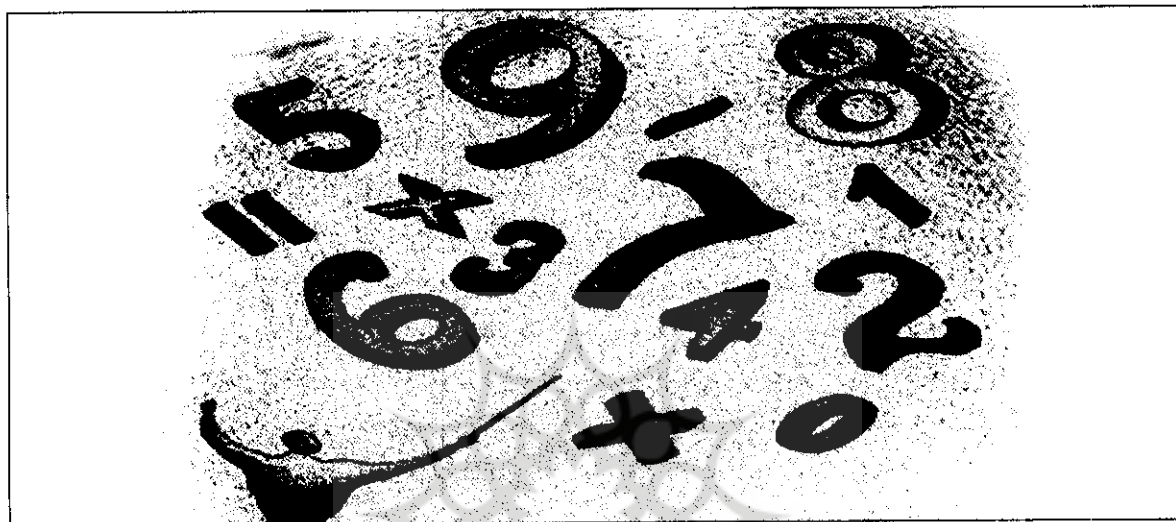


مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه



دکتر غلامرضا کردستانی
استادیار گروه حسابداری دانشگاه امام خمینی (ره)
مظاهر نجفی عمران
کارشناس ارشد حسابداری

چکیده

بهبهینه است. اگرچه بدهی به خاطر دو ویژگی صرفه‌جویی مالیاتی و مزیت نمایندگی (کاهش وجوه نقد آزاد در دسترس مدیران به خاطر اجباری بودن پرداخت اصل و فرع بدهی) بر سهام ترجیح داده می‌شود؛ ولی براساس نظریه‌های مرتبط با گزینش از بین بدهی‌های خصوصی و عمومی و از آنجا که بدهی خصوصی از دو مزیت کاهش هزینه‌های نمایندگی و مذاکره مجدد کارا برای تمدید وام برخوردار است، از دید شرکت وام‌گیرنده دارای ریسک کمتری است. همچنین، از منظر سرمایه‌گذاران از آنجا که در زمان استفاده از بدهی خصوصی عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه ریسک تعیین بیش از واقع قیمت اوراق بهادار و سوءاستفاده‌های مدیریت از وجوه نقد آزاد به خاطر کنترل و نظارت دقیق‌تر اعتباردهنده خصوصی بر تصمیمات مدیریت کمتر است، این اوراق بدهی بر بدهی عمومی ترجیح داده می‌شود.

این مقاله به مروری بر نظریه‌های موجود در زمینه ساختار سرمایه پرداخته است. نظریه‌های ساختار سرمایه را می‌توان در یک قالب کلی به دو دسته تقسیم کرد. دسته اول به نظریه‌های مرتبط با گزینش از بین بدهی و سهام و دسته دوم به نظریه‌های مرتبط با گزینش از بین بدهی‌های خصوصی و عمومی اختصاص دارد. کانون توجه همه این نظریه‌ها به تاثیر نوع منبع تامین مالی بر ارزش شرکت بر می‌گردد. نظریه‌های مرتبط با گزینش بین بدهی و سهام به چهار دسته نظریه سنتی، نظریه میلر و مودیلیانی، نظریه سلسله مراتبی و نظریه موازنه ایستا تقسیم شده است. که براساس نظریه سنتی و موازنه ایستا، می‌توان با استفاده از ابزار بدهی ارزش شرکت را بیشینه کرد. با این وجود، در نظریه سلسله مراتبی فرض بر عدم وجود ساختار سرمایه

واژه‌های کلیدی

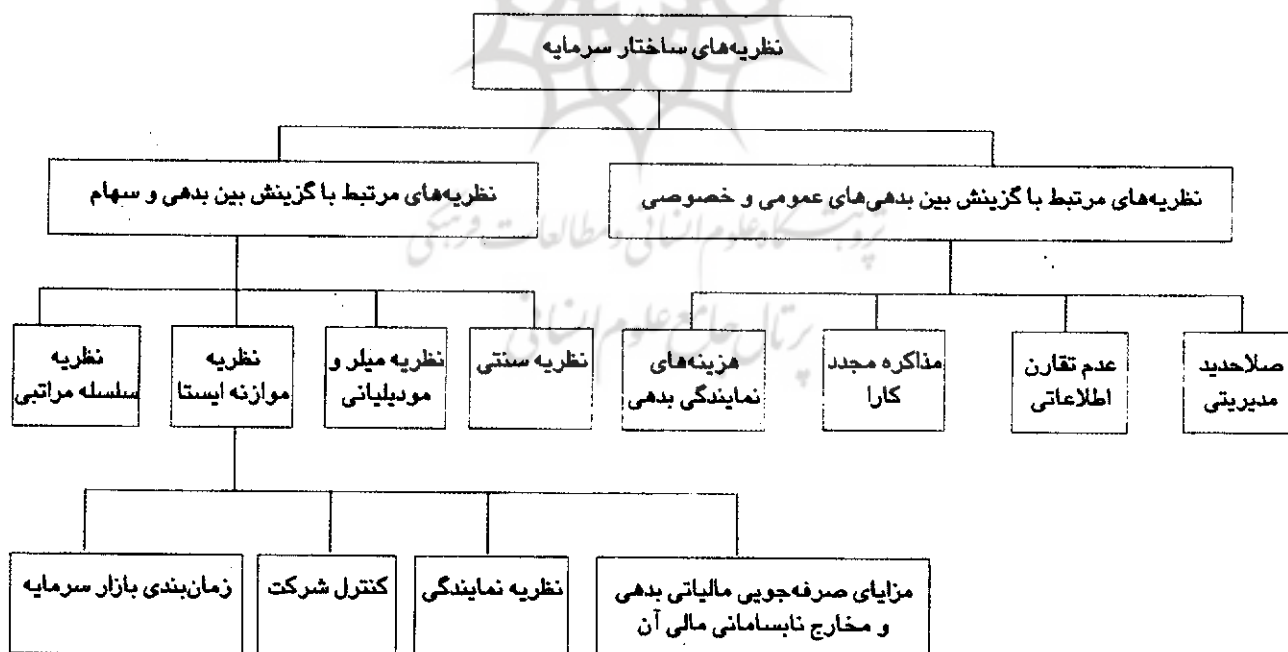
ساختار سرمایه، بدهی عمومی، بدهی خصوصی، سهام، عادی.

مقدمه

شرکت‌ها به دلایل اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس، تسویه بدهی‌های موعود رسیده، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهامداران به منابع مالی متعددی دسترسی دارند. این منابع، وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و فروش دارایی‌ها (به عنوان منابع داخلی تامین مالی)، استقراض وام بانکی، انتشار اوراق مشارکت و انتشار سهام جدید (به عنوان منابع مالی برون سازمانی) را شامل می‌شوند (رحیمیان، ۱۳۸۰). توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب از عوامل اصلی بقا و رشد و پیشرفت یک شرکت به شمار می‌رود. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف بیشینه‌سازی

ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر بازده و ریسک شرکت به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه تامین مالی شوند. به ساختار سرمایه‌ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن یا هزینه کل سرمایه را به حداقل ممکن برساند، ساختار سرمایه بهینه می‌گویند. به عبارت دیگر، ساختار سرمایه بهینه ترکیبی از منابع داخلی و خارجی تامین مالی است به گونه‌ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن برساند. البته، از آنجا که منابع داخلی شرکت از دیدگاه ترازنامه سود انباشته و اندوخته تلقی می‌شود و انتظار می‌رود که بازده مورد توقع سهامداران در حالت توزیع سود سهمی با بازده مورد توقع آنها در حالت انتشار سهام جدید به شکل نقدی برابر باشد، در این مقاله هر جا صحبت از تامین مالی از طریق سهام شده؛ منظور تامین مالی سهام از دو محل سود انباشته و آورده نقدی صاحبان سهام است.

نمایشگر ۱- نظریه‌های ساختار سرمایه



نظریه‌های مرتبط با گزینش بین بدهی و سهام

نظریه سنتی

براساس نظریه سنتی، ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و ۴۱ هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه متکی است. همچنین، به

در ادبیات مالی، در مورد وجود یا عدم وجود ساختار سرمایه بهینه تحقیقات متعددی صورت گرفته و نظریات و استدلال‌های ضد و نقیضی بیان شده است. تقسیم‌بندی کلی این نظریات در نمایشگر ۱ آرایه شده است.

شرکت‌ها قادر به اخذ وام یا پس‌انداز وجوه در دسترس باشند و اگر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها کل جریان‌های نقدی آنها را تحت تاثیر قرار ندهد، انتخاب نحوه و منبع تامین مالی بین اوراق بدهی و سهام، بر کل ارزش بازار شرکت‌ها تاثیر نمی‌گذارد. به دیگر سخن، ساختار سرمایه مطلوب وجود ندارد و گرچه هزینه تامین مالی از طریق بدهی کمتر از هزینه تامین مالی از طریق سهام است، به دلیل افزایش درصد تامین مالی از طریق بدهی ریسک مالی شرکت و در نتیجه بازده مورد توقع سهامداران افزایش می‌یابد. آنها فرض کردند که بازار سرمایه کارا است و هزینه‌های معاملاتی و هزینه مالیات وجود ندارد. آنها بعدها با در نظر گرفتن مالیات بر درآمد شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که مدیریت باید به منظور بیشینه‌سازی ارزش شرکت طرح‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس را تماماً از طریق بدهی تامین کند.

نظریه میلر و مودیلیانی را می‌توان به چهار بخش مختلف تقسیم کرد که در نمایشگر ۳ منعکس شده است:

● براساس بخش A، بازار سرمایه کارا است و دو هزینه مالیات و ورشکستگی وجود ندارند. به همین دلیل، نسبت بدهی به سرمایه بر ارزش شرکت تاثیر ندارد.

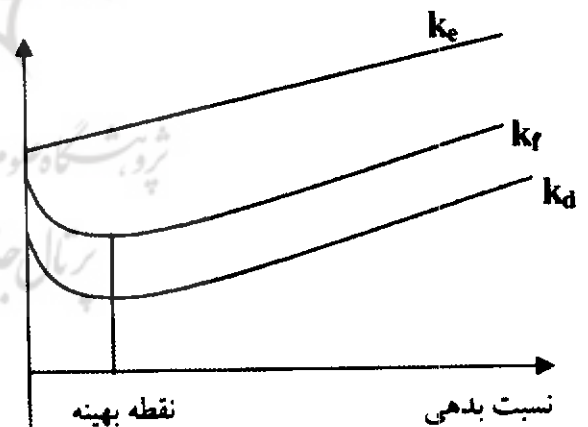
● در بخش B، فرض عدم وجود هزینه مالیات کنار گذاشته می‌شود. با در نظر گرفتن مالیات بر درآمد شرکت‌ها و به دلیل مزیت قابل کسر بودن هزینه بهره بدهی‌ها از درآمد مشمول مالیات، بهترین گزینه تامین مالی استفاده صرف از بدهی است. به عبارت دیگر، بر طبق این بخش از نظریه ارزش شرکت در زمانی به حداکثر می‌رسد که نسبت بدهی به دارایی دقیقاً برابر یک باشد.

● در بخش C، هزینه‌های ورشکستگی در نظر گرفته می‌شوند. یعنی استفاده صرف از بدهی تا آن میزان مناسب است که صرفه جویی مالیاتی حاصل از بدهی، بیشتر از هزینه‌های ورشکستگی بدهی باشد. بعد از آن نقطه باید از سهام برای تامین مالی استفاده شود. نسبت بدهی به کل دارایی‌هایی که باعث به حداکثر رسیدن ارزش شرکت می‌شود، بین صفر و صد درصد قرار دارد.

● در اینجا و در بخش D، فقط هزینه‌های ورشکستگی بدهی در نظر گرفته شده است. از آنجا که هزینه ورشکستگی مختص اعتباردهندگان است، هر چه شرکت از

دلیل اینکه ریسک اوراق بدهی کمتر از سهام است، بازده مورد توقع اعتباردهندگان نیز کمتر از بازده مورد توقع سهامداران می‌باشد. در نتیجه، تا سقف معینی هر چه میزان استفاده از بدهی برای تامین مالی بیشتر باشد هزینه سرمایه کل شرکت کمتر می‌شود. با این وجود، با افزایش بدهی ریسک مالی شرکت افزایش می‌یابد و با افزایش ریسک، اعتباردهندگان نرخ بهره بالاتری را مطالبه می‌کنند. در این وضعیت هزینه سرمایه کل شرکت افزایش می‌یابد. در نتیجه، نسبت بدهی به سهام بهینه با کمترین هزینه باید بین دو حد تامین مالی (سهام و بدهی) وجود داشته باشد. بنابراین، براساس این نظریه ساختار سرمایه بهینه نقطه‌ای است که در آن هزینه کل شرکت به حداقل ممکن می‌رسد. نمایشگر ۲ عبارت فوق را به تصویر می‌کشد. در این نمایشگر، هر یک از علائم اختصاری k_e ، k_f و k_d به ترتیب بیانگر هزینه سرمایه سهام، کل هزینه سرمایه شرکت و هزینه سرمایه بدهی هستند. درصد هزینه

نمایشگر ۲- تاثیر روش‌های مختلف تامین مالی بر هزینه کل شرکت براساس نظریه سنتی



نظریه میلر و مودیلیانی

مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) با مقاله مشهور خود به نظریه سنتی تاخند و نظریه نوین ساختار سرمایه را مطرح کردند. به نظر این دو محقق، اگر سرمایه‌گذاران همانند و همزمان با

کفاف نیازهای مالی شرکت را نکرد به ترتیب به سراغ بدهی‌های عاری از ریسک یا با ریسک ناچیز، بدهی‌های ریسکی و سهام می‌رود که از بین سهام نیز سهام ممتاز را بر سهام عادی ترجیح می‌دهد. این سلسله مراتب تامین مالی زمانی شکل می‌گیرد که هزینه‌های انتشار اوراق بهادار جدید بر سایر هزینه‌ها و مزایای سودهای تقسیمی و بدهی فزونی یابد (چن و استرنج^۶، ۲۰۰۵).

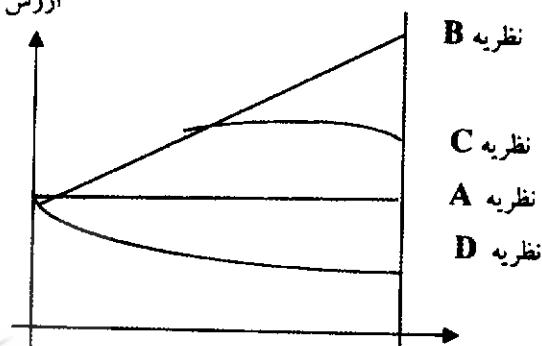
در شکل ایستای مدل سلسله مراتبی^۷، انتشار بدهی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. با این وجود، مایرز در شکل پویای مدل سلسله مراتبی^۸ بیان می‌کند که اگر شرکتی دارای پروژه‌های سرمایه‌گذاری زیاد و همچنین سود کافی جهت تامین مالی این پروژه‌ها باشد هرگز به انتشار بدهی روی نمی‌آورد؛ چرا که افزایش نسبت اهرم مالی باعث کاهش ظرفیت استقراضی شرکت شده و احتمال نادیده گرفته شدن پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت مورد انتظار را افزایش می‌دهد. بنابراین، بر طبق این شکل از الگوی سلسله مراتبی، شرکت‌ها ظرفیت استقراضی خود را برای رفع نیازهای احتمالی آتی حفظ می‌کنند. میزان نگهداشت ظرفیت استقراضی به دو عامل میزان تغییرات در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت و میزان تغییرات در عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی یک شرکت بستگی دارد. شرکت‌هایی که به منابع برون سازمانی نیاز دارند، ترکیبی از بدهی و سرمایه را برمی‌گزینند که در آن ترکیب وزن هر یک از منابع به احتمال دستیابی به ظرفیت تعیین شده برای اهرم مالی جاری شرکت‌ها، سطح ظرفیت استقراضی، رشد و توسعه جاری و انتظارات آتی هر یک از این عوامل بستگی دارد (چن و استرنج، ۲۰۰۵).

پیش‌بینی‌های الگوی سلسله مراتبی را می‌توان به سه دسته سودهای تقسیمی، اهرم مالی و نوسان‌پذیری خالص و جوه نقد تقسیم کرد. براساس سودهای تقسیمی، آن دسته از شرکت‌هایی که دارای دارایی‌های عملیاتی کم بازده، سرمایه‌گذاری جاری و آتی بزرگ و متنوع و اهرم مالی زیاد هستند، تمایل به انباشت سود و عدم توزیع آن دارند. بنابراین، پس از کنترل سایر عوامل، هر چه میزان سودآوری شرکتی بیشتر باشد میزان توزیع سود آن نیز بیشتر است (فاما^۹ و فرنچ^{۱۰}، ۲۰۰۲).

بدهی بیشتری استفاده کند ارزش شرکت کمتر می‌شود (لویس^۱ و همکاران، ۱۹۹۴).

نمایشگر ۳- تاثیر نسبت بدهی به کل دارایی بر ارزش شرکت براساس نظر میلر و مودیلیانی

ارزش بازار شرکت



نظریه سلسله مراتبی

نظریه سلسله مراتبی^۲ مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی یک شرکت است. راس^۳ (۱۹۷۷) برای اولین بار ابزار بدهی را به عنوان سازوکار علامت‌دهی مطرح کرد و بیان نمود که می‌توان از این ابزار در زمان وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی یک شرکت استفاده کرد. به عبارت دیگر، مدیریت در مقایسه با سرمایه‌گذاران برون سازمانی دارای اطلاعات بیشتری راجع به وضعیت مالی و نتایج عملکرد جاری و آتی شرکت بوده و سعی می‌کند در زمانی که شرکت دارای عملکرد ضعیفی است؛ به بدهی روی نیارد؛ چرا که احتمال نکول و ورشکستگی شرکت زیاد است. بعدها مایرز^۴ (۱۹۸۴) و مایرز و ماژلوف^۵ (۱۹۸۴) شکل پیچیده‌تر این مدل را مطرح و بیان کردند که چیزی که منجر به ساختار سرمایه می‌شود نیل شرکت‌ها برای تامین منابع مالی مورد نیاز است. بدین منظور شرکت ابتدا به منابع داخلی روی می‌آورد و اگر منابع داخلی

همچنین، در این نظریه فرض می‌شود که نسبت اهرم مالی بهینه یا هدف وجود دارد و بازار هرگونه انحراف (چه به صورت افزایشی و چه به صورت کاهش) از این نسبت را خبری نامطلوب تلقی می‌کند. این اهرم مالی بهینه را می‌توان از طریق برقراری توازن بین هزینه‌ها و منافع حاصل از مبالغ اضافی بدهی شناسایی کرد (چن و استرنج، ۲۰۰۵).

در الگوی موازنه ایستا، چهار پیش‌بینی کلی هزینه‌های ورشکستگی، نظریه نمایندگی، مالیات و هزینه‌های تامین مالی وجود دارند. با توجه به پیش‌بینی هزینه‌های ورشکستگی، با کاهش میزان سودآوری یک شرکت هزینه‌های ورشکستگی مورد انتظار افزایش می‌یابد و این افزایش شرکت‌ها را به سمت اهرم مالی کمتر سوق می‌دهد. همچنین، هر چه میزان نوسان‌پذیری سود یک شرکت بیشتر باشد هزینه‌های ورشکستگی مورد انتظار آن بیشتر است. بنابراین، این گونه شرکت‌ها کمتر از بدهی برای تامین مالی استفاده می‌کنند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲).

جنسن^{۱۲} و مک‌لینگ^{۱۳} (۱۹۷۶) درباره نظریه نمایندگی براین باورند که منافع مدیران با منافع سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی همسویی ندارد. به عبارت دیگر، مدیران سعی می‌کنند که جریان‌های نقدی آزاد شرکت را صرف منافع شخصی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامطلوب کنند. از آنجا که سودهای تقسیمی و بدهی، بخش زیادی از وجوه مازاد شرکت را به خود اختصاص می‌دهند؛ ابزارهای مهمی برای کاهش مشکل نمایندگی به‌شمار می‌روند. بنابراین، می‌توان انتظار داشت:

الف - پس از کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود تقسیمی و اهرم مالی با میزان سودآوری یک شرکت رابطه مثبت معنی‌داری داشته باشند.

ب - پس از کنترل میزان سودآوری، شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری هستند، نسبت پرداخت سود کوچکتر و اهرم مالی کمتری داشته باشند.

پ - بین اهرم مالی بهینه و نسبت پرداخت سود، رابطه منفی وجود داشته باشد؛ زیرا سودهای تقسیمی و بدهی، ابزارهای مکمل کنترل مشکلات جریان نقدی آزاد هستند.

مالیات دارای دو تاثیر عمده و معکوس بر ساختار سرمایه مطلوب است. به عبارت دیگر، از یک سو صرفه‌جویی مالیاتی حاصل از هزینه‌های بهره بدهی‌ها، شرکت‌ها را به

در مورد اهرم مالی در شکل ساده الگوی سلسله مراتبی، فرض بر این است که اگر مبلغ سرمایه‌گذاری بیشتر از سود انباشته باشد، بدهی افزایش و در زمانی که مبلغ مذکور کمتر از سود انباشته باشد؛ بدهی کاهش می‌یابد. بنابراین، با فرض دائمی بودن میزان سودآوری و مخارج سرمایه‌گذاری یک شرکت:

الف - با فرض ثابت ماندن میزان سرمایه‌گذاری، هر چه میزان سودآوری شرکتی بیشتر باشد، آن شرکت کمتر به بدهی روی می‌آورد و در نتیجه دارای اهرم مالی کوچکتری است.

ب - با فرض ثابت ماندن میزان سودآوری، هر چه سرمایه‌گذاری جاری و آتی شرکتی بیشتر باشد، اهرم مالی آن بزرگتر است.

در شکل پیچیده‌تر الگوی سلسله مراتبی، نسبت اهرم مالی بهینه وجود ندارد؛ شرکت‌ها با هزینه‌های مبادلاتی جاری و آتی، روبرو هستند و می‌توانند از طریق برقراری تعادل بین هزینه‌های جاری و آتی ظرفیت استقرایی را برای دوره‌های آتی نگه دارند. آنها با این کار یا مانع از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار می‌شوند و یا از تامین مالی این سرمایه‌گذاری‌ها با استفاده از اوراق بهادار ریسکی جدید، خودداری می‌کنند. بنابراین، پس از کنترل سایر عوامل، آن دسته از شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بزرگتری دارند، دارای اهرم جاری کوچکتری هستند.

هر چه احتمال انتشار اوراق بهادار ریسکی جدید یا از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور در زمان ناچیز بودن خالص جریان‌های وجوه نقد کمتر باشد، شرکت‌هایی که خالص جریان‌های وجوه نقد آنها نوسان‌پذیرتر هستند، سودهای کمتری توزیع کرده و از بدهی کمتری در زمان حال استفاده می‌کنند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲).

نظریه موازنه ایستا

در نظریه موازنه ایستا^{۱۴}، فرض بر وجود ساختار سرمایه بهینه است. این ساختار از طریق ترکیبی از منابع مختلف تامین مالی که هزینه‌ها و منافع حاصل از تامین مالی از طریق بدهی را با هم برابر می‌سازد؛ قابل دسترسی است.

بدهی خواهد شد. در این حالت، استفاده از بدهی باعث کاهش ارزش شرکت می شود. از این رو، طبق این شکل از نظریه موازنه ایستا باید بین مزیت صرفه جویی مالیاتی بدهی و مخارج نابسامانی آن توازن برقرار شود. در اینجا، ساختار سرمایه بهینه نقطه‌ای است که مابه‌التفاوت منافع و هزینه‌های حاصل از بدهی به حداکثر برسد (چن و استرنج، ۲۰۰۵).

نظریه نمایندگی و ساختار سرمایه^{۱۵}

براساس نظریه میلر و مودیلیانی، ساختار سرمایه بر ارزش شرکت هیچ‌گونه تاثیری ندارد؛ اما براساس نظریه نمایندگی، حتی اگر مفروضات مدل میلر و مودیلیانی صحیح باشند، ترکیب مناسبی از بدهی و سهام از دیدگاه حاکمیت شرکتی موضوع حایز اهمیتی است. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) دو نوع تضاد شناسایی کردند: تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان و تضاد بین مدیریت و سهامداران. بنابراین، هزینه‌های نمایندگی را می‌توان به دو دسته هزینه‌های نمایندگی مرتبط با بدهی و هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سهام تقسیم کرد. دلیل اصلی شکل‌گیری تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان آن است که قرارداد بدهی این فرصت را برای سهامداران فراهم می‌آورد که در صورت به موفقیت رسیدن پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بخش اعظم سودهای تحصیل شده را تصاحب کنند. با این وجود، اگر طرح‌های سرمایه‌گذاری با شکست مواجه شوند، به خاطر مسئولیت محدود سهامداران، امکان دارد اعتباردهندگان حتی اصل طلب خود را وصول نکنند. از سوی دیگر، تضاد بین مدیریت و سهامداران به این علت رخ می‌دهد که مدیریت شرکت منابع در دسترس را به خوبی مدیریت نکرده و حتی این منابع را صرف منافع شخصی و افزایش رفاه خود می‌کنند. آنها برای حل تضاد منافع، سه راه حل زیر را پیشنهاد کردند:

۱- فروش یا حتی اهدای تعدادی از سهام شرکت به مدیریت: این اقدام مدیریت را تحریک می‌کند تا آنجایی که امکان دارد با اتخاذ تصمیمات درست و منطقی از منافع شرکت به نحو بهینه استفاده کرده و در نتیجه باعث افزایش ارزش شرکت شود زیرا ارزش سهام تحت تملک وی به ارزش بازار شرکت وابسته است.

سمت استقراض بیشتر و داشتن اهرم مالی بزرگتر سوق می‌دهد و از سوی دیگر، از آنجا که در برخی از کشورها نرخ مالیات بر بدهی بیشتر از نرخ مالیات بر سهام است، شرکت‌های موجود در این کشورها کمتر به بدهی روی می‌آورند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲).

مایرز (۱۹۸۴) مدل سلسله مراتبی را بر مبنای این فرض بنا نهاده است که مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تامین مالی بر عوامل تعیین‌کننده اهرم مالی مطلوب در مدل موازنه ایستا برتری دارند. به این دلیل نمی‌توان به این سطح از اهرم مالی دست یافت. با این وجود، اگر هزینه‌های تامین مالی مهم‌تر از سایر عوامل نباشند، این الگو منطقی تلقی نمی‌شود و شرکت‌ها در زمان تعیین اهرم مالی بهینه، همه منافع و هزینه‌ها را در نظر می‌گیرند و هزینه‌های تامین مالی سلسله مراتبی نسبت بهینه را تحت تاثیر قرار می‌دهند. در اینجا فرض بر این است که آن دسته از شرکت‌هایی که دارای سودهای مورد انتظار کمتر، سرمایه‌گذاری‌های مورد انتظار بزرگتر و خالص جریان‌های نقدی با ثبات‌تر هستند کمتر به بدهی و تقسیم سود روی می‌آورند.

نظریه موازنه ایستا دارای چهار شکل فرعی زیر است:

۱. منافع حاصل از سپر مالیاتی بدهی و مخارج نابسامانی مالی آن
۲. نظریه نمایندگی
۳. کنترل شرکت
۴. زمان‌بندی بازار سرمایه و ساختار سرمایه

مزایای ناشی از صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و مخارج نابسامانی مالی آن^{۱۴}

یکی از مزایای اصلی بدهی، قابل کسر بودن هزینه بهره از درآمد مشمول مالیات شرکت (صرفه‌جویی مالیاتی بدهی) است. بنابراین، با فرض ثابت بودن سایر عوامل، هر چه مبلغ بدهی یک شرکت بیشتر باشد، میزان صرفه‌جویی مالیاتی بیشتر و در نتیجه هزینه سرمایه آن شرکت کمتر است. با این وجود، در عمل با افزایش مبلغ بدهی، مخارج نابسامانی مالی (ریسک مالی و احتمال ورشکستگی) شرکت افزایش می‌یابد و به نقطه‌ای می‌رسد که بعد از آن نقطه، ریسک مالی شرکت بیشتر از صرفه‌جویی مالیاتی

در این نمودار $A_T(E)$ برابر کل هزینه‌های نمایندگی، $A_S(E)$ برابر هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سهام و $A_B(E)$ برابر هزینه‌های نمایندگی مرتبط با بدهی است. هنگامی که نسبت بدهی به کل دارایی برابر صفر می‌باشد کل هزینه‌های نمایندگی صرفاً شامل هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سهام است. با این وجود، در زمانی که نسبت بدهی به کل دارایی برابر یک می‌شود (تمامی پروژه‌های سرمایه‌گذاری از طریق بدهی تامین شوند) کل هزینه‌های نمایندگی صرفاً شامل هزینه‌های نمایندگی مرتبط با بدهی می‌گردد. همچنین، کل هزینه‌های نمایندگی زمانی به حداقل می‌رسد که نسبت بدهی به کل دارایی بین دو عدد صفر و یک قرارگیرد. به عبارت دیگر، در زمانی که پروژه‌های سرمایه‌گذاری از طریق ترکیبی از بدهی و سهام تامین شوند (چن و استرنج، ۲۰۰۵).

کنترل شرکت

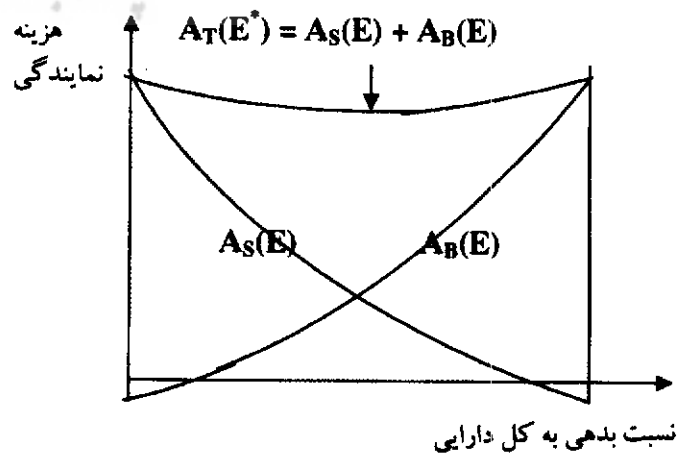
این شکل از نظریه موازنه ایستا بیان می‌دارد زمانی که شرکت دارای وضعیت مالی و نتایج عملیات مطلوبی است، حق کنترل شرکت مختص سهامداران می‌باشد. با این وجود، در شرکت‌هایی که دارای وضعیت مالی و نتایج عملیات مطلوبی نیستند؛ حق کنترل باید از سهامداران به اعتباردهندگان انتقال یابد. در دفاع از دیدگاه کنترل شرکت، دو الگو ارائه شده است که در مورد نحوه پیدایش تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان و نقش بدهی در حل این تضاد منافع، با یکدیگر هم اختلاف دارند. الگوی اول توسط استولز^{۱۶} (۱۹۹۰) ارائه شده است. براساس این الگو منشاء پیدایش تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران، توزیع یا عدم توزیع سود تحصیل شده است. به عبارت دیگر، مدیریت شرکت همواره تمایل دارد تا وجوه و منابع داخلی در دسترس را صرف توسعه و پیشرفت شرکت کند؛ در حالی که ممکن است سهامداران توزیع سود را بر انباشت و سرمایه‌گذاری آن در شرکت ترجیح دهند. در اینجا می‌توان از طریق برقراری توازن بین منافع بدهی (جلوگیری از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامطلوب) و هزینه‌های بدهی (جلوگیری از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب) به ساختار سرمایه بهینه دست یافت (چن و استرنج، ۲۰۰۵). دومین الگو، توسط هریس^{۱۷} و راویو^{۱۸} (۱۹۹۱) ارائه شده

۲- استفاده از ابزار بدهی و ممانعت از انتشار سهام جدید تا حد امکان: از آنجا که پرداخت اصل و فرع بدهی در زمان‌های تعیین شده غیرقابل فسخ است، استفاده از ابزار بدهی مبلغ وجوه نقد آزاد در دسترس مدیریت را کاهش داده و از این طریق مانع سوءاستفاده‌های شخصی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی می‌شود.

۳- توزیع بیشتر سودهای تحصیل شده: توزیع سود دارای دو مزیت اصلی است. اول اینکه با توزیع سود، وجوه نقد آزاد در دسترس مدیریت کاهش یافته و سوءاستفاده‌های احتمالی مدیریت یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی تا حدودی تقلیل می‌یابد. دوم اینکه هر چه سود بیشتری توزیع گردد، نیاز شرکت‌ها به بازار سرمایه بیشتر می‌شود و مدیریت شرکت مجبور به قبول قسوانین و مقررات بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرون سازمانی است. به دیگر سخن، مدیریت بیشتر کنترل می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

براساس نظریه نمایندگی، ساختار سرمایه بهینه نقطه‌ای است که کل هزینه‌های نمایندگی شرکت، که برابر حاصل جمع هزینه‌های نمایندگی مرتبط با بدهی و هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سهام است، به حداقل ممکن برسد. نمایشگر ۴ عبارت فوق را به تصویر کشیده است.

نمایشگر ۴- ساختار سرمایه بهینه با توجه به نظریه نمایندگی



کوتاه مدت و در غیر این صورت به انتشار اوراق بدهی بلندمدت روی می آورند (لوکاس و مک دونالد، ۱۹۹۰).

به دو دلیل زیر، اهمیت زمان بندی بازار سرمایه در زمان عرضه اولیه سهام، بیشتر از زمان انتشار سهام در دوره های بعد است. اول اینکه عمومی شدن شرکت یک رویداد تامین مالی بسیار مهم در طی چرخه عمر آن به شمار می آید. بنابراین، پاداش حاصل از زمان بندی صحیح عرضه اولیه سهام، خواه به صورت واقعی و خواه از طریق شرکت عرضه کننده سهام، به نسبت با اهمیت است. دوم اینکه در زمان عرضه اولیه سهام، سرمایه گذاران با عدم اطمینان بیشتری روبرو می باشند و درجه عدم تقارن اطلاعاتی در زمان ارزشیابی شرکت هایی که برای اولین بار به انتشار سهام دست می زنند، بیشتر است. بنابراین، احتمال ارزشیابی نادرست این گونه شرکت ها بیشتر می باشد (آیدوگان^{۲۲}، ۲۰۰۶).

نظریه های مرتبط با گزینش بین بدهی های عمومی و خصوصی در بخش قبل، تاثیر بدهی بر ارزش شرکت به طور کلی مورد بررسی قرار گرفت. در این بخش، بدهی به دو دسته بدهی عمومی و بدهی خصوصی تقسیم شده و تاثیر هر یک از این نوع بدهی ها بر ارزش شرکت بررسی می شود. بدهی خصوصی شامل وام بانکی و استقراض از اعتباردهندگان خصوصی است. بدهی عمومی به انتشار اوراق بدهی برای عموم مردم اشاره دارد. دو نمونه از بدهی های عمومی عبارت از انتشار اوراق قرضه و اوراق مشارکت می باشد.

نظریه های مربوط به گزینش بین بدهی عمومی و خصوصی به چهار نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه های نمایندگی بدهی، مذاکره مجدد کارا و صلاحدید مدیریتی تقسیم می شوند (دنيس^{۲۳} و واسیل^{۲۴}، ۲۰۰۳). در این نظریه ها به جای توجه به تاثیر نوع بدهی بر ارزش شرکت، بیشتر به نحوه گزینش بدهی ها توجه شده است.

عدم تقارن اطلاعاتی

للاندر^{۲۵} و پیل^{۲۶} (۱۹۷۷) و دیاموند^{۲۷} (۱۹۸۴) بیان می کنند که بانک ها و سایر اعتباردهندگان خصوصی، در مقایسه با سرمایه گذاران در اوراق بدهی عمومی توان کنترل^{۴۷} و نظارت موثرتر و کاراتری بر شرکت های وام گیرنده دارند.

است. به نظر این دو محقق، مدیران همواره خواستار تداوم عملیات شرکت هستند و در زمانی که از دیدگاه سرمایه گذاران، تصفیه و انحلال شرکت به عنوان بهترین گزینه تلقی می شود؛ تضاد شکل می گیرد. در این هنگام، نقش بدهی وادار ساختن مدیریت شرکت به انحلال آن است. بر این اساس، می توان از طریق برقراری توازن بین تصمیمات انحلال شرکت به عنوان مزیت بدهی و هزینه های ناشی از مذاقه بیشتر در زمینه انحلال یا تداوم عملیات شرکت به عنوان هزینه بدهی، به ساختار سرمایه بهینه دست یافت (هریس و رابو، ۱۹۹۱).

زمان بندی بازار سرمایه و ساختار سرمایه

مدیران شرکت ها با استفاده از عدم تقارن اطلاعاتی، بین خود و سرمایه گذاران برون سازمانی به زمان بندی بازار سرمایه اقدام می کنند. بر اساس مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت هایی که به افزایش وجوه و منابع مورد نیاز از طریق منابع خارجی دست می زنند با مشکل انتخاب ناسازگار^{۱۹} مواجه هستند. لوکاس^{۲۰} و مک دونالد^{۲۱} (۱۹۹۰) الگوی زمان بندی انتشار سهام را بر مبنای عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران، ارائه کرده اند. در این الگو فرض بر این است که شرکت ها پس از تجربه افزایش غیرعادی و با اهمیت قیمت سهام، به انتشار سهام روی می آورند. همچنین، مدیران سعی می کنند که بازارهای سهام را بر مبنای اطلاعات خصوصی مرتبط با ارزش آتی شرکت زمان بندی و بازارهای بدهی را بر مبنای اطلاعات عمومی مثل شکاف زمانی یا بازده های اضافی قابل پیش بینی اوراق قرضه، زمان بندی کنند. اگر مدیران به هنگام زمان بندی بازار بدهی از اطلاعات عمومی بیشتری نسبت به سرمایه گذاران برخوردار نباشند، استراتژی زمان بندی نمی تواند خلق ارزش کند.

به علاوه، مدیریت شرکت ها ممکن است بازارهای بدهی را بر مبنای اطلاعات خصوصی مرتبط با رتبه اعتباری آتی شرکت، زمان بندی کند. مدیران شرکت ها ممکن است در مقایسه با سرمایه گذاران دارای اطلاعات بهتری راجع به تغییرات آتی رتبه اعتباری شرکت باشند. در این حالت، زمانی که مدیران انتظار داشته باشند رتبه اعتباری شرکت در طی دوره های آتی بهبود می یابد، به انتشار بدهی های

بنابراین، آن دسته از شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری هستند به استقراض از بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان خصوصی روی می‌آورند. از سوی دیگر، شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، بدهی عمومی را بر بدهی خصوصی ترجیح می‌دهند. مایرز (۱۹۸۴) بیان می‌کند آن دسته از شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند، تنها زمانی از وجوه و منابع خارجی استفاده می‌کنند که وجوه و منابع داخلی در دسترس نباشند و در صورت نیاز به وجوه خارجی، شرکت‌ها نخست به سراغ مطمئن‌ترین اوراق بهادار - آن دسته از اوراق بهاداری که ارزش آنها در زمان افشای اطلاعات درون سازمانی به کمترین حد ممکن تغییر کند - و سپس به سراغ سایر اوراق بهادار می‌روند. بدهی‌های خصوصی، در مقایسه با بدهی‌های عمومی توان کنترل و نظارت بیشتری بر شرکت و ام‌گیرنده دارد. بنابراین، از وضعیت مالی و نتایج عملیات این گونه شرکت‌ها آگاهی بیشتری به دست می‌دهد. از این رو، بدهی‌های خصوصی در مقایسه با بدهی‌های عمومی مطمئن‌تر هستند. هنگامی که میزان عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد، مقیاس ایمن بودن بدهی‌ها کم اهمیت می‌شود. در این حالت، گزینش از میان انواع بدهی‌ها برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، با توجه به عواملی مثل هزینه‌های مبادلاتی، انعطاف‌پذیری شرایط مندرج در قرارداد وام و کیفیت اعتباری شرکت تعیین می‌شود (دنيس و واسيل، ۲۰۰۳).

هزینه‌های نمایندگی بدهی

تئوری نمایندگی به مطالعه روابط بین نمایندگان و مالکان می‌پردازد. به عبارت دیگر، این تئوری سعی در توضیح و تبیین تضاد منافع بین مدیریت یک شرکت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی دارد. بنابراین، در یک شرکت دارای بدهی تضاد منافع به دو دسته تضاد بین مدیریت یک شرکت و سهامداران و تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان تقسیم می‌شود. تضاد منافع بین سهامداران و مدیران، ناشی از کوتاهی مدیریت در مدیریت صحیح منابع در دسترس شرکت است. از سوی دیگر، تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان در زمانی رخ می‌دهد که مدیران با اتخاذ تصمیمات نادرست، باعث انتقال ثروت از اعتباردهندگان به

سهامداران شوند. اسمیت^{۲۸} و وارنر^{۲۹} (۱۹۷۹) برای باورند که تصمیمات مدیریتی به چهار شکل موجب انتقال ثروت از اعتباردهندگان به سهامداران می‌شوند:

● پرداخت بیش از حد سود سهام به سهامداران: پرداخت بیش از حد سود سهام به دو شکل امکان‌پذیر است. اول اینکه جریان‌های وجوه نقد به جای آن که صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها یا تسویه بدهی گردد، به سمت تقسیم سود سوق داده شود. همچنین، ممکن است یا دارایی‌های عملیاتی به فروش روند و عواید حاصل از فروش این دارایی‌ها به شکل سود نقدی بین سهامداران توزیع شود. این امر باعث کاهش ارزش دارایی‌های در دسترس اعتباردهندگان در زمان انحلال شرکت می‌شود. دوم اینکه ممکن است مدیران به منظور حفظ سطح سود تقسیمی، از مخارج تعهدی غیر ثابت اختیاری مانند مخارج تحقیق و توسعه که بهره‌ور هستند؛ خودداری کنند و به این طریق به اعتباردهندگان ضرر برسانند.

● استقراض بیش از حد: استقراض بیش از حد به دو صورت ممکن است به اعتباردهندگان ضرر وارد کند. اول اینکه تحمل بدهی جدید ممکن است ادعای بدهی‌های قبلی را تحت تاثیر قرار دهد. دوم اینکه ممکن است شرکت‌های فرعی و وابسته از طریق تغییر در اهرم مالی و در نتیجه ریسک‌های مرتبط با ساختار سرمایه، ریسک ورشکستگی شرکت را افزایش دهند. این امر، به ضرر اعتباردهندگان ختم می‌شود.

● جایگزینی دارایی: جایگزینی دارایی در زمانی رخ می‌دهد که مدیران دارایی‌های ثابت مشهود را به فروش رسانیده و به جای آن به تحصیل دارایی‌های نامشهود روی آورند. جایگزینی دارایی باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. چنین امری نتیجه، زیان اعتباردهندگان به شرکت است.

● سرمایه‌گذاری کمتر از واقع: سرمایه‌گذاری کمتر از واقع زمانی رخ می‌دهد که مدیران آن دسته از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را که انتظار می‌رود منافی برای اعتباردهندگان به همراه داشته باشند، نادیده گرفته و به مرحله اجرا در نیاورند (اسمیت و وارنر، ۱۹۷۹).

برای رفع مشکلات نمایندگی پیش‌گفته راه حل‌های گوناگونی شامل تضمین ارزش اسمی بدهی‌ها، وثیقه‌گذاری

دارایی‌ها و انعقاد قراردادهایی حاوی شرایط محدودکننده ذکر شده است. با این وجود، هیچ راه حلی بهتر و موثرتر از کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت نیست. به دیگر سخن، اگر چه می‌توان مشکلات فوق را از طریق شرایط مندرج در قرارداد وام مثل اعمال محدودیت در تقسیم سود و کنارگذاری و فروش دارایی‌ها رفع کرد یا حداقل کاهش داد، هیچ راه حلی بهتر و مناسب‌تر از برقراری رابطه مستمر، صمیمی و انعطاف‌پذیر با وام‌دهنده نیست. یک شرکت به احتمال زیاد، قادر به برقراری چنین رابطه‌ای با بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان خصوصی در مقایسه با اعتباردهندگان عمومی است؛ زیرا از یک سو اعتباردهندگان خصوصی تمرکز یافته‌ترند و ریسک آنها نسبت به اعتباردهندگان عمومی کمتر است (دنيس و واسيل، ۲۰۰۳).

مذاکره مجدد کارا و انحلال شرکت

چمانور^{۳۰} و فولجیری^{۳۱} (۱۹۹۴) پیش‌بینی کرده‌اند که منابع استقراضی شرکت، تابعی از احتمال نکول وام‌گیرنده و توانایی اعتباردهنده جهت اتخاذ تصمیم انحلال کارا می‌باشد. به دیگر سخن، اگر شرکت‌ها براساس کیفیت اعتباری به سه دسته شرکت‌های با رتبه اعتباری زیاد، شرکت‌های با رتبه اعتباری متوسط و شرکت‌های با رتبه اعتباری کم تقسیم شوند، آن دسته از شرکت‌هایی که دارای رتبه اعتباری زیاد یا کم هستند از بدهی عمومی به جای بدهی خصوصی استفاده می‌کنند؛ در حالی که شرکت‌های دارای رتبه اعتباری متوسط، تمایل زیادی به استفاده از بدهی خصوصی و وام بانکی دارند. قوانین و مقررات موجود نیز برای بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان خصوصی در مقایسه با اعتباردهندگان عمومی، انعطاف‌پذیری بیشتری را جهت مذاکره مجدد قایل هستند. این امر، نشان می‌دهد که بهتر است وام‌گیرندگان با احتمال مضیقۀ مالی زیادتر، از وام‌های خصوصی استفاده کنند. اهمیت مذاکره مجدد بدهی در زمانی حایز اهمیت است که شرکت وام‌گیرنده قادر به بازپرداخت اصل و فرع بدهی خود نبوده و در عین حال، دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور باشد. در این حالت، شرکت‌ها با دو گزینه: مذاکره مجدد و تمدید وام و

انحلال شرکت و پرداخت حداقل بخشی از ارزش اسمی وام دریافتی روبرو هستند. در حالت اول، شرکت‌ها قادر به اجرا و تکمیل پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس هستند. در این حالت، خالص عایدی شرکت بیشتر از خالص عایدی در زمان انحلال است. بدین ترتیب، تمدید وام و عدم انحلال شرکت به نفع اعتباردهندگان می‌باشد. در چنین حالتی و در زمان استفاده از بدهی عمومی، به دلیل عدم امکان مذاکره مجدد و تمدید وام، شرکت مقروض باید منحل شود. در این حالت، خالص عایدی اعتباردهنده برابر اقل ارزش اسمی وام یا ارزش فعلی شرکت پس از کسر هزینه‌های مربوط به توقف عملیات است. اما در حالت استفاده از بدهی خصوصی، به دلیل وجود زمینه لازم برای مذاکره مجدد و تمدید وام، بهترین گزینه پیش روی اعتباردهندگان تغییر ساختار شرکت است نه انحلال آن. در حالت اخیر، خالص عایدی متعلق به اعتباردهنده برابر خالص ارزش فعلی شرکت پس از کسر تمامی هزینه‌های مربوط به تغییر ساختار شرکت است. بنابراین، خالص عایدی متعلق به وام‌دهنده بیشتر از خالص عایدی در زمان استفاده از بدهی عمومی می‌باشد (چمانور^{۳۲} و فولجیری^{۳۳}، ۱۹۹۴).

پس بر مبنای نظریه مذاکره مجدد کارا، گزینش بین انواع بدهی به توانایی شرکت وام‌گیرنده جهت بازپرداخت اصل و فرع بدهی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن بستگی دارد. به عبارت دیگر، زمانی که انتظار می‌رود شرکت قادر به بازپرداخت اصل و فرع بدهی باشد یا زمانی که شرکت قادر به بازپرداخت اصل و فرع بدهی نباشد و فاقد پروژه‌های سرمایه‌گذاری آتی باشد؛ انتخاب نوع بدهی حایز اهمیت نیست. با این وجود، وقتی انتظار می‌رود شرکت قادر به بازپرداخت اصل و فرع بدهی در تاریخ سررسید آن نباشد و در عین حال دارای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور باشد، بهتر است از بدهی خصوصی استفاده کند.

صلاح‌دید مدیریتی

بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان خصوصی، در مقایسه با اعتباردهندگان عمومی و به خاطر دارا بودن دارایی‌های متمرکز و دسترسی به اطلاعات بیشتر، قادر به اعمال نفوذ و

واقع قیمت‌گذاری کردن اوراق بهادار و سوء‌استفاده‌های مدیریت از وجوه نقد آزاد به خاطر کنترل و نظارت دقیق‌تر بر تصمیمات مدیریت؛ کمتر است، این اوراق بدهی در مقایسه با بدهی عمومی، مطمئن‌تر و در نتیجه بازده مورد توقع آنها کمتر است.

پی‌نوشت‌ها:

- 1- Louis
- 2- Pecking Order Theory
- 3- Ross
- 4- Myers
- 5- Majluf
- 6- Chen
- 7- Strange
- 8- Static Version of Pecking Order
- 9- Dynamic Version of Pecking Order
- 10- Fama
- 11- French
- 12- Static Trade-off
- 13- Jensen
- 14- Mecking
- 15- Tax Shield Benefit and Financial Distress of Debt
- 16- Agency Theory and Capital Structure
- 17- Stulz
- 18- Harris
- 19- Raviv
- 20- Adverse Selection
- 21- Lucas
- 22- Mcdonald
- 23- Aydogan Altı
- 24- Denis
- 25- Vassil
- 26- Leland
- 27- Pyle
- 28- Diamond
- 29- Smith
- 30- Warner

کنترل بیشتری بر مدیریت شرکت‌های دارای بدهی هستند. بر مبنای نظریه صلاح‌دید مدیریتی، هر چه مدیریت یک شرکت سهام کمتری تحت تملک داشته باشد، تلاش بیشتری را صرف جلوگیری از رسیدگی دقیق می‌کند. بنابراین، انتشار بدهی عمومی را بر بدهی خصوصی ترجیح می‌دهد. برعکس، هر چه درصد سهام تحت تملک مدیریت یک شرکت بیشتر باشد؛ احتمال انتشار بدهی‌های خصوصی به جای بدهی عمومی به دو دلیل زیر بیشتر است:

الف - موجودی سهام تحت تملک مدیریت، وی را تحریک به انتخاب و انتشار آن دسته از اوراق بهاداری می‌کند که ارزش شرکت و در نتیجه ارزش سهام وی را بیشینه سازد. بنابراین، اگر بدهی‌های خصوصی بهینه باشند، مدیرانی که سهام بیشتری را تحت تملک دارند به احتمال زیاد به بدهی خصوصی متوسل می‌شوند؛ در حالی که مدیران با مالکیت کمتر، به بدهی عمومی روی می‌آورند.

ب - مدیران با مالکیت سهام بیشتر، کنترل بیشتری بر شرکت دارند و انتشار بدهی خصوصی آنها را از فشار خارجی اعتباردهندگان عمومی مصون می‌سازد. همچنین، مدیران با مالکیت کمتر، بدهی بانکی با قراردادهای حاوی شرایط محدودکننده‌تر و اعمال کنترل و نظارت دقیق بر اقدامات مدیریت را به عنوان منبع بهینه تامین مالی برمی‌گزینند و آن را به عنوان نشانه معتبری از اجرای تصمیمات سرمایه‌گذاری بیان می‌کنند (دنیس و واسیل، ۲۰۰۳).

خلاصه و نتیجه‌گیری

در ادبیات تامین مالی واحدهای تجاری، معمولاً بدهی به خاطر دو ویژگی صرفه جویی مالیاتی (قابل کسر بودن بهره بدهی از درآمد مشمول مالیات) و مزیت نمایندگی (کاهش وجوه نقد آزاد در دسترس مدیران به خاطر اجباری بودن پرداخت اصل و فرع بدهی) بر سهام ترجیح داده می‌شود. بدهی را می‌توان به دو دسته بدهی‌های عمومی و بدهی‌های خصوصی تقسیم کرد. همچنین، از آنجا که بدهی خصوصی از دو مزیت کاهش هزینه‌های نمایندگی و مذاکره مجدد کارا برای تمدید وام برخوردار است، از دید شرکت وام‌گیرنده دارای ریسک کمتری می‌باشد. علاوه بر این، از منظر سرمایه‌گذاران و از آنجا که در زمان استفاده از بدهی خصوصی، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه ریسک بیش از

تجربه ای نو با سیستم یکپارچه مالی سپهر

عملکرد عالی

کیفیت مطلوب

پشتیبانی فنی مستمر

سادگی، کارایی و انعطاف فوق العاده

قابلیت انطباق با نیازهای مشتری

کاررانی عملکرد

قیمت مناسب

اجرا شده در صنایع و کاربردهای مختلف

نسخ استاندارد، حرفه ای و پیشرفته



info@setarehsepehr.com

www.setarehsepehr.com

تهران، خیابان ملامدرا، بعد از چهار راه شیراز

ساختمان سارا، پ ۲۰ طبقه ۳ واحد ۱۳

تلفن: ۸۸۰۳۹۸۵۵ - ۸۸۰۳۹۴۴۸

31- Chemmanur

32- Fulghieri

منابع و ماخذ:

۱- رحیمیان، نظام‌الدین (۱۳۸۰) "تاملی در شیوه‌های تامین منابع مالی در واحدهای اقتصادی" نشریه حسابدار شماره ۱۴۶.

2- Aydogan, A (2006) "How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structures?" the Journal of Finance, Vol. LXI, No.4, pp: 1051-1083.

3- Chemmanur, T and P. Fulghieri (1994) "Reputation, Renegotiation and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt" Review of Financial Studies 7, 475-506.

4- Denis, D & Vassil, T (2003) "The Choice among Bank Debt, Non-Bank Private Debt and Public Debt" Journal of Financial Economics 70(1), pp: 3 - 28.

5- Diamond, D. W (1991) "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt" Journal of Political Economy, Vol. 99, No.4, pp: 689-721.

6- Eugene Fama & Kenneth French (2002) "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt" Review of Financial Studies 15, pp: 1-33.

7- Harris, M & Raviv, A (1991) "The Theory of Capital Structure" Journal of Finance 46, pp: 297-355.

8- Jensen & Meckling (1976) "The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Owner-ship Structure" Journal of Financial Economics 3, pp: 305-360.

9- Leland, H & Pyle, D (1977) "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation" Journal of finance 32, pp: 371-387.

10- Lucas, D. S & McDonald, R. L (1990) "Equity Issues and Stock Price Dynamics" Journal of Finance 45, pp: 1019-1043.

11- Louis T. W Cheng, Wallace, D & Gay B. H (1994) "Capital Structure Theories" Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol. 7, No. 3.

12- Smith, C.W & J.B. Warner (1979) "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Coven-ants" Journal of Financial Economics 7, pp: 117-161. ■