



دانشگاه آزاد اسلامی

واحد فیروزکوه

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت دولتی

(گرایش مالی دولتی)

موضوع

بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عدم اطمینان مالی با تاکید بر
فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران

استاد راهنما

آقای دکتر اصغر اسدی

استاد مشاور

آقای دکتر محمد محودی

نگارش

امین پیریائی

سال تحصیلی ۱۳۹۳



دانشگاه آزاد اسلامی

واحد فیروزکوه

شماره:
تاریخ:
پیوست:

صور تجلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد

نام و نام خانوادگی دانشجو: امین پیریایی
موضوع پایان نامه: بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عدم اطمینان مالی با تأکید بر فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
رشته تحصیلی: مدیریت دولتی
تاریخ دفاع: ۹۳/۰۲/۱۸
با تأییدات خداوند متعال، جلسه دفاع از پایان نامه فوق با حضور استاد راهنما، استاد مشاور و هیأت داوران در دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه تشکیل گردید. در این جلسه، پایان نامه مذکور با موفقیت مورد دفاع قرار گرفت.

نامبرده، نمره ۱۷ هجده، از (۱۸) هجده را دریافت نمود.

امضاء
امضاء
امضاء

استاد راهنما: دکتر اصغر اسدی

استاد مشاور: دکتر محمد محمودی

استاد داور: دکتر یوسف احدی سرکانی

نمره نهائی پایان نامه مطابق بخشنامه شماره ۷۳/۳۵۲۶۸۱ مورخ ۹۲/۱۰/۲۲ و چاپ مقاله مستخرج از پایان نامه و با درجه می باشد.

پروفسور
دکتر محمود محمودزاده



مدیر گروه یا نماینده تحصیلات تکمیلی واحد

دکتر سید مهدی حسینی



تاریخ :

شماره :

پیوست :

تعهدنامه اصالت پایان نامه

- اینجناب امین پیریائی دانش آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته در رشته مدیریت دولتی / گرایش مالی دولتی که در تاریخ ۱۳۹۳/۲/۱۸ از پایان نامه خود تحت عنوان:
- " بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عدم اطمینان مالی با تاکید بر فرصت های رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران "
- با کسب نمره ۱۷ و درجه بسیارخوب دفاع نموده ام بدینوسیله متعهد می شوم :
- (۱) این پایان نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجناب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان نامه، کتاب، مقاله و ...) استفاده نموده ام، مطابق ضوابط و رویه موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست مربوطه ذکر و درج کرده ام.
 - (۲) این پایان نامه قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین تر یا بالاتر) در سایر دانشگاه ها و مؤسسات آموزش عالی ارائه نشده است.
 - (۳) چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هرگونه بهره برداری اعم از چاپ کتاب، ثبت اختراع و ... از این پایان نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهش و فناوری واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.
 - (۴) چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را می پذیرم و واحد دانشگاهی مجاز است با اینجناب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

نام و نام خانوادگی: امین پیریائی

تاریخ و امضاء: ۹۳، ۱۱، ۱۱



معاونت پژوهش و فن آوری
به نام خدا
مشور اخلاق پژوهش

بایدی از خداوند جهان و متقار به این که عالم محضر خداست و همواره نظر بر احوال انسان و به منظور پاس داشت تمام مژده انش و پژوهش و نظر به ایت جایگاه و انگاره اسلامی فرنگ و تمدن بشری با دانشمیان و احسان برات علمی

و احصای دانشگاه آزاد اسلامی مشهد می گردیم اصول زیر را در انجام فعالیت های پژوهشی به نظر قرار داده و از آن تعقلی کنیم:

- ۱- اصل حقیقت جویی: تلاش در راستای پی جویی حقیقت و وفاداری به آن و دوری از مرکز پنهان سازی حقیقت.
- ۲- اصل رعایت حقوق: التزام به رعایت کامل حقوق پژوهشگران و پژوهشگران (انسان، حیوان و نبات) و سایر صاحبان حق.
- ۳- اصل باکیت ندادی و مسئومی: تعهد به رعایت کامل حقوق ندادی و مسئومی دانشگاه و کلیه همکاران پژوهش.
- ۴- اصل منافع ملی: تعهد به رعایت مصالح ملی و در نظر داشتن به پیشبرد و توسعه کشور و کلیه مراحل پژوهش.
- ۵- اصل رعایت انصاف و انانت: تعهد به اجتناب از مرکز جانب داری غیر علمی و حفاظت از اموال، تجهیزات و منابع در اختیار.
- ۶- اصل رازداری: تعهد به مینت از اسرار و اطلاعات همکاران افراد سازمان آو کشور و کلیه افراد و نهادی مرتبط با تحقیق.
- ۷- اصل احترام: تعهد به رعایت حریم آو حرمت آو در انجام تحقیقات و رعایت جانب تقد و خودداری از مرکز حرمت شکنی.
- ۸- اصل ترویج: تعهد به رواج دانش و آساند نتایج تحقیقات و انتقال آن به همکاران علمی و دانشمیان به غیر از مواردی که منخ قانونی دارد.
- ۹- اصل برات: التزام به برات جویی از مرکز رفتار غیر حرفه ای و اعلام موضع نسبت به کسانی که حوزه علم و پژوهش را به شبه های غیر علمی آو آکالند.

به نام خداوند جان و خرد

تقدیر و تشکر

با تشکر و سپاس از اساتید بزرگوار و گرامی

جناب آقای دکتر اسدی استاد محترم راهنما

جناب آقای دکتر محمودی استاد محترم مشاور

جناب آقای دکتر احدی استاد محترم داور

شما که روشنائی بخش تاریکی جان هستید و ظلمت اندیشه را نور می بخشید.

با سپاس بیکران از پدر و مادر عزیز و مهربانم که در سختی‌ها و دشواری‌های زندگی همواره یآوری دلسوز ،
فداکار و پشتیبانی محکم و مطمئن برایم بوده‌اند.

سپاس فراوان از همسر بزرگوارم که با قلبی آکنده از عشق و معرفت محیطی سرشار از سلامت و امنیت ،
آرامش و آسایش را برای من و فرزندانم فراهم آورده است.

سپاس بی پایان از فرزندان خوبم که وقت رسیدگی و با آنها بودن را صرف گردآوری این تحقیق نمودم .

تقدیر و سپاس از برادر زاده بزرگوارم که در حساس ترین لحظات گردآوری این تحقیق یاری ام نمود.

سپاس و تقدیر از دوست و برادر بزرگوارم جناب آقای انباردار که با محبت بی مثالش برادری را در حقم تمام
کرد .

تشکر فراوان از همکاران گرامیم در باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان به ویژه آقای مهندس جدیدی و
سرکار خانم شفیع‌ی که در به ثمر رسیدن این پژوهش از هیچگونه راهنمایی و مساعدتی دریغ نکردند .

شکر و سپاس خدای را که بزرگترین امید و یاور در لحظه لحظه زندگیست...

خداوندا به ما توفیق تلاش در شکست، صبر در نومی‌دی، رفتن بی همراه، جهاد بی سلاح، کار بی پاداش، فداکاری در سکوت، دین بی دنیا، مذهب بی عوام، عظمت بی نام، خدمت بی نان، ایمان بی ریا، خوبی بی نمود، گستاخی بی خامی، مناعت بی غرور، عشق بی هوس، تنهایی در انبوه جمعیت و دوست داشتن بی آنکه دوستت بدارند، را عنایت فرما.

تقدیم به :

پدر، مادر و همسر عزیزم

و به تمام آزاد مردانی که نیک می اندیشند و عقل و منطق را پیشه خود نموده و جز رضای الهی و پیشرفت و سعادت جامعه، هدفی ندارند.

به دانشمندان، بزرگان، و جوانمردانی که جان و مال خود را در حفظ و اعتلای این مرز و بوم فدا نموده و مینمایند.

به آن صنوبرهای سرخی که چون لاله زاده شدند و چون شقایق ایستاده مردند.

به معلمان فرهیخته ای که صادقانه و عاشقانه تلاش می کنند تا نقالی دانسته ها را به نقادی اندیشه ها تبدیل سازند.

فهرست مطالب

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۱	چکیده
	فصل اول- کلیات پژوهش
۳	۱-۱- مقدمه
۳	۱-۲- بیان مسأله
۵	۱-۳- بیان ضرورت و دلایل توجیهی تحقیق
۷	۱-۴- اهداف پژوهش
۷	۱-۵- سؤالات تحقیق
۷	۱-۶- فرضیه‌های تحقیق
۷	۱-۶-۱- فرضیه اصلی
۸	۱-۶-۲- فرضیه های فرعی
۸	۱-۷- قلمرو تحقیق
۸	۱-۷-۱- قلمرو زمانی
۸	۱-۷-۲- قلمرو موضوعی
۸	۱-۷-۳- قلمرو مکانی
۹	۱-۸- تعریف متغیرهای تحقیق
۹	۱-۸-۱- متغیرهای مستقل
۹	۱-۸-۲- متغیر وابسته
۹	۱-۸-۳- متغیرهای کنترل
۱۰	۱-۹- ساختار پایان نامه

فصل دوم- مرور اولیه بر ادبیات نظری و تجربی

۱۲	۱-۲-۱- مقدمه
۱۲	۲-۲-۲- ساختار سرمایه
۱۳	۱-۲-۲-۱- عوامل موثر بر ساختار سرمایه
۱۴	۲-۲-۲-۲- نظریات مختلف پیرامون ساختار سرمایه
۱۶	۱-۲-۲-۲-۱- نظریه در آمد خالص
۱۷	۲-۲-۲-۲-۲- نظریه در آمد خالص عملیاتی
۱۷	۳-۲-۲-۲-۲- نظریه سستی
۱۸	۴-۲-۲-۲-۲- نظریه میلر- مودیگلیانی
۲۰	۳-۲-۳- ساختار سرمایه و روشهای تامین مالی
۲۰	۱-۳-۲-۱- روشهای تامین مالی
۲۰	۱-۱-۳-۲- سیستم مالی
۲۱	۲-۱-۳-۲- بازارهای مالی
۲۲	۳-۱-۳-۲- واسطه های مالی
۲۳	۴-۲-۴- ساختار و منابع اصلی تامین مالی
۲۴	۱-۴-۲-۱- تامین مالی بر اساس منبع
۲۶	۲-۴-۲-۲- فرض ترتیب هرمی تامین مالی
۲۷	۳-۴-۲-۳- تامین مالی بر اساس مدت
۳۳	۱-۳-۴-۲-۱- تامین مالی کوتاه مدت
۳۵	۲-۳-۴-۲-۲- تامین مالی میان مدت
۳۷	۳-۳-۴-۲-۳- تامین مالی بلند مدت
۳۸	۵-۲-۵- سهام عادی
۴۰	۱-۵-۲-۱- ویژگی های سهام عادی (حقوق و امتیاز سهامداران
۴۲	۲-۵-۲-۲- تامین مالی از طریق انتشار سهام
۴۲	۳-۵-۲-۳- محاسن انتشار سهام عادی به عنوان منبع تامین مالی

۴۳	۲-۵-۴- معایت انتشار سهام عادی به عنوان منبع تامین مالی
۴۴	۲-۶-۶- سایر جنبه های تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام
۴۴	۲-۶-۱- سودهای توزیع نشده
۴۷	۲-۶-۲- سود انباشته
۴۸	۲-۶-۱-۱- تامین مالی از طریق سود انباشته
۴۸	۲-۶-۱-۲- محاسن تامین مالی از طریق سود انباشته
۴۹	۲-۶-۱-۳- معایب تامین مالی از طریق سود انباشته
۴۹	۲-۶-۲- سود سهمی
۵۰	۲-۶-۱-۲- برتری ها و کاستی های سود سهمی
۵۱	۲-۶-۳- وام بلند مدت
۵۲	۲-۶-۱-۳- ویژگیهای وام بلند مدت
۵۲	۲-۶-۳-۲- تامین مالی از طریق وام بلند مدت
۵۲	۲-۶-۳-۳- محاسن انتشار وام های بلندمدت به عنوان منبع تامین مالی
۵۳	۲-۶-۳-۴- معایب انتشار وام های بلند مدت به عنوان منبع مالی
۵۳	۲-۶-۴- وام کوتاه مدت
۵۳	۲-۶-۱-۴- انواع وام کوتاه مدت
۵۵	۲-۶-۲-۴- شرایط وام
۵۵	۲-۶-۳-۴- نوآوری در تامین مالی
۵۶	۲-۷-۷- هزینه های تامین مالی و ساختار سرمایه
۵۷	۲-۷-۱- هزینه سرمایه (تامین مالی)
۵۸	۲-۷-۱-۱- محاسبه اجزاء هزینه سرمایه
۵۹	۲-۷-۱-۱-۱- هزینه بدهی
۶۰	۲-۷-۱-۱-۲- هزینه سهام ممتاز (نرخ سود سهام ممتاز)
۶۱	۲-۷-۱-۱-۳- هزینه سهام عادی (نرخ سود سهام عادی)
۶۱	۲-۷-۱-۱-۳-۱- مدل ارزیابی سود نقدی

۶۳	۲-۷-۱-۱-۱-۳-۲- مدل قیمت گذاری دارائی های سرمایه ای
۶۴	۲-۷-۱-۱-۴- هزینه سود انباشته
۶۵	۲-۷-۱-۲- محاسبه هزینه سرمایه در کل (متوسط هزینه سرمایه)
۶۵	۲-۷-۱-۲-۱- انواع ضرایب مورد استفاده در محاسبه متوسط هزینه سرمایه
۶۶	۲-۷-۱-۲-۱-۱- ضرایب تاریخی
۶۶	۲-۷-۱-۲-۱-۲- ضرایب نهائی
۶۷	۲-۸-۱- عدم اطمینان در سرمایه گذاری شرکتها
۶۸	۲-۸-۱- ریسک نقدینگی
۶۸	۲-۸-۲- ریسک تجاری
۶۸	۲-۸-۳- ریسک عملیاتی
۶۹	۲-۸-۴- ریسک مالی
۶۹	۲-۸-۵- ریسک ناتوانی در پرداخت
۷۰	۲-۸-۶- ریسک نرخ سرمایه گذاری مجدد
۷۰	۲-۸-۷- ریسک نرخ سود
۷۰	۲-۸-۸- ریسک قدرت خرید
۷۱	۲-۸-۹- ریسک انواع پول (ارز)
۷۱	۲-۹-۹- پیشینه تحقیق
۷۱	۲-۹-۱- تحقیقات خارجی
۷۳	۲-۹-۲- تحقیقات داخلی
	فصل سوم- متدولوژی پژوهش
۷۷	۳-۱- مقدمه
۷۷	۳-۲- روش و نوع پژوهش
۷۸	۳-۳- جامعه آماری
۷۸	۳-۴- تعیین حجم نمونه و نمونه گیری
۸۰	۳-۵- روش و ابزار گردآوری داده ها

- ۸۱ - ۳-۶- سؤالات تحقیق
- ۸۱ - ۳-۷- تدوین فرضیه‌ها
- ۸۲ - ۳-۸- مدل مفهومی تحقیق
- ۸۳ - ۳-۹- تعریف متغیرهای پژوهش
- ۸۳ - ۳-۹-۱- متغیرهای مستقل
- ۸۳ - ۳-۹-۲- متغیر وابسته
- ۸۴ - ۳-۹-۳- متغیرهای کنترل
- ۸۴ - ۳-۱۰- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
- ۸۵ - ۳-۱۰-۱- یافته‌های توصیفی
- ۸۵ - ۳-۱۰-۲- یافته‌های استنباطی
- ۸۵ - ۳-۱۰-۱-۲- آزمون کولموگروف - اسمیرنوف
- ۸۵ - ۳-۱۰-۲-۲- ضریب همبستگی پیرسون
- ۸۵ - ۳-۱۰-۲-۳- آزمون رگرسیون
- ۸۷ - ۳-۱۰-۲-۴- آزمون دوربین - واتسن
- ۸۷ - ۳-۱۰-۲-۵- آزمون هم‌خطی

فصل چهارم- تجزیه و تحلیل داده‌ها

- ۹۰ - ۴-۱- مقدمه
- ۹۰ - ۴-۲- یافته‌های توصیفی
- ۹۲ - ۴-۳- آزمون نرمال بودن متغیرها
- ۹۳ - ۴-۴- آزمون همبستگی
- ۹۴ - ۴-۵- آزمون معنادار بودن رگرسیون
- ۹۴ - ۴-۶- آزمون هم‌خطی
- ۹۵ - ۴-۷- آزمون عدم خود همبستگی
- ۹۶ - ۴-۸- آزمون فرضیه‌ها و نتایج آن
- ۹۷ - ۴-۸-۱- آزمون فرضیه‌ی فرعی اول

۹۹	۲-۸-۴-آزمون فرضیه ی فرعی دوم
۱۰۱	۳-۸-۴-آزمون فرضیه ی فرعی سوم
۱۰۳	۴-۸-۴-آزمون فرضیه های فرعی چهارم
۱۰۵	۹-۴-خلاصه نتایج
	فصل پنجم- نتیجه گیری و پیشنهادها
۱۰۷	۱-۵-مقدمه
۱۰۷	۲-۵-مروری بر خطوط کلی تحقیق
۱۰۸	۳-۵-بحث و نتیجه گیری
۱۱۰	۴-۵-محدودیت های تحقیق
۱۱۰	۱-۴-۵-محدودیت مکانی
۱۱۰	۲-۴-۵-محدودیت زمانی
۱۱۰	۳-۴-۵-محدودیت الزامات و تکالیف قانونی
۱۱۱	۳-۴-۵-محدودیت گستردگی موضوع ساختار سرمایه
۱۱۱	۵-۵-پیشنهادها
۱۱۱	۶-۵-پیشنهادهایی برای تحقیق های آینده
۱۱۲	فهرست منابع و مآخذ (فارسی)
۱۱۴	فهرست منابع و مآخذ (انگلیسی)
	ضمائم:
۱۱۶	چکیده انگلیسی
۱۱۷	لیست شرکتهای عضو نمونه آماری به تفکیک صنعت

چکیده

بحث روش‌های تأمین مالی به چگونگی ترکیب منابع تأمین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه مدت، اوراق قرضه، بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. برخی شرکت‌ها هیچ برنامه‌ی از پیش تعیین شده‌ای را برای ساختار سرمایه‌ی خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذ شده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ گونه برنامه‌ریزی مشخصی اقدام به تغییر ساختار سرمایه‌ی شرکت می‌کنند. تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه (روش‌های مختلف تأمین مالی) و عدم اطمینان مالی طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (به تعداد ۴۴۹ شرکت) پرداخته شده است که در این راستا روش‌های تأمین مالی (استقراض بانکی کوتاه مدت، استقراض بانکی بلند مدت، افزایش سرمایه با روش انتشار سهام و افزایش سرمایه با روش سود سهمی) به عنوان متغیرهای مستقل و عدم اطمینان مالی (ریسک سیستماتیک) به عنوان متغیر وابسته می‌باشند. اندازه شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترل می‌باشد. روش گردآوری اطلاعات کتابخانه‌ای و اسناد کاوی صورت‌های مالی می‌باشد. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از روش همبستگی و آزمون رگرسیون چندگانه صورت گرفت.

نتایج تحقیق نشان داد که ساختار سرمایه و روش‌های تأمین مالی با عدم اطمینان مالی رابطه معناداری دارند و ارتباط بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی مستقیم و ضعیف است و ارتباط بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی مستقیم و قوی می‌باشد. افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی رابطه‌ای معکوس و ضعیف دارد و ارتباط بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی معکوس و قوی می‌باشد. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد بین اندازه شرکت و اهرم مالی با عدم اطمینان مالی رابطه‌ای مستقیم و معنادار وجود دارد.

واژگان کلیدی: عدم اطمینان مالی، ساختار سرمایه و روش‌های تأمین مالی، استقراض بانکی، انتشار سهام

فصل اول

بیان کلیات

۱-۱) مقدمه

بحث ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تأمین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه مدت، اوراق قرضه، بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. برخی شرکت‌ها هیچ برنامه‌ی از پیش تعیین شده‌ای را برای ساختار سرمایه‌ی خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذ شده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ گونه برنامه‌ریزی مشخصی اقدام به تغییر ساختار سرمایه‌ی شرکت می‌کنند. این شرکت‌ها اگر چه ممکن است در کوتاه مدت به موفقیت دست‌یابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالی لازم برای فعالیت‌های خود با مشکلات عمده‌ای مواجه می‌شوند. چنین شرکت‌هایی ممکن است قادر نباشند استفاده‌ی بهینه‌ای از منابع موجود خود داشته باشند. در نتیجه، این واقعیت بیش از پیش محرز می‌شود که یک شرکت باید ساختار سرمایه‌ی خود را به گونه‌ای برنامه‌ریزی نماید که قادر باشد میزان بهره‌وری از وجوه را حداکثر نموده و وضعیت خود را با سهولت بیشتری با تغییر شرایط وفق دهد (هامپتون و دیگران^۱، ۱۳۸۹، ۱۶۷). شرکت‌ها ناچارند ساختار سرمایه‌ی اولیه‌ی خود را هنگام تأسیس و راه‌اندازی واحد انتفاعی طرح‌ریزی نموده و سپس هرگاه برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها نیاز به تأمین وجوه باشد، تصمیمات ساختار سرمایه تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

۲-۱) بیان مسئله

تصمیمات مربوط به تأمین مالی و تعیین ترکیب بهینه ساختار سرمایه از یک طرف و توجه به ریسک شرکت، به ویژه ریسک مرتبط با توان بازپرداخت بدهی‌ها، از طرف دیگر از جمله مسائلی است که در تصمیم‌گیری مدیریت حائز اهمیت است (جولای، ۱۳۸۹). یکی از مهم‌ترین اجزای هر فعالیت اقتصادی فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است؛ که این منابع را می‌توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تأمین کرد. در همین راستا مدیران مالی در شرکت‌ها تضمین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی یا به عبارت دیگر ساختار سرمایه می‌باشد و تصمیمات اتخاذ شده در این زمینه در راستای افزایش ارزش شرکت است. موضوع ساختار سرمایه از جمله مسائلی است که تاکنون تحقیقات و آزمون‌های زیادی بر روی آن انجام شده است و در حال حاضر نیز تحقیقات نظری و بررسی‌های تجربی در مورد آن ادامه دارد (کشاورز، ۱۳۹۰).

^۱ Hampton & Others

سرمایه گذاری یک امر ضروری و حیاتی در رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری است. برای اینکه وجوه لازم جهت سرمایه گذاری فراهم آید، باید یکسری منابع برای تأمین مالی وجود داشته باشد. بنابراین مدیران مالی می‌بایست در تأمین مالی ضمن در نظر داشتن منابع مختلف، به ریسک و بازده شرکت و تأثیر آن بر روی ریسک و بازده سهام عادی شرکت در بازار بورس نیز توجه داشته باشند. عواملی که ریسک یک شرکت را تعیین می‌کنند متعددند. یکی از این عوامل ساختار سرمایه شرکت می‌باشند. از جمله اینکه شرکت در ساختار سرمایه خود چقدر آورده سهامداران و چقدر بدهی دارد. به این علت که استفاده از بدهی موجب ایجاد یکسری تعهدات ثابت (هزینه‌های مالی) برای شرکت می‌شود؛ لذا این تعهدات ثابت، ریسک شرکت را بالا می‌برد چرا که اگر شرکت نتواند اصل و فرع وام را بازپرداخت کند به درماندگی مالی گرفتار می‌گردد (جولا، ۱۳۸۹). ارزیابی مطلوبیت یک بستر سرمایه گذاری در وضعیت نامطمئن بر اساس مقادیر ریسک و بازده آن است. یکی از مسائل مهم اثرگذار بر ریسک و بازده سهام عادی نیز، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه است. استفاده از بدهی ارزان قیمت ممکن است باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت شود، ولی از طرفی ممکن است موجب افزایش ریسک مالی و هزینه ورشکستگی نیز شود (خرم، ۱۳۸۳).

ساختار سرمایه اصولاً یکی از موضوعات مهم در تئوری مدرن مالی می‌باشد که تنها در سال‌های اخیر مطرح نشده، بلکه کانون توجه محققین در چند دهه‌ی اخیر بوده است. نیاز به تأمین مالی از آنجا ناشی می‌شود که ارزش شرکت‌ها موجب می‌گردد که برای خرید دارایی‌های جدید، افزایش ظرفیت کارخانه، استخدام نیروی جدید و خرید مواد اولیه، نیاز به وجوهی احساس شود و این وجوه مالی در قالب منابع مالی مطرح می‌شود (ابزاری و دیگران، ۱۳۸۶). منابع مالی می‌توانند دو اثر کوتاه مدت و بلند مدت بر روی عملکرد مالی داشته باشند؛ اثر بلند مدت مربوط به تأثیرات آتی است که به جهت صرف این وجوه در پروژه‌های با «ارزش فعلی خالص» مثبت، بر قیمت، بازده و در کل بر منافع سهامداران دارد. زیرا اگر شرکتی منابع مناسب جذب نماید و مصارف بهینه‌ای داشته باشد سود خالص شرکت افزایش یافته و بر ارزش شرکت افزوده می‌گردد. اثر دوم، اثر کوتاه مدت و یا لحظه‌ای است که مربوط به نشت اطلاعات درونی شرکت به بازار سرمایه می‌باشد؛ زیرا هر گونه اطلاعاتی اعم از اطلاعات مالی و تولیدی که به نظر سهامداران و متخصصین بازار، مهم و تأثیر گذار باشد، عکس‌العمل بازار سرمایه را بر خواهد انگیخت (ایزدی نیا و دستجردی، ۱۳۸۸).

بدهی‌های سرمایه‌ای تعهد مالی برای شرکت ایجاد می‌کند و تکیه بیش از حد به آن، افزایش اهرم مالی و به تبع آن احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت اصل و بهره‌ی آن را در پی دارد. به ویژه شرکت‌هایی که از نظر موقعیت مالی در وضعیت مناسبی به سر نمی‌برند، استفاده از هر گونه بدهی سرمایه‌ای، میزان تعهدات آن‌ها را سنگین‌تر و سهامداران را مضطرب می‌سازد. در نتیجه تقاضا برای سهام چنین شرکتی که در بازار عرضه و تقاضا (بورس) معامله می‌شود، رو به کاهش می‌گذارد. کمبود تقاضا برای سهام و مخاطره‌ی بیشتر سرمایه‌گذاری در چنین شرکتی، کاهش قیمت سهام و در نتیجه کاهش بازده را در پی خواهد داشت (بانرجی و دیگران، ۳۳۳، ۲۰۰۰) منابع مختلف تأمین مالی، انجام سرمایه‌گذاری مطلوب را ممکن ساخته و پیامدهای سرمایه‌گذاری بهینه، افزایش بازده و نهایتاً افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. از آنجایی که سرمایه‌گذاری یک امر ضروری و حیاتی در جهت رشد و شکوفایی اقتصادی کشور است؛ باتوجه به اینکه سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار مستلزم پذیرش مخاطره و ریسک است و بازده، عامل کلیدی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است. به همین علت شناخت منابع مختلف تأمین مالی و تأثیرات آن‌ها بر انواع ریسک برای سرمایه‌گذاران اهمیت ویژه‌ای دارد.

با در نظر گرفتن این پیش فرض، تحقیق حاضر بر آن است که به بررسی رابطه بین استقراض بانکی و تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار دهد (صمیمی و دیگران، ۱۳۸۳).

۳-۱ بیان ضرورت و اهمیت پژوهش

سرمایه‌گذاری از موارد ضروری و اساسی در فرایند رشد و توسعه اقتصادی کشور است. از عوامل موثر در انتخاب سرمایه‌گذاری، توجه مدیر به ریسک و بازده سرمایه‌گذاری است و با توجه به دوره‌ای که مدیر در آن قرار دارد و رویکردی که به ریسک دارد می‌تواند از منبعی تأمین سرمایه داشته باشد که ریسک کمتری را به همراه داشته باشد و یا اینکه با توجه به دوره‌های حیات سازمانی، سرمایه‌گذار خواستار ریسک بالا و بازده بالا و رشد سریع باشد. پی بردن به الگوهایی که سرمایه‌گذاران با توجه به دوره‌های چرخه حیات سازمانی به تصمیم‌گیری و تأمین مالی می‌پردازند، می‌تواند علائم و نشانه‌هایی را در مسیر مدیر قرار دهد تا مدیر را از برخی اشتباهات و خطاها در مسیر انتخاب روش تأمین مالی دور سازد. به عبارتی این مطالعه می‌تواند چشم‌اندازی باشد برای مطالعاتی که با هدف الگوسازی تأمین مالی

مدیریت شرکت‌های تولیدی عضو سازمان بورس در دوره‌های مختلف در آینده در ایران انجام خواهند شد. با توجه به اینکه یکی از وظایف عمده و مهم شرکت‌ها تصمیمات مالی است، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود حق انتخاب دارند که یا با پذیرش شرکای جدید و واگذاری قسمتی از مالکیت واحد تجاری و یا با استقراض اقدام به تأمین مالی نمایند و شرکت‌ها در صدد هستند با اتخاذ تصمیمات مناسب و مقتضی در این رابطه به مناسب‌ترین ترکیب تأمین مالی یا «ساختار مالی» دست یابند. چرا که در حال حاضر دستیابی به ساختار مالی بهینه به جهت اثر عمده‌ی آن بر روی ارزش شرکت و سایر جنبه‌ها از اهمیت خاصی برخوردار است (رحیمیان، ۱۳۸۰).

تصمیمات تأمین سرمایه در اصل برای دو گروه از زیر مجموعه واحدهای اقتصادی اهمیت بسزایی دارد. گروه اول خود شرکت (و یا مدیران و اداره کنندگان شرکت) می‌باشد. ساختار مالی شرکت‌های سهامی از دو قسمت تشکیل شده است؛ قسمت اول دارایی‌های شرکت که نتایج سرمایه گذاری را نشان می‌دهد، مانند سرمایه گذاری در ماشین آلات، ساختمان و... که این قسمت در سمت راست ترازنامه (یا صورت وضعیت شرکت‌ها) نشان داده می‌شود. قسمت دوم دیوارتمان مالی شرکت‌ها را، بدهی‌های بلند مدت و کوتاه مدت، سهام عادی و ممتاز، اوراق قرضه و سود انباشته تشکیل می‌دهد. شرکت‌ها به واسطه‌ی این منابع مالی، وجوه و سرمایه‌ی مورد نیاز را جمع‌آوری می‌کنند و در دارایی‌ها و ماشین آلات سرمایه گذاری می‌کنند. لذا برای شرکت‌ها دسترسی به منابع سرمایه کم هزینه و طولانی مدت و با مخاطره اندک یک امر حیاتی می‌باشد. زیرا هر گونه تأمین وجوهی، حداقل هزینه‌ای دارد که شرکت باید توسط بازدهی حاصله از سرمایه گذاری‌هایش آن‌ها را پرداخت نماید و عدم تادیه آن‌ها مخاطرات جدی در پی دارد (مجتهد زاده و دیگران، ۱۳۸۸).

گروه دوم که درگیر این مسئله هستند، تأمین کنندگان وجوه (و یا سهامداران) می‌باشند. این موضوع از آنجا برای گروه دوم اهمیت دارد که سهامداران به دنبال منافع بیشتر و یا مخاطرات اندک هستند. آن‌ها می‌خواهند تصمیمات مالی به گونه‌ای سازمان دهی شود که قیمت سهام آن‌ها و در کل، بازده آن‌ها بیشتر گردد. مسئله تأمین مالی این پرسش را به رایسان ایجاد می‌کند که آیا انتشار سهام، قیمت و بازده سهام را تغییر می‌دهد و این تغییر به نفع یا ضرر آن‌ها تمام می‌شود؟ همچنین استقراض و در کل بدهی‌های سرمایه‌ای (اوراق قرضه و وام) به عنوان یک رخداده مالی چه اثری بر روی ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک آن‌ها دارد؟ لذا سرمایه گذاران به تصمیمات مالی شرکت‌ها عکس‌العمل نشان می‌دهند تا در

سایه‌ی آن، عدم اطمینان مالی خود را کاهش دهند یا بازدهی حاصله را به سطح حداکثر برسانند (عبادی دولت آبادی، ۱۳۸۱).

۴-۱) اهداف تحقیق

هدف اصلی:

شناسایی رابطه بین ساختار سرمایه و روش‌های تأمین مالی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
اهداف فرعی:

۱) بررسی رابطه استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۲) بررسی رابطه استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۳) بررسی رابطه بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۴) بررسی رابطه بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۵-۱) سؤالات تحقیق:

آیا بین روش‌های تأمین مالی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟

۶-۱) فرضیه‌های تحقیق

۱-۶-۱: فرضیه اصلی:

بین روش‌های تأمین مالی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

۱-۶-۲) فرضیه‌های فرعی:

الف) بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

ب) بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

ج) بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی رابطه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

د) بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

۱-۷) قلمرو تحقیق

۱-۷-۱) قلمرو زمانی

محدوده‌ی زمانی تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به عملکرد سال‌های مالی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۱-۷-۲) قلمرو موضوعی

محدوده‌ی موضوعی تحقیق، بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی و عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۱-۷-۳) قلمرو مکانی

قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۱-۸) تعریف متغیرهای تحقیق

۱-۸-۱) متغیرهای مستقل:

الف) استقراض بانکی از طریق وام کوتاه مدت و بلند مدت

در این پژوهش، برای اندازه‌گیری وام کوتاه مدت شرکت از تقسیم وام کوتاه مدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (احمدی و طالب نیا، ۱۳۸۶) و برای اندازه‌گیری وام بلند مدت شرکت از تقسیم وام بلند مدت بیش از یک سال مدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۶).

ب) افزایش سرمایه از طریق سود سهمی و انتشار سهام

عوااید حاصله از ارزش اضافی سهام که شرکت به اندوخته منتقل سازد (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۶) و اوراقی که شرکت جهت افزایش سرمایه منتشر می‌کند به عنوان شاخص‌های افزایش سرمایه هستند.

۱-۸-۲) متغیر وابسته:

متغیر وابسته در این پژوهش عدم اطمینان مالی است که معیار ریسک سیستماتیک در این تحقیق همانند تحقیق مشابه Simon Gilchrist and et al, ۲۰۱۰ به عنوان معیارهای سنجش عدم اطمینان مالی در این تحقیق بکار رفته است. به منظور اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک شرکت از ضریب حساسیت (β) شرکت استفاده شده است. به بیان ساده ریسک سیستماتیک هر سهم، تعیین-کننده نرخ بازدهی است که صاحب آن سهم باید انتظار کسب آن را داشته باشد (پی‌نو، ۱۳۸۱، ۳۵۱).

ضریب بتا (β) برابر کوواریانس بازده سهم با بازده سبد اوراق بهادار بازار تقسیم بر واریانس سبد اوراق بهادار بازار می‌باشد (کی رلی، سی براون، ۱۳۸۴، ۱۰۶).

$$BETA = COV (R_S, R_P) / VAR_S$$

VAR- واریانس سبد اوراق بهادار بازار

BETA=ریسک سیستماتیک

۱-۸-۳) متغیرهای کنترل:

الف) اندازه شرکت معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" وجود دارد که عبارتند از: مقدار کل دارایی‌ها، میزان فروش و تعداد کل کارکنان. همانند پژوهش که توسط لی (۲۰۰۸) صورت گرفته است، از لگاریتم نپری کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" استفاده شده است.

$$SIZE = LOG (TOTAL ASSETS)$$

ب) اهرم مالی شرکت

این نسبت‌ها رابطه منابع مالی مورد استفاده واحد تجاری را از لحاظ بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سهام تعیین و ارزیابی می‌کند و در واقع نحوه ترکیب آن‌ها را بررسی می‌نماید. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (سینایی، نیسی، ۱۳۸۲).

$$FL = BV / \text{TOTAL ASSETS}$$

$$FL = \text{اهرم مالی}$$

$$BV = \text{ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت}$$

$$\text{TOTAL ASSETS} = \text{کل دارایی‌ها}$$

۱-۹) ساختار پایان‌نامه

این تحقیق در پنج فصل ارائه شده است.

فصل اول به کلیات تحقیق، شامل مقدمه، بیان مسئله، بیان ضرورت و اهمیت موضوع، اهداف تحقیق، پرسش‌های تحقیق، فرضیه‌های تحقیق، قلمرو تحقیق، تعریف متغیرهای تحقیق، محدودیت‌های تحقیق اختصاص داده شده است.

در فصل دوم ضمن مرور مبانی نظری موضوع تحقیق و چارچوب لازم جهت حمایت از فرضیه‌های تحقیق ارائه می‌شود.

فصل سوم به روش‌شناسی تحقیق می‌پردازد که شامل جامعه‌ی آماری، روش و ابزار گردآوری داده‌ها و روش‌های آماری قابل استفاده در تحقیق می‌باشد.

فصل چهارم به تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده می‌پردازد و نهایتاً در فصل پنجم نتایج و پیشنهادهایی در زمینه‌ی موضوع مورد بررسی ارائه می‌گردد.

فصل دوم
مبانی نظری و
پیشینه پژوهش

فصل دوم این تحقیق اختصاص به مبانی نظری موضوع تحقیق دارد. این فصل به طور کلی از سه بخش تشکیل شده است؛ بخش اول تحت عنوان روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد که در آن عمده‌ترین منابع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها گنجانده شده است. بخش دوم این فصل ضمن تشریح هزینه‌های تأمین مالی به بررسی در مورد نظریات بافت یا ساختار سرمایه می‌پردازد. بخش سوم به مبانی نظری عدم اطمینان مالی شرکت‌ها می‌پردازد و در آخر، بخش سوم نیز مربوط به پیشینه‌ی تحقیق می‌باشد.

۲-۲- ساختار سرمایه^۲

بحث ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تأمین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه مدت، اوراق قرضه، بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. برخی شرکت‌ها هیچ برنامه‌ی از پیش تعیین شده‌ای را برای ساختار سرمایه‌ی خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذ شده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ گونه برنامه‌ریزی مشخصی اقدام به تغییر ساختار سرمایه‌ی شرکت می‌کنند. این شرکت‌ها اگر چه ممکن است در کوتاه مدت به موفقیت دست یابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالی لازم برای فعالیت‌های خود با مشکلات عمده‌ای مواجه می‌شوند.

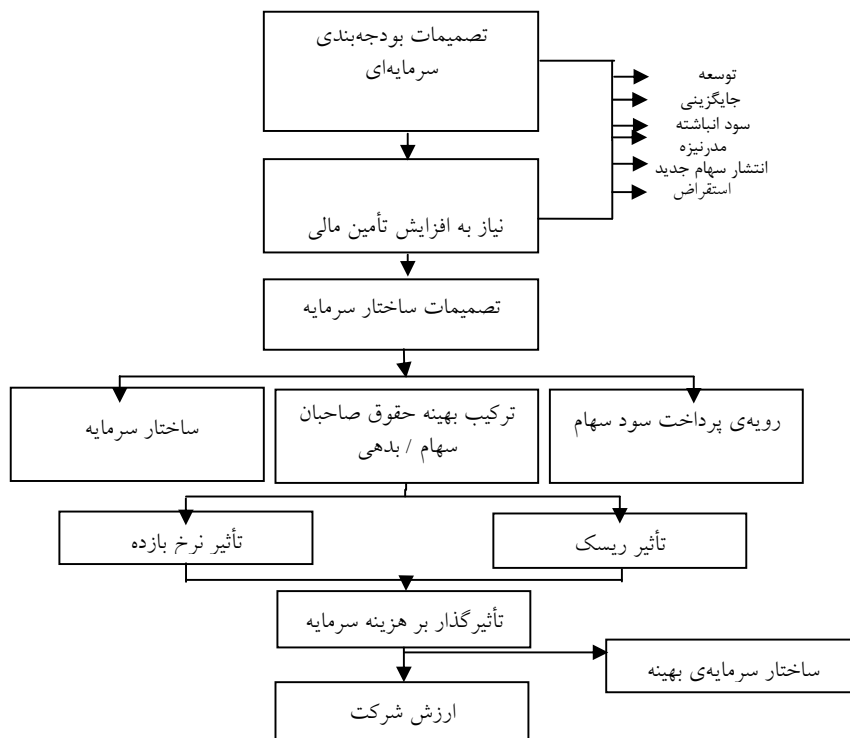
چنین شرکت‌هایی ممکن است قادر نباشند استفاده‌ی بهینه‌ای از منابع موجود خود داشته باشند. در نتیجه، این واقعیت بیش از پیش محرز می‌شود که یک شرکت باید ساختار سرمایه‌ی خود را به گونه‌ای برنامه‌ریزی نماید که قادر باشد میزان بهره‌وری از وجوه را حداکثر نموده و وضعیت خود را با سهولت بیشتری با تغییر شرایط وفق دهد (هامپتون و دیگران^۳، ۱۳۸۹، ۱۶۷).

. شرکت‌ها ناچارند ساختار سرمایه‌ی اولیه‌ی خود را هنگام تأسیس و راه‌اندازی واحد انتفاعی طرح‌ریزی نموده و سپس هرگاه برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها نیاز به تأمین وجوه باشد، تصمیمات ساختار سرمایه تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

^۲ Capital structure

^۳ Hampton & Others

فرایند تصمیمات ساختار سرمایه در شکل «۲-۲»، نشان داده شده است (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۹، ۱۶۷).



شکل ۲-۲: فرایند تصمیمات ساختار سرمایه

۲-۲-۱- عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه

همان‌طور که بیان شد، ساختار سرمایه عبارت است از ترکیب بدهی و اوراق بهادار مالکانه برای تأمین مالی دارایی‌های شرکت. بدهی و اوراق بهادار مالکانه در اکثر شرکت‌های بزرگ استفاده می‌شوند و انتخاب مقدار استفاده از آن‌ها پس از مقایسه‌ی معیارهای مشخص هر یک از انواع اوراق بهادار، عوامل داخلی مربوط به عملیات شرکت و عوامل خارجی مؤثر بر آن صورت می‌گیرد. در ادامه تأثیر مشخصه‌های هر یک از انواع اوراق بهادار را بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می‌دهیم. ویژگی‌های اوراق بهادار که بر ساختار سرمایه تأثیرگذارند در چهار طبقه قرار می‌گیرند. جدول «۱-۲» این مشخصه‌ها را که بر ساختار سرمایه‌ی شرکت تأثیرگذار هستند را نشان می‌دهد (احمدپور و سلیمی، ۱۳۸۶، ۱۵-۱۴):

جدول ۲-۳: مشخصه‌هایی که بر ساختار سرمایه‌ی شرکت تأثیرگذار هستند

شرح	اوراق قرضه	سهام ممتاز	سهام عادی
حقوق مالکانه	هیچ، در بیشتر موارد	هیچ، مگر با حق رأی	حقوق کامل
الزامات بازپرداخت	الزام کامل، باید بازپرداخت شود	هیچ، ولی ممکن است قابل بازخرید باشد	هیچ
ادعا نسبت به دارایی‌ها	یک ورق بهادار ارجح و ممتاز، نخستین ادعا	ارجح نسبت به سهام عادی، دومین ادعا	یک ورق بهادار پایین دست، آخرین ادعا
ادعا نسبت به سود	هیچ، ولی ابتدا باید بهره پرداخت شود	نخستین ادعا، ولی فقط تا مقدار تعیین شده	ادعای کامل بر سود باقی مانده

۲-۲-۲- نظریات مختلف پیرامون ساختار سرمایه

هر زمان که نیاز به تأمین وجوه باشد، مدیر مالی منابع مختلف مالی را مورد ارزیابی قرار داده و آن منبعی که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند، جهت دستیابی به ساختار سرمایه‌ی بهینه مدنظر قرار می‌گیرد. بنابراین، تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار بوده و هر زمان که شرکت نیازمند وجوه مازاد باشد باید تأمین شود.

مفروضات نظریه‌ی ساختار سرمایه:

۱. تنها از دو منبع، برای تأمین وجوه مورد نیاز شرکت استفاده می‌شود: اوراق قرضه‌ی دائمی با ریسک کم و سهام عادی
۲. مالیات بر درآمد شرکت وجود ندارد.
۳. سود انباشته وجود ندارد، یعنی صددرصد سود تحت عنوان سود سهام بین سهامداران تقسیم می‌گردد.
۴. کل دارایی‌ها بدون تغییر باقی می‌ماند.

۵. کل وجوه تأمین مالی ثابت باقی می‌ماند و واحد تجاری تنها می‌تواند درجه‌ی اهرم (ساختار سرمایه) را به وسیله‌ی فروش سهام یا افزایش بیشتر بدهی و کاهش حقوق صاحبان سرمایه، تغییر دهد.
۶. سود عملیاتی رشد نمی‌یابد.
۷. ریسک عملیاتی در طول زمان ثابت می‌ماند.
۸. عمر شرکت نامحدود است.
- با توجه به مفروضات فوق، می‌توان روابط میان ارزش شرکت و هزینه‌ی سرمایه را به صورت جدول «۲-۲» نمایش داد (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۹، ۱۷۹):

جدول ۲-۴: هزینه‌ی سرمایه و ارزش شرکت

$\frac{B}{V}$	$\frac{S}{V}$	$\frac{F}{V}$	علائم اختصاری: رابطه‌ی هزینه‌ی سرمایه:
$K_0 = \frac{O}{V}$	$K_e = \frac{E}{S}$	$K_i = \frac{F}{B}$	

O: درآمد خالص عملیاتی
E: درآمد قابل تقسیم میان سهامداران عادی
F: هزینه‌ی بهره‌ی سالانه

از آنجا که $V=B+S$ ، می‌توان رابطه‌ی زیر را در رابطه با هزینه‌ی سرمایه در نظر گرفت:

$$K_0 = \left(\frac{B}{B+S}\right)K_i + \left(\frac{S}{B+S}\right)K_e \quad (2-22)$$

با توجه به هزینه‌های مرتبط بر هر یک از روش‌های مختلف تأمین مالی، نظریه‌های مختلفی برای تعیین ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها وجود دارد که در ادامه به توضیح آن‌ها می‌پردازیم. به طور کلی، روش‌های مزبور به ترتیب زیر می‌باشند:

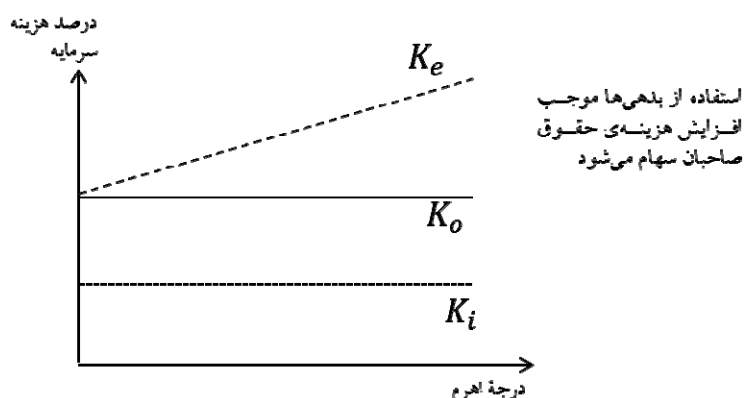
- نظریه‌ی درآمد خالص^۴ (NI)

^۴ - Net Income Approach (NI)

طبق روش NI، شرکت قادر است با بیشتر کردن درجه‌ی اهرم خود، ارزش (V) را افزایش داده و هزینه‌ی سرمایه (K₀) را کاهش دهد. طبق این روش، ساختار سرمایه‌ی بهینه در منتهی‌الیه سمت راست نمودار «۲-۳» حاصل می‌شود (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹، ۱۴۲).

۲-۲-۲-۲- نظریه‌ی درآمد خالص عملیاتی

نظریه‌ی دیگری که توسط دوراند ارائه شد، نظریه‌ی درآمد عملیاتی خالص است. در این نظریه تغییر در اهرم، ارزش شرکت (ارزش سهام بازار) را تغییر نمی‌دهد، بنابراین متوسط هزینه‌ی سرمایه مستقل از درجه‌ی اهرم است؛ به عبارت دیگر این نظریه، با فرض ثابت بودن K₀ در تمام درجات اهرم به کار گرفته شده، بیان می‌دارد که ارزیابی کلی شرکت به ساختار سرمایه بستگی نداشته و K_e همواره به نسبت افزایش درجه‌ی اهرم، افزایش می‌یابد. برای درک مبانی فکری فوق به نمودار «۲-۴» توجه کنید (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۹، ۱۷۷).



نمودار ۲-۴: هزینه‌ی سرمایه: روش درآمد خالص عملیاتی

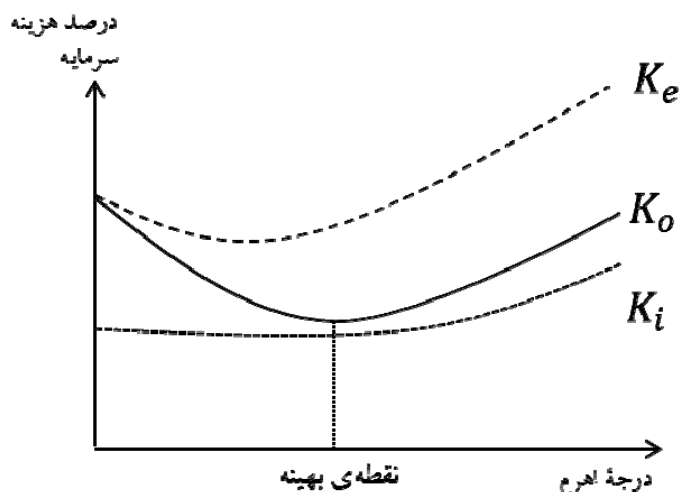
فرض روش NOI این است که K₀ بدون توجه به تغییر اهرم، ثابت باقی می‌ماند، پس از طریق اهرم نمی‌توان هزینه‌ی سرمایه را تغییر داد. بنابراین، همان‌طور که نمودار «۲-۴» نشان می‌دهد، این روش مدعی است که ساختار سرمایه‌ی بهینه‌ای وجود ندارد (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹، ۱۴۰).

۲-۲-۲-۳- نظریه‌ی سنتی

در این نظریه، K_e دارای رابطه‌ی مستقیم با درجه‌ی اهرم بوده و K_i به تناسب افزایش چشمگیر در میزان اهرم، افزایش می‌یابد و ساختار سرمایه‌ی بهینه نیز نقطه‌ای است که در آن K₀ به حداقل اندازه‌ی خود

برسد (نمودار ۵-۲). بنابراین در روش سنتی فرض بر این است که هر شرکتی دارای یک ساختار سرمایه‌ی بهینه بوده که با به کار بستن عاقلانه‌ی اهرم به دست می‌آید و ضمن کاهش هزینه‌ی سرمایه، ارزش شرکت را حداکثر خواهد نمود.

بر طبق این نظریه، استفاده از بدهی‌ها، تا یک نقطه (نقطه‌ی بهینه در نمودار ۵-۲) می‌تواند مفید باشد و چه بسا بیشتر از این حجم بدهی، هزینه‌ی سرمایه را کمی بیشتر خواهد کرد و ارزش شرکت، کمتر می‌شود.



نمودار ۵-۲: هزینه سرمایه: روش سنتی

این روش دیدگاهی میانه در مورد رابطه‌ی بین اهرم و ارزیابی ارائه می‌دهد و تمامی زمینه‌های بین دو روش NOI و NI را در برمی‌گیرد (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹، ۱۴۲).

۲-۲-۲-۴- نظریه‌ی میلر - مودیگلیانی

دیدگاه مودیگلیانی و میلر (MM) در پاسخ به نظریه‌های قبلی که تصویری غیر واقع‌گرایانه از شرایط واقعی ارائه می‌کردند، مطرح شد. نظریه‌ی آن‌ها بر پایه‌ی مفروضات نظریه‌ی بازار سرمایه بنا شده که خود برگرفته از فرضیه‌های نظریه‌ی سبد اوراق بهادار مارکوویتز می‌باشد (رایلی و براون^۹، ۲۰۰۳، ۲۳۹).

^۹ Reilly & Brown

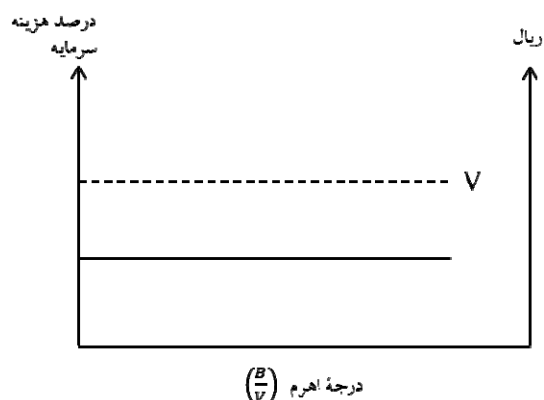
مدل MM با چشم پوشی از برخی واقعیات اقتصادی که در عمل با آن مواجه هستیم، درک مفیدی از مبانی نظری موجود جهت تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها فراهم می‌آورد. مفروضات مدل مزبور عبارتند از:

۱. درجه‌ی ریسک همسان: طبقه‌بندی شرکت‌هایی که دارای ریسک همسانی هستند، در گروه‌هایی با درجه‌ی ریسک همگن.
 ۲. بازدهی مورد انتظار مشابه: انتظارات تمامی سرمایه‌گذاران موجود و بالقوه در مورد عایدات مورد انتظار و عدم اطمینان عایدات مذکور یکسان است؛ به عبارت دیگر، همه‌ی سرمایه‌گذاران دارای انتظارات مشابهی هستند و توزیع احتمال یکسانی را برای نرخ بازدهی آتی برآورد می‌کنند.
 ۳. بازار سرمایه کارا: بازار سرمایه، کارا بوده و هزینه‌ی معاملاتی بسیار ناچیز بوده و نرخ وام‌دهی و وام‌گیری برابر می‌باشد.
 ۴. عدم وجود مالیات بر درآمد شرکت‌ها: مالیات بر درآمد شرکت‌ها وجود ندارد.
- بر طبق مفروضات فوق، مودیگلیانی و میلر دو فرضیه‌ی اساسی زیر را اثبات نمودند (ماریا و دیگران^{۱۰}، ۲۰۰۷، ۱۷):

۱. ارزش شرکت از حاصل تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات بر نرخ کلی هزینه‌ی سرمایه بدست می‌آید.
 ۲. هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام برابر است با هزینه‌ی متوسط سرمایه‌ی ثابت به علاوه‌ی صرف ریسک اهرم مالی به کار گرفته شده.
- نتایج بدست آمده از تحقیقات MM گویای این حقیقت بود که استفاده از میزان بدهی بیشتر، موجب افزایش ارزش شرکت نمی‌شود (برخلاف روش NI). می‌توان این گونه بیان نمود که بر اساس نظریه‌ی MM با فرض عدم وجود مالیات، ارزش شرکت (V) و هزینه‌ی سرمایه‌ی آن (K) متأثر از ساختار سرمایه‌ی آن نمی‌باشد (مانند روش NOI). بنابراین، حجم بدهی بیشتر در ساختار سرمایه، لزوماً با افزایش ارزش شرکت همراه نیست.

^{۱۰} Maria & others

همان‌طور که در نمودار «۶-۲» نیز مشاهده می‌شود، ارتباط بین درجه‌ی اهرم و ارزش شرکت مستقل می‌باشد (آذر بر اهما، ۱۳۸۹، ۱۵۸).



نمودار ۶-۲: هزینه‌ی سرمایه: روش میلر-مودیگلیانی

۲-۳- ساختار سرمایه و روشهای تامین مالی

۲-۳-۱- روشهای تامین مالی شرکتها

۲-۳-۱-۱- سیستم مالی^{۱۱}

بازارهای مالی (بازار اوراق قرضه و سهام) و واسطه‌های مالی (بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی) این وظیفه را دارند که اشخاصی پول مازاد بر نیاز دارند، وجوه اضافه خود را در اختیار کسی بگذارند که با کمبود بودجه روبرو است. از موارد عینی‌تر می‌توان این موارد را هم نام برد: هنگامی که شرکت اپل^{۱۲}، یک رایانه‌ی بهتر اختراع می‌کند به پول نیاز دارد تا بتواند آن را به بازار عرضه کند، یا اینکه دولت محلی برای ساختن جاده یا یک مدرسه به پول نیاز دارد. برای بهبود وضع اقتصادی افراد و سلامت سیستم اقتصادی، به بازارهای مالی اثر بخش و کارا و نیز واسطه‌های مالی کارآمد نیازمندیم (میشکین^{۱۳}، ۲۰۱۱، ۲۴).

^{۱۱} Financial system

^{۱۲} Apple

^{۱۳} Mishkin

به طور کلی، آمار و اطلاعات موجود حاکی از این واقعیت است که تقریباً در تمامی کشورهای پیشرفته‌ی صنعتی، سیستم‌های مالی به نحو چشم‌گیری تکامل و گسترش یافته‌اند و وجود این سیستم‌های مالی کارآمد نقش بسیار اساسی در هدایت پس‌اندازها و منابع مالی پراکنده‌ی مردم و بنگاه‌های تجاری به سرمایه‌گذاری‌هایی که توسط دیگر مؤسسات اقتصادی انجام می‌گیرد ایفا می‌کند؛ به عبارت دیگر، در یک سیستم مالی کارآمد انتقال پس‌اندازهای مردم و دیگر امکانات سرمایه‌گذاری به بنگاه‌هایی که فرصت سرمایه‌گذاری دارند ولی منابع مالی آن‌ها کافی نیست، فراهم می‌آید (حقیقت، ۱۳۸۶، ۱۹۶).

۲-۳-۱-۲- بازارهای مالی^{۱۴}

عبارت بازار مالی، اشاره به یک «مکانیسم مفهومی» دارد تا یک محل فیزیکی یا نوع خاصی از سازمان یا ساختار؛ معمولاً بازارهای مالی را به عنوان سیستمی مرکب از افراد و مؤسسات، ابزارها و رویه‌هایی که پس‌انداز کنندگان و قرض‌گیرندگان را در یک‌جا جمع می‌کند تعریف می‌نمایند (بسلی و بریگهام^{۱۵}، ۱۹۹۹، ۱۹).

نقش اولیه‌ی بازارهای مالی کمک به قرض‌گیرندگان^{۱۶} و قرض‌دهندگان^{۱۷} از طریق تسهیل جریان وجوه، از افراد و واحدهایی که وجوه اضافی در اختیار دارند به افراد و سازمان‌هایی که نیاز به وجوه دارند می‌باشد. در اقتصادهای توسعه‌یافته، بازارهای مالی به تخصیص بهینه‌ی وجوه اضافی (از پس‌انداز کنندگان) به افراد و سازمان‌هایی که نیاز به وجوه، جهت سرمایه‌گذاری یا مصرف دارند، کمک می‌نمایند. هر اندازه که فراگرد انتقال جریان‌ات نقدی کاراتر باشد، اقتصاد، هم بر حسب تولید و هم بر حسب تأمین مالی، بهره‌ورتر می‌گردد (راعی، ۱۳۸۹، ۷).

در مواردی که تأمین مالی به صورت مستقیم صورت می‌گیرد (خط پایینی در نمودار ۱-۲) گیرندگان وام به صورت مستقیم در بازارهای مالی از طریق فروش اوراق قرضه اقدام به گرفتن وام می‌کنند و این اوراق باعث می‌شود که افراد ادعاهایی نسبت به درآمدها یا دارایی‌های وام‌گیرنده پیدا کنند. اگرچه این اوراق

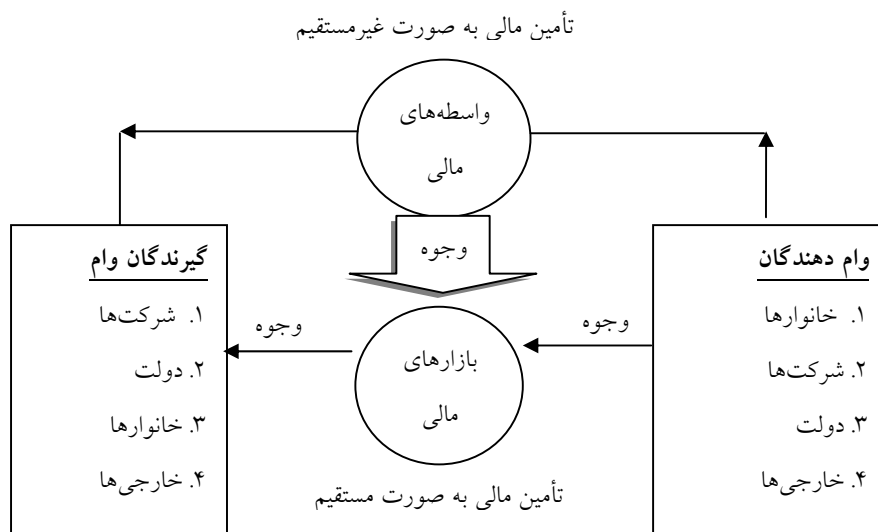
^{۱۴} Financial markets

^{۱۵} Besley & Brigham

^{۱۶} Borrowers

^{۱۷} Lenders

برای کسی که اوراق قرضه می‌خرد، به صورت دارایی در می‌آید، اما برای فرد یا شرکتی که این اوراق را می‌فروشد (منتشر می‌کند) چیزی جز اقلام بدهی تلقی نمی‌شود (میشکین^{۱۸}، ۲۰۱۱، ۲۵).



نمودار ۱-۲: جریان وجوه از طریق سیستم مالی

۲-۳-۱-۳-۲- واسطه‌های مالی^{۱۹}

چنانچه نمودار «۱-۲» نشان می‌دهد می‌توان پول‌های وام‌دهنده را به وام‌گیرنده منتقل کرد. این شیوه‌ی تأمین مالی را تأمین مالی غیرمستقیم می‌نامند، زیرا بین پس‌انداز کننده (وام‌دهنده) و مصرف‌کننده (وام‌گیرنده) یک واسطه‌ی مالی قرار می‌گیرد و در انتقال پول از یک گروه به گروه دیگر کمک می‌کند. واسطه‌ی مالی برای انجام دادن این کار از پس‌انداز کننده یا وام‌دهنده پول‌هایی را به عنوان وام می‌گیرد و سپس به مصرف‌کننده قرض می‌دهد. برای مثال، ممکن است که یک بانک از مردم بخواهد پول‌های خود را در آنجا پس‌انداز کنند و بعد خود او با استفاده از این پول‌ها به شرکت جنرال موتورز وام بدهد یا اوراق قرضه‌ی آن شرکت را خریداری کند. نتیجه‌ی نهایی این خواهد بود که بانک باعث شده است که

^{۱۸} Mishkin

^{۱۹} Financial intermediaries

پول‌های مردم (پس‌انداز کننده و وام‌دهنده) به شرکت جنرال موتورز (مصرف‌کننده و وام‌گیرنده) منتقل شود (میشکین^{۲۰}، ۲۰۱۱، ۴۰).

با بودن واسطه‌های مالی در اقتصاد، روند جریان پس‌اندازها از سوی پس‌انداز کنندگان به سوی استفاده‌کنندگان وجوه، غیرمستقیم انجام می‌گیرد. واسطه‌های مالی در برگیرنده‌ی سازمان‌هایی مانند بانک‌های تجاری، شرکت‌های بیمه‌ی عمر^{۲۱} و صندوق‌های بازنشستگی^{۲۲} می‌باشد. این واسطه‌ها با تبدیل کردن درخواست‌های مستقیم به درخواست‌های غیرمستقیم، وام‌دهندگان را به وام‌گیرندگان پیوند می‌دهند. آن‌ها اوراق بهادار جدید را می‌خرند، و در عوض، اوراق بهادار خود را منتشر می‌کنند. اوراق بهادار جدید که یک بانک می‌خرد، یک ورقه‌ی قرضه، یک وام بازرگانی^{۲۳}، یک وام مصرفی، درخواست غیر مستقیم صادر شده یک سپرده دیداری^{۲۴}، یک حساب پس‌انداز^{۲۵} و یا یک گواهی پول سپرده^{۲۶} است (دستگیر، ۱۳۸۸، ۲۶۹).

واسطه‌های مالی، وجوه را به گونه‌ای در می‌آورند که کشش بیشتری داشته باشد. از یک سو، اوراق بهاداری که به گونه‌ای غیرمستقیم به وام‌دهندگان نهایی داده می‌شود، کششی بیش از انتشار مستقیم اوراق بهادار یا اوراق بهادار جدید دارد. به ویژه این درخواست‌های غیرمستقیم، به خوبی با پس‌انداز کنندگان خرد، سازگار شده است. از سوی دیگر وام‌گیرنده‌ی نهایی، می‌تواند اوراق بهادار جدید خود را با شرایطی بهتر از فروش مستقیم آن به وام‌دهندگان نهایی، به یک واسطه‌ی مالی بفروشد. واسطه‌های مالی، خدمات‌ها و فرایندهای اقتصادی گوناگونی که دگرگون سازی درخواست‌ها را برای مشتریان پرکشش می‌کند، فراهم می‌آورند (همان).

۲-۴- ساختار و منابع اصلی تأمین مالی

تأمین منابع مالی از جمله مهم‌ترین مباحث در مدیریت مالی است. آگاهی مدیران مالی از شیوه‌های مختلف تأمین مالی موجب می‌گردد که تداوم فعالیت شرکت‌ها امکان‌پذیر شود و ساختار مالی شرکت کمتر ضربه‌پذیر گردد و جریان عملیات تسهیل یابد. در بعضی از موارد تأمین منابع مالی با تعهد و

^{۲۰} Mishkin

^{۲۱} Life Insurance

^{۲۲} Pension Fund

^{۲۳} Commercial Loan

^{۲۴} Demand Deposit

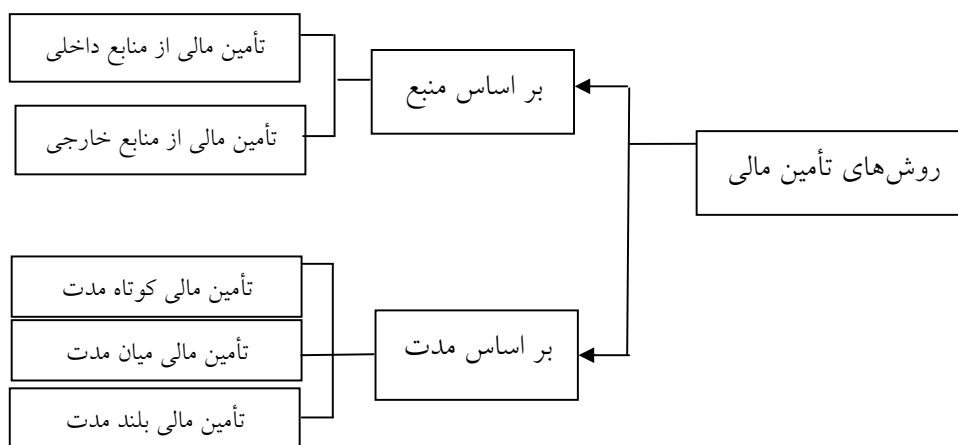
^{۲۵} Saving Account

^{۲۶} Certificate Of Deposit

پرداخت هزینه همراه است. ارزیابی روش‌های مختلف تأمین مالی با ارزیابی هزینه‌های مالی مرتبط با آن‌ها در تعامل است. بنابراین ضروری است این دو مقوله به صورت نظام‌مند، مد نظر قرار گیرد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۸، ۱۲۹).

آگاهی از منابع مختلف تأمین مالی در مدیریت مالی از چنان اهمیتی برخوردار شده است که بدون توجه به آن، سیاست‌ها و برنامه‌های تأمین مالی، کارآمد و اثر بخش نخواهد بود. بنابراین ضرورت دارد تا مدیران مالی نسبت به این موضوع آگاهی یابند و بر اساس آن برنامه‌ریزی مالی مناسبی را طرح‌ریزی کنند.

نمودار زیر درخت تصمیم‌گیری مربوط به شیوه‌های مختلف تأمین مالی را نشان می‌دهد (مصطفوی مقدم، ۱۳۸۶، ۳۴۲):



نمودار ۲-۲: طبقه‌بندی روش‌های تأمین مالی

۲-۴-۱- تأمین مالی بر اساس منبع

شرکت‌ها برای تأمین نیازهای مالی کوتاه مدت و بلندمدت خود از دو منبع استفاده می‌کنند:

(۱) منابع داخل شرکت، که عمدتاً شامل موارد زیر است:

الف/ کاهش دارایی‌های جاری

ب/ فروش دارایی‌های ثابت اضافی

ج/ استهلاک انباشته

۱/د) اندوخته و سود تقسیم نشده

۲) منابع خارج از شرکت (بازارهای پول و سرمایه)

۲/الف) اخذ وام از بانکها و مؤسسات اعتباری

۲/ب) خریدهای نسیه و اقساطی

۲/ج) به تعویق انداختن (افزایش) بدهیها

۲/د) صدور و انتشار اوراق قرضه، سهام عادی و سهام ممتاز (عالی و معروفانی اصل، ۱۳۸۱،

۴۷).

آیا شرکتها بیش از حد بر وجوه داخلی تکیه می نمایند؟

معمولاً به طور متوسط، وجوه داخلی (سود انباشته به اضافه‌ی استهلاک) بیشترین وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری را تأمین می نمایند. چنین به نظر می رسد که تأمین مالی از محل درآمدهای داخلی نسبت به تأمین مالی از محل فروش سهام و اوراق قرضه راحت تر باشد. ولی برخی از صاحب نظران از این بابت نگران هستند که مدیران نسبت به تأمین مالی از محل منابع خارج از شرکت به شیوه‌ای نابخردانه و در جهت عکس منافع خویشتن (شرکت) عمل نمایند. اگر مدیری بداند با انتشار سهام جدید و رویارویی با پرسش‌های ناهنجار از جانب سرمایه‌گذاران بالقوه روبه‌رو خواهد، احتمالاً وسوسه می شود در پروژه‌ای پرریسک، ولی خالص ارزش فعلی مثبت چشم‌پوشی نماید تا مبادا شغل وی به خطر افتد (از نظر استخدامی احساس راحتی بیشتر می نماید). شاید مدیران مسیری را انتخاب نمایند که با مقاومت کمتری روبه‌رو شوند و از رعایت «نظم حاکم بر بازار سرمایه» طفره روند.

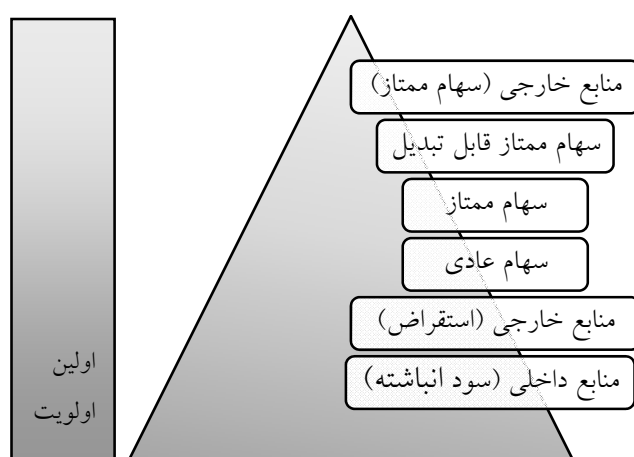
ولی همچنین در مورد تکیه کردن بر وجوه ایجاد شده در داخل شرکت چندین دلیل خوب هم ارائه کرده‌اند. برای مثال، شرکت نباید هزینه‌ی انتشار اوراق بهادار جدید را تحمل نماید. گذشته از این، معمولاً اعلام انتشار سهام جدید برای سرمایه‌گذاران خبر خوشایندی نمی باشد زیرا آنها نگران این هستند که مبادا چنین اعلامیه‌ای به معنی کاهش یافتن سودهای آینده یا افزایش ریسک باشد. اگر انتشار، پرهزینه باشد و پیام ناخوشایندی به سرمایه‌گذاران بدهد، در آن صورت شاید اقدام شرکت‌هایی که در مورد

پروژه‌هایی که نیاز به انتشار سهام جدید دارد دقت بیشتری می‌نمایند، قابل توجیه است (بری لی و دیگران^{۲۷}، ۲۰۰۶، ۶۲۷).

۲-۴-۲- فرض ترتیب هرمی تأمین مالی

شرکت‌ها علاوه بر منابع خارجی، می‌توانند از طریق منابع موجود در شرکت نیز وجوه مورد نیاز خود را تأمین کنند. بدین ترتیب که سود را میان سهامداران خود تقسیم نکرده، و آن را در شرکت مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کنند. از میان روش‌های تأمین مالی خارج از شرکت، هزینه‌ی استقراض کمتر از هزینه‌ی انتشار سهام و یا استفاده از منابع داخلی (سود تقسیم نشده) می‌باشد. از میان انتشار سهام و یا استفاده از منابع داخلی، سیاست عدم توزیع سود میان سهامداران هزینه‌ی کمتری را در برخواهد داشت.

در نتیجه، میان دو روش تأمین سرمایه، سود انباشته ارجح است. تحقیقات انجام شده توسط دونالدسون نیز در سال ۱۹۶۱ مؤید استقبال بیشتر شرکت‌ها از وجوه داخلی می‌باشند. اگر منابع داخلی برای نیاز مالی شرکت جهت سرمایه‌گذاری کافی نباشد، آن‌گاه شرکت‌ها به سوی تأمین مالی خارج از واحد انتفاعی متمایل می‌شوند که در گام نخست استقراض، سپس انتشار اوراق بهادار قابل تبدیل و در نهایت انتشار سهام در کانون توجه قرار خواهد گرفت. مایرز^{۲۸} این سلسله مراتب را با عنوان نظریه‌ی ترتیب هرمی تأمین مالی معرفی نموده که در شکل «۱-۲» نشان داده شده است (مایرز، ۱۹۸۴، ۵۸۱).



شکل ۱-۲: ترتیب هرمی تأمین مالی از دیدگاه مایرز

^{۲۷} Brealey & others

^{۲۸} Mayers

بدون توجه به هزینه‌ی هر یک از روش‌های تأمین مالی، می‌توان از جمله دلایل دیگر وجود چنین سلسله مراتبی را اهمیت انعطاف‌پذیری و کنترل از دیدگاه مدیران دانست. منابع خارجی از انعطاف‌پذیری برای تأمین مالی آتی، می‌کاهد (به ویژه اگر از طریق بدهی باشد) و کنترل آتی نیز به همین نحو، باریکه اوراق قرضه دارای قرارداد و شرایطی می‌باشد، و انتشار سهام جدید نیز منجر به ورود افراد جدید به شرکت می‌گردد و از میزان کنترل سهامداران سابق خواهدکاست. بنابراین، مدیران سود انباشته را نسبت به سایر روش‌ها ترجیح می‌دهند.

۲-۴-۳- تأمین مالی بر اساس مدت

صاحب‌نظران از یک دیدگاه روش‌های تأمین مالی را به روش‌های تأمین مالی کوتاه مدت، میان‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌کنند. همان‌طور که مشاهده می‌شود در جدول «۱-۲» روش‌های تأمین مالی کوتاه مدت و در جدول «۲-۲» روش‌های تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت ارائه شده است (رحیمیان، ۱۳۸۰، ۳۴).

جدول ۱-۲: روش‌های تأمین مالی کوتاه مدت

ردیف	نام روش	تعریف	مزایای روش	معایب روش	استفاده‌کنندگان
۱	اعتبار تجاری (خرید نسبیۀ کالا یا خدمات)	دریافت کالا و پرداخت وجه آن با فاصله‌ی زمانی	*سهولت دسترسی *نداشتن هزینه *عدم نیاز به وثیقه *عدم سخت‌گیری طلبکاران	*متورم شدن حساب‌های پرداختنی *از دست رفتن تخفیف نقدی *کاهش درجه‌ی اعتباری واحد اقتصادی	*کلیه‌ی واحدهای اقتصادی
۲	اوراق تجاری (اوراق قرضه) کوتاه مدت	بدهی بدون تضمین واحد اقتصادی انتشار دهنده و بازپرداخت آن در سررسید	*نداشتن وثیقه *امکان تنظیم سررسید (زمان بازخرید) اوراق بهادار *تأمین مالی از سررسید	*صرفاً توسط واحدهای اقتصادی معتبر قابل اعمال است	*شرکت‌های بیمه *صندوق شرکت سرمایه گذار *صندوق بازنشستگی

		طریق اوراق قرضه‌ی جدید (منبع مالی مستمر)			
۳	وام‌های بانکی (با وثیقه، بدون وثیقه)	دریافت وجوه مورد نیاز از بانک‌ها	* استفاده از خدمات بانک‌ها * استفاده از منبع مالی در موعد مقرر * استفاده از تمام یا قسمتی از اعتبار تخصیص یافته * امکان بازپرداخت قبل از سررسید بدهی	* سود تضمین شده‌ی وام، بیش از بسیاری از روش‌های دیگر است * لزوم داشتن سرمایه‌ی کافی و نقدینگی مطلوب * مانده‌های جبرانی	* کلیه‌ی واحدهای اقتصادی
۴	وام‌های مؤسسات مالی تجاری	دریافت وجوه مورد نیاز از مؤسسات	* در صورت نبود امکان دریافت وام از بانک‌ها قابل استفاده است	* دارای سود تضمین شده بیشتری از وام * نیاز به وثیقه برای وام	* کلیه‌ی واحدهای اقتصادی
۵	صدور اسناد تجاری	اوراق بهادار قابل مبادله است که توسط واحدهای اقتصادی به سایر واحدها، بانک‌ها یا مؤسسات مالی فروخته می‌شود.	* سود تضمین شده کمتر از وام بانکی است * بدون وثیقه است	* صرفاً توسط واحدهای اقتصادی معتبر قابل اعمال است * تشریفات بیشتری دارد	* واحدهای اقتصادی بزرگ در کشورهای صنعتی
۶	تأمین مالی از طریق وثیقه	دریافت وجود مورد نیاز و گذاشتن وثیقه نزد اعتبار دهنده	* دسترسی به وجه نقد * دسترسی به وجه نقد به طور فصلی	* وثیقه گذاری، مستلزم تحمل هزینه‌های اضافی است	* واحدهای اقتصادی جدیدالتأسیس * واحدهای اقتصادی که به

سرعت رشد می‌کنند					
وئیه گذاری حساب‌های دریافتی	* وئیه حساب‌های دریافتی	* دسترسی سریع به وجه نقد	* وضعیت مالی باید حتماً قوی باشد و مانده در حد قابل قبول باشد	* واحدهای اقتصادی که موقتاً کمبود سرمایه در گردش دارند.	۶-۱
وئیه موجودی کالاست	وئیه، موجودی کالاست	* دسترسی سریع به وجه نقد به طور فصلی * مشابه موارد فوق	* سود تضمین شده بیش از حداقل بهره‌ی بانکی است	* بنگاه‌های معاملات اتومبیل	۶-۲
وئیه گذاری سایر دارایی‌ها مانند زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات			* وضعیت مالی باید حتماً قوی باشد. موجودی کالای کافی وجود داشته باشد. * سود تضمین شده بیش از حداقل بانکی است * مشابه موارد فوق	* واحدهای اقتصادی که وضعیت مالی آن‌ها ضعیف است	۶-۳
پیش دریافت فروش محصولات از مشتریان	دسترسی سریع به وجه نقد	* دسترسی سریع به وجه نقد	لزوم داشتن محصول پر متقاضی و یا با کیفیت مطلوب	* واحدهای اقتصادی که محصولات پر متقاضی دارند و از نظر کیفیت و قیمت دارای برتری و مزیت نسبی در بازار هستند	۷

جدول ۲-۲: روش‌های تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت

ردیف	نام روش	تعریف	مزایای روش	معایب روش	استفاده‌کنندگان
۱	وام‌های بانکی بلندمدت (با وثیقه یا بدون وثیقه)	وام‌های بانکی دارای سررسید بیش از یک سال	* بهره‌ی وام‌های میان‌مدت و بلندمدت تقریباً ثابت است * در موقع انعقاد قرارداد می‌توان درباره‌ی شرایط قرارداد، مذاکره کرد * مشتریان خوش حساب از تسهیلات بهره‌مند می‌شوند	* مندرجات قراردادهای این وام‌ها محدودیت‌هایی برای شرکت‌ها ایجاد می‌کند * نرخ بهره‌ی وام معمولاً بیش از نرخ بهره‌ی پایه است * پرداخت اقساط سالانه فشار زیادی به نقدینگی می‌آورد	واحدهای اقتصادی که می‌خواهند دارایی‌های ثابت یا سرمایه‌گذاری بلندمدت ایجاد کنند.
۲	اجاره‌های بلندمدت	قراردادی است که به موجب آن مالک دارایی آن را به طرف دیگر قرارداد اجاره می‌دهد تا در ازای پرداخت مبلغ مشخصی از آن دارایی استفاده کند	استفاده از دارایی و پرداخت آن به صورت اقساط و در بلندمدت		* واحدهای اقتصادی جدیدالتأسیس در کشورهای صنعتی * واحدهای اقتصادی صنعت حمل و نقل
۳	سهام عادی	دارندگان سهام عادی مالکان نهایی شرکتند. شرکت‌های سهامی عام، سهام	* فاقد سررسید هستند و تأمین مالی دائمی است * واحد اقتصادی الزام قانونی برای	* هزینه این روش از روش‌های دیگر تأمین مالی بیشتر است * پرداخت سود سهام باعث صرفه جویی	کلیه‌ی شرکت‌های سهامی

	مالیاتی برای واحد اقتصادی نمی‌شود *انتشار سهام عادی باعث می‌شود موقتاً سود هر سهم کاهش یابد و این موضوع بر قیمت سهام آثار منفی دارد	پرداخت سود سهام عادی ندارند *با انتشار سهام وضعیت مالکیت و کنترل واحد اقتصادی تغییر نمی‌کند	خود را به عموم مردم ارائه می‌کنند		
واحد های اقتصادی دارای اعتبار تجاری	*در صورتی که نرخ بازده واحد اقتصادی کمتر از نرخ بهره‌ی اوراق قرضه باشد، سود هر سهم به شدت کاهش می‌یابد *ناتوانی در پرداخت اصل بهره ممکن است موجب ورشکستگی گردد *قید و بندهای قرارداد اوراق قرضه محدودیت‌هایی را برای واحد اقتصادی ایجاد می‌کند	*هزینه‌ی بهره اوراق قرضه، هزینه‌ی قابل قبول مالیاتی است؛ پس هزینه‌ی اوراق قرضه کم است. * دارندگان اوراق قرضه در مجمع عمومی واحد اقتصادی حق رأی ندارند *در صورتی که نرخ بازده واحد اقتصادی بیش از نرخ اوراق بهره باشد روش مناسبی است	اسنادی که انتشار دهنده‌ی آن تعهد می‌کند مبلغ را بازپرداخت کند	اوراق قرضه (با نام و بی نام) (با وثیقه یا بدون وثیقه)	۴
کلیه‌ی شرکت‌های سهامی	*حق استفاده از برگه اختیار سهام عادی دوره‌ی مشخصی دارد، چنانچه در این	*برگه اختیار خرید سهام عادی در بازار قابل معامله است	نوعی اوراق بهادار است که دارنده‌ی آن حق خرید تعداد	اختیار خرید سهام عادی	۵

	دوره استفاده نشود ارزشی نخواهد داشت *باعث افزایش تعداد سهام واحد اقتصادی می شود *باعث کاهش سود هر سهم می شود		معینی از سهام عادی واحد اقتصادی را به قیمت معینی دارد		
کلیه شرکت‌های سهامی در کشورهای صنعتی	*اگر بازدهی واحد اقتصادی کمتر از هزینه سرمایه سهام ممتاز باشد سود هر سهم عادی کاهش می یابد *هزینه سهام ممتاز از اوراق قرضه و بدهی‌ها بیشتر است *پرداخت سود سهام انباشته ممکن است واحد اقتصادی را با مشکلاتی مواجه کند	*هزینه تأمین مالی از طریق سهام ممتاز از سهام عادی کمتر است *دارندگان سهام ممتاز دارای مزایای محدودی هستند *سهام ممتاز معمولاً بدون سررسید هستند *واحد اقتصادی نسبت به پرداخت سود سهام ممتاز الزام قانونی ندارد، پس سهامداران ممتاز فاقد حق رأی هستند	نوعی سهام که دارنده آن نسبت به درآمدها و دارایی‌ها واحد اقتصادی حق یا ادعای محدود و معینی دارد	سهام ممتاز	۶
کلیه واحدهای اقتصادی کشورهای	این نوع وام‌ها معمولاً نیازمند مانده‌ی		وام‌های بلندمدتی که توسط	وام‌های مؤسسات	۷

صنعتی	جبرانی نیستند		واحدهای اقتصادی بیمه و مؤسسات مالی به شرکت ها اعطا می شود	اعتباری	
شرکت های دولتی یا وابسته به دولت			وام هایی که توسط دولت اعطا می شود	وام های دولت	۸

۲-۴-۳-۱- تأمین مالی کوتاه مدت^{۲۹}

سه منبع اصلی تأمین مالی کوتاه مدت به ترتیب اهمیت عبارتند از: اعتبار تجاری، وام بانکی و اسناد تجاری. اعتبار تجاری و اسناد تجاری اعتبارات تضمین نشده اند، در حالی که وام بانکی می تواند تضمین شده نیز باشد. وام تضمین شده، وامی است که در مقابل دریافت آن، وام گیرنده یک دارایی را نزد وام دهنده به وثیقه می گذارد. مثلاً هنگامی که برای خرید اتومبیل یا واحد مسکونی از وام بانکی استفاده می کنیم، این دو دارایی خود وثیقه‌ی وام دریافتی می شوند (تقوی، ۱۳۸۵، ۵۵).

اصولاً بخش عمده‌ای از تأمین مالی شرکت‌ها، از منابع مالی کوتاه مدت است. منابعی که باید طی مدت یک سال یا کمتر باز پرداخت شوند، تأمین مالی کوتاه مدت نامیده می شوند که دارای ویژگی‌های با اهمیتی می باشند که در ادامه تشریح می شوند (هامپتون و دیگران^{۳۰}، ۱۳۸۹، ۶۵-۶۳).

اهم ویژگی‌های سیاست مالی کوتاه مدت:

۱- هزینه‌ی وجوه: تأمین مالی کوتاه مدت می تواند با هزینه‌ی مالی بیشتر یا کمتر نسبت به سایر منابع تأمین مالی در ساختار سرمایه‌ی شرکت وجود داشته باشد بعضی از انواع تأمین مالی کوتاه مدت، گران‌تر و پرهزینه‌تر از تأمین مالی میان مدت و بلندمدت می باشند. از طرف دیگر برخی از منابع تأمین مالی کوتاه

^{۲۹} Short term finance

^{۳۰} Hampton & others

مدت، وجوهی را تأمین می‌کند که هیچ هزینه‌ای برای شرکت در بر ندارد. حساب‌های پرداختنی (بستانکاران) و تعهدات معوق با شرایط خاص نیز در این گروه قرار دارند.

۲- قابلیت تمدید بدهی‌های کوتاه مدت: این حالت زمانی رخ می‌دهد که بدهی‌های کوتاه مدت به طور مداوم از دوره‌ای به دوره‌ای دیگر، تمدید شوند. اگرچه طبق تعریف اولیه، تأمین مالی کوتاه مدت باید در مدت زمان کمتر از یک سال بازپرداخت شود، اما بعضی از منابع مالی، وجوهی را تأمین می‌کنند که در شرایط خاص به طور مداوم تمدید می‌شوند. به طور مثال، این وجوه ممکن است با ثابت ماندن حساب‌های پرداختنی قابل تمدید باشد، زیرا در مقابل تأدیه‌ی برخی حساب‌های پرداختنی، برخی دیگر از این نوع حساب‌ها ایجاد و جایگزین می‌شوند.

۳- تسویه بدهی‌های کوتاه مدت: تسویه‌ی بدهی‌ها هنگامی رخ می‌دهد که بانک‌های تجاری یا سایر وام‌دهندگان از شرکت می‌خواهند که بدهی کوتاه مدت خود را بازپرداخت کند. همان گونه که بعضی از منابع تمدید می‌شوند، برخی نیز باید در یک لحظه از سال تسویه شوند (مانده‌ی آن‌ها صفر شوند). اغلب تسویه‌ی به موقع بدهی‌های کوتاه مدت بانکی، جهت حفظ اعتبار بانکی ضرورت دارد، زیرا که تأمین مالی کوتاه مدت تنها جهت رفع نیازهای دوره‌ای یا کوتاه مدت واحد تجاری می‌باشد و عدم تسویه به موقع بدهی‌های کوتاه مدت به اعتبار شرکت لطمه وارد می‌نماید.

۴- انعطاف‌پذیری: تأمین مالی کوتاه مدت در هر واحد تجاری دارای اهداف متعددی می‌باشد که مهم‌ترین آن انعطاف‌پذیری است. اکثر شرکت‌ها در طول یک دوره فعالیت معمولاً یک ساله برای رفع نیازهای متنوع و گسترده‌ی خود نیاز به وجوه نقد دارند. وجوه نقد مذکور برای تأمین مالی خرید مواد اولیه و سایر اقلام مورد نیاز طی یک دوره تولید لازم می‌باشند. از طرف دیگر، زمانی که موجودی‌ها به فروش برسند، وجوه مازاد کسب شده در اختیار شرکت قرار می‌گیرد. ضمناً تأمین مالی کوتاه مدت به شرکت اجازه می‌دهد که وجوه در اختیار را با نیازهای سالانه، فصلی یا سایر دوره‌های زمانی تطبیق دهد.

۵- کسب وجوه نقد اضافی: در بسیاری از موارد، شرکت ممکن است قادر به انتشار اوراق بهادار نباشد یا ظرفیت استقراض او نزد وام‌دهندگان بلندمدت و میان‌مدت اندک باشد، بدین ترتیب، منابع کوتاه مدت ممکن است تنها ابزاری برای کسب وجوه نقد اضافی به منظور تأمین مالی موجودی‌ها از طریق حساب‌های دریافتنی در طی دوره‌ی مالی باشد.

۲-۴-۳-۲- تأمین مالی میان مدت^{۳۱}

بدهی‌های میان مدت به بدهی‌های با سررسید بیش از یک سال و کمتر از ۷ تا ۱۰ سال اطلاق می‌شود. بنابراین، بدهی‌هایی که سررسید آن‌ها کمتر از یک سال باشد، تحت عنوان بدهی‌های کوتاه مدت و بدهی‌های با سررسید بیش از ۷ تا ۱۰ سال تحت عنوان بدهی‌های بلندمدت طبقه‌بندی می‌شوند. بعضی از حسابداران و تحلیل‌گران مالی تفاوتی بین بدهی‌های میان مدت و بلندمدت قائل نیستند. آن‌ها فقط دو نوع بدهی را مدنظر قرار می‌دهند:

۱- بدهی‌های کوتاه مدت با سررسید کمتر از یک سال، ۲- بدهی‌های بلندمدت با سررسید بیش از یک سال. هنگامی که بدهی‌های بلندمدت در یک گروه جداگانه، شناسایی می‌شوند، غالباً سه نوع از این بدهی‌ها عمومیت پیدا می‌کند:

۱- قرارداد اعتباری چرخشی: این قرارداد یک حد اعتباری تضمین شده است که به موجب آن، بانک توافق می‌کند بر اساس تقاضای مشتری در دوره‌های آتی (معمولاً ۲ یا ۳ ساله)، وام پرداخت کند.

۲- وام مدت‌دار: وامی است که از یک بانک، مؤسسه‌ی مالی و اعتباری، شرکت بیمه یا سایر مؤسسات تأمین مالی برای یک دوره‌ی زمانی یک تا هفت ساله اخذ می‌شود.

۳- اجاره بلندمدت: قراردادی است که به موجب آن اجازه داده می‌شود که از یک دارایی بدون وجود مالکیت آن استفاده شود. به موجب اجاره، مالک یا موجر توافق می‌کند که مجوز استفاده از دارایی بلندمدت را در ازای پرداخت اجاره‌بها برای یک دوره‌ی زمانی در اختیار موجر قرار دهد (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۹، ۹۱-۹۰).

بانک‌های تجاری عمده‌ترین تأمین کنندگان وام‌های میان مدت برای شرکت‌ها هستند. این وام‌ها حداکثر تا زمانی برابر ۷ سال و در برخی موارد با سررسید بیشتر، پرداخت می‌شوند. برخی از ویژگی‌های وام‌های بانکی تجاری عبارتند از:

۱- وثیقه^{۳۲}: یک بانک تجاری عموماً برای تضمین وام مدت‌دار، درخواست وثیقه می‌کند.

^{۳۱} Intermediate term finance

^{۳۲} Collateral

۲- ایجاد انبارهای عمومی: معمولاً یک دارایی ثابت نظیر کامیون، کشتی یا بخشی از ماشین‌آلات به عنوان وثیقه در رهن قرار خواهد گرفت.

۳- مشارکت^{۳۳}: بانک‌های تجاری در پرداخت وام به هر مشتری از نظر مبلغ وام، از لحاظ قانونی محدودیت دارند. برای پرداخت یک وام، ممکن است گروهی از بانک‌ها اقدام به پرداخت وام کنند، به نحوی که هر یک از بانک‌ها بخشی از وام را به وام‌گیرنده پرداخت می‌کنند. همکاری گروهی از وام‌دهندگان به منظور توزیع ریسک یک وام بزرگ خاص را مشارکت می‌نامند.

گروهی از شرکت‌های بیمه‌ی عمر نیز، وام‌های بلندمدت را به شرکت‌های تجاری پرداخت می‌کنند. بانک‌های تجاری به شرکت‌هایی به اندازه‌های مختلف و ریسک‌های تجاری متفاوت وام‌های متفاوت اعطا می‌کنند. از آنجایی که شرکت‌های بیمه، فعالیت وام‌دهی خود را بر روی وام‌هایی با ریسک کم برای شرکت‌های بزرگ و بسیار قدرتمند متمرکز می‌کنند. به همین دلیل وام‌های پیشنهادی آن‌ها بسیار بزرگ‌تر و با سررسید طولانی‌تر از وام‌هایی است که توسط بانک‌های تجاری در اختیار شرکت‌ها قرار می‌گیرد و در بسیاری از موارد حتی بدون رهن و وثیقه نیز، وام پرداخت می‌نمایند. مزیت اصلی و عمده‌ی وام‌های مدت‌دار شرکت‌های بیمه، مدت زمان بیشتر و مبلغ سنگین‌تر آن‌ها در مقایسه با تأمین مالی بانک‌های تجاری است. عیب عمده‌ی این وام‌ها نیز این است که نرخ بهره‌ی آن‌ها نسبتاً بالاتر است؛ دیگر اینکه، فقط شرکت‌های بسیار معتبر می‌توانند از شرکت‌های بیمه وام دریافت کنند.

یکی دیگر از منابع کوچک تأمین مالی میان‌مدت، وجوه نزد صندوق‌های بازنشستگی کارمندی است که به عنوان وام‌های تضمین‌شده در وجه شرکت‌ها پرداخت می‌شود. این وام‌ها اغلب با رهن اموال تضمین می‌شوند و دارای مدت و وضعیتی مشابه وام‌های شرکت‌های بیمه‌ی عمر هستند (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۹، ۹۱-۹۰).

^{۳۳} Participating

۲-۴-۳-۳- تأمین مالی بلندمدت^{۳۴}

شرکت‌ها در راستای تأمین نیازهای مالی بلندمدت خود می‌توانند بین وام و سایر منابع تأمین مالی، مناسب‌ترین راه را انتخاب کنند. با توجه به ویژگی‌های این منابع، مدیر مالی باید در انتخاب ترکیب منابع مالی مانند بدهی‌های بلندمدت، استفاده از سهام ممتاز و سهام عادی که به منظور سرمایه‌گذاری‌های مالی شرکت به کار می‌روند، عوامل متعددی را مورد ارزیابی قرار دهد (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۹، ۱۰۳).

مزایا و معایب تأمین مالی بلند مدت:

از دیدگاه شرکت مزایا و معایب تأمین مالی بلندمدت به شرح زیر است:

• مزایای تأمین مالی بلند مدت:

- ۱- هزینه‌ی بهره‌ی بدهی، هزینه‌ی قابل قبول مالیاتی می‌باشد.
- ۲- بازپرداخت بدهی در دوران تورمی ارزان‌تر تمام خواهد شد.
- ۳- برنامه‌ریزی و کنترل شرکت به واسطه‌ی تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت مناسب‌تر می‌باشد.
- ۴- با اعمال شرط بازخرید در قرارداد، تأمین مالی شرکت انعطاف‌پذیرتر می‌شود. چنین شرطی به شرکت اجازه می‌دهد تا قبل از سررسید اوراق قرضه، بدهی خود را پرداخت کند.
- ۵- بدهی بلندمدت می‌تواند ثبات آتی مالی شرکت را حفظ کند، خصوصاً در شرایطی که بازارهای پولی دچار رکود گردد و اخذ وام‌های کوتاه مدت مقدور نباشد.

• معایب تأمین مالی بلند مدت:

- ۱- صرف نظر از سود و زیان ناشی از عملیات موضوع قرارداد، هزینه بهره بدهی‌ها باید پرداخت شود.
- ۲- معمولاً اصل بدهی باید در تاریخ سررسید پرداخت شود.

^{۳۴} Long term finance

۳- شرایط قرارداد قرضه ممکن است محدودیت‌های زیادی بر شرکت تحمیل کند.

۴- ممکن است ریسک شرکت به واسطه‌ی خطاهای پیش‌بینی در عملیات موضوع قرارداد تأمین مالی، شدیداً افزایش یابد.

پس از اینکه مدیر مالی تصمیم گرفت که باید اوراق بهادار با سررسید بیش از یک سال انتشار یابد، این سررسید باید دقیقاً مشخص شود. در این باره «اصل تطابق» راهنمای عمل است، یعنی سررسید اوراق بهادار باید با دوره‌ای که منابع مالی مورد نیاز است، تطابق داشته باشد. اگر چه این اصل درباره‌ی انتخاب از بین تأمین مالی کوتاه مدت و بلندمدت معنادار و مفید است. اما درباره‌ی اینکه سررسید اوراق بهادار باید ۵ سال یا ۱۰ سال باشد چندان کمکی نمی‌کند. سررسید اوراق بهادار یا بدهی معمولاً به وسیله‌ی عمر اقتصادی دارایی‌هایی مشخص می‌شود که با منابع تأمین شده خریداری می‌شود (تقوی، ۱۳۸۵، ۱۱۸).

۲-۵- سهام عادی^{۳۵}

سهام عادی عبارت است از حقوق مازاد اولیه در شرکت سهامی که معرف حقوق سهامداران عادی در خالص دارایی‌های واحد تجاری است. به بیان دیگر، سهام عادی سندی است که نشان دهنده‌ی درصد مالکیت دارنده‌ی آن از خالص دارایی‌های یک شرکت سهامی است و به موجب آن درصد معینی از سود شرکت و مزایای دیگری که به سهامداران عادی تعلق می‌گیرد را دریافت خواهند کرد. مسئولیت سهامداران محدود به سهام آن‌ها است (آذر بر اهما، ۱۳۸۹، ۲۳۱).

تعاریف و اصطلاحات مورد نیاز در ارتباط با سهام عادی به شرح زیر است:

سرمایه‌ی سهام مجاز^{۳۶} عبارت است از حداکثر تعدادی که یک شرکت سهامی طبق اساس‌نامه مجاز به انتشار سهام عادی است. سهام پذیره‌نویسی شده نیز آن قسمت از سرمایه‌ی سهام مجاز است که توسط سرمایه‌گذاران تعهد شده است. مبالغ واقعی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذاران، سرمایه‌ی پرداخت شده نامیده می‌شود. همچنین ارزشی که بر روی سهام عادی درج شده است ارزش آن نیز این است که سرمایه‌های کوچک نیز بتوانند در شرکت‌ها مشارکت نمایند. قیمتی که با آن سهام عادی به فروش

^{۳۵} Common stock

^{۳۶} Authorized Equity Capital

می‌رسد را قیمت صدور می‌گویند. چنانچه قیمت صدور بیشتر از ارزش اسمی سهام باشد و یا به عبارت دیگر چنانچه سهام به قیمت بیشتر از ارزش اسمی آن به فروش رسد، اصطلاحاً می‌گویند سهام با صرف به فروش رسیده است و مازاد قیمت فروش بر ارزش اسمی را صرف سهام می‌گویند و چنانچه سهام به قیمت کمتر از ارزش اسمی آن به فروش رسد به آن کسر می‌گویند. قیمت بازار سهام عادی نیز قیمتی است که سهام عادی در بازار بورس اوراق بهادار معامله می‌شود. حق رأی انباشته بدان معنی است که یک سهامدار با داشتن چنین حقی می‌تواند برای انتخاب مدیر خود، چندین رای صادر نماید. این گونه حق رأی به سهامداران اقلیت در انتخاب مدیر مورد نظر خود کمک می‌نماید (آذر براهمان، ۱۳۸۹، ۲۳۳-۲۳۲).

چنانچه یک شرکت سهامی جهت تأمین مالی فعالیت‌های بودجه‌بندی سرمایه‌ای خود قصد انتشار سهم عادی جدیدی را داشته باشد، می‌توان تعداد سهام جدید مورد نیاز را از رابطه‌ی زیر محاسبه نمود:

$$(۲-۱) \quad \text{وجوه مورد نیاز جهت تأمین مالی} = \frac{\text{تعداد مورد نیاز سهام}}{\text{قیمت بازار هر سهم}}$$

میزان حق رأی هر سهم جدید منتشر شده را نیز می‌توان از رابطه‌ی زیر محاسبه نمود:

$$(۲-۲) \quad \text{میزان حق رأی هر سهم} = \frac{\text{تعداد سهام جدید صادر شده}}{\text{تعداد سهام منتشر شده}}$$

همچنین ارزش تئوریک سهمی که دارای ویژگی حق رأی انباشته است را می‌توان از رابطه‌ی زیر محاسبه نمود:

$$(۲-۳) \quad R_w = \frac{M_w - S}{N+1}$$

که R_w = ارزش تئوریک یک سهم با داشتن ویژگی حق رأی انباشته، M_w = ارزش بازار سهمی که ویژگی حق رأی انباشته دارد، S = قیمت پذیره نویسی یک سهم و N = تعداد آرای لازم جهت خرید یک سهم جدید است.

N را می‌توان با استفاده از رابطه‌ی زیر محاسبه نمود:

$$N = \frac{1}{\text{میزان حق رأی سهم}} \quad (2-4)$$

ارزش تئوریک سهمی که فاقد حق رأی است را نیز از رابطه‌ی زیر محاسبه نمود:

$$R_e = \frac{M_e - S}{N} \quad (2-5)$$

که $R_e =$ ارزش تئوریک سهم فاقد حق رأی و $M_e =$ ارزش تئوریک بازار سهم فاقد حق رأی است که می‌توان آن را از رابطه‌ی زیر محاسبه نمود:

$$M_e = M_w - R_w \quad (2-6)$$

۲-۵-۱- ویژگی‌های سهام عادی (حقوق و امتیازات سهامداران)

۱- درآمد: شرکت ممکن است سود سهامداران را ذخیره کند یا به شکل سود سهام به آنان پرداخت نماید. سود سهام پس از اعلام به وسیله‌ی هیئت مدیره پرداخت می‌شود. در اغلب موارد، سود شرکت بیش از سود سهام پرداختی است و مقداری از سود پس از کسر مالیات ذخیره می‌شود. ذخیره کردن سود، ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. برای مثال، اگر سود شرکت ۲۰۰۰۰۰۰ واحد پولی بوده و شرکت ۱۲۰۰۰۰۰ واحد پولی سود سهام تقسیم کند، ارزش سهام شرکت به میزان ۸۰۰۰۰۰ واحد پولی افزایش می‌یابد.^{۳۷} بنابراین مزایایی که نصیب سهامداران می‌شود به دو شکل است: سود سهام به میزان ۲۰۰۰۰۰۰ واحد پولی و افزایش ارزش سهام (سود سرمایه‌ای). شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از سود خود را دوباره سرمایه‌گذاری می‌کنند، سود سهام کمتری توزیع می‌کنند، اما متوسط افزایش ارزش سهام آن‌ها در هر سال بیشتر است؛ به عبارت دیگر، سود به شکل اضافه ارزش سرمایه نصیب سهامداران می‌شود.

۲- حق کنترل: از لحاظ نظری، سهامداران، شرکت را از طریق حق انتخاب اعضای هیئت مدیره کنترل می‌کنند. هیئت مدیره نیز به نوبه‌ی خود، مدیران شرکت را انتخاب می‌کند که بر عملیات روزانه‌ی شرکت نظارت می‌کند. در عمل، قدرت کنترل سهامداران محدود است و غالباً مدیران شرکت اعضای هیئت مدیره را انتخاب می‌کنند در زمان انتخابات، مدیریت شرکت وکالت نامه‌هایی برای سهامداران ارسال می‌کند و از آنان می‌خواهد، که با امضای آن، حق رأی خود را به مدیریت واگذار کنند. البته، سهامداران

^{۳۷} البته، ممکن است ارزش سهام دقیقاً به این میزان افزایش نیابد.

می‌توانند حق رأی خود را به اشخاص دیگری واگذار کنند، اما این استثناست و قاعده نیست. سهامدارانی که به اشخاص دیگری وکالت نمی‌دهند و خود نیز در مجمع، حضوری نمی‌یابند از حق رأی خود استفاده نمی‌کنند. در برخی شرکت‌ها، سهام عادی به دو گروه سهام با حق رأی و سهام بدون حق رأی تقسیم می‌شود. از آنجا که سهام نوع دوم امتیاز حق رأی ندارد، غالباً ارزش (قیمت) آن در بازار سهام کمتر از سهام نوع اول است.

۳- حق حفظ نسبت سهام: سهامداران موجود حق دارند برای حفظ سهم مالکیت شرکت، سهام تازه انتشار شرکت را خریداری کنند. حق حفظ نسبت سهام عامل مهم حمایت‌کننده از سهامداران است. بدون وجود این حق، مدیریت شرکت می‌تواند سهام انتشار بدهد و به افراد مورد نظر خود بفروشد و از این طریق کنترل شرکت را در اختیار افراد مورد نظر خود قرار دهد. از این گذشته، حق حفظ نسبت سهام از رقیق شدن منافع مالی سهامداران شرکت جلوگیری می‌کند.

۴- حق بازرسی دفاتر شرکت: سهامدار حق دارد از مدیریت شرکت اطلاعات مربوط به عملیات را درخواست کند. اما این حق محدود است و تنها در صورتی قابل اعمال است که ارائه‌ی اطلاعات به سهامدار، به موقعیت رقابتی شرکت لطمه نزند. این محدودیت به منظور حمایت از سایر سهامداران است. سهامداری که احساس می‌کند مدیریت از ارائه‌ی اطلاعات مربوط به عملیات خلاف یا غفلت خود، خودداری می‌کند، می‌تواند علیه مدیر به مراجع قضایی شکایت کند.

۵- مسئولیت محدود: چون بر اساس قانون، شرکت شخصیت حقوقی متمایز است، سهامدار خاص مسئول بدهی‌های شرکت نیست. در مؤسسه‌های با مالکیت انفرادی یا مشارکت‌ها، مالک یا شریک، مسئول بدهی‌های مؤسسه است. اما در مواردی که سهامداران برای مقاصد غیر قانونی یا غیراخلاقی از شرکت استفاده می‌کنند، ممکن است سهامداران مسئول عملیات شرکت در نظر گرفته شوند. اما در شرکت‌های بزرگ معمولاً مسئولیت سهامداران تنها به سرمایه‌ای که صرف خرید سهام کرده‌اند محدود می‌شود و در مقابل بدهی‌های شرکت مسئولیتی ندارند (تقوی، ۱۳۸۵، ۱۶۷-۱۶۴).

۲-۵-۲- تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی

شرکت‌های بزرگ صنعتی، بین سال‌های ۱۹۸۶-۱۹۸۴، در مجموع ۱۰۰ میلیارد دلار سهام عادی جدید منتشر کرده‌اند. در طی همین دوره، ۳۰۰ میلیارد دلار از سهام عادی با خرید و از دور خارج گردید، زیرا بسیاری از شرکت‌ها در هم ادغام شدند یا اینکه تعداد زیادی از سهام شرکت‌ها با خرید شد(جاین و خان^{۳۸}، ۲۰۰۶، ۱۲۵).

سهام عادی (از دیدگاه تأمین مالی) دارای نقاط ضعف و قوت بسیار زیادی است. نقاط قوت این سهام، از نظر تأمین مالی، به مراتب بیش از نقاط ضعف آن‌ها است. در عین حال، در هر مورد باید با توجه به شرایط موجود قضاوت کرد.

۲-۵-۳- محاسن انتشار سهام عادی به عنوان منبع تأمین مالی

۱- سهام عادی هیچ‌گاه به سررسید نمی‌رسند. این نوع سهام یکی از منابع دائمی تأمین مالی به حساب می‌آیند. اگر شرکت بخواهد می‌تواند تعدادی از سهام عادی خود را با خرید کند و آن‌ها را از دور خارج کند(طبق قانون تجارت ایران این عمل مجاز نیست).

۲- از آنجا که سود سهام عادی میزان مشخص و ثابتی نیست، انتشار و فروش سهام جدید باعث خواهد شد که انعطاف‌پذیری مدیریت شرکت از لحاظ تأمین سرمایه در آینده بیشتر گردد. یکی از استراتژی‌های متداول این است که شرکت برای تهیه سرمایه به منظور بازپرداخت بدهی‌های کوتاه مدت خود، سهام عادی جدید منتشر می‌کنند. استراتژی دیگر این است که شرکت‌ها از طریق سهام عادی درصدی برمی‌آیند تا نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام شرکت را پایین آورند و سپس با استفاده از مزیت حاصل، اقدام به انتشار اوراق قرضه کنند.

۱- شرکت الزام قانونی به پرداخت سود به سهامداران عادی خود ندارد، لذا انتشار سهام عادی ریسک ورشکستگی و ریسک مالی شرکت را افزایش نمی‌دهد.

۲- می‌توان به سرعت و بدون تحمل هزینه‌ی زیاد سهام عادی را منتشر و به بازار عرضه کرد. این کار از طریق اعطای گواهی حق تقدم خرید به سهامداران موجود و استفاده از خدمات مؤسسات تأمین سرمایه

^{۳۸} Jain & Khan

که موظف به خرید سهام عادی که پذیره‌نویسی نشده‌اند صورت می‌گیرد. اگر قیمت پذیره‌نویسی کمتر از قیمت جاری بازار سهام باشد، سهامداران از خرید سهام جدید استقبال خواهند کرد.

۳- برای اکثر شرکت‌ها، وضع به گونه‌ای است که با انتشار و عرضه‌ی سهام عادی جدید، در مالکیت و کنترل شرکت تغییری صورت نمی‌گیرد. سهامداران کنونی شرکت می‌توانند با استفاده از حق تقدم خرید، درصد مالکیت خود را حفظ کنند یا با مراجعه به بازار، سهام عادی بیشتری بخرند (پی. نوو، ۱۳۸۹، ۲۲۷-۲۲۶).

۲-۵-۴- معایب انتشار سهام عادی به عنوان منبع تأمین مالی

۱- هزینه‌ی خاص سرمایه‌ی متعلق به سهام عادی، در مقایسه با سایر ابزارهای تأمین مالی، بیشتر است. این بدان معنی است که سهام عادی، یک منبع گران قیمت تأمین مالی است و باعث افزایش هزینه‌ی سرمایه شرکت می‌شود؛ لذا بهتر است شرکت‌هایی از این منبع استفاده کنند که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بسیار سودآور باشند.

۲ سود سهام عادی پس از کسر مالیات پرداخت می‌شود، در حالی که بهره‌ی اوراق قرضه یک هزینه‌ی قابل قبول مالیاتی است؛ بنابراین پرداخت سود سهام باعث صرفه‌جویی مالیاتی برای شرکت نمی‌شود.

۱- شاید شرایط مندرج در اوراق قرضه شرکت به گونه‌ای باشد که میزان پرداخت سود سهام عادی را محدود کرده باشد. وجود این نوع قید و بندها باعث خواهد شد که انتشار سهام عادی با مشکلاتی مواجه شود. این قید و بندها می‌تواند دست‌کم هزینه‌ی سرمایه‌ی متعلق به سهام عادی را افزایش دهند.

۲- اگر شرکتی که سهامش در دست افراد محدودی است (سهام خاص) بخواهد سهام جدیدی منتشر کند، در مسئله‌ی مالکیت و کنترل شرکت مشکلات نسبتاً زیادی به وجود خواهد آمد. در چنین شرایطی، سهامداران که تقریباً همه از مدیران شرکت هستند، ممکن است وجوه لازم را جهت مشارکت در افزایش سرمایه نداشته باشند و در این صورت، درصد مالکیت آن‌ها در شرکت کاهش خواهد یافت.

۳- انتشار سهام عادی جدید باعث خواهد شد که موقتاً سود هر سهم کاهش یابد. کاهش سود هر سهم بر قیمت سهام آن سال آثار منفی خواهد داشت (همان).

۲-۶- سایر جنبه‌های تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام

سهام عادی را باید از دیدگاه اجتماعی نیز مورد توجه قرارداد. سهام عادی شکل مطلوب تأمین مالی است، زیرا باعث می‌شود شرکت‌های تجاری، به عنوان بخش بزرگ اقتصاد، در برابر کاهش آتی فروش و عواید، کمتر آسیب‌پذیر باشند. اگر فروش و عواید کاهش یابد تأمین مالی از طریق سهام عادی متضمن هزینه‌ی ثابتی نخواهد بود (هزینه‌هایی که ممکن است شرکت را به سازماندهی مجدد یا ورشکستگی وادارد).

اما، جنبه‌ی دیگر سهام عادی ممکن است از نظر اجتماعی کمتر مطلوب باشد. در دوران رکود، قیمت‌های سهام عادی سقوط می‌کند، و در نتیجه، هزینه‌ی سرمایه‌ی صاحبان افزایش می‌یابد. افزایش هزینه‌ی سرمایه‌ی صاحبان، کل هزینه‌ی سرمایه را بالا می‌برد و در نتیجه، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. کاهش سرمایه‌گذاری، رکود را بدتر می‌کند. اما، در حالت رونق اقتصادی، قیمت سهام بالا می‌رود. با بالا رفتن قیمت سهام هزینه‌ی سرمایه کاهش می‌یابد. در نتیجه سرمایه‌گذاری شتاب می‌گیرد و ممکن است به رونق تورمی فزاینده اضافه می‌شود. به طور خلاصه، با توجه به تأثیر آن بر هزینه‌ی سرمایه، تأمین مالی از طریق سهام عادی ممکن است نوسانات دوره‌ای را تشدید کند.

اینکه چگونه نیروهای متضاد یاد شده با هم تلفیق می‌شوند تا برآیند آن‌ها پدید آید، نامعلوم است، اما نویسندگان این سطور معتقدند که تأمین مالی از طریق سهام، بیشتر به تثبیت اقتصادی می‌انجامد (وستون و دیگران^{۳۹}، ۱۳۸۶، ۲۸۶).

۲-۶-۱- سودهای توزیع نشده

شرکت‌های مختلف به دلایل گوناگون می‌توانند بخشی از سود خود و یا تمامی آن‌را بدون آنکه بین سهامداران تقسیم کنند به استفاده‌هایی برسانند مثلاً:

۱- برای خرید تجهیزات جدید از سود تقسیم نشده می‌توانند استفاده کنند.

۲- برای تعویض ماشین‌آلات فرسوده یا جدید از سودهای تقسیم نشده بهره‌برداری کنند.

۳- به منظور پرداخت دیون خود می‌توانند از سود تقسیم نشده کمک بگیرند.

^{۳۹} Weston & Others

۴- برای ارتقاء سطح تکنولوژی تولید خود می‌توانند از سود تقسیم نشده، سرمایه‌گذاری جدید انجام دهند.

زمانی که سود تقسیم نشده به عنوان یک منبع مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد می‌گوییم تأمین مالی از درون شرکت صورت گرفته و یا «خود تأمین مالی»^{۴۰} انجام شده است. میزان استفاده از این منبع تأمین مالی اولاً به سودآور بودن شرکت بستگی دارد که شرایط اولیه است و ثانیاً میزان سودی که شرکت در یک دوره‌ی معین بدست آورده عامل مهم دیگری در زمینه‌ی استفاده از تأمین مالی داخلی شرکت است. نحوه‌ی استفاده از سود توزیع نشده در داخل شرکت از طریق مقایسه‌ی زمینه‌های کاربردی آن انجام می‌شود؛ به عبارت دیگر مدیریت شرکت، سودهای توزیع نشده را در زمینه‌هایی مورد استفاده قرار می‌دهد که منافع بیشتری برای شرکت فراهم کنند. مثلاً پرداخت دیون شرکت به وسیله‌ی سودهای تقسیم نشده و یا خرید دارایی‌های جدید به وسیله‌ی این سودها، از طریق نتایج حاصله برای شرکت بررسی می‌گردد. در صورتی که سود تقسیم نشده صرف پرداخت دیون شرکت گردد سبب کاهش هزینه‌های بهره‌ی شرکت خواهد شد و در صورتی که صرف خرید ماشین‌آلات و دارایی‌های جدید گردد باعث افزایش درآمدهای شرکت خواهد. مقایسه‌ی این دو وضعیت از طریق مقابله‌ی ورود و خروج سالیانه‌ی پول‌های صرف شده در یک زمینه، قابل بررسی و برآورد است مگر آن که اختصاص سود تقسیم نشده در یک زمینه‌ی معین الزام قانونی داشته باشد.

از نظر تئوریک هدف از باقی گذاشتن سود در داخل شرکت کاهش نسبت بدهی به سرمایه است تا آن که شرکت در وضعیت بهتری قرار گیرد و نسبت یاد شده تا حد ممکن کاهش یافته و امکان گرفتن وام جدید فراهم آید و یا آنکه شرکت از نظر پرداخت دیون خود در موقعیت بهتری واقع شود. رویه‌ی متعارف در بازار مالی، نپرداختن وام از سوی بانک‌ها و مؤسسات مالی به شرکت‌هایی است که نسبت بدهی به سرمایه‌ی آن‌ها در سطح بالائی قرار گرفته است. چنانچه در شرایط ویژه‌ای به شرکت‌های دارای این ویژگی، یعنی دارا بودن نسبت بدهی به سرمایه‌ی بالا وامی هم داده شود، بهره‌ی این وام نسبت به بهره‌ی جاری در بازار زیادتر خواهد بود، چرا که ریسک عدم پرداخت وام از سوی شرکت زیادتر است.

^{۴۰} Auto financing

به طور کلی در آن دسته از شرکت‌های تولیدی که فعالیت آنان در حال گسترش است، باقی گذاشتن سود در درون شرکت و تقسیم نشدن آن بین سهامداران یا شرکاء در وضعیت‌های زیر مورد استقبال قرار می‌گیرد:

۱- در شرایطی که انتشار سهام جدید میسر نباشد و یا اوراق قرضه به دلایل گوناگون نتوانند منتشر شوند و یا آن که سهامداران موجود با انتشار سهام جدید و یا اوراق قرضه موافقت ننمایند؛ در این صورت باقی گذاشتن سود در شرکت به عنوان یک راه‌حل منطقی پذیرفته می‌شود.

۲- در بعضی موارد سودآوری سرمایه‌ی شرکت در حد بالا و مطلوبی قرار دارد؛ به عبارت دیگر بهره‌وری سرمایه‌ی شرکت بسیار مطلوب است بنابراین باقی گذاشتن سود در شرکت و تأمین توسعه‌ی فعالیت از طریق سود تقسیم نشده کاملاً سودآور و مورد ترجیح است. در این حالت به طور معمول سود حاصله هم دارای حجم قابل توجهی است و می‌تواند در توسعه‌ی فعالیت شرکت نقش مهمی ایفا نماید.

۳- گاهی سهامداران شرکت علاقه ندارند که سهامداران جدید به شرکت اضافه شوند و کنترل آن‌ها را بر روی شرکت محدود نمایند و یا حق رأی آن‌ها را تقلیل دهند. در این صورت باقی گذاشتن سود در شرکت یک راه‌حل مطلوب بشمار خواهد آمد.

۴- شرکت آن است که در دوره‌های آینده، قیمت سهام شرکت دوباره افزایش پیدا خواهد کرد. در دوره‌هایی که قیمت بازار سهام یک شرکت کاهش می‌یابد هزینه‌ی آن سهام برای صاحبان سهام زیادتر می‌شود و اگر سهام جدید انتشار یابد میزان هزینه‌ی سهام قبلی گسترده‌تر و بیشتر خواهد بود. برای جلوگیری از این عارضه، سود شرکت می‌تواند بین سهامداران تقسیم نگردد و به عنوان یک منبع مالی مورد استفاده قرار گیرد.

در صورتیکه سود حاصله در یک دوره بین سهامداران و یا شرکاء شرکت توزیع شود، طبق قانون کار باید هر سهم از سود متعلق به خود، مالیات پرداخت کند. این مالیات که از صاحبان سهام گرفته می‌شود، در بعضی کشورها و یا در بعضی شرایط اقتصادی زیاد است باریکه سهامداران تمایل ندارند مالیات زیادی پرداخت کنند. ولی در مقابل، اگر این سود در شرکت باقی بماند درآمدهای آن برای سهامداران منافع مهمی را ایجاد می‌کند که یکی از این منافع درآمد مطلوب است و دیگری نرخ مالیات کمتری است که به عواید این درآمد مطلوب نسبت به سهم سودها تعلق می‌گیرد.

به علت این مزیت‌های مالیاتی، سرمایه‌گذاران ممکن است سهام شرکت‌هایی را ترجیح دهند که سود سهام کمتری توزیع می‌کنند. اگر این‌گونه باشد، سرمایه‌گذاران در شرایط مشابه، قیمت بالاتری برای سهام شرکت‌هایی می‌پردازند که سود کمتری تقسیم می‌کنند. البته در بازار سرمایه‌ی ایران، این نظریه^{۴۱} به وضوح صدق نمی‌کند (وستون و دیگران، ۲۰۰۷، ۱۷۹).

۲-۶-۲- سود انباشته^{۴۲}

سود انباشته، سودهای یک شرکت از بدو تأسیس است که به عنوان سود سهم به سهامداران پرداخت نشده و برای سرمایه‌گذاری در شرکت، تحت عنوان سود انباشته، نگهداری شده است. صرف نظر کردن از اجرای یک پروژه‌ی سرمایه‌گذاری سودآور مسلماً به صرفه و صلاح سهامداران نیست مگر اینکه هیچ راهی برای تأمین مالی آن با هزینه‌ای معقول وجود نداشته باشد. استفاده‌ی بیش از حد از استقراض نیز موجب افزایش مخاطره‌ی شرکت و کاهش ارزش سهام شرکت در بورس خواهد. بنابراین منبع تأمین مالی می‌تواند سود انباشته (که به معنای پرداخت سود سهام کمتر است) یا انتشار سهام عادی جدید باشد. به نظر بسیاری از مدیران مالی و صاحب‌نظران ثوری مالی و مدیران واحدها، دریافت سود سهام کمتر و پرهیز از انتشار سهام عادی جدید به مصلحت سهامداران فعلی است (شباهنگ، ۱۳۸۴، ۲۱۹).

تفاوت عمده میان سود انباشته و دیگر منابع تأمین مالی دیگر این است که سود انباشته به مبلغ موجود محدود می‌باشد و ضمناً مستلزم تحصیل وجوه از اشخاص خارج از واحد انتفاعی (اعطا کنندگان تسهیلات و سهامداران جدید) نیست. اما تأمین مالی از طریق سود انباشته موجب کاهش سود سهام قابل پرداخت به سهامداران فعلی خواهد شد. به بیان دیگر در دسترس بودن سود انباشته نه تنها به سودهای تحصیل شده توسط واحد انتفاعی بستگی دارد بلکه با سیاست پرداخت سود سهام آن نیز مرتبط است. واحدهای انتفاعی معمولاً از کاهش سطح پرداخت سود سهام خود حتی در مواقعی که موقتاً سود کاهش یافته است نیز پرهیز می‌کنند. این قبیل سیاست‌ها موجب می‌شود که سود انباشته‌ی در دسترس به تناسب تغییر در سود، شدیداً نوسان نماید. بنابراین مدیر مالی نمی‌تواند برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های انتفاعی تنها بر سود انباشته اتکا کند (همان).

^{۴۱} نظریه‌ی ترجیح مالیاتی (Tax preference theory)

^{۴۲} Retained earning

۲-۶-۱-۱- تأمین مالی از طریق سود انباشته

مهم‌ترین عاملی که در سیاست‌گذاری تقسیم سود مورد توجه قرار می‌گیرد سود انباشته است؛ زیرا اندوخته کردن سود، یکی از منابع تأمین مالی به حساب می‌آید. اگر سود انباشته یک منبع تأمین مالی انگاشته شود، آنگاه شرکت‌ها باید مقدار زیادی از سود را تحت عنوان سود انباشته کنار بگذارند و مقدار کمی از سود شرکت را بین سهامداران تقسیم کنند.

۲-۶-۱-۲- محاسن تأمین مالی از طریق سود انباشته

چنانچه واحد انتفاعی به جای پرداخت سود سهام و انتشار سهام عادی جدید، سود شرکت را نگه دارد، قیمت سهم عادی در بازار بالاتر خواهد بود. زیرا سود هر سهم و سهام آتی در صورت عدم انتشار سهام جدید بیشتر است. سهامداران فعلی نیز می‌توانند از طریق فروش بخشی از سهام خود سود نقدی کسب کنند. به بیان دیگر، سهامداران به جای دریافت سود سهام از افزایش ارزش سهام بهره‌مند خواهند شد. علاوه بر این، سهامدارانی که سود سهام خود را دریافت و مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کنند ناگزیر از سرمایه‌گذاری مبلغی کمتر خواهند بود؛ زیرا مالیات سود سهام دریافتی را نیز باید بپردازند. اما چنانچه سود شرکت مجدداً در پروژه‌های آن سرمایه‌گذاری شود، سهامداران قبل از فروش سهام و تحصیل سود، مالیات بر درآمد شخصی نخواهند پرداخت.

۱- هزینه‌های خاص سرمایه (مربوط به سود انباشته) از هزینه‌ی خاص سرمایه مربوط به اوراق قرضه و سهام بیشتر است، ولی اگر شرکت از محل نگهداری سود، تأمین مالی کند، نباید از این بابت بهره یا سود سهام پرداخت کند.

۲- فروش سهام عادی جدید ممکن است صاحبان فعلی شرکت را با مسائل مرتبط با کنترل شرکت مواجه کند، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که دلایل معقولی برای ترجیح دادن تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها از طریق وجوه حاصل از عملیات (که ممکن است به صورت اوراق بهادار قابل مبادله نگهداری شود) وجود دارد.

۲-۶-۱-۳- معایب تأمین مالی از طریق سود انباشته

علی‌رغم مزایای تأمین مالی از محل سود انباشته، به‌کارگیری این روش در کلیه موارد امکان‌پذیر یا مطلوب نیست. سهامداران ممکن است در قبال عدم دریافت یا دریافت کمتر سود سهام واکنش منفی نشان دهند. بدیهی است که افزایش ندادن سود سهام به تناسب افزایش سود، مطلبی کاملاً جدا از کاهش سطح فعلی سود سهام است؛ زیرا کاهش سطح فعلی پرداخت سود سهام ممکن است سهامداران را ناگزیر از فروش بخشی از سهام خود کنند تا مصارف نقدی خود را تأمین نمایند. ضمناً کاهش سود سهام می‌تواند موقتاً موجب پایین آمدن قیمت سهام شرکت در بورس شود؛ زیرا برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است این کاهش را نشانه‌ای از ضعف واحد انتفاعی بدانند.

علاوه بر این، امکان دارد که وجوه تأمین شده از طریق نپرداختن سود سهام، برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، کافی نباشد و شرکت کماکان ناگزیر از انتشار سهام عادی جدید بشود. در این‌گونه موارد، مدیریت از هرگونه اقدامی که موجب کاهش موقتی قیمت سهام شود پرهیز خواهد کرد و پرداخت سود سهام را طبق روند گذشته ادامه خواهد داد (شباهنگ، ۱۳۸۵، ۲۳۱).

۲-۶-۲- سود سهمی^{۴۳}

سود سهمی یا سهام جایزه، یعنی شرکت به جای پرداخت سود (به صورت وجه نقد) اقدام به توزیع سهام جایزه نماید. سود سهمی، یک نوع افزایش سرمایه است که سهامدار بابت سهام جدیدی که دریافت می‌کند وجهی پرداخت نمی‌کند، بلکه وجوه آن از محل سود انباشته یا اندوخته‌ها کسر خواهد شد. پس از توزیع سهام جایزه، قیمت سهم کاهش می‌یابد (تهرانی، ۱۳۸۷، ۴۵۸).

استفاده از سود سهمی^{۴۴} و تجزیه‌ی سهام^{۴۵} در یک واحد تجاری جزء لاینفک خط مشی تقسیم سود است. سود سهمی و تجزیه‌ی سهام باعث صدور و انتشار سهام جدید بر مبنایی متناسب با سهامداران جاری می‌شود در حالی که دارایی‌ها، سود، ریسک و درصد مالکیت سهامداران واحد تجاری بدون تغییر باقی می‌ماند.

^{۴۳} Stock dividend

^{۴۴} Stock Dividend

^{۴۵} Stock Splits

واگذاری سود سهمی یا تجزیه‌ی سهام، دارایی‌های واحد انتفاعی را تغییر نمی‌دهد زیرا در مقابل سهام اضافی صادر شده، چیزی دریافت نمی‌شود. بدهی‌های واحد انتفاعی نیز بدون تغییر باقی می‌ماند زیرا این قبیل رویدادها اساساً تأثیری بر بدهی‌ها ندارد. در نتیجه، جمع حقوق صاحبان سهام (دارایی‌ها منهای بدهی‌ها) نیز تغییر نمی‌کند (شباهنگ، ۱۳۸۵، ۲۷۰).

به طور کلی از دیدگاه حسابداری، سود سهمی باعث کاهش سود انباشته می‌شود و در نتیجه سرمایه‌ی سهام عادی و صرف سهام افزایش می‌یابد. در صورتی که تجزیه‌ی سهام تغییری در ارقام حقوق صاحبان سهام ایجاد نمی‌کند. از دیدگاه اقتصادی نیز سود سهمی و تجزیه‌ی سهام باعث افزایش تعداد سهام منتشر شده خواهد. در هر صورت صدور سود سهمی و تجزیه‌ی سهام باعث می‌شود تا ارزش بازار سهام به واسطه‌ی افزایش تعداد سهام منتشر شده کاهش یابد که این عمل سبب افزایش قابلیت معامله سهام می‌گردد (آذر بر اهما، ۱۳۸۹، ۱۷۸-۱۷۷).

۲-۶-۲-۱- برتری‌ها و کاستی‌های سود سهمی

بیشتر، یک سود سهمی برای نگهداری نقدینگی به کار گرفته می‌شود. شاید شرکت هنگام افزایش درآمد، به جای پرداخت سود نقدی، خواهان نگهداری بخش بیشتر درآمدهای خود و دادن سود سهمی باشد. پس تصمیم شرکت، کاهش دادن نرخ سود پرداختی است؛ چون هنگامی که درآمدها افزایش می‌یابد و سود سهم نقدی به همان اندازه‌ی پیشین است، نرخ پرداخت کاهش خواهد داشت. البته، تصمیم‌گیری برای نگهداری بخش بیشتر درآمدها، می‌تواند بدون سود سهمی انجام گیرد. ولی شاید سود سهمی، با محتوای اطلاعاتی که در خود دارد، همانند اثر روانی خود، برخی از سرمایه‌گذاران را خشنود کند. افزون بر این، چنانچه سود سهم نقدی هر سهم بدون دگرگونی باشد، سود سهم نقدی کل، با افزایش شمار سهم‌ها، افزایش خواهد یافت.

تا اینجا، بحث در زمینه‌ی برتری‌های تصمیم‌گیری برای انتشار سود سهمی بر پایه‌ی در دسترس بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بوده است. درصد پرداخت سود سهم نقدی با هدف تأمین مالی بخشی از این فرصت‌ها؛ همراه با پدیدار ماندن درآمدها، کاهش می‌یابد. برخی شرکت‌ها که در شرایط مالی دشواری هستند، سود سهمی را جایگزین سود سهم نقدی می‌کنند. سود سهمی این شرکت‌ها، نشان

نه از شرایط بد بازرگانی است، نه درآمدهای دلخواه، و این جایگزینی سرمایه‌گذاران را فریب نخواهد داد.

همچنین، شاید یک شرکت از سود سهمی برای نگهداری بهای سهم در یک دامنه‌ی داد و ستد همه پسند و ارزان بهره‌گیری کند. برخی از شرکت‌ها دوست ندارند قیمت بازار عادی خود را بالاتر از یک اندازه‌ی معین ببینند زیرا بهای بالا برای سهم، کششی برای سرمایه‌گذاران کوچک ندارد. از این رو، آنان می‌کوشند تا بهای سهم خود را که با به کارگیری سود سهمی، یا بیشتر، به وسیله‌ی تجزیه‌ی سهام پایین‌تر از اندازه‌ی دلخواه نگه دارند. افزایش شمار کلی سهم‌های فروش رفته شاید شمار دارندگان سهم را افزایش دهد، که این خود به گسترش آوازه‌ی کلی سهم خواهد انجامید.

عیب اساسی سود سهمی آن است که در برابر سود سهم نقدی هزینه‌های اداری بیشتری در بردارد. این هزینه‌ی افزوده برای شرکت و دارندگان سهم آن زیان آور است.

۲-۶-۳- وام بلندمدت^{۴۶}

وام مدت‌دار یا بلندمدت وامی است که سررسید آن بیش از یک سال است. این قاعده استثنایی دارد. اما به طور معمول وام‌های مدت‌دار به شکل اقساط بازپرداخت منظم تسویه می‌شوند و این پرداخت‌ها در طول عمر وام صورت می‌گیرد. معمولاً تضامینی به شکل رهن اموال منقول^{۴۷} مورد استفاده قرار می‌گیرد، اما شرکت‌های بزرگ‌تر و قوی‌تر می‌توانند وام تضمین نشده نیز بگیرند.

وام‌دهندگان اصلی اعتبارات مدت‌دار در کشورهای غربی عبارتند از: بانک‌های تجاری، شرکت‌های بیمه‌ی عمر^{۴۸} و تا حدی نیز صندوق‌های بازنشستگی^{۴۹}. وام‌های بانکی معمولاً سررسیدی بین ۱ تا ۵ سال دارد، درحالی‌که وام‌های مدت‌دار (بلندمدت) شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی سررسیدی بین ۵ تا ۱۵ سال دارد. بنابراین، وام‌های مدت‌دار شرکت‌های بیمه معمولاً تأمین مالی بلندمدت است نه میان مدت. گاهی اوقات، اگر وام‌ها نسبتاً عمده باشد، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه به طور مشترک اقدام به اعطای وام

^{۴۶} Term loan

^{۴۷} Chattel mortgage

^{۴۸} Life insurance companies

^{۴۹} Pension funds

می‌کنند به این ترتیب که بانک سررسیدهای کوتاه مدت و شرکت‌های بیمه سررسیدهای بلندمدت را تأمین مالی می‌کند (جاین و خان^{۵۰}، ۲۰۰۶، ۳۱۴).

۲-۶-۳-۱- ویژگی‌های وام‌های بلندمدت

قراردادهای وام‌های بلندمدت مستقیماً میان وام‌دهنده و وام‌گیرنده بسته می‌شود و در نتیجه مواد قراردادهای مختلف، متفاوت خواهد بود. از آنجا که معمولاً شرکتی که به پول نیاز دارد مستقیماً به بانک و مؤسسه‌ی وام‌دهنده مراجعه می‌کند و سعی می‌کند با آن سازمان به تفاهم برسد، در مورد تعیین شرایط و مواد قراردادهای سازمان‌های نظارت‌کننده و دولتی (مثل کمیسیون بورس اوراق بهادار) هیچ دخالتی نمی‌کنند. وام‌های بلندمدت، از لحاظ نوع مؤسسات وام‌دهنده، جدول بازپرداخت وام، نرخ بهره، نوع وثیقه و سایر شرایط قراردادی دارای ویژگی‌های مشترکی هستند (آذر بر اهمان، ۱۳۸۹، ۱۹۶).

۲-۶-۳-۲- تأمین مالی از طریق وام بلند مدت

معمولاً شرکت‌ها برای دوره‌های میان‌مدت از طریق وام‌ها تأمین مالی می‌کنند و این بدان معنی است که مدت این نوع وام‌ها میان یک و حداکثر ده سال است. مدت برخی از قراردادهای اجاره تقریباً به بیست سال می‌رسد. از این رو می‌توان گفت که برای دوره‌های میان‌مدت و بلندمدت از وام و قراردادهای اجاره به عنوان وسیله‌ای برای تأمین مالی استفاده می‌کنند.

۲-۶-۳-۳- محاسن انتشار وام‌های بلندمدت به عنوان منبع تأمین مالی

- ۱- از آنجا که بهره‌ی وام‌های بلندمدت تقریباً ثابت است اگر سود حاصل از این وام‌ها از هزینه‌ی بهره بیشتر شود، شرکت وام‌گیرنده سود زیادی از محل این وام‌ها خواهد برد.
- ۲- به طور معمول شرکت وام‌گیرنده می‌تواند در مورد شرایط مربوط به وام، با بانک یا مؤسسه‌ی وام‌دهنده مذاکره کند؛ لذا می‌تواند میزان و شرایط بازپرداخت را با وضع مالی خود منطبق کند.

^{۵۰} Jain & Khan

۳- شرکت‌هایی که به دلیل بهبود در وضع مالی خود واجد شرایط انتشار اوراق تجاری شده‌اند می‌توانند با مذاکره با بانک بدون دادن وثیقه، وام بلندمدت با نرخ پایین بگیرند.

۲-۶-۳-۴- معایب انتشار وام‌های بلندمدت به عنوان منبع تأمین مالی

۱- اهرم مالی حاصل از وام‌های بلندمدت به لحاظ این که میزان بهره نسبتاً ثابت است سبب می‌شود که سود شرکت کاهش یابد. البته اگر آن شرکت نتواند سود خود را به حدی برساند که هزینه بهره وام بلندمدت را بپوشاند.

۲- شرایط منفی گنجانده شده در قرارداد این نوع وام‌ها از قدرت مانور و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تأمین مالی شرکت می‌کاهد.

۳- در مواردی که شرکت‌ها اقلامی از دارایی خود را به عنوان وثیقه گذاشته‌اند بدون رضایت طلبکار نمی‌توانند دوباره آن را به عنوان وثیقه قرار دهند.

۴- پرداخت اقساط سالانه ممکن است فشار زیادی بر نقدینگی شرکت وارد آورد، زیرا شرکت باید در هر قسط مبلغ نسبتاً زیادی بابت اصل و فرع وام بپردازد.

۲-۶-۴- وام کوتاه مدت^{۵۱}

یکی از مهم‌ترین منابع عمده‌ی تأمین مالی کوتاه مدت برای شرکت‌ها، وام‌های بانک‌های تجاری است. وام‌های کوتاه مدت بانک‌های تجاری ممکن است مدت‌دار یا دیداری باشند. در صورت مدت‌دار بودن، این وام‌ها ۳۰ روزه، ۹۰ روزه یا یک ساله هستند. وام بانک‌های تجاری در ترازنامه، تحت عنوان اسناد پرداختنی منعکس می‌شوند و عمده‌ترین منبع تأمین مالی کوتاه مدت می‌باشند (تقوی، ۱۳۸۵، ۵۹).

۲-۶-۴-۱- انواع وام‌های کوتاه مدت

بانک‌های تجاری سه نوع وام کوتاه مدت به شرکت‌ها و مشتریان خود می‌دهند. این وام‌ها عبارتند از اعطای حد اعتبار، اعتبار در حساب جاری و وام‌های یک ماهه (پی. نوو^{۵۲}، ۱۳۸۹، ۱۰۹-۱۰۷):

^{۵۱} Money market loans

^{۵۲} P. Neveu

۱- حد اعتبار: به نوعی قرارداد گفته می‌شود که بین یک بانک تجاری و شرکتی که متقاضی میزان مشخصی وام برای مدت زمان معینی است بسته می‌شود. طبق این قرارداد، شرکت متقاضی می‌تواند وام مورد نیاز خود را از بانک بگیرد و ظرف مثلاً یک سال آن را بازپرداخت کند. هیچ برنامه یا جدول زمان‌بندی خاصی در خصوص بازپرداخت وام وجود ندارد. وام‌هایی را که به صورت حد اعتبار داده می‌شود «قراردادهای غیررسمی»^{۵۳} می‌نامند؛ زیرا بانک طبق قرارداد، خود را ملزم به دادن وام نمی‌کند و آن را به حفظ یا بهبود وضعیت مالی شرکت در طی سال منوط می‌کند. در واقع، طبق قرارداد، بانک فقط تمایل خود را برای دادن وام ابراز می‌دارد. مثلاً اگر بانک از نظر قدرت اعتباری در وضع نامطلوبی قرار گرفت و احساس کرد که نمی‌تواند وام مورد درخواست مشتری را تأمین کند یا اگر وضع مالی شرکت متقاضی بدتر شد، بانک از دادن وام خودداری خواهد کرد. معمولاً وام‌هایی که طبق قرارداد حد اعتبار به شرکت‌ها داده می‌شود ۱۲ ماهه است و سال به سال تمدید می‌گردد.

۲- اعتبار در حساب جاری: بانک‌های تجاری طبق قراردادهایی اعتبارات خاص به برخی از مشتریان خود می‌دهند. طبق این نوع قراردادها، شرکت گیرنده‌ی وام می‌تواند در هر زمان تقاضای وام کند و بانک ملزم به پرداخت آن است. گاهی در مواردی که بانک‌ها با کسر و کمبود پول مواجه می‌شوند مجبورند که وجوه مورد نیاز را از جاهای دیگر قرض و به تعهدات خود عمل کنند.

۳- وام‌های یک ماهه: آن دسته از شرکت‌هایی که در بازارهای پولی حضور فعال دارند برای تأمین نیازهای مالی خود اوراق تجاری منتشر می‌کنند. برخی از این اوراق تجاری جانشین وام‌های کوتاه مدت بانک‌ها شده است. بانک‌های تجاری در واکنش نسبت به این جریان، اقدام به اعطای نوعی وام بسیار کوتاه مدت کرده‌اند که سررسید آن ۵ روزه و حداکثر ۳۰ روزه است. نرخ بهره‌ی این وام‌ها مشخص و تقریباً ثابت و بر اساس نرخ جاری بهره در بازار تعیین می‌شود. متوسط میزان این نوع وام بیشتر از میزان وام کوتاه مدتی است که بانک‌ها پرداخت می‌کنند. شاید چنین تصور شود که این وام‌های کوتاه مدت رقیب وام‌های میان‌مدت هستند، ولی از آنجا که این وام‌ها بسیار کوتاه مدت هستند، به هیچ وجه با « حد اعتبار» و « اعتبار در حساب جاری» رقابت نخواهند کرد.

^{۵۳} Unofficial contract

شرکتی که متقاضی وام کوتاه مدت است باید مدارک و اسناد زیر را به بانک تسلیم کند: صورت‌های مالی جدید و قدیم، بودجه‌ی پیش‌بینی وضعیت نقدینگی و صورت‌های مالی تخمینی. مدیر و مسئول اعتبارات بانکی با استفاده از صورت‌های مالی شرکت، میزان ریسک و بازدهی آن را حساب می‌کند. بودجه‌های نقدی و صورت‌های مالی تخمینی نشان می‌دهند که شرکت چه میزان وام را برای چه مدت زمانی نیاز دارد و بانک می‌تواند مشخص کند که شرکت چگونه می‌تواند وام دریافتی را بازپرداخت کند. این گونه اطلاعات مالی، نتایجی که مدیر و مسئول دایره‌ی اعتبارات به دست خواهد آورد و تجزیه و تحلیل‌هایی که او از این بابت می‌کند، به صورت سوابق مشتریان در می‌آید و بانک می‌تواند با استفاده از این اطلاعات تقاضای وی را مورد مطالعه قرار دهد و در نهایت، نسبت به میزان وام و شرایط و زمان بازپرداخت آن تصمیم بگیرد.

۲-۶-۴-۲- شرایط وام

وام‌های مذکور، یعنی «حد اعتبار» و «اعتبار در حساب جاری» و «وام‌های یک ماهه»، ویژگی‌های مشترکی دارند. شرایط خاصی که ویژه‌ی این نوع وام‌های کوتاه مدت است از این قرار است (همان):

- ۱) ارائه نوعی سند (مثل سفته)
- ۲) نرخ بهره
- ۳) حفظ مانده‌های جبرانی
- ۴) پرداخت بهره به مانده‌ی استفاده نشده
- ۵) نحوه‌ی بازپرداخت وام.

۲-۶-۴-۳- نوآوری در تأمین مالی^{۵۴}

نوآوری در کارهای مالی، مانند روند ایمن‌سازی و فرآیندهایی مانند «دستگاه خودپرداز»^{۵۵}، نیروی زندگی بازارهای مالی است. این گونه نوآوری، برای استفاده از فرصت‌های سودمندی که از «نا کارایی‌های عملیاتی»^{۵۶} سرچشمه می‌گیرد، انجام می‌شود. دومین زمینه، رفتن به سوی بازارهای کامل است. این تنها

^{۵۴} Financial innovation

^{۵۵} Automatic Teller Machine(ATM)

^{۵۶} Operational inefficiencies

به معنی فراهم کردن سهام عادی با ویژگی‌هایی که سرمایه‌گذاران خواهان آن می‌باشند، است. بازارهای مالی در یک حالت تعادل پایدار، بسیار کارا و کامل می‌باشند. پس، ابزارهای مالی که باید فراهم گردد و کارآمدی انجام کار که باید به دست آید، پیش‌تر پدید خواهد آمد.

برای آنکه نوآوری مالی پدید آید، باید دگرگونی‌هایی در فضای کار انجام گیرد. برخی از این دگرگونی‌ها چیست؟ این دگرگونی‌ها، دگرگونی در قانون مالیات، پیشرفت‌های فن‌آورانه، دگرگون کردن نرخ بهره و مقدار پول در جریان، دگرگونی در فعالیت‌های اقتصادی^{۵۷} و دگرگونی در مقررات می‌باشد. هنگام دگرگونی در یک یا چند عامل از این عامل‌ها، فرصت‌های سوددهی، فرآورده‌های مالی تازه و فرآیندهایی به وسیله‌ی پدیدآوردندگان مالی، برای گسترش فرصت، پدید می‌آید.

در دهه‌ی گذشته هزاران نوآوری مالی رخ داده است. بیشتر این نوآوری‌ها در پهنه‌ی فرآورده و دربرگیرنده‌ی اوراق بهادار با درآمد ثابت می‌باشد. نوآوری مالی از هزینه‌ی واسطه‌ی مالی می‌کاهد و زمینه‌ی گزینش ابزار مالی را گسترش می‌دهد و هزینه‌های آسیب‌پذیری در برخی زمینه‌ها را کاهش می‌دهد. تا هنگامی که فرآیند اقتصاد و زمینه‌های سیاسی دگرگون شود، نوآوری مالی پیشرفت می‌کند (دستگیر، ۱۳۸۸، ۲۷۳).

۲-۷- هزینه‌های تأمین مالی و ساختار سرمایه

در فرآیند تأمین مالی مطلوب برای سرمایه‌گذاری و تداوم فعالیت، دستیابی به ساختار مالی مناسب ضروری است. حجم سرمایه‌گذاری متأثر از میزان منابع در دسترس است و این منابع به عوامل مختلف از جمله ساختار مالی (سرمایه) بستگی دارد. ساختار مناسب سرمایه را می‌توان در ارتباط با هزینه‌ی ساختار سرمایه (هزینه‌ی تأمین مالی) تجزیه و تحلیل نمود. دقت محاسبه‌ی هزینه‌ی تأمین مالی تا حدودی با ارزش زمانی پول ارتباط دارد. کسب سود آتی حاصل از سرمایه‌گذاری امروز به هزینه‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری بستگی دارد. زیرا هر سرمایه‌گذار توقع دارد حداقل به میزان هزینه‌های مرتبط با وجوه مصرف‌شده در سرمایه‌گذاری بتواند سود کسب نماید.

^{۵۷} Economic activities

در این بخش برای تبیین «ساختار سرمایه‌ی مطلوب»^{۵۸}، ضرورت برآورد هزینه‌ی تأمین مالی مطرح می‌شود. زمینه‌های سرمایه که مرتبط با تأمین مالی بلندمدت هستند از ایجاد بدهی، فروش سهام ممتاز و سهام عادی ناشی می‌شود که این اقلام در ساختار سرمایه طبقه‌بندی می‌شوند. لذا فرایند محاسباتی هزینه‌ی تأمین مالی، جهت تبیین ساختار مالی از مطالب این بخش است که در ادامه به تفصیل بحث خواهد.

۲-۷-۱- هزینه‌ی سرمایه^{۵۹} (تأمین مالی)

هر شرکتی دارای ریسک و بازدهی مخصوص به خود است. هر یک از گروه‌های سرمایه‌گذار، مثلاً دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی، خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که در خور ریسک مربوط به آن باشد. در ادبیات مدیریت مالی هزینه‌ی سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید به دست آورد تا بازدهی مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود (پی. نوو، ۱۳۸۹، ۳۱۷).

هزینه‌ی سرمایه به عنوان هزینه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها تلقی می‌شود. شرکت‌ها با هدف به حداکثر رساندن ثروت سهامداران برای توسعه و تداوم فعالیت به منابع مالی نیاز دارند که دارای هزینه است، بنابراین تأثیر هزینه‌ی تأمین مالی در ساختار مالی آشکار می‌گردد. هزینه‌ی سرمایه (تأمین مالی) از طریق محاسبه‌ی هزینه‌های منابع مختلف تأمین مالی و وزن هر یک از آنها در ساختار سرمایه بدست می‌آید. ضمناً هزینه‌ی هر یک از اجزاء ساختار سرمایه با ارزیابی منابع مربوط تعیین می‌گردد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۸، ۳۵۳).

تا زمانی که شرکت نسبت به انتشار سهام جدید اقدام نکند، هزینه‌ی سرمایه ثابت خواهد ماند که در این صورت (انتشار سهام جدید)، هزینه‌ی سرمایه به دلیل استفاده از منابع تأمین مالی جدید افزایش می‌یابد (جای جی، ۱۳۷۴، ص ۴۲۵).

عوامل متعدد دیگری وجود دارد که شایسته‌ی تفسیر و بررسی بیشتری است:

^{۵۸} Optimal Capital Structure

^{۵۹} Cost of capital

۱- هزینه‌ی سرمایه که نرخ بازده نیز نامیده می‌شود، از دو قسمت تشکیل شده است. یک قسمت «نرخ بازدهی بدون ریسک»^{۶۰} است و قسمت دیگر «صرف ریسک»^{۶۱}. صرف ریسک پوشش دهنده‌ی ریسک تجاری^{۶۲} و ریسک مالی^{۶۳} است که مربوط به سرمایه‌گذاری‌های مختلف می‌باشد. از آنجا که نرخ بدون ریسک برای تمام شرکت‌ها یکسان است لذا اختلاف‌های موجود در هزینه‌ی شرکت‌ها از ریسک‌پذیری آن‌ها سرچشمه می‌گیرد.

۲- از آنجا که هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت، درآمد دارندگان اوراق بهادار است، لذا بیان کننده‌ی نرخ بازدهی دارایی است که ارزش بازار اوراق بهادار منتشره را در حرکت‌های کلی بازار نشان می‌دهد. سرمایه‌گذاران دامنه‌ای وسیع از انتخاب‌های مختلف را در پیش روی دارند که از اوراق بهادار بدون ریسک دولتی تا سهام عادی با کیفیت‌های مختلف را در برمی‌گیرد. لذا، هنگام تشکیل گنجینه یا پرتفولیوی^{۶۴} خود انتظار دارند که صرف ریسک متناسب با کیفیت یک سرمایه‌گذاری معین را دریافت کنند. اگر به نظر رسد که اوراق بهادار مورد نظر چنین بازدهی را با توجه به قیمت جاری‌اش به دست نمی‌آورد، قیمت آن، تا آنجا کاهش خواهد یافت که با بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار برابر شود.

۳- هزینه‌ی سرمایه عبارت از نرخ‌ی است که شرکت را قادر می‌سازد که اوراق بهادار جدیدش را به قیمتی حدود قیمت جاری آن بفروشد، شرکت باید توان استفاده از وجوه جدید را به طریقی داشته باشد که بازدهی کافی برای پوشش نرخ بدون ریسک و صرف ریسک مورد نیاز را به دست آورد (جان جی، ۱۳۷۴، ۴۲۵).

۲-۷-۱-۱- محاسبه اجزای هزینه‌ی سرمایه

در این قسمت اجزای تشکیل دهنده‌ی سرمایه‌ی شرکت به ترتیب زیر بررسی خواهند شد:

۱. هزینه‌ی بدهی^{۶۵}

^{۶۰} Risk – free rate of return

^{۶۱} Risk premium

^{۶۲} Business risk

^{۶۳} Financial risk

^{۶۴} portfolio

^{۶۵} Cost of Debt (K_d)

۲-۷-۱-۱-۲- هزینه‌ی سهام ممتاز^{۷۰} (نرخ سود سهام ممتاز)

سهام ممتاز از جمله اوراق بهاداری است که زمره‌ی دارایی‌های مالی می‌باشد و در گروه سرمایه‌ی شرکت‌ها در ترازنامه طبقه‌بندی می‌شود و به عنوان سند قابل معامله است. «در صورتی که برای بعضی از سهام شرکت با رعایت مقررات این قانون مزایایی قائل شوند، این‌گونه سهام، سهام ممتاز نامیده می‌شود»^{۷۱}

هزینه‌ی سهام ممتاز مشابه هزینه‌ی بدهی بر اساس پرداخت ثابت سالانه محاسبه می‌شود. اما تفاوت آن با هزینه‌ی بدهی این است که سررسید مشخص برای پرداخت اصل آن تعیین نشده است. برآورد نرخ بازدهی سهام ممتاز ساده‌تر از برآورد نرخ بازدهی بدهی است. از تقسیم سود سالانه بر قیمت جاری، نرخ بازدهی سهام ممتاز بدست می‌آید. نرخ بازدهی سهام ممتاز برای این‌گونه سهامداران، همان هزینه‌ی سالانه‌ی شرکت ناشی از انتشار سهام ممتاز است (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۸، ۳۵۶).

وقتی سهام ممتاز جدیدی با «هزینه‌ی انتشار»^{۷۲} منتشر می‌شود، عایدات سهم ممتاز شرکت یعنی نرخ بازدهی سهام ممتاز با توجه به قیمت فروش در بازار سهام و با احتساب هزینه‌ی انتشار برابر است.

هزینه سهام ممتاز به کمک رابطه‌ی زیر محاسبه می‌گردد:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p - F} \times 100 \quad (2-9)$$

K_p = هزینه‌ی سهام ممتاز (نرخ سهام ممتاز)

D_p = سود سالانه‌ی متعلق به سهام ممتاز

P_p = قیمت سهام ممتاز (ارزش سهام ممتاز)

F = هزینه‌ی فروش (هزینه‌ی انتشار)

^{۷۰} Cost of Preferred stock (K_p)

^{۷۱} تبصره ۲ ماده ۲۴ قانون تجارت جمهوری اسلامی ایران

^{۷۲} Flotation Cost

چون سود سهام ممتاز بعد از محاسبه و کسر مالیات شرکت پرداخت می‌شود، پس مالیات گاه نیست و هزینه‌ی آن تعدیل مالیاتی ندارد (مدرس و عبدالله زاده، ۱۳۸۹، ۹۴).

۲-۷-۱-۱-۳- هزینه‌ی سهام عادی^{۷۳} (نرخ سود سهام عادی)

هزینه‌ی سهام عادی عبارت است از حداقل بازدهی که یک شرکت بایستی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای نسبت به افزایش سرمایه‌اش از طریق سهام عادی تحصیل نماید تا ارزش بازار سهام آن شرکت حفظ گردد (آذر بر امان، ۱۳۸۹، ۱۳۲).

برآورد هزینه‌ی سهام عادی در ساختار مالی بیشتر با مجموعه فعالیت‌های شرکت ارتباط دارد. برای محاسبه‌ی هزینه‌ی سهام عادی از رابطه‌ی ساده زیر می‌توان استفاده نمود:

$$\text{هزینه‌ی سهام عادی} = \frac{\text{سود جاری تقسیم شده}}{\text{قیمت بازاری سهام}} \quad (۲-۱۰)$$

برای برآورد دقیق‌تر هزینه‌ی سهام عادی شرکت باید حساسیت قیمت و عملکرد تقاضای جاری و آتی سهامداران را ارزیابی و برآورد نمود. در این رابطه می‌توان جهت محاسبه‌ی هزینه‌ی سهام عادی از دو «مدل ارزیابی سود نقدی»^{۷۴} و «مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای»^{۷۵} استفاده کرد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۸، ۳۵۹-۳۵۷).

۲-۷-۱-۱-۳-۱- مدل ارزیابی سود نقدی

در این روش هزینه‌ی سهام عادی بر مبنای یک نرخ بازدهی مورد انتظار و بر حسب سودهای آتی سهام محاسبه می‌گردد. بنابراین در این روش هزینه‌ی سهام عادی عبارت است از نرخ تنزیلی که ارزش فعلی

^{۷۳} Cost of equity capital (K_e)

^{۷۴} Dividend valuation model (DVM)

^{۷۵} Capital asset pricing model (CAPM)

تمامی سودهای مورد انتظار هر سهم را برابر با قیمت جاری بازار (خالص قیمت فروش) یک سهم می‌نماید. در این روش هزینه‌ی سهام عادی از رابطه‌ی زیر محاسبه می‌گردد:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \quad (2-11)$$

P_0 = قیمت روز سهام عادی

D_0 = سود تقسیم شده در دوره گذشته (سود مورد انتظار)

K_e = نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران عادی

g = نرخ رشد نقدی

با جایابی که در فرمول فوق ایجاد می‌شود می‌توان، نرخ بازدهی مورد انتظار (K_e) یا به عبارتی هزینه‌ی سهام عادی را به شرح زیر محاسبه کرد:

$$K_e = \left(\frac{D_1}{P_0} \times 100 \right) + g \quad (2-12)$$

نرخ بازدهی مورد انتظار (K_e) برابر است با سود تقسیم شده دوره قبل (D_0) تقسیم بر قیمت روز سهام (P_0) به اضافه‌ی نرخ رشد ثابت برای تقسیم سود (g). هرچند نرخ رشد بر پایه‌ی سود تقسیم شده محاسبه می‌گردد، ولی به نظر می‌رسد که سود اعلام شده و قیمت سهام در بلندمدت بر آن تأثیر دارد.

به عنوان مثال: سود مورد انتظار سال آتی هر سهم از سهام شرکت ارج ۲۰۰۰ ریال است و انتظار می‌رود رشدی معادل ۷ درصد داشته باشد. با فرض اینکه قیمت هر سهم شرکت ارج ۴۰۰۰۰ ریال باشد، می‌توان گفت که نرخ بازدهی مورد انتظار برابر با ۱۲ درصد است یعنی:

$$K_e = \left(\frac{D_1}{P_0} \times 100 \right) + g \implies K_e = \left(\frac{2000}{40000} \times 100 \right) + 7\% \implies K_e = 12\%$$

نرخ بازدهی مورد انتظار ۱۲ درصد بدین معنی است که سهامداران علاوه بر دریافت ۵ درصد (D_1) تقسیم بر (P) بازدهی سود ناشی از سهام، ۷ درصد نیز از رشد ناشی از سرمایه‌گذاری را انتظار دارند که جمعاً نرخ بازده ۱۲ درصد خواهد بود.

۲-۷-۱-۱-۳-۲- مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای رفتار قیمت‌های اوراق بهادار را شرح می‌دهد و مکانیزمی را فراهم می‌سازد که به وسیله‌ی آن سرمایه‌گذاران تأثیر بازده و ریسک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار را در مجموعه‌ی سرمایه‌گذاریشان ارزیابی می‌نمایند.

بر اساس روش CAPM نرخ بازدهی مورد انتظار برای سهام عادی یا سایر سرمایه‌گذاری‌ها بر پایه‌ی رابطه‌ی زیر محاسبه می‌گردد:

$$K_j = R_f + \beta(K_m - R_f) \quad (۱۳-۲)$$

K_j = بازدهی مورد انتظار سهام عادی

R_f = نرخ بازدهی بدون ریسک (معمولاً نرخ بازدهی اوراق خزانه است)

β = ضریب حساسیت (بتا)^{۷۶}

K_m = بازدهی بازار به عنوان معیار اندازه‌گیری از طریق شاخص مناسب

به عنوان مثال: زمانی که نرخ بازدهی بدون ریسک ۵/۵ درصد، بازدهی بازار ۱۲ درصد و ضریب بتا ۱ باشد، آنگاه نرخ بازدهی مورد انتظار سهام عادی ۱۲ درصد است یعنی:

$$K_j = R_f + \beta(K_m - R_f) \implies K_j = \%5/5 + 1 (\%12 - \%5/5) \implies K_j = \%12$$

در محاسبات فوق، فرض بر این است که K_j یعنی نرخ بازدهی مورد انتظار بر اساس مدل CAPM با K_e یعنی نرخ بازده مورد انتظار بر اساس مدل ارزیابی سود نقدی (DVM) برابر است. بنابراین نتایج در دو مدل یکسان خواهد بود.

^{۷۶} Beta

۲-۷-۱-۱-۴- هزینه‌ی سود انباشته^{۷۷}

تأمین منابع مالی از محل سود انباشته روشی رایج است.

سود انباشته حاصل جمع سود جاری و سنواتی پس از کسر سود توزیع شده است. سود انباشته‌ی حقوق صاحبان سهام، سودی تلقی می‌شود که سهامداران برای سرمایه‌گذاری مجدد، آن را مورد توجه قرار می‌دهند.

افزایش سرمایه از طریق سود انباشته، دارای هزینه‌ی فرصت است. زیرا سهامداران در قبال عدم دریافت سود نقدی و انباشته شدن سود، متحمل هزینه‌ی فرصت می‌گردند. با دریافت سود نقدی امکان خرید سهام جدید، اوراق بهادار دیگر و یا هر نوع سرمایه‌گذاری فراهم می‌گردد.

بنابراین، ضرورت دارد هزینه‌ی سود انباشته (K_S) محاسبه گردد. با توجه به اینکه انتظار سرمایه‌گذاران از یک شرکت تا حدی تابع «حقوق صاحبان سهام»^{۷۸} آنان است و هرچه میزان حقوق صاحبان سهام (سود انباشته) بیشتر باشد، سود مورد انتظار سرمایه‌گذاران بیشتر و هرچه کمتر باشد، انتظار سرمایه‌گذاران از سود کمتر خواهد بود، پس هزینه‌ی سود انباشته در واقع همان هزینه‌ی سهام عادی است (آذر بر امان، ۱۳۸۹، ۱۳۴). با توجه به وجود و شناسایی هزینه‌ی فرصت، هزینه‌ی افزایش سرمایه ناشی از سود انباشته، با نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران برابر خواهد بود که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$K_S = K_e = \left(\frac{D_0}{P_0} \times 100\right) + g \quad (2-14)$$

K_S = هزینه‌ی افزایش سرمایه ناشی از سود انباشته

K_e = هزینه‌ی افزایش سرمایه ناشی از سهام عادی

D_0 = سود تقسیم شده (سود نقدی)

P_0 = قیمت روز سهام

^{۷۷} Cost of retained earnings (K_S)

^{۷۸} Stock holder's equity

$g =$ نرخ رشد ثابت سود نقدی

بنابراین K_e ، نه تنها نرخ بازدهی مورد توقع سهام عادی را بر پایه‌ی تعاریف قبلی ارائه می‌دهد، بلکه هزینه‌ی افزایش سرمایه از محل سود انباشته را نیز تدارک می‌بیند.

۲-۱-۷-۲- محاسبه هزینه‌ی سرمایه در کل^{۷۹} (متوسط هزینه‌ی سرمایه)

متوسط هزینه‌ی سرمایه یا هزینه‌ی سرمایه در کل، عبارت از میانگین موزون هزینه‌ی اجزای سرمایه است که در آن، وزن یا ضریب مورد استفاده، نسبت هر یک از اقلام سرمایه‌ی مورد استفاده می‌باشد.

اگر (K_o) مبین هزینه‌ی سرمایه‌ی در کل باشد:

$$K_o = \sum \begin{array}{l} \text{درصد مشارکت هر یک از اجزای} \\ \text{سرمایه در کل ساختار سرمایه} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{هزینه‌ی سرمایه‌ی هر یک} \\ \text{از اجزای سرمایه} \end{array}$$
$$= w_d \times k_d + w_p \times k_p + w_e \times k_e + w_s \times k_s \quad K_o \quad (2-15)$$

که در آن:

$w_d =$ درصد مشارکت بدهی در کل سرمایه

$w_p =$ درصد مشارکت سهام ممتاز در کل سرمایه

$w_e =$ درصد مشارکت سهام عادی در کل سرمایه

$w_s =$ درصد مشارکت سود انباشته در کل سرمایه

۲-۱-۷-۲-۱- انواع ضرایب مورد استفاده در محاسبه‌ی متوسط هزینه‌ی سرمایه

انواع ضرایب مورد استفاده در محاسبه‌ی متوسط هزینه‌ی سرمایه عبارتند از:

۱- ضرایب تاریخی^{۸۰}:

^{۷۹} Overall cost of capital

الف: ضرایب ارزش دفتری

ب: ضرایب ارزش بازار

۲- ضرایب نهایی^{۸۱}

۲-۷-۱-۲-۱-۱-۱- ضرایب تاریخی

اساس استفاده از ضرایب تاریخی بر این فرض استوار است که ساختار سرمایه‌ی فعلی شرکت، بهینه است و باید در آینده نیز حفظ شود. ضرایب تاریخی را می‌توان به دو طبقه‌ی ضرایب ارزش دفتری و ضرایب ارزش بازار تقسیم کرد:

- **ضرایب ارزش دفتری^{۸۲}**: کاربرد ضرایب ارزش دفتری در محاسبه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت مبتنی بر این فرض است که هرگونه تأمین مالی جدید متناسب با ساختار فعلی سرمایه صورت می‌گیرد. ضرایب ارزش دفتری از تقسیم ارزش دفتری هر یک از اجزای تشکیل دهنده‌ی سرمایه بر مجموع ارزش دفتری تمامی منابع بلندمدت بدست می‌آید.
- **ضرایب ارزش بازار^{۸۳}**: ضرایب ارزش بازار از تقسیم ارزش بازار هر منبع بر مجموع ارزش بازار تمامی منابع بدست می‌آید.

۲-۷-۱-۲-۱-۲- ضرایب نهایی^{۸۴}

در استفاده از این روش، درصد مشارکت هر یک از منابع مالی در مجموع تأمین مالی جدید، به عنوان ضریب آن منبع مورد استفاده قرار می‌گیرد. در استفاده از ضرایب «مورد نظر»، شرکت در واقع به چیزی توجه می‌کند که به اعتقاد وی ساختار بهینه‌ی سرمایه یا درصد هدف می‌باشد اما در استفاده از ضرایب

^{۸۰} Historical weights

^{۸۱} Marginal weights

^{۸۲} Clerical value weight

^{۸۳} Market value weight

^{۸۴} Marginal weights

نهایی، شرکت مقادیر پولی واقعی هر یک از منابع تأمین مالی که برای یک پروژه‌ی سرمایه‌گذاری قابل تأمین است را مدنظر قرار می‌دهد(مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹، ۱۰۰).

۲-۸- عدم اطمینان مالی در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

در اتخاذ هر تصمیم سرمایه‌گذاری، مقداری عدم قطعیت در مورد نتیجه آن وجود دارد. "عدم قطعیت" به این معناست که دقیقاً نمی‌دانیم در آینده چه اتفاقی خواهد افتاد. تقریباً در تمام اقدامات یک مدیر مالی با عدم قطعیت مواجه می‌باشد زیرا هیچ‌کس دقیقاً نمی‌داند که چه تغییرات احتمالی در مواردی چون قوانین مالیات، تقاضای مشتریان، شرایط اقتصادی یا نرخ سود اتفاق خواهد افتاد (ماریا و دیگران، ۲۰۰۷).

اگرچه لغات "ریسک" و "عدم اطمینان مالی" در اکثر موارد برای اشاره به مفهوم یکسانی به کار می‌روند اما با یکدیگر تفاوت دارند. عدم اطمینان به معنای ندانستن اتفاقات احتمالی است. "ریسک" چگونگی تعیین مقدار عدم قطعیت موجود است. هرچه عدم قطعیت بیشتر باشد، ریسک هم بیشتر است. ریسک در واقع درجه عدم قطعیت است.

در اتخاذ تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری با انواع ریسک مواجه هستیم(رایلی و براون، ۲۰۰۳):

- ریسک نقدینگی
- ریسک تجاری
- ریسک فروش
- ریسک عملیاتی
- ریسک مالی
- ریسک ناتوانی در پرداخت
- ریسک سرمایه‌گذاری مجدد
- ریسک نرخ سود
- ریسک قدرت خرید
- ریسک انواع پول (ارز)

۲-۸-۱- ریسک نقدینگی

”ریسک نقدینگی“ به ریسکی گفته می‌شود که نقدینگی یک سرمایه‌گذاری نتواند طبق انتظارات محقق شود. این اتفاق ممکنست در حوزه زمان‌بندی، مقدار یا هر دو روی داده و البته با ریسک تجاری سرمایه‌گذاری ارتباط دارد (آذر براهمان، ۱۳۸۹).

۲-۸-۲- ریسک تجاری

”ریسک تجاری“ به خطر مرتبط با نقدینگی‌های عملیاتی اطلاق می‌شود. قطعی نبودن نقدینگی عملیاتی نیز به دلیل آنست که هیچ‌یک از مؤلفه‌های تشکیل دهنده آن یعنی درآمدها و هزینه‌ها، قطعی نیستند: درآمدها: بسته به شرایط اقتصادی و اقدامات رقبا، قیمت با تعداد فروش (هر دو) ممکنست با انتظارات قبلی تفاوت داشته باشد. این وضعیت را ”ریسک فروش“ می‌نامند.

۲-۸-۳- ریسک عملیاتی

ریسک ناشی از ترکیب هزینه‌های ثابت و متغیر را ”ریسک عملیاتی“ می‌گویند. هرچه نسبت هزینه‌های عملیاتی ثابت به هزینه‌های عملیاتی متغیر بیشتر باشد، ریسک عملیاتی هم بیشتر است.

کشش معیاری از حساسیت تغییرات یک عنصر به تغییرات عنصر دیگر است. میزان حساسیت نقدینگی عملیاتی یک شرکت به تغییرات تقاضا را می‌توان بر حسب تعداد کالای فروش رفته مشاهده نمود. در اینجا کشش نقدینگی عملیاتی را محاسبه خواهیم کرد که به آن ”درجه اهرم عملیاتی“ (DOL) می‌گویند.

درجه اهرم عملیاتی در واقع نسبت درصد تغییر نقدینگی عملیاتی به درصد تغییر تعداد واحدهای فروخته شده است.

ریسک فروش و ریسک عملیاتی روی ریسک نقدینگی عملیاتی شرکت تأثیر می‌گذارند. بخش عمده‌ای از ریسک فروش و ریسک عملیاتی مربوط به نوع فعالیت تجاری شرکت است. اما مدیریت، فرصت بیشتری برای مدیریت و کنترل ریسک عملیاتی نسبت به ریسک فروش دارد (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹).

۲-۸-۴- ریسک مالی

”ریسک مالی“ به ریسک مرتبط با تأمین منابع مالی برای فعالیت‌های شرکت گفته می‌شود. اگر منابع مالی یک شرکت از بدهی تأمین شود، از نظر قانونی ملزم به تصفیه آن‌ها در سررسید مربوطه خواهد بود. وجود چنین الزاماتی موجب افزایش ریسک مالی شرکت می‌شود. اگر یک شرکت منابع مالی خود را از آورده شرکا به وسیله عملیات تجاری یا صدور سهام جدید تأمین کند، تعهدات الزام‌آور انجام نداده است (رایلی و براون، ۲۰۰۳).

هرچه تعهدات هزینه‌ای (یعنی بدهی) بیشتر باشد، ریسک مالی شرکت بیشتر است. این ریسک را می‌توانیم به روش مشابه ریسک عملیاتی محاسبه کنیم. برای این کار باید حساسیت نقدینگی موجود برای مالکان را نسبت به تغییر نقدینگی عملیاتی تعیین کنیم. این حساسیت را ”درجه اهرم مالی“ (DFL) می‌گویند.

۲-۸-۵- ریسک ناتوانی در پرداخت

وقتی روی اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کنید انتظار دارید که به شما سود پرداخت شود (معمولاً هر شش ماه) و اصل مبلغ هم در تاریخ سررسید به شما مسترد گردد. البته هرچه یک شرکت در بدهی بیشتر غرق شود، احتمال آنکه شرکت نتواند تعهدات خود را به سهامداران برآورده کند. ریسک نقدینگی یک سند بدهی را ”ریسک ناتوانی در پرداخت“ یا ”ریسک اعتباری“ می‌نامند (آذر براهمان، ۱۳۸۹).

ریسک ناتوانی در پرداخت مربوط به یک سند بدهی وابسته به تعهدات آن بدهی است و ناتوانی ممکنست به دلایل زیر باشد:

- ناتوانی در پرداخت سود تعهد شده در زمان معین (یا طی یک دوره زمانی مشخص)
- ناتوانی برای انجام پرداخت اصل مبلغ
- ناتوانی برای انجام پرداخت اصل وجوه استهلاکی (مبالغی که برای تأمین الزامات، کنار گذاشته می‌شود)
- ناتوانی در تأمین هر یک از سایر شرایط وام
- ورشکستگی

ریسک ناتوانی در پرداخت تحت تأثیر ریسک تجاری-شامل ریسک فروش و ریسک عملیاتی و ریسک مالی است. باید اثرات تصمیم‌ها عملیاتی و مالی روی ریسک ناتوانی در پرداخت اوراق منتشره شرکت را نیز در نظر گرفت زیرا روی هزینه تأمین منابع مالی شرکت مؤثر است (آذر براهمان، ۱۳۸۹).

۲-۸-۶- ریسک نرخ سرمایه‌گذاری مجدد

نوع دیگری از ریسک مربوط به عدم قطعیت سرمایه‌گذاری مجدد است که آن را ریسک نرخ سرمایه‌گذاری مجدد می‌نامند.

فرض کنیم شما یک سند خزانه بانک آمریکا می‌خرید که سررسید آن پنج سال است. ریسک ناتوانی در پرداخت وجود ندارد زیرا دولت آمریکا به سادگی با چاپ اسکناس بیشتر می‌تواند سود و اصل پول را پس بدهد. آیا منظورمان این است که در مالکیت یک سند خزانه واقعاً هیچ ریسکی وجود ندارد؟ خیر. شما با سود دریافتی طی دوره و اصل مبلغ پس از سررسید شدن چکار می‌خواهید بکنید. می‌توانید آن را خرج کرده یا سرمایه‌گذاری دیگری-روی یک سند خزانه یا غیره- انجام دهید. اگر بهره در حال نزول باشد، بازده سرمایه‌گذاری مجدد کمتر خواهد بود. وقتی سررسید سند خزانه فرا می‌رسد شما با ریسک سرمایه‌گذاری مجدد رو برو هستید (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹).

۲-۸-۷- ریسک نرخ سود

”ریسک نرخ سود“ حساسیت تغییر در ارزش یک دارایی به تغییرات در نرخ سود بازار را نشان می‌دهد. ارزش هر سرمایه‌گذاری به نرخ تنزیل نقدینگی‌های مرتبط با آن به زمان حال بستگی دارد. اگر نرخ تنزیل تغییر کند، ارزش سرمایه‌گذاری نیز تغییر می‌کند (ماریا و دیگران، ۲۰۰۷).

۲-۸-۸- ریسک قدرت خرید

”ریسک قدرت خرید“ مربوط به افزایش غیر منتظره سطح قیمت‌هاست. اگر شرکتی با یکی از تأمین کنندگان مواد خام شما قرارداد بلند مدتی بسته و سطح قیمت افزایش یابد، این تغییر قیمت به نفع شرکت و به ضرر تأمین کننده خواهد بود- شرکت پول ارزان‌تری به تأمین کننده می‌پردازد. اگر یک شرکت با انتشار اوراق قرضه بلند مدت، استقراض کند و نرخ کوپن و سطح قیمت افزایش یابد، شرکت از این

افزایش قیمت سود برده و بستانکارانش متضرر می‌شوند زیرا سود و اصل مبلغ با پول ارزان‌تری پرداخت می‌شوند (رایلی و براون، ۲۰۰۳).

۲-۸-۹- ریسک انواع پول (ارز)

هنگام ارزیابی جذابیت یک سرمایه‌گذاری، نقدینگی آتی را بر اساس سرمایه‌گذاری تخمین می‌زنند تا مشخص شود که آیا ارزش امروزی بر هزینه سرمایه‌گذاری تفوق دارد یا خیر. اگر سرمایه‌گذاری مورد نظر، نقدینگی را به واحد پول دیگری تولید می‌کند، این خطر وجود دارد که ارزش آن پول نسبت به ارزش پول کشور خودمان تغییر کند خطر تغییر ارزش انواع پول را "ریسک انواع پول" نامیده می‌شود (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۹).

ریسک انواع پول مربوط به خطری است که "ارزش نسبی" ارزهای خارجی به پول کشور معینی، تغییر کرده و لذا ارزش نقدینگی‌های آتی نیز تغییر کند. مدیران مالی باید ریسک انواع پول را در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری که با ارزهای خارجی سروکار دارد در نظر بگیرند و مطمئن شوند که بازده این سرمایه‌گذاری‌ها جبران خطر تغییر ارزش ارزها را خواهد کرد (ماریا و دیگران، ۲۰۰۷).

۲-۹- پیشینه‌ی تحقیق

۲-۹-۱- تحقیقات خارجی

۱- اوتامی و همکارش در سال ۲۰۱۲ با موضوع ساختار سرمایه و ریسک سیستماتیک در میان شرکت‌های تولیدی اندونزی مطالعه‌ای انجام دادند که در این مطالعه به این سوال پاسخ داده می‌شود که از میان شرکت‌های تولیدی در اندونزی، کدام یک از شرکت‌ها بیشتر از تئوری سلسله مراتبی پیروی می‌کنند و چرا؟ در این تحقیق شرکت‌ها را در دو دسته شرکت‌های در حال رشد و شرکت‌های بلوغ یافته دسته بندی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که تئوری سلسله مراتبی، الگوهای مالی شرکت‌های در حال رشد را بهتر از شرکت‌های بلوغ یافته شرح می‌دهد. نتایج همچنین نشان دادند شرکت‌های بلوغ یافته تمایل دارند مشکلات مربوط به تأمین مالی‌شان را از طریق حقوق صاحبان سهام (عرضه عمومی سهام) حل نمایند؛ در حالی که شرکت‌های در حال رشد این مشکل را با بدهی (وام‌های بانکی) برطرف می‌نمایند.

۲- در مقاله‌ای با عنوان عدم اطمینان مالی و چرخه حیات سازمانی که توسط بولان و یان در سال ۲۰۰۹ نوشته شده است، به بررسی محاسبات مرکزی تئوری سلسله مراتبی تأمین مالی در میان شرکت‌هایی که در دو دوره متمایز از دوره‌های چرخه حیات سازمانی به سر می‌برند می‌پردازد. شرکت‌هایی که در دوره رشد حیات سازمانی می‌باشند و شرکت‌هایی که در دوره بلوغ می‌باشند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در میان مراحل چرخه حیات سازمانی، جایی که سطوح ظرفیت بدهی و نیازهای تأمین مالی خارجی همگن‌تر می‌باشند، و پس از کنترل‌های کافی در مورد محدودیت ظرفیت بدهی، شرکت‌های با گزینش نامناسب هزینه‌ها، بیشتر از تئوری سلسله مراتبی پیروی می‌کنند و با این نظریه سازگارترند (بولان، ۲۰۰۹).

۳- مولایز در سال ۲۰۰۷ با موضوع تجارت و نظریه سلسله مراتبی بدهی به بررسی عدم اطمینان مالی و ساختار سرمایه با توجه به نظریه سلسله مراتبی می‌پردازد؛ و با جمع آوری اسناد و مدارک مربوط به این نظریه به انجام تحقیق می‌پردازد. وی بیان می‌کند که برای درک شواهد مربوط به این تئوری، لازم است تفاوت‌های میان شرکت‌های خصوصی کوچک، شرکت‌های دولتی، و شرکت‌های بزرگ دولتی به رسمیت شناخته شود. طبق نتایج و بررسی‌های تحقیق به نظر می‌رسد شرکت‌های خصوصی، جهت تأمین مالی به شدت از سود انباشته و وام‌های سنگین بانکی استفاده می‌کنند. شرکت‌های کوچک عمومی نیز جهت تأمین مالی از حقوق صاحبان سهام استفاده می‌کنند. شرکت‌های بزرگ دولتی همچنین در مراحل اول تأمین مالی، از سود انباشته و اوراق قرضه استفاده می‌کنند. محقق در این مطالعه بیان می‌کند که شواهد و مدارک موجود را می‌توان به طرق مختلف تفسیر و بررسی نمود. ریسک سیستماتیک و عدم اطمینان مالی، نقش مهمی در انتخاب نوع بدهی‌های یک شرکت ایفا می‌کنند. علاوه بر این عوامل اثر گذار مهم دیگری نیز در تعیین نوع بدهی نقش ایفا می‌کنند. در این مطالعه بیان می‌شود که در حال حاضر هیچ مدلی که قادر باشد حسابداری تمام حقایق و وقایع را به طور هم‌زمان مشخص کند در دسترس نمی‌باشد (مولایز، ۲۰۰۷).

۴- داسکالاکیس و سیلاکی (۲۰۰۵) در مطالعه‌ی خود به بررسی عوامل تعیین کننده‌ی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های کوچک و متوسط در کشورهای یونان و فرانسه پرداختند. مطالعه بر روی ۱۲۵۲ شرکت یونانی و ۲۰۰۶ شرکت فرانسوی طی یک دوره‌ی زمانی ۶ ساله از ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۲ انجام شد. نتایج تحقیق نشان داد ساختار دارایی‌ها و سودآوری با نسبت‌های بدهی در هر دو کشور رابطه‌ی منفی دارد و در مورد اندازه‌ی شرکت و فرصت‌های رشد با ساختار سرمایه رابطه‌ی مثبت گزارش شده است.

۵- سوکوروب (۲۰۰۵) به بررسی چگونگی تأثیر ریسک‌های سیستماتیک شرکت‌های کوچک بر ساختار سرمایه‌ی آنان در اسپانیا پرداخت. ایشان با استفاده از داده‌های ۶۴۸۲ شرکت در ۸ طبقه‌ی صنعت طی دوره‌ی زمانی ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۸ مطالعه‌ی با هدف بررسی چگونگی تأثیر ریسک سیستماتیک شرکت‌های کوچک بر ساختار سرمایه‌ی آنان انجام داد. نتایج تحقیق نشان داد که عدم اطمینان مالی این شرکت‌ها با ساختار سرمایه‌ی رابطه‌ی منفی دارد و این در حالی است که اندازه، فرصت‌های رشد و ساختار دارایی‌ها در این شرکت‌ها رابطه‌ی مثبت موثری بر ساختار سرمایه دارند.

۶- آنتونیو و دیگران^{۸۵} در تحقیقی با عنوان "عوامل تعیین کننده‌ی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها" ۲۰۰۲، تأثیر نسبت‌های اهرمی را بر ساختار سرمایه بررسی کردند و به این نتایج دست یافتند که شرکت‌ها عوامل موثر بر ساختار سرمایه را به گونه‌ی تنظیم می‌کنند که به ساختار سرمایه بهینه دست یابند.

۷- تحقیق دیگری توسط ماتیوس و بالا^{۸۶} در زمینه انتخاب ساختار سرمایه‌ی بهینه در سال ۲۰۰۲ انجام شد. آن‌ها از روش رگرسیونی داده‌های مختلط برای ۵۵ شرکت از سال ۱۹۹۵ الی ۱۹۹۹ استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که بازدهی شرکت با اهرم مالی، رابطه‌ی مستقیم دارد.

۸- میشایل و همکاران (۱۹۹۹) در تحقیق خود نشان دادند که ریسک سیستماتیک بر روی ساختار سرمایه و رویه‌های تأمین مالی شرکت‌های انگلیسی تأثیری دارد. بررسی انجام شده در مورد رشد و فرصت‌های رشد آتی نیز نشان دهنده‌ی ارتباط مثبت معناداری با ساختار سرمایه است. همچنین، نتایج تحقیق به وجود رابطه‌ی قوی بین ساختار سرمایه و ساختار دارایی‌ها اشاره می‌کند و نشان می‌دهد که اجزای دارایی ثابت و سطوح موجودی بالا با سطوح بدهی بالا رابطه مثبت دارد.

۲-۹-۲- تحقیقات داخلی

در مطالعات داخلی، تحقیقی که در آن دوره‌های حیات سازمانی مد نظر باشد یافت نشد ولی مطالعات زیادی در حوزه ساختار سرمایه انجام شده است.

حائری و همکاران در سال ۱۳۹۱، مطالعه‌ای با موضوع مبانی نظری روش‌های تأمین مالی، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه انجام داده‌اند. در این مقاله به بررسی روش‌های تأمین مالی، هزینه سرمایه و تئوری‌های

^{۸۵} Antoniou & others

^{۸۶} Mateus & Balla

مرتبط به آن پرداخته می‌شود. همچنین اهمیت رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت از دیدگاه مدیریت بیان می‌گردد، زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر ارزش کل شرکت تاثیر گذاشت و با در نظر گرفتن مفروضات خاص و با مشخص کردن نحوه استنباط یا پنداشت سرمایه گذاران و واکنش آنان نسبت به درجه تغییرات ریسک مالی، می‌توان ساختار مطلوب سرمایه شرکت را تعیین نمود؛ ولی به طور کلی نمی‌توان تضاد منافع دارندگان اوراق قرضه و سهام عادی شرکت را به طور کامل حل کرد (عزیزی، محمدعلی، ۱۳۹۱).

۲. موسوی و کشاورز مطالعه‌ای با موضوع بررسی رابطه عوامل ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۰ انجام داد. در این تحقیق به این سوال که چگونه شرکت‌ها استراتژی‌های تأمین مالی را هنگامی که موضوع، طبقات ریسک سیستماتیک است تغییر می‌دهند، پاسخ داده می‌شود. بدین منظور داده‌های مورد نیاز این پژوهش از ۹۹ شرکت فعال از میان تمامی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۷۶-۱۳۷۸ با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و تدبیر پردازی جمع آوری گردیده است. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیات، ضریب رگرسیون می‌باشد. در این تحقیق شرکت‌ها بر اساس متوسط تغییرات ریسک سیستماتیک به سه طبقه بالا، متوسط و پایین تقسیم شده و عوامل ساختار سرمایه موثر بر تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلند مدت و کوتاه مدت بر اساس سه تئوری توازی ایستا، ترتیب هرمی و جریان نقد آزاد انتخاب شده‌اند. نتایج این تحقیق نشان داد شرکت‌های با ریسک متوسط و پایین به نوبت از بدهی‌های کوتاه مدت و بلند مدت بیشتر استفاده می‌کنند. از این رو شرکت‌های با ریسک بالا تمایلی به بالا بردن تأمین مالی از طریق سهام عادی ندارند (کشاورز، ۱۳۹۰).

۳. اسلامی بیدگلی و جعفرجولا در سال ۱۳۸۸ تحقیقی با عنوان بررسی رابطه ساختار سرمایه با ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با هدف بررسی این سوال که آیا تغییرات اهرم مالی که ناشی از تغییر مالی از طریق بدهی می‌باشد، بر روی ریسک سیستماتیک اثر می‌گذارد یا خیر، انجام داد. شاخص‌های استفاده شده به عنوان اهرم مالی، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت درصد تغییرات سود هر سهم به درصد تغییرات سود عملیاتی و نسبت سود عملیاتی به سود قبل از کسر مالیات است که رابطه هر کدام به طور مجزا با ریسک سیستماتیک

بررسی شدند و نتایج بدست آمده حاکی از تایید وجود رابطه مثبت بین نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام با ریسک سیستماتیک و رد فرضیه‌های فرعی مربوط به رابطه نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت درصد تغییرات سود هر سهم به درصد تغییرات سود عملیاتی و نسبت سود عملیاتی به سود قبل از کسر مالیات با ریسک سیستماتیک است. روش انجام این تحقیق از نوع تحلیل همبستگی می‌باشد. ضمناً اعضای نمونه عبارتند از تعداد ۵۳ شرکت از صنایع مختلف که سهامشان بیشتر از ۱۲۰ روز در سال معامله شده بودند؛ که داده‌های این شرکت‌ها از سال ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶ از نرم افزار ره آورد نوین و تدبیر پردازان استخراج گردیده است (جولای، ۱۳۸۹).

۴. ایزدی‌نیا و دست جر دی تحقیقی تحت عنوان "تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازدهی سهام و درآمد هر سهم" در سال ۱۳۸۸، انجام دادند. روش تحقیق توصیفی-پس رویدادی و روش آزمون فرضیات از روش همبستگی و رگرسیون چند متغیره می‌باشد. در این تحقیق نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر مستقل و نرخ بازدهی سهام و درآمد هر سهم به عنوان متغیرهای وابسته می‌باشد. نتایج تحقیق نشان داد که یک رابطه مستقیم بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (متغیر مستقل) با نرخ بازدهی سهام و درآمد هر سهم (متغیرهای وابسته) وجود دارد.

۵. حسن قالیباف اصل (۱۳۷۲) در پایان نامه‌ای با عنوان "بررسی ساختار سرمایه بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تعداد ۲۶ شرکت را در فاصله زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۶۸ بررسی کرده است. در این تحقیق که تغییرات بازده سهام عادی شرکت‌های اهرمی و شرکت‌های غیر اهرمی نسبت به پرتفوی بازار و با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به منظور محاسبه ریسک سیستماتیک انجام گرفته، نشان می‌دهد که میانگین بتاهای شرکت‌های غیر اهرمی کوچک‌تر از میانگین بتاهای شرکت‌های اهرمی می‌باشد یعنی با استفاده بیشتر از اهرم ریسک سیستماتیک سهام شرکت در بازار بالاتر می‌رود. همچنین آزمون‌های انجام شده به این نتیجه نایل گردیده‌اند که پراکندگی بتاهای شرکت‌های غیر اهرمی در داخل صنعت، کوچک‌تر از پراکندگی بتاهای شرکت‌های اهرمی در داخل صنعت می‌باشد. بنابراین با توجه به آزمون‌های انجام شده اعتبار تئوری میلر و مودیلیانی در بازار بورس تهران به اثبات رسیده است.

فصل سوم

متدلوژی تحقیق

۳-۱- مقدمه

هدف از پژوهش علمی شناسایی پدیده‌ها، مشخص نمودن روابط بین پدیده‌هاست و به دنبال آن در پی دستیابی به قواعد و قوانینی است که به وسیله‌ی آن بتوان تغییرات این پدیده‌ها را پیش‌بینی نمود. پژوهش علمی امری است نظام‌دار، منطقی، تجربی، تکرارپذیر و انتقال‌پذیر که از طریق ساختار علمی، داده‌ها را خلاصه نموده و به وسیله‌ی شیوه‌های تحلیل، توانایی شناسایی روابط کلی را افزایش می‌دهد. این پژوهش با نوعی مسأله یا مشکل آغاز می‌شود که با استفاده از روش علمی به دنبال یافتن جواب آن هستیم (سرمد، ۱۳۸۳).

در این فصل، ابتدا در مورد روش پژوهش و نوع آن و این که پژوهش حاضر در زمره‌ی کدام نوع قرار می‌گیرد، مطالبی بیان خواهد شد. پس از آن جامعه‌ی آماری، حجم نمونه و روش نمونه‌گیری مورد بررسی قرار می‌گیرد. در مرحله‌ی بعد سؤال اصلی پژوهش و هر یک از فرضیه‌ها که در فصل اول نیز به آن اشاره شد، مطرح می‌گردد. متغیرهای مستقل، وابسته و تعدیل‌کننده تحقیق که در فصل اول به طور کامل تعریف شده‌اند، در این فصل به تفکیک و همراه با معیارهای اندازه‌گیری آن‌ها ارایه می‌گردند و در نهایت نیز در مهم‌ترین بخش در این قسمت، روش آماری مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده‌ها در قالب یافته‌های توصیفی و استنباطی توضیح داده می‌شود.

۳-۲- روش و نوع پژوهش

بر اساس هدف پژوهش‌های علمی را می‌توان به سه گروه بنیادی، کاربردی و علمی تقسیم کرد. این پژوهش از نظر طبقه‌بندی به لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی^{۸۷} است و از نظر روش، شبه آزمایشی و از نوع پس‌روی دادی می‌باشد. این نوع پژوهش‌ها بیشتر بر مؤثرترین اقدام تأکید دارند و علت‌ها را کمتر مورد توجه قرار می‌دهند.

۸۷. Applied Research

پژوهش‌های کاربردی، با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که از طریق پژوهش‌های بنیادی فراهم شده برای رفع نیازمندی‌های بشر و بهبود و بهینه‌سازی ابزارها، روش‌ها، اشیاء و الگوها در جهت توسعه‌ی رفاه و آسایش و ارتقای سطح زندگی انسان مورد استفاده قرار می‌گیرند (حافظ نیا، ۱۳۸۲). همچنین از نظر طبقه‌بندی پژوهش بر حسب روش و نحوه‌ی گردآوری داده‌ها، این پژوهش توصیفی-همبستگی است و از روش‌شناسی مبتنی بر بازار استفاده شده است. پژوهش‌های توصیفی به بررسی شرایط موجود جهت شناخت بیشتر به منظور کمک به فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار می‌گیرند (سکاران، ۱۹۹۲).

۳-۳- جامعه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری عبارت است از افراد یا واحدهایی که دارای حداقل یک صفت مشترک باشند. به طور معمول در هر پژوهش، جامعه‌ی مورد بررسی، یک جامعه‌ی آماری است که پژوهش‌گر مایل است درباره‌ی صفت (صفت‌ها) متغیر واحدهای آن به مطالعه بپردازد (سرمد و سایرین، ۱۳۸۳). جامعه‌ی مورد نظر این پژوهش، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده‌ی در بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۴۴۹ شرکت در طی سال‌های ۸۷ تا ۹۱ است که این جامعه‌ی آماری کلیه‌ی شرکت‌ها، طی این دوره‌ی ۵ ساله و در صنعت‌ها و گروه‌های مختلف را شامل می‌شود و فرضیه‌های مورد نظر در رابطه با این جامعه‌ی آماری مورد مطالعه و آزمون قرار خواهد گرفت. با توجه به انتخاب نمونه آماری که از روش حذف سیستماتیک صورت گرفت، در نهایت ۹۱ شرکت باقی‌مانده است.

۳-۴- تعیین حجم نمونه و نمونه‌گیری

هدف محقق شناسایی جامعه و تعیین پارامترهای مربوط به آن است. برای این کار یا باید به کلیه‌ی افراد جامعه مراجعه کند و صفت و ویژگی مورد نظر پژوهش خود را در آن‌ها جویا شود، یا باید تعدادی از افراد جامعه را مورد مطالعه قرار دهد و از طریق جمع کوچک‌تری و روش معینی، پی به صفات و ویژگی‌های جامعه ببرد. بدیهی است اگر جامعه‌ی مورد نظر کوچک و حجم و تعداد افراد آن کم باشد، می‌تواند آن را به طور کامل مطالعه نماید. ولی اگر جامعه بزرگ باشد و امکانات و مقدرات وی اجازه ندهد، ناچار است از بین افراد جامعه تعداد مشخصی را به عنوان نمونه برگزیند و با مطالعه این جمع محدود، ویژگی‌ها و صفات جامعه را مطالعه کرده، شاخص‌ها و اندازه‌های آماری آن را محاسبه کند.

بنابراین از آنجا که جوامع آماری به طور معمول از حجم و وسعت جغرافیایی زیادی برخوردارند و محققان نمی‌توانند به تمام آن‌ها مراجعه کنند، بنابراین ناگزیرند به انتخاب جمعی از آن‌ها به عنوان نمونه و تعمیم نتایج آن به جامعه مورد مطالعه اکتفا کنند (حافظ‌نیا، ۱۳۸۲).

به طور کلی در پژوهش‌های علوم انسانی متداول‌ترین روش‌های نمونه‌گیری به شرح ذیل است:

الف) نمونه‌گیری تصادفی ساده

ب) نمونه‌گیری تصادفی سیستماتیک

ج) نمونه‌گیری طبقه‌بندی شده

د) نمونه‌گیری خوشه‌ای

ه) نمونه‌گیری چند مرحله‌ای

در پژوهش حاضر روش نمونه‌برداری از نوع حذف سیستماتیک می‌باشد.

در مورد نمونه، محدودیت‌های ذیل در نظر گرفته شده است. به عبارت دیگر از جامعه‌ی آماری مورد نظر، شرکت‌ها، با توجه به شرایط زیر انتخاب می‌شوند:

- تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ به طور کامل ارائه کرده باشد.
- جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های مادر، لیزینگ‌ها) نباشند یعنی شرکت‌ها تولیدی باشند؛ چرا که افشای اطلاعات مالی و ساختار حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت است.
- شرکت‌ها نبایستی قبل از سال ۱۳۹۱ از بورس خارج شده باشند.
- شرکت‌ها نبایستی جزء شرکت‌هایی باشند که از سال ۱۳۸۷ به بعد، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند.

جدول ۱-۳: نحوه انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک

ردیف	اعمال شرط	تعداد شرکت‌های حذف شده	تعداد نمونه آماری باقی مانده
۱	تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد.	۱۰۳	۳۴۶
۲	شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.	۲۲	۳۲۴
۳	اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره-ی زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ به طور کامل ارائه کرده باشد.	۱۷	۳۰۷
۴	جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های مادر، لیزینگ‌ها) نباشند یعنی شرکت‌ها تولیدی باشند؛	۱۰۶	۲۰۱
۵	شرکت‌ها نبایستی قبل از سال ۱۳۹۱ از بورس خارج شده باشند.	۴۵	۱۵۶
۶	شرکت‌ها نبایستی جزء شرکت‌هایی باشند که از سال ۱۳۸۷ به بعد، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند.	۶۵	۹۱

با توجه به اعمال شرط‌های بالا، نمونه‌گیری مورد نظر صورت گرفته و از بین کلیه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی ۵ ساله از ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱، تعداد ۹۱ شرکت با استفاده از روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه‌ی مورد آزمایش انتخاب گردیدند. بنابراین با اعمال شرایط فوق بر جامعه‌ی آماری، در تعمیم آن به کل جامعه در سایر شرایط بایستی احتیاط لازم اعمال گردد.

۳-۵- روش و ابزار گردآوری داده‌ها

گردآوری اطلاعات مورد نیاز پژوهش یکی از مراحل اساسی آن است و به لحاظ اهمیت آن، گاه به اشتباه روش‌های گردآوری اطلاعات را روش‌های پژوهش می‌نامند. مرحله‌ی گردآوری اطلاعات آغاز فرآیندی است که طی آن محقق یافته‌های میدانی و کتابخانه‌ای را گردآوری می‌کند و به روش استقرایی به فشرده-

سازی آن‌ها از طریق طبقه‌بندی و سپس تجزیه و تحلیل می‌پردازد و فرضیه‌های تدوین شده خود را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و در نهایت حکم صادر می‌کند و پاسخ مسأله پژوهش را به اتکای آن‌ها می‌یابد. روش‌های گردآوری اطلاعات را به طور کلی به دو طبقه می‌توان تقسیم کرد: روش‌های کتابخانه‌ای و روش‌های میدانی (حافظ‌نیا، ۱۳۸۲).

در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات نظری مورد نیاز و همچنین پیشینه‌ی پژوهش از روش کتابخانه‌ای، یعنی مطالعه و بررسی متون، پایان‌نامه‌ها، مقالات و کتب تخصصی فارسی و انگلیسی و همچنین اطلاعات دریافتی از پایگاه‌های اینترنتی استفاده شده است.

داده‌های پژوهش و اطلاعات مالی مورد نیاز، از طریق بررسی اسناد و مدارک گزارش شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران به دست آمده است. این اطلاعات با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها و یادداشت‌های توضیحی همراه تأمین شده است.

از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین برای به دست آوردن اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی استفاده گردید. از سی‌دی‌های منتشر شده توسط «واحد روابط عمومی سازمان بورس اوراق بهادار» نیز برای دستیابی به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه استفاده شد. در نهایت برای تجزیه و تحلیل اطلاعات حاصله و دستیابی به نتیجه‌ای قابل اتکا، نرم‌افزار Eviews مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

۳-۶- سوال تحقیق

آیا بین روش‌های تأمین مالی با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟

۳-۷- تدوین فرضیه‌ها

فرضیه عبارت است از حدس یا گمان اندیشمندانه درباره ماهیت، چگونگی و روابط بین پدیده‌ها، اشیاء و متغیرها، که محقق را در تشخیص نزدیک‌ترین و محتمل‌ترین راه برای کشف مجهول کمک می‌نماید. بنابراین، فرضیه گمانی است موقتی که درست بودن یا نبودنش باید مورد آزمایش قرار گیرد (حافظ‌نیا، ۱۳۸۲).

با توجه به هدف اصلی پژوهش و در جهت پاسخ‌گویی به سؤال مطرح شده در این راستا فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر است:
فرضیه اصلی:

بین روش‌های تأمین مالی با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی:

(۱) بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

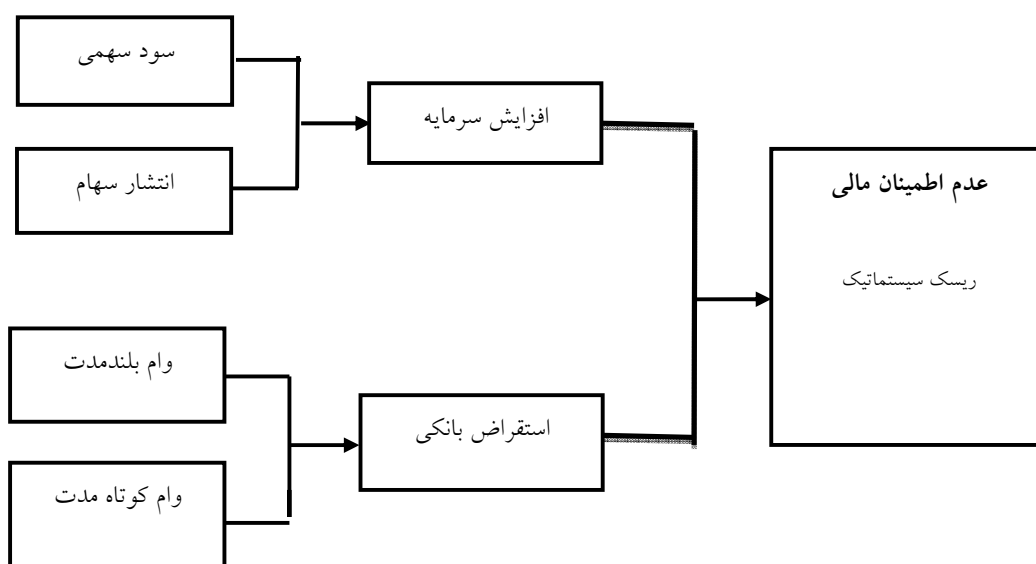
(۲) بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

(۳) بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

(۴) بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

این تحقیق شامل پنج متغیر می‌باشد که در زیر نحوه ارتباط بین آن‌ها مشخص شده است که در فرضیه اصلی اول ارتباط بین روش‌های تأمین مالی و عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد که اثبات این فرضیه در قالب ۴ فرضیه فرعی انجام می‌شود.

۳-۸- مدل مفهومی تحقیق:



۳-۹- تعریف متغیرهای پژوهش

متغیر عبارت است از ویژگی واحد مورد مشاهده. کمیتی است که می‌تواند از واحدی به واحد دیگر یا از یک شرایط مشاهده به شرایط دیگر مقادیر مختلفی را اختیار کند. متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش به سه گروه: متغیرهای مستقل، متغیرهای تعدیل‌کننده و متغیرهای وابسته دسته‌بندی می‌شوند.

۳-۹-۱- متغیرهای مستقل

۱. استقراض بانکی از طریق وام کوتاه مدت و بلند مدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
در این پژوهش، برای اندازه‌گیری وام کوتاه مدت شرکت از تقسیم وام کوتاه مدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (احمدی و طالب نیا، ۱۳۸۶) و برای اندازه‌گیری وام کوتاه مدت شرکت از تقسیم وام بلندمدت بیش از یک سال مدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۶).

۲. افزایش سرمایه از طریق سود سهمی و انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران

عواید حاصله از ارزش اضافی سهام که شرکت به اندوخته منتقل سازد (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۶) و اوراقی که شرکت جهت افزایش سرمایه منتشر می‌کند به عنوان شاخص‌های افزایش سرمایه هستند.

۳-۹-۲- متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش عدم اطمینان مالی در استفاده از روش تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که معیار ریسک سیستماتیک در این تحقیق همانند تحقیق مشابه ۲۰۱۰، Simon Gilchrist and et al, به عنوان معیارهای سنجش عدم اطمینان مالی در این تحقیق بکار رفته است. به منظور اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک شرکت از ضریب حساسیت (β) شرکت استفاده شده است. به بیان ساده ریسک سیستماتیک هر سهم، تعیین‌کننده نرخ بازدهی است که صاحب آن سهم باید انتظار کسب آن را داشته باشد (پی‌نو، ۱۳۸۱، ۳۵۱). ضریب بتا (β) برابر کوواریانس بازده سهم با بازده سبد اوراق بهادار بازار تقسیم بر واریانس سبد اوراق بهادار بازار می‌باشد (کی‌رلی، سی- براون، ۱۳۸۴، ۱۰۶).

$$BETA = COV (R_S, R_P) / VAR_S$$

VAR = واریانس سبد اوراق بهادار بازار

BETA = ریسک سیستماتیک

۳-۹-۳- متغیرهای کنترل

۱. اندازه شرکت

معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" وجود دارد که عبارتند از: مقدار کل دارایی‌ها، میزان فروش و تعداد کل کارکنان. همانند پژوهش که توسط لی (۲۰۰۸) صورت گرفته است، از لگاریتم نپری کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" استفاده شده است.

$$SIZE = LOG (TOTAL ASSETS)$$

۲. اهرم مالی شرکت

این نسبت‌ها رابطه منابع مالی مورد استفاده واحد تجاری را از لحاظ بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سهام تعیین و ارزیابی می‌کند و در واقع نحوه ترکیب آن‌ها را بررسی می‌نماید. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (سینایی، نیسی، ۱۳۸۲).

$$FL = BV / TOTAL ASSETS$$

FL = اهرم مالی

BV = ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت

TOTAL ASSETS = کل دارایی‌ها

۳-۱۰-۱۰- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

۳-۱۰-۱- یافته‌های توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها، با استفاده از تکنیک‌های آمار توصیفی به توصیف داده‌ها پرداخته می‌شود. در این راستا از محاسبه‌ی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی از قبیل: میانگین، میانه، مد، انحراف معیار، واریانس، چولگی، کشیدگی، حداقل و حداکثر استفاده می‌شود.

۳-۱۰-۲- یافته‌های استنباطی

آمار استنباطی مورد استفاده در این تحقیق عبارتند از:

۳-۱۰-۲-۱- آزمون کلموگروف اسمیرنوف: برای بررسی کردن توزیع نرمال متغیرها از آزمون کلموگروف- اسمیرنوف استفاده شده است با این توضیح که آزمون کلموگروف- اسمیرنوف یک آزمون تطابق توزیع برای داده‌های کمی می‌باشد.

در نرم‌افزار SPSS سطح معنی‌داری جهت بررسی آزمون ارائه می‌شود، چنانچه این مقدار از سطح خطا کمتر باشد فرض H_0 رد می‌شود وگرنه دلیلی بر رد این فرض وجود ندارد. در صورتی که فرض H_0 رد شود بدان معنی است که توزیع متغیرها، نرمال نمی‌باشد. و حال اگر سطح معنی‌داری بیشتر از مقدار α باشد، آنگاه فرض صفر پذیرفته و فرض مقابل رد می‌شود. سپس می‌توان گفت که توزیع متغیرها از توزیع نرمال برخوردار است.

H_0 : متغیر از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

H_1 : متغیر از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

۳-۱۰-۲-۲- ضریب همبستگی پیرسون: این ضریب همبستگی، روشی پارامتری است که برای داده‌هایی با توزیع نرمال یا تعداد داده‌های زیاد استفاده می‌شود.

مفهوم معنی‌داری در همبستگی این است که آیا همبستگی به دست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس دانست یا به طور واقعی نشان می‌دهد بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که نشان می‌دهد عدد به دست آمده معنی‌دار است یا نه از خود عدد به دست آمده با اهمیت‌تر است. فرضیه‌های همبستگی به شرح رابطه‌ی زیر می‌باشد:

$H_0 : \rho = 0$ همبستگی معنی‌داری وجود ندارد

$H_1 : \rho \neq 0$ همبستگی معنی‌داری وجود دارد

۳-۱۰-۲-۳- آزمون رگرسیون: جهت بررسی میزان تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته استفاده خواهد شد.

با توجه به این که در این پژوهش تعداد متغیرهای مستقل بیش از دو تا است، جهت آزمون فرضیات از آزمون رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است که در واقع این روش تأثیر همزمان چند متغیر مستقل را بر روی متغیر وابسته نشان می‌دهد.

بنابراین آزمون رگرسیون چندگانه، برای هر یک از متغیرها به صورت رابطه‌ی زیر اجرا می‌شود:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : b=0 \\ H_1 : b \neq 0 \end{array} \right.$$

با توجه به آزمون مورد نظر برای هر یک از متغیرها، در صورتی که $b=0$ شود، فرض صفر پذیرفته می‌شود و نشان‌دهنده‌ی این است که بین دو متغیر رابطه‌ی معنادار وجود ندارد و در صورتی که $b \neq 0$ شود، فرض صفر رد می‌شود و بدین معناست که بین دو متغیر، رابطه‌ی معنادار وجود دارد.

بنابراین معادله‌ی خطی رگرسیون چندگانه نیز به صورت رابطه‌ی زیر می‌باشد:

$$\left. \begin{array}{l} Y_1 = \alpha + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_kx_k \\ Y_2 = \alpha + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_kx_k \end{array} \right\} \Rightarrow Y = Y_1 + Y_2$$

که در آن:

Y = متغیر وابسته

X_i = متغیر مستقل

b_i = ضریب زاویه، که از طریق رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود؛

α = عرض از مبدا، که از طریق رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود؛

$$b_i = \frac{\sum(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum(x_i - \bar{x})^2}$$

$$\alpha = \bar{y} - b\bar{x}_i$$

در تمامی آزمون‌ها، اگر سطح معنی‌داری < 0.05 باشد، فرض صفر پذیرفته می‌شود. پس از انجام آزمون رگرسیون چند متغیره، اگر فرض صفر پذیرفته شد، آن گاه میزان توجیه‌پذیری مدل رگرسیون را با استفاده از R^2 اعلام می‌کنیم. در واقع R^2 بیان می‌کند، متغیر وابسته چه قدر متأثر از متغیر مستقل است.

۳-۱۰-۲-۴- آزمون دوربین- واتسن^{۸۸}

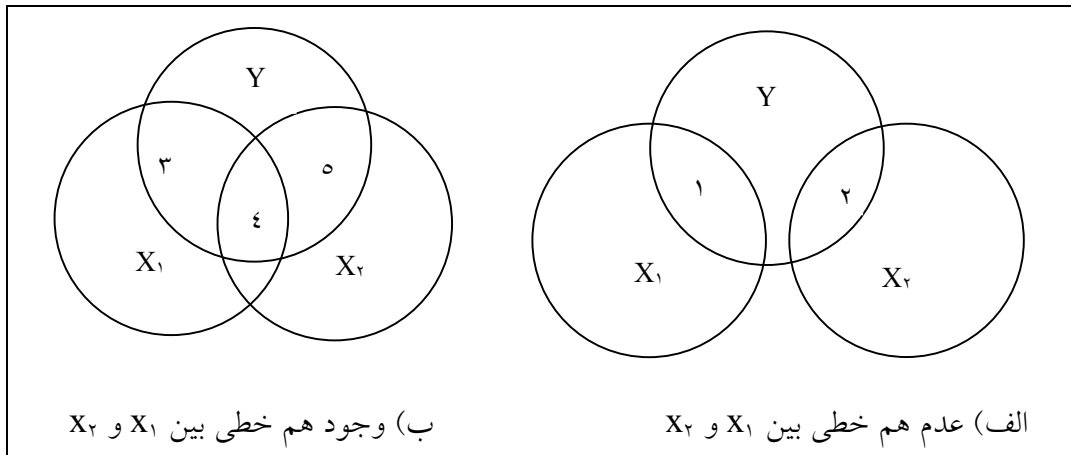
یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی‌شده توسط معادله‌ی رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی‌که فرضیه‌ی استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسن استفاده می‌شود. چنانچه آماره‌ی دوربین واتسن در بازه‌ی ۱.۵ یا ۲.۵ قرار گیرد H_0 آزمون (عدم همبستگی بین خطاها) پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت H_0 رد می‌شود یعنی همبستگی بین خطاها وجود دارد (مؤمنی، ۱۳۸۷). در بخش آزمون فرضیات رگرسیونی به بررسی دوربین واتسون خواهیم پرداخت.

۳-۱۰-۲-۵- آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله‌ی رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R ، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. به عبارت دیگر با وجود آن که مدل خوب به نظر می‌رسد ولی دارای متغیرهای مستقل معنی‌داری نمی‌باشد (مؤمنی، ۱۳۸۷). در شکل (۱-۳)، X_1 و X_2 متغیرهای مستقل و Y متغیر وابسته است. ناحیه‌ی ۱ در حالت (الف) مقدار واریانس از متغیر Y را نشان می‌دهد که توسط متغیر X_1 توضیح داده شده است. هم‌چنین ناحیه‌ی ۲ میزانی از واریانس Y را که توسط X_2 تبیین شده نشان می‌دهد. در این حالت X_1 و X_2 رابطه‌ی خطی با هم ندارند.

^{۸۸}. Durbin- Watson d Test

شکل (۱-۳): مثال جهت آزمون هم خطی



در حالت (ب) ناحیه‌ی ۳ و ۵ به ترتیب میزانی از واریانس Y را نشان می‌دهد که توسط دو متغیر X_1 و X_2 توضیح داده می‌شود. بین X_1 و X_2 همبستگی وجود دارد به همین دلیل ناحیه‌ی مشترک بین آن‌ها (ناحیه‌ی ۴) باعث می‌شود واریانس تبیین شده بیش از واریانسی باشد که واقعاً توسط این دو متغیر تبیین می‌شود. به عبارت دیگر ناحیه‌ی ۴ دو بار در محاسبات منظور می‌شود و واریانس تبیین شده را بیش از واقع نشان می‌دهد. بنابراین در حالت الف بین X_1 و X_2 هم خطی وجود ندارد و اثرات این دوم تغییر به خوبی تفکیک شده است ولی در حالت (ب) بین X_1 و X_2 هم خطی وجود دارد و اثرات این دو متغیر به خوبی تفکیک نشده است.

فصل چهارم

تجزیه و تحلیل داده‌ها

۴-۱ مقدمه

این فصل به ارائه تجزیه و تحلیل یافته‌های تحقیق اختصاص دارد. پژوهشگر پس از اینکه روش تحقیق خود را مشخص کرد، اکنون نوبت آن است که بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسبی را که با روش تحقیق، نوع متغیرها و ... سازگاری دارد، داده‌های جمع‌آوری شده را دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل نمایند و در نهایت، فرضیه‌هایی را که تا این مرحله او را در تحقیق هدایت کرده‌اند، در بوته آزمون قرار دهد و تکلیف آن‌ها را روشن کند و سرانجام بتواند پاسخ یا راه‌حلی برای پرسشی که تحقیق (تلاشی سیستماتیک برای بدست آوردن آن بود) بیابد (خاکی، ۱۳۸۶، ۳۰۳).

در این تحقیق داده‌های اولیه برای محاسبه متغیرهای مذکور از طریق سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج و پس از انتقال به صفحه گسترده EXCEL محاسبه و مورد پردازش قرار گرفته است و سپس با توجه به نوع فرضیه، به تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون به وسیله نرم افزار EVIWES استفاده می‌شود.

این فصل با توجه به هدف تحقیق و در راستای فرض آماری در سه قسمت تهیه شده است؛ در قسمت اول که یافته‌های توصیفی است، داده‌های مربوط به هر یک از متغیرهای تحقیق توصیف می‌گردند. در قسمت دوم یعنی فرض آماری، به آزمون فرضیات می‌پردازیم. بالاخره در قسمت سوم یعنی خلاصه‌ی یافته‌ها، نتایج حاصل از فرض آماری را خلاصه و جمع‌بندی می‌کنیم.

۴-۲ یافته‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

همان‌طور که توضیح داده شد، در روش‌های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جدول و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر؛ شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده‌های تحقیق پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند.

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق شامل؛ عدم اطمینان مالی (RISK)، استقراض بانکی کوتاه مدت (SB)، استقراض بانکی بلند مدت (LB)، افزایش سرمایه با روش انتشار سهام (E)، افزایش سرمایه با روش سود سهمی (SP)، اندازه شرکت (SIZE) و اهرم مالی (FL) در جدول (۴-۱) آورده شده است.

جدول (۴-۱): تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
FL	۴۵۵	.۳۰۳	۳.۴۴۷	۲.۱۵۶	.۱۷۷	.۱۲۰	.۳۱۲	-.۱۲۱
RISK	۴۵۵	.۰۰۰۲	۱.۷۷۸	۰.۵۵۸	.۰۷۸	.۰۲۳	.۲۴۶	.۲۴۱
SB	۴۵۵	۷۴۴۴۰۰۰۰ ..	۳۰۷۸۷۱۶۵۳۰۰۰۰۰	۱۱۶۸۴۴۶۳۵۱۷	۲.۱۴۳	۲.۲۱۷	.۳۶۹	.۱۶۳
LB	۴۵۵	۷۳۹۳۳۷۰۰	۳۶۲۸۷۷۸۶۰۰۰۰۰۰۰۰	۱۱۲۶۴۷۸۳۶۲۸۸۰	۲.۱۲۳	.۱۶۵	-.۳۵۵	.۲۷۴
SP	۴۵۵	۷۴۷۰۶۰۰۰ .	۱۲۳۹۷۷۰۰۰۰۰۰	۱۷۲۹۲۳۲۰۰۰۰	.۱۷۸	.۲۸۶	.۲۹۱	.۱۱۵
E	۴۵۵	۱۳۹۰۸۰۰۰ ...	۹۹۶۳۲۶۵۰۰۰۰۰	۱۰۰۸۷۵۶۰۰۰۰۰	۱.۱۰۴	.۳۹۸	.۱۱۹	.۲۵۷
SIZE	۴۵۵	.۱۳	۴.۹۹	۲.۰۲۱	.۱۵۶	.۳۲۷	.۳۰۶	.۲۰۹

در این فصل ابتدا به بررسی آمار توصیفی پرداخته می‌شود. تعداد مشاهدات در آماره توصیفی مربوط به شرکت‌ها ۴۵۵ (۹۱ شرکت در ۵ سال) می‌باشد.

با توجه به آماره توصیفی، شاخص پراکندگی این متغیرها در شرکت‌های مختلف کم است. بالاترین انحراف معیار مربوط به متغیر استقراض بانکی کوتاه مدت و پایین‌ترین انحراف معیار مربوط به متغیر عدم اطمینان مالی می‌باشد. در بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه آن با توزیع

نرمال، به نظر می‌رسد که تمام متغیرهای پژوهش به صورت نرمال توزیع شده است، زیرا زمانی که قدر مطلق اعداد مربوط به چولگی و کشیدگی بزرگ باشد می‌توان نتیجه گرفت که تفاوت زیادی با توزیع نرمال دارد.

چولگی بالا نشان از تراکم اعداد به سمت منفی یا مثبت است و کشیدگی نیز مربوط به کوتاهی و بلندی نمودار توزیع متغیرها می‌باشد

۴-۳ آزمون نرمال بودن متغیرها

همان‌طور که در فصل سوم توضیح داده شد، جهت بررسی نرمال بودن متغیرهای این تحقیق از آزمون «کولموگروف-اسمیرنوف»^{۹۹} استفاده شده است؛ در واقع این آزمون جهت بررسی نرمال بودن توزیع داده‌های یک متغیر کمی مورد استفاده قرار می‌گیرد که در این تحقیق با استفاده از نرم افزار SPSS، این مهم، میسر شده است. برای بررسی ادعای نرمال بودن متغیر خاص به صورت زیر اقدام می‌کنیم:

$$\begin{cases} H_0: & \text{توزیع متغیر انتخابی نرمال است} \\ H_1: & \text{توزیع متغیر انتخابی نرمال نیست} \end{cases}$$

حال با توجه به خروجی نرم‌افزار SPSS می‌توان نرمال بودن توزیع متغیر انتخابی را تشخیص داد؛ به نحوی که اگر «سطح معنی‌داری»^{۹۰} بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض H_0 پذیرفته می‌شود و ادعای نرمال بودن متغیر انتخابی تأیید می‌گردد.

در جدول زیر نتایج آزمون نرمال بودن متغیرها نشان داده شده است:

جدول ۲-۴: آزمون نرمال بودن متغیرها

متغیرها	Z کولموگروف-اسمیرنوف	سطح معناداری
عدم اطمینان مالی	۲.۰۳۱	.۲۳۸
استقراض بانکی کوتاه مدت	۱.۷۱۲	.۶۹۱
استقراض بانکی بلند مدت	۱.۴۵۰	.۲۹۹
افزایش سرمایه با روش انتشار سهام	۱.۷۴۱	.۶۴۲

^{۹۹} Kolmogorov-Smirnov (K-S)

^{۹۰} signification (sig)

افزایش سرمایه با روش سود سهمی	۱.۷۷۷	۰.۵۸۲
اندازه شرکت	۱.۲۴۷	۰.۴۴۷
اهرم مالی	۱.۹۶۸	۰.۳۱۱

همان‌طور که ملاحظه می‌شود از آنجایی که سطح معناداری در همه متغیرها بیش از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین متغیرهای تحقیق دارای توزیع نرمال می‌باشند.

۴-۴- آزمون همبستگی

در این تحقیق قبل از پرداختن به آزمون فرضیه‌ها به بررسی همبستگی بین متغیرها می‌پردازیم. همان‌طور که در قسمت قبل مشخص گردید توزیع داده‌ها نرمال می‌باشد بنابراین برای بررسی همبستگی بین متغیرها از ضریب همبستگی پیرسون استفاده می‌گردد. نتایج حاصل از این بررسی در جدول (۳-۴) نشان داده شده است.

جدول (۳-۴): آزمون همبستگی پیرسون متغیرهای تحقیق

متغیر	عدم اطمینان مالی	استقراض بانکی کوتاه مدت	استقراض بانکی بلند مدت	افزایش سرمایه با روش انتشار سهام	افزایش سرمایه با روش سود سهمی	اندازه شرکت	اهرم مالی
عدم اطمینان مالی	۱						
استقراض بانکی کوتاه مدت	۰.۱۵۳*	۱					
استقراض بانکی بلند مدت	۰.۲۹۴**	۰.۳۸۵	۱				
		۰.۲۹۴**	۰.۳۸۵	۱			
			۰.۲۹۴**	۰.۳۸۵	۱		
				۰.۲۹۴**	۰.۳۸۵	۱	
					۰.۲۹۴**	۰.۳۸۵	۱
						۰.۲۹۴**	۰.۳۸۵
							۰.۲۹۴**

افزایش سرمایه با روش انتشار سهام	-.۱۳۲**	.۴۰۷	.۱۸۰	۱	.۰۶۸	.۳۷۱	.۱۸۱*
افزایش سرمایه با روش سود سهمی	-.۵۲۰**	.۱۹۶	.۰۸۳	.۰۶۸	۱	.۳۱۱	.۱۰۳*
اندازه شرکت	.۴۵۲*	.۳۰۸	.۱۵۷	.۳۷۱	.۳۱۱	۱	.۰۸۷
اهرم مالی	.۳۶۴*	.۴۹۳*	.۵۹۶*	.۱۸۱*	.۱۰۳*	.۰۸۷	۱

** . معنی داری در سطح خطای ۱٪.

* . معنی داری در سطح خطای ۵٪.

۴-۵- آزمون معنادار بودن رگرسیون

با توجه به آماره F در تمامی جداول مربوط به رگرسیون، چون سطح معناداری آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین مدل رگرسیونی در همه آزمون فرضیات معنادار می‌باشد.

۴-۶- آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R^2 ، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. به عبارت دیگر با وجود آن که مدل خوب به نظر می‌رسد ولی دارای متغیرهای مستقل معنی داری نمی‌باشد. در صورت تایید هم خطی، مجموعه‌ای از مشکلات در تعیین دقت معادله رگرسیون وجود دارد. آزمون هم خطی متغیرهای تحقیق به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۴-۴): آزمون هم خطی

متغیرها	مقدار ویژه	شاخص وضعیت
۱	۰.۹۴۸	۳.۸۳۲
۲	۰.۹۸۳	۴.۲۱۷
۳	۰.۹۷۳	۵.۵۱۴
۴	۰.۹۱۶	۵.۹۳۸

همان گونه که مشاهده می‌نمایید؛ مقادیر ویژه نزدیک به صفر همبستگی داخلی پیش بینی‌ها زیاد است و تغییرات کوچک در مقادیر داده‌ها، منجر به تغییرات بزرگ در برآورد ضریب معادله رگرسیون منجر می‌شود. مقادیر ویژه نشان‌دهنده‌ی احتمال همبستگی داخلی بین متغیرها می‌باشد. شاخص وضعیت با بیشتر از ۱۵ نشان دهنده احتمال هم خطی بین متغیرهای مستقل است و مقادیر بیش از ۳۰ بیانگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون در وضعیت موجود می‌باشد (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۸). از طرفی تمامی شاخص‌های وضعیت کوچک‌تر از ۱۵ می‌باشند که نشان‌دهنده‌ی عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل است.

۴-۷- آزمون عدم خود همبستگی

آماره دوربین- واتسون در هر یک از آزمون فرضیات نشان دهنده آزمون خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش می‌باشد. از آنجایی که این آماره در هر یک از جداول آزمون رگرسیون بین ۱.۵ تا ۲.۵ می‌باشد، بنابراین بین متغیرهای تحقیق مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

۴-۸- آزمون فرضیه‌ها و نتایج آن

سؤالی که اغلب در مطالعات کاربردی مطرح می‌شود، این است که آیا شواهدی دال بر قابلیت ادغام شدن داده‌ها وجود دارد یا اینکه مدل برای تمام واحدهای مقطعی متفاوت است. لذا باید ابتدا بررسی شود که آیا بین مقاطع، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود دارد یا خیر؟

در صورت وجود ناهمگنی از روش داده‌های تابلویی و در غیر این صورت، از روش داده‌های تلفیقی با رویکرد حداقل مربعات برای تخمین مدل استفاده می‌گردد. برای این منظور آزمون F لیمر انجام می‌گیرد. در این آزمون، فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف H_1 ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد.

اگر مشخص شد که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت‌های فردی بوده، روش‌های تابلویی مناسب‌تر هستند، به منظور انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. آماره آزمون هاسمن که برای تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی محاسبه می‌شود، دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل است.

نتایج آزمون F لیمر در جدول زیر آمده است:

جدول (۴-۵): آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأ مقاطع)

فرضیه صفر	مدل‌های پژوهش	آماره F	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
عرض از مبدأ تمامی مقاطع با هم یکسان است	مدل ۱	۲.۶۴۵۳	۳	۰.۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل ۲	۱.۱۳۲۵	۳	۰.۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل ۳	۱.۰۲۳۱	۳	۰.۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل ۴	۱.۵۲۴۳	۳	۰.۰۰۰	H_0 رد می‌شود

در آزمون F فرضیه صفر استفاده از روش داده‌های تلفیقی را در مقابل فرضیه مخالف، یعنی استفاده از روش داده‌های تابلویی نشان می‌دهد. با توجه به سطح معناداری از جدول فوق نتیجه این آزمون بیانگر این مطلب است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و استفاده از داده‌های روش تابلویی مناسب‌تر است. بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی با استفاده از آزمون F لیمر، آزمون هاسمن انجام می‌گیرد. در این آزمون در صورت پذیرفته شدن فرضیه صفر (H_0) از مدل اثرات تصادفی استفاده می‌گردد و در صورت رد H_0 از مدل اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول (۴-۶): نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

نتیجه آزمون	p-value	درجه آزادی	آماره خی دو	مدل‌های پژوهش	فرضیه صفر
H ₀ رد می‌شود	۰.۰۰۰۰	۳	۵.۴۵۰۳	مدل ۱	تفاوتی در ضرایب سیستماتیک نیست
H ₀ رد می‌شود	۰.۰۰۰۰	۳	۴.۴۵۲۸	مدل ۲	
H ₀ رد می‌شود	۰.۰۰۰۰	۳	۴.۳۴۵۲	مدل ۳	
H ₀ رد می‌شود	۰.۰۰۰۰	۳	۵.۵۴۶۴	مدل ۴	

نتایج نشان می‌دهد مقدار این آماره برای هر کدام از مدل‌ها معنی دار است و سطح معناداری گزارش شده در جدول فوق ($p\text{-value} < 0.05$) بیانگر رد فرضیه H₀ در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای هر کدام از مدل‌ها بوده، بر استفاده از روش اثرات ثابت دلالت دارد.

۴-۸-۱- آزمون فرضیه فرعی اول

در این تحقیق فرضیه فرعی اول به بررسی رابطه بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

H_0 = بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران رابطه وجود ندارد. $H_0: \beta = 0$

H_1 = بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران رابطه وجود دارد. $H_1: \beta \neq 0$

نتیجه حاصل از رگرسیون آن در جدول شماره (۴-۷) ارائه شده است:

جدول (۷-۴): نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان

مالی

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	عدم اطمینان مالی	-	-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	-۱/۷۴۴	-۱/۶۴۸	۰/۰۲۵
متغیر مستقل	X _۱	استقراض بانکی کوتاه مدت	۰/۰۴۰*	۱/۹۹۵	۰/۰۰۱
متغیر کنترل		اندازه شرکت	۰/۲۲۷*	۱/۸۰	۰/۰۲۰
		اهرم مالی	۰/۵۴۰*	۱/۵۹۳	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۸۵۶*	-	-
		آماره F	۳/۷۴۲	-	۰/۰۰۳
R		ضریب همبستگی	۰/۴۴۳	-	-
R Square		ضریب تعیین	۰/۱۹۷	-	-
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹۶	-	-

*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، استقراض بانکی کوتاه مدت، اهرم مالی و اندازه شرکت (p -value < 5%) رابطه معناداری با عدم اطمینان مالی دارند. ضریب متغیرها نشان می‌دهد که رابطه اهرم مالی شرکت با عدم اطمینان مالی نسبت به سایر متغیرها بیشتر است.

متغیر استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی رابطه مستقیم، ضعیف و معنادار و متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه‌ای مستقیم و معنادار با عدم اطمینان مالی دارند.

با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون پردازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۱۹/۷ درصد از تغییرات عدم اطمینان مالی را توضیح می‌دهند.

آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

پس معادله رگرسیون خطی چندگانه به صورت زیر خواهد بود.

$$Y = -1.744 + 0.040X_1 + 0.227X_2 + 0.540X_3$$

عدم اطمینان مالی = (۰.۵۴۰ * اهرم مالی) + (۰.۲۲۷ * اندازه شرکت) + (۰.۰۴۰ * استقراض بانکی کوتاه مدت) + (-۱.۷۴۴)

۴-۸-۲- آزمون فرضیه‌ی فرعی دوم

در این تحقیق فرضیه فرعی دوم به بررسی رابطه بین استقراض بانکی بلندمدت مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

H_0 = بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران رابطه وجود ندارد. $H_0: \beta = 0$

H_1 = بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران رابطه وجود دارد. $H_1: \beta \neq 0$

نتیجه حاصل از رگرسیون آن در جدول شماره (۸-۴) ارائه شده است:

جدول (۸-۴): نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان

مالی

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	عدم اطمینان مالی	-	-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	۱/۷۶۵	۱/۵۴۴	۰/۰۰۲
متغیر مستقل	X _۱	استقراض بانکی بلندمدت	۰/۸۵۷*	۱/۵۳۱	۰/۰۴۰
متغیر کنترل		اندازه شرکت	۰/۶۴۵*	۱/۹۸۵	۰/۰۰۱
		اهرم مالی	۰/۳۳۵*	۱/۳۹۵	۰/۰۰۲
		دوربین واتسون	۱/۷۷۵	-	-
		آماره F	۱۴/۰۰۲	-	۰/۰۰۳
R		ضریب همبستگی	۰.۶۶۸	-	-
R Square		ضریب تعیین	۰.۴۴۶	-	-
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۴۵	-	-

*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همان گونه که این نگاره نشان می دهد، استقراض بانکی بلند مدت، اهرم مالی و اندازه شرکت (p-value < ۵٪) رابطه معناداری با عدم اطمینان مالی دارند. ضریب متغیرها نشان می دهد که رابطه استقراض بانکی بلند مدت شرکت با عدم اطمینان مالی نسبت به سایر متغیرها بیشتر است.

متغیر استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی رابطه مستقیم، قوی و معنادار و متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه‌ای مستقیم و معنادار با عدم اطمینان مالی دارند.

آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ (۱/۸۵۶) می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون پردازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۴/۶ درصد از تغییرات عدم اطمینان مالی را توضیح می‌دهند.

پس معادله رگرسیون خطی چندگانه به صورت زیر خواهد بود.

$$Y = 1.765 + 0.857X_1 + 0.645X_2 + 0.335X_3$$

عدم اطمینان مالی = (۰.۳۳۵ * اهرم مالی) + (۰.۶۴۵ * اندازه شرکت) + (۰.۸۵۷ * استقراض بانکی بلند مدت) + ۱.۷۶۵

۴-۸-۳- آزمون فرضیه فرعی سوم

در این تحقیق فرضیه فرعی سوم به بررسی رابطه بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

H_0 = بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد. $H_0: \beta = 0$

H_1 = بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. $H_1: \beta \neq 0$

نتیجه حاصل از رگرسیون آن در جدول شماره (۹-۴) ارائه شده است:

جدول (۹-۴): نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام و عدم اطمینان مالی

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	عدم اطمینان مالی	-	-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	۱/۴۴۵	۱/۳۶۵	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	X _۱	افزایش سرمایه با روش انتشار سهام	*-۰/۰۲۹	-۱/۱۱۸	۰/۰۰۰
متغیر کنترل		اندازه شرکت	*۰/۳۸۷	۱/۲۵۴	۰/۰۰۰
		اهرم مالی	*۰/۴۳۱	۱/۶۱۹	۰/۰۰۱
		دوربین واتسون	۱/۸۹۴	-	-
		آماره F	۶/۹۸۷	-	۰/۰۰۱
R		ضریب همبستگی	۰.۷۰۲	-	-
R Square		ضریب تعیین	۰.۴۹۲	-	-
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۹۱	-	-

*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همان گونه که این نگاره نشان می دهد، افزایش سرمایه با روش انتشار سهام، اهرم مالی و اندازه شرکت ($p\text{-value} < 5\%$) رابطه معناداری با عدم اطمینان مالی دارند. ضریب متغیرها نشان می دهد که رابطه اهرم مالی شرکت با عدم اطمینان مالی نسبت به سایر متغیرها بیشتر است. متغیر افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی رابطه معکوس، ضعیف و معنادار و متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه ای مستقیم و معنادار با عدم اطمینان مالی دارند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون پردازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۹/۲ درصد از تغییرات عدم اطمینان مالی را توضیح می دهند.

پس معادله رگرسیون خطی چندگانه به صورت زیر خواهد بود.

$$Y = 1.445 - 0.029X_1 + 0.387X_2 + 0.431X_3$$

عدم اطمینان مالی = (۰.۴۳۱ * اهرم مالی) + (۰.۳۸۷ * اندازه شرکت) + (۰.۰۲۹ * افزایش سرمایه با روش انتشار سهام) - ۱.۴۴۵

۴-۸-۴- آزمون فرضیه فرعی چهارم

در این تحقیق فرضیه فرعی چهارم به بررسی رابطه بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

H_0 = بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد. $H_0: \beta = 0$

H_1 = بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. $H_1: \beta \neq 0$

نتیجه حاصل از رگرسیون آن در جدول شماره (۴-۱۰) ارائه شده است:

جدول (۴-۱۰): نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم

اطمینان مالی

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	Y	عدم اطمینان مالی	-	-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	۱/۵۴۵	۱/۴۰۵	۰/۰۵۰

متغیر مستقل	X ₁	افزایش سرمایه با روش سود سهمی	۰/۷۴۷* -	-۱/۹۵۰	۰/۰۰۳
متغیر کنترلی		اندازه شرکت	۰/۲۴۵*	۱/۸۴۰	۰/۰۰۳
		اهرم مالی	۰/۱۸۴*	۱/۲۵۷	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۹۲۱	-	-
		آماره F	۶/۹۵۰	-	۰/۰۰۱
	R	ضریب همبستگی	۰/۶۴۵	-	-
	R Square	ضریب تعیین	۰/۴۱۶	-	-
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۱۵	-	-

*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همان گونه که این نگاره نشان می دهد، افزایش سرمایه با روش سود سهمی، اهرم مالی و اندازه شرکت ($p\text{-value} < 5\%$) رابطه معناداری با عدم اطمینان مالی دارند. ضریب متغیرها نشان می دهد که رابطه افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی نسبت به سایر متغیرها بیشتر است. متغیر افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی رابطه معکوس، قوی و معنادار و متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه ای مستقیم و معنادار با عدم اطمینان مالی دارند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون پردازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۱/۶ درصد از تغییرات عدم اطمینان مالی را توضیح می دهند. پس معادله رگرسیون خطی چندگانه به صورت زیر خواهد بود.

$$Y = 1.545 - 0.747X_1 + 0.245X_2 + 0.184X_3$$

عدم اطمینان مالی = (۰.۱۸۴ * اهرم مالی) + (۰.۲۴۵ * اندازه شرکت) + (۰.۷۴۷ * افزایش سرمایه با روش سود سهمی) - ۱.۵۴۵

۴-۹- خلاصه نتایج

خلاصه نتایج آزمون فرضیات در جدول زیر آورده شده است:

جدول (۴-۱۱): خلاصه نتایج آزمون فرضیات

ردیف	فرضیه	نوع رابطه	شدت رابطه	نتیجه آزمون
۱-۱	بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.	مستقیم و معنادار	۰.۰۴۰	تأیید فرضیه
۱-۲	بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.	مستقیم و معنادار	۰.۸۵۷	تأیید فرضیه
۱-۳	بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه وجود دارد.	معکوس و معنادار	-۰.۲۹۹	تأیید فرضیه
۱-۴	بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه وجود دارد.	معکوس و معنادار	-۰.۷۴۷	تأیید فرضیه

جدول (۴-۱۲): خلاصه نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی

ردیف	نوع رابطه
۱	رابطه بین عدم اطمینان مالی و اندازه شرکت
۲	رابطه بین عدم اطمینان مالی و اهرم مالی شرکت

فصل پنجم

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۵-۱- مقدمه

در این فصل از تحقیق، ابتدا خطوط کلی تحقیق از ابتدا (کلیات تحقیق) تا نتایج تجزیه و تحلیل تحقیق را مرور می‌کنیم و در ادامه به یافته‌های مهم تحقیق و بحث و نتیجه‌گیری در مورد فرضیه‌های تحقیق می‌پردازیم. نهایتاً در پایان فصل پیشنهادهایی مرتبط با حوزه‌ی تحقیقی مربوطه ارائه شده است.

۵-۲- مروری بر خطوط کلی تحقیق

هدف اصلی این تحقیق «بررسی رابطه بین روش‌های مختلف تأمین مالی با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱» بود که در این راستا روش‌های تأمین مالی (استقراض بانکی کوتاه مدت، استقراض بانکی بلند مدت، افزایش سرمایه با روش انتشار سهام و افزایش سرمایه با روش سود سهمی) به عنوان متغیرهای مستقل و عدم اطمینان مالی (ریسک سیستماتیک) به عنوان متغیر وابسته می‌باشند. اندازه شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترل می‌باشد.

در این پژوهش به آزمون فرضیه‌های زیر پرداخته شد:

فرضیه اصلی: بین ساختار سرمایه با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.
فرضیات فرعی:

الف) بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

ب) بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

ج) بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

د) بین افزایش سرمایه با روش سود انباشته با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه وجود دارد.

به طور کلی روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون چندگانه است. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند.

به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگو، از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵٪، استفاده شده است. بدین منظور از نرم افزارهای EXCEL و Eviwes استفاده شده است. همچنین از آزمون دوربین واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. آزمون‌های آماری نشان می‌دهد که مشکل هم خطی نیز بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. برای آزمون نرمال بودن خطاها، از آزمون کولوموگروف-اسمیرنوف (K-S) استفاده شده است.

۳-۵- بحث و نتیجه گیری

یافته‌های مهم این تحقیق را می‌توان به شرح زیر بیان کرد.

۱- بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ ارتباط مستقیم، ضعیف و معنی‌داری وجود دارد. پس می‌توان ادعا کرد که شرکت‌هایی که استقراض بانکی کوتاه مدت بالایی دارند؛ با ریسک بالای سیستماتیک روبرو هستند.

استقراض بانکی با میزان بهره‌ای که دارد می‌تواند مانع از استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت شود و مدیران مجبورند در ورود به فرصت‌های سرمایه‌گذاری محافظه کارانه تر عمل نمایند. البته بر اساس نتایج این تحقیق ارتباط بین استقراض بانکی کوتاه مدت با عدم اطمینان مالی خیلی ناچیز بوده و تا حدودی می‌توان گفت این رابطه قائل چشم پوشی می‌باشد.

۲- بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ ارتباط مستقیم، قوی و معنی‌داری وجود دارد. پس می‌توان ادعا کرد که شرکت‌هایی که استقراض بانکی بلند مدت بالایی دارند؛ با ریسک بالای سیستماتیک روبرو هستند.

استقراض بانکی بلند مدت موجب پرداخت بهره‌های سنگین شرکت به بانک می‌شود. اهرم مالی را افزایش داده و خطر ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد. با نوسانات اقتصادی که در کشور شاهد آن هستیم، استفاده از میزان بدهی‌ها در ساختار سرمایه می‌تواند ریسک سیستماتیک شرکت را بالا ببرد. بر طبق نتایج این فرضیه ارتباط بین استقراض بانکی بلند مدت با عدم اطمینان مالی قوی هست بنابراین استفاده از این روش تأمین مالی می‌تواند به ایجاد بحران در شرکت بینجامد.

۳- بین افزایش سرمایه با روش انتشار سهام با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ ارتباط معکوس، ضعیف و معنی‌داری وجود دارد. پس می‌توان ادعا کرد که شرکت‌هایی که افزایش سرمایه با روش انتشار سهام بالایی دارند؛ با کاهش ریسک سیستماتیک روبرو هستند.

بر طبق نتایج این فرضیه افزایش سرمایه با روش انتشار سهام به صورت ناچیزی می‌تواند ریسک سیستماتیک را کاهش دهد و نسبت به روش‌های استقراض بلند مدت و کوتاه مدت در اولویت می‌باشد. انتشار سهام و تأمین مالی از این طریق به مدیران در اجرای پروژه‌های نیمه تمام و استفاده از فرصت‌های سرمایه گذاری کمک می‌کند.

۳- بین افزایش سرمایه با روش سود سهمی با عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ ارتباط معکوس، قوی و معنی‌داری وجود دارد. پس می‌توان ادعا کرد که شرکت‌هایی که افزایش سرمایه با روش سود سهمی بالایی دارند؛ با کاهش ریسک سیستماتیک روبرو هستند.

بر طبق نتایج این پژوهش افزایش سرمایه با روش سود سهمی بهترین روش در تأمین مالی هست که ریسک سیستماتیک شرکت را به صورت قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌دهد. این روش مانع از بالا رفتن اهرم مالی و ریسک ورشکستگی شرکت می‌شود. بر طبق تئوری سلسله مراتبی نیز استفاده از منابع مالی داخلی جهت تأمین سرمایه در اولویت قرار دارد.

۴- بین اندازه شرکت و عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ ارتباط مستقیم و معنی داری وجود دارد. پس می‌توان ادعا کرد که شرکت‌هایی که اندازه بزرگ‌تری دارند؛ با ریسک بالای سیستماتیک روبرو هستند.

۵- بین اهرم مالی شرکت و عدم اطمینان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ ارتباط مستقیم و معنی داری وجود دارد. پس می‌توان ادعا کرد که شرکت‌هایی که میزان اهرم مالی بالایی دارند؛ با ریسک بالای سیستماتیک روبرو هستند. که این امر نیز می‌تواند مربوط به بالا رفتن اهرم مالی، ریسک ورشکستگی و استفاده از بدهی زیاد در ساختار سرمایه می‌باشد؛ زیرا در این صورت تمامی منابع و پتانسیل شرکت صرف خروج از بحران و نجات شرکت از ورشکستگی می‌گردد.

این نتایج با نتایج بدست آمده از تحقیق قالیباف اصل (۱۳۷۲) و اسلامی بیدگلی و جولا (۱۳۸۸) هم‌خوانی دارد. در تحقیق قالیباف اصل (۱۳۷۲) و اسلامی بیدگلی و جولا (۱۳۸۸) نتایج نشان داد استفاده بیشتر از اهرم و استقراض، ریسک سیستماتیک سهام شرکت در بازار بالاتر می‌رود.

۵-۴- محدودیت‌های تحقیق

۵-۴-۱- محدودیت مکانی

با توجه به اینکه در این تحقیق جامعه آماری مورد بررسی فقط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است، لذا نتایج حاصله را نمی‌توان به سایر شرکت‌های مشابه در نقاط دیگر کشور و یا حتی دنیا تعمیم داد زیرا وضعیت اقتصادی و قوانین مالی کشورهای مختلف، متفاوت می‌باشد، بنابراین عدم دسترسی به اطلاعات شرکت‌های خارج از بورس اوراق بهادار تهران محدودیت این تحقیق می‌باشد

۵-۴-۲- محدودیت زمانی

از آنجا که این تحقیق فقط فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۹۱ را مورد بررسی قرار داده است، لذا فقدان اطلاعات مربوط به فعالیت شرکت‌های مورد نظر و شرکت‌های مشابه در سال‌های قبل از زمان تحقیق می‌تواند از نظر نتایج بدست آمده اثر گذار بوده و به عنوان یک محدودیت مهم قلمداد شود.

۵-۴-۳- محدودیت الزامات و تکالیف قانونی

با توجه به اینکه مقررات و قوانین اقتصادی به مقتضای زمان دچار تغییر و تحول می‌گردند، لذا نمی‌توان نتایج بدست آمده از تحقیق را به همه دوره‌های مالی تعمیم داد.

۵-۴-۴- محدودیت گستردگی موضوع ساختار سرمایه

با توجه به اینکه مبحث ساختار سرمایه دارای پیچیدگی‌ها و جوانب بسیاری می‌باشد، بنابراین پرداختن به تمامی آن‌ها در این پژوهش امکان پذیر نبوده و تنها بحث ساختار سرمایه از بعد روش‌های تأمین مالی مورد بررسی قرار گرفته که این مسئله یک محدودیت اساسی محسوب می‌گردد.

۵-۵) پیشنهادها

با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول، دوم به مدیران توصیه می‌شود جهت تأمین مالی از روش‌های افزایش سرمایه به روش استقراض بلند مدت و کوتاه مدت حتی الامکان استفاده نکنند. و منابع داخلی را در اولویت قرار دهند. میزان اهرم مالی و بدهی‌های شرکت را در حد پایینی نگه دارند تا شرکت بتواند با در اختیار داشتن وجوه نقد و منابع مالی کافی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و خرید سهام شرکت‌هایی که سود ده هستند استفاده کند. به سرمایه‌گذاران نیز توصیه می‌شود بر روی شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که اهرم مالی و ریسک ورشکستگی شرکت در حد پایینی است.

۱. با توجه به نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم به مدیران توصیه می‌شود جهت تأمین مالی از روش افزایش سرمایه از منابع داخلی و سود سهمی استفاده نمایند.

۲. با توجه به آزمون فرضیات به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود اگر مسئله ریسک سرمایه‌گذاری برای آنان اهمیت ویژه‌ای دارد بر روی شرکت‌هایی که اهرم مالی پایینی دارند سرمایه‌گذاری نمایند.

۵-۶) پیشنهادهایی برای تحقیق‌های آینده

۱. بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی روابط بین روش‌های تأمین مالی و عدم اطمینان مالی

۲. مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روی روابط بین روش‌های تأمین مالی و عدم اطمینان مالی

۳. بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی و عدم اطمینان مالی طی مراحل چرخه عمر شرکت‌ها و با تقسیم بندی به فرصت‌های رشد بالا و پایین.

۴. بررسی ارتباط بین روش‌های تأمین مالی با معیارهای دیگر مانند؛ ریسک ورشکستگی، ریسک غیر سیستماتیک و ...

فهرست منابع و مآخذ (فارسی)

۱. احمد پور احمد و سلیمی امین، (۱۳۸۹)، «تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله علوم اجتماعی و انسانی*، دانشگاه شیراز شماره ۵۵.
۲. ایزدی نیا، ناصر؛ دستجردی، محسن، (۱۳۸۶)، *ساختار سرمایه بر بازده سهام*، تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره ۳.
۳. تهرانی رضا، (۱۳۸۷)، *مدیریت مالی*، انتشارات نگاه دانش.
۴. جولای، غ. اسلامی بیدگلی، ج. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه ساختار سرمایه با ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." شماره ۸، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران،: ۹۱-۱۱۳.
۵. خلیفه سلطانی، سید احمد. ساعدی، رحمان. اخلاقی، حسن علی. (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت و ابزارهای راهبری شرکت بر ساختار سرمایه با استفاده از مدل توییت"، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی دانشگاه اصفهان*، شماره ۴. صص. ۱۳۵-۱۱۲.
۶. راعی، رضا، (۱۳۸۹)، *مدیریت مالی*، جلد دوم، نشر آگه.
۷. سینایی، حسن علی. سلگی، محمد. محمدی، کامران. (۱۳۹۱). تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی دانشگاه اصفهان*، شماره ۱۰. صص. ۱۰۲-۸۷.
۸. عالی، محمد و معروفانی اصل، جلال، (۱۳۸۷)، «بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دانشگاه تهران شماره ۴۲.
۹. عزیزی، محمد علی. علامه حائری، فریدالدین. (۱۳۹۱). مبانی نظری روش‌های تأمین مالی، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه. *اقتصاد حسابداری و مدیریت مالی*، ۱۰۷-۱۲۹.
۱۰. قالیباف اصل، حسن. ایزدی، سلما (۱۳۸۸). مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس تهران. دانش و توسعه. شماره ۲۶.

۱۱. کشاورزه، س. موسوی، ح. (۱۳۹۱). "بررسی رابطه عوامل ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." فصلنامه مدیریت، ۱۹-۳۶.
۱۲. مایرز استوارت (۱۳۷۳). معمای ساختار سرمایه. ترجمه: فرهاد عبدالله زاده، تهران، مجله تحقیقات مالی، سال اول. شماره دوم. ۷۳-۹۱
۱۳. مصطفوی مقدم، سعید، (۱۳۸۶)، «تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله تحقیقات مالی، دانشگاه تهران، شماره ۱۶.
۱۴. نیکبخت، محمدرضا. مقیمی، علی اکبر (۱۳۹۱) "بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ساختار سرمایه". مجله حسابرس، شماره ۵۶.
۱۵. نیکو مرام، هاشم؛ فریدون رهنمای رود پشته؛ فرشاد هیبتی، (۱۳۸۸)، مبانی مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.
۱۶. وکیلی فرد، حمیدرضا، (۱۳۹۱)، تصمیم‌گیری در مسائل مالی، جلد دوم، انتشارات علمی فوج.

۱۷. Aharony J., H Falk, N Yehuda. Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information. School of Economics and Management Bolzano, Italy ,Working Paper ۲۰۰۶; ۳۴.
۱۸. Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (۲۰۰۸). The determinants of capital structure: capital market oriented versus bank-oriented institutions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ۴۳(۱), ۵۹-۹۲.
۱۹. Balla, A. and Mateus, C. (۲۰۰۲). An Empirical Research on capital structure Choices. University of Pecs / Faculty Business and of economics Working Paper, Hungary.
۲۰. Beasli, R.M., and Bringham, C.C. ۱۹۹۹. Evidence on the existence and determinants of inter-industry differences in leverage. *Financial Management* ۱۱:۱۰-۱۲.
۲۱. Bradley, M., Jarrell, G., and Kim, E.H. (۲۰۰۶). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance* ۳۹:۸۵۷-۸۷۸.
۲۲. Daskalakis, N., & Psillaki, M. (۲۰۰۵). The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms
۲۳. Jaine, M.A., and Khaine, A. ۲۰۰۷. Finance in family business. *Family Business Review* ۹(۴):۳۸۷-۴۰۱.
۲۴. Jon jee, B. ۱۹۹۲. Financial information for decision making: An alternative small firm perspective. *The Journal of Small Business Finance*, ۱: ۲۲۱-۲۳۲.
۲۵. Laarni Bulan, Z. Y) april ۲۰۰۹ .(The Pecking Order Theory and the Firm's Life Cycle *Forthcoming, Banking and Finance Letters*. ۱۶-۱ ,

۲۶. Maryai, R., Holmes, S., Hutchinson, P. & Forsaith, D. ۲۰۰۷. *Small enterprise financial management: Theory and practice*. Sydney, New South Wales: Harcourt Brace.
۲۷. Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (۱۹۹۹). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, ۱۲: ۱۱۳-۱۳۰.
۲۸. Mishkin, M. Z.(۲۰۱۱) .Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt . *Handbook of Corporate Finance* ۸۲-۱ ,
۲۹. Mulaies, s. ۲۰۰۷. determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, ۵(۲), ۱۴۷-۱۷۵.
۳۰. Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. (۱۹۸۴). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics* ۱۳ (۲): ۱۸۷-۲۲۱
۳۱. Rilie, A, G., and Brown, R. ۲۰۰۳. The Canadian small business-bank interface: A recursive model. *Entrepreneurship: Theory and Practice* ۱۸(۴):۵-۲۴.
۳۲. Siti Rahmi Utami, E. L .(۲۰۱۲) .The Relationship between Capital Structure and the Life Cycle of Firms in the Manufacturing Sector of Indonesia *International Research Journal of Finance and Economics*.۲۳-۱ ,
۳۳. Sogorb, F. (۲۰۰۵, December). How SME uniqueness affects capital structure : evidence a ۱۹۹۴-۱۹۹۸ Spanish data panel. *Small business economics*, ۲۵(۵), ۴۴۷-۴۵۷.
۳۴. Weston, J.H., and White, J.F. ۲۰۰۷. A small business is not a little big business. *Harvard Business Review* July–August, ۱۸-۳۲.

Abstract:

This article points to the capital structure and financing methods of the combination of financing resources in the company, including the short-term debts, securities, long-term debt, ordinary and preferred shares. Some companies fail to specify any predetermined program for their capital structure, and only change their capital structure without any definite planning according to the financial decisions made by the financial management. The current research studies the relation of different capital structure (financing methods) and the financial uncertainty within the period of ۱۳۸۷ to ۱۳۹۱ (The four hundred forty nine co.) in the companies admitted for Tehran Stock Exchange Organization. Accordingly, the financing methods (short-term bank loan, long-term bank loan, capital increase by issuing share, and capital increase through interest-dividend) were chosen as independent variables, and financial uncertainty (systematic risk) as dependent variable. The size of company and financial lever are the controlling variables. The data was collected by library method through monitoring the financial statements. The data analysis method was correlation and multiple regression test.

The research results showed that there is a significant relationship between capital structure and financing methods with financial uncertainty, the relation of short-term bank loan and financial uncertainty is direct and weak but the relation of long-term bank loan and financial uncertainty is direct and strong. There is a direct weak relationship between capital increase by issuing shares and financial uncertainty, but an inverse strong relationship with capital increase through interest-dividend. The results related to the controlling variables indicated that there is an inverse significant relation between size of company and financial lever with financial uncertainty.

Keywords: capital structure and Financial Uncertainty, Financing Methods, Bank Load, Issuing Share

لیست شرکت‌های عضو نمونه آماری به تفکیک صنعت

نام شرکت	گروه صنعت	نام شرکت	گروه صنعت
پتروشیمی فارابی	دارویی و شیمیایی	شیشه قزوین	کانی غیر فلزی
پتروشیمی آبادان	دارویی و شیمیایی	پارس سرام	کانی غیر فلزی
پتروشیمی خارک	دارویی و شیمیایی	فراورده‌های نسوز ایران	کانی غیر فلزی
پتروشیمی اصفهان	دارویی و شیمیایی	سیمان تهران	کانی غیر فلزی
پتروشیمی اراک	دارویی و شیمیایی	شیشه و گاز	کانی غیر فلزی
داروسازی جابر بن حیان	دارویی و شیمیایی	فراورده‌های نسوز آذر	کانی غیر فلزی
داروسازی فارابی	دارویی و شیمیایی	سیمان صوفیان	کانی غیر فلزی
داروسازی اکسیر	دارویی و شیمیایی	کاشی پارس	کانی غیر فلزی
داروسازی زهراوی	دارویی و شیمیایی	کاشی حافظ	کانی غیر فلزی
دارویی و بهداشتی لقمان	دارویی و شیمیایی	تولیدی کاشی تکسرام	کانی غیر فلزی
ایران دارو	دارویی و شیمیایی	سیمان ارومیه	کانی غیر فلزی
دکتر عبیدی	دارویی و شیمیایی	سیمان سپاهان	کانی غیر فلزی
البرز دارو	دارویی و شیمیایی	سیمان شاهرود	کانی غیر فلزی
سینا دارو	دارویی و شیمیایی	سیمان هگمتان	کانی غیر فلزی
پارس دارو	دارویی و شیمیایی	سیمان اصفهان	کانی غیر فلزی
تولید دارو	دارویی و شیمیایی	تولیدی پمپ پارس	ماشین‌آلات و تجهیزات
نعبیران	دارویی و شیمیایی	بلبرینگ سازی ایران	"
صنایع شیمیایی سینا	دارویی و شیمیایی	صنعتی و تولیدی اتمسفر	ماشین‌آلات و تجهیزات
پاکسان	دارویی و شیمیایی	آبسال	"
معدنی املاح ایران	دارویی و شیمیایی	تراکتورسازی ایران	ماشین‌آلات و تجهیزات
الیاف	دارویی و شیمیایی	تولیدی بهمن	"
کربن ایران	دارویی و شیمیایی	ارج	"
کف	دارویی و شیمیایی	لوازم خانگی پارس	"

نام شرکت	گروه صنعت	نام شرکت	گروه صنعت
ایران خودرو دیزل	خودرو و ساخت قطعات	بیسکویت گرجی	غذایی و آشامیدنی
لنت ترمز ایران	خودرو و ساخت قطعات	بهنوش ایران	غذایی و آشامیدنی
ایران خودرو	خودرو و ساخت قطعات	شیر پاستوریزه پگاه اصفهان	غذایی و آشامیدنی
صنعتی نیرو محرکه	خودرو و ساخت قطعات	ویتانا	غذایی و آشامیدنی
سایپا دیزل	خودرو و ساخت قطعات	صنعتی مینو	غذایی و آشامیدنی
چرخش گر	خودرو و ساخت قطعات	فراورده‌های غذایی مشهد	غذایی و آشامیدنی
سایپا	خودرو و ساخت قطعات	دشت مرغوب	غذایی و آشامیدنی
صنعتی محور سازان ایران خودرو	خودرو و ساخت قطعات	صنعتی بهشهر	غذایی و آشامیدنی
فنر سازی زر	خودرو و ساخت قطعات	کیوان	غذایی و آشامیدنی
زامباد	خودرو و ساخت قطعات	کشت و صنعت گرگان	غذایی و آشامیدنی
صنایع ریخته‌گری ایران	خودرو و ساخت قطعات	صنعتی بهپاک	غذایی و آشامیدنی
پارس خودرو	خودرو و ساخت قطعات	سالمین	غذایی و آشامیدنی
رادپاتور ایران	خودرو و ساخت قطعات	کشت و صنعت پیادر	غذایی و آشامیدنی
رینگ سازی مشهد	خودرو و ساخت قطعات	صنعتی ناب	غذایی و آشامیدنی
فنر سازی خاور	خودرو و ساخت قطعات	فند نقش جهان	غذایی و آشامیدنی
آهن‌گری تراکتور سازی ایران	خودرو و ساخت قطعات	نساجی غرب	منسوجات
ریخته‌گری تراکتور سازی ایران	خودرو و ساخت قطعات	یزد باف	منسوجات
سایپا آذین	خودرو و ساخت قطعات	ایران مریوس	منسوجات
مهر کام پارس	خودرو و ساخت قطعات	نساجی قائم شهر	منسوجات
الکترونیک خودرو شرق	خودرو و ساخت قطعات	نساجی بروجرد	منسوجات
فند مرودشت	غذایی و آشامیدنی	ایران پوپلین	منسوجات
روغن نباتی پارس	غذایی و آشامیدنی	بافت آزادی	منسوجات
خوراک دام پارس	غذایی و آشامیدنی		