صورتحسابها را پرداخت کرد ، تأمين نمي کند ، زيرا خريد ، تنها به دستيابي به کالاهاي مورد نياز منجر مي شود .

از جمله مزاياي اين روش سهولت دسترسي ، عدم نياز به وثيقه و عدم سختگيري طلبکاران است و از معايب آن مي توان متورم شدن حسابهاي پرداختني ، از دست رفتن تخفيف نقدي و کاهش درجه اعتباري واحد اقتصادي را نام برد .

**تأمين مالي از بانکهاي تجاري**

دومين منبع عمدۀ تأمين مالي کوتاه مدت واحدهاي انتفاعي ، استقراض و دريافت تسهيلات از بانکهاي تجاري است . وامهاي کوتاه مدت بانکهاي تجاري معمولاً بر اساس قراردادها و عقودي است که بين بانک و واحد انتفاعي وام گيرنده منعقد مي شود .

هر گاه بانکها تشخيص دهند مؤسسۀ درخواست کنندۀ وام و اعتبار وضعيت مالي چندان خوبي ندارند جهت اطمينان از بازگشت اصل و فرع وام پرداختي ، قسمتي از دارائيهاي جاري مؤسسه را به عنوان وثيقه مطالبه مي نمايند و گاهي نيز مؤسسات بزرگ جهت استفاده از وام ها و اعتبارات با شرايط بهتر و نرخ بهره ارزانتر قسمتي از دارائيهاي جاري خود را وثيقه وام دريافتي قرار مي دهند . بهترين دارائيهاي جاري که وثيقه وام هاي کوتاه مدت قرار ميگيرند معمولاً شامل حساب بدهکاران و موجوديهاي کالا مي باشد .

هزينه تأمين مالي وامهاي کوتاه مدت ، بر اساس توافق بين واحد انتفاعي و بانک تجاري وام دهنده تعيين مي شود . هر چه مخاطره واحد انتفاعي بيشتر باشد ، هزينه تأمين مالي نيز بالا خواهد رفت . اما به طور سنتي ، بانکهاي تجاري از اعطاي وام به واحدهاي انتفاعي مخاطره آميز خودداري مي کنند .

مزاياي اين روش عبارتست از : استفاده از خدمات بانکها ، استفاده از منبع مالي در موعد مقرر ، استفاده از تمام يا قسمتي از اعتبار تخصيص يافته ، امکان بازپرداخت قبل از سررسيد بدهي . از جمله معايب اين روش نيز مي توان لزوم داشتن سرمايه کافي و نفدينگي مطلوب ، مانده جبراني و اينکه سود تضمين شده وام بيش از بسياري از روشهاي ديگر است ، را نام برد .

**اسناد تجاري[[17]](#footnote-17)**

اوراق بهادار کوتاه مدت وسيله ديگري براي استقراض است که توسط واحدهاي انتفاعي بزرگ يا مؤسسات مالي انتشار مييابد . اين اوراق را مي توان از طريق واسطه هاي فروش يا به طور مستقيم به سرمايه گذاران ارائه کرد و به فروش رسانيد . هزينه تأمين مالي اين قبيل اسناد ، به وضعيت مالي و رده بندي اعتباري واحد انتفاعي صادر کننده آن بستگي دارد . اما معمولاً در مقايسه با استفاده از تسهيلات بانکي کمتر است .

معمولاً شرکتهاي به اصطلاح غير مالي ، مثل شرکتهاي توليدي ، از اين اوراق تجاري به عنوان نوعي وسيله تأمين مالي استفاده مي کنند . اينگونه اوراق را مؤسسات مالي ، از جمله بانکها ، نيز منتشر مي کنند . عمده ترين شرکت هايي که در اين نوع اوراق تجاري سرمايه گذاري مي کنند عبارتند از : شرکتهاي بيمه ، صندوق هاي مشترک سرمايه گذاري و صندوق هاي بازنشستگي .

از جمله مزاياي اين روش تأمين مالي بدون وثيقه بودن و سود تضمين شده کمتر از وام بانکي مي باشد و اينکه صرفاً توسط واحدهاي اقتصادي معتبر قابل اعمال است و تشريفات بيشتري دارد ، معايب اين روش مي باشد .

# 2 –8– 2 . تأمين مالي ميان مدت و بلند مدت

در عرصه مديريت مالي ، دوره کوتاه مدت معمولاً به بدهيهاي مربوط مي شود که سررسيد آن در فاصله اي کمتر از يکسال است . اما اصطلاح تأمين مالي بلند مدت بطور دقيق تعريف نشده است . برخي از واحدهاي اقتصادي دوره ميان مدت را براي تاريخ هاي سررسيد بيش از يکسال و کمتر از ده سال بکار مي برند . اما اصطلاح دوره بلند مدت در مورد سررسيدهاي بيش از پنج سال نيز در برخي موارد بکار مي رود . بنابراين فواصل زماني 5 تا 10 سال با دقت کافي تعريف نشده است . براي بعضي اشخاص ممکن است وام 8 ساله ميان مدت و براي برخي ديگر بلند مدت محسوب شود .

از جمله منابع اصلي تأمين مالي بلند مدت مؤسسات انتفاعي عبارتست از : وامهاي بانکي بلند مدت ، انتشار اوراق قرضه ، انتشار سهام ممتاز و عادي و استفاده از سود انباشته مي باشد . ( رحيميان ، 1380، ص 55)11

**وام هاي بانکي بلند مدت**

وام بلند مدت يک ابزار تأمين مالي از طريق بدهي است که مقدار معيني منابع براي مدتي مشخص در اختيار شرکت قرار مي دهد و داراي يک جدول زمانبندي بازپرداخت مي باشد که بر اساس آن وام گيرنده اعلام به پرداخت منظم اصل و بهره وام مي نمايد . زمانبندي بازپرداخت اقساط وام معمولاً بطور سالانه تنظيم مي شود . وام بلند مدت بانکي به علت داشتن هزينه ثابت سربار موجب افزايش اهرم مالي شرکت وام گيرنده مي گردد .

**مهمترين مزايا و معايب اين روش به شرح زير است :**

**الف) مزاياي تأمين مالي با استفاده از وام بلند مدت بانکي**

* وقتي سودي که از طريق وام دريافتي نصيب شرکت مي شود بيش از هزينه هاي وام باشد ، شرکت وام گيرنده با ايجاد اهرم مالي سود بسيار زيادي را تحصيل خواهد کرد . در غير اين صورت اين شيوۀ تأمين مالي توجيه اقتصادي ندارد .
* چنانچه تعداد وام دهندگان اندک باشد ، شرکت وام گيرنده مي تواند شرايط توافق اوليه را بطور مستقيم با آنان مورد مذاکره و گفتگو قرار دهد و اين به وام گيرنده اجازه مي دهد که موافقتنامه وام را به گونه اي تنظيم نمايد که متناسب با وضعيت مالي وي بوده و نيازهاي مالي اش را برطرف سازد .
* وجود روابط حسنه بين شرکت و بانک سبب مي گردد که در شرايط سخت مالي ، بانک فرصتهاي لازم و مفيدي به شرکت بدهيد از قبيل تمديد مهلت بازپرداخت وام ، تقسيط مجدد و غيره که اين امر در مورد اوراق قرضه صادق نيست .
* هزينه بهره وام يک هزينه قابل قبول مالياتي است ، لذا صرفه جويي مالياتي در پي خواهد داشت .
* در صورت عدم وجود بازارهاي مالي مناسب دريافت وام از بانک بر انتشار اوراق بهادار ترجيح داده مي شود .

**ب) معايب و محدوديتهاي تأمين مالي با استفاده از وام بلند مدت بانکي**

* چنانچه شرکت نتواند از ناحيه وام دريافتي ، حداقل بازدهي وام را کسب کند ، عايدات شرکت با شدت بيشتري کاهش مييابد .
* معمولاً ظرفيت وام گيري شرکت محدود مي شود .
* وثيقه گذاري واحد اقتصادي محدود مي شود .
* پرداخت اقساط سالانه فشار زيادي به نقدينگي مي آورد .

**اوراق قرضه**

ورقه قرضه ، سندي است که انتشار دهنده آن تعهد مي کند مبالغ معيني را در زمانهاي مشخص به دارنده آنها پرداخت کند و در موعد مقرر ، اصل مبلغ را بازپرداخت نمايد . دارندگان اوراق قرضه از لحاظ منافعي که در واحدهاي انتفاعي دارند نسبت به سهامداران واجد اولويت مي باشند . يعني قبل از اينکه واحد انتفاعي بتواند وجهي به سهامداران پرداخت کند لازم است کليه مبالغ استحقاقي اعتبار دهندگان و دارندگان اوراق قرضه را پرداخت کنند .

اوراق قرضه مي تواند تضمين شده[[18]](#footnote-18)يا تضمين نشده[[19]](#footnote-19) باشد . اوراق قرضه تضمين شده با رهن گذاشتن برخي از دارائيهاي مشخص پشتيباني مي شود در حالي که اوراق قرضه تضمين نشده به پشتيباني اعتبار کلي واحد انتفاعي انتشار مييابد . لازم به ذکر است که شرايط مندرج در قرارداد اوراق قرضه که متضمن حمايت از دارندگان آن است ، معمولاً محدوديتهايي را بر واحد انتفاعي صادر کننده اوراق قرضه تحميل مي کند . اينگونه اوراق قرضه را از ديدگاه خريداران آن جالب توجه تر مي کند و نرخ بازده مورد انتظار آنان را کاهش مي دهد . شرايطي که در قرارداد اوراق قرضه گنجانده مي شود ، به وضعيت کلي واحد انتفاعي و طرز تلقي خريداران بالقوه از اين شرايط ، بستگي دارد .

**الف) مزاياي تأمين مالي با استفاده از اوراق قرضه**

* هزينه بهره اوراق قرضه قابل قبول مالياتي است ، لذا هزينه مؤثر اوراق قرضه کاهش مي يابد .
* اين روش بر وام هاي بانکي کوتاه مدت ارجحيت دارد . دليل امر نيز اطمينان بيشتر شرکت نسبت به در اختيار داشتن وجوه براي مدتهاي طولاني تر است و نگراني از لحاظ عدم امکان تجديد وام يا تغيير شرايط به هنگام دريافت وام مجدد و مواردي از اين قبيل وجود نخواهد داشت .
* برخي از اوراق قرضه ، قابل تبديل و برخي قابل بازخريد هستند ، لذا ساختار مالي واحد انتفاعي از انعطاف پذيري بالايي برخوردار خواهد بود .
* دارندگان اوراق قرضه در مجمع عمومي واحد اقتصادي حق رأي ندارند ، لذا مشکلي در زمينه مالکيت و کنترل براي شرکت ايجاد نمي کنند .
* در صورتي که نرخ بازده واحد اقتصادي بيش از نرخ بهره اوراق قرضه باشد ، روش مناسبي است .

**ب) معايب و محدوديتهاي تأمين مالي با استفاده از اوراق قرضه**

* ناتواني واحد انتفاعي در پرداخت اصل و فرع اوراق قرضه ممکن است موجب ورشکستگي شود .
* قيد و بندهاي قرارداد اوراق قرضه ، محدوديتهايي را براي واحد اقتصادي ايجاد مي کند .
* واحد انتفاعي تنها به مقدار معين و محدودي مي تواند از بدهي استفاده نمايد ؛ زيرا چنانچه حجم بدهي از حد معيني بگذرد ريسک مالي و هزينه سرمايه به شدت افزايش مييابد و پس از آن تأمين مالي با بدهي مقرون به صرفه نخواهد بود .
* در صورتي که نرخ بازده واحد انتفاعي کمتر از نرخ بهره اوراق قرضه باشد ، سود هر سهم به شدت کاهش مييابد[[20]](#footnote-20) .

**سهام ممتاز**

سهام ممتاز نوعي سهام است که به دارندگان آن حقوق محدود يا ثابتي از درآمد و دارايي شرکت تعلق مي گيرد . سهام ممتاز ، پيوندي از تأمين مالي از طريق استقراض و انتشار سهام عادي به شمار مي آيد . سهامداران ممتاز در مقايسه با سهامداران عادي، از لحاظ ادعا برسود خالص ادواري و دارائيهاي واحد انتفاعي هنگام ورشکستگي اولويت دارند در حالي که از اين لحاظ ، نسبت به طلبکاران واحد انتفاعي در اولويت بعدي قرار مي گيرند .علت اينکه به نوع سهام ، ممتاز گفته مي شود اين است که دارندگان آن نسبت به سهامداران عادي از اولويت دريافت سود سهم برخوردارند . سهام ممتاز سررسيد ندارد و سود متعلق به آن رقم مشخص و معيني است ، لذا از اين جهت شبيه به اوراق قرضه است . ريسک سهام ممتاز بيشتر از اوراق قرضه و کمتر از سهام عادي است .

**الف) مزاياي انتشار سهام ممتاز**

* هزينه تأمين مالي از طريق سهام ممتاز از سهام عادي کمتر است .
* دارندگان سهام ممتاز داراي مزاياي محدودي هستند ، لذا مشکلي از لحاظ کنترل و مالکيت براي واحد اقتصادي ايجاد نمي کنند .
* سهام ممتاز معمولاً بدون سررسيد است .
* واحدهاي اقتصادي نسبت به پرداخت سود سهام ممتاز الزام قانوني ندارند و اين حالت زماني که شرکت از نقدينگي کافي براي پرداخت سود سهام برخوردار نباشد ، مزيت بزرگي محسوب مي شود .
* سهامداران فاقد حق رأي هستند .

**ب) معايب انتشار سهام ممتاز**

* اگر بازده واحد اقتصادي کمتر از هزينه سرمايه سهام ممتاز باشد ، سود هر سهام عادي کاهش مييابد .
* هزينه سهام ممتاز از اوراق قرضه و بدهيها بيشتر است و علت گران بودن نيز به دليل فقدان سپر مالياتي براي سودهاي ممتاز و ريسک بالاتر سرمايه گذاري براي دارندگان سهام ممتاز نسبت به دارندگان اوراق قرضه و بدهيها مي باشد .
* پرداخت سود سهام انباشته ممکن است واحد اقتصادي را با مشکلاتي مواجه کند . ( رحيميان ، ،1380، ص61)11

**سهام عادي**

دارندگان سهام عادي مالکان نهايي شرکت هستند . زيرا ، سهامداران عادي هنگامي مي توانند وجهي دريافت کنند که تمامي سرمايه گذاران ديگر وجوه مربوط به خود را دريافت کرده باشند . از لحاظ تئوريک ، سهامداران عادي به دليل داشتن حق انتخاب اعضاي هيأت مديره ، بر شرکت سهامي کنترل دارند . هيأت مديره نيز مديراني را منصوب مي نمايد که مسئوليت اداره عمليات روزانه شرکت را بعهده دارند .

سهام عادي يک منبع دائمي تأمين مالي براي شرکتها است که فاقد تاريخ سررسيد مي باشد . که از جمله اوراق بهادار با درآمد متغير محسوب مي شود . دارندگان اين سهام صاحبان واقعي شرکت هستند و ريسک مالکيت شرکت را تقبل مي نمايند . صاحبان سهام عادي مجازند آنچه که از درآمد شرکت بعد از پرداخت حقوق صاحبان اوراق قرضه و سهامداران ممتاز باقي مي ماند را بين خود تقسيم نمايند و هنگام انحلال و يا ورشکستگي شرکت نيز پرداخت حقوق آنها در گرو پرداخت حقوق ساير گروههاي ذينفع مي باشد . با اين حال اين روش تأمين مالي داراي مزايا و معايبي مي باشد که مهمترين آنها عبارتند از :

**الف) مزاياي انتشار سهام**

* سهام عادي به دليل نداشتن سررسيد ، يک منبع مالي دائمي به شمار مي روند و شرکت مي تواند بدون نگراني از بازپرداخت وجوه حاصله از فروش سهام عادي وجوه مزبور را در سرمايه گذاري هاي خود مورد استفاده قرار دهد .
* واحد اقتصادي الزام قانوني براي پرداخت سود سهام عادي ندارد ، لذا شرکت با مشکلات نقدينگي و بازپرداخت در آينده مواجه نخواهد شد . اگرچه از نظر قانوني پرداخت 10% از سود خالص اجباري است . اما اين تقسيم سود در حالتي است که سود قابل تقسيم وجود داشته باشد و با صدور سهام هيچگونه تعهدي براي شرکت در مورد پرداخت مبلغ ثابت سود ايجاد نمي کند .
* صدور سهام عادي موجب افزايش و گسترش مالکيت سهام مي گردد .

**ب) معايب انتشار سهام عادي**

* هزينه اين روش از روش هاي ديگر تأمين مالي بيشتر است . به همين دليل مستلزم آن است که رشته هاي سرمايه گذاري با داشتن ريسکي معادل ريسک کلي شرکت داراي نرخ بازده بالاتري باشند .
* پرداخت سود سهام باعث صرفه جويي مالياتي براي واحد اقتصادي نمي شود .
* انتشار سهام عادي باعث مي شود سود هر سهم کاهش يابد و اين موضوع بر قيمت سهام آثار منفي دارد[[21]](#footnote-21) .

**سود انباشته**

سود انباشته از سودهاي باقيمانده در واحد انتفاعي پس از پرداخت سود سهام تشکيل مي شود . تفاوت عمده بين سود انباشته و ساير روش هاي تأمين مالي اين است که مستلزم تحصيل وجوه از اشخاص خارج از واحد انتفاعي يعني اعطاء کنندگان تسهيلات مالي و سهامداران جديد نيست . اما تأمين مالي از طريق سود انباشته ، موجب کاهش سود سهام قابل پرداخت به سهامداران فعلي خواهد شد . به بيان ديگر در دسترس بودن سود انباشته نه تنها به سودهاي تحصيل شده توسط واحد انتفاعي بستگي دارد ، بلکه با سياست پرداخت سود سهام آن نيز مرتبط است . اگرچه تأمين مالي از طريق سود انباشته موجب کاهش وجوه قابل پرداخت به شکل سود سهام مي شود . اما وجوه در دسترس براي پرداخت سود سهام به سهامداران فعلي را در آينده افزايش خواهد داد . دليل اين افزايش اين است که چنانچه واحد انتفاعي بجاي سود انباشته شده از منابع تأمين مالي خارج از واحد انتفاعي استفاده کند ، لازم است نوعي بازده براي اين منابع فراهم نمايد .

بسياري از مديران نيازهاي سرمايه گذاري خود را براي چند سال آينده پيش بيني کرده و بر اساس آن شروع به انباشت سود و سرمايه گذاري موقت آن در دارائيهاي مالي مي نمايند تا هنگام نياز براي تأمين مالي پروژه هاي سرمايه گذاري طرح ريزي شده از آن استفاده نمايند .( سيد نژاد فهيم ،1381،ص 36-22)12

# 9–2 . ويژگيهاي روشهاي تأمين مالي

چهار منبع اصلي براي تأمين مالي واحدهاي انتفاعي وجود دارد که عبارتست از : استقراض ، انتشار سهام ممتاز و سهام عادي و استفاده از سود انباشته .

استقراض و انتشار سهام ممتاز يا سهام عادي داراي يک ويژگي مشترک مي باشند . يعني منابع تأمين وجه ، خارج از واحد انتفاعي و عمليات آن قرار دارند ، در حالي که سود انباشته معرف يک منبع داخلي تأمين مالي است . مادام که مديريت واحد انتفاعي بتواند اشخاص را براي سرمايه گذاري در واحد انتفاعي يا اعطاي اعتبار و وام به آن متقاعد و ترغيب کند ، از لحاظ تأمين وجوه از منابع خارجي محدوديتي وجود نخواهد داشت . اما سود انباشته يک منبع داخلي واحد انتفاعي است و مبلغ آن به سودهاي سنواتي تحصيل شده توسط واحد انتفاعي پس از کسر سودهاي توزيع شده محدود مي شود .

تأمين مالي از طريق انتشار سهام عادي و استفاده از سود انباشته نيز از يک لحاظ ويژگي مشترک دارند ؛ زيرا هر دو معرف وجوه اعطايي توسط صاحبان واحد انتفاعي مي باشند . تحقيقات انجام شده در مورد روش هاي تأمين مالي واحدهاي انتفاعي بزرگ در کشورهاي صنعتي نشان مي دهد که در درجه اول ، منبع اصلي تأمين وجوه سود انباشته است . در درجه دوم و پس از سود انباشته ، استقراض منبع عمده وجوه مورد نياز واحدهاي انتفاعي محسوب مي شود .

نرخ پايين هزينه بدهي در مقايسه با ساير منابع سرمايه و صرفه جوئيهاي مالياتي ناشي از بهره بدهيها که به عنوان يک هزينه قابل قبول مالياتي محسوب مي شود ، کارشناسان امور مالي را معتقد کرده است که ترکيب مناسب سهام و بدهي در بافت مالي شرکتها مي تواند عاملي مؤثر در افزايش ارزش بازار شرکتها و ثروت سهامداران باشد . از زماني که افزايش ارزش شرکت به کمک ترکيب ساختار سرمايه آن مورد توجه قرار گرفته است ، تحقيقات مختلفي در رابطه با عوامل مؤثر بر ترکيب ساختار سرمايه و چگونگي ترکيب منابع مالي انجام شده است . تحقيقات مربوط به ساختار سرمايه در ايران سابقه طولاني ندارد و عمدتاً محدود به تحقيقاتي است که در سالهاي اخير در رابطه با بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است .

# 10–2 . مزاياي ناشي از استفاده استقراض

1. هزينه پايين تر : از آنجا که به وام دهنده وعده بازپرداخت شده است وي ريسک کمتري نسبت به سهامداران خواهد داشت ، لذا بهره پرداخت شده به وام پايين تر از بازده اي است که مي بايست به سهامداران عرضه شود . (بطور تجربي 6% کمتر)
2. معافيتهاي مالياتي : در همه شرکتها ، وقتي که موضوع محاسبه ماليات بردرآمد شرکت مطرح باشد ، هزينه بهره از سود کسر مي شود . اين کاهش هزينه هاي استقراض با اهميت است ، چرا که اغلب نرخ هاي مالياتي شرکتها بالاي 30% مي باشد .
3. استفاده از بدهي تنها براي زمان مورد نياز : وامها براي مرتفع ساختن نيازهاي مالي تحصيل مي شوند که يا فصلي هستند يا کوتاه مدت و يا بلند مدت . هر وامي به محض اينکه ديگر نيازي به آن نباشد پرداخت مي شود و بعد از آن ديگر نيازي به پرداخت بهره اضافي نيست .
4. تطابق هزينه پايين استقراض دارائيهاي با بازدهي کم : در بيشتر مواقع هر چقدر مدت سررسيد کوتاهتر باشد ، هزينه بهره نيز پايين تر محاسبه مي گردد . پس عاقلانه تر اين است که از اعتبارات تجاري ارائه شده توسط عرضه کنندگان مواد اوليه و اعتبارات کوتاه مدت بانکها براي تأمين مالي سرمايه در گردش استفاده شود ، زيرا هزينه اين کار ارزانتر از بهره پرداخت شده به اوراق قرضه و بسيار ارزانتر از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران مي باشد .
5. هزينه پايين تر تأمين مالي ناشي از بدهي ، متوسط هزينه سرمايه را کاهش مي دهد و اجازه مي دهد که پروژه هاي سرمايه اي سودآورتر مورد قبول واقع شوند ، لذا سود شرکت را افزايش مي دهد و ارزش کل شرکت را حداکثر مي کند .
6. در مؤسسه اي که روي بدهي اتکا مي شود ، مقدار سهام کمتري منتشر مي گردد ، لذا سود هر سهم در اين شرکت افزايش مييابد .
7. اگر سود هر سهم افزايش يابد و ريسک اضافه شده به سهامداران کمتر از ميزان افزايش سود هر سهم باشد ، ثروت سهامداران افزايش خواهد يافت .

# 11–2 . معايب ناشي از استقراض

1. افزايش تغيير پذيري سود هر سهم ، حتي وقتي که از مقدار خيلي کمي بدهي استفاده شده است ، ديده مي شود و تغيير پذيري با افزايش بدهي ، افزايش مييابد .
2. استفاده از بدهي اين موقعيت را بوجود مي آورد که وام دهندگان محدوديتهايي را بر عمليات شرکت وضع نمايند .
3. استفاده از بدهي ريسک ورشکستگي را بالا مي برد .
4. ريسک ورشکستگي ، مشتريان را از خريد و شرايط شرکت به فروش محصولاتش با تخفيف دلسرد مي کند .
5. ريسک ورشکستگي ، عرضه کنندگان را از وارد کردن بلند مدت مواد اوليه به شرکت دلسرد مي کند .
6. اگر ريسک بالاي ورشکستگي شرکت اعلام شده باشد ، کنترل سراسر شرکت از دست مي رود[[22]](#footnote-22) . ( سيد نژاد فهيم ،1381،ص 22-36)12

# 12–2 . عوامل مؤثر بر ارزيابي روشهاي تأمين مالي

چارچوب متداول براي تحليل روش هاي مختلف تأمين مالي معمولاً بر عوامل مشروح زير مبتني است که به مجموعه اين عوامل FRICTO (اقتباس از حروف اول کلمات مربوطه) مي گويند :

1. قابليت انعطاف[[23]](#footnote-23)
2. مخاطره[[24]](#footnote-24)
3. سود [[25]](#footnote-25)
4. کنترل[[26]](#footnote-26)
5. زمانبندي[[27]](#footnote-27)
6. ساير عوامل

عامل قابليت انعطاف ، به تأثير تصميمات جاري تأمين مالي بر روش هاي مختلف تأمين مالي در دسترس در دوره هاي آتي اشاره دارد . استفاده از يک روش تأمين مالي مشخص در زمان حاضر ممکن است روشهاي تأمين مالي قابل استفاده در زمانهاي آينده را محدود کند . مثلاً استفاده از يک فقره تصميمات مالي در حال حاضر مي تواند محدوديتهايي را از لحاظ استقراض مجدد در سالهاي آينده بر واحد انتفاعي تحميل و آن را ناگزير کند تا به منظور تأمين وجوه مورد نياز ، روش انتشار سهام ممتاز يا سهام مادر را مورد استفاده قرار دهد . به اين ترتيب ، چنانچه واحد انتفاعي در سال آينده تأمين مالي از منابع خارجي را انتظار داشته باشد ، تصميم مربوط در حال حاضر بجاي انتخاب «بين استقراض» و «انتشار سهام» انتخاب بين «استقراض در حال حاضر و انتشار سهام در سال آينده» از يک سو و «انتشار سهام در حال حاضر و استقراض در سال آينده» از سوي ديگر خواهد بود . واحدهاي انتفاعي علاوه بر نيازمنديهاي پولي ، براي تأمين مالي پروژه هاي سرمايه اي مورد انتظار ، به دراختيار داشتن منابع احتياطي تأمين مالي (ظرفيت استقراض) نيز اهميت مي دهند تا بتوانند به موقع از مزاياي فرصتهاي غير منتظره بهره مند شوند يا در مقابل زيانهاي غير مترقبه پايداري کنند .

مخاطره و سود ، با يکديگر ارتباط نزديک دارند و از اهميت بالايي برخوردارند . کنترل واحد انتفاعي نيز مورد علاقه و توجه سهامداران است . چنانچه اکثريت سهام يک واحد انتفاعي در حال حاضر در تملک تعداد اندکي از سهامداران باشد که واحد مزبور را کنترل مي کنند ، حفظ اين کنترل ، در تصميم گيريهاي مرتبط با انتخاب بين روش هاي مختلف تأمين مالي و تأثير هر يک از اين روش ها بر آن ، مورد توجه خاص قرار خواهد گرفت . اما در شرکتهاي بزرگي که سهامداران متعددي دارند ، معمولاً عامل کنترل ، تأثير چنداني بر تصميمات تأمين مالي نخواهد داشت .

زمانبندي نيز يکي از عوامل بسيار با اهميت در تحليل روشهاي تأمين مالي محسوب مي شود . اهميت عامل مزبور ، به نوسانات بازار سهام و اوراق قرضه بستگي دارد و هر چه اين نوسانات شديدتر باشد ، اهميت عامل زمانبندي نيز بيشتر خواهد بود . نکته قابل توجه اين است که وضعيت بازار سرمايه ، عامل مهمي در انتخاب روشهاي تأمين مالي به شمار مي آيد .

ساير عواملي که علاوه بر قابليت انعطاف ، مخاطره ، سود ، کنترل و زمانبندي بايد مورد توجه قرار گيرد ، عبارتند از :

* ارزشهاي وثيقه ؛ معرف دارائيهاي در دسترسي است که مي توان به عنوان تضمين استقراض مورد استفاده قرار داد .
* هزينه انتشار اوراق بهادار ؛ معرف خارجي است که بايد براي انتشار و فروش اوراق بهادار انجام شود .
* سرعت ؛ معرف زودترين زماني است که پول مورد نياز در دسترس قرار مي گيرد .
* پي آمدهاي آتي ؛ معرف امکاناتي است که بر اثر انتشار اوراق بهادار در حال حاضر و آشنايي خريداران با واحد انتفاعي ايجاد مي شود .

# 13 - 2 . تأمين مالي و ساختار سرمايه

مديران براي تأمين مالي ابتدا از طريق وجوه عملياتي سازمان اقدام مي کنند . آنگاه به بازارهاي خارجي روي مي آورند و در اين مسير بدهي را بر ارزش ويژه ترجيح مي دهند . بر اساس اين منطق ، عموم مديران مالي ابتدا به ارزيابي ظرفيت استقراض خود اقدام کرده و پس از اعمال ملاحظات خاص تا سطح ظرفيت بدست آمده ، بدهي ايجاد مي کنند . عمده ترين خطر افزايش بدهي ، عدم توانايي پرداخت اصل و فرع در سررسيد مقرر است . لذا اينگونه پرداختهاي ثابت بدون توجه به توانايي سودآوري واحد اقتصادي بايد تسويه شود . هر گونه عدم پرداخت منجر به ورشکستگييا اقدامات حقوقي عليه واحد اقتصادي مي شود . علاوه بر اين ، حفظ انسجام مالي و موقعيت رقابتي واحد اقتصادي نيز از اهميت زيادي برخوردار است . واحد اقتصادي بايد به گونه اي عمل کند که وجوه کافي براي سرمايه گذاريهاي راهبردي ، پرداخت سود سهم ، هزينه هاي تحقيق و توسعه و نظاير آن در دسترس باشد . عدم توانايي در فراهم آوردن اين وجوه سلامت مالي واحد اقتصادي را تهديد خواهد کرد .

در تعيين ظرفيت استقراض ، مدير مالي بايد توازن بين جريانهاي نقدي داخلي و جريانهاي خارجي لازم را همواره مدنظر داشته باشد . براي اين منظور بايدآن مقدار جريانهاي نقدي که مي تواند در پرداخت تعهدات مالي مورد استفاده قرار گيرد ، شناسايي شود .

تصميمات مربوط به ساختار سرمايه واحد اقتصادي داراي دو جنبه ميزان سرمايه مورد نياز و ترکيب تأمين سرمايه است . فرايندي که منجر به تصميم گيري نهايي مي گردد روش تعيين ساختار سرمايه مي نامند . مطالب در مورد تعيين ساختار سرمايه حول محور روش هايي مي پرخد که واحد اقتصادي به وسيله آن ميزان ريسک و بازده هر يک از ساختارهاي مختلف سرمايه را تعيين مي کند .

هدف از تعيين ساختار سرمايه ، مشخص کردن ترکيب منابع مالي به منظور به حداکثر رسانيدن ثروت سهامداران است . اگرچه چارچوب نظري ارائه شده در بحث هاي مديريت مالي منبع خوبي براي اين کار است ، اما ترديدي نيست که در عمل ما را با مشکلات و مسائل زيادي مواجه خواهد کرد ، زيرا ثروت سهامداران تحت تأثير عوامل متعددي قرار مي گيرد که ساختار سرمايه يکي از آنها است .

1. ساختار سرمايه يک واحد اقتصادي ، رابطه نزديکي با هزينه سرمايه دارد . ساختار سرمايه ، ترکيب منابع نقدي بلند مدت مورد استفاده واحد اقتصادي است و تغيير در آن موجب تغيير در هزينه سرمايه واحد اقتصادي مي شود . هدف اصلي در تصميمات ساختار سرمايه ، ايجاد ترکيبي مناسب از منابع نقدي بلند مدت ، به منظور حداقل سازي هزينه سرمايه واحد اقتصادي و از آن طريق ، حداکثر کردن ارزش بازار واحد اقتصادي مي باشد . (سيد نژاد فهيم ،1381،ص 44-37)12

# 14–2 . هزينه سرمايه[[28]](#footnote-28)

نظريه ساختار سرمايه با هزينه سرمايه شرکت ارتباط نزديک دارد . ساختار سرمايه عبارتست از ترکيب منابع بلند مدت[[29]](#footnote-29) وجوه که به وسيله شرکت مورد استفاده قرار مي گيرد . هدف نخستين از اتخاذ تصميم در مورد ساختار سرمايه ، به حداکثر رساندن ارزش بازار شرکت با استفاده از ترکيب مناسب منابع تامين وجوه بلند مدت است . اين ترکيب که ساختار مطلوب يا بهينه سرمايه ناميده مي شود ، هزينه سرمايه شرکت را به حداقل ممکن کاهش خواهد داد . بنابراين ، هزينه سرمايه در تعيين ساختار مطلوب سرمايه و همچنين تعيين ارزش شرکت نقش تعيين کننده دارد . البته هزينه سرمايه در مواردي مانند تعيين خط مشي سرمايه در گردش ، در تصميمات اجاره بلند مدت نيز تاثير دارد . با اين همه نقش مؤثر هزينه سرمايه در تصميمات سرمايه گذاري بلند مدت ، از ساير کاربردهاي آن مهمتر است . در بحث هزينه سرمايه به منابعي که از آنها وجوه تامين مي شود و هزينه هر کدام از اين منابع توجه مي شود . با استفاده از هزينه سرمايه ، راههاي گردآوري وجوه سنجيده مي شود و معياري براي انتخاب طرح هاي سرمايه اي به دست مي آيد . همچنين پيشنهادهاي سرمايه گذاري که ارزش فعلي خالص شرکت را حفظ يا افزايش مي دهند شناسايي مي شوند و حداقل نرخ بازده مورد قبول براي طرحهاي سرمايه اي تعيين مي شود.

روشن است که هزينه سرمايه به معناي هزينه معمول در حسابداري نيست بلکه نرخ بازدهي است که از سرمايه گذاريهاي بلند مدت پيشنهادي انتظار مي رود ، که البته اين نرخ حداقل مورد انتظار است . بنابراين چنين مفهومي در دفاتر حسابداري نيست . همچنين لازم است درباره واژه سرمايه در اصطلاحات «هزينه» و «ساختار سرمايه» اين موضوع توضيح داده شود که منظور از سرمايه مانند حسابداري تنها حقوق صاحبان سهام نيست بلکه کليه وجوه بلند مدت مورد استفاده شرکت است ( کنعاني ،1384،ص35)13

#### 1– 14 –2 . اجزاي تشکيل دهنده هزينه سرمايه

در بحث بودجه بندي سرمايه اي[[30]](#footnote-30) از هزينه ترکيبي سرمايه يعني ترکيبي از همه اجزاء تشکيل دهنده وجوه بلند مدت استفاده مي شود که به آن هزينه متوسط سرمايه نيز گفته مي شود . براي محاسبه متوسط هزينه لازم است اجزاي تشکيل دهنده وجوه مالي شرکت شناسايي و محاسبه شوند ، مانند هزينه بدهي ، هزينه سهام ممتاز ، هزينه سود تقسيم نشده و يا سهام منتشره . اينها اقلامي هستند که در سمت چپ تراز نامه وجود دارند و افزايش خالص دارايي ها ، اغلب با افزايش اين اقلام همراه است .

هزينه بدهي در ساختار سرمايه : هزينه بدهي در محاسبه هزينه متوسط عبارتست از نرخ بدهيKdيا هر نرخ سود ثابتي که به وام دهنده پرداخت مي شود که در (1-t) ضرب مي شود و t نرخ ماليات شرکت است .

(1-t) Kd = هزينه بدهي

ذکر اين نکته لازم است که منظور از نرخ بهره ، نرخ بهره بدهي هاي جديد است و ارتباطي با بهره وام هاي گذشته ندارد . در اين رابطه توجه به نسبت بدهي هر شرکت که ظرفيت خالي بدهي را نشان مي دهد ، ضروريست .

هزينه سهام ممتاز در ساختار سرمايه : اين هزينه عبارتست از سود سهام ممتاز (DP ) تقسيم بر خالص قيمت انتشار يا قيمتي که شرکت پس از کسر هزينه هاي انتشار سهام ممتاز بدست مي آورد .

**Kp =**

قيمت بازار سهام ممتاز

مبلغ سود سهام ممتاز ساليانه

(1-2)

قيمت سهام ممتاز به دليل آنکه نسبت ثابتي از سود شرکت مي باشد انتظار مي رود که از ثبات برخوردار باشد ، ليکن تفاوت در قيمت هاي روز و قيمت هاي اسمي ناشي از نرخ بهره در بازار مي باشد .

هزينه سهام عادي در ساختار سرمايه : سرمايه جديد داخلي از محل سود تقسيم نشده و يا فروش سهام عادي جديد الانتشار بدست مي آيد . تفاوت اين دو منبع در هزينۀ انتشار سهام جديد است . هزينه سهام عادي در واقع همان نرخ بازده مورد انتظار سهامداران است که اگر برآورده شود سهام را مي خرند و اگر نشود آن را مي فروشند . ارزش سهام عادي در نهايت به سود سهامي که روي هر سهم پرداخت مي شود بستگي دارد و البته هر سال اين سود سهام پرداختي[[31]](#footnote-31) داراي رشدي است که آن را نيز در محاسبه هزينه سهام عادي بايد در نظر گرفت .اگر شرکت ، از محل سود تقسيم نشده هم اقدام به سرمايه گذاري جديد کند ، نرخ رشد مورد نظر سهامداران را تأمين کرده ، تا قيمت سهام پايين نيايد . حال اگر شرکت از اين محل يعني سود تقسيم نشده سرمايه گذاري نکند و کليه سود سهام را پرداخت نمايد ، بالطبع نرخ رشد[[32]](#footnote-32) خود را به صفر تقليل داده است . اگر سهام عادي جديد از محل وجوه خارجي تأمين شوند ، هزينه آن از هزينه سود تقسيم نشده بيشتر است زيرا انتشار فروش سهام جديد هزينه بر مي باشد . براي شرکتي که نرخ رشد ثابت دارد اين هزينه از فرمول زير محاسبه مي گردد :

(2-2)



**+g K =**

جمع آوري وجوه به وسيله انتشار سهام عادي از منابع خارجي براي شرکت گرانتر از منابع داخلي خواهد بود و شرکت بايد بيش از بازده مورد انتظار آنها بازده داشته باشد . نحوه محاسبه نرخ بازده مطلوب روي سهام عادي که در واقع همان هزينه سود تقسيم نشده است ، نسبتاً پيچيده است . سه روش مهم محاسبه آن به شرح زير است :

1) مدل قيمت گذاري دارائي هاي سرمايه اي (CAPM)[[33]](#footnote-33) : براي بکارگيري اين روش ابتدا بايد چند عامل را اندازه گيري کرد : الف) نرخ بازده بدون ريسک (Rf) ، نرخ بازده ايست که سرمايه گذاران از سرمايه گذاريهاي کاملاً مطمئن بدست مي آورند . مانند نرخ اوراق قرضه کوتاه مدت دولتي يا نرخ اوراق خزانه . ب) نرخ ضريب بتا (β ) که به مثابه شاخص ريسک سهام ، ارزيابي مي گردد و اين ريسک را مي توان با نگرش به حرکت کل بازار ارزيابي کرد . ج) نرخ بازده پرتفوي بازار Km . د) بازده مورد انتظار روي سهم که به شکل زير محاسبه مي شود :

**Ks = Rf + β [K – Rf]**

(3-2)

مدل CAMP علي رغم آنکه روش دقيقي براي محاسبه است اما با توجه به غير مطمئن بودن مفروضات آن با مشکلاتي همراه است .

2) روش اوراق قرضه بعلاوه صرف ريسک : اين روش کاملاً ذهني و غير دقيق است که با افزودن 4 درصد صرف ريسک به نرخ بهره بهي هاي بلند مدت شرکت ، آن را تعيين مي کنند .

3) روش بازده سود بعلاوه نرخ رشد : اين همان روشي است که معمولاً براي محاسبه سهام عادي بکار برده مي شود و قبلاً محاسبه آن را نوشتيم . اگر نرخ رشد گذشته پايدار باشد و سهامداران ادامه روند گذشته را پيش بيني نمايند نرخ رشد تاريخي به عنوان g در نظر گرفته مي شود .

(4-2)

**P = g +**

به جز سه روش فوق ، مدلهاي ديگري مانند بازده متوسط تاريخي و مدل ساده قيمت براي محاسبه هزينه سهام موجودند که کمتر مورد استفاده قرار مي گيرند .

ـ هزينه سرمايه ترکيبي : براي تعيين ساختار مطلوب سرمايه[[34]](#footnote-34) که در ارتقاء و حفظ ارزش شرکت مؤثر باشد ، ابتدا شرکت تلاش مي کند ساختار مناسبي را طراحي کند و سپس بر اساس ساختار مطلوب بدست آمده ، سرمايه جديد را جذب نمايد تا همان ساختار حفظ شود .

بحث اينجا ، محاسبه هزينه سرمايه در چارچوب ساختار مطلوب سرمايه شرکت است که با در نظر گرفتن وزن هر يک از مؤلفه هاي سرمايه ، در کل ساختار سرمايه و ضرب آن در رقم هزينه هر جزء به دست مي آيد . روشهاي علمي براي اندازه گيري هزينه سرمايه يک شرکت تا حدود زيادي تقريبي است . مشکلات محاسباتي مانند تاثير ماليات بر درآمد سود سهام و افزايش قيمت سهام ، هزينه هاي انتشار اوراق بهادار و اينکه احتمال افزايش انتظارات از نرخهاي بازده با صدور سهام جديد يا اوراق قرضه جديد به وجود مي آيد . اينها موضوعاتي هستند که بر تصميم سرمايه گذاري تاثير مي گذارند و نمي توان تاثيرات آنها را ناديده گرفت .

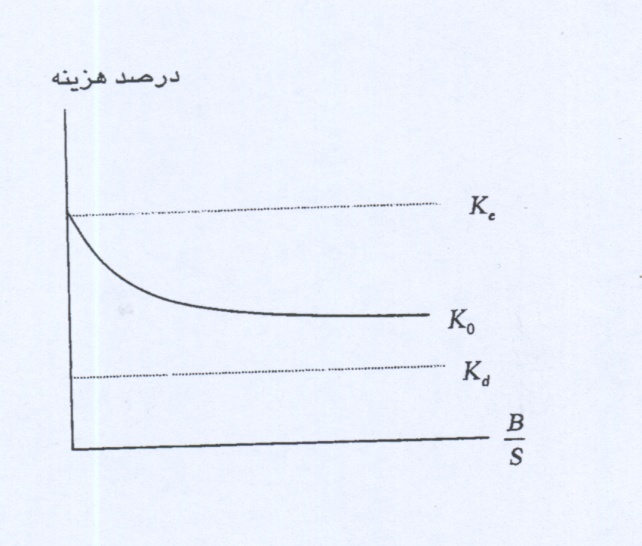
* روش سود خاص[[35]](#footnote-35) (NI) در برابر درآمد عملياتي خالص [[36]](#footnote-36)(NOI)

اولين کار اساسي روي نظريه ساختار سرمايه توسط ديويد دوراند صورت گرفت که دو حد پائين و بالا مشخص مي کرد که نويسندگان مالي تا آن زمان مورد بررسي قرار داده بودند .الف ) رويکرد سود خالص

**ب) رويکرد سود عملياتي خالص**

روش سود خالص NI : بر طبق روش يا نگرش سود خالص ، هزينه بدهي سرمايه ايKd و هزينه حقوق صاحبان سهام Ke وقتي که نسبتيعني درجه اهرم تغيير مي کند ، بدون تغيير باقي مي مانند . ثبات Kdو Ke با توجه بهبه معني آن است که Ko، يعني متوسط هزينه سرمايه ، همراه با افزايش نسبت کاهش خواهد يافت . اين کاهش در آن حالت بدان علت رخ مي دهد که وقتي افزايش مييابد Kd که کمتر از Ke در محاسبه Koبه وزن بالاتري مي رسد . روش سود خالص در نمودار 1-2 نشان داده شده است .

### **نمودار (1-2) رویکرد سود خالص در ساختار سرمایه**



در اين نمودار درجه اهرم در محور طولها و درصد هزينه در محور عرضها نشان داده شده است . همانطور که مشاهده مي شود Kd ، Ke موازي هستند . از مشاهده نمودار ديده مي شود که همين که رو به افزايش مي رود Ko کاهش مييابد زيرا که نسبت بدهي (يعني نسبت منبع ارزان تر تامين مالي ) در ساختار سرمايه افزايش مييابد .

روش درآمد خالص عملياتيNOI : بر طبق روش يا نگرش درآمد خالص عملياتي نرخ کلي تشکيل سرمايه و هزينه بدهي براي تمامي درجات اهرم ثابت باقي مي ماند . در معادله روبرو Kd ، Ko براي همه در جات اهرم ثابت فرض مي شود .

(5-2)

**+K Ko = Kd**

بدين ترتيب هزينه سرمايه مي تواند چنين بيان شود :

(6-2)

**Ke = Ko+( Ko\_Kd)**



رفتار Kd،Ko،Ke در پاسخ به تغييرات در نمودار 1-2 نشان داده شده است . پيش فرض قابل انتقاد اين نگرش اين است که بازار به عنوان يک کل ، منابع مالي شرکت را با نرخ تنزيلي[[37]](#footnote-37) که مستقل از درجه اهرم است فراهم آورد . به پيروي از اين فرض است که ترکيب منابع مالي شرکت ( از نظر هزينه ) بين بدهي و حقوق صاحبان سهام نا مربوط مي نمايد . هر افزايشي در استفاده از وجوه بدهي که ظاهراً ارزانتر است ، با افزايشي در نرخ بازده مورد توقع صاحبان سهام روبرو خواهد شد. اين حالت بدان علت رخ مي دهد که کساني که در سهام عادي سرمايه گذاري مي کنند در جستجوي پاداش جبراني بالاتر هستند زيرا آنها ريسک بزرگتري را (که از افزايش درجه اهرمي ناشي مي شود) تقبل مي کنند . آنها نرخ بازده مورد توقع Ke ( يا نسبت پايين تر ) را در همان راستايي که درجه اهرم افزايش مي يابد بالا مي برند .

ديويد دوراند[[38]](#footnote-38) در حمايت از روش درآمد خالص عملياتي اظهار مي دارد که ارزش بازار هر شرکت بر سود خالص عملياتي و ريسک تجاري اش[[39]](#footnote-39) متکي بوده و تغيير در درجه اهرم به کار گرفته شده توسط شرکت نمي تواند اين دو فاکتور غالب را تغيير دهد . توزيع سود و ريسک بين بدهي و حقوق صاحبان سهام بدون تاثير گذاشتن بر کل درآمد و سود که کل ارزش بازار شرکت را تحت تاثير قرار مي دهند ، به ندرت تغيير مي کند ، از اين رو درجه اهرم به تنهايي نمي تواند بر ارزش بازار شرکت يا بر متوسط هزينه سرمايه شرکت تاثير بگذارد . ( کنعاني ،1384،ص41-34)13

# 15– 2 . پيشينه تحقيق :

# 1-15 -2. تحقيقات خارجي:

ريمز[[40]](#footnote-40) (1975) نمونه بزرگي از شرکتهاي فعال در نه صنعت مختلف در پنج کشور را مورد آزمايش قرار داد . نتايج حاکي از اين بود که در کشورهاي فرانسه و ژاپن ساختار مالي در ميان صنايع مختلف تفاوت معني داري دارند . در حالي که در کشورهاي ايالات متحده ، هلند و نروژ اين تفاوت در صنايع مختلف مشاهده نمي شود .

برادلي ، جارل و کيم[[41]](#footnote-41) در سال 1984 طي تحقيقي در ارتباط با وجود ساختار مطلوب سرمايه به بررسي عوامل مؤثر بر ساختار مالي شرکتها پرداختند . در اين مطالعه اثر عوامل عمده اي چون نوع صنعت و ريسک تجاري را بر ساختار مالي شرکتها مورد بررسي قرار دادند . نتايج اين تحقيق که بر روي 80 شرکت انجام گرفته حاکي از اين است که نوع صنعت به طور مؤثري بر نسبت بدهي شرکتها تأثير داشته است .

در سال 1995 نيز آقاي چهاب[[42]](#footnote-42) در رسالۀ دکتري خود به بررسي عوامل تشکيل دهنده ساختار سرمايه (بدهي ، تأمين مالي) پرداخت . نتيجه تحقيق حاکي از اين مطلب بود که سطوح بدهي با رشد ، تقسيم سود و ميزان افزايش دارائيهاي ثابت و ميزان مالکيت رابطه مستقيم و با سودآوري و ريسک واحد تجاري رابطه معکوس دارد .

گودفردبوکپين[[43]](#footnote-43) تصميم گيريهاي ساختار سرمايه در شرکت ها با متغيرهاي کلان اقتصادي را مورد بررسي قرار داد که به بررسي داده هايي از 34 کشور در حال توسعه در سال هاي 1996 تا 2006 پرداخت که از پژوهش خود از نرخ تورم به نرخ بهره بانکي ، نرخ رشد توليد ناخالص داخلي به عنوان متغير مستقل و از اهرم مالي نسبت تأمين مالي خارجي و نسبت بدهي بلند مدت به عنوان متغير وابسته استفاده کرد و به منظور تجزيه و تحليل داده ها از رگرسيون و ضريب همبستگي که ويژگي اين پژوهش مطابقت دارد استفاده نمود و تأثير بازده حقوق صاحبان سهام به نسبت دارائي ها ثابت ،ضريب Q توبين به عنوان متغير هاي کنترل مربوط را در نظر گرفت وجود رابطه خطي منفي بين نرخ رشد توليد ناخالص با ساختار سرمايه و هم چنين بين نرخ بهره بانکي با ميزان بدهي هاي بلند مدت پي برد .

# 2 -15-2. تحقيقات داخلي

نمازي و بشيرزاده(1384) در تحقيق پيرامون ارتباط بين ساختار و سرمايه با سودآوري شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکيد بر نوع صنعت اطلاعات 108 شرکت طي سالهاي 75 تا 79 را مورد بررسي قرار دادند و هدف خود را از اين تحقيق بررسي تاثير ساختار سرمايه به سودآوري شرکت و تبيين اهميت سرمايه براي شرکتها در بين صنايع مختلف و يافتن ساختار سرمايه بهينه براي شرکتها در نظر گرفتند و بدين ترتيب از بين صنايع مختلف صنايع غذايي و آشاميدني ، ساخت مواد شيميايي ، محصولات کاني غير فلزي و وسايل نقليه را انتخاب کردند فرضيات تحقيق آنها به شرح زير بود :

1. رابطه معناداري بين ساختار سرمايه و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد .
2. تاثير نسبت بدهي ها به دارايي ها بر نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت هاي بورس بر اساس نوع صنعت متفاوت است که اين فرضيه به 4 صنعت قيد شده به 4 فرضيه فرعي تبديل شده است .

براي آزمون اول نسبت بدهي ها به دارايي ها بر اساس ارزش دفتري براي همه شرکتها مورد استفاده در اين تحقيق بدون توجه به نوع فعاليت و نوع صنعت مورد استفاده قرار گرفت و براي آزمون فرضيه دوم نسبت بدهي به دارايي هاي شرکت هاي موجود در هر صنعت بر اساس نوع فعاليت و نوع صنعت به کار گرفته شد و در محاسبه نسبت بازده حقوق صاحبان سهام از سود پس از کسر ماليات استفاده شده تا تاثير اقلام غير مترقبه حذف و تجزيه و تحليل بازدهي حقوق صاحبان سهام شفاف تر انجام شود و بر آزمون فرضيه هاي تحقيق از رگرسيون ساده و ضريب همبستگي که با ويژگي خاص اين مطالعه مطابقت دارد استفاده شد و براي آزمون معني دار بودن پارامترهاي برآوري آزمونهايt و z به کار رفته است .

در فرضيه شماره يک Hoدر سطح معني دار 95/0 رد و از اين دو فرضيه H1 پذيرفته مي شود و از طرفي ضريب همبستگيr =0/329 است که با توجه اين موارد مي توان چنين نتيجه گيري کرد که بين ساختار سرمايه و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه خطي و مثبت وجود دارد اما اين رابطه با توجه به پايين بودن ضريب r در حد ضعيف بوده است.

دو مورد فرضيه دوم در مورد صنايع غذايي و وسايط نقليه رابطه معناداري بين ساختار سرمايه و نسبت بازده حقوق صاحبان سرمايه وجود ندارد ولي در مورد صنايع کاني غير فلزي و شيميايي رابطه معنا دار مثبت وجود دارد .

در ادامه با توجه به اينکه ميزان همبستگي مشاهده در فرضيات 1 و 2 در حد ضعيف بوده به منظور تجزيه و تحليل بيشتر سودآوري از ميزان بازده ميانگين داراييها استفاده شد که نتايج آن از وجود رابطه معکوس بين ساختار سرمايه و نسبت بازده مجموع داراييها در صنعت وسايط نقليه خبر مي دهد ودر مورد صنايع غذايي ، کاني غير فلزي و شيميايي رابطه معناداري وجود نداشته است و از اين رو نتوانسته اند ساختار سرمايه بهينه را براي هيچکدام از سرمايه ياد شده بيابند و در پايان تحقيق به نتايج زير رسيدند :

1. رابطه بين ساختار سرمايه و سودآوري بستگي به نوع صنعتي دارد که شرکت در آن فعاليت مي کند
2. رابطه بين ساختار سرمايه و سود آوري بستگي به تعريف سود آوري دارد .

سينايي و رضاييان (1384)در پژوهشي با نام بررسي تاثير ويژگيهاي شرکتها بر ساختار سرمايه و اهرم هايي پرداخته اند و در تعريف موضوع ساختار سرمايه را به 2 بخش عمده يک : ميزان سرمايه مورد نياز دوم ترکيب منابع تامين مالي تقسيم کرده اند که وام و سهام عوامل تشکيل دهنده ساختار سرمايه محسوب مي شوند و هدف خودشان از اين پژوهش اين بوده که آيا استفاده شرکتها از اهرم مالي منوط به پارامترهاي خاص درون شرکتي است و يا اينکه عوامل ديگري غير از ويژگيهاي شرکت در تغيير آن مؤثر است ؟

ايشان در اين تحقيق اثر متغيرهاي دروني شرکت از جمله اندازه شرکت ، سود آوري ، داراييهاي مشهود و فرصتهاي رشد و نيز نوع فعاليت شرکتها در قالب صنايع مختلف بر اهرم مالي را مورد آزمون قرار داده اند و در تحليل داده هاي مورد استفاده سعي گرديد تاثير هر کدام از پارامترهاي مورد نظر از لحاظ درجه ، کارايي منبع با توجه به ساختار مالکيتي و صنعتي مورد بررسي قرار گيرد و براي بررسي ارتباط متغيرها در طول دامنه و فواصل مختلف داده هاي مربوط به منظور تحقق اطمينان نتايج کسب شده از آزمون غير خطي (کوانتيل) استفاده شده است .که در اين آزمون مجموعه اي از مدلهاي رگرسيوني براي معادلات متفاوت کوانتيل به منظور بررسي توزيع هاي مختلف متغيرهاي مستقل و نيز وابسته در درجات مختلف بررسي گرديده است . فرضيه اصلي اين تحقيق وجود رابطه معنا دار بين هر کدام از متغيرها مورد نظر از اهرم مالي بوده است که پس از بررسيهاي مختلف و آزمون فرضيات تاثير هر کدام از پارامترهاي مورد نظر از لحاظ درجه کارايي منبع مورد بررسي قرار گرفت که از حاکم بودن شرايط غير علمي و سليقه اي بر سيستم تامين مالي در بازارهاي پول و سرمايه مطلع شدند . در روش کوانتيل به علت پراکندگي بيش از حد داده هاي به دست آمده و تلورانس نا موزون و نيز عدم تطبيق داده ها با واقعيت اقتصادي و بازاري حاکم بر عملکرد شرکتها ، مدل مناسبي که بتواند گوياي ارتباطي خاص و قابل توجه باشد به دست نيامده و چنين مي توان اظهار کرد که اثر متغيرهاي درون شرکتي بر تصميمات مالي شرکتها با توجه به نتايج به دست آمده در اين روش با وجود انجام تعديلات لازم بر روي داده هاي مورد تحليل چندان دور از واقعيت نيست و به علت اينکه ناهماهنگي رشد بازارهاي پول و سرمايه و تفاوتهاي مالکيتي حاکم بر عملکرد اين بازارها موجب گرديده است که تنوع تامين مالي از شرکتهايي که در اين قالب مشغول به فعاليت هستند سلب گردد و در نتيجه با ظهور مسائل تاثير گذار داخلي و خارجي حاکم بر سياستهاي پولي و مالي ، عدم توجه به مسائل درون شرکتي آشکار شود . لذا در اين شرايط تامين مالي آنان صرفاٌ در قالب طرح تسهيلات دولتي و استفاده ابزاري از فرصتهاي ايجاد شده از اين طريق انجام مي گيرد بنابراين اين احتمال وجود دارد که بر اساس تئوري اطلاعات نا متقارن در فواصل زماني متفاوت ويژگيهاي شرکت در مشارکت با ساير عوامل درون و برون سازماني و تحت ساختار مالکيت خاصي داراي اثر متفاوتي باشند .

برادران شرکا و مطهري (1386) در پژوهشي تحت عنوان رابطه متغيرهاي مهم کلان اقتصادي با متغيرهاي عمده حسابداري در ايران از توليد ناخالص داخلي ، درآمدهاي نفتي ، سرمايه گذاري در بخش ساختمان و تورم به عنوان متغير مستقل و از درآمد فروش ، بهاي تمام شده کالاي فروش رفته و سود عملياتي پرداخته نسبت حاشيه سود عمليات ، بازده دارايي و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغيرهاي وابسته استفاده کردند و به منظور بررسي هدف دو فرضيه به شرح زير تعريف کردند :

الف : متغيرهاي مهم کلان اقتصادي بر شاخصهاي عمده حسابداري صنايع پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثير معني داري دارند . ب : رشد متغيرهاي مهم اقتصادي بر عمده حسابداري صنايع پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثير معني داري دارد.

براي دريافت اطلاعات متغيرهاي وابسته شرکتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار در طي سالهاي 76 تا 85 را مورد بررسي قرار دادند و در مورد متغيرهاي مستقل عمدتاً از نشريات مختلف بانک مرکزي ، نماگر هاي اقتصادي ، ديسک اطلاعاتي بانک مرکزي و فصل نامه اقتصاد و مسکن استفاده کردند و براي بررسي فرضيه هاي تحقيق و با توجه به ماهيت اطلاعات و داده هاي تحقيق که مبتني بر اطلاعات واقعي گذشته و از نوع سري هاي زماني و مقطعي مي باشد . روش آماري به کار گرفته شده رگرسيون خطي چند متغيره مي باشد . با توجه به اينکه متغيرهاي مستقل مورد استفاده در تحقيق همبستگي شديدي با هم داشته اند بنابراين شکل هم خطي در مدل برآمدي به وجود آمد که براي رفع آن از تحليل عاملي استفاده کردند .

در آزمون فرضيه هاي تحقيق ابتدا رابطه بين درآمد فروش ، بهاي تمام شده کالاي فروش رفته و سود عملياتي با 4 متغير مهم کلان اقتصادي شامل : توليد ناخالص داخلي (بدون نفت) ، درآمد نفت ، سرمايه گذاري در بخش ساختمان و تورم به صورت تک تک و توام مورد آزمون قرار دادند . سپس رابطه رشد چهار متغير مهم کلان اقتصادي با نسبت حاشيه سود عملياتي با بازده دارايي و بازده حقوق صاحبان سهام مورد تجزيه و تحليل قرار داده اند که متوجه شدند به طور کلي 3 متغير وابسته با نرخ تورم در سطح خطاي 5 درصد رابطه معکوس و با سه متغير مستقل ديگر رابطه مستقيم دارند چون ميزان ضريب همبستگي ميان 3 متغير مستقل بسيار بالا بوده از روش تحليلي به عنوان روش کارامد براي کاهش بعد متغيرها استفاده کردند و همچنين يافتند که بين سه متغير توضيحي غير از تورم با نسبت حاشيه سود عملياتي بازده دارايي و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه اي وجود ندارد اما نرخ تورم با نسبت حاشيه سود عملياتي و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداري وجود دارد ولي با بازده دارايي ها رابطه معناداري وجود ندارد و با توجه به تحليل ضرايب همبستگي و ضرايب عامل ها متوجه شده اند که رابطه متغير هاي اقتصادي با شاخص هاي عمده حسابداري به دليل استفاده از اصل بهاي تمام شده تاريخي ضعيف است .

سجادي ، فرازوند و علي صوحي(1389) در همين راستا پژوهشي با نام بررسي رابطه متغيرهاي کلان اقتصادي و شاخص کل قيمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند که با هدف تعيين رابطه بلند مدت بين نرخ رشد شاخص کل قيمت سهام و مجموعه اي از متغيرهاي کلان اقتصادي از قبيل نرخ تورم ، نرخ نقدينگي ، نرخ ارز ، نرخ سود سود واقعي بانکي و درآمد نفتي انجام دادند که به دنبال مشخص کردند ميزان تأثير متغيرهاي کلان اقتصادي بر نرخ رشد شاخص هاي قيمت در بورس اوراق بهادار تهران و کمک به تدوين سياست هاي کلان اقتصادي به ويژه سياست هاي پولي و مالي و سياست هاي مربوط به بورس اوراق بهادار بودند .

ايشان در انجام پژوهش داده ها مربوط به متغيرهاي مستقل را به صورت فصلي از سياست بانک مرکزي به نماگرهاي اقتصادي و متغيرهاي وابسته را از نماگرهاي بورس اوراق بهادار استخراج کردند و قلمرو زماني تحقيق را سه ماهه ي دوم سال 1374 تا پايان سه ماهه ي چهارم سال 1386 و قلمرو مکاني آن را تمامي شرکت هاي فعال در بورس اوراق بهادار تهران تعيين کردند . و به منظور تجزيه و تحليل با توجه به اينکه معمولاً سري هاي زماني در بررسي هاي اقتصاد کلان ناپايا هستند و ناپايايي آن ها اسکان بروز رگرسيون کاذب در مطالعات تجربي را فراهم مي آورد از اين دو پايايي متغيرها با استفاده از آزمون ريشه واحد ديکي فولر تعميم يافته مورد آزمون قرار دادند که نتايج اين آزمون حاکي از اين است که متغيرهاي نرخ نقدينگي و نرخ رشد شاخص کل قيمت سهام در سطح پايا و ساير متغيرها در تفاضل مرتبه اول پايا هستند و براي انتخاب وقفه بهينه از معيار شوارتز بيزن استفاده کردند و با توجه به معنادار نبودن ضريب متغيرهاينرخ سود واقعي بانکي و نرخ ارز ، متغيرهاي مزبور از الگو حذف گرديد و دوباره الگوي جديد برآورد شد و آماره هايt محاسباتي حاکي از اين بوده که ضرايب متغيرهاي توضيحي نرخ تورم و نرخ نقدينگي از نظر آماري با اطمينان 95 درصد ضريب متغير درآمد نفتي با اطمينان 85 درصد معني دار بوده است که نشان دهنده رابطه منفي بين متغيرهاي ذکر شده با شاخص کل سهام مي باشد و در ادامه نيز به عدم وجود رابطه معنادار بين نرخ سود واقعي بانکي و نرخ ارز با شاخص کل سهام رسيدند که در انتها محققين اين پژوهش به تصميم گيران و سياست گذاران اقتصادي توصيه کردند که هنگام تدوين سياست هاي پولي و مالي در سطح کلان ، آثار ناشي از تصميم هاي مذبور را بر شاخص هاي بازار سهام و ساير بازارهاي مالي ديگر مدنظر قرار دهند .

# منابع فارسي:

1. آذر، ع، ومحمود مؤمني ،1385 ، "**آمار و کاربرد آن در مديريت**"، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران.
2. پارسائيان ،ع ، 1384،"**تئوري حسابداري**" تاليف احمد رياحي بلكويي،تهران:دفتر پژوهش هاي فرهنگي.
3. جمشيدي،خ ، 1381 ،"**آمار و كاربرد آن در مديريت**"، تهران،انتشارات دانشگاه پيام نور .
4. خاکي، غ،1387 ،"**روش تحقيق با رويکردي به پايان نامه نويسي**"، انتشارات بازتاب، چاپ هشتم .
5. شباهنگ، ر،1382،"**تئوري حسابداري**"، جلد اول از انتشارات مركز تحقيقات تخصصي حسابداري و حسابرسي ،سازمان حسابرسي .
6. برادران شرکا ، ح،1386 ، **" رابطه متغير هاي مهم کلان اقتصادي با متغير هاي عمده حسابداري در ايران** " ، مطالعات حسابداري
7. سجادي ، ح ، 1389،" **بررسي رابطه ي متغير هاي کلان اقتصادي و شاخص کل قيمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران** " ، تحقيقات حسابداري
8. سينايي ، ح ، 1384،" **بررسي تاثير ويژگي هاي شرکت ها بر ساختار سرمايه ( اهرم مالي )** "
9. نعمتي ، ع ، 1388،" **بررسي تطبيقي عوامل تعيين کننده ساختار سرمايه در ايران با کشور هاي آسياي جنوب شرقي**"، دانش و پژوهش حسابداري
10. نمازي ، م، 1384 ،" **بررسي رابطه ي ساختار سرمايه با سود اوري شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران** "، بررسي هاي حسابداري و حسابرسي
11. رحيميان ، ن ، 1380 ،" **تاملي در شيوه هاي تامين مالي در واحد هاي اقتصادي** " ، حسابدار، 146
12. سيد فهيم نژاد ، س ، 1381 ، " **بررسي رابطه بين نسبت بدهي با سود و بازده دارايي ها در شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران** " .
13. کنعاني ، م ، 1384 ، " **تعيين رابطه بين مخارج سرمايه اي با ضريب Q و بازده آتي سهام در شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**"

# منابع لاتين:

1-Amidu . M ,(2007)," ***Determinants of capital structure of banks inGhana*** " , Baltic journal of management,2, P:67-82.

2-Bardley .M.G, Jarrell.H,Kim, (1984) , " ***on the existence of an optimal capital structure : theory and evidence*** " , Journal of finance , Vol 2, P:17-32 .

1. Bokpin. a , (2009) ,**" *Macroeconomic development and capital structure decisions of firms*"** , Studies in economics and finance, 26, p129-144.

4-Chehab .A.F,(1995) ,"***Essays on the determinats of capital structure*** "

5- Eriotis . n, (2007) , "***How firm characteristics affect capital structure*** ", Managerial finance, P:37-52.

6-Omran . m, (2009) , **" *Capital structure and firmcharacteristic*s "** , Review of Accounting and Finance,8, P:11-32.

7-Remmers .L, Other,(1975) ***," Industry and size as debt ratio determinats in manufacturing internationalist",*** financial mangmen ,Vol 3, P:15-28.

8- Serrasqueiro . M, (2009) **," *Capital structure of listed Portuguese companies*",** Review of Accounting and Finance,8, P:54-69

9-Viviani , j , ( 2008) , **"*Capital structure determinants*** " , International journal of wine business Research, 20, P:171-186

# منابع اينترنتي:

1. www. Irbourse. Com
2. www.sid.ir
3. [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com)

1. David Durand [↑](#footnote-ref-1)
2. Modigliani & Miller [↑](#footnote-ref-2)
3. Arbitrage [↑](#footnote-ref-3)
4. Net operating income approach [↑](#footnote-ref-4)
5. Net income approach [↑](#footnote-ref-5)
6. Market value [↑](#footnote-ref-6)
7. Expected return [↑](#footnote-ref-7)
8. Weighted average cost of capital [↑](#footnote-ref-8)
9. myers [↑](#footnote-ref-9)
10. Static trade off [↑](#footnote-ref-10)
11. Pecking order [↑](#footnote-ref-11)
12. fernandes [↑](#footnote-ref-12)
13. Damodorn school [↑](#footnote-ref-13)
14. Harvard business school [↑](#footnote-ref-14)
15. Zero coupon bond [↑](#footnote-ref-15)
16. Lasfer , 2000 [↑](#footnote-ref-16)
17. Commercial papers [↑](#footnote-ref-17)
18. Secured bond [↑](#footnote-ref-18)
19. unSecured bond [↑](#footnote-ref-19)
20. Pettroff , 2001 [↑](#footnote-ref-20)
21. Fabozzi F .J,1992 [↑](#footnote-ref-21)
22. Petroff , 2001 [↑](#footnote-ref-22)
23. flexibility [↑](#footnote-ref-23)
24. Risk [↑](#footnote-ref-24)
25. Income [↑](#footnote-ref-25)
26. Control [↑](#footnote-ref-26)
27. Timing [↑](#footnote-ref-27)
28. Cost of capital [↑](#footnote-ref-28)
29. Long term sources [↑](#footnote-ref-29)
30. Capital budgeting [↑](#footnote-ref-30)
31. Dividend [↑](#footnote-ref-31)
32. Growth rate [↑](#footnote-ref-32)
33. Capital assets pricing model [↑](#footnote-ref-33)
34. Optimal capital structure [↑](#footnote-ref-34)
35. Net income [↑](#footnote-ref-35)
36. Net operational income [↑](#footnote-ref-36)
37. Discount rate [↑](#footnote-ref-37)
38. David durand [↑](#footnote-ref-38)
39. Business risk [↑](#footnote-ref-39)
40. myers [↑](#footnote-ref-40)
41. Bradly .M ., G .jarrel , H , kim [↑](#footnote-ref-41)
42. Chehab [↑](#footnote-ref-42)
43. Bokpin, alufar , 2009 [↑](#footnote-ref-43)