

مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه

دکتر عبدالمهدی انصاری

دانشیار دانشگاه ولی عصر (عج)

نسرین یوسف زاده

عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه ولی عصر (عج)

زهرا زارع

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه ولی عصر (عج)

چکیده

روش‌های تامین مالی برای تداوم فعالیت و اجرای پروژه‌های سودآور در فرایند رشد شرکت بسیار موثرند و موجب ادامه‌ی حیات شرکت‌ها در بازارهای رقابتی می‌شوند. تامین مالی به روش‌های مختلف کوتاه‌مدت و بلندمدت صورت می‌گیرد و شرکت‌ها می‌توانند منابع مالی خود را از داخل شرکت (برای نمونه از محل سود انباشته) یا خارج از شرکت (از طریق انتشار سهام یا بدهی) تامین کنند. هدف اصلی شرکت‌ها افزایش ارزش شرکت و بیشینه‌سازی ثروت سهامداران است و بدین منظور از روش‌هایی استفاده می‌کنند که آن‌ها را در رسیدن به این مهم یاری کند. این مقاله به مروری بر نظریه‌های موجود در زمینه‌ی ساختار سرمایه پرداخته است. نظریه‌های ساختار سرمایه به دو بخش کلی نظریه‌های سنتی و نوین تقسیم می‌شوند. به طور کلی کانون توجه همه این نظریه‌ها به تاثیر نوع منبع تامین مالی بر ارزش شرکت بر می‌گردد.

واژگان کلیدی: ساختار سرمایه، ارزش شرکت، تئوری توازن ثابت، تئوری سلسله

مراتبی، تئوری هزینه‌های نمایندگی، تئوری زمان‌بندی بازار

مقدمه

محیطی که شرکت‌های ما اکنون در آن فعالیت می‌کنند محیطی است در حال رشد و بسیار رقابتی و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید می‌باشند. شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند. تصمیمات مربوط به تامین مالی موسسه، از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت مالی است تا جایی که این گونه تصمیمات به علت آثاری که بر ساختار مالی شرکت‌ها و منابع سرمایه‌گذاران دارند جزء تصمیمات استراتژیک موسسه تلقی می‌گردند. ساختار سرمایه از ترکیب بهینه‌ی بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تامین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها تشکیل می‌گردد.

ساختار سرمایه

ساختار سرمایه‌ی یک شرکت ترکیبی از بدهی‌های کوتاه‌مدت، بدهی‌های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام می‌باشد که بوسیله‌ی آن دارایی‌های شرکت تامین مالی شده است که شامل ارقام سمت چپ ترازنامه می‌باشد. کوپر^۱ ساختار سرمایه را به عنوان نسبت اوراق بهادار قدیمی‌تر (دارای رتبه بیشتر) به جمع سرمایه‌گذاری‌ها تعریف می‌کند. هازی^۲ اعتقاد دارد که ساختار سرمایه تعادل بین سهام عادی، سهام ممتاز و زیر مجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و ترکیب استقراض شرکت است که واحد تجاری برای تامین دارایی‌های خود از آن‌ها استفاده می‌کند [۷]. بلکویی^۳ ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند. وی ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده‌ی عمومی،

سرمایه‌گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره و ... می‌داند که معمولاً از طریق نسبت‌هایی مانند نسبت بدهی به مجموع دارایی‌ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود [۷].

روش‌های تامین مالی

واحدهای تجاری منابع مالی مورد نیاز را از دو بخش منابع مالی داخلی (سود انباشته و اندوخته‌ها) و منابع مالی خارجی (استقراض و انتشار سهام) تامین می‌نمایند. انجام فعالیت‌های تامین مالی مسائل هزینه‌ی سرمایه و ساختار سرمایه را به دنبال دارد. تامین مالی عملیات از وجوه داخلی (سود انباشته و اندوخته‌ها) به دلیل اینکه مالیات آن قبلاً پرداخت شده است همیشه برای شرکت ارزان‌تر از سهام عادی تمام می‌شود. تامین مالی از طریق سود انباشته شرکت، هزینه‌ی انتشاری در بر ندارد (مگر در حالت افزایش سرمایه از این محل) لذا می‌تواند برای سهامدار بهتر باشد [۵].

از جمله مزایای استفاده از بدهی عبارتست از: بهره‌ی بدهی مالیات‌کاه است و همین امر باعث می‌شود که هزینه موثر وام کاهش یابد، بازپرداخت بدهی در دوران تورم ارزان‌تر است، به دلیل اینکه وام‌دهندگان دارای حق رای نمی‌باشند، سهامداران می‌توانند با پول کمتر کنترل بیشتری را بر شرکت اعمال نمایند، بدهی بلندمدت می‌تواند ثبات مالی آتی شرکت را حفظ نماید. از جمله معایب نیز پرداخت هزینه‌ی بهره صرف‌نظر از سود یا زیان و پرداخت اصل بدهی در سررسید می‌باشد. همچنین استفاده بیش از حد بدهی، ریسک ساختار سرمایه را افزایش می‌دهد و باعث ایجاد مسائلی مانند احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت بدهی می‌شود [۳].

سهام ممتاز سهامی است که نسبت به سایر انواع سهام دارای امتیازاتی باشد. مزایای سهام ممتاز برای ناشر آن عدم وجود سررسید و سود سهام نازل است. این مزایا ممکن است بر معایبی نظیر هزینه‌ی بالاتر و مالیات‌کاه نبودن سود سهام ممتاز غلبه کند. مزایای استفاده از سهام عادی به شرح زیر است: سهام عادی سررسید مشخصی ندارد، الزام به پرداخت سود سهام وجود ندارد، در مقایسه با استفاده از بدهی، انتشار سهام عادی درجه‌بندی اعتباری

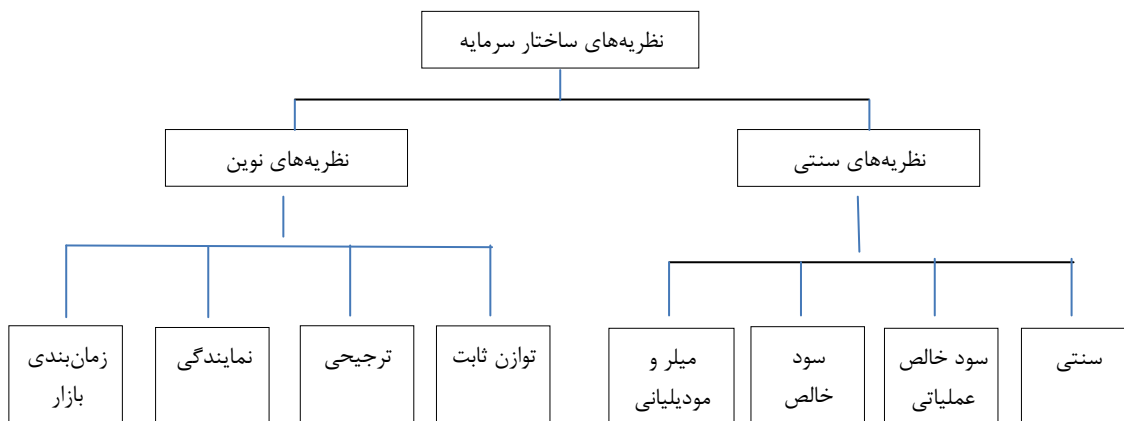
شرکت را بهبود می‌بخشد و از جمله معایب آن موارد زیر می‌باشد: سود سهام عادی مالیات‌کاه نیست، سهام عادی در مقابل سایر اوراق بهاداری که شرکت منتشر می‌کند دارای بالاترین هزینه‌ی سرمایه است، میزان مالکیت با انتشار سهام عادی کاهش می‌یابد و هزینه‌ی انتشاری که در عرضه سهام وجود دارد بیشتر از هزینه‌های انتشار سهام ممتاز و بدهی است [۹].

بکارگیری هر یک از این روش‌ها یا هرگونه ترکیبی از آن‌ها، بیانگر الگوی ساختار سرمایه شرکت است. استفاده از هر روشی دارای محاسن و معایب خاصی است. مدیران نسبت به ترکیب این منابع بسیار حساس هستند. اما سوال این است که شرکت چقدر باید از بدهی استفاده کند؟ آیا معیار مشخصی برای میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت وجود دارد؟ [۸]. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف پیشینه‌سازی ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه‌ی منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر ارزش شرکت به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه‌ی تامین مالی شوند. هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه که حداکثر کردن ارزش بازار شرکت می‌باشد، از طریق ترکیب مناسب منابع مالی شرکت حاصل می‌گردد. این ترکیب که ساختار بهینه سرمایه نام دارد، متوسط هزینه‌ی سرمایه شرکت را نیز حداقل می‌سازد. هزینه‌ی سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید بدست آورد تا بازده سرمایه‌گذاران و تامین‌کنندگان سرمایه شرکت برآورده شود و ارزش شرکت تغییر نکند. ارزش کل شرکت را نیز می‌توان به صورت زیر تعیین نمود [۱۲]:

$$V_{\text{کل شرکت}} = V_{\text{بدهی}} + V_{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

به ساختار سرمایه‌ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن برساند یا هزینه‌ی کل سرمایه را به حداقل ممکن برساند ساختار بهینه‌ی سرمایه می‌گویند. در ادبیات مالی در مورد وجود یا عدم وجود ساختار سرمایه‌ی بهینه تحقیقات متعددی صورت گرفته و نظریه‌ها و استدلال‌های ضد و نقیضی بیان شده است. تاکید اصلی این نظریه‌ها آن است که آیا شرکت واقعاً می‌تواند با تغییر ترکیب وجوه مورد استفاده، بر نحوه‌ی ارزیابی و هزینه‌ی

سرمایه شرکت تاثیر بگذارد یا خیر [۳]. تقسیم‌بندی کلی این نظریه‌ها در نمایشگر زیر ارائه شده است:

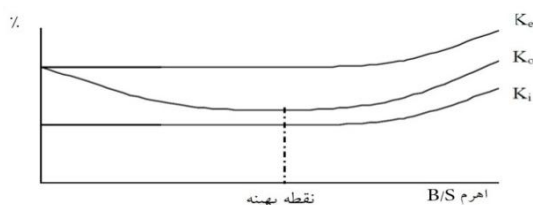


نظریه‌های سنتی ساختار سرمایه:

۱. تئوری سنتی^۴

اساس این تئوری بر این است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می‌توان ارزش شرکت را از طریق استفاده فزاینده از اهرم افزایش داد. در واقع این نظریه پیشنهاد می‌کند که در استفاده بیشتر از بدهی، هزینه سرمایه ابتدا کاهش می‌یابد و سپس به علت افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، افزایش می‌یابد. در این تئوری دامنه‌ای را که در آن هزینه سرمایه حداقل است را دامنه بهینه اهرم مالی می‌نامند و ساختار سرمایه‌ای که در این دامنه قرار می‌گیرد بهینه است [۸]. در شکل ۱ تئوری سنتی به شکل نمودار نشان داده شده است. فرض شده است که هزینه سهام عادی (K_E) با آهنگی فزاینده نسبت به درجه اهرم افزایش می‌یابد. در حالی که هزینه بدهی (K_D) تنها پس از استفاده زیاد از اهرم شروع به افزایش می‌کند. ابتدا میانگین موزون هزینه سرمایه (K_0) کاهش می‌یابد، زیرا که افزایش (K_E) استفاده از بدهی ارزان‌تر را کاملاً خنثی نمی‌کند. در نتیجه (K_E) با استفاده معقول از اهرم شروع به کاهش می‌کند و پس از حد معینی افزایش (K_E) بیش از منافع حاصل از استفاده از بدهی ارزان‌تر می‌شود، و (K_0) شروع به افزایش می‌کند. این افزایش همچنانکه K_D

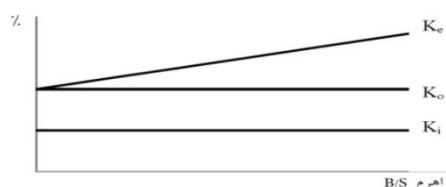
شروع به افزایش می‌کند ادامه می‌یابد. ساختار سرمایه مطلوب نقطه‌ای است که هزینه‌ی سرمایه شرکت در آن حداقل می‌شود. در شکل فوق نقطه X همان ساختار مطلوب و یا نسبت بهینه بدهی به سهام عادی را نشان می‌دهد [۱۲].



شکل ۱. هزینه سرمایه به روش سنتی

۲. نظریه سود عملیاتی خالص^۵

طبق این نظریه هزینه سرمایه شرکت مستقل از درجه اهرم مالی شرکت می‌باشد. به عبارت دیگر میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه تاثیری بر ارزش شرکت ندارد [۸]. افزایش وجوه ارزان قیمت به وسیله اهرم دقیقاً بوسیله افزایش هزینه سهام عادی خنثی می‌شود. بنابراین، میانگین موزون هزینه سرمایه (K_o) و هزینه بدهی (K_i) در تمام سطوح درجه اهرم بدون تغییر باقی می‌ماند. این روش موکداً بیان می‌کند که هیچ ساختار سرمایه مطلوبی وجود ندارد [۱۲].

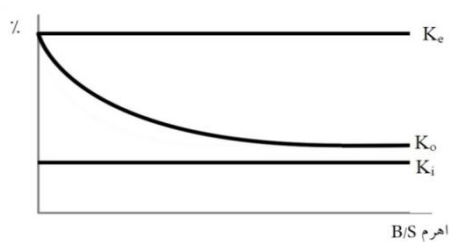


شکل ۲. هزینه سرمایه به روش سود عملیاتی خالص

۳. نظریه سود خالص^۶

بر خلاف روش سود عملیاتی خالص، روش سود خالص مدعی است که میانگین موزون هزینه سرمایه (k_o) و ارزش بازار آن، تحت تاثیر اهرم مورد استفاده شرکت قرار می‌گیرد و هزینه‌ی سرمایه شرکت در اثر استفاده از بدهی کاهش یافته و در واقع ارزش

شرکت افزایش می‌یابد. با توجه به فرض اساسی این روش مبنی بر اینکه (K_i) و (K_e) ثابت بوده، با افزایش اهرم هزینه سرمایه کل شرکت کاهش می‌یابد و به (K_i) نزدیک می‌شود، در نتیجه ارزش شرکت افزایش خواهد یافت. طبق این روش، ساختار سرمایه بهینه در منتهی‌الیه سمت راست شکل (۲-۳) حاصل می‌شود [۱۲].

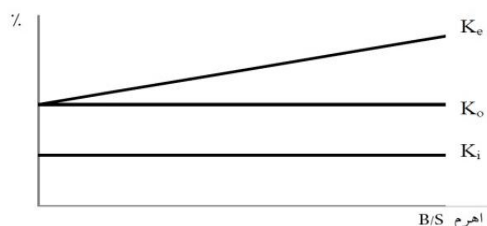


شکل ۳. هزینه سرمایه به روش سود خالص

۴. تئوری میلر و مودیلیانی

میلر و مودیلیانی^۷ (۱۹۵۸) با مقاله‌ی مشهور خود به نظریه‌ی سنتی تاختند و اساس تئوری مدرن ساختار سرمایه را پایه‌گذاری کردند [۱۶]. آن‌ها ابراز نمودند که تحت مفروضات خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه و جایگزینی منابع تامین مالی داخلی با خارجی، مدیران نمی‌توانند صرفاً بواسطه‌ی ایجاد تغییر در ترکیب منابع تامین مالی، ارزش شرکت را تغییر دهند. به عبارت دیگر ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه آن است و انتخاب روش تامین مالی در تعیین ارزش شرکت، اطلاعاتی نامربوط محسوب می‌شود [۴]. این نظریه که به نظریه‌ی اولیه میلر و مودیلیانی معروف است به شرح زیر بیان گردیده است:

"با فرض عدم وجود مالیات بر درآمد، ارزش یک شرکت بدهی‌دار (اهرمی)، با ارزش یک شرکت فاقد بدهی (غیر اهرمی) برابر است."



شکل ۴. هزینه‌ی سرمایه در ارتباط با نسبت بدهی بدون در نظر گرفتن مالیات

با اینکه نظریات میلر و مودیلیانی از لحاظ تئوریک منطقی به نظر می‌رسید، اما وجود مالیات در دنیای واقعی نظریات این دو اندیشمند را اندکی غیر واقع‌بینانه جلوه می‌داد و قادر به تشریح یافته‌های تجربی در زمینه ساختار سرمایه شرکت‌ها نبود. لذا اندکی بعد در سال ۱۹۶۳ این دو اندیشمند با لحاظ نمودن عامل مالیات بر درآمد شرکت در نظریات اولیه‌ی خود تجدید نظر نمودند و نظریه جدیدی را ارائه دادند.

در نظریه‌ی جدید (که به نظریه دوم میلر و مودیلیانی معروف است) میلر و مودیلیانی چنین استدلال نمودند که نظر به اینکه استقراض برای شرکت مزیت مالیاتی ایجاد می‌کند، منطقاً باید انتظار داشت شرکت‌ها از بین منابع مختلف تامین مالی ترجیحاً از استقراض استفاده کنند؛ زیرا استفاده بیشتر از استقراض موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. به عبارت دیگر، زمانی که استقراض مزیت مالیاتی برای شرکت ایجاد می‌کند، ارزش شرکت تابع مستقیم میزان استقراض یا اهرم مالی می‌باشد [۱۲].

تأثیر اهرم بر روی رفتار سهام عادی در بازار از روی فرمول نهایی میلر و مودیلیانی که در زیر آمده است قابل پیش‌بینی است:

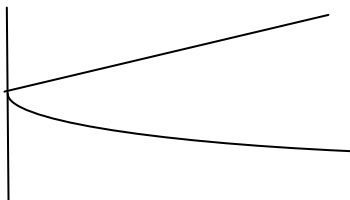
$$V_U = V_L - TD \quad (\text{فرمول ۳})$$

$$V_U = \text{ارزش شرکت غیر اهرمی}$$

$$V_L = \text{ارزش شرکت اهرمی و}$$

$$TD = \text{ارزش سپر مالیاتی}$$

K_e



$$\frac{K_0}{K_i}$$

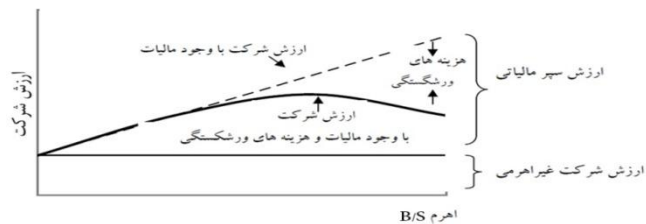
شکل ۵. هزینه‌ی سرمایه در ارتباط با نسبت بدهی با فرض وجود مالیات

نواقص بازار سرمایه

میلر و مودیلیانی علاوه بر مالیات، یکی دیگر از مفروضات اصلی خود را کامل بودن بازار سرمایه عنوان نمودند اما این مفروضات با عالم واقع سازگار نیست و دارای نقص‌هایی می‌باشد که سبب خواهد شد این نظریه درست نباشد. این نواقص به شرح زیر می‌باشد:

الف) هزینه‌های ورشکستگی

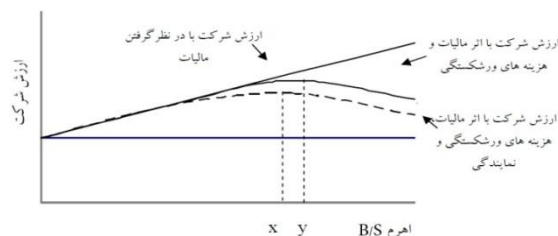
یکی از نواقص مهم تاثیرگذار بر ساختار سرمایه هزینه‌های ورشکستگی است. هزینه‌ی ورشکستگی به هزینه‌هایی اطلاق می‌شود که باعث قرار گرفتن شرکت در تنگنای مالی و در نتیجه ورشکستگی آن می‌شود. در بازار سرمایه کامل، هیچ هزینه‌ی وابسته به ورشکستگی وجود ندارد. اما در دنیای واقعی در رابطه با ورشکستگی هزینه‌های قابل ملاحظه‌ای وجود دارد. وقتی نسبت بدهی به سهام از حد معینی تجاوز کند، ضریب احتمال ورشکستگی بیشتر می‌شود و هزینه‌ی مورد انتظار ورشکستگی افزایش می‌یابد و در نتیجه بر ارزش شرکت و هزینه‌ی سرمایه آن تاثیر منفی خواهد گذاشت. با در نظر گرفتن هزینه‌های ورشکستگی، ساختار سرمایه به صورت نتیجه‌ای از تهاوتر منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های ورشکستگی در می‌آید [۱۱].



شکل ۶. ارزش شرکت با وجود مالیات و هزینه‌های ورشکستگی

ب) هزینه‌های نمایندگی

بستانکاران و اعتباردهندگان معمولاً مایلند راه‌هایی برای به کنترل درآوردن سهامداران به منظور جلوگیری از ضایع شدن حقوق خود در شرکت اعمال کنند. اعمال چنین شیوه‌هایی مستلزم هزینه است که یکی از اشکال هزینه‌ی نمایندگی است. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) نظریه‌ی پیشرفته‌ای راجع به هزینه‌های نمایندگی ارائه داده‌اند. آن‌ها نشان دادند که صرف‌نظر از این که چه کسی هزینه‌های نمایندگی را انجام می‌دهد، این گونه هزینه‌ها توسط سهامداران تحمل می‌شود. صاحبان بدهی که هزینه‌های نظارت را پیش‌بینی می‌کنند، هزینه‌ی بهره‌ی بالاتری طلب می‌کنند. هر چه احتمال هزینه‌ی نظارت بیشتر باشد، با فرض ثابت بودن سایر عوامل هزینه‌ی بهره، بالاتر و ارزش شرکت کم‌تر خواهد شد. وجود هزینه‌های نظارت به عنوان محرک منفی برای صدور بدهی عمل می‌کند. اگر بازار سرمایه کامل بود و ما در دنیای بدون مالیات زندگی می‌کردیم و تنها هزینه‌های نظارت وجود داشت، شرکت تمایلی به ایجاد بدهی نداشت. اما در دنیای واقعی با وجود مالیات ایجاد بدهی مقرون به صرفه است. اما هزینه‌هایی چون ورشکستگی و هزینه‌ی نمایندگی، کنترل و سقفی برای استفاده از بدهی است. در شکل زیر ساختار مطلوب سرمایه در X بدست می‌آید. در حالی که وقتی تاثیر تنها مالیات و ورشکستگی در نظر گرفته شود به نقطه Y منتقل می‌شود [۱۲].



شکل ۷. ارزش شرکت با وجود مالیات، هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی

• نظریه‌های نوین ساختار سرمایه:

متعاقب انتشار نظریات انقلابی میلر و مودیلیانی در سال‌های ۱۹۵۸ و ۱۹۶۳ و مشاهده‌ی رفتار متناقض شرکت‌ها، برای توجیه عدم اتکای صد درصد شرکت‌ها به

استقراض در تامین منابع مورد نیاز و تشریح تفاوت نسبت‌های بدهی شرکت‌ها، تئوری و فرضیه‌های متعددی ارائه شده است که در زیر به آن‌ها اشاره شده است:

۵. تئوری توازن ثابت یا پایدار^۸

در این مدل فرض بر این است که واحد تجاری داری یک هدف از پیش تعیین شده در ساختار سرمایه است که از ایجاد توازن میان منافع (مزایای بدهی شامل کاهش مالیاتی و نیز کاهش مشکلات جریان‌های نقدی آزاد) و هزینه‌های تامین مالی (هزینه‌های بدهی شامل هزینه‌های بحران مالی - بحران مالی به هزینه‌های ورشکستگی، تجدید سازمان و هزینه‌های نمایندگی برمی‌گردد که ناشی از به خطر افتادن اعتبار شرکت در تحصیل وام است - و هزینه‌های ناشی از تعارضات نمایندگی سهامداران و بستانکاران) حاصل شده است. استفاده مطلوب از این روش مستلزم شناخت کاملی از هزینه‌های مربوط به روش‌های تامین مالی مختلف است [۶].

۶. تئوری ترجیحی (سلسله مراتبی)^۹

مدیران یا افراد داخل شرکت درباره‌ی چشم‌اندازهای آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون سازمانی در اختیار دارند که به این پدیده عدم تقارن اطلاعاتی گفته می‌شود. امکان عدم تقارن اطلاعات، رویکردهای متعددی را برای تشریح وجود ساختار مطلوب سرمایه پدید آورده است:

اولین رویکرد بیان می‌کند که تعیین ساختار سرمایه، نوعی علامت دادن به افراد بیرون از شرکت درباره‌ی اطلاعاتی است که در دسترس افراد درون شرکت می‌باشد. تامین مالی از طریق بدهی، بیانگر آینده مطلوب شرکت است، اما اگر شرکت از راه انتشار سهام جدید تامین مالی نماید، نوعی علامت منفی درباره‌ی آینده‌ی شرکت قلمداد می‌شود. تحقیق در این زمینه توسط راس^{۱۰} (۱۹۷۷) شروع شد [۱۲].

دومین رویکرد به منظور تعدیل ناکارآمدی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت ایجاد شده است. مایرز و ماجلوف^{۱۱} (۱۹۸۴) نشان دادند که اگر سرمایه‌گذاران در باره ارزش واقعی شرکت اطلاعات کمتری نسبت به افراد داخل شرکت در اختیار داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهام شرکت را درست قیمت‌گذاری نکنند. اگر شرکت ناگزیر باشد پروژه‌های جدید خود را از محل انتشار سهام تامین مالی کند، ممکن است قیمت‌گذاری کمتر از واقع بازار به حدی شدید باشد که سرمایه‌گذاران جدید ارزشی بیش از ارزش فعلی خالص پروژه جدید بدست آورند و در نتیجه، سهامداران فعلی زیان ببینند [۱۲]. در چنین شرایطی شرکت‌ها تامین مالی درون‌سازمانی را بر تامین مالی برون‌سازمانی ترجیح می‌دهند. شرکت‌ها به منظور جبران انحراف اندک از جریان نقدی مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های خود ابتدا از فروش اوراق بهادار کوتاه مدت استفاده می‌کنند و در نهایت در نحوه تعیین روش‌های تامین مالی خود از روش‌های کم هزینه‌تر (استقراض) و در آخر به انتشار سهام و روش‌های پر هزینه‌تر می‌پردازند [۶].

۸. تئوری هزینه‌های نمایندگی^{۱۲}

تئوری هزینه‌های نمایندگی که برای اولین بار توسط جنسن و مک‌لینگ^{۱۳} در سال ۱۹۷۶ مطرح شد، بیان می‌کند که ساختار سرمایه بهینه بوسیله هزینه‌های نمایندگی که شامل انتشار سهام و بدهی است تعیین می‌گردد [۱۴]. جنسن و مک‌لینگ در چارچوب واحد اقتصادی دو نوع تضاد منافع را شناسایی می‌کنند: الف) تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و ب) تضاد منافع بین سهامداران و دارندگان اوراق بدهی شرکت [۱۴].

به دلیل واگرایی تصمیمات مدیران از تصمیمات سهامداران جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) بیان داشتند که هزینه‌های نمایندگی سهام از تفکیک مالکیت و کنترل شرکت ناشی می‌شود؛ لذا مدیران قادر به تصرف سود غیرعملیاتی حاصل از فعالیت‌هایی که در جهت ازدیاد سود عملیاتی انجام داده‌اند نیستند و به موجب آن مدیران به جای افزایش ارزش شرکت تمایل دارند که منافع (مطلوبیت) خود را حداکثر سازند [۱۶].

همچنین اعتباردهندگان نیز مایلند برای حفظ حقوق خود، در شرکتی که اعتبار می‌دهد، نظارت‌هایی را اعمال کنند. اعمال نظارت نیازمند هزینه است و این موضوع یکی از اشکال هزینه‌ی نمایندگی است. هرچه سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه افزایش یابد، هزینه‌های نمایندگی نیز افزایش می‌یابد و چنانچه هزینه‌های نمایندگی از اندازه‌ی مشخصی فراتر برود باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. اما به سبب مزیت مالیاتی، افزایش بدهی‌ها به افزایش ارزش شرکت می‌انجامد [۱]. بدین ترتیب، به نظر جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) می‌توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی بدهی، به یک ساختار مطلوب سرمایه دست پیدا کرد.

۹. تئوری زمان‌بندی بازار^{۱۴}

یکی از تئوری‌هایی که اخیراً در توضیح تصمیمات ساختار سرمایه بنگاه‌ها با استفاده از مشکل اطلاعات نامتقارن بیان شده است، تئوری زمان‌بندی بازار می‌باشد که توسط بیکر و ورگلر^{۱۵} (۲۰۰۲) مطرح شده است.

بیکر و ورگلر تئوری زمان‌بندی را به طور ساده به شکل زیر بیان کردند:

"ساختار سرمایه در اثر نتایج انباشته تلاش‌های گذشته برای زمان‌بندی بازار اوراق مالکانه شکل می‌گیرد." [۱۶].

تئوری زمان‌بندی بازار در متون مالی به طور فراوان مورد استفاده قرار گرفته است. به طور مثال، لوکاس و مک‌دونالد^{۱۶} (۱۹۹۰) بر مبنای عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران الگوی زمان‌بندی انتشار سهام را ارائه کرده‌اند. در این الگو فرض بر این است که شرکت‌ها پس از تجربه افزایش غیرعادی و با اهمیت قیمت سهام، به انتشار سهام روی می‌آورند. همچنین مدیران سعی می‌کنند که بازارهای سهام را بر مبنای اطلاعات خصوصی مرتبط با ارزش آتی شرکت زمان‌بندی و بازارهای بدهی را بر مبنای اطلاعات عمومی زمان‌بندی کنند. اگر مدیران به هنگام زمان‌بندی بازار بدهی، از اطلاعات عمومی بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران برخوردار نباشند، استراتژی زمان‌بندی نمی‌تواند خلق ارزش کند. به علاوه، مدیریت شرکت‌ها ممکن است بازارهای بدهی را بر مبنای اطلاعات

خصوصی مرتبط با رتبه اعتباری آتی شرکت، زمان‌بندی کند. مدیران شرکت‌ها ممکن است در مقایسه با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات بهتری راجع به تغییرات آتی رتبه اعتباری شرکت باشند. در این حالت، زمانی که مدیران انتظار داشته باشند رتبه اعتباری شرکت در طی دوره‌های آتی بهبود می‌یابد، به انتشار بدهی‌های کوتاه‌مدت و در غیر این صورت به انتشار اوراق بدهی بلندمدت روی می‌آورند [۱۵].

در عمل زمان‌بندی بازار اوراق مالکانه به نظر می‌رسد که یکی از جنبه‌های مهم خط‌مشی مالی شرکت‌های سهامی است. اهمیت عامل مزبور به نوسانات بازار سهام و اوراق قرضه بستگی دارد و هرچه این نوسانات شدیدتر باشد، اهمیت عامل زمان‌بندی نیز بیشتر خواهد بود [۲].

بر اساس تئوری زمان‌بندی بازار، شرکت‌ها پس از افزایش قیمت سهام به انتشار سهام روی می‌آورند زیرا در این شرایط می‌توانند سرمایه مبتنی بر سهام خود را به راحتی افزایش دهند، بنابراین بازده سهام و شرایط بازار بدهی نقش مهمی را در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت ایفا می‌کند [۱۰]. سالمن و آلتی^{۱۷} (۲۰۱۲) نیز معتقدند که شرکت‌ها زمانی سهام منتشر می‌کنند که بازده آن بالاست. آن‌ها دریافتند که بازده سهام شرکت‌ها، رفتار انتشار سهام را در مقایسه با دیگر عوامل موثر در خط‌مشی مالی، بهتر توصیف می‌نماید [۱۸]. به عبارت دیگر، نتیجه‌ی اصلی تئوری زمان‌بندی بازار این است که اولین عامل تعیین‌کننده‌ی تصمیمات ساختار سرمایه شرکت قیمت‌گذاری نادرست و نامناسب ابزارهای بدهی و سهام در زمانی است که شرکت به تامین مالی نیاز دارد [۱۷].

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

اگر چه اکثر تحقیقات تجربی مرتبط با الگوی ساختار سرمایه در بازار سرمایه امریکا و چند کشور توسعه یافته دیگر نظیر انگلستان و ژاپن صورت گرفته است اما موضوع ساختار سرمایه در اقتصاد بازار کشورهای در حال توسعه نیز اهمیت و جایگاه خود را دارد. متأسفانه به دو دلیل زیر این موضوع در نظام اقتصادی کشورهای در حال توسعه در هاله‌ای از ابهام باقی مانده است. اول اینکه؛ اقتصادهای در حال توسعه، اهمیت اندکی را به نقش

واحدهای اقتصادی در فرایند توسعه اقتصادی قائل می‌شوند. دوم اینکه؛ تقریباً تا دو دهه‌ی اخیر، واحدهای اقتصادی در اغلب کشورهای کمتر توسعه یافته در انتخاب گزینه‌های منابع تامین سرمایه مورد نیاز خود با محدودیت اساسی مواجه بوده‌اند. از جمله این محدودیت‌هایی توان به حاکمیت اقتصاد دولتی و سلب رقابت از واحدهای اقتصادی غیر دولتی، عدم توسعه بازار و محدود بودن منابع تامین مالی اشاره کرد [۴].

تئوری‌های موجود در خصوص الگوی ساختار سرمایه عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب نسبت بدهی مناسب (ساختار مطلوب سرمایه) دخیل می‌دانند که در جدول ۱ ارائه شده است اما تاکنون تئوری واحدی شکل نگرفته است که قادر باشد معمای ساختار سرمایه را حل کند. به هر حال تحقیقات در زمینه‌ی ساختار بهینه سرمایه همچنان ادامه دارد و هر تحقیقی از زاویه‌ای خاص به بررسی ساختار سرمایه می‌پردازد. بررسی ساختار سرمایه به شرکت کمک می‌کند تا با توجه به شرایط موجود، ترکیبی از تامین مالی را انتخاب کند که بیشترین بازده را با حداقل هزینه‌ی سرمایه داشته باشد.

جدول ۱. خلاصه‌ای از تئوری‌های ساختار سرمایه

نتیجه تئوری	طبق این تئوری ساختار بهینه سرمایه ...	تئوری
تئوری سنتی ادعا می‌کند که بدهی به عنوان منبع تامین مالی شرکت به طور کلی ارزان‌تر و کم هزینه‌تر از سهام است. با این فرض که هزینه‌ی بدهی و سرمایه ثابت باشد، شرکت می‌تواند با استفاده از بدهی‌ها به جای سهام جدید متوسط هزینه‌ی سرمایه را کاهش دهد.	وجود دارد	سنتی
نظریه‌ی درآمد عملیاتی خالص بر این اعتقاد است که واحد انتفاعی با استفاده از اهرم مالی قادر به تاثیرگذاری بر روی کل هزینه‌ی سرمایه نیست و این امر به دلیل افزایش حساسیت سهامداران به بالاتر رفتن میزان بدهی در ساختار سرمایه است.	وجود ندارد	سود عملیاتی خالص
نظریه‌ی درآمد خالص بر این نکته استوار است که بنگاه اقتصادی می‌تواند با استفاده از بدهی هزینه‌ی سرمایه خود را کاهش دهد.	وجود دارد	سود خالص

با فرض عدم وجود مالیات بر درآمد، ارزش یک شرکت بدهی‌دار (اهرمی)، با ارزش یک شرکت فاقد بدهی (غیر اهرمی) برابر است.	وجود ندارد	میلر و مودیلیانی (نظریه اول، بدون در نظر گرفتن مالیات)
با فرض وجود مالیات ($T > 0$)، بین هزینه سرمایه و اهرم ارتباط معکوس وجود دارد و با افزایش اهرم میزان هزینه سرمایه کاهش پیدا می‌کند. میلر و مودیلیانی با فرض وجود مالیات تجویز کردند که شرکت‌ها برای حداکثر کردن ارزش خود باید 100% از بدهی استفاده کنند تا از مزایای مالیاتی بیشتر بهره‌مند شوند.	وجود دارد	میلر و مودیلیانی (نظریه دوم، با در نظر گرفتن مالیات)
طبق این تئوری هر شرکت دارای یک نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بهینه می‌باشد که این ساختار بهینه بوسیله برقراری توازن بین مزایا و هزینه‌های بدهی تعیین می‌گردد.	وجود دارد	توازن ثابت
به طور خلاصه، این تئوری سه منبع اعتبارات را برای شرکت در نظر می‌گیرد: سود انباشته، بدهی و سهام. از دیدگاه افراد درون سازمانی سود انباشته بهترین منبع تامین مالی است و از تامین مالی بیرونی بهتر است. اگر سود انباشته کافی به نظر نرسد باید تامین مالی از طریق بدهی‌ها انجام شود. سهام باید به عنوان آخرین راه مورد استفاده قرار گیرد.	وجود ندارد	ترجیحی (سلسله مراتبی)
طبق این تئوری ساختار سرمایه شرکت از طریق توازی بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌منافع مختلف شرکت تعیین می‌شود.	وجود دارد	نماینده‌گی
نتیجه‌ی اصلی تئوری زمان‌بندی بازار این است که اولین عامل تعیین‌کننده‌ی تصمیمات ساختار سرمایه شرکت قیمت‌گذاری نادرست و نامناسب ابزارهای بدهی و سهام در زمانی است که شرکت به تامین مالی نیاز دارد.	وجود دارد	زمان‌بندی بازار

پی‌نوشت‌ها:

- ¹Cooper
- ²Hussy
- ³Belkoui
- ⁴traditional theory
- ⁵Net Operating Incom (NOI)
- ⁶ Net Incom (NI)
- ⁷ Miller and Modigliani
- ⁸Static Trade-off Theory
- ⁹Pecking order Theory
- ¹⁰Ross

-
- ¹¹Myers and Majluf
¹²Agency Costs Theory
¹³Jensen and Meckling
¹⁴Timing Market Theory
¹⁵Baker and Wurgler
¹⁶Lucas and McDonald
¹⁷Sulaeman and Alti

منابع

۱. احمدپور، احمد، سلیمی، امین. (۱۳۸۶). "تاثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)". **مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز**، دوره ۲۶، شماره اول، ۳۵-۱۳.
۲. اردبیلی، محمدحسن، بیگلر، کیومرث. (۱۳۸۵). "بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ویژگی‌های عملکردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه‌ی دانش و پژوهش حسابداری**، سال ۲، شماره ۶، ۵۵-۴۶.
۳. ایزدی‌نیا، ناصر، رحیمی دستجردی، محسن. (۱۳۸۸). "تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم". **تحقیقات حسابداری**، شماره ۳، ۱۳۶-۱۶۱.
۴. باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات مالی**، شماره ۱۶، ۴۷-۲۳.
۵. تقوی، مهدی. (۱۳۸۰). **مدیریت مالی ۱**، تهران، انتشارات دانشگاه پیام نور.
۶. ستایش، محمد حسین، جمالیان‌پور، مظفر. (۱۳۸۸). "بررسی تاثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات". **مطالعات حسابداری**، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
۷. سجادی، حسین، محمدی، کامران، سلگی، محمد. (۱۳۸۸). "بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری**، شماره ۱۰، ۳۷-۵۷.

۸. سینایی، حسنعلی، نیسی، عبدالحسین. (۱۳۸۲). "بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام". **مطالعات حسابداری**، شماره ۴، ۱۲۹-۱۴۸.
۹. عبده تبریزی، حسین. (۱۳۸۲). **مدیریت مالی**، موسسه فرهنگی حنفاء.
۱۰. کیمیاگری، محمدعلی، عینعلی، سودابه. (۱۳۸۷). "الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران)". **مجله تحقیقات مالی**، دوره ۱۰، شماره ۲۵، ۱۰۸-۹۱.
۱۱. مشایخ، شهناز، شاهرخی، سمانه. (۱۳۸۵). "عوامل موثر بر ساختار سرمایه". **ماهنامه حسابداری**، سال ۲۱، شماره ۱۷۶، ۱۹-۱۳.
۱۲. یوسف‌زاده، نسرین. (۱۳۸۶). "عوامل موثر بر ساختار سرمایه با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری". **پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری**، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.
13. Baker, M., Wurgler, J., (2002). "Market timing and capital structure". **Journal of Finance**, Vol. 57, PP. 1-32.
14. Harris, M., Raviv, A., (1991). "The theory of capital structure". **Journal of Finance**, Vol. 46, PP. 297-355.
15. Lucas, D., McDonald, R., (1990). "Equity issue and stock price dynamics". **Journal of Finance**, Vol. 45, PP. 1019-1043.
16. Margaritis, D., Psillaki, M., (2010). "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance". **Journal of Banking and Finance**. Vol. 34, PP. 621-632.
17. Parlak, D., (2010). "Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms". **The Business Review**, Vol. 14, PP. 147-153.

18. Sulaeman, J., Alti, A. 2012. When do high stock returns trigger equity issues?. *Journal of Financial Economics*, 103:61-87.

An Overview of The Theories of Capital Structure

Abstract

The methods of the financing are more effective for Continuing operations and performance of profitable project in the process of the company development and it causes survival of the companies in competitive markets. Financing is done by different methods of short-term and long-term. Companies can provide their financial resources from inside (for example of retained earning) or from outside (through issuance of the stock or debts). The main objective of companies is to increase value of the company and to maximize shareholders wealth. Therefore, they make use techniques that help them to achieve to this important. This paper takes a look at existing theories in about capital structure. The theories of capital structure divide into two general parts traditional and modern theories. In general, the focus all of these theories is on the impact of the type of financial resources on company value.

Key words: Capital Structure, Company Value, Static Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Agency Costs Theory, Timing Market Theory.