**مبانی نظری هزینه سرمایه و مدلهاي هزينه سرمايه**

[**فصل دوم: مروری بر ادبيات تحقيق**](#_Toc293856092)

[1-2 مقدمه 17](#_Toc293856094)

[2-2مبانی نظری تحقيق 18](#_Toc293856095)

[1-2-2هزینه سرمایه: 18](#_Toc293856096)

[2-2-2تعیین هزينه هاي بخشهای ترکیب سرمایه 19](#_Toc293856097)

[1-2-2-2هزينه خاص بدهي 19](#_Toc293856098)

[2-2-2-2هزينه خاص سهام ممتاز 19](#_Toc293856099)

[3-2-2-2هزينه خاص سهام عادي 20](#_Toc293856100)

[4-2-2-2هزينه خاص سود انباشته 20](#_Toc293856101)

[3-2-2مدلهاي هزينه سرمايه 21](#_Toc293856102)

[1-3-2-2 نرخ بازده متوسط تحقق يافته 21](#_Toc293856103)

[2-3-2-2 مدل نرخ بازده متوسط تحقق يافته تعديل شده 21](#_Toc293856104)

[3-3-2-2مدل قيمت گذاري دارایي سرمايه اي 22](#_Toc293856105)

[4-3-2-2مدل رشد سود تقسيمي 22](#_Toc293856106)

[4-2-2 اهرم مالی و ارزش گذاری شرکت ها 23](#_Toc293856107)

[5-2-2مفهوم ساختار سرمایه 23](#_Toc293856108)

[6-2-2عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه 24](#_Toc293856109)

[7-2-2عوامل داخلی مؤثر بر ساختار سرمایه 26](#_Toc293856110)

[8-2-2عوامل خارجی مؤثر بر ساختار سرمایه 28](#_Toc293856111)

[9-2-2ضرورت توجه به پارامترهای داخلی 29](#_Toc293856112)

[10-2-2دیدگاه‌ی مؤثر بر ساختار سرمایه 30](#_Toc293856113)

[1-10-2-2دیدگاه سود خالص : 34](#_Toc293856114)

[2-10-2-2 دیدگاه سنتی : 35](#_Toc293856115)

[3-10-2-2 الگوي ميلر- موديلياني بدون ماليات 37](#_Toc293856116)

[4-10-2-2 الگوي ميلر- موديلياني با اثر ماليات شركت ها 38](#_Toc293856117)

[5-10-2-2 الگوي ميلر 39](#_Toc293856118)

[11-2-2انتقادهايي بر الگوي ميلر و الگوي ميلر و موديلياني 39](#_Toc293856119)

[12-2-2 تئوری توازی ایستا : 40](#_Toc293856120)

[13-2-2تئوري سلسله مراتبی(تئوري ترجيحي): 41](#_Toc293856121)

[14-2-2فرضيه جريان نقدي آزاد : 42](#_Toc293856122)

[15-2-2 نظریه ساختار سرمایه در چارچوب مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای 42](#_Toc293856123)

[16-2-2مالیات و ساختار سرمایه : 43](#_Toc293856124)

[17-2-2مالیات بر درآمد شرکت : 44](#_Toc293856125)

[18-2-2اثر هزینه های ورشکستگی 44](#_Toc293856126)

[19-2-2مالیات و هزینه های ورشکستگی 46](#_Toc293856127)

[20-2-2سایر نواقص بازار سرمایه : 48](#_Toc293856128)

[21-2-2 اهرم شخصی و اهرم شرکتی جایگزین کاملی نیست 48](#_Toc293856129)

[22-2-2تفاوت هزینه های وام گیری 49](#_Toc293856130)

[23-2-2هزینه های نمایندگی 49](#_Toc293856131)

[24-2-2 سیگنال های مالی 51](#_Toc293856132)

[25-2-2 تئوري اطلاعات نامتقارن يا تئوري هشدار دهنده 52](#_Toc293856133)

[26-2-2ساختار مطلوب در عمل 52](#_Toc293856134)

[27-2-2 تعبير ميلر از تئوري ساختار سرمايه 53](#_Toc293856135)

[28-2-2 انعطاف پذیری مالی 54](#_Toc293856136)

# مقدمه

يكي از اصلي ترين تصميمات مديران مالي در شركت هاي سهامي عام، تعيين تركيب بدهي و سهام است كه اين تصميمات بايد در راستاي به حداكثر رساندن ثروت سهامداران، اتخاذ شوند.

ديدگاه سنتي در ساختار سرمايه، بر اين نظريه استوار بود كه مي توان با استفاده از اهرم، ارزش شركت را افزايش داد. اما آغاز نظريات مدرن ساختار سرمايه را مي توان مقاله اوليه موديلياني و ميلر(1958) دانست كه اظهار كردند، تحت شرايط خاص (وجود بازار رقابت كامل، نبود ماليات بر درآمد، عدم وجود هزينه هاي ورشكستگي و نمايندگي، وجود تقارن اطلاعاتي بين فعالان بازار سرمايه)، ارزش شركت مستقل از ساختار سرمايه است. اندكي بعد درسال1963، اين دو انديشمند، با افزودن معافيت هاي مالياتي بدهي براي شركت هايي كه از بدهي استفاده مي كنند، ايجاد اهرم مالي را باعث افزايش ارزش شركت دانستند. سپس، ميلر در سال1977، با افزودن ماليات بر درآمدهاي شخصي به مدل، دريافت كه مزاياي مالياتي به وسيله ماليات بر درآمدهاي شخصي از بين مي رود.

با اين وجود، شواهد حاصل از مطالعات تجربي نشان داد كه رفتار واقعي تامين مالي شركت ها، با ادبيات نظريه هاي ساختار سرمايه سازگاري ندارند. بنابراين، متعاقب انتشار نظريات موديلياني و ميلر درسال هاي 1958 و 1963 و رفتار متناقض شركت ها، تئوري هاي نويني مانند توازي ايستا و ترجيحي ارائه شدند. در تئوري توازي ايستا فرض مي شود، شركت يك نسبت بدهي مطلوب را تعيين كرده و به سوي آن حركت مي كند. در تئوري ترجيحي، شركت ها تامين مالي داخلي را به تامين مالي خارجي ترجيح مي دهند و نسبت بدهي مطلوب و مشخصي براي شركت ها وجود ندارد(قالیباف و ایزدی،1388،ص106-105)1.

در ادامه فصل مبانی نظری تحقیق به صورت مبسوط ارائه می گردد، مبانی نظری شامل هزینه سرمایه، بخشهای ساختار سرمایه، مدلهای ساختار سرمایه، اهرم مالی و ارزش گذاری شرکت، مفهوم ساختار سرمایه، عوامل موثر بر ساختار سرمایه، دیدگاه های موثر بر ساختار سرمایه، تئوری های ساختار سرمایه، مالیات و ساختار سرمایه، ساختار سرمایه و ورشکستگی و در نهایت انعطاف پذیری مالی می باشد که در ادامه توضیح داده خواهد شد. همچنین در ادامه فصل به پیشینه تحقیق نیز اشاره شده است.

# 2-2مبانی نظری تحقيق

# 1-2-2هزینه سرمایه:

هزینه سرمایه بازدهی است که بایستی برای استفاده از وجوه سرمایه گذار تهیه شود. اگروجوه قرض شوند هزینه بهره اي است که بایستی برای وام پرداخت شود. اگروجوه حقوق صاحبان سهام هستند، هزینه بازدهی است که سرمایه گذار چه ازقیمت سهام و چه سود تقسیمی انتظار دارد. از دیدگاه سرمایه گذار هزینه سرمایه همان نرخ مورد انتظار بازده می باشد .

نرخ مورد انتظار بازده برای سرمایه گذاری و ارزش به هم پیچیده می باشد. اگر شما اوراق قرضه بخرید شما انتظار دریافت بهره و باز پرداخت اصل رادر آینده دارید. قیمتی که شما پرداخت مینمایید نرخ مورد انتظار بازده شمارا منعکس میسازد . چه چیزی نرخ مورد انتظار شمارا تعیین می نماید؟ هزینه فرصت ، بازدهی است که شما میتوانید در یک سرمایه گذاری با ریسک مشابه بدست بیاورید. فرض کنید پس از اینکه شما این اوراق قرضه را خریدید نرخهای بهره بازار افزایش بیابد. نرخ مورد انتظار بازده شما نیز افزایش می یابد. زمانیکه نرخ بازده مورد نیاز شما افزایش می یابد ارزش بهره ، بهره آتی واصل اوراق قرضه شما بانرخ تنزیل افت میکند نرخی که شما جهت افزایش جریان نقد آتی به ارزش روز استفاده میکنیدافزایش می یابد . هزینه سرمایه یک واحد تجاری هزینه منابع بلند مدت وجوه آن است : بدهی، سهام ممتاز و سهام عادی . و هزینه هر منبع ریسک داراییهایي که واحد تجاری در آن سرمایه گذاری نموده است را منعکس می نماید . واحد تجاری که در داراییها یی که ریسک کمی دارند سرمایه گذاری می کند قادر به تحمل هزینه سرمایه پایین تری نسبت به واحد تجاری که در داراییهایی که ریسک بالایی دارند سرمایه گذاری می کنند خواهد بود. برای مثال یک عمده فروشی ریسک کمتری نسبت به یک واحد تجاری حفر چاههای نفت دارد . برای واحد تجاری توصیف شده بدهی ریسک کمتری نسبت به سهام ممتاز دارد و سهام ممتاز ریسک کمتری نسبت به سهام عادی دارا میباشد. بنابراین سهامداران ممتاز به بازده بیشتری نسبت به بستانکاران و سهامداران عادی به بازده بیشتری نسبت به سهامداران ممتاز نیازمند میباشند(ثقفي و عثمانی ،1381، ص34)1.

# 2-2-2تعیین هزينه هاي بخشهای ترکیب سرمایه

# 1-2-2-2هزينه خاص بدهي

تامين مالي از طريق بدهي که موجبات افزايش اهرم مالي را فراهم مي سازد هزينه هایي به دنبال دارد که بارزترين آن بهره پرداختي به تامين کنندگان است. هزينه بهره و هزينه عقد قرارداد بدهيهاي بلند مدت با بهره از جمله هزينه هاي قابل قبول ماليـــاتي هستند کـه اين موضوع جذابيت افزايش اينگونه بدهيها را بيشتر نموده است(رحیمی دستجردی و ایزدی نیا،1386،ص34)1.

هزينه خاص بدهي شركت براساس فرمول زيرمحاسبه مي شود:



هزینه بدهی

هزینه موثر بدهی قبل از کسر مالیات بر مبنای نرخ سالیانه



نرخ هزینه ایجاد و فروش بدهی

ارزش بدهی

میزان بهره متعلق به بدهی

 مالیات

# 2-2-2-2هزينه خاص سهام ممتاز

هزينه سرمايه تامين شده از محل سهام ممتاز تابعي از سود است که طبق قرارداد بـراي آنهاتعيين شده است. نرخ بـــازده مورد انتظار سهامداران ممــتازاصولا بيش از نرخ مورد انتـظار تامين کنندگان بدهيهاي بلند مدت است چون ريسک پذيرفته شده توسط آنها بيشتر است.

بديهي است که سهام ممتاز سپر مالياتي ايجاد نمي کند و از اين نظر نســبت به بدهي با بهره ازجذابيت کمتري برخوردار است.

 هزينه خاص سهـــام ممتاز بر اساس فرمول زير محاسبه مي گردد:



نرخ هزينه خاص هر برگ از سهام ممتاز

سود پرداخـــــتي ساليانه هر سهـــم

  پول دريافتــــي از فروش هر سهــم

# 3-2-2-2هزينه خاص سهام عادي

يکي از مهمترين منابع تامين مالي واحدهاي اقتصادي،سهام عادي وحقـــوق متعلق به آنها است. صاحبان سـهام عــــادي نسبت به ساير تـــامين کنندگان منابع مالي واحد اقتصادي، بيشترين ريسک را متحمل مي شوند، لذا طبيعي است که نرخ بازده مورد انتظار آنها بيشترين نرخ بازده مورد انتظار باشد.

هزينه خاص سهام عادي بر اساس فرمول زير محاسبه مي گردد:



نرخ هزينه خاص سهام عادي

ارزش بازار سهام عادی

سود هر سهم

# 4-2-2-2هزينه خاص سود انباشته

زماني که شرکت سود را انباشته مي کند به اين منظور است که اين سود را براي صاحبان سهام در شرکت سرمايه گذاري کند. بازده مورد انتظار سهامـداران نسبت به وجوه انباشته شده برابربا تعداد سهامي از شرکت است که اگر سود انباشته بـه صورت سود تقسيمي به آنها پرداخت شده بود مي توانستند با اين وجوه آن تعداد سهام را خريداري کنند که به آن هزينه خاص سود انباشته مي گويـند(کراکن،2004، 64) [[1]](#footnote-1). بنحو معمول روشهاي تأمين مالي از محل سود انباشته مشابه روشهاي محاسبه هزينه سهام عادي مي باشد با اين تفاوت كه درمحاسبه آن هزينه انتشار سهام در نظر گرفته نمي شود(رحیمی دستجردی و ایزدی نیا،1386،ص34)2.

هزينه تأمين مالي از محل سود انباشته

براي لحاظ كردن هزينه خاص سرمايه هريك از منابع سرمايه بايد هزينه سرمايه هر منبع را در وزن مربوط به خود ضرب كرده و سپس مقادير به دست آمده را جمــــع كنيم، حاصل ميانگين

 موزون هزينه سرمايه ناميده مي شود :



# 3-2-2مدلهاي هزينه سرمايه

در خصوص هزينه سرمايه مدلهاي مختلفي تاکنون مطرح ودر بازارهاي مالي مورد استفاده قرار گرفته است. هر کدام از اين مدلها در مقطعي از زمان ودر يک يا چند بازار مشخــص داراي کارایـي لازم بــراي برآورد هزينه سرمايـــه بوده اند وبه مــرور زمان از کارایي آنها کاسته شده وجايگزين يکديگر شده اند( ثقفي و عثمانی،1381،ص 39)[[2]](#footnote-2).اين مدلها عبارتند از:

# 1-3-2-2 نرخ بازده متوسط تحقق يافته[[3]](#footnote-3)

طبق اين مــدل سرمايه گذاران در سهــام عادي،انتظاري که از سـرمايه گذاري خود دارند، معادل همان بازدهي است که دردوره يا دوره هاي گذشته عايد آنها شده است. بازدهي که عايد سهامدار عادي مــي شود به دو شکل ظــاهر مــي شود: يکي سود نقــدي تقسيم شده وديگري تغيير قيمت سهام نسبت به ابتداي دوره است. محاســبه هزينه سرمايه از طريق اين مدل هر چند در مقاطعي از زمان مورد اعتراض قرار گرفت اما به نحو گستــرده اي بعنوان روشي جهت تخمين هزينه سرمايه به کار گرفته شده است.

# 2-3-2-2 مدل نرخ بازده متوسط تحقق يافته تعديل شده[[4]](#footnote-4)

اين مدل همان مدل نرخ بـــازده تحقق يافته است که بابت رشد سود تقسيمي تعديل شده است. طبق اين مدل نرخ بازده مورد انتظار صاحبان سـهام عادي، تحت تاثير دو متغير ديگر قرار مي گيرد که عبارتند از: نرخ رشد سودهاي آتي ودرصد سود تقسيمي. ايرادي که به اين مدل وارد است اين است که اول نرخ رشد ثابت نيست وقابليت پيش بيني آن همانند خود هزينه سرمايه مشکل است و دوم درصد سود تقسيمي در بسياري از واحدهاي اقتصادي ثابت نيست وباتوجه به تصميمات شرکتها جهت انجام سرمايه گذاري واستفاده از منــابع داخلي مي تواند دستخوش تغيير شود.

# 3-3-2-2مدل قيمت گذاري دارایي سرمايه اي[[5]](#footnote-5)

بطور خلاصه اين مدل نشان مي دهد که نرخ بازده مورد انتظار سهام عادي مساوي نرخ بازده اوراق بهادار بدون ريسک بعلاوه صرف ريسکي است که سهامداران به خاطــر تقبل سطح معيني از ريسک مي طلبند. هرچه درجه ريسک سيستماتيک بيشتر باشد بازدهي که سهـامداران روي ورقه سهام طلب مي کنند بيـشتر خواهد بود. مفروضات اين مدل عبارتند از:

در بـــازار کارای سرمايه، تـــنها ريسک سيــستماتيک وجود دارد و ريـــسک غـير سيستماتيک را ميتوان از طـــريق تنوع بخشي از بــين برد ريسک سيستماتيک در طـول دوره پروژه ثابت است.

# 4-3-2-2مدل رشد سود تقسيمي[[6]](#footnote-6)

اين مدل مبتني بر مفروضات زير است:

1. سود سهام تنها درآمدي است که سهامداران از سرمايه گــذاري خود در سهام به دست مي آورند.
2. سود سهام سالانه پرداخت مي شود.
3. ميزان سود تقسيمي بر اساس نرخ مرکب رشد ثابت سالانه افزايش مي يابد.
4. نرخ رشد سود تقسيمي از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران کمتر است.

فرض اساسي در اين مدل آن است كه سودهاي مورد انتظار با نرخ ثابت رشد مي کنند، بـــنابراين کاربرد اين مدل محدود به شرکتهایـي مي شود که جريان سود تقسيمي آينده آنها بر اساس چنين فرضي قرار گرفته باشد. نقطـــه ضعف اين مدل درآن است که فرض مي شود مي توان سهام را در يک مقطع مشخص زماني در آينده به فروش رسانيد، ولي معمولاً خريداران سهام در زمان خريد اينـــگونه قضاوت نــمي کنند وحتي درصورت صحت فرض مزبور ممـکن است در آن زمان مشخص در آينده خريداري براي سهام آنها وجود نداشته باشد.

# 4-2-2 اهرم مالی و ارزش گذاری شرکت ها

تحقیقات مالی اهرم را به عنوان میزان بدهی که به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز برای دارایی مورد نیاز کسب می گردد، تعریف کرده است بنابر تعریف مذکور، شرکت ها از لحاظ تأمین مالی در قالب شرکت های با درجه ی اهرم مالی بالا و پایین قابل تعریفند. به عقیده داگلاس، اهرم مالی توانایی تغییر بازده و ریسک شرکت ها را داراست بنابراین ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه ای متقابل و تنگاتنگ دارد. لذا استفاده شرکت ها از شیوه های مختلف تأمین مالی منوط به وجود شرایط و اثر متغیرهای اقتضایی است که گاهی بر اساس موقعیت و برای جهت گیری شرکت ها در بازار و نیز ارزیابی آن ها از طرف مؤسسات تأمین اعتبار به وجود می آید. اما لزوم توجه به تئوری نمایندگی در این است که تعارض دارندگان سهام، مالکین، گردانندگان و نیز صاحبان اوراق قرضه بر تصمیم گیری تأمین سرمایه و سرمایه گذاری مؤثر است(فریدونی،1386،ص36)[[7]](#footnote-7). جنسن و مک لینگ[[8]](#footnote-8) بیان می کنند که مقدار بدهی از طریق تخفیف مالیاتی بهره پرداختنی ، هزینه های ورشکستگی و هزینه های نمایندگی به وجود می آید که این امر در زما نبندی تصمیمات سرمایه گذاری و ارزش شرکت مؤثر است. توماس جاندیک و آنیل ماخیجا[[9]](#footnote-9) بیان می دارند که افزایش قابل توجه اهرم مالی ممکن است نشانه ای از تعهد مدیریتی به منظور بهبود عملکرد باشد. بنابراین ارزش شرکت و اهرم همان گونه که قبلاً نیز بیان گردید، می توانند رابطه مثبتی با هم داشته باشند.

# 5-2-2مفهوم ساختار سرمایه

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌ها با آن تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند. شرکت‌ها از دو منبع بدهی و حقوق صاحبان سهام در ترکیب ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. انتخاب بین بدهی و یا حقوق صاحبان سهام به عنوان یک منبع تأمین مالی جدید تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی است که بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارند. برای تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها ابتدا می‌بایستی با توجه به نیاز‌های مالی جهت انجام سرمایه گذاری میزان نیاز مالی جدید را مشخص کرد و سپس اقدام به تعيين نوع منبع نمود.

هدف از تعیین ساختار سرمایه ، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران یا همان مالکان واقعی شرکت است. البته تغییرات ثروت سهامداران تحت تأثیر عوامل مختلفی است که ترکیبات ساختار سرمایه یکی از آنهاست. اگر شرکتی اوراق قرضه بیشتری منتشر نماید ، نقطه سر به سر مالی و درجه اهرم مالی آن بالا خواهد رفت. اگر شرکت به نرخ بازدهی بیشتری از نرخ وامها دست بیابد سود هر سهم افزایش خواهد یافت.در غیر این صورت با کاهش سودهرسهم مواجه خواهد شد(جهانخانی و دمنه،1384،ص 27)1.

پس مدیران مالی توجه خود را به آثار و نتایج به کارگیری روش‌های گوناگون تأمین مالی بر ریسک و بازده معطوف می‌کنند و از این طریق تأثیر استفاده از ترکیب‌های مختلف ساختار مالی را بر ثروت سهامداران می‌سنجند ، بطور کلی ساختار سرمایه بهینه را می‌توان به صورت زیر تعریف کرد :

"ساختار سرمایه بهینه آن ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برساند و در نتیجه ثروت سهامداران را بیشتر نماید."

# 6-2-2عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه

همانگونه که اشاره شد ، ساختار سرمایه شرکت تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی متعددی می‌باشد ، عوامل داخلی ، آن عواملی است که از داخل شرکت بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیر گذار می‌باشد و عوامل خارجی آن دسته عوامل است که از محیط بیرونی بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیرگذار می‌باشند. تأمین مالی مورد نیاز جهت انجام طرح‌های آتی شرکت و یا به منظور اصلاح ساختار مالی شرکت می‌تواند از محل بدهی‌ها و یا حقوق صاحبان سهام باشد. استفاده بیش از حد از حقوق صاحبان سهام باعث افزایش بازدهی مورد انتظار سهامداران شده و هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهند. از طرفی استفاده بیش از حد از بدهی‌ها در انواع کوتاه مدت یا بلند مدت می‌تواند باعث افزایش ریسک مالی شرکت و کاهش قدرت انعطاف پذیری مالی آن گردد.

آنچه در استفاده از انواع ابزار‌های مالی می‌بایست مورد توجه قرار گیرد رعایت اصل تطابق است. در اجرای این طرح بایستی برای تحصیل دارایی هاي کوتاه مدت که معمولاً نرخ بازدهی کمتری نیز دارد از منابع مالی کوتاه مدت و برای تحصیل دارایی‌های بلند مدت که ماندگاری بیشتری دارند و نرخ بازدهی آنها نیز بالاتر است از منابع مالی بلند مدت استفاده کنند.

استفاده از منابع مالی کوتاه مدت برای دارایی‌های بلند مدت به علت سررسید شدن این منابع منجر به افزایش ریسک شرکت می‌‌شود.

همچنین اگر شرکت از منابع بلند مدت به منظور اجرای طرح‌های کوتاه مدت استفاده نماید با توجه به نرخ بهره وامهای بلند مدت و نرخ بازدهی طرح‌ها می‌توان انتظار داشت که هزینه مالی شرکت افزایش یابد. شرکت همواره با توجه به شرایط ، منابع اخذ شده و محل مصرف این منابع اقدام به اصلاح ساختار مالی خود و جایگزینی این منابع با یکدیگر می‌نمایند. جایگزینی حقوق صاحبان سهام با بدهی‌ها عمدتاً به منظور کاهش ریسک شرکت و افزایش نسبت مالکانه صورت می‌گیرد. با این توضیح در ادامه به بررسی ویژگی‌های اوراق بهادار عادی که بر انتخاب ترکیب ساختار سرمایه شرکت مؤثرند توجه کنیم(مشیری و محمدی،1384،ص42)1.

* حقوق مالکانه :

انتشار سهام جدید مستلزم اعطای حقوق مالکان به سهامداران جدید است ، یعنی هنگامی که شرکت اقدام به انتشار سهام جدید می نماید در واقع دیگران را در دارایی‌های شرکت سهیم نموده است. در حالی که استقراض چه از طریق انتشار اوراق قرضه و چه از طریق ایجاد بدهی بانکی یا غیر بانکی باعث اعطای حق مالکیت و کنترل بر روی دارایی‌های شرکت به اعطاء کننده وام و اعتبار نخواهد شد. اعطای حقوق مالکان به سهامداران ممتاز بستگی به نظر سهامداران عادی و مالکان اصلی شرکت دارد. هرگاه مالکان شرکت نخواهند حقوق مالکانه خود را با دیگران تقسیم نمایند به جای اقدام به انتشار سهام جدید ، بدهی و انتشار سهام ممتاز بدون حقوق ايجاد می‌نمایند. به این ترتیب از حقوق مالکانه خود در شرکت پاسداری می‌نمایند.

* الزامات پرداخت

بدهی سررسید می‌شود و شرکت می‌بایست بر اساس مفاد مندرج در قرارداد نسبت به باز پرداخت اصل و فرع آن اقدام کند. عدم پرداخت اصل و فرع بدهی‌ها در سررسید باعث استیلای بستانکاران بر امور شرکت می‌گردد و منافع سهامداران عادی را با خطر مواجه می‌کند. سهام ممتاز علی‌رغم اینکه به مانند بدهی‌ها سررسید ندارد اما ممکن است شرکت را متعهد به پرداخت مقدار معینی از سود سالیانه نموده باشد در هر حال دارای اولویت سود سهام نسبت به سایر سهامداران عادی می‌باشد. اما سهام عادی یک تأمین مالی دائمی است ، این تأمین مالی اگر چه هیچگاه سررسید نمی‌شود. در عین حال الزامی هم به پرداخت مشخص و معین سالیانه ندارد بطوری که شرکت‌ها می‌توانند سود سالیانه سهام عادی را به غیر از مقدار مندرج در قانون تجارت با توافق سهامداران عادی در شرکت نگهدارند. به این ترتیب اقدام به سرمایه‌گذاری مجدد وجوه نمایند.

* ادعا بر دارایی

به هنگام ورشکستگی شرکت وام دهندگان و دارندگان اوراق قرضه اولین کسانی هستند که از حقوق خود نسبت به دارایی‌های شرکت بهره‌مند می‌شوند. دارندگان سهام ممتاز در رده دوم اهمیت قرار می‌گیرند و سهامداران عادی ، وارثان باقی مانده از دارایی‌های شرکت هستند. هرگاه شرکت بخواهد تمامی حقوق دارای‌هایش متعلق به سهامداران عادی باشد می‌بایست صرفاً نسبت به انتشار سهام عادی جدید برای تأمین مالی اقدام نماید.

* ادعا بر سود

بهره وام و اوراق قرضه صرفنظر از میزان سود تحصیل شده توسط شرکت بایستی در سررسید‌های مقرر پرداخت گردد. سود سهامداران ممتاز نیز قبل از پرداخت سود سهامداران عادی پرداخت می‌شود و باقی مانده سود بین سهامداران عادی تقسیم می‌شود. اینکه سود سهامداران عادی از سود سایرین بیشتر است یا کمتر به نرخ بهره و سود تضمین شده اوراق قرضه و سهام ممتاز شرکت و رابطه آن با نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت بستگي دارد. لذا شرکتی که خواهان ایجاد محدودیت در توزیع سود بین سهامداران عادی است ، بهتر است با انتشار سهام ممتاز ایجاد بدهی دیگران را نسبت به سود شرکت محدود کند. همانگونه که ایجاد بدهی و یا انتشار سهام جدید دارای محاسن و معایب خاص خود می‌باشد با توجه به ویژگی‌هایی که در مورد اوراق بهادار نیز ذکر شد می‌توان با شناخت اهداف و شرایط شرکت نسبت به انتخاب بین سهام یا بدهی به عنوان منابع جدید تأمین مالی اقدام نمود.

# 7-2-2عوامل داخلی مؤثر بر ساختار سرمایه

عوامل درونی ساختار سرمایه آن دسته از شرایطی است که از درون شرکت بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد(مشیری و محمدی،1384،ص42)1.برخی از عوامل عبارتند از :

* رفع نیاز‌های مالی گذرا از طریق منابع کوتاه مدت

واحد تجاری ممکن است در فصل یا فصولی خاص از سال نیاز به منابع مالی فوق‌العاده داشته باشد. مثلاً برخی صنایع مانند تولیدکنندگان پوشاک اسباب بازی و یا شیرنی فروشیها ، در ماه‌های پایانی سال درست قبل از سال نو فصل پرکاری دارند. به همین دلیل نیازمند منابع مالی آنی‌ و ارزانقیمت هستند. استقراض بلند مدت یا دائمی با هزینه بالا برای اینگونه واحد‌های اقتصادی مقرون به صرفه نیست ، اینگونه واحد‌ها سعی می‌کنند نیاز‌های کوتاه مدت خود را از محل وام‌های کوتاه مدت مرتفع نمایند.

* درجه ریسک

بدهی بیشتر هم باعث تحمیل هزینه‌های مالی بیشتر شده که شامل هزینه بهره و هزینه های استقراض به واحد های وام گیرنده می‌شود و هم درجه ریسک مالی واحد‌های اقتصادی اهرمی یعنی احتمال ناتوانی در پرداخت‌های اصل و بهره‌ها در سررسید و نیز احتمال ورشکستگی اینگونه واحد ها و مؤسسات را افزایش می دهد. در حالی که استفاده از سهام نیاز به تجدید شدن نداشته و عدم پرداخت سود آن نیز خطر ورشکستگی برای شرکت را به دنبال ندارد. اما بدهی ریسک شرکت را افزایش می دهد.

* افزایش سود سهامداران

اگر شرکت با سرمایه گذاری وجوه حاصل از وام 11 درصدی بتواند 16 درصد بازدهی کسب کند مابه‌التفاوت 11درصد تا 16درصد پس از کسر مالیات متعلق به سهامداران شرکت است. این معجزه وام است ، افزایش سرمایه سهامداران بدون اینکه سرمایه‌گذاری جدیدی در شرکت توسط سهامداران صورت گیرد و این همان دلیلی است که شرکت ها به خاطر آن استقراض می‌کنند. البته شرکت اگر نتواند از محل سرمایه‌گذاری بازدهی حداقل معادل نرخ هزینه وام کسب کند در‌آمد سهامداران را کاهش خواهد داد.

* از دست دادن کنترل عملیات شرکت

در برخی از موارد شرکت به قراردادهای وامی تن می‌دهد که به موجب آن در صورتی که نتواند اصل و بهره وام را در سررسید معین پرداخت نماید می‌بایست به وام دهندگان یک کرسی در هیأت مدیره تقدیم نماید. اینگونه شرایط اگر چه به ندرت پیش می‌آید ولی ترس از بروز چنین اتفاقی شرکتها را در استفاده از اهرم (وام) به عنوان یکی از عوامل تأمین مالی محتاط می‌کند.

* انعطاف پذیری مالی

شرکت‌ها همواره تلاش می‌کنند تا بین بدهی و حقوق صاحبان سهام تعادلی برقرار کنند ، افزایش میزان بدهی باعث کاهش توان استقراض شرکت شده ، انعطاف پذیری شرکت را کاهش می‌دهد. نیاز به حفظ تعادل میان بدهی و حقوق صاحبان سهام به میزان اطمینان از انعطاف پذیری مالی باعث تنظیم ناخود‌آگاه رابطه بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه می‌گردد.

# 8-2-2عوامل خارجی مؤثر بر ساختار سرمایه

این عوامل شامل آن دسته از عواملی می‌شوند که از خارج واحد تجاری بر انتخاب بین حقوق صاحبان سهام یا بدهی به عنوان یک منبع جدید تأمین مالی تأثیر می‌گذارد (مشیری و محمدی، 1384، ص42)1. برخی از این عوامل عبارتند از :

* سطح کلی فعالیت

اگر سطح کلی فعالیت یک رشته تجاری در حال رشد باشد ، شرکت‌های آن صنعت به منظور گسترش دامنه فعالیت خود نیاز به منابع مالی بیشتری دارند. تلاش برای دست‌یابی به منابع مالی بلند مدت شرکت‌ها را بسوی بازار‌های مالی سوق می دهد. نمونه این وضعیت در کشور خودمان ، وضعیت چند سال اخیر شرکت‌های خودروسازی است که مکرراً اقدام به انتشار اوراق مشارکت نموده‌اند. از سوی دیگر افول یک صنعت ممکن است شرکت‌های آن صنعت را مجبور کند فعالیتشان را متوقف و اقدام به باز خرید سهام ممتاز و بازپرداخت بدهی کنند.

* سطح نرخ بهره

نرخ بهره اوراق قرضه تابعی از تراکنش میان عرضه و تقاضای پول در جامعه است. کمبود منابع مالی سرمايه گذاران در میان مدت باعث افزایش نرخ بهره می‌گردد در این حالت شرکت‌ها به جای اینکه سود سهام بین سهامداران توزیع کرده و برای تأمین مالی جدید به سمت وام‌های گران‌قیمت رو بیاورند سعی در نگه داری منابع مالی در داخل شرکت و دائمی کردن آنها از طریق سود انباشته به سهام عادی می‌نمایند. هنگامی که به علت عرضه فراوان پول در جامعه نرخ بهره کاهش یابد شرکت‌ها با توزیع سود بین سهامداران برای تأمین مالی جدید اقدام به استقراض با نرخ بهره کمتر نموده و به این ترتیب یک منبع تأمین مالی گران را توسط یک منبع مالی ارزان قیمت جایگزین کرده بدین ترتیب ارزش سهام فورا افزایش می‌يابد.

* سطح قیمت سهام

هنگامی که شرکت اقدام به انتشار سهام جدید کند انتظار دارد پول زیادی از محل فروش آن سهام بدست آید. این امر هنگامی تحقق می‌یابد که قیمت سهام در حد بالایی باشد به عبارت دیگر نسبت صرف سهام منتشره به ارزش سهام عادی قابل توجه باشد. در این حالت شرکت هنگامی که سهام عادی جدید منتشر می‌نماید مقدار زیادی پول از محل فروش تعداد کمی سهام بدست آورده است در این شرایط نه تنها مشکل تأمین مالی شرکت مرتفع می‌شود بلکه بازدهی سهام عادی نیز کاهش زیادی نیافته است.

اما هرگاه قیمت سهام عادی افول کند شرکت سهام عادی منتشر نخواهد کرد زیرا در این شرایط برای بدست آوردن وجوه لازم می‌بایست تعداد بیشتری سهام عادی منتشر کرده و این حجم بالای سهام منتشر شده باعث کاهش دوباره قیمت سهام خواهد شد که برای جبران کاهش وصولی از این محل شرکت می‌بایست باز هم سهام عادی منتشر نماید تا بتواند نیاز مالی خود را مرتفع نماید.

* دسترسی به بازار‌های مالی

بازارهای پول و سرمایه تحت تأثیر پدیده‌های گوناگون به طور مرتب دستخوش تغییرات می‌گردندو زمانی ممکن است پول فراوان در بازار موجود باشد و همه دارندگان منابع مالی خواهان خرید سهام یا اوراق قرضه باشند. در چنین شرایطی شرکت به منظور رفع نیاز‌های مالی خود اقدام به انتشار سهام عادی یا اوراق قرضه می‌کند تا بتواند از این خوان گسترده بیشترین بهره را ببرد. اما در شرایطی که وجوه سرگردان بازار سرمایه کم شده باشد شرکت‌ها برای دسترسی به منابع مالی مجبور به استفاده از بهره بانکی و مؤسسات اقتصادی وام دهنده می‌باشند. میزان و توان دسترسی به پول‌های بازار سرمایه ، شرکت را در انتخاب بین انتشار سهام جدید یا ایجاد بدهی راهنمایی می‌کند.

* سیاست مالیات بر سود و بهره

سود متعلق به سهام ممتاز و سهام عادی پس از محاسبه و کسر مالیات به سهامداران پرداخت می‌شود. این امر باعث افزایش خالص هزینه سرمایه برای شرکت می‌گردد. حال آنکه ایجاد بدهی به خاطر وجود صرفه جویی‌های مالیاتی باعث کاهش خالص هزینه سرمایه برای شرکت می‌گردد. به همین دلیل شرکت در انتخاب بین سهام ممتاز و بدهی اولویت را به بدهی داده و کمتر سهام ممتاز منتشر می‌نماید.

# 9-2-2ضرورت توجه به پارامترهای داخلی

همان گونه که قبلاً نیز بیان گردید، ساختار سرمایه از ترکیب بهینه بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تأمین منابع مالی مورد نیاز شرکت ها تعیین می گردد. این ساز و کار باید به گونه ای ترسیم گردد که بتواند غایت همه شرکتها را که همان حدّاکثرسازی ارزش است، خلق کند. اما پیگیری هدف مذکور هرچند که در نظر اول ساده و دلپسند می آید؛ اما این هدف نمی تواند رهنمودی کاربردی و مفید واقع گردد.

 در واقع مسأله ی اصلی این است که مدیران مالی چگونه این کار را انجام دهند ، علی رغم این، در شرایط تحول پذیر امروزی شرکتی می تواند صاحبان اصلی خودسهامداران را از سود بیشتر برخوردار کند که بتواند به بهترین طریق ممکن از عهده مدیریت سرمایه تهیه و مصارف سرمایه برآید. تحقق این مهم، مدیران مالی را مجاب می کند که با توجه به پارامترهای کمی موجود در صورت های مالی به خصوص سودآوری، نقدینگی، فروش، سود عملیاتی و فرصت های رشد آتی و نیز متغیرهای کیفی حاکم بر عملکرد شرکت ها از جمله نوع صنعت، دیدگاه عمومی و ترکیب مالکیت، بتوانند بهترین ترکیب بهینه سرمایه را خلق کنند(شریعت پناهی،1376،ص25).

تحقیق پیمایشی دیوید اسکات و دني جانسون[[10]](#footnote-10) (1982) نشان دهنده آن است که تصمیمات تأمین مالی از اهمیت زیادی برخوردار بوده است و مدیران مالی به بعضی از متغیرها از جمله تجزیه و تحلیل های داخلی به دلیل رعایت اصل تطابق ضریب بیشتری می دهند؛ مع الوصف هنگام تعیین ساختار سرمایه مطلوب به متوسط صنعت نیز توجه می کنند. عقیده بر این است که در تأمین مالی، یک سلسله مراتب مبتنی بر سلسله مراتب قدرت از منابع داخلی استفاده می كنند که این امر از طریق جریانهای نقدی ایجاد می گردد و پس از آن تحت تأثیر منابع خارجی یعنی اوراق قرضه و در نهایت سهام عادی قرار می گیرند هم چنین ویل برشت[[11]](#footnote-11) (1989) معتقداست که اکثر مدیران مالی در آمریکا به جای تلفیقی از بدهی و سهام به منظور تأمین مالی از تئوری سلسله مراتب استفاده می کنند. با وجود این، ریسک ناشی از اهرم تقریباً در کنترل مدیریت می باشد. به عنوان مثال در صورت مساعد بودن شرایط بازارهای مالی، میزان بدهی در ساختار سرمایه افزایش خواهد یافت(سینایی و رضائیان،1386،ص129)3.

# 10-2-2دیدگاه‌ی مؤثر بر ساختار سرمایه

همانگونه که پیش از این توضیح دادیم هدف شرکت افزایش ثروت صاحبان سهام عادی که مالکان واقعی شرکت هستند ، می‌باشد.

به نحوی که در انتخاب سیاست‌های مرتبط با ساختار سرمایه شرکت‌ها همواره در راستای افزایش ثروت سهامداران خود 2 دیدگاه ذیل را صرفنظر از راهکار افزایش بدهی یا حقوق صاحبان سهام به منظور تأمین مالی پروژه‌های خود مدنظر قرار می‌دهند(همان منبع،ص27)4.

الف) دیدگاه نسبت‌های مالی : در این دیدگاه شرکت در راستای بیشتر نمودن ثروت سهامداران خود به بازدهی حقوق صاحبان سهام ROE توجه می‌کند در این دیدگاه مدیریت به منظور حداکثر کردن بازدهی حقوق صاحبان سهام ، اقدام به استفاده از اهرم مالی می‌نماید. به طوری که با استقراض بیشتر حقوق صاحبان سهام بازدهی بیشتری خواهد داشت.

رابطه (1)

 

سود خالص

حقوق صاحبان سهام

از آنجایی که حقوق صاحبان سهام و بدهی مکمل یکدیگرند رابطه فوق به صورت زیر در می‌آید.

رابطه (2)

 

که D در رابطه بالا کل بدهی می‌باشد. پس طبق رابطه اصلاح شده فوق هرچه میزان بدهی افزایش یابد مخرج کسر کوچکتر شده ، بازدهی حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. برای درک بهتر این مطلب از مثال شرکت فرضی الف کمک می‌گیریم که در حالت‌ها گوناگون استفاده از اهرم چه بازدهی را به سهامداران خود اعطا می‌نماید. اما پیش از پرداختن به مثال برای ساده‌تر شدن موضوع روابط زیر را مرور می‌کنیم همانگونه که می‌دانیم طبق رابطه (1) با وارد کردن A به عنوان کل دارایی‌ها می‌توان رابطه رابه صورت زیر نوشت :

رابطه (3)



در شرکت فرضی الف بازده دارایی‌‌های ثابت ROAمعادل 20٪ در نظر گرفته شده و نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام با کمک رابطه مندرج در زیر محاسبه می‌شود.



## جدول 1-2 رابطه بین بازدهی حقوق صاحبان سهام و بدهی

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| ردیف | نسبت ROE | نسبت بدهيDR | نسبت ROA |
| 1 | 0.2 | 0 | 0.2 |
| 2 | 0.25 | 0.2 | 0.2 |
| 3 | 0.4 | 0.5 | 0.2 |
| 4 | 0.67 | 0.7 | 0.2 |
| 5 | 1 | 0.8 | 0.2 |
| 6 | 2 | 0.9 | 0.2 |
| 7 | بی نهایت | 1 | 0.2 |

### نمودار 1-2 رابطه بین بازدهی حقوق صاحبان سهام و بدهی

همانگونه که در نمودار بالا نیز مشهود است با افزایش بدهی به کار رفته در ساختار مالی شرکت نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام بطور افزاینده‌ای شروع به افزایش می‌نماید بطوری که هرچه نرخ بدهی به 100٪ نزدیکترمی‌شود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام با سرعت بیشتری افزایش می‌یابد تا آنجا که در مقطع 100٪ بی‌نهایت می‌شود.

توجیه این قضیه این‌گونه است که هنگامی که شرکت از بدهی‌‌ها استفاده می‌کندبا فرض ثابت بودن نرخ بازدهی دارایی با کاهش سهم سهامداران در این بازدهی همان بازدهی قبلی را برای آنان تحصیل نموده است.

اما از آنجا که سهامداران سرمایه گذاری کمتری در شرکت نموده‌اند ، نسبت بازدهی سرمایه گذاریشان بیشتر می‌شود تا آنجا که در حالت 100٪ استفاده از اهرم مالی در واقع سهامداران بدون اینکه هیچگونه سرمایه‌گذاری نموده‌ باشند درآمد کسب می‌کنند.

این‌همان بازدهی بی‌نهایت برای آنان است. این مثال می‌تواند معجزه استفاده از بدهی را تشریح کند و از منظر ریاضی نیز از‌ آنجائیکه مشتق مرتبه اول و دوم رابطه 2، مثبت است با افزایش نسبت بدهي ، ROE بطور فزاینده‌ای افزایش خواهد یافت بطوریکه وقتي DRبه عدد یک می‌رسد ROE بی‌نهایت می‌گردد. با توجه به مثال عددی فوق و اثبات ریاضی رابطه فوق همانگونه که در نمودار نیز مشخص می‌گردد ، هر گاه مدیریت صرفاً افزایش بازدهی را مدنظر قرار دهد ، بهتر است با استفاده از اهرم مالی اقدام به اینکار نماید. چون هنگامیکه بدهی افزایش می‌یابد بازدهی حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد.

این به آن علت است که نرخ هزینه بدهی از نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام کمتر است. اختلاف هزینه بدهی تا نرخ بازده پروژه اگر مثبت باشد یعنی بازدهی پروژه بیشتر باشد بیانگر سودی است که سهامدار بدون اینکه از سرمایه‌اش استفاده کند بدست آورده است. این روش علی‌رغم اینکه از نظر تئوری روش قابل قبولی بنظر می‌آید اما دارای محدودیت‌هایی نیز می‌باشد بطوریکه اعتبار دهندگان برای اعطای تسهیلات نرخ بازده بیشتری را طلب می‌کنند در نهایت این نرخ بهره می‌تواند از نرخ بازده دارایی‌ها بیشتر شود و این همان علتی است که باعث شده است شرکت‌ها با توجه به معجزه بدهی ، خود را در بدهی غرق نکنند.

ب) دیدگاه حداقل کردن هزینه سرمایه

همانگونه که پیش از این نیز اشاره کردیم در راستای کاهش هزینه سرمایه و به منظور بیشتر کردن ثروت سهامداران نظریات متعددی ارائه شده است. هر چند تاکنون کسی نتوانسته است یک ساختار سرمایه بهینه ارائه نماید و تئوری‌های ارائه شده در این زمینه رفتار واقعی تأمین مالی شرکت‌ها را بطور واضح و روشن تبین نمی‌کند اما در عین حال برای دست یابی به چنین الگویی ، تحقیقات و آزمون‌هایی زیادی انجام گرفته که نتایج آنها در خور توجه می‌باشد و تلاش‌ها همچنان ادامه دارد مهمترین دیدگاه‌های ارائه شده در مورد ساختار سرمایه عبارتند از:

1) دیدگاه سود خالص 2) دیدگاه سنتی 3)دیدگاه مودیلیانی و میلر 4) دیدگاه میلر 5) تئوری توازی ایستا 6)تئوری ترجیحی

# 1-10-2-2دیدگاه سود خالص :

دیوید دوراند در کتاب خود به نام « هزینه بدهی و حقوق صاحبان سهام » به بیان این نظریه می‌پردازد. طبق این نظریه تصمیمات ساختار سرمایه منجر به تغییر در هزینه سرمایه کل شرکت و ارزش شرکت خواهد شد بنابراین افزایش درجه اهرم مالی ، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام موجب کاهش میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش کلی شرکت و قیمت بازار سهام عادی می‌شود. فرض اساسی این روش آن است که وقتی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تغییر می‌کند هزینه سرمایه‌ای و هزینه حقوق صاحبان سهام بدون تغییر باقی می‌ماند این ثبات به این معناست که با افزایش نسبت بدهی (اهرم مالی) میانگین هزینه سرمایه کاهش خواهد یافت. یعنی هنگامی که نسبت بدهی افزایش می‌یابد با توجه به ارزانتر بودن هزینه بدهی نسبت به حقوق صاحبان سهام وزن بدهی ارزان‌قیمت بیشتر شده ، در نتیجه میانگین حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد.

### نمودار 2-2 رابطه بین اهرم مالی و هزینه سرمایه

(فريدوني و شريعت پناهي،1386،ص29)1

همانگونه که در نمودار بالا مشخص است ، طبق نظریه سود خالص با توجه به اینکه هزینه بدهی و حقوق صاحبان سهام در اثر استفاده از اهرم مالی تغییر نمی‌کند با بالا رفتن درجه اهرم مالی میانگین هزینه سرمایه شرکت کاهش می‌یابد.

# 2-10-2-2 دیدگاه سنتی :

دیدگاه سنتی مبتنی بر این فرض است که ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و مدیریت می‌تواند با افزایش بدهی و کمک گیری از اهرم مالی ارزش شرکت را افزایش دهد. این نظریه پیشنهاد می‌کند که شرکت هزینه سرمایه خود را از طریق افزایش میزان بدهی‌ها کاهش دهد. اگر چه سهامداران عادی همگام با افزایش اهرم مالی بر نرخ بازده مورد انتظار خود می‌افزایند ، لکن این افزایش تحت تأثیر منابع بدهی مورد استفاده ، کمتر احساس می‌شود. همزمان با بکارگیری اهرم ، سرمایه‌گذاران نیز هزینه سهام عادی را افزایش می‌دهند ، تا جایی که این افزایش دیگر کاملاً با منافع بدهی ارزانتر خنثی نمی‌شود.

التزام اصلی نگرش سنتی آن است که هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه متکی بوده و ساختار سرمایه بهینه‌ای وجود دارد که هزینه سرمایه را حداقل می‌سازد كه ترکیبی از مدل سود خالص و سود عملیاتی است. مدل سود خالص بیان می‌کند ارزش شرکت با افزایش درجه اهرم مالی افزایش می‌یابد در مدل سود خالص عملیاتی بیان می‌شود که ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه می‌باشد ، نمودار زیر دیدگاه سنتی را نمایش می‌دهد.

(((

### نمودار 3-2 رابطه بین اهرم مالی و هزینه سرمایه طبق نظریه سنتی

(فريدوني و شريعت پناهي،1386،ص31)1

همانگونه که در نمودار فوق نشان داده شده است با ضریب فزاینده‌ای نسبت به درجه اهرم مالی افزایش می‌یابد در حالی که هزینه بدهی تنها پس از استفاده زیاد از اهرم مالی افزایش می‌یابد.

پس میانگین موزون هزینه سرمایه در ابتدا شروع به کاهش می‌کند. این کاهش ناشی از نرخ رشد کمتر هزینه سرمایه نسبت به هزینه بدهی است تا آنجا ادامه پیدا می‌کند که بازده مورد انتظار سهامداران از هزینه بدهی بیشتر شود. از این نقطه میانگین موزون هزینه سرمایه نیز در اثر افزایش هزینه بدهی افزایش می‌یابد. طبق این نظریه ، نقطه بهینه ساختار سرمایه نقطه‌ای است که هزینه سرمایه در آن نقطه حداقل شود.

در این نقطه نه تنها میانگین موزون هزینه سرمایه به پایین‌ترین نقطه می‌رسد بلکه ارزش شرکت نیز به بالاترین حد خود می‌رسد. پس نظریه سنتی دلالت براین دارد که هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه وابسته است و همچنین یک ساختار بهینه‌ای نیز وجود دارد که می‌توان میانگین هزینه سرمایه شرکت را حداقل کرده و ارزش شرکت را حداکثر نمود (فريدوني و شريعت پناهي، 1386، ص31)1 .

موافقان این نظریه استدلال می کنند که :

1. سرمایه گذاران از ریسک مالی ایجاد شده به وسیله اهرم مالی در حد متوسط خوششان می آید. با این همه هنگامی که بدهی زیاد شود احساس خطر می کنند و سرمایه گذاران در حد متوسط بدهی ، نرخ بازده کمتر از حدی که می بایست داشته باشند را قبول می کنند . البته این استدلال بسیار ساده لوحانه است ، زیرا در بازار سرمایه اطلاعات مربوط به شرکت به آسانی قابل دسترسی است ، و نیز سرمایه گذاران افرادی منطقی هستند و برای ریسک بالاتر انتظار بازدهی بیشتر نیز خواهند داشت.
2. افراد بدهی مشخصی را جایگزین بدهی شرکت می کنند . اگر این فرض را در بازار رقابت کامل قبول کنیم ، با توجه به اینکه بازار واقعی ناقص است سهام به قیمت بالاتری نسبت به قیمت آن در بازار سرمایه کل معامله می شود . با این فرض که شرکت ها می توانند ارزانتر از افراد وام بگیرند، پس می توانند به جای اینکه با انجام استقراض اقدام به خرید سهام یک شرکت غیر اهرمی بنمایند بدون استقراض، اقدام به خرید شرکت های اهرمی بنمایند و به این ترتیب وام ارزانتر از محل اعتبارات شرکت می گیرند.

# 3-10-2-2 الگوي ميلر- موديلياني بدون ماليات

تئوري نوين ساختار سرمايه در سال 1958 و با انتشار مقاله اي توسط ميلر و موديلياني ارائه گرديد.

 اين دو پژوهشگر ثابت كردند كه با وجود مجموعه اي از مفروضات محدودكننده و با صرف نظر كردن از ماليات ها و هزينه هاي قرارداد، خط مشي تامين مالي شركت بر ارزش جاري بازار شركت بي تاثير است.

بنابر آن چه آمد نتيجه تحقيق اين دو بيانگر آن است كه شيوه تامين مالي شركتها هيچ اهميتي ندارد و نمي تواند ارزش شركت را تغيير دهد، مگر آن كه بر توزيع احتمال كل جريان هاي نقدي شركت اثر بگذارد. ميلر و موديلياني در الگوي اول خود با اين فرض كه هيچ نوع ماليات بر درآمد براي شخص و شركت وجود ندارد موضوع وام را تجزيه و تحليل نمودند:

قضیه: 1 ارزش شركت كه بر مبناي هزينه سرمايه تعيين شود برابر است با خالص سود عملياتي مورد انتظار  تقسیم بر نرخ ثابت  که بر اساس طبقه بندي ريسك شركت قراردارد:



در اين رابطه انديس L نشان دهنده شركتي است که دارای وام و U نشان دهنده شركت بدون وام می باشد.

فرض بر اين است كه هر دو شركت از نظر ريسك تجاري در يك طبقه قرار دارند و برابر است با با نرخ بازده شركت بدون وام يا شركتي كه فقط سهام منتشر كرده است

از آن جا كه مقدار V ثابت است بنابراين، بر اساس الگوي ميلر- موديلياني، هنگامي كه ماليات وجود نداشته باشد ارزش شركت هيچ رابطه اي با وام نخواهد داشت.

قضیه:2 هزينه حقوق صاحبان سهام شركتي كه وام دارد،برابر است با:



اين رابطه D مساوي است با ارزش بازار اوراق قرضه شركت، S مساوي است با ارزش بازار سهام شرکت و  ، برابر است با هزینه ثابت وام.

اين دو قضيه بر روي هم، بيان گر آن است كه گنجاندن وام بيشتر در ساختار سرمايه نمي تواند ارزش شركت را بالا ببرد، زيرا منافع حاصل از وام ارزانتر، به وسيله افزايش ريسك سهام خنثي مي شود(عزیزیان،1387،ص2)2.

# 4-10-2-2 الگوي ميلر- موديلياني با اثر ماليات شركت ها

فرض بي ارتباطي ميلر و موديلياني حاكي از آن است كه خط مشي هاي تامين مالي تنها وقتي بر ارزش شركت اثر مي گذارد كه تغييري در جريان هاي نقدي شركت ايجاد شود. توزيع جريانهاي نقدي ممكن است به دلايل زير متاثر از خط مشي هاي تامين مالي انتخاب شده باشد:

وجود پيامدهاي مالياتي مهم، وجود هزينه هاي عمده قرارداد و نمايندگي، و يا وجود ساير وابستگي هاي متقابل بين خط مشي تامين مالي و انتخاب خط مشي سرمايه گذاري.

ميلر و موديلياني پس از آن مقاله اي (1963) منتشر كردند كه در آن فرض نبودن ماليات شركت تا حدود زيادي تعديل شد. قانون ماليات به شركتها اين اجازه را ميدهد كه بهره را به عنوان هزينه كم كنند. در نتيجه تفاوت در شيوه عمل باعث مي شود كه اهرم مالي منافعي را بوجود آورد. ميلر و موديلياني استدلال كردند كه چون در محاسبات ماليات بر درآمد شركت، پرداختهاي بهره كم مي شود، هر قدر در بافت سرمايه بدهي بيشتر باشد، بدهي مالياتي شركت كمتر و جريان نقدي بعد از ماليات بيشتر مي شود و ارزش بازار شركت افزايش مي يابد. بنابر اين شرايطي به وجود مي آيد كه ايجاب مي كند صد در صد وجوه مورد نياز از محل وام تامين شود.

قضية 1: ارزش شركت داراي وام برابر است با ارزش شركت بدون وام كه در همان طبقه از ريسك قراردارد به اضافه سود غيرعملياتي حاصل از وام(اهرم).



از آنجا كه سود غيرعملياتي حاصل از وام با افزايش بدهي افزايش مي يابد، از ديدگاه تئوري ارزش شركت زماني به حداكثر مي رسد كه شركت 100 درصد سرمايه را از محل وام تهيه نمايد.

قضیه:2 هزينه حقوق صاحبان سهام يك شركت داراي وام برابر است با:



از آنجایی که (T-1) کمتر از 1مي باشد هزينه حقوق صاحبان سهام شركتي كه داراي وام است از حالتي كه ماليات وجود ندارد با سرعت كمتري افزايش مي يابد(عزیزیان،1387،ص4)1.

# 5-10-2-2 الگوي ميلر

چندين سال بعد ميلر ،1977 بدون همكاري با موديلياني اين تحقيق را ادامه داد و ماليات شخصي را در آن منظور كرد. ميلر استدلال ميكند كه مزاياي مالياتي بدهي بيش از حد بزرگ جلوه داده شده است، چراكه ماليات بر سود شركت جداي از ماليات بر درآمد اشخاص است. وي يادآور مي شود كه همه درآمدهاي حاصل از اوراق قرضه به صورت بهره است كه مشمول مالياتي با نرخ درآمد شخصي است و اين امر موجب از بين رفتن مزاياي مالياتي بدهي مي شود. در نتيجه سرمايه گذاران به سبب چنين شرايطي از پرداخت ماليات، اين گرايش را دارند كه بازده كمتر(قبل از ماليات) سهام را در مقايسه با بازده بیشتر پيش از ماليات قرضه بپذيرند.

با گنجاندن ماليات شخصي و بر اساس همان دسته از مفروضاتي كه پيش از اين در الگوي ميلر و موديلياني به كار برديم، ارزش شركت بدون وام را به صورت زير محاسبه ميكنند:



در عبارت ماليات شخصي منظور مي شود. اگر ساير عوامل ثابت بمانند، ماليات شخصي باعث مي شود كه درآمد متعلق به سرمايه گذاران كاهش يابد.

 الگوي ميلر

ميلر استدلال كرد كه شركت ها به طور كلي بايد تركيبي از اوراق قرضه و سهام منتشر كنند به گونه اي كه بازده قبل از ماليات اوراق بهادار شركت و نرخ ماليات شخصي سرمايه گذاري كه اين اوراق قرضه را خريده است تعدیل شود. تا اين كه به تعادل برسيم. در حالت تعادل برابر خواهد بود با .

# 11-2-2انتقادهايي بر الگوي ميلر و الگوي ميلر و موديلياني

نتايج حاصل از الگوي ميلر و الگوي ميلر و موديلياني بر اساس همان مفروضاتي اوليه قرار دارند. ولي دانشگاهيان و مديران مالي، هر دو، قابل اتكا بودن آ نها را زير سوال برده اند. واقعيت اين است كه كسي باور ندارد كه آن ها به صورتي دقيق قابل اتكا باشند. نتيجه هايي كه ميلر و موديلياني بر اساس مفروضاتشان به دست مي آورند مويد عدم توجه به مواردي بوده است كه منتهي به ارائه الگوهاي تكميلي گرديده است(عزیزیان،1387،ص5)1.

# 12-2-2 تئوری توازی ایستا :

در فرضیه توازی ایستا شرکت سعی می کند یک نسبت بدهی مطلوب را برای خود انتخاب کند و به آن دست یابد ، طبق این فرضیه نسبت بدهی بهینه یک شرکت بر اساس توازی هزینه ها و منابع استقراض تعیین می گردد . به عبارت دیگر از دیدگاه این فرضیه شرکت سعی دارد تا بین ارزش صرفه جویی های مالیاتی بهره و هزینه مختلف ورشکستگی تعادل برقرار سازد . طبق این نظریه شرکت باید آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض کند تا ارزش افزوده نهایی ، مساوی ارزش افزوده ناشی از هزینه های مربوط ورشکستگی نهایی گردد . بدین ترتیب ارزش شرکت حداکثر می شود(کردستانی و نجفی،1387،ص74)1.

یا به عبارتی دیگر طبق این نظریه شرکت هنگامی به ترکیب بهینه بدهی و حقوق صاحبان سهام دست خواهد یافت که ارزش فعلی صرفه جویی نهایی مالیات با ارزش فعلی هزینه نهایی آشفتگی مالی برابر باشد . برداشت فوق بر مبنای اصول بدیهی بوده که ساختار سرمایه شرکت از طریق توازی ایستا بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه های مورد نظر آشفتگی مالی اندازه گیری می شود . برداشت دوم بر اساس تئوری نمایندگی است . در این برداشت بین هزینه نمایندگی حقوق صاحبان سهام و هزینه های نمایندگی بدهی یک توازن برقرار است. هزینه نمایندگی حقوق صاحبان سهام هنگامی رخ می‌دهد که اهداف مدیریت بطور کامل با اهداف سهامداران در یک راستا قرار نگیرد. و هزینه‌های بدهی نیز به دلیل محدودیت‌های خاص مانند محدودیت‌هایی که قراردادهای قرضه ایجاد می‌کنند به وجود می‌آیند. طرفداران تئوری نمایندگی ادعا می‌کنند که شرکت‌ها حتی در دنیای بدون وجود مالیات یا ورشکستگی نیز یک ساختار سرمایه بهینه دارند.

این تئوری در مورد ساختار سرمایه شرکتها به نتایج زیر رسیده است :

1. شرکتهایی که دارای ریسک زیاد می‌باشند باید کمتر از بدهی استفاده نمایند. زیرا افزایش ریسک باعث افزایش احتمال ورشکستگی در هر سطح بدهی می‌شود و از آنجا که هزینه مشکلات مالی به واسطه تهدید ناتوانی مالی یا ورشکستگی واقعی بوده ، شرکتها باید قادر باشند وام بیشتری بگیرند تا صرفه‌جویی مالیاتی از آن جبران هزینه‌های آشفتگی مالی را بنماید.
2. شرکتهایی که دارای دارایی ثابت هستند و در بازار فعال مي باشند نسبت به شرکتهایی که دارای دارایی‌های نامشهود بیشتری (مثل سر قفلی) هستند می‌توانند از بدهی بیشتر استفاده کنند زیرا در هنگام بروز مشکلات مالی دارایی‌های نامشهود به دلیل تغییر شرایط با کاهش ارزش مواجه می‌شوند و موجب کاهش ارزش شرکت می‌شوند.

شرکتهایی که در حال حاضر نرخ مالیات بر درآمد بالایی دارند و این مسأله در آینده نیز ادامه خواهد یافت باید نسبت به شرکتهایی که نرخ مالیات بر درآمد کمتری دارند از بدهی بیشتر استفاده می‌کنند و این کار را تا هنگامی ادامه می‌دهند که صرفه‌جویی مالیاتی آنها با هزینه‌های مربوط به بدهی برابر شود.

# 13-2-2تئوري سلسله مراتبی(تئوري ترجيحي):

در مدل سلسله مراتبي نواقص بازار سرما يه كانون توجه قرار مي گيرند و هزينه هاي مبادلاتي و عدم تقارن اطلاعاتي و توانايي شركت برا ي پذيرش سرما يه گذاري هاي جديد را با وجوه و منابع داخلي مرتبط مي سازند(بوت و همکاران،2001،ص 96)[[12]](#footnote-12).

اين مدل پيش بيني مي كند كه بين سرمايه گذاران برون سازماني و مديران يك شركت درباره كيفيت پروژه هاي جديد عدم تقارن اطلاعاتي وجود دارد. در نتيجه، ممكن است بازار سهام پروژه جديد شركت را كمتر از واقع ارزيابي كند كه در اين حالت افزایش سرمايه از طريق انتشار سهام جديد، بر ترين منبع تامين مالي به شمار مي رود (هونگ و جیسن،2006،ص243)[[13]](#footnote-13). بر اساس اين مدل، شركت ها منبع تامين مالي را بر اساس مشكل گزينش معكوس انتخاب مي كنند . از آنجا كه سود انباشته هيچ گونه مشكل گز ينش معكوس ندارد، به عنوان بهتر ين منبع تامين مالي به شمار مي رود. مشكل گز ينش معكوس در سهام به بالاتر ين حد خود رسيده و در بدهي ما بين سهام و سود انباشته است. از ديدگاه سرمايه گذاران برون سازماني، سهام ر يسك بيشتري از بدهي دارد، زيرا مشكل گز ينش معكوس آن بيشتر است . بنابراين بر اي سهام نرخ بازده بالاتر ي را مطالبه مي كنند. از ديدگاه سرمايه گذار درون سازماني، سود انباشته در مقايسه با بدهي داراي هزينه كمتري است و بدهي بر سهام ترجيح داده مي شود. از اين رو، شركت ها مبالغ مورد نياز بر اي تقسيم سود، سرمايه گذاري در دارايي ها، افزايش سرمايه در گردش و تسو يه بدهي را در وهله اول از طريق سود هاي تحصيل شده و بعد به ترتيب از طر يق بدهي و سهام تامين مي كنند. همچنين بين بدهي ها، شركت ها اول بايد آن دسته از بدهي هايي را منتشر كنند كه دارا ي كمترين هزينه اطلاعاتي باشند . به بيان ساده تر، بدهي هاي كوتاه مدت بايد قبل از بدهي هاي بلند مدت استفاده شوند و از بين بدهي هاي بلند مدت، اجاره هاي سرمايه اي و بدهي هاي بلند مدت تضمين

 شده بايد از بدهي هاي بلندمدت تضمين نشده استفاده شوند (فرانک و گویال،2003، 229 )[[14]](#footnote-14).

 شركت ها در تامين منابع مالي مورد نياز، سلسله مراتب معيني را طي مي كنند. شكل گيري اين سلسله مراتب، پيامد عدم تقارن اطلاعات است. در مواردي كه بين مديران و سرمايه گذاران، تقارن اطلاعاتي وجود نداشته باشد مديران تامين مالي دروني را ترجيح مي دهند.

# 14-2-2فرضيه جريان نقدي آزاد :

 اين فرضيه و نقش بدهي در كنترل فرصت طلبي هاي مديريت در تعقیب اهداف مغایر با منافع سهامداران توسط جنسن در سال 1986 ارائه شد . مطابق اين فرضيه، نظر به اينكه بهره و اصل بدهي از تعهدات ثابت شركت بوده و با يستي در موعد مقرر پرداخت گردد، استفاده از بدهي فرصت اتلاف منابع شركت توسط مديران را كاهش مي دهد . در نتيجه، روي آوردن از سهام به بدهي در تامين منابع مالي، ارزش شركت را افزايش خواهد داد (قالیباف و ایزدی، 1388، ص107-108)2.

# 15-2-2 نظریه ساختار سرمایه در چارچوب مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای

باید یاد آور شد که دلیل مودیلیانی و میلر در زمینه نامربوط بودن اهرم در ارزش شرکت ، به هم طبقه بودن دو شرکت از نظر ریسک بستگی ندارد . آنان برای ساده کردن درک فرآیند آربیتراژ به این فرض پناه بردند . تعادل اوراق بهادار شرکت های مختلف بر پایه ی بازده ی منتظره و ریسک پدید می آید. چنانچه فرض های مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای پا برجا باشد. همچنانکه در بازارهای کامل اینگونه است ، نامربوطی ساختار سرمایه را می توان با مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای نشان داد.

بازده منتظره و ریسک سیستماتیک یک شرکت دارای اهرم را بررسی می کنیم . بازده منتظره شرکت ، به سادگی میانگین موزون بازده های منتظره بدهی سهام عادی می باشد.

رابطه 4)

که در آن ، B نمایانگر ارزش بازار بدهی ، S برابر ارزش بازار سهام عادی، نشانه بازده منتظره روی بدهی شرکت است و  ، بازده منتظره روی سهام عادی است. برای به دست آوردن ، رابطه زیر را خواهیم داشت :

رابطه5) 

در این رابطه می بینیم که بازده منتظره روی سهام عادی هماهنگ با افزایش نسبت بدهی به سهام عادی ، افزایش می یابد. همان گونه که به روش بتا گفتیم ، ریسک سیستماتیک کل شرکت به سادگی برابر است با میانگین موزون بتاهای بدهی و سهام عادی شرکت یعنی :

رابطه 6) 

برای به دست آوردن بتای سهام عادی ، رابطه بالا را بازیابی می کنیم و رابطه زیر را به دست می آوریم.

رابطه 7) ( بدهیشرکتشرکتسهام عادی

پس، افزایش نسبت بدهی به سهام عادی نه تنها بازده منتظره یک سهم عادی را افزایش می دهد ، بلکه بتای آن را نیز افزایش می دهد . با بودن بازارهای سرمایه ی کامل ، هر دو افزایش هماهنگ می باشد ، از این رو ، آنها نسبت به اثری که روی قیمت سهم عادی می گذارند ، یکدیگر را خنثی می کنند . افزایش بازده ، درست به اندازه بازده اضافی برای جبران ریسک اضافی است(ثقفي و عثمانی ،1381،ص34)1.

# 16-2-2مالیات و ساختار سرمایه :

نامربوط بودن ساختار سرمایه برپایه نبودن نواقص بازار استوار است. پرسش این نیست که شخص چگونه سرمایه شرکت را میان بدهی و سهام عادی تقسیم می کند ، مهم نگهداری ارزش است ، به گونه ای که جمع این تقسیم ها همیشه پایدار بماند . به دیگر سخن ، در این تقسیم کردن نباید چیزی از ارزش شرکت کاسته یا به آن افزوده شود . ولی تا جایی که در بازار سرمایه نواقصی وجود دارد ، تغییر در ساختار سرمایه یک شرکت ، روی ارزش شرکت اثر می گذارد . بدین معنی که ، ارزشیابی شرکت و هزینه سرمایه آن ، همراه با دگرگونی در ساختار سرمایه دگرگون می شود . یکی از مهمترین نواقص بازار ، بودن مالیات هاست .

از این دیدگاه به بررسی تأثیر مالیات بر درآمد شرکت بر ارزشیابی آن در نبودن مالیات های شخصی می پردازیم و سپس تأثیر آمیزه ی مالیات بر درآمد شرکت و مالیات شخصی را بررسی می کنیم .

# 17-2-2مالیات بر درآمد شرکت :

برتری بدهی با وجود مالیات بر درآمد شرکت ها آن است که پرداخت های بهره مانند سایر هزینه ها از درآمد کم می شود . بهره بدهی هزینه ای است که برای آن مالیاتی پرداخت نمی شود ، حال آن که از سود سهم یا سود انباشته وابسته به سهم مالیات دریافت می شود . پس با بودن بدهی ، کل پرداخت ها به دارندگان بدهی و دارندگان سهم بیشتر خواهد شد.

# 18-2-2اثر هزینه های ورشکستگی

دیگر نواقص مهم بازار که بر تصمیم گیری ها در زمینه ساختار سرمایه اثر می گذارد ، بودن هزینه های ورشکستگی است . از بخش های پیشین دریافتیم که هزینه های ورشکستگی بیش از هزینه های اداری و قانونی ورشکستگی است ؛ چون این هزینه ها در برگیرنده ناکارآمدی عملیات شرکت در زمانی که به سوی ورشکستگی می رود ، و نیز فروش دارایی ها به قیمتی پائین تر از ارزش اقتصادی آن می باشد اگر امکان ورشکستگی هست و اگر هزینه های اداری و هزینه های دیگر که با ورشکستگی همراه است ، چشمگیر می باشد ، کشش شرکت های دارای اهرم برای سرمایه گذاران کمتر از شرکتی است که از اهرم بهره گیری نکرده است . در بازار سرمایه ی کامل ، فرض می شود که هزینه ورشکستگی برابر صفر است . در چنین بازاری اگر شرکتی به سوی ورشکستگی پیش می رود ، می توان پیش بینی کرد که دارایی ها ؛ بدون هزینه های قانونی و تصفیه ؛ به ارزش اقتصادی شان فروخته شود ولی اگر بازار سرمایه ناقص باشد ، فروش با هزینه های اداری همراه خواهد بود و دارایی ها با قیمتی کمتر از ارزش اقتصادی شان نقد می شود . این هزینه ها موجب کاهش " ارزش تصفیه " نسبت به ارزش اقتصادی دارایی ها می گردد و از دیدگاه دارندگان بدهی و سهام نشانه خروج وجوه از شرکت است.

به هنگام رخداد ورشکستگی ، دریافتی دارندگان سهام عادی کمتر از هنگامی است که ورشکستگی هزینه ای در بر نداشت .

تا هنگامی که امکان ورشکستگی شرکت دارای اهرم بیشتر از شرکت بدون اهرم است ؛ اگر عامل های دیگر پایدار بماند کشش کمتری برای سرمایه گذاری دارد . احتمال ورشکستگی که تابع خطی از نسبت بدهی به سهام عادی نیست ، بلکه پس از گذر از مرز معینی ، این احتمال با نرخ فزاینده ای بیشتر می شود. پس هزینه پیش بینی شده ورشکستگی ، این گونه افزایش می یابد و پیش بینی می شود که با همان روند بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه اثر منفی بگذارد. بستانکاران و اعتبار دهندگان ، نخست زیر بار هزینه ورشکستگی می روند، ولی احتمالاً هزینه های پیشین را با نرخ بهره بیشتری به دارندگان سهم بر می گردانند . از این رو بار هزینه های پیشین ورشکستگی و کاهش ارزش شرکت بر دوش دارندگان سهام عادی خواهد بود . چون هزینه های ورشکستگی نمایانگر یک هزینه ریخته می باشند، سهامداران نمی توانند این هزینه ها را ، حتی اگر فرایند بازار کارآمد فرض شود، با گوناگون کردن سهام از بین ببرند . پس ، سهامداران باید هنگامی که اهرم افزایش می یابد ، ارزش سهم را پایین بیاورند . نحوه این کاهش قیمت در حالت بدون مالیات در نمودار 4-2 نشان داده مي شود. در اینجا ، نرخ بازده مورد انتظار برای سرمایه گذاران ، ، دو بخش شده است نرخ بدون ریسک  ، به علاوه یک ارزش افزوده (صرف ریسک) برای ریسک بازرگانی . این ارزش افزوده با تفاوت میان نرخ بازده مورد انتظار نیز بالا می رود ، این افزایش نمایانگر ارزش افزوده ریسک مالی است . به گفته «مودیگلیانی و میلر » در نبود هزینه های ورشکستگی بازده مورد انتظار افزایش خطی خواهد داشت ، و این پیوستگی در نمودار 4-2 نشان داده شده است . ولی در بودن هزینه های ورشکستگی ، و احتمال فزاینده ورشکستگی با اهرم، پیش بینی می شود که بازده مورد انتظار پس از گذر از یک مرز معین ، با نرخی فزاینده افزایش یابد . شاید در آغاز احتمال ورشکستگی ناچیز باشد . پس اثر آن بر قیمت سهام یا هزینه های سرمایه یا اندک است و یا صفر ، ولی همینکه اهرم افزایش می یابد ، این اثر نیز بیشتر می شود ، و تا جایی که در اهرم های بسیار بالا اثر یاد شده بر قیمت سهام و هزینه سرمایه بسیار قابل توجه خواهدبود (دستگیر، 1384، ص234)1.

صرف ریسک تجاری

نرخ بازده بدون ریسک

درجه اهرم

Ke نرخ بازده مورد انتظار

با وجود هزینه های ورشکستگی

عدم وجود هزینه های ورشکستگی

صرف ریسک مالی

###  نمودار 4-2 نرخ بازده مورد انتظار سهام داران عادی هنگامی که هزینه های ورشکستگی هست ولی مالیات پرداخت نمی شود.

( دستگير،1384،ص235)1

# 19-2-2مالیات و هزینه های ورشکستگی

گفتار پیشین ما در مود مالیات و ساختار سرمایه به آنجا رسید که اهرم ، چه بسا به مزیت مالیاتی خالص بیانجامد . هنگامیکه شرکت درجه اهرم خود را افزایش می دهد ، ارزش فعلی سپر مالیاتی افزایش خواهد یافت . در این شرایط محدود ، ارزش کلی شرکت برابر است با :

رابطه8) ارزش فعلی خالص سپر مالیاتي روی بدهی + ارزش شرکت بدون اهرم = ارزش شرکت

هنگامی که اهرم افزایش می یابد ، جمله دوم سمت راست رابطه به گونه ای خطی افزایش می یابد . از این رو ارزش شرکت نیز افزایش می یابد . اگر ما تنها اثر مالیات خالص را در نظر بگیریم ، نسبت بالای بدهی ، دلخواه خواهد بود .

اگر هزینه های ورشکستگی را بپذیریم ، و نیز چنانچه احتمال ورشکسته شدن را تابعی از درجه اهرم بدانیم ، بکارگیری اهرم بالا ، احتمالاً توسط سرمایه گذاران توسط کاهش قیمت سهام منعکس می شود .

ارزش شرکت بدون اهرم

ساختار مطلوب سرمایه

ارزش شرکت

ارزش شرکت با وجود مالیات

ارزش شرکت با وجود مالیات و هزینه ورشکستگی

ارزش سپر مالیاتی

هزینه های ورشکستگی

### نمودار 5-2 ارزش شرکت در بودن مالیات و هزینه های ورشکستگی

( دستگير،1384،ص236)2

به هنگام بودن مالیات و هزینه های ورشکستگی ، احتمالاً یک ساختار سرمایه ای دلخواه در دسترس خواهد بود . در زمانی که اثر مالیات خالص بر روی ارزش اثری مثبت باشد ، هزینه های ورشکستگی یک اثر منفی خواهد داشت . در آغاز هنگامی که از اهرم بهره گیری می شود به علت مزیت مالیاتی بدهی ، ارزش شرکت افزایش می یابد ،ولی رفته رفته چشم انداز ورشکستگی آشکار می شود این روند ارزش شرکت را با نرخی کاهنده ، افزایش می دهد .

هرچه اهرم بیشتر و بیشتر به کار رود ، اثر ورشکستگی ، تأثیر مزیت مالیاتی را از میان می برد ، و ارزش شرکت کاهش می یابد . اثر در هم پیوسته مالیات و هزینه های ورشکستگی در نمودار 5-2نشان داده شده است .

بر پایه تعریف ، ساختار سرمایه ای دلخواه ، نقطه ای است که در آن ارزش شرکت به بالاترین اندازه می رسد . پس ما ناگزیریم همواره تعادلی بین اثر مثبت مزیت مالیاتی ناشی از استفاده از اهرم مالی و هزینه های ورشکستگی که پس از استفاده از حد معین از اهرم مالی بوجود می آید ، ایجاد کنیم . هنگامی که هزینه های ورشکستگی و مالیات در زمان تصمیم گیری در زمینه ساختار سرمایه مهمترین نواقص بازار به شمار می آید ، نواقص دیگری هستند که بر مسئله تأثیر می گذارند(همان منبع، ص236)2 .

# 20-2-2سایر نواقص بازار سرمایه :

دیگر نواقص بازار از تعادل قیمت های اوراق بهادار ؛ بر حسب بازده منتظره و ریسک آنها ؛ جلوگیری می کند . پس این نواقص موجب می شود که اهرم ، جدا از مالیات ها و هزینه های ورشکستگی ، روی ارزش شرکت تأثیر بگذارد . می دانیم که هزینه های داد و ستد فرایند آربیتراژ را همانگونه که پیشتر گفتیم ،کند می کند ولی اثر ویژه این نارسایی، اگر به راستی تنها یک اثر ویژه داشته باشد پیش بینی کردنی نیست . در آنچه که در پی می آید ، نارسایی های دیگری را که بر ساختار سرمایه اثر پیش بینی شدنی دارد ، بررسی می کنیم .

# 21-2-2 اهرم شخصی و اهرم شرکتی جایگزین کاملی نیست

ریسک های اهرم شخصی و شرکتی باهم تفاوت دارد . علی رغم پردازش مودیلیانی و میلر که اهرم های شخصی و شرکتی جایگزین های کاملی می باشد ، دلیل های گوناگونی در دست است که در پذیرش این فرضیه دودل باشیم . برای نمونه اگر سرمایه گذاران ، خود وام بگیرند و سهم های عادی خود را گرو این وام بگذارند ، شاید گهگاه وام دهنده درخواست بازپرداخت وام یا افزایش مقدار گرویی را بکند. بسیاری از سرمایه گذاران این احتمال را هشدار دهنده می دانند .
گذشته از این ، اهرم شخصی در برگیرنده دشواری هایی برای سرمایه گذار است ، که آنان در اهرم شرکتی با آن رو به رو نشده اند . افزون بر این سهامداران با سرمایه گذاری در سهام ، دارای مسئولیت محدود هستند . حال آنکه بدهی شخصی آنان ناشی از وام شخصی نامحدود است . اگر شرکت دارای اهرم ورشکسته شود ، زیان سرمایه گذاران ، به سرمایه گذاری آنان روی سهام محدود می باشد . و در زمینه بدهی شرکت مسئولیتی ندارند اگر آنان وام شخصی بگیرند و توان بازپرداخت آن را نداشته باشند ، وام دهندگان می توانند نسبت به تمام دارایی های آنان ادعا داشته باشند . از این رو ، در اندیشه بسیاری از سرمایه گذاران ، اهرم شخصی نمی تواند جایگزین کاملی برای اهرم شرکت باشد .

ولی این پندار ، که آربیتراژ همیشه بر پایه وام گیری شخصی پدید می آید ، چندان درست نیست . آربیتراژ به شیوه تبادل سهام یا اوراق قرضه نیز رخ می دهد . گذشته از این ، فرآیند آربیتراژ به فرد یا افراد محدود نمی شود . اگر در این فرآیند ، فرصت سودجویی باشد ، که هست، واسطه های مالی گام در میدان می گذارند و برای به دست آوردن سود بیشتر ، با خرید سهام و اوراق قرضه ی شرک ها مبادرت به آربیتراژ می کنند .

آمدن آزادانه و بدون هزینه ی واسطه های مالی در این میدان ، کارکرد کارآمد فرآیند آربیتراژ را تضمین می کند ، و این روند ، به جای خود اثباتی در جهت نظریه بی ارتباطی اهرم شرکت های سهامی است .

# 22-2-2تفاوت هزینه های وام گیری

با بودن نواقص بازار سرمایه ممکن است هزینه ی مؤثر وام گیری برای شخص بیش از شرکت باشد . شرکت گسترده تر است و می تواند وام را با نرخ پائین تر از نرخ وام شخصی دریافت کند . پس سرمایه گذاران بهتر آن می دانند که شرکت وام بگیرد نه خود آنان . اگر چنین باشد شرکت دارای اهرم می تواند تنها به این دلیل ارزش بازار بیشتری از شرکت بدون اهرم داشته باشد . باید یادآور شد که سرمایه گذاران می توانند با گوناگون کردن سهام و اوراق قرضه ی خود ، به آربیتراژ دست بزنند . افزون بر این برخی از مؤسسات سرمایه گذار می توانند با نرخ شرکتی وام بگیرند ، پس تفاوت هزینه های وام گیری آنگونه که در آغاز نشان می داد ، اهمیت دارد .

# 23-2-2هزینه های نمایندگی

بستانکاران و اعتبار دهندگان همواره مایلند شیوه هایی برای کنترل سهامداران و مدیران شرکت برای جلوگیری از ضایع نشدن حقوق خود در شرکت به کار ببندندآنان این کار را با گذاشتن بندی در قراردادهای وام خود با شرکت می توانند عملی کنند . سهامداران نیز مایلند مدیران منتخب خود را کنترل کنند آنان کنترل مدیران را با حسابرسی صورت های مالی ، محدود کردن تصمیم های مدیریت و راهکارهای دیگر انجام می دهند . کنترل های یاد شده هزینه در بر دارد .

« جنسن و مکلینگ» نظریه پیچیده ای در زمینه هزینه های نمایندگی در مقاله معروف خود گزارش کرده اند . آنها در میان عامل های دیگر نشان می دهند که بدون توجه به اینکه چه کسی هزینه های نمایندگی را انجام می دهد ، این هزینه ها بر دوش سهامداران سنگینی می کند . دارندگان بدهی که هزینه های کنترل را پیش بینی می کنند ، خواهان بهره بیشتری هستند . هرچه هزینه های کنترل بیشتر باشد ، نرخ بهره بیشتر می شود و اگر عامل های دیگر پایدار بماند ؛ ارزش شرکت کاهش می یابد .

حمایت کامل از منافع بستانکاران ، که با شیوه های مختلف و کامل تر امکان پذیر است ، هزینه های بسیار زیادی در بر دارد . همه نوع هزینه های نمایندگی موجب کاهش ارزش شرکت می شود.

نمودار 6-2 پیوند میان مالیات ها ، هزینه های ورشکستگی و ارزش شرکت را نشان می دهد . هزینه های کنترل عامل دیگری است که ارزش شرکت را نسبت به افزایش اهرم ، کاهش می دهد . چگونگی رخداد در نمودار 6-2 نشان داده شده است . ساختار سرمایه بهینه در نقطه x پدید می آید . درحالیکه وقتی تنها اثر مالیات و هزینه های ورشکستگی ، بر ساختار سرمایه در نظر گرفته می شود ، ساختار سرمایه بهینه در نقطه y پدید می آید . کوتاه سخن ، دلیل هایی برای باور داشتن اینکه یک ساختار سرمایه ای بهینه وجود دارد ، در دسترس است . یکی از این دلیل ها بودن هزینه های کنترلی در قراردادهای بدهی است . بسته به دیدگاه یک سرمایه گذار درباره توانمندی بازارهای سرمایه ی گوناگون و نواقص این بازارها ، ساختار سرمایه ی بهینه پیش بینی شده ، ممکن است زودتر یا دیرتر در امتداد خط اهرم مالی شرکت محور افقی نمودار 6-2 پدید آید ( دستگير،1384،ص236)2  .

اهرم

ارزش شرکت

تاثیر مالیات به تنهایی

تاثیر مالیات و هزینه های ورشکستگی

تاثیر هر سه عامل

X

Y

### نمودار 6-2 ارزش شرکت با وجود مالیات، هزینه های ورشکستگی و هزینه های کنترل

( همان منبع،ص239)3

# 24-2-2 سیگنال های مالی

مفهوم سیگنال مالی با هزینه های کنترلی و روابط نمایندگی بستگی نزدیک دارد . چون پیاده کردن پیمان نامه های سخت مدیریتی بسیار دشوار است ، مدیریت ممکن است برای ارائه اطلاعاتی در مورد سودآوری و ریسک شرکت از دگرگون سازی ساختاری سرمایه بهره گیری کند .

چگونگی کار اینگونه است که کارکنان درون شرکت ، چیزهایی از شرکت می دانند که دیگران(افراد بیرون از شرکت) نمی دانند . پرداخت حقوق و سود شما به عنوان یک مدیر به ارزش بازار شرکت بستگی دارد ، و این ، به شما این انگیزه را می دهد تا هنگامی که ارزش بازار شرکتی پائین آمد ، سرمایه گذاران را از این رخداد آگاه سازید .

شما می توانید یک آگهی بنویسید که « ارزش شرکت ما کاهش یافته است » ولی شما هوشیارتر از آن هستید که چنین آگهی را بنویسید . از این رو ساختار سرمایه شرکت را با صدور بدهی بیشتر ، دگرگون می کنید . اهرم افزوده شده یعنی احتمال بیشتر ورشکستگی ؛و چون شما به هنگام ورشکستگی بر اساس پیمان نامه ؛ باید تاوان بدهید سرمایه گذاران چنین استنباط می کنند ، که شما حتماً دلیل خوبی برای این کار دارید . بنابرین آنچه را که تغییر قیمت سهام نشان می دهد ، را نادیده می گیرند و افزایش درجه اهرم مالی شرکت را نشانه ی مثبت می دانند .

نمی توان گفت که دگرگونی در ساختار سرمایه ، به دگرگونی در ارزشیابی می انجامد . بلکه نشانه ای بر تغییر ساختار سرمایه ارائه شده است که با اهمیت است . این نشانه به سودآوری و ریسک پنهانی شرکت وابسته است و همان چیزی است که به هنگام ارزشیابی سهام نیز مهم است . نشانه های مالی در نظریه های مدیریت مالی ، موضوع بسیار ارزشمندی است ، ولی نمونه های گوناگون نشانه های مالی را به دشواری می توان ارزیابی کرد ، اگر پیمان نامه مدیریتی چندان روشن و گویا نباشد ، مدیر ، نشانه های نادرستی را به دست می دهد . گذشته از این ، برای واگذاری داده ها ، راههای مؤثرتر و کم هزینه تری از دگرگون کردن ساختار سرمایه ی شرکت هست (دستگیر، 1384،ص240)1.

# 25-2-2 تئوري اطلاعات نامتقارن يا تئوري هشدار دهنده

يكي از مفروضات ميلر و موديلياني اين است كه مديران و سرمايه گذاران درباره آينده شركت اطلاعات همانندي دارند (اطلاعات متقارن)؛ درحالي كه اغلب مديران اطلاعات بيشتري دارند.

 اين پديده را اطلاعات نامتقارن مي نامند كه بر ساختار سرمايه اثر مهمي ميگذارد. در اين تئوري به صراحت بيان مي شود كه براي تامين مالي "سلسله مراتب قدرت" وجود دارد.

شركتي كه آينده بسيار خوبي دارد ترجيح مي دهد كه سرمايه مورد نياز را از طريق وام تامين نمايد. در حالي كه شركتي كه آينده خوبي را پيش بيني نمي كند، ترجيح ميدهد كه سرمايه مورد نياز خود را از طريق انتشار سهام تامين نمايد.

تئوري هشداردهنده به اين نتيجه مي انجامد كه شركت ها بايد ظرفيت بالقوه گرفتن وام را براي خود نگه دارند تا در صورت مساعد بودن شرايط (براي تامين مالي) اوراق قرضه منتشر كنند و نه اينكه به ناگزير سهام عادي منتشر نمايند و شرايط را نامساعد سازند(عزیزیان،1387،ص6)1.

# 26-2-2ساختار مطلوب در عمل

تئوري ساختار سرمايه بيانگر آن است كه هر شركت يك ساختار سرمايه مطلوب دارد، ساختاري كه مي تواند ارزش شركت را به حداكثر و هزينه سرمايه را به كمترين مقدار ممكن برساند ولي در مورد تصميم گيري هاي مربوط به ساختار سرمايه چندين مسئله ضد و نقيض وجود دارد و اينكه براي تعيين ساختار سرمايه شركت، به صورتي دقيق، نمي توان از اين تئوري استفاده كرد. از آن جا كه شركت ها نمي توانند ساختار سرمايه مطلوب را به صورتي دقيق تعيين كنند، مديران ناگزيرند هنگام تجزيه و تحليل هاي كمي از قضاوت هاي شخصي استفاده كنند. اين تجزيه و تحليلهاي مبتني بر قضاوت شخصي مستلزم به كار بردن عوامل مختلف مي شود كه در ذيل به اهم آن ها اشاره مي شود:

1. محافظه كاري مديران
2. وام دهندگان و نگرش سازمان هايي كه رتبه اعتباري شركت ها را تعيين مي كنند.
3. ظرفيت وام و انعطاف پذيري مالي
4. كنترل
5. ريسك تجاري
6. ساختار داراييها
7. نرخ رشد
8. سودآوري
9. ماليات
10. شرايط بازار

# 27-2-2 تعبير ميلر از تئوري ساختار سرمايه

پس از آن كه جايزه نوبل اقتصاد به خاطر كارهايي كه ميلر و موديلياني در توسعه دانش مالي داشته اند به مرتون ميلر اهدا شد كاركنان شبكه تلويزيوني محلي شيكاگو مصاحبه اي با وي انجام دادند و از وي خواستند كه تئوري ميلر- موديلياني را به طور خلاصه و به زبان ساده براي بينندگان توضيح دهد.

مهمترين نكته اي كه می بايست اشاره مي شد اين بود كه در يك دنياي ايد ه آل اقتصادي، مجموع ارزش بازار تمام اوراق بهادار شركت با توجه به قدرت سودآوري و ريسك داراييهاي وابسته آن ها تعيين می شود و بايد مستقل از تركيب اوراق بهادار، يعني بدهي و سهام، كه براي تامين مالي آن مورد استفاده قرار گرفته اند، باشد.

به عنوان مثال ريسك اضافه شده به سهامداران به دليل انتشار بدهي بيشتر، موجب افزايش نرخ بازده مورد توقع آن ها، دقيقا به اندازه اي كه براي خنثي كردن منافع استفاده از بدهي با هزينه پايين كافي باشد، مي شود.

ارائه چنين توضيحي به طور خلاصه براي مردم عامه دشوار بود در عوض ميلر از يك تشبيه استفاده كرد: شركت را به عنوان يك وان بسيار بزرگ پر از شير در نظر بگيريد، دامداري كه شير را تهيه كرده است مي تواند آن را مستقيما بفروش برساند يا خامه آنرا گرفته و به قيمتي بسيار بالاتر از قيمت شير بفروشد(در اينجا فروش خامه در مقام مقايسه مشابه شركتي است كه اوراق با بازده پايين و در نتيجه قيمت بالا مي فروشد). ولي آن چه كه براي دامدار باقي مانده شير بدون چربي است كه سر شير آن بسيار اندك بوده و به قيمت پايين تر از شير اصلي به فروش مي رسد. شير بدون چربي نظير حقوق صاحبان سهامي است كه به آن اهرم اضافه شده است. قضيه موديلياني ميلر ميگويد اگر جداسازي خامه از شير بدون هزينه باشد مجموع فروش خامه به اضافه شير بدون چربي برابر فروش كل شير به صورت مستقيم است(عزیزیان،1387،ص6)1.

# 28-2-2 انعطاف پذیری مالی

بیان[[15]](#footnote-15) (2009) انعطاف پذیری مالی را چنین تعریف می کند" درجه ای از ظرفیت و سرعت که شرکت می تواند منابع مورد نیاز برای واکنش های تدافعی(پرداخت بدهی ها) و تهاجمی(سرمایه گذاری) را برای افزایش ارزش شرکت، فراهم نماید (پوسیا و جونز، 2009 ، ص2)[[16]](#footnote-16).

انعطاف پذیری مالی را چنین توصیف می نماید که " انعطاف پذيري مالي به توانايي شركت در ايجاد مزيت ازفرصتهای غیر منتظره با توجه به سیاست های مالی و ساختار مالی شرکتها بستگی دارد". انعطاف پذیری مکانیسم کلیدی برای کنترل پویایی سرمایه گذاری هایی است، که به علت عدم انعطاف پذیری تصمیم گیری های مالی و عدم اطمینان مربوط به آنها بروز می کند. انعطاف پذیری مالی بیشتر می تواند به عنوان توانایی شرکت ها به تخصیص دوباره جریان پول نقد بین اوراق قرضه و سهامداران در طول زمان برای تطابق بهتر ریسک عملیاتی و با خلق ارزش بلند مدت تعریف شود(دونالدسون،1969،ص 121)[[17]](#footnote-17). انعطاف پذیری شرکت ها را می توان با سرمایه گذاری در دارایی های واقعی یا مالی ذخیره کرد. انعطاف پذیری مالی به علت اینکه تامین مالی خارجی پر هزینه است می تواند برای سهامداران بسیار مفید باشد. انعطاف پذیری شرکت از یک سو ، با افزایش نقدینگی و افزایش ارزش وثیقه گذاری دارایی ها خود ،باعث افزایش ظرفیت بدهی و همچنین کاهش هزینه های ورشکستگی می شود (ماور و تریانتیس،1994،ص1253-1277)[[18]](#footnote-18) . با این حال ، اگر چه ممکن است شرکت ها از داشتن انعطاف پذیری، زمانی که هزینه فرصت سرمایه گذاری در انعطاف پذیری کم است بهره ببرند اما حفظ انعطاف پذیری نیز پر هزینه است.

به عنوان مثال ، کیم ، ماور و شرمن (1998)[[19]](#footnote-19) و ویلیامسون (1999)[[20]](#footnote-20) نشان می دهند که سرمایه گذاری در دارایی های جاری (یا انعطاف پذیر) پر هزینه است زیرا شرکت می توانست به جای سرمایه گذاری در دارایی های جاری، در دارایی های ثابت مولد سرمایه گذاری نماید.

به طور کلی ، وقتی که عدم اطمینان در تصمیم گیری ها افزایش می یابد ، ارزش دارایی های انعطاف پذیر نیز افزایش می یابد. از این رو ، تغییر در سطوح بدهی منعکس کننده تعدیلاتی است که می تواند اطلاعات در مورد انعطاف پذیری مالی شرکت ها ارائه دهد. ارزش انعطاف پذیری مالی با افزایش تفاوت در هزینه های تامین مالی خارجی و داخلی، افزایش می یابد. از این رو ، شرکت هایی که انعطاف پذیری مالی کمتری دارند دارای احتمال بیشتری برای روبرو شدن با محدودیت های مالی هستند، که ممکن است شرکت را مجبور به تعدیل سرمایه گذاری های ثابت خود و تبدیل آنها به پول نقد در جریانهای شوک نقدینگی كنند. در اینجا انعطاف پذیری واقعی اشاره به منابع واقعی شرکت ها دارد که باعث بهبود توانایی شرکت برای انجام عملیات آتی، نیاز های سرمایه گذاری و فرصتهای رشد می شود.

# منابع فارسي:

1. آذر،ع. و منصور مؤمنی، 1375، "**آمار و کاربرد آن در مدیریت"،** جلد 1، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت.
2. باقرزاده، س، 1382، " **تبيين الگوي ساختار سرمايه شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**"، تحقيقات ما لي، سال پنجم، شماره 16 ، دانشكده مد يريت دانشگاه تهران.
3. پور حیدری، ا،1374 " **بررسی عوامل تعیین کننده ساختار مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت دانشگاه تهران.
4. ثقفي، ع. و غلامرضا كردستاني،1383**،"** [**بررسي و تبيين رابطه بين كيفيت سود و واكنش بازار به تغييرات سود نقدي**](http://journals.ut.ac.ir/page/article-frame.html?articleId=2725)" يررسي هاي حسابداري و حسابرسي،دوره 11 شماره 37.
5. ثقفی، ع. و محمد قسیم عثمانی،1381 ، "**شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثربرآن**"، دانشگاه علامه طبا طبائی، پایان نامه دکتری
6. جهانخاني، ع و قاسم محسني‌دمنه ،1384، "**بررسي تاثير ساختار سرمايه بر هزينه سرمايه و بازدهي سهام در بازار سرمايه ايران**"، دانشگاه امام صادق ، پایان نامه کارشناسی ارشد.
7. خاکی ، غ.، 1378، "**روش تحقيق با رويکردی بر پايان نامه نويسی**"، انتشارات مرکز تحقيقات علمی کشور.
8. دستگیر ، م،1384، " **مبانی مدیریت مالی**" ، جلد دوم ، انتشارات نوپردازان ، تهران.
9. دلاور ،ع. ،1374، " **مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی**"، چاپ دوم ،نشر رشد.
10. رحيمي دستجردي،م و ناصر ايزدي نيا، 1386،" **بررسي تاثير ساختار سرمايه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم، شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (1384-1378)**" ، دانشگاه اصفهان، پايان نامه كارشناسي ارشد.
11. سينايي، ح. و علی رضائیان، 1384، " **بررسي تا ثير ,ويژگي هاي شركتها برساختار سرمايه (اهرم مالي)"،** پژوهشنامه علوم انساني و اجتماعي، سال 5 ، شماره 19 .
12. شباهنگ، ر، 1384،"**تئوري حسابداري،انتشارات سازمان حسابرسي**" ، نشريه 157.
13. عزیزیان، ا. 1385 ،"**ساختار سرمایه**"، دانشگاه شهید بهشتی.
14. فرگوسن، ج. و ايكن .اف بريكام،ترجمه مجيد شريعت پناهي ، 1376، "**مديريت مالي**"، تهران، انتشارات جهان نو.
15. فريدوني،م. و مجيد شريعت پناهي،1386، "**تاثير ساختار مالي بر بازده سهام شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**" ، پايان نامه كارشناسي ارشد، دانشگاه علامه طباطبائي.
16. قاليباف اصل، ح. و سلما ایزدی ،1388، "**بررسي تأثير ساختار سرمايه بر ريسك سيستماتيك سهام عادي شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**"، پايان نامه كارشناسي ارشد.
17. کردستانی، غ. و عمران نجفی، ،1387، " **بررسي عوامل تعيين كننده ساختار سرمايه: آزمون تجربي نظريه موازنه ايستا در مقابل نظريه سلسله مراتبي**" ، تحقیقات مالی ، شماره 25،
18. محمدي، ر. واسماعيل مشيري، 1384 ، "**عوامل موثر بر ساختار سرمايه شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**"، دانشگاه الزهرا، پایان نامه کارشناسی ارشد.
19. مرادي، م. و محمد رضا نيكبخت، 1384، " **ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران**"، بررسي هاي حسابداري و حسابرسي، دوره 12 شماره 40
20. مومني، م. ،1386،" **تحليل هاي آماري با استفاده از spss***"*، انتشارات كتاب نو.
21. نمازي، م. و جلال شيرزاده،1384،"**بررسي رابطه ساختار سرمايه با سودآوري شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**"، بررسي ها ي حسابداري و حسابرسي سال دوازدهم، شماره 42 ، صص. 95
22. نمازي،م، 1384،" **بررسي كاربردهاي تئوري نمايندگي در حسابداري مديريت**" ، مجله علوم اجتماعي و انساني دانشگاه شيراز، دوره بيست چهار، پياپي 43

# منابع لاتین:

1. Adedeji,Abimbola (2002) **"*A Cross-Sectional Test of Pecking Order Hypothesis against Static Trade-off Theory on UK data*"**. University of Birmingham, Working Paper Series.
2. Allen.D.E (1991) **"*The Determinants of the Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager’s Perspective*"**. Australian Journal of Management, 16
3. Booth L, V. Aivazian, A. K, Demirguc & V.Maksimovic (2001).”***Capital Structure in developing Countries*”**. The Journal of Finance, Vol. LVI, No 1.pp: 87-130.
4. Byoun, Soku, 2009, “***How and when do firms adjust their capital structures toward targets*?”**, forthcoming Journal of Finance.
5. Chen,Yinghong & Hammes,Klaus (2004). **"*Capital Structure, Theories and empirical results - a panel data analysis* "**. Gothenburg University, Working Paper Series.
6. DeAngelo, Harry and Linda DeAngelo, 2007, “***Capital structure, payout policy, and financial flexibility”,*** Working paper, University of Southern California, SSRN abstract no. 916093.
7. Donaldson G. (1969), **Strategy for Financial Mobility**, Harvard Business School, Boston, Massachusetts.
8. Drobetz,W. & Fix,R. (2003). **"*What are the determinants of the Capital Structure? Some evidence for Switzerland*".** University of Basel, Working Paper Series.
9. Faulkender, Michael, and Rong Wang,( 2006), “***Corporate financial policy and the******value******of cash”***, Journal of Finance, 61, 1957-1990
10. Frank, M. Z & V. K, Goyal (2003).*”****Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*”**. Journal of Financial Economics, 67 (2), pp: 217–248.
11. Gamba, Andrea and Alexander J. Triantis, (2008), *“****The value of financial flexibility*”,** Journal of Finance, 63(5), 2263-2296.
12. Gaud,Ph & Jany,E & Hoesli,M & Bender,A. (2003). **"*The Capital Structure of Swiss Companies: an empirical analysis, using dynamic panel data*"**. University of Geneva - Hautes Etudes Commerciales, Working Paper Series.
13. Graham, John and Campbell Harvey, (2001), “***The theory and practice of corporate finance:Evidence from the field*”**, Journal of Financial Economics, 60, 187-243.
14. Hong, Z & Z. X, Jason (2006).”***The Financing Behavior of Listed Chinese Firms*”**.The British Accounting Review, 38, pp: 239-258.
15. Jensen, Michael C., (1986), “***Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers***”, American Economic Review, 76, 323-330.
16. Jensen, Michael C., and Meckling, William H., (1976), “***Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*”**, Journal of Financial Economics 3, 305-360.
17. Mark Puccia, Rob Jones (2009) "***Financial Flexibility***",ratingsdirect.
18. Marmarchi, Amir Hossein.(1999).**"*The Determinants of Capital Structure and Financial Leverage Ratio of Tehran Securities Exchange listed Industrial firms*".** Institute for Research in Planning and Development,
19. Mauer D. C. and A. J. Triantis (1994), “***Interaction of corporate financing and investment decisions: a dynamic framework*”**, Journal of Finance 49(4), 1253-1277.
20. Modigliani, Franco and Merton H. Miller, (1958), “***The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*”**, American Economic Review, 48, 261-297.
21. Opler, Tim, Lee Pinkowitz, Rene Stulz, and Rohan Williamson, (1999), *“****The determinants and implications of corporate cash holdings*”**, Journal of Financial Economics, 52, 3-46.
22. Salimi Sofla, Amin.(2004).**" *The Effect of Industry and Size on Capital Structure of Iranian Companies*"**. University of Mazandaran, Dissertation.
23. Shyam Sunder, L. & S.C.Myers (1999)”.***Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure*”**. Journal of Financial Economics, 51, pp: 219-244

1. 1. Cracken ,2004,64 [↑](#footnote-ref-1)
2. [↑](#footnote-ref-2)
3. 2. Average Realized Returns Model [↑](#footnote-ref-3)
4. 3. Adjusted Average Realized Return Model [↑](#footnote-ref-4)
5. 1. Capital Asset Pricing Model [↑](#footnote-ref-5)
6. 2. Dividend Growth Model [↑](#footnote-ref-6)
7. [↑](#footnote-ref-7)
8. . Jensen and Meckling, 1976 [↑](#footnote-ref-8)
9. . Tomas Jandik& Anil K. Makhija, 2005 [↑](#footnote-ref-9)
10. .Daivid Scott& Danny Johnson,1982 [↑](#footnote-ref-10)
11. .Will Bercht,1989 [↑](#footnote-ref-11)
12. . Booth et al,2001,96 [↑](#footnote-ref-12)
13. . Hong, Z & Z. X, Jason ,2006,243 [↑](#footnote-ref-13)
14. . Frank & Goyal ,2003,229 [↑](#footnote-ref-14)
15. . Soku Byoun,2009 [↑](#footnote-ref-15)
16. . Mark Puccia and Rob Jones, 2009 [↑](#footnote-ref-16)
17. . Donaldson 1969 [↑](#footnote-ref-17)
18. . Mauer and Triantis,1994 [↑](#footnote-ref-18)
19. . Kim, David C. Mauer, and Ann E. Sherman, 1998 [↑](#footnote-ref-19)
20. . Williamson, 1999 [↑](#footnote-ref-20)