



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۹.۵۵.



دانشگاه تهران

دانشکده علوم اداری و مدیریت

پایان نامه تحصیلی جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد حسابداری

موضوع:

بررسی نرخ هزینه سرمایه شرکتها و نقش اجزای تشکیل دهنده آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۴ تا ۱۳۷۷

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر رضا تهرانی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر محمدرضا نیکبخت

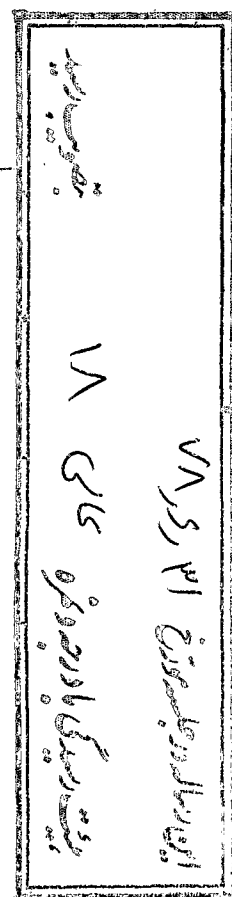
استاد ناظر:

جناب آقای دکتر نقی بهرامفر

تحقیق و نگارش:

عباسعلی حقانی نسب

شهریور ماه ۱۳۷۸



تقدیم به :

زیباترین و لطیف ترین گوهرهای هستی

پدر بزرگوار و مادر فداکارم ،

برادران ارجمند و خواهران مهربانم

و تقدیم به :

دوستان مهربان و همه دلسوختگان راه علم و معرفت .

تشکر و قدردانی :

انجام این تحقیق بیش از همه مدیون راهنمایی های استاد ارجمند جناب آقای دکتر رضا تهرانی میباشد که ارشادات ایشان در تمامی مراحل تحقیق راهگشای انجام کار بوده است.

وظیفه خود میدانم که از زحمات بی شائبه استاد گرامی جناب آقای دکتر محمد رضا نیکبخت که مسئولیت مشاوره این تحقیق را بر عهده داشته اند ، سپاسگذاری نمایم .

لازم میدانم از استاد گرانقدر جناب آقای دکتر نقی بهرامفر که مسئولیت نظارت بر این تحقیق بر عهده ایشان بود ، تشکر نمایم .

به پایان رساندن این تحقیق بدون کمک برادران و خواهرانی که در ارائه اطلاعات ، تجزیه و تحلیل آماری ، تایپ و سایر امور همکاری صادقانه با اینجانب داشته اند ممکن نبوده است . لذا از تمامی دوستان و عزیزانی که در تمامی مراحل انجام این تحقیق از یاری و کمک آنها بهره مند گردیده ام بویژه همکاران گرانقدرم در اداره بررسی سهام و طرحهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران تشکر و قدر دانی می نمایم .

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
	فصل اول: کلیات تحقیق
۵	مقدمه.....
۶	تعریف موضوع.....
۷	اهداف تحقیق.....
۸	اهمیت و ضرورت تحقیق.....
۸	فرضیات تحقیق.....
۹	قلمرو تحقیق.....
۱۰	تعریف واژه‌ها عملیاتی.....
۱۱	محدودیت‌های تحقیق:.....
۱۱	خلاصه‌ای از فصل دوم:.....
	فصل دوم: مروری بر مبانی نظری تحقیق
۱۳	مقدمه:.....
۱۴	قسمت اول: شیوه‌های تأمین مالی.....
۱۴	تأمین مالی کوتاه مدت.....
۱۵	تأمین مالی میان مدت.....
۱۶	تأمین مالی بلند مدت.....
۱۶	استقراض بلند مدت.....
۲۱	سهام ممتاز.....
۲۴	سهام عادی.....
۲۸	سود انباشته و سایر اندوخته‌ها.....
۲۹	تأمین مالی داخلی و خارجی.....

۳۰	.....	قسمت دوم: مفاهیم هزینه سرمایه.
۳۱	.....	کاربرد مفهوم هزینه سرمایه.
۳۳	.....	عوامل مؤثر به هزینه سرمایه.
۳۴	.....	نرخ تورم و نرخ بازده مورد انتظار سهامداران.
۳۶	.....	محاسبه هزینه اقلام خاص سرمایه.
۳۷	.....	هزینه‌های بدهیهای کوتاه مدت و بلند مدت.
۳۹	.....	هزینه سهام ممتاز.
۳۹	.....	هزینه سهام عادی.
۴۰	.....	روش جریان نقدی تنزیل شده (DCF).
۴۲	.....	روش صرف ریسک.
۴۲	.....	مدل قیمت‌گذاری داراییهای ثابت (CAPM).
۴۲	.....	معیارهای تصمیم‌گیری در بازار اوراق بهادار.
۴۶	.....	مفهوم سبد سرمایه‌گذاری.
۵۱	.....	تئوری قیمت‌گذاری داراییهای ثابت.
۵۶	.....	هزینه تأمین مالی از محل سود انباشته و سایر اندوخته‌ها.
۵۷	.....	محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه (WACC).
۵۹	.....	هزینه نهایی سرمایه.
۵۹	.....	تغییرات پله‌ای هزینه سرمایه.
۶۰	.....	قسمت سوم - نظرات مختلف پیرامون هزینه سرمایه و ساختار سرمایه.
۶۱	.....	روش درآمد خالص (NI).
۶۱	.....	روش سود خالص عملیاتی.
۶۲	.....	روش سنتی.
۶۳	.....	نظریه مودیگلیانی و میلر (MM).
۶۶	.....	نواقص بازار سرمایه.
۷۲	.....	تئوری مصالحه.
۷۳	.....	تئوری ترجیحی.

فصل سوم: روشهای گردآوری اطلاعات و آزمون فرضیات

۷۶	.....	مقدمه:
۷۶	.....	دوره زمانی تحقیق
۷۶	.....	جامعه آماری و نمونه آماری تحقیق
۷۷	.....	نحوه جمع آوری اطلاعات
۷۷	.....	معرفی متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها
۷۷	.....	بازده سهام عادی (Ri)
۷۸	.....	بازده بازار (RM)
۸۲	.....	محاسبه ریسک سیستماتیک (Bi)
۸۷	.....	محاسبه نرخ بازده بدون ریسک (Rrf)
۸۸	.....	محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه (WACC)
۹۱	.....	روشهای آماری آزمون فرضیات تحقیق

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیات

۹۷	.....	مقدمه:
۹۷	.....	فرضیات تحقیق:
۹۷	.....	آزمون فرضیه‌های تحقیق:
۱۰۱	.....	آزمون فرضیه‌ها در سال ۱۳۷۴
۱۰۱	.....	آزمون فرضیه‌ها در سال ۱۳۷۵
۱۰۲	.....	آزمون فرضیه‌ها در سال ۱۳۷۶
۱۰۲	.....	آزمون فرضیه‌ها در سال ۱۳۷۷

فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۱۰۵	.....	مقدمه:
۱۰۵	.....	نتایج آزمون فرضیات
۱۰۹	.....	پیشنهادات
۱۱۱	.....	پیشنهاد برای تحقیقات آتی
۱۱۲	.....	فهرست منابع و مأخذ
	.....	پیوست

فصل اول

کلیات تحقیق

مقدمه:

توسعه بخش واقعی اقتصاد، ایجاد حرکت سازندگی و سامان دهی تولید، تکمیل رفتارهایی است که به شکوفا شدن اقتصاد ملی می‌انجامد و سطح زندگی عامه مردم را بالا می‌برد. اگر چه عملیات فیزیکی در بخش واقعی صورت می‌پذیرد، تبلور شدت توسعه با کمک بخش دیگری صورت می‌پذیرد که به اصطلاح اقتصادی به آن بخش مالی می‌گویند و در حالت کمی تر هر چه قدر تار و پود بخشهای واقعی و پولی در یکدیگر تنیده تر شود اقتصاد ملی پویایی بیشتری می‌یابد.^۱ با پایان یافتن جنگ تحمیلی دوران بازسازی اقتصاد کشور آغاز گردید، بازسازی اقتصاد کشور و حرکت به سمت استقلال اقتصادی مستلزم سرمایه‌گذاری هر چه بیشتر بود که به منظور نظم بخشیدن و جهت دار نمودن جریان بازسازی اقتصاد کشور، برنامه اول توسعه اقتصادی - اجتماعی تدوین گردید.

یکی از موارد مطرح شده در برنامه توسعه، خصوصی سازی صنایع کشور و مشارکت دادن سرمایه‌های مردم در جریان بازسازی بود. صراحت اصل سوم و چهارم قانون اساسی در مورد جلب مشارکتهای مردم در امور تولیدی و دخالت آحاد مردم در فعالیتهای تولیدی و همچنین موارد مطرح شده در قانون برنامه پنج ساله اول توسعه باعث گردید که بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از ابزارهای مهم سیاستهای خصوصی سازی کشور و ابزاری جهت جذب نقدینگی و سرمایه‌های سرگردان و پس‌اندازهای مردم مورد استفاده قرار گیرد.

بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۴۶ هجری شمسی آغاز به کار نمود و در طی دوران فعالیت خود، یعنی از سال ۱۳۴۶ تاکنون فراز و نشیبهای زیادی را پشت سر گذاشته است. سال ۱۳۶۸ را می‌توان سال تجدید حیات بورس تهران دانست، چراکه واگذاری سهام شرکتهای دولتی به مردم از طریق بورس از سال ۱۳۶۸ آغاز شده و موجب رونق مجدد آن گردید. روند واگذاری سهام شرکتهای دولتی به مردم که از سال ۱۳۶۸ آغاز شده بود در سال ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ به اوج خود رسید و بعد از آن به دلایل گوناگون اقتصادی سقوط شاخص بورس تهران و کاهش روند واگذاری سهام شرکتهای دولتی شروع و تا پایان

۱- واحد پژوهش و مشاوره شرکت سرمایه‌گذاری صنایع ملی ایران، خصوصی سازی از تئوری تا عمل، جلد دوم، ص ۷

نیمه اول سال ۱۳۷۷ ادامه پیدا نموده است. ولی در نیمه دوم سال ۱۳۷۷ به دلیل تصویب دوباره تبصره ۳۵ توسط مجلس شورای اسلامی روند واگذاری سهام شرکتهای دولتی شروع و به نظر می آید که در سالهای آتی روند روبه رشدی داشته باشد.

شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به منظور تداوم و توسعه ناچار به استفاده از مکانیزمهای تأمین مالی می باشند، لیکن جذب سرمایه لازم و تأمین مالی جهت انجام پروژههای بزرگ و بلند مدت نیاز به جلب اعتماد مردم دارد. از جمله ابزارهای ایجاد اطمینان در نزد سرمایه گذاران کسب بازده معتدل و متناسب از سرمایه آنان و در اختیار گذاشتن بازده مناسبی به سرمایه گذاران می باشد. بدین ترتیب سرمایه گذاران زمانی ترغیب به انجام مشارکت و در اختیار گذاشتن سرمایه خود می گردند که از سرمایه های آنها به نحو مطلوبی استفاده شده و بازده معتدلانه ای نیز کسب شود و بخش مناسبی از آن در اختیار آنان قرار گیرد. بنابراین تحقیق حاضر به دنبال بررسی هزینه سرمایه گذاری شرکتهای و نقش اجزاء آن در جهت کاهش هزینه سرمایه گذاری و افزایش بازدهی و به دنبال آن افزایش ثروت سهامداران (ارزش ذاتی سهام) می باشد.

۱- تعریف موضوع:

یک واحد تجاری جهت شروع، تداوم و توسعه فعالیت در جهت افزایش سودآوری نیاز به سرمایه گذاری و سرمایه در گردش دارد که هر دو نیاز واحد تجاری به وسیله تأمین مالی مرتفع می گردند. تأمین مالی از منابع مالی مختلف از جمله استقراض، صدور سهام و مشارکت دادن اشخاص دارنده منابع مالی در مالکیت واحد تجاری و نگهداشت سود شرکت امکان پذیر می باشد. تأمین مالی از طریق استقراض مستلزم پرداخت هزینه بهره، تأمین مالی از طریق صدور سهام مستلزم پرداخت سود سهام و تأمین مالی از طریق نگهداشت سود مستلزم افزایش بازده و پرداخت بیشتر سود سهام بعد از تأمین مالی می باشد.

با توجه به اینکه یکی از وظایف مهم شرکتهای اتخاذ تصمیمات مالی است، شرکتهای در صدد هستند تا

با اتخاذ تصمیمات مناسب و مقتضی در این رابطه به مناسب‌ترین ترکیب منابع مختلف سرمایه‌ای دست یابند تا ارزش سهام شرکتها افزایش یابد. عموماً نظریه‌های متفاوتی در زمینه ترکیب منابع مختلف سرمایه‌ای مطرح گردیده است. تحت فرضیاتی بعضی نتیجه‌گیری نموده‌اند که شرکت باید از منابع مالی ارزان‌تر که سایر ویژگیهای دیگر را نیز دارد (وام) در ساختار مالی خود استفاده نماید و بعضی دیگر معتقدند که هیچ دلیلی وجود ندارد که بتوان براساس آن برتری وام را به اثبات رسانید. شاید در برخی از موارد به نفع شرکت باشد که برای تأمین سرمایه اوراق قرضه منتشر کند چه بسا عکس قضیه هم صادق باشد یعنی به نفع شرکت است که سهام منتشر کند یا حتی ترکیبی از منابع را استفاده کند. هدف مدیریت افزایش ارزش واحد تجاری و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. هر چه میزان هزینه سرمایه به نسبت بازده کسب شده کمتر گردد ارزش شرکت و به تبع آن، ثروت سهامداران افزایش پیدا می‌نماید. بدین لحاظ یکی از فاکتورهای اساسی جهت ارزیابی نتایج و اثرات تصمیمات مالی مدیریت به ارزش شرکت، بررسی هزینه سرمایه شرکت و روند تغییرات آن با توجه نقش اجزای تشکیل دهنده آن می‌باشد.

بنابراین موضوع تحقیق حاضر را می‌توان به صورت ذیل بیان نمود:

«بررسی نرخ هزینه سرمایه شرکتها و نقش اجزای تشکیل دهنده آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۴ تا ۱۳۷۷»

۲- اهداف تحقیق:

با توجه به هدف اصلی شرکتها در به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران (از طریق کاهش هزینه سرمایه) و نقش و اهمیت به سزای ساختار مالی و اجزای تشکیل دهنده سرمایه در رسیدن به این هدف، تحقیق حاضر سعی دارد با بررسی هزینه سرمایه شرکتها و ترکیب اجزای آن طی چند دوره متوالی مشخص نماید که آیا مدیران شرکتها توانسته‌اند در طی دوره‌های مالی هزینه سرمایه را کاهش دهند یا خیر و راهکارهای مناسب را به مدیران شرکتها جهت رسیدن به اهداف فوق ارائه نماید.

۳- اهمیت و ضرورت تحقیق:

استفاده از تکنیکهای مدیریت مالی در اداره امور شرکتها، با توجه به شرایط کنونی جامعه که اکثر شرکتها در زمینه تأمین منابع ارزی و ریالی با مشکلاتی روبرو هستند ضرورت فراوانی دارد و در این وضع به کارگیری بهینه منابع محدود سرمایه از اهمیت فراوانی برخوردار می باشد. افزایش سطح عمومی قیمتها باعث افزایش میزان سرمایه مورد نیاز شرکتها شده است، بدین ترتیب تحولات اخیر در اقتصاد ایران سبب شده است که نیاز شرکتها به سرمایه به شدت افزایش یابد و این نیاز به سرمایه در شرایطی روی داده است که بانکها نیز منابع مالی کافی برای برآورده کردن نیاز شرکتها ندارند و بیشتر شرکتها در این زمینه با مشکل مواجه هستند. تحول دیگر در اقتصاد ایران افزایش نرخ بهره و هزینه سرمایه می باشد. بانکها در چهارچوب سیاستهای تعدیل اقتصادی دست به افزایش تدریجی نرخ بهره و رسانیدن آن به نرخ تعادلی زدند و در نتیجه نرخ بهره از ۶، ۸ یا ۱۲ درصد به ۱۸ تا ۲۴ درصد تغییر یافت. رویداد دیگری در اقتصاد ایران رونق مجدد بورس بوده است، بورس اوراق بهادار سبب شده است آن دسته از مدیران شرکتها که نادرست فکر می کردند که سرمایه صاحبان سهام منبع مالی بدون هزینه می باشد، متوجه شدند که این نوع سرمایه اتفاقاً از گران ترین منابع می باشد و سهامداران از پرتوقع ترین تأمین کنندگان مالی هستند و بازدهی مورد انتظار سهامداران به مراتب بیشتر از نرخ بانکی می باشد. این مطلب مدیران را متوجه کرد که تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام یکی از گران ترین منابع مالی می باشد که باید در استفاده از آن دقت نمود. به هر حال توجه به هزینه سرمایه از مهم ترین ملاحظات است که باید در تأمین سرمایه مورد توجه قرار گیرد. بنابراین تحقیق سعی دارد نحوه ترکیب منابع مالی مختلف سرمایه ای را در شرکتها پذیرفته شده در بورس تهران و میانگین موزون هزینه کسب منابع مالی را مورد بررسی قرار داده و نقش اجزای تأمین مالی را مشخص نماید.

۴- فرضیات تحقیق:

بر طبق مباحث تئوریک، هزینه سرمایه شرکت ارتباط مستقیم با ترکیب و یا شیوه های تأمین منابع

مالی شرکتها دارد و در صورتی که شیوه‌های تأمین مالی تغییر نماید هزینه سرمایه نیز تغییر پیدا می‌کند، در این صورت است که مدیران شرکت می‌توانند با تغییر ترکیب تأمین منابع مالی نسبت به کاهش هزینه اقدام نمایند و باعث افزایش بازدهی و ارزش شرکت می‌شوند. با توجه به این مطالب فرضیه اصلی تحقیق این هدف را دنبال می‌کند که آیا شیوه‌های تأمین مالی منجر به تغییر در نرخ هزینه سرمایه شرکتها گردیده است.

فرضیه اصلی:

«بین درصد تغییرات شیوه‌های تأمین مالی و درصد تغییرات هزینه سرمایه شرکتها رابطه معناداری وجود دارد.»

با توجه به اینکه یکی دیگر از اهداف این تحقیق بررسی اجزای هزینه سرمایه که همان شیوه‌های تأمین مالی می‌باشد، فرضیات فرعی که اهداف فرضیه اصلی را دنبال نماید، به صورت ذیل می‌باشد.

فرضیات فرعی:

بین درصد تغییرات بدهیهای بلند مدت و درصد تغییرات هزینه سرمایه رابطه معکوس معناداری وجود دارد.

بین درصد تغییرات افزایش سرمایه و درصد تغییرات هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

بین درصد تغییرات مجموع سود انباشته و اندوخته‌ها با درصد تغییرات نرخ رشد هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

۵- قلمرو تحقیق:

۱-۵- قلمرو مکانی تحقیق:

جامعه آماری تحقیق شامل شرکتهایی که تا پایان سال ۱۳۷۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند، می‌باشد.

۲-۵- قلمرو زمانی تحقیق:

با توجه به اینکه برای محاسبه ارزش شرکت و هزینه سرمایه از روشهای متفاوت می توان استفاده نمود و روشهایی که از بازده بازار و ریسک سیستماتیک جهت تعیین ارزش شرکت و هزینه سرمایه استفاده می نمایند در این تحقیق استفاده خواهد شد و از طرفی برای تعیین ریسک سیستماتیک سهام معمولاً یک دوره ۳۰ تا ۳۶ ماهه از بازده سهام در نظر گرفته می شود لذا در این تحقیق محدوده زمانی مورد نظر در برگیرنده حداقل ۳ سال برای تعیین هزینه سرمایه و حداکثر ۵ سال می باشد که دوره مذکور از ابتدای سال ۱۳۷۱ تا پایان سال ۱۳۷۷ می باشد.

۶- تعریف واژه ها و متغیرهای مورد مطالعه:

- **ساختار مالی:** اقلیه منابع تأمین مالی شرکت شامل منابع کوتاه مدت و بلند مدت (انواع مختلف بدهی اعم از جاری و بلندمدت) سهام عادی، سهام ممتاز، سود انباشته و اندوخته ها را ساختار مالی می گویند.
- **ساختار سرمایه:** اقلیه منابع تأمین مالی بلند مدت شرکتها را ساختار سرمایه گویند.
- **هزینه سرمایه:** حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید کسب نماید تا بازده مورد نظر سرمایه گذاران را تأمین نماید. یا به عبارت دیگر هزینه سرمایه عبارتست از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید از سرمایه گذاریهای خود به دست آورد بدون اینکه قیمت بازار سهام تغییر کند.
- **شیوه های تأمین مالی:** روشهایی است که شرکت می توان از طریق آن منابع مالی مورد نیاز برای شروع و ادامه فعالیت خود را تأمین نماید که عموماً شامل استقراض، انتشار سهام و عدم تقسیم سود می باشد.

- **بازده بازار:** بازده بازار سهام، همان بازده پرتفوی است که تمام شرکتها در بازار را دارا

1- Financial Structure

2- Capital Structure

3- Janos, van Horn, Op.cit P.235

می‌باشد، در واقع میانگین موزون بازدهی کلیه سهام موجود در بازار سهام است. از آنجا که بازده یک سهم متشکل از بازده تغییر قیمت آن و مزایای متعلق به آن است، بازده بازار نیز متشکل از بازدهی تغییر قیمت کلیه سهام و مزایای متعلق به کلیه سهام است.

- **ریسک سیستماتیک:** ریسک سیستماتیک سهام قسمتی از ریسک دارایی است که در اثر عوامل کمی بازار که در یک بازار مالی به طور همزمان بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد به وجود می‌آید. این ریسک چون در ارتباط با وضعیت کلی بازار و ناشی از نوسانات آن می‌باشد ریسک بازار نامیده می‌شود.

- **میانگین موزون هزینه سرمایه:** میانگین هزینه تأمین مالی هر یک از شیوه‌های تأمین مالی با توجه به سهم هر یک از شیوه‌ها در ساختار سرمایه شرکت را میانگین موزون هزینه سرمایه می‌گویند.

محدودیت‌های تحقیق:

اساس و پایه هر تحقیق اطلاعاتی می‌باشد که فرضیه‌های تحقیق با استفاده از آنها مورد آزمون واقع می‌شود و بدیهی است هر چقدر اطلاعات دقیق‌تر و کاملتر در اختیار محقق قرار گیرد به همان میزان نتایج حاصل از تحقیق نیز دقیق‌تر بوده و از قابلیت بیشتری جهت تعمیم نتایج حاصل از بررسی نمونه به کل جامعه (مورد بررسی) برخوردار خواهد بود و یا به طور کلی تحقیق انجام شده روائی (اعتبار) بیشتری خواهد داشت.

مشکل اساسی که بر سر راه اکثر محققین قرار دارد مشکل جمع‌آوری اطلاعات می‌باشد. یکی از مشکلات تحقیق حاضر جمع‌آوری اطلاعات و محاسبه دقیق نرخ هزینه مزایای پایان خدمت کارکنان و هزینه تأمین مالی از محل تسهیلات با توجه مزیت صرفه‌جویی مالیاتی آن می‌باشد که به عنوان منبع تأمین مالی بلند مدت در نظر گرفته شده است.

۷- خلاصه‌ای از فصل دوم:

مهم‌ترین مباحث فصل دوم مربوط به شیوه‌های تأمین مالی شرکتها، محاسبه نرخ هزینه سرمایه منابع مالی بلند مدت شرکتها، تئوریهای مربوط به ساختار سرمایه و نرخ هزینه سرمایه می‌باشد.



فصل دوم

مروری به مبانی نظری تحقیق

مقدمه:

در اقتصاد آزاد، سرمایه از طریق سیستم قیمت تخصیص می‌یابد. نرخ بهره قیمتی است که بابت قرض گرفتن سرمایه پرداخت می‌گردد و اصولاً یک واحد تجاری باید طرحهایی را بپذیرد که بازده آنها لااقل از هزینه بهره سرمایه آن بیشتر باشد. به بیان دیگر هزینه سرمایه حداقل معیار پذیرش یا حداقل نرخ بازده برای سرمایه‌گذاران جدید بوده و سرمایه‌گذاری در طرحهایی که بازده آنها کمتر از این حداقل باشد، منجر به افت ارزش حقوق صاحبان سهام خواهد شد. همچنین در مورد شرکتی که دارای فعالیت انحصاری می‌باشند می‌تواند مبنایی برای تعیین قیمت منصفانه و استفاده از مزیت مناسب انحصاری قرار گیرد.

هدف شرکت‌های سهامی و مدیران شرکتها حداکثر نمودن ارزش شرکت و سهام آنها می‌باشد که حداکثر نمودن ارزش شرکت مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک مناسب است. در این چارچوب مدیران می‌توانند از دو راه افزایش بازده و کاهش هزینه سرمایه همراه با ریسک مناسب ارزش شرکت را حداکثر نمایند.^۱

این موضوعات از مباحث مربوط به شیوه‌های تأمین مالی و ساختار سرمایه در مدیریت مالی می‌باشد. موضوع ساختار سرمایه و ترکیب بهینه آن یا به عبارت دیگر شیوه تأمین مالی شرکت از منابع مختلف، مبحثی است که نخستین بار توسط مودیلیانی و میلر (MM) در سال ۱۹۵۸ مطرح شد و از آن زمان تاکنون مبنای بسیاری از تحقیقات مالی قرار گرفته است و تحقیقات مذکور کاملاً منتج به مطرح شدن تئوریهای جدید نیز شده است. پاره‌ای از تئوریهای ترکیب بهینه ساختار سرمایه شرکتها را، تابع هزینه سرمایه تأمین مالی از منابع مختلف آن یعنی بدهی و سهام می‌دانند.

هدف ما در این فصل بیان خلاصه‌ای از ادبیات اجزاء هزینه سرمایه که همان ساختار سرمایه است می‌باشد. بدین لحاظ شیوه‌های مختلف تأمین مالی و هزینه‌های تأمین مالی هر یک از آنها مطرح و نحوه محاسبه هزینه سرمایه ارائه و سپس نظریات مختلف پیرامون ساختار سرمایه را بیان می‌نماییم. با

۱- علی جهانخانی، شیوه‌های تأمین مالی شرکتها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، ماهنامه حسابدار، شماره ۱۳۷۴، ص ۲۰

توجه به اینکه ساختار سرمایه ارتباط نزدیکی با هزینه سرمایه دارد و هزینه سرمایه یعنی هزینه تأمین منابع مالی بلند مدت می‌باشد، بنابراین هزینه سرمایه تنها شامل بخشی از منابع مالی شرکت می‌باشد که ساختار مالی شرکت را تشکیل می‌دهند.

در رابطه با این موضوع که آیا ترکیب منابع مالی مورد استفاده بر ارزش و هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد یا خیر نظریات متفاوتی بیان شده است که در ادامه بحث و در قسمت سوم فصل حاضر مطرح خواهد شد.

قسمت اول: روشهای تأمین مالی توسط شرکتهای

هدف اصلی از شیوه‌های تأمین مالی کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت می‌باشد که شرکت راههای مختلفی را برای تأمین مالی در اختیار دارد که از نظر زمان سررسید به تأمین مالی کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت تقسیم و از لحاظ تأمین منابع به داخلی و خارجی تقسیم می‌شود.^۱

۱- روش تأمین مالی کوتاه مدت:

تأمین مالی کوتاه مدت نوعی تأمین مالی است که باید ظرف یکسال یا کمتر باز پرداخت گردد. این نوع تأمین مالی می‌تواند برای رفع نیازهای فعلی یا موقت و یا تأمین نیازهای دائمی مورد استفاده قرار گیرد.

تأمین مالی کوتاه مدت در مقایسه با تأمین مالی میان مدت و بلند مدت مزایای متعددی از جمله هزینه کمتر، سهولت دستیابی و انعطاف پذیری بیشتر برای اعتبار گیرنده دارد و در مقابل معایبی همانند نرخهای بهره، و نیاز به تجدید بدهی نیز دارد.

بنابراین تأمین مالی کوتاه مدت را می‌توان برای افزایش سرمایه در گردش و تأمین مالی داراییهای جاری استفاده نمود منابع مالی کوتاه مدت عمدتاً شامل اعتبار تجاری، وامهای بانکی، حواله‌های

۱- دکتر رضا شباهنگ، مدیریت مالی، جلد دوم، صفحات ۵۲-۴۱

بانکی، وامهای مؤسسات مالی، اسناد تجاری و تأمین مالی از محل حسابهای دریافتنی و موجودی کالا می باشد که در زمان تأمین مالی بدین صورت باید عواملی نظیر هزینه تأمین، درجه بندی اعتباری شرکت، محدودیتهای لحاظ شده از طرف وام دهنده، انعطاف پذیری شرایط مورد انتظار بازار پولی، وضعیت سودآوری و نقدینگی شرکت و ثبات عملیات شرکت در نظر گرفته شود.

۲- تأمین مالی میان مدت: intermediate financing

معمولاً شرکتهای برای دورههای میان مدت، از طریق گرفتن وامهای میان مدت تأمین مالی می نمایند و این بدان معنی است که مدت این وامها بین یک و حداکثر ده سال است.

شرکت وام گیرنده، باید طبق یک جدول زمان بندی شده اصل و فرع آن را در زمانهای مشخص پرداخت کند. معمولاً باز پرداخت آن به صورت اقساط است. از آنجا که نرخ بهره این نوع وامها ثابت است اهرم مالی شرکت گیرنده وام را بالا می برند.

قرارداد وامهای میان مدت مستقیماً بین وام دهنده و وام گیرنده بسته می شود در نتیجه مواعید پرداخت قراردادهای مختلف متفاوت خواهند بود و در مورد تعیین شرایط و مواعید قرار داد وامها سازمانهای نظارت کننده و دولتی (مثل کمیسیون بورس اوراق بهادار) هیچ دخالتی نمی کنند. در مورد انعطاف پذیری این وامها باید گفت که اصولاً در اول به صورت تأمین مالی بلند مدت هستند و سپس به این نوع وام تبدیل می شوند. از جمله نقاط ضعف وامها نامطلوب بودن ریسک اهرم مالی، وجود شرایط با قید و بندهای منفی که در قرار داد وام می گنجانند و پرداختهای مرتب قسط یا اجاره بها که گاهی باعث می شود فشار نقدینگی زیادی به شرکت وارد آید، و دیگر اینکه اگر شرکت طبق مفاد قرار داد وام عمل نکند و اقساط را در موعد مقرر نپردازد باید منتظر عواقب وخیم آن باشد، را می توان نام برد.

بسیاری از تحلیل گران مالی و حسابداران تمیز و تفکیک میان بدهی های میان مدت و بلند مدت را نادیده گرفته و منابع تأمین مالی را به دو گروه کوتاه مدت (بدهیهای با سررسید کمتر از یکسال) و بلند مدت (بدهیهای با سررسید بیشتر از یکسال) تقسیم نموده اند.

۳- تأمین مالی بلند مدت:

معمولاً شرکتها برای دوره‌های بلند مدت از طریق منابع مالی بلند مدت تأمین مالی می‌نمایند البته ویژگی منابع مالی میان مدت تا اندازه‌ای شبیه ویژگی این منابع مالی می‌باشد. از منابع مالی بلند مدت استقراض بلند مدت شامل وامهای رهنی و تسهیلات بانکی، انتشار سهام ممتاز، سهام عادی و سود انباشته می‌باشد که به شرح ذیل توضیح داده خواهد شد.

۱-۳- استقراض بلند مدت:^۱

استقراض بلند مدت عمدتاً شامل تسهیلات بانکی^۲، اوراق قرضه^۳ و سایر بدهیهای بلند مدتی می‌گردد که توسط بانکها و مؤسسات مالی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی تأمین و اعطا می‌شوند. بعضی از بدهیها و تسهیلات مالی دریافتی در قبال رهن داراییهای شرکت دریافت می‌گردد که در دوره‌های معین باز پرداخت می‌گردد.

اوراق قرضه که ویژگیهای آن به شرح ذیل ارائه می‌گردد اوراق بهاداری می‌باشند که به دارندگان آن سود از پیش تعیین شده‌ای تعلق می‌گردد و این اوراق بهادار دارای سررسید مشخص می‌باشند و منتشر کننده آن، متعهد است که در زمانهای معینی سود تعیین شده و در سررسید ارزش اسمی اوراق بهادار را بپردازد. در ارتباط با انواع اوراق قرضه تقسیم بندیهای متفاوتی ارائه شده است که اوراق قرضه با نام و بی‌نام، اوراق قرضه رهنی، اوراق قرضه با نرخ بهره ثابت یا شناور و یا بدون بهره، اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی و غیرقابل تبدیل، و اوراق قرضه قابل بازخريد و امثالهم از جمله این تقسیم بندیها می‌باشد.^۴

به طور کلی اوراق قرضه که دارای انواع متنوع می‌باشد از یکسری ویژگیهای مشترک برخوردار

۱- ریموندپی، نوو، ترجمه دکتر علی جهانخانی و علی پارسائیان، مدیریت مالی، جلد دوم انتشارات سمت، ص ۲۰۵-۱۹۰

2- Term Loan

3- Bonds

۴- آلن شاپیرو، ترجمه علی جهانخانی، 'استراتژی‌های تأمین مالی بلند مدت شرکتها'، تحقیقات مالی، شماره ۲، ۱۳۷۳، ص ص ۳۶-۵