**سرمایه**



**مقدمه**  
 تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی تامین مالی شرکت، همچون سایر تصمیمهای مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم می‌کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام‌داران است، تاثیر مثبت به جای گذارد. لذا تعیین یک ساختار بهینه سرمایه1 و تامین منابع مالی در شرکتها دارای اهمیت ویژه‌ای است. برای این منظور مدیران باید به‌خوبی از تاثیر متغیرهایی که می‌توانند بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر بگذارند، آگاه باشند تا با نگرشی صحیح، اقداماتی آگاهانه و بر‌خاسته از نظریات علمی را در راستای دستیابی به یک ساختار سرمایه بهینه انجام دهند. از سویی دیگر، به‌طور کلی توجه اصلی مسائل مطرح‌شده در هر یک از رویکرد‌ها و نظریه‌های ساختار سرمایه بر روی متغیرها و عوامل درونی شرکت‌ها همچون متغیرهای حسابداری، نحوه مدیریت، ترکیب سهامداران و مسائلی از این دست است. در این رویکرد‌ها کمتر به عوامل اثرگذار بیرونی شرکت‌ها توجه شده است. از جمله مهمترین این عوامل می‌توان به نوع فعالیت، مسائل اجتماعی و سیاسی و برخی متغیرهای کلان اقتصادی اشاره کرد . لذا مختصری از مبانی نظری ارائه‌شده درباره ساختار سرمایه ، سرمایه و تامین مالی ارائه خواهد شد .

**تعريف سرمايه :**

سرمایه به زبان ساده آورده صاحبان سهام (شرکا) جهت تشکیل شرکت می‌باشد. که این آورده می‌تواند بصورت [وجه نقد](http://fa.wikipedia.org/wiki/%D9%88%D8%AC%D9%87_%D9%86%D9%82%D8%AF" \o "وجه نقد) یا اموال و اثاثه و ماشین آلات و ... باشد. سرمایه عبارت از باقی‌مانده‌ای است که از کسر جمع بدهی‌های واحد تجاری از جمع دارایی‌های آن حاصل می‌شود.

سرمایه، بدهی موجودیت اقتصادی به صاحبان آن است.

به عبارتی ساده سرمایه عبارت از حق یا حقوق مالی مالک یا مالکین نسبت به دارایهای هر واحد اقتصادی می‌باشد .

سرمايه از مهم ترين عوامل تجارت بوده و بزرگ ترين وسيله جلب منفعت است. هر شرکت بايد داراي سرمايه باشد، تا بتواند نتيجه اي از عمليات خود که تجارت است برده و منتفع شود. اهميت شرکت هاي تجارتي را از سرمايه آنها مي توان درک کرد.

براي سرمايه حداکثري تعيين نشده و شرکاء به هر مقدار بتوانند ممکن است سرمايه را افزايش دهند. در بعضي از ممالک اروپا حداقلي جهت سرمايه شرکت هاي سهامي معلوم شده، و در کشور ما هم به موجب ماده 5 اصلاحي اسفند 1347 مقرر گرديده در موقع تأسيس، سرمايه شرکت هاي سهامي عام از پنج ميليون ريال و سرمايه شرکت هاي سهامي خاص، از يک ميليون ريال نبايد کمتر باشد مسلم است هيچ موقع سرمايه شرکت هاي سهامي عام يا خاص از اين مبالغ نبايد کمتر باشد و اگر کمتر شد به شرحي که گذشت در صورتي که شرکاء تا يک سال جبران ننمايند يا شرکت را به نوع ديگر تبديل نکنند حکم به انحلال شرکت داده خواهد شد.

سرمايه شرکت سهامي عبارتست از جمع قيمت اسمي سهام آن شرکت. بنابراين سرمايه به سهام متساوي قسمت شده و هر يک از شرکاء يک يا چند سهم آن را خواهند داشت.

**پرداخت سرمايه :**

قانون اجازه داده است که در موقع تشکيل شرکت هاي سهامي دارندگان سهام اقلاً سي و پنج درصد از مورد تعهد خود را پرداخت و بقيه را فقط تعهد نمايند. البته مدت تعهد باقي مانده از پنج سال تجاوز نخواهد کرد.

ولي هرگاه آورده هاي شرکاء غير نقدي باشد بايد تمام آن تأديه شده باشد.

ارفاقي که درباره شرکت هاي سهامي به عمل آمده بسيار به جا و با بصيرت کامل بوده است. زيرا اغلب شرکت هاي سهامي که براي امور مهم تشکيل مي شوند تمام سرمايه را در موقع تشکيل احتياج ندارند بلکه در عمل و پس از مدتي ممکن است به قسمتي از آن احتياج پيدا کنند. مثلاً شرکتي که با سرمايه نهصد ميليون ريال براي ايجاد راه آهن از شهري به شهر ديگر تأسيس مي شود مسلم است تمام سرمايه را در ابتداي عمل به کار نخواهد انداخت و از اين جهت لزومي ندارد شرکاء تمامي آن را پرداخته وجه را بلا استفاده در صندوق شرکت بگذارند. البته به تدريج که احتياج به آن پيدا شد اغلب به چند قسط اخذ مي شود.

بنا به شرح فوق سرمايه شرکت هاي سهامي ممکن است به دو قسم تجزيه شود:

1. سرمايه پرداخت شده .
2. سرمايه تعهد شده.

اهميت سرمايه بيشتر مورد نظر معامله کنندگان با شرکت است و اشخاص با ملاحظه اعتبار و ميزان سرمايه شرکت، قرارداد منعقد و يا معامله انجام مي دهند. به اين جهت هر شرکت بايد در هر گونه اسناد و صورت حساب و اعلانات و نشريات و غيره که به طور خطي يا چاپي صادر يا منتشر مي نمايد ميزان سرمايه خود و آن قسمتي که تأديه شده است صريحاً قيد کند.

به اين طريق ميزان سرمايه در دسترس مراجعين و معامله کنندگان بوده و هميشه از آن مطلع خواهند شد.

**سرمايه نقدي و غير نقدي :**

سرمايه ممکن است نقدي باشد يا غير نقدي. سرمايه نقدي که اکثر شرکت هاي سهامي دارند وجه نقد است. سرمايه غير نقدي مال يا امتياز يا عملي است که شرکاء در ازاء قيمت سهام خريداري شده مي پردازند. مثلاً ممکن است در شرکتي که موضوع آن تجارت پنبه است شخصي يک کارخانه پنبه پاک کني به ارزش يک ميليون ريال تسليم در مقابل، صد سهم ده هزار ريالي قبول کند. و يا در شرکتي که به استخراج سرب مشغول است در ازاء امتياز استخراج معدن سرب که متعلق به يکي از شرکاء مي باشد و کارشناس رسمي آن را به دويست هزار ريال تقويم نموده است بيست سهم ده هزار ريالي به نام برده داده شود. بنابراين مال يا امتياز داراي ارزش و جزء سرمايه شرکت است و اين معني در تبصره 6 مواد الحاقي قانون تجارت تصريح شده است.

**سرمايه احتياطي يا اندوخته قانوني :**

از لحاظ اين که ممکن است زياني به شرکت وارد شود که در سرمايه نکثي حاصل و باعث دلسردي شرکاء گردد. در مواد اصلاحي قانون تجارت ضمن ماده 140 سرمايه ديگري به نام اندوخته قانوني پيش بيني شده و هيئت مديره شرکت را قانون ملزم نموده که صدي پنج از سود خالص شرکت را براي انداخته قانوني موضوع نمايد که در خود شرکت به حساب مخصوصي نگه داري شود. الزام هيئت مديره تا موقعي است که اين اندوخته مساوي با يک دهم سرمايه اصلي شرکت گردد و اضافه بر آن را قانون به اختيار شرکت گذاشته است.

اندوخته قانوني از موارد لازم و مورد احتياج شرکت است زيرا در صورتي که زياني حاصل شود که براي جبران آن احتياج به پولي باشد ممکن است از آن استفاده شود.

در ممالک اروپايي به اندوخته قانوني ( سرمايه احتياطي ) اهميت خاصي مي دهند و چند قسم سرمايه اضافي از منافع تشکيل مي دهند به نام سرمايه احتياطي و سرمايه ذخيره و غيره.

**افزايش سرمايه**

گاهي اتفاق مي افتد که شرکت به کارهاي مهم تري دست زده و يا موفقيت هايي به دست آورده و احتياج به افزايش سرمايه دارد، بنابراين مي تواند به سرمايه خود اضافه کند. در اين حال ناچار است سهام جديدي بفروشد. در صورتي که در اساسنامه پيش بيني شده باشد مي توان با رعايت آن اقدام به ازدياد سرمايه و فروش سهم نمود. افزايش سرمايه موقعي مقدور است که سرمايه شرکت تماماً تأديه شده باشد و الا زماني که شرکاء هنوز تعهد خود را کاملاً انجام نداده و مبلغي از سرمايه را هنوز نپرداخته اند، شرکت حق افزايش سرمايه را تحت هيچ عنوان نخواهد داشت.

گاهي در عمل مشاهده مي شود که شرکت سود سرشاري داشته و ارزش سهام آن در بازار بيش از قيمت اسمي سهام يعني پولي است که دارندگان سهام روز اول پرداخته اند. و خريداران سهام جديد که به همان قيمت اسمي بهاي سهام منتشره را مي پردازند، نفع بي تناسبي ممکن است ببرند زيرا اگر سهم يک هزار ريالي را در بازار مي خريدند بايستي دو هزار ريال بپردازند و فعلاً هزار ريال بيشتر نمي دهند. به اين جهت اغلب براي سهام بدوي مجمع عمومي نفع مخصوصي معين کرده و آن را سهام ممتاز قرار مي دهند.

ماده 160 اصلاحي قانون تجارت طريق ديگري در اين مورد ارائه کرده و اجازه داده است به اين شرح که شرکت مي تواند سهام

جديد را برابر مبلغ اسمي بفروشد و يا اين که مبلغي علاوه بر مبلغ اسمي سهم، به عنوان اضافه ارزش سهم از خريداران دريافت کند. هم چنين شرکت مي تواند عوايد حاصله از اضافه ارزش سهام فروخته شده را به اندوخته منتقل سازد يا نقداً بين صاحبان سهام سابق تقسيم کند يا در ازاء آن سهام جديد به سهام بدهد.

**سرمايه در گردش**

آن مقدار دارايي جاري که از محل منابع مالي بلند مدت تامين شده باشد را سرمايه در گردش مي نامند. سرمايه در گردش ناخالص به صورت کل دارايي هاي جاري و سرمايه در گردش خالص به صورت مازاد دارايي جاري بر بدهي جاري تعريف مي شود. ميزان سرمايه در گردش شاخصي است براي تشخيص درجه نقدينگي و عدم اعسار يک شرکت، به ويژه اگر در مقايسه با ديگر شاخص ها و نسبت هاي مالي به کار گرفته شود.

**بازار سرمايه**

بازار وجوه آماده براي وام دادن در زماني بلند مدت تر از زمان بازار پول که در آن وجوه کوتاه مدت وام داده مي شود را بازار سرمايه مي نامند. اگر چه مرز مشخصي اين دو بازار را از يکديگر جدا نمي کند ولي در اصل، وام هاي بازار سرمايه براي سرمايه گذاري هاي ثابت در صنعت و تجارت به کار مي رود. بازار سرمايه هر زمان بين المللي تر مي شود، و در هر کشور صرفاً شامل يک نهاد نمي شود، بلکه نهادهايي مانند بورس، بانک ها و شرکت هاي بيمه را در بر مي گيرد که عرضه و تقاضاي سرمايه بلند مدت را نظم مي بخشند.

قابليت خريد و فروش اوراق بهادار يکي از عوامل مهم در کارآيي بازار سرمايه است، زيرا هرگاه مطالبات سرمايه گذاران به آساني قابل وصول نباشد آنها رغبت چنداني براي وام دادن به صنايع پيدا نخواهند کرد. در کشورهاي پيشرفته صنعتي، بازارهاي سرمايه کاملاً توسعه يافته اند، ولي در کشورهاي در حال توسعه فقدان بازار سرمايه به دليل کمبود پس انداز، سدي در راه بسط سرمايه گذاري هاست، و لذا دولت ها و صاحبان صنايع اين کشورها ناگزيرند براي کسب سرمايه به بازارهاي بين المللي روي آورند.

**سرمايه سهمي :**

کل سرمايه گذاري صاحبان يک واحد اقتصادي از راه خريد سهام را سرمايه سهمي مي نامند. سرمايه گذاران هنگامي به سرمايه سهمي يک شرکت سهامي مي افزايند که اقدام به خريد سهام جديدالانتشار آن کرده باشند. نرخ سود تثبيت شده اي به آنان وعده داده نمي شود بلکه فقط در سود شرکت سهيم اند. بنگاه ها مي توانند با قبول مقدار بيشتري سرمايه سهمي و استقبال از سهامداران جديدي که تمايل به اين قبيل سرمايه گذاري دارند، پول بيشتري جمع آوري کنند. سرمايه سهمي معمولاً با پيدايش يک فعاليت جديد اقتصادي يا گرايش فعاليت هاي اقتصادي موجود همراه است.

اموال وحقوق مالي متعلق به هر موسسه را که قابل تقويم به پول و داراي منافع آتي است ، را دارايي مي گويند . در اين تعريف منظور از اموال انواع دارايي مشهود و قابل لمس و رويت مانند :موجودي نقدي ، ملزومات ، اثاثه ، ساختمان و... و منظور از حقوق مالي اقسام ديگر دارايي مانند : مطالبات از اشخاص حقيقي و حقوقي ( حسابهاي دريافتني ، اسناد دريافتني ) ، حق اختراع ، سرقفلي و نظاير آن مي باشد.

داراييها خود به پنج گروه اصلي تقسيم مي شوند که عبارتند از :

**داراييهاي جاري :**

اين داراييها اقلامي هستند که انتظار مي رود در طي يک سال يا يک دوره عملياتي از تاريخ تنظيم ترازنامه ( هر کدام که طولاني تر است ) به وجه نقد تبديل ، يا مصرف و يا فروخته شوند . معمولا داراييهاي جاري بر حسب سرعت تبديل شدن به وجه نقد و يا مصرف در ترازنامه منعکس مي گردند .

**سرمايه گذاريهاي بلند مدت :**

اين سرمايه گذاريها ، مانند خريد اوراق قرضه و يا سهام موسسات ديگر ، از نوع داراييهايي مي باشند که مديران موسسه انتظار ندارند در طي يک دوره مالي به وجه نقد تبديل گردند.  
داراييهاي ثابت :اين داراييها ، اقلامي مشهود با عمري طولاني مي باشند که در جريان عمليات موسسه مورد استفاده قرار مي گيرند . داراييهاي اين گروه به مرور زمان و پس از استفاده مکرر فرسوده مي گردد به همين دليل براي هر يک از داراييهاي ثابت استهلاک منظور مي شود.

**داراييهاي نامشهود :**

اين گروه از داراييها نشاندهنده حقوق قانوني و يا ارتباط خاصي است که وجود فيزيکي نداشته ، منافعي را براي صاحب آن در آينده به دنبال دارد . از جمله داراييهاي نامشهود مي توان به حق اختراع ، حق امتياز توليد ، فرانشيز و سرقفلي اشاره کرد.

**ساير داراييها :**

هر گاه موسسه اي دارايي داشته باشد که نتواند آن را در يکي از گروههاي فوق طبقه بندي نمايد از عنوان ساير داراييها استفاده مي کند .

**بدهي :**

مبالغي که يک موسسه به افراد و موسسات ديگر بدهکار مي باشد ويا کليه مبالغي که بازپرداخت آنها در تاريخهاي معين در آينده بر عهده موسسه است را بدهي مي گوييم . به عبارت ديگر مي توان گفت ادعا يا حق مالي طلبکاران نسبت به داراييهاي يک موسسه است و اين حق نسبت به داراييهاي معيني نمي باشد بلکه نسبت به کل داراييهاست . .

بدهي ها را مي توان به دو گروه تقسيم کرد:

**بدهيهاي جاري :**

اين بدهيها اقلامي هستند ، که انتظار مي رود از محل داراييهاي جاري ، در طي يک سال و يا يک دوره عملياتي از تاريخ تنظيم ترازنامه ( هرکدام که طولاني تر است ) تاديه گردند و يا به بدهيهاي جاري ديگري تبديل شوند . از جمله اين بدهيها مي توان به حسابهاي پرداختني ، اسناد پرداختني ، هزينه هاي پرداختني ( حقوق پرداختني ، اجاره پرداختني و ... ) ، پيش دريافتهاي درآمد ، اقساط پرداختني مربوط به بدهيهاي بلند مدت که در دوره آتي بايد پرداخت گردند را نام برد .

**بدهيهاي بلند مدت :**

اين بدهيها ، همانطور که از نامشان پيداست ، داراي موعد پرداختي بيش از يک دوره مالي مي باشند . وامهاي دريافتي درازمدت و اوراق قرضه اي که يک موسسه براي رفع نيازهاي مالي منتشر مي نمايد و تحت عنوان اوراق قرضه پرداختني در حسابها منعکس مي گردند ، از اين نوع بدهيها مي باشند .

**ساختار سرمایه**

تعریفهای گوناگونی توسط افراد مختلف در مورد ساختار سرمایه بیان شده است که به چند مورد از آن‌ها اشاره می‌شود. ساختار سرمایه2 شامل ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که به‌عنوان منابع تامین مالی شرکت از آن‌ها استفاده می‌شود (Antoniou et al., 2002). ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها برای تامین مالی درازمدت دارایی‌هاست، این ساختار شامل بدهی‌های درازمدت، سهام ممتاز و سهام عادی است (Kohher and Rahul, 2007).

ساختار سرمایه عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی‌های خود از آن استفاده می‌کند (Dimitris and Maria, 2010). با توجه به آنچه بیان شد و همان‌گونه که واضح است، سمت چپ ترازنامه مبین نحوه تامین مالی منابع موجود در سمت راست آن است. به‌عبارت دیگر، سمت چپ ترازنامه انعکاسی از ساختار سرمایه یک واحد تجاری است. بنابراین ساختار سرمایه شامل ترکیبی از منابع مالی حاصل از بدهی‌ها، سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته است.

تصمیم‌گیری در این رابطه که ساختار سرمایه یک شرکت چه ترکیبی داشته باشد، از وظایف اصلی مدیران است. مهمترین موضوع در ساختار سرمایه، تعیین یک نسبت مناسب و مطلوب برای میزان بدهی‌ها و سهام است؛ زیرا به صورت مستقیم بر ارزش سهام شرکت در بازار اوراق بهادار اثرگذار است. با تعیین میزان سرمایه مورد نیاز شرکت، این مسئله مطرح است که تامین سرمایه مورد نیاز از کدام منبع و به چه میزانی انجام شود. انتخاب بین میزان بدهی و یا سرمایه مورد استفاده در شرکت‌ها بستگی به عوامل مختلفی دارد که از آن جمله، تحت تاثیر قرار گرفتن ساختار سرمایه بر اساس عوامل داخلی است که به طور کلی در جهت افزایش ارزش شرکت انجام می‌شود.

افزایش ارزش شرکت از جمله موضوع‌های مهم برای مدیران مالی شرکت است. برای دستیابی به این مهم، شرکت نیازمند استفاده بهینه منابع مالی و کسب بازدهی بالاست. در این رابطه، مدیران می‌توانند از دو طریق ارزش شرکت را بیشینه کنند، یک راه بالا بردن بازده شرکت است. افزایش اعتبار شرکت را به همراه دارد و راه دیگر، کاهش هزینه مربوط به تامین مالی شرکت و در پی آن، کاهش ریسک شرکت است. بر این اساس، ترکیب مناسب منابع مالی که می‌تواند منجر به دستیابی شرکت به سطح مطلوب ارزش شود، ساختار بهینه سرمایه نامیده می‌شود (Chen and Roger, 2005).

به‌طور کلی منابع تامین مالی و عناصر ساختار سرمایه شرکت‌ها از نظر محل تامین سرمایه مورد نیاز به دو دسته منابع داخلی (درون‌سازمانی) و منابع خارجی (برون‌سازمانی) تقسیم می‌شود. منظور از منابع تامین مالی داخلی، منابعی است

که از محل وجوه داخلی شرکت تامین می‌شود که عبارتند از سود انباشته و اندوخته‌ها. منظور از منابع تامین مالی خارجی، منابعی است که از محل وجوه نقد خارج از شرکت تامین می‌شود. این موارد عبارتند از سهام عادی، سهام ممتاز و منابع استقراضی مدینه، 1389).)

**عوامل موثر بر ساختار سرمایه**

به‌طور کلی وضعیت مطلوب در شرکت به دو گروه از مسائل مربوط می‌شود. یکی مسائل داخلی خود شرکت که تحت تاثیر و کنترل مدیریت شرکت قرار دارد و دیگری مسائل برون از شرکت که به‌طور معمول مدیریت شرکت بر روی آن‌ها بدون تاثیر است. از جمله مسائلی که برای دستیابی به یک وضعیت مطلوب مالی در شرکت لازم است، تعیین ساختار سرمایه شرکت است. همان‌گونه که بیان شد، نظریه‌ها و دیدگاه‌های متفاوتی درباره ساختار سرمایه ارائه شده که متمرکز بر عوامل درون‌سازمانی شرکت‌هاست. از جمله این عوامل می‌توان به هزینه سرمایه، میزان ریسک شرکت، اندازه شرکت، عوامل مربوط به سود، فروش و بازده شرکت اشاره کرد. اما همان‌گونه که اشاره شد، در روند موفقیت یک شرکت عوامل برون‌سازمانی همچون شرایط اجتماعی، فرهنگی، سیاسی و اقتصادی به طور گسترده و محسوس می‌تواند اثرگذار باشند (Antoniou et al., 2002).

در پژوهشهایی که به بررسی تاثیر متغیرهای اثرگذار بر ساختار سرمایه پرداختند، دریافتند که انتخاب ساختار سرمایه یک شرکت نه‌تنها تحت تاثیر ویژگی‌های خاص خود شرکت قرار می‌گیرد، بلکه تحت تاثیر محیط پیرامون خود و عواملی همچون سلامت کلی اقتصاد، وجود بازارهای مالی و میزان اعتبارات بخش بانکداری کشور هم قرار می‌گیرد. همچنین دروبتز و همکاران (Drobetz et al., 2007) در پژوهشی نشان دادند که بین متغیرهای اقتصادی و ساختار سرمایه رابطه‌ای وجود دارد که نشان می‌دهد نوسانهای ایجادشده در هر یک از متغیرهای کلان اقتصادی امریکا می‌تواند به‌سرعت در تعیین ساختار سرمایه شرکتها اثرگذار باشد. آنها همچنین نشان دادند که تغییرات در سیاستگذاری‌های کلان اقتصادی می‌تواند در هزینه‌های تامین مالی شرکت‌ها به‌طور محسوس موثر باشد و کاهش یا افزایش این هزینه بستگی به وضعیت رکود یا رونق اقتصادی جامعه دارد.

از دیگر پژوهش‌هایی که درباره اثرگذاری متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه است، می‌توان به سانگ شین و آدریان (Song Shin and Adrian, 2009) اشاره كرد. آنها نشان دادند که شرایط مساعد و مطلوب اقتصادی یا نامساعد آن و همچنین متغیرهای کلان اقتصادی یک کشور بر توسعه ساختار سرمایه شرکت‌ها اثرگذار است و برای تعیین ساختار سرمایه بهینه، نه‌تنها عوامل درونی شرکت بلکه باید وضعیت اقتصادی و نوسانهای مربوط به متغیرهای کلان اقتصادی و همچنین سیاستگذاری‌های انجام‌شده درباره آنها نیز مورد توجه قرار گیرد.

با توجه به این پژوهش‌ها می‌توان دریافت که سیاستگذاری‌های دولت در مورد عوامل عمده اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکتها می‌تواند اثرگذار باشد. لذا این پرسش مطرح می‌شود که آیا متغیرهای اقتصاد کلان می‌توانند در ارائه یک ترکیب بهینه سرمایه در صنایع و فعالیتهای مختلف شرکتها و موسسه‌ها تاثیر داشته باشند یا خیر؟ بر این اساس در ادامه به ارائه مفاهیم و مبانی نظری نحوه تاثیر برخی از عوامل کلان اقتصادی عمده بر ساختار سرمایه پرداخته می‌شود. متغیرهای کلان اقتصادی که تاثیر آنها بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد، عبارتند از تولید ناخالص ملی، نرخ بهره، نرخ تــورم، میزان اعتبارات بانکی و نرخ ارز. در ادامه درباره هر یک از متغیرها و نحوه تاثیر آن‌ها بر ساختار سرمایه مطالبی ارائه می‌شود.

**تولید ناخالص ملی**

در میان شاخص‌های اقتصاد کلان، تولید ناخالص ملی3 یکی از پر بسامد‌ترین واژه‌های عرصه سیاستگذاری عمومی است که از اهمیت ویژه‌ای نیز برخوردار است. زیرا نه تنها به‌ عنوان مهمترین شاخص عملکرد اقتصادی در تجزیه‌وتحلیل‌ها و ارزیابی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، بلکه بسیاری دیگر از اقلام کلان اقتصادی، محصولات جنبی محاسبه و براورد آن محسوب می‌گردند (عظیمی‌آرانی، 1385). تولید ناخالص ملی عبارت است از مجموع ارزش پولی کالاها و خدمات نهایی تولیدشده در یک سال مشخص با استفاده از عوامل تولیدی که متعلق به شهروندان یک کشور است که در آن منظور از کالاها و خدمات نهایی، آن دسته از کالاها یا خدماتی است که به مصرف کننده نهایی فروخته می‌شود یا به هر طریق دیگر به دست او می‌رسد.

تعیین رابطه بین تغییرات تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه را می‌توان بدین صورت بیان کرد که بین تغییرات تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه رابطه‌ای منفی وجود دارد؛ با این توضیح که افزایش در تولید ناخالص ملی که متشکل از مجموع تولیدات داخلی یک کشور است، بهبود جریان‌های نقدی و جریان‌های مربوط به سود را در پی خواهد داشت. از آنجا ‌که یکی از منابع تامین مالی شرکت‌ها استفاده از اندوخته‌ها و سودهای انباشته شده است، لذا استفاده از این منبع تامین مالی باعث کاهش نسبت بدهی‌ها به ارزش ویژه می‌شود که نشاندهنده ارتباط منفی بین تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه است (Bokpin, 2009). این رابطه (رابطه منفی بین تغییرات تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه) در پژوهش‌هایی که توسط فانلی و کیف‌مان(Fanelli and Keifman, 2002) و بوک پین (Bokpin, 2009) انجام شده، مورد تایید قرار گرفته، ضمن آن‌که در پژوهش داخلی انجام شده توسط مدینه (1389) نیز مورد تایید بوده است.

**نرخ بهره**

بهره4 در اصطلاح مبلغی است که از طرف قرض‌گیرنده به قرض‌دهنده برای استفاده از منابع مالی قرض‌دهنده در یک دوره زمانی مشخص، پرداخت می‌شود (فرجی، 1382). بهره در واقع قیمت پول و پاداشی است که به وام‌دهنگان (یا پس‌انداز کنندگان) پرداخت می‌شود تا آنان را ترغیب کند از وجوه نقد خود جدا شوند. در تجزیه‌وتحلیل پولی، نرخ بهره نقشی اساسی و کلیدی به عهده دارد، زیرا عنصر اساسی در سازوکار اثرگذاری سیاست‌های پولی به‌شمار می‌آید. از سوی دیگر، نرخ‌های بهره وامدهی و تفاوت آن با نرخ‌های بهره سپرده‌ها، میزان جذب سپرده‌ها و وام‌ها در بانکها را تحت تاثیر قرار می‌دهد و از این طریق بر فرایند خلق پول اثر می‌گذارد.

نرخ بهره به‌عنوان یک عامل مالی در نهادهای اقتصادی نقش کلیدی دارد. از آنجا ‌که در تصمیم‌گیری‌های مدیران، پول نقش کلیدی بر عهده دارد، تغییرات نرخ بهره نیز در این موارد با اهمیت است. به طور کلی تغییراتی که در نرخ بهره ایجاد می‌شود، بر کلیه تصمیم‌گیری‌ها درباره تامین مالی اثرگذار است؛ به طوری که افزایش در نرخ بهره باعث خواهد شد که نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اعتبار‌دهندگان نیز افزایش یابد. این افزایش باعث بالا رفتن نرخ بهره بدون ریسک (نرخ بهره اوراق مشارکت دولتی) می‌شود که هزینه‌های مربوط به تامین مالی شرکت‌ها را نیز جهت استفاده از اوراق مشارکت افزایش می‌دهد. از آنجا ‌که مدیران مالی در پی دستیابی به منابع تامین مالی با کمترین هزینه هستند، لذا افزایش نرخ بهره و بالا رفتن هزینه تامین مالی اوراق مشارکت به احتمال زیاد حذف گزینه تامین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه را به همراه خواهد داشت (Bokpin, 2009). به همین منظور، تمایل مدیران برای تامینمالی از طریق انتشار سهام خواهد بود که نسبت به تامین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه هزینه کمتری برای شرکت در بر خواهد داشت؛ زیرا انتشار سهام این مزیت را برای شرکت دارد که بدون هیچ‌گونه محدودیتی از طرف سهامداران، به میزان مورد نیاز سهام عرضه کند و به فروش برساند.

**نرخ تــورم**

تورم5، یکی از اصطلاحات دیرین در حوزه علم اقتصاد و مسائل روزمره زندگی است که در نزد همه گروه‌های اجتماعی شهرت یافته است. تورم نیز همچون بسیاری دیگر از مفاهیم اقتصادی، توسط اقتصاددانان به طرق مختلف تعریف شده است که به پاره‌ای از این تعریفها که مهمتر است اشاره می‌شود.

تورم روند افزایشی سطح عمومی قیمت‌ها طی یک دوره به‌نسبت طولانی است. تورم به افزایشی در سطح عمومی قیمت‌ها اطلاق می‌شود که خارج از کنترل و ناخواسته اتفاق افتد. تورم وضعیتی است که در آن درامدهای پولی سریعتر از جریان کالا‌ها و خدمتهایی که این درامد‌ها روی آنها صرف می‌شوند، افزایش می‌یابد (یعنی سریعتر از درامد ملی واقعی) (فرجی، 1382). تعریفی که در مورد تورم از مقبولیت بیشتری نزد اقتصاددانان برخورداراست، عبارت است از افزایش دائم و بی‌رویه سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات که در نهایت به کاهش قدرت خرید و نابسامانی اقتصادی منجر می‌شود (عظیمی آرانی، ‌1385). تورم علل مختلفی دارد که عمده‌ترین آن‌ها عبارت است از تورم به عنوان یک پدیده پولی، تورم ناشی از فشار تقاضا، تورم ناشی از فشار هزینه.

نوسانهای نرخ تورم ممکن است در تصمیم‌گیری‌های مدیران درباره تامین مالی مهم و اثرگذار باشد. با توجه به اینکه افزایش نرخ تورم در درازمدت بهبود جریان‌های ورودی وجوه نقد به شرکت را در پی دارد، باعث خواهد شد که اندوخته‌ها و میزان سودهای تقسیم‌نشده شرکت نیز افزایش یابد. از آنجا که یکی از منابع تامین مالی شرکتها استفاده از سود انباشته شرکت است، لذا با انجام تامین مالی از طریق سود انباشته، اهرم مالی شرکت کاهش خواهد یافت که نشاندهنده ارتباط منفی بین نرخ تورم و ساختار سرمایه است (دروبتز و همكاران، 2007). یادآوری می‌شود که نحوه اثرگذاری نرخ تورم بر ساختار سرمایه در پژوهش‌های بوک پین (2009) و سنگ‌شین و آدریان (2009) دروبتز و همکاران (2007) مورد بررسی قرار گرفته که همگی تاییدکننده تاثیر منفی نرخ تورم بر ساختار سرمایه بوده است.

**میزان اعتبارات بانکی**

از جمله مواردی که در تدوین سیاست‌های پولی به‌طور مستقیم تحت کنترل گرفته می‌شود، میزان اعتبارات و تسهیلات اعطایی توسط نظام بانکی است. با استفاده از این نوع ابزار پولی می‌توان با ایجاد محدودیت‌های اعتباری واعطای اعتبارات مستقیم به‌همراه منظور کردن اولویت در امر اعطای اعتبارات بانکی در مورد بخش‌های خاص اقتصادی، در عمل به جهت‌دهی اعتبارات به سمت بخش‌های مورد نظر اقدام کرد. براساس ماده 14 قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی می‌تواند در امور پولی و بانکی دخالت و نظارت‌هایی داشته باشد که از جمله مفاد آن محدود کردن بانک‌ها، تعیین نحوه مصرف وجوه سپرده ‌و تعیین حداکثر مجموع وام‌ها و اعتبارات در رشته‌های مختلف است. میزان اعتبارات بانکی در کشور ما بر اساس میزان تسهیلات بانک‌های دولتی و تجاری به‌دست می‌آید و توسط بانک مرکزی بر اساس واحد میلیون ریال گزارش می‌شود.

به‌طور کلی میزان اعتبارات بانکی مستقیماً مرتبط با سیاست‌های بانک مرکزی درباره سیاست‌های پولی است. در صورتی‌که بانک مرکزی در امر کنترل بازار پول از سیاست‌های باز و انبساطی استفاده کرده باشد و اعطای وام‌ها و تسهیلات با شرایط و محدویت‌های کمتری همراه باشد، شرکت‌ها به تامین مالی از طریق استفاده از این اعتبارات وتسهیلات بانکی روی می‌آورند که این امر باعث افزایش میزان تعهدات و بدهی‌های شرکت می‌شود و در نهایت به افزایش نسبت بدهی‌ها به ارزش ویژه می‌انجامد. همچنین اگر سیاست بانک مرکزی مبتنی بر یک سیستم انقباضی باشد و میزان اعتبارات و تسهیلات بانکی را محدود در نظر گرفته باشد، در نتیجه شرکت برای تامین مالی وجوه مورد نیاز از سایر روش‌ها همچون انتشار سهام استفاده می‌کند که باعث کاهش نسبت بدهی‌ها به سرمایه شرکت می‌شود. بر این اساس می‌توان به وجود یک ارتباط مثبت بین میزان اعتبارات بانکی و ساختار سرمایه اشاره کرد (Bokpin, 2009).

**نرخ ارز**

نرخ ارز6 به‌عنوان یکی از عوامل کلان اقتصادی، همواره مورد توجه جامعه اقتصادی و مالی قرار داشته است. در واقع نرخ بیانگر شرایط اقتصادی کشور است و عاملی جهت مقایسه اقتصاد ملی با اقتصاد سایر ملتهاست. نرخ ارز عبارت است از ارزش واحد پول یک کشور در برابر واحد پول کشور دیگر. از آنجا ‌که نرخ ارز بر قیمت کالاهای داخلی و خارجی اثر‌گذار است، دارای اهمیت است. افزایش ارزش پول یک کشور باعث می‌شود که کالاهای تولیدی این کشور در خارج گرانتر شود و تولیدکنندگان داخلی نتوانند کالاهای خود را در خارج از کشور به راحتی به فروش برسانند. همچنین کالاهای خارجی در آن کشور ارزانتر خواهد شد و تولیدکنندگان کالاهای خارجی برای فروش بیشتر کالاهای خود، در رقابت با یکدیگر خواهند بود. برعکس، هنگامی که ارزش واحد پول یک کشور کاهش می‌یابد کالاهای آن کشور در خارج ارزانتر و کالاهای خارجی در این کشور گرانتر می‌شود. به‌طور کلی تغییرات نرخ ارز بر ساختار سرمایه آن دسته از شرکت‌هایی که از اعتبارات خارجی استفاده می‌کنند، می‌تواند اثرگذار باشد؛ زیرا از آنجا ‌که منابع مالی که از این طریق وارد شرکت می‌شوند، باید به پول داخلی کشور تبدیل شوند. لذا افزایش ارزش پول داخلی در مقابل ارز سایر کشور‌ها می‌تواند منجر به دستیابی شرکت به منابع مالی بیشتر شود. همچنین از سویی دیگر، افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول داخلی باعث خروج بیشتر وجوه نقد و همچنین افزایش میزان هزینه بهره شرکت خواهد شد که این امر افزایش نسبت بدهی‌ها به ارزش ویژه را در پی دارد؛ ضمن آن که شرکت باید از میزان بیشتری بدهی استفاده کند. بر این اساس بین تغییرات نرخ ارز و ساختار سرمایه یک رابطه مثبت وجود دارد (Fanelli and Keifman, 2002) .

**روش‌هاى تعيين ساختار سرمايه**

تصميمات مربوط به ساختار سرمايه شرکت داراى دو جنبه است: اول، ميزان سرمايه مورد نياز؛ دوم، ترکيب منابع تأمين سرمايه. فرض بر اين است که شرکت از ميزان سرمايه مورد نياز خود آگاهى کامل دارد. در چنين حالتي، مسئله به اين‌ صورت درمى‌آيد که براى تأمين سرمايه بايد از کدام منابع استفاده کرد؛ يعنى چه تعداد اوراق قرضه منتشر کرد و چه مقدار از آن را از محل انتشار سهام عادى تأمين کرد.

**فرآيندى را که منجر به تصميم‌گيرى نهائى مى‌گردد روش تعيين ساختار سرمايه مى‌نامند.**

* [**تجزیه و تحلیل ریسک و بازده**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/analysis.php)
* [**مقایسه ساختارهای سرمایه**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/compare.php)
* [**درجه‌بندی روش‌های تأمین مالی**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/typification.php)
* [**ساختارهای غیرعادی سرمایه**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/unormal.php)
* [**مزایا و معایب کاربرد روش‌های تعیین ساختار سرمایه**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/weak.php)
* [**محاسبه ریسک و بازده**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/computing.php)
* [سود قبل از بهره و مالیات و سود هر سهم](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/computing_benefit.php)
* [محاسبه ریسک](http://www.aftabir.com/business/financial/management/state/computing_risk.php)

# به خطر انداختن سرمايه سهامداران از طريق اهرم مالى

بهره اوراق قرضه و سود سهام ممتاز مقادير ثابتى هستند؛ زيرا شرکت منتشرکننده اين اوراق ميزان بهره يا سود آنها را در زمان انتشار اوراق تعيين مى‌کند و اين ميزان بهره يا سود، ارتباطى با سود شرکت ندارد. انتشار اين‌گونه اوراق بهاءدار بدان‌علت است که شرکت منتشرکننده، مى‌خواهد تأمين سرمايه خود را با هزينه ثابتى انجام دهد. طبق قانون، شرکت منتشرکننده مى‌خواهد تأمين سرمايه خود را با هزينه ثابتى انجام دهد. طبق قانون، شرکت مجبور است بهره اوراق قرضه را در موعد مقرر پرداخت کند، ولى الزامى ندارد که سود سهام ممتاز را هرساله بپردازد. در عين حال، معمولاً تا زمانى‌که شرکت اعلان ورشکستگى نکند، سود سهام ممتاز را مى‌پردازد. شرکتى که اقدام به انتشار اوراق بهاءدارى با هزينه ثابت مى‌کند، در اصطلاح مى‌گويند که سرمايه سهامداران را به خطر انداخته است.

اهميت روش بالا به‌شرح زير است. اگر شرکتى سرمايه خود را از محل فروش اوراق بهاءدار با هزينه ثابت تأمين کند، نقطه سربه‌سر مالى و درجه اهرم مالى آن افزايش خواهد يافت. به اجراء اين روش، ريسک مالى شرکت افزايش مى‌يابد. اگر شرکتى بخواهد تأمين مالى خود را بدون افزايش در ريسک مالى انجام دهد، بايد از طريق افزايش سرمايه يا از محل اندوخته سود نيازهاى مالى خود را تأمين کند.

ميزان ريسک مالى‌اى که درجه اهرم مالى نشان مى‌دهد بيانگر احتمال دسترسى به سطح موردنظر EBIT نيست، بلکه درجه اهرم مالى نشان‌دهنده درصد تغيير در سود هر سهم به ازاء يک درصد تغيير در EBIT است. براى تجزيه و تحليل نقطه بى‌تفاوتى بايد اقدامات زير را انجام داد.. اگر سود قبل از بهره و ماليات داراى نوسانات شديد باشد، يعنى در طول زمان دستخوش تغييرات غيرقابل پيش‌بينى گردد، اگر مديرمالى از محل فروش اوراق بهاءدار با هزينه ثابت تأمين مالى کند، درجه اهرم مالى و همگام با آن، ريسک مالى شرکت بالا خواهد رفت؛ زيرا اين‌کار نوسان‌پذيرى سود هر سهم را شديدتر خواهد کرد. از سوى ديگر، اگر شرکت داراى سود قبل از بهره و ماليات با ثبات باشد، يعنى با گذشت زمان، ميزان افزايش رشد سود هر سهم را بيشتر کند.

بنابراين، از ديدگاه ريسک مالي، تصميم‌گيرى در مورد نحوه تأمين مالى (از طريق انتشار اوراق بهاءدار با هزينه ثابت) در گرو ثبات ميزان سود قبل از بهره و ماليات شرکت است و ديگر اينکه، درجه اهرم مالى نشان‌دهندهٔ حدودى است که رقم سود قبل از بهره و ماليات شرکت مى‌تواند ميزان رشد سود هر سهم يا مقدار تغييرات آن را تشديد کند.

**الگوی میلر- مودیلیانی بدون مالیات**

تئوری نوین ساختار سرمایه سال 1958 و با انتشار مقاله‌ای توسط میلر و مودیلیانی ارایه شد. این دو پژوهشگر ثابت کردند که با وجود مجموعه‌ای از مفروضات محدودکننده و با صرف‌نظر کردن از مالیات‌ها و هزینه‌های قرارداد، خط مشی تامین مالی شرکت بر ارزش جاری بازار شرکت بی‌تاثیر است.

بنابر آن‌چه آمد، نتیجهء تحقیق این دو بیانگر آن است که شیوهء تامین مالی شرکت‌ها هیچ اهمیتی ندارد و نمی‌تواند ارزش شرکت را تغییر دهد، مگر آن‌که بر توزیع احتمالی کل جریان‌های نقدی شرکت اثر بگذارد.

**الگوی میلر- مودیلیانی با اثر مالیات شرکت‌ها**

فرض بی‌ارتباطی میلر و مودیلیانی حاکی از آن است که خط‌مشی‌های تامین مالی تنها وقتی بر ارزش شرکت اثر می‌گذارد که تغییری در جریان‌های نقدی شرکت ایجاد شود، توزیع جریان‌های نقدی ممکن است به دلایل زیر متاثر از خط‌مشی‌های تامین مالی انتخاب شده باشد: وجود پیامدهای مالیاتی مهم، وجود هزینه‌های عمده قرارداد و نمایندگی و یا وجود سایر وابستگی‌های متقابل بین خط‌مشی تامین مالی و انتخاب خط‌مشی سرمایه‌گذاری.

میلر و مودیلیانی پس از آن مقاله‌ای 1963) منتشر کردند که در آن فرض نبودن مالیات شرکت تا حدود زیادی تعدیل شد. قانون مالیات به شرکت‌ها این اجازه را می‌دهد بهره را به عنوان هزینه کم کنند در نتیجه تفاوت در شیوهء عمل باعث می‌شود که اهرم مالی منافعی را به‌وجود آورد. میلر و مودیلیانی استدلال کردند که چون در محاسبات مالیات بر درآمد شرکت، پرداخت‌های بهره کم می‌شود، هر قدر در بافت سرمایه بدهی بیش‌تر باشد، بدهی مالیاتی شرکت کم‌تر و جریان نقدی بعد مالیات بیش‌تر می‌شود و ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. بنابر این شرایطی به‌وجود می‌آید که ایجاب می‌کند، صددرصد وجوه مورد نیاز از محل وام تامین شود.

**الگوی میلر**

چندین سال بعد میلر1977) بدون همکاری با مودیلیانی این تحقیق را ادامه داد و مالیات شخصی را در آن منظور کرد. میلر استدلال می‌کند که مزایای مالیاتی بدهی بیش از حد بزرگ جلوه داده شده است، چرا که مالیات بر سود شرکت جدای از مالیات بر درآمد اشخاص است. وی یادآور می‌شود همهء درآمدهای حاصل از اوراق قرضه به‌صورت بهره است که مشمول مالیاتی با نرخ درآمد شخصی است و این امر موجب از بین رفتن مزایای مالیاتی بدهی می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران به سبب چنین شرایطی از پرداخت مالیات، این گرایش را دارند که بازده کم‌تر (قبل از مالیات) سهام را در مقایسه با بازده پیش از مالیات قرضه بپذیرند.

**انتقادهایی بر الگوی میلر و الگوی میلر و مودیلیانی**

نتیجه‌های حاصل از الگوی میلر و الگوی میلر و مودیلیانی بر اساس همان مفروضاتی اولیه قرار دارند. ولی دانشگاهیان و مدیران مالی، هر دو قابل اتکا بودن آن‌ها را زیر سوال برده‌اند. واقعیت این است که کسی باور ندارد که آن‌ها به صورتی دقیق قابل اتکا باشند. نتیجه‌هایی که میلر و مودیلیانی بر اساس مفروضاتشان به دست می‌آورند موید عدم توجه به مواردی بوده است که منتهی به ارایهء الگوهای تکمیلی شده است.

**مفهوم هزينه سرمايه**

مفهوم هزينه سرمايه بر اين فرض مبتنى است که هدف يک شرکت عبارت است از به حداکثر رسانيدن ثروت سهامداران.

**ارائه تعريفى از هزينه سرمايه**

هر شرکتى داراى ريسک و بازده مخصوص به خود است (البته مقصود شرکتى است که هدف آن تحصيل سود باشد). هريک از گروه‌هاى سرمايه‌گذار، مثلاً دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادي، خواهان ميزانى از نرخ بازدهى هستند که در خور ريسک مربوط به آن باشد. هزينه سرمايه عبارت است از حداقل نرخ بازدهى که شرکت بايد به‌دست آورد تا بازده موردنظر سرمايه‌گذاران در شرکت تأمين شود.

**کاربرد مفوم هزينه سرمايه**

شايد بتوان مهم‌ترين کاربرد مفهوم هزينه سرمايه را به طريق زير بيان کرد: اگر نرخ بازده سرمايه‌گذارى يک شرکت از هزينه سرمايه آن بيشتر باشد و اگر بدون بالا رفتن درجه ريسک اين ميزان بازده افزايش يابد، ثروت سهامدارن افزايش خواهد يافت. دليلى که در اين‌خصوص اقامه مى‌شود اين است که اگر نرخ بازده شرکت از هزينه سرمايه آن بيشتر شود، دارندگان اوراق قرضه و سهام ممتاز به نرخ بازده ثابت موردنظر خواهد رسيد، باقيمانده نرخ بازده در اختيار صاحبان سهام عادى قرار خواهد گرفت که از نرخ بازده مورد توقع آنان بيشتر خواهد بود. بنابراين، مى‌توان سود مازاد را به چندين طريق به مصرف رسانيد:

۱. شرکت از طريق پرداخت سود سهام بيشتر، اين مبلغ را بين سهامداران عادى تقسيم کند

۲. شرکت اين سود را مجدداً در شرکت سرمايه‌گذارى کند و بدين طريق، نرخ بازده دوره‌هاى بعد را افزايش دهد

۳. ترکيبى از اين دو روش

در نتيجه، مطلوبيت سهام عادى (از نظر سهامداران) بيشتر مى‌شود و افزايش تقاضا منجربه افزايش قيمت سهام عادى در بازار مى‌گردد. بدين‌ طريق، ثروت سهامداران افزايش خواهد يافت و هدف شرکت تأمين مى‌گردد.

اگر بين هزينه سرمايه و موضوع به حداکثر رسانيدن ثروت سهامداران ارتباط برقرار گردد، مى‌توان هزينه سرمايه را به طريق ديگرى تعريف کرد. براى مثال، مى‌توان هزينه سرمايه را به اين طريق تعريف کرد: حداقل نرخ بازدهى که شرکت بايد تحصيل کند تا اينکه در ارزش شرکت تغييرى صورت نگيرد، يعنى ارزش شرکت کماکان حفظ گردد. در چنين تعريفى که از هزينه سرمايه داده مى‌شود، مسئله نرخ سربه‌سر مورد توجه قرار مى‌گيرد. اگر شرکت به هزينه سرمايه دست نيابد، ارزش اوراق بهاءدار شرکت کاهش خواهد يافت. برعکس، اگر نرخ بازده شرکت از هزينه سرمايه بيشتر شود، ارزش بازار شرکت افزايش خواهد يافت. در اين متن، ارزش بازار برابر است با مجموع ارزش‌هاى بازار اوراق بهاءدارى که آن شرکت منتشر کرده است. چنين تعريفى از هزينه سرمايه را به‌ اين‌صورت بيان مى‌کنند: نرخ بازدهى که مانع تغيير ارزش سهام عادى شرکت گردد.

براساس دومين تعريفى که از هزينه سرمايه داده مى‌شود، هزينه سرمايه با فرآيند بودجه‌بندى سرمايه‌اى شرکت ارتباط پيدا مى‌کند. هزينه سرمايه به‌عنوان نرخ تنزيلى که براى ارزيابى و قضاوت در مورد پروژه‌هاى مختلف سرمايه‌گذارى به‌کار مى‌رود تعريف مى‌شود. اگر پروژه‌هائى مورد قبول شرکت قرار گيرند که نرخ‌هاى بازده آنها از هزينه سرمايه شرکت بيشتر است، ارزش شرکت افزايش خواهد يافت. به همين نحو، اگر نرخ بازده پروژه‌هائى از هزينه سرمايه شرکت کمتر باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد يافت. بنابراين، کاربرد ديگر هزينه سرمايه ارزيابى پروژه‌هاى سرمايه‌اى است.

هرشرکتی دارای بازده و ریسک مخصوص بخوداست و منابع مالی شرکت توسط صاحبان سهام عادی ،سهام ممتاز و صاحبان اوراق قرضه تامین شده است و هریک از آنها بازده ای متناسب با ریسک خود را درخواست می نمایند، تامین این بازده ،برای شرکت هزینه است لذا میتوان هزینه سرمایه شرکت را حداقل بازده ای تعریف کرد که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه گذاران و صاحبان بدهی را تامین کند.

باتوجه به اینکه هدف شرکت افزایش ثروت سهامداران است،درصورتیکه نرخ بازده سرمایه گذاری بیشتر از نرخ هزینه سرمایه باشد و بدون افزایش ریسک،نرخ بازده افزایش یابد ،این امر منجر به افزایش ثروت سهامداران خواهد شد.از آنجا که با افزایش بازده ،(سهامداران ممتاز و صاحبان بدهی بازده ثابتی دارند)،مازاد بازده اضافی متعلق به سهامداران عادی خواهد شد و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می یابد .

لذا نرخ هزینه سرمایه را اینگونه نیز می توان تعریف کرد:

نرخ هزینه سرمایه ،حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید بدست آوردتا ارزش شرکت تغییر نکند.

تعریف دیگری از نرخ هزینه سرمایه:

نرخ هزینه سرمایه نرخی است که در ارزیابی پروژه ها مورد استفاده قرارخواهد گرفت وعایدات آتی طرحها با آن نرخ تنزیل می شود، پروژه هایی مورد قبول قرارمیگیرند که نرخ بازده آنها بیشتر از نرخ هزینه سرمایه شرکت باشد.

**مقایسه نرخ هزینه سرمایه سهام عادی ، سهام ممتاز، سودانباشته و بدهی :**

1)نرخ هزینه سرمایه سهام عادی بیشتر از نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز ،سودانباشته وبدهی است زیرا بازده موردانتظار سهام عادی از بازده مورد انتظار سهام ممتاز و بدهی بیشتر است(چون ریسک سهام عادی بیشتر است).

2)نرخ هزینه سرمایه بدهی (وام)کمتر از نرخ هزینه سرمایه سهام عادی ،سودانباشته و سود سهام ممتاز است.

زیرا اولا بازده مورد انتظار وام دهنده کمتر از بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است (چون وام ریسک کمتری دارد)،ثانیا هزینه بهره،هزینه قابل قبول مالیاتی است یعنی نرخ مالیات موجب کاهش در هزینه بهره خواهد شد.

3)درصورتیکه انتشار سهام جدید همراه با هزینه انتشار باشد،نرخ هزینه سرمایه سهام عادی بیشتر از نرخ هزینه سرمایه سود انباشته است.

**نکات مهم در موردهزینه سرمایه و اثر اهرم بر هزینه بدهی :**

شرکت ها در هنگام مواجه شدن با نوسانات اقتصادی ملزم به اتخاذ تصمیمات جدیدی ، متناسب با عوامل محیطی ایجادشده هستند که ذیلا به بعضی از نکات مهم اشاره میشود:

درشرایطی که ریسک شرکت ها زیاد نباشدافزایش بدهی مدنظر قرارمیگیرد زیرا با بکارگیری منابع تامین مالی ارزان امکان افزایش عایدی هر سهم و همچنین افزایش ارزش سهام در میان مدت وجودداردکه نتیجتا دربلندمدت وابستگی به منابع مالی خارج را کاهش میدهد.

نوسانات بازار ممکن است بر میزان عرضه وتقاضای پول تاثیربگذاردکه درنتیجه برهزینه سرمایه نیز تاثیر خواهد گذاشت. درصورتی که نوسانات بازارموجب افزایش تقاضابرای تولیدات شرکت شونداین مسئله افزایش قیمت کالارا نیز به همراه خواهد داشت و سود شرکت افزایش می یابد. بدین ترتیب استفاده از تامین مالی از طریق سود تقسیم نشده اثرکاهشی روی هزینه سرمایه ایجاد می نماید.بدین ترتیب شرکت ها باید دقیقا هزینه سرمایه خودرا مورد توجه و بررسی قرارداده و با تجزیه و تحلیل دقیق یک ساختار سرمایه مناسب با حداقل هزینه سرمایه را برای پیش بینی بودجه سالیانه و تامین مالی بلندمدت پروژه های خود ایجاد کنند.

اثر اهرم بر هزینه بدهی(مدیریت مالی هامپتون ،وارن و...ترجمه دکتر حمید رضا وکیلی فرد)

درشرایطی که اهرم بیشتری مورد استفاده شرکت قرارگیردبه دلیل ریسک پذیری بیشتر توسط بستانکاران (وام دهندگان)هزینه بدهی نیز افزایش خواهد یافت.درمواردی که شرکت اقدام به دریافت وام بیشتر می کند و نسبت بدهی از حد متوسط صنعت بیشتر میشود معمولا بانکها ازدادن تسهیلات مالی بیشتر خودداری خواهندکرد،که نتیجتا شرکت هادر صورت نیاز مالی بیشتر یابد از منابع مالی دیگربا هزینه بالاتر استفاده کنند.بنابراین پی میبریم که بکارگیری اهرم بیشتر (مازادبرمتوسط صنعت)باعث افزایش هزینه بدهی خواهد شد.

همانطور که شرکت هایی با نسبت بدهی بالاباید هزینه بدهی بیشتری را متحمل شوندبالعکس شرکت هایی که نسبت بدهی آنها پایین تر از متوسط صنعت (20%تا 30%)باشد و از نظر موقعیت تجاری در شرایط مطلوبی قرارداشته باشند،مورد توجه بانک های وام دهنده هستندو حداقل میزان نرخ بهره در هنگام دادن وام به آنها پیشنهاد می شود.

**محاسبه هزینه اقلام خاص سرمایه**

دارندگان انواع اوراق بهاءدار شرکت (مثل اوراق قرضه سهام ممتاز، سهام عادى و سود انباشته) داراى نرخ بازده مورد توقع مخصوص به‌خود هستند و در نتيجه داراى هزينه خاص سرمايه (به‌خصوص به‌خود) مى‌باشند. هزينه سرمايه‌اى هريک از منابع خاص تأمين سرمايه (اوراق بهاءدار منتشره) را هزينه اقلام خاص سرمايه مى‌نامند.

محاسبه هزينه اقلام خاص سرمايه کار چندان ساده‌اى نيست و نتايج هم به‌صورت تقريبى به‌دست خواهد آمد. اصولاً مشکل يا مسئله از آنجا به‌وجود مى‌آيد که ارزش بازار شرکت دستخوش تغييرات دائمى است و عوامل خارجى (مثل چرخه‌هاى تجارى و تورم) آثار شديدى بر اين فرآيند دارند و شرکت بر اين عوامل هيچ نوع کنترلى ندارد. در نتيجه در اکثر موارد ارقام به‌صورت تقريبى محاسبه مى‌شود.

# هزينه بدهى‌ها

از آنجا که اکثر بدهى‌ها بلندمدت يک شرکت به‌صورت اوراق قرضه است، محاسبه هزينه بدهى با توجه به خصوصيات اوراق قرضه انجام مى‌شود. تخمين يا تعيين هزينه خاص بدهى مستلزم محاسبه هزينه مؤثر بدهى شرکت است و بايد اين هزينه مؤثر را براساس نرخ سالانه بيان کرد. مى‌توان اين‌کار را با استفاده از نرخ بازده تا تاريخ سررسيد انجام داد. نرخ بازده تا تاريخ سررسيد يا نرخ بازده داخلى موردنظر خريداران تعيين کننده ميزان هزينه مؤثر بدهى قبل از کسر ماليات (براى شرکت) است. ممکن است هزينه بدهى براى شرکت اندکى بيش از نرخ بازده تا تاريخ سررسيد که موردنظر سرمايه‌گذاران است، باشد؛ زيرا امکان دارد که شرکت در جريان فروش اوراق قرضه‌اى که منتشر مى‌کند، مبلغى هزينه کند.

**محاسبه هزينه خاص سرمايه براى اوراق قرضه جديدى که شرکت منتشر مى‌کند مستلزم طى مراحل زير است:**

۱. تعيين خالص وجوهى که در ازاء انتشار و فروش هر برگ از اوراق قرضه عايد شرکت مى‌گردد. امکان دارد که خالص پولى که در ازاء هر برگ از اوراق قرضه به‌دست شرکت مى‌رسد (پس از کسر هزينه فروش) از ارزش اسمى آن برگ کمتر باشد. براى مثال، ارزش اسمى هر برگ از اوراق قرضه‌ ممکن است ۱،۰۰۰،۰۰۰ ريال باشد. اگر اين اوراق قرضه به قيمتى برابر با ارزش اسمى آنها به فروش برسد و هزينه فروش هر برگ ۲۰،۰۰۰ ريال باشد، خالص پولى که در ازاء فروش هر برگ نصيب شرکت خواهد شد ۹۸۰،۰۰۰ ريال خواهد برد.

۲. تعيين هزينه مؤثر هر برگ از اوراق قرضه قبل از کسر ماليات. به اين منظور بايد نرخ بازدهى تا سررسيد آن برگ محاسبه گردد؛ يعنى بايد خالص پولى که در زمان صفر وارد شرکت مى‌شود را جريان نقدى ورودى و بهره‌اى که سالانه پرداخت مى‌شود و پولى که بابت ارزش اسمى آن برگ در تاريخى سررسيد پرداخت مى‌گردد جريانات نقدى خروجى تلقى کرد.

۳. از آنجا که هزينه بهره يک نوع هزينه قابل‌قبول مالياتى است، بايد هزينه آن برگ را پس از کسر ماليات محاسبه کرد (با توجه به صرفه‌جوئى مالياتى حاصل از بهره). آنچه به‌دست مى‌آيد هزينه خاص بدهى است.

# هزينه سهام ممتاز

زمانى‌که شرکتى سهام ممتاز مى‌فروشد، خريداران انتظار دارند که در ازاء پولى که آنها در آن شرکت سرمايه‌گذارى مى‌کنند، سود سهام دريافت کنند. پرداخت سود سهام هزينه‌اى است که شرکت بابت سهام ممتاز مى‌پردازد. براى اينکه بتوان اين هزينه (يا سود سهام تقسيمي) را بر مبناى نرخ سالانه بيان کرد، شرکت خالص پولى را که در زمان فروش سهام (پس از کسر ماليات) دريافت مى‌کند مبناى محاسبه قرار مى‌دهد.

هزينه خاص هر برگ از سهام ممتاز به اين طريق محاسبه مى‌شود که شرکت سود پرداختى سالانه هر سهم را بر خالص پول دريافتى تقسيم مى‌کند.

# هزينه سهام عادى

هزينه خالص سهام عادى عبارت است از حداقل نرخ بازده‌اى که شرکت بايد عايد صاحبان سهام عادى کند تا بدان‌وسيله، ارزش بازار سهام آن شرکت حفظ گردد. اگر شرکتى تعدادى سهام عادى منتشر کند و خالص دريافتى در ازاء فروش هر سهم Pn ريال باشد، آن شرکت مى‌تواند خالص پول دريافتى را با ارزش ذاتى آن سهام برابر بداند؛ زيرا کسانى‌که اين نوع سهام را مى‌خرند مى‌توانند آن سهام را به قيمتى بخرند که Pn ريال به‌صورت خالص به‌دست شرکت برسد**.**

# هزينه سرمايه به‌دست آمده از اندوخته کردن سود

دو مشکل بر سر راه محاسبه هزينه خاص سود اندوخته شده قرار دارد. اين دو مشکل از اين جهت به‌وجود مى‌آيند که سود اندوخته‌شده يکى از منابع وجوه داخلى شرکت است. (و نه يک منبع خارجي). اول اينکه سود اندوخته‌شده، مثل سهام ممتاز و اوراق قرضه، نوعى اوراق بهاءدار نيست که بتوان از طريق قيمت آن در بازار هزينه خاص آن را محاسبه کرد. دوم اينکه سود اندوخته‌شده نمايانگر وجوهى نيست که سرمايه‌گذاران مستقيماً تأمين مى‌کنند؛ لذا عده‌اى چنين مى‌پندارند که هزينه خاص اين قلم از دارائى برابر صفر است.

براى محاسبه هزينه خاص سود اندوخته‌شده، معمولاً سود اندوخته‌شده را سودى مى‌پندارند که بايد به صاحبان سهام عادى پرداخت شود، ولى شرکت به نمايندگى از جانب آنان مجدداً آن را در شرکت سرمايه‌گذارى مى‌کند. لذا آنان انتظار دارند که نرخ بازدهى اين وجوه دست کم برابر با نرخى باشد که عايد سهام عادى مى‌گردد. بنابراين، هزينه خاص سرمايه متعلق به سود اندوخته‌شده با هزينه خاص سهام عادى برابر است، ولى از آنجا که چيزى به نام هزينه‌هاى توزيع و فروش وجود ندارد، براى اين محاسبه از قيمت کنونى سهام عادى در بازار استفاده مى‌گردد.

**محاسبه ميانگين موزون هزينه سرمايه**

[**ضرایب مبتنی بر ارزش دفتری**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/harmony.php#office)

* [جدول هزینه خاص هریک از اقلام تشکیل‌دهنده سرمایه شرکت](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/harmony.php#table1)
* [جدول میانگین موزون هزینه سرمایه با استفاده از ضریب‌های ارزش دفتری](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/harmony.php#table2)

[**ضرایب مبتنی بر ارزش بازار**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/harmony.php#market)

پس از اينکه هزينه خاص سرمايه متعلق به منابع بلندمدت تأمين مالى شرکت تعيين رديد، آنگاه مى‌توان هزينه کل سرمايه را محاسبه کرد. هزينه کل سرمايه را به اين‌صورت تعريف کرده‌اند: نرخ بازده سرمايه‌گذارى شرکت بايد به ميزانى باشد که هزينه خاص کليه منابع سرمايه را تأمين کند. هزينه کل سرمايه که با توجه به ساختار سرمايه موجود شرکت محاسبه مى‌شود، بيانگر اين مطلب است که نرخ بازدهى شرکت بايد حداقل برابر با هزينه سرمايه شرکت باشد. در اين‌صورت، از ميانگين هزينه سرمايه مى‌توان به‌عنوان نرخ تنزيلى استفاده کرد که در ارزيابى پروژه‌هاى مختلف سرمايه‌گذارى به‌کار مى‌رود.

ميزان تقريبى هزينه کل سرمايه به روش‌هاى زير تعيين مى‌گردد:

۱. هزينه خاص سرمايه هريک از منابع سرمايه را در درصد متعلق به آن منبع ضرب کنيد. از آنجا که سود انباشته در طى سال‌ها انباشته مى‌شود، ساده‌ترين راه براى تخمين يا تعيين هزينه خاص اين قلم از سرمايه اين است که در آن مقطع زماني، ميزان آن را با هزينه خاص سرمايه متعلق به سهام عادى برابر بگيريد.

۲. مقادير به‌دست آمده را با هم جمع کنيد. اين حاصل جمع را ميانگين موزون هزينه سرمايه مى‌نامند.

در اين محاسبه، از ضريب‌هاى ارزش دفترى و ارزش بازار استفاده مى‌شود. هريک از اين ضربدر داراى مزايا و معايب خاص خود است.

**ضرايب مبتنى بر ارزش دفترى**

اولين گام در راه محاسبه ميانگين موزون هزينه سرمايه اين است که از مقادير ارزش دفترى تک‌تک منابع سرمايه (اعم از سرمايه‌هاى دائمى و بدهى‌هاى بلندمدت) استفاده کرد. اين ارزش‌هاى دفترى نشان‌دهندهٔ مقاديرى از سرمايه است که شرکت از طريق فروش اوراق بهاءدار يا از طريق سرمايه‌گذارى مجدد سود (مبالغى که از طريق عدم تقسيم سود به‌دست آمده) تأمين کرده است. از آنجا که هريک از منابع سرمايه داراى هزينه سرمايه خاص خود است، براى محاسبه هزينه کل سرمايه (ميانگين موزون هزينه سرمايه) بايد سه مرحله زير را طى کرد:

۱. درصد منابع مالى بلندمدت را تعيين و ارزش ريالى هريک از اين ارقام را از ترازنامه استخراج کنيد.

۲. درصد هريک از اين منابع سرمايه را در هزينه خاص متعلق به آن قلم سرمايه ضرب کنيد.

۳. حاصل جمع آنها را به‌دست آوريد.

مزاياى کاربرد ضريب ارزش دفترى (در محاسبه ميانگين موزون هزينه سرمايه شرکت) به‌شرح است:

۱. محاسبه ميانگين موزون سرمايه نسبتاً ساده است؛

۲. معمولاً هزينه سرمايه محاسبه‌شده در طول زمان تغيير چندان زيادى نمى‌کند،

يعنى نسبتاً ثابت است؛ زيرا ضريب‌هاى ارزش دفترى به قيمت بازار بستگى ندارند؛

۳. زمانى‌که عوامل خارجي، مثل تورم و چرخه‌هاى اقتصادي، باعث تغييرات شديد قيمت سهام و ساير اوراق بهاءدار شرکت گردند، آنگاه ضريب ارزش دفترى تنها مرجعى است که مى‌توان آن را براى محاسبه ميانگين موزون هزينه سرمايه به‌کار برد.

استفاده از ضريب‌هاى ارزش دفترى داراى دو عيب مهم است:

۱. با استفاده از اين ضريب‌ها يک ميانگين موزون از هزينه سرمايه مربوط به سنوات گذشته به‌دست مى‌آيد که احتمالاً براى ارزيابى و قضاوت در مورد پروژه‌هاى کنونى شرکت چندان مثمرثمر نيست.

۲. کاربرد اين ضريب‌ها با تعريفى که از هزينه کل سرمايه داده شده است سازگار نيست. در تعريف کل هزينه سرمايه شرکت، از يک حداقل نرخ بازده صحبت کرديم که بتوان بدان‌وسيله ارزش بازار شرکت را حفظ کرد، ولى در محاسبه ضريب‌هاى ارزش، ارزش اوراق بهاءدار مورد توجه قرار نگرفته‌اند. در نتيجه، ميانگين موزون هزينه سرمايه را که براساس ضريب‌هاى ارزش دفترى محاسبه شده‌اند، مى‌توان به‌عنوان يک تخمين سريع و تقريبى از ميانگين موزون هزينه سرمايه به‌کار برد.

**ضرايب مبتنى بر ارزش بازار**

در محاسبهٔ ميانگين موزون هزينه سرمايه شرکت، از ارزش بازار اوراق بهاءدار شرکت استفاده مى‌کنيم. مقدار هزينه سرمايه‌اى که به اين طريق به‌دست مى‌آيد نشان‌دهندهٔ نرخ بازده کنونى است که موردنظر سرمايه‌گذاران است (و نه نرخ‌هاى تاريخى که براساس اقلام ترازنامه محاسبه شده است).

براى محاسبه ميانگين موزون هزينه سرمايه (براساس ضريب‌هاى ارزش بازار) بايد چهار مرحله را طى کرد:

۱. ارزش بازار هريک از منابع تأمين سرمايه (البته براساس قيمت‌هاى کنونى آنها در بورس) را تعيين کنيد

۲. براى تعيين ضريب‌هاى ارزش بازار، هريک از اين مقادير را بر کل ارزش بازار اوراق بهاءدار تقسيم کنيد

۳. هزينه خاص هريک از اقلام سرمايه را در ضريب ارزش بازار ذى‌ربط ضرب کنيد

۴. حاصل‌ضرب‌ها را با هم جمع کنيد

[**رابطه متقابل بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش شرکت**](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/chart.php)

* [تغییرات ساختار سرمایه](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/chart_change.php)
* [ساختار مطلوب سرمایه](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/chart_nice.php)
* [الگوهای تعیین سود و ارزش](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/chart_pattern.php)
* [هزینه نهائی سرمایه](http://www.aftabir.com/business/financial/management/cost/chart_price.php)

اگر ساختار سرمايه شرکت تغيير کند، ممکن است کل ارزش شرکت تغيير کند. براى تجزيه و تحليل اين تغييرات از مفروضات و فرمول‌ها و الگوهاى تعيين ارزش استفاده خواهيم کرد.

شرکت‌ها براى محاسبه هزينه سرمايه همان مفاهيمى را به‌کار مى‌برند که سرمايه‌گذاران براى تعيين ارزش اوراق بهاءدار خود؛ به بيان ساده‌تر، بايد بگوئيم که ارزيابى اوراق بهاءدار از سوى سرمايه‌گذاران و هزينه سرمايه شرکت دور روى يک سکه هستن. اگر وضع بدين منوال باشد و اگر هزينه‌هاى اقلام خاص سرمايه مقادير معينى باشند، مى‌توان گفت که مديران مالى مى‌توانند به سادگى يا تغيير ترکيب ساختار سرمايه شرکت، ميانگين موزون هزينه سرمايه را تغيير دهند.

**نسبت های ساختار سرمایه**

نسبت‌هاي ساختار سرمايه يک شرکت رابطه بدهي به حقوق صاحبان سهام را بعنوان منبع تأمين مالي دارايي‌هاي شرکت بررسي مي‌کند.

اين نسبت‌ها به دو دسته تقسيم مي‌شوند : نسبت‌هاي ساختاري و نسبت‌هاي پوششي

**نسبت‌هاي ساختاري**

نسبت‌هاي ساختاري بر اساس سهم بدهي و سرمايه در ساختار مالي شرکت بنا شده است. به عبارت ديگر، ميزان منابعي را که شرکت از راه گرفتن وام تأمين کرده (نه از محل منابعي که سهام‌داران شرکت تأمين مي‌کنند) را نشان مي‌دهداين نسبت‌ها عبارتند از:

* نسبت بدهي‌هاي بلندمدت به حقوق صاحبان سهام
* نسبت بدهي به دارايي

**نسبت بدهي‌هاي بلندمدت به حقوق صاحبان سهام**

با استفاده از اين نسبت مقدار منابع مالي شرکت که بوسيله بستانکاران تأمين مالي شده است محاسبه مي‌شود. مقدار کمتر نسبت بدهي به حقوق صاحبان سهام مبين وجود قدرت و درجه حمايتي بالاتر از طرف اعتباردهندگان در آينده است.

**نسبت بدهي به دارايي**

این نسبت معمولا نسبت بدهی نامیده میشود.با اين نسبت، کل وجوهي که از محل بدهي‌ها تأمين شده است، محاسبه مي‌شود. اگر اين نسبت از عدد يک کسر شود، درصد کل وجوهي که از محل حقوق صاحبان سهام تأمين شده است، بدست مي‌آيد. صورت اين نسبت شامل همه بدهي‌ها اعم از کوتاه‌مدت و بلندمدت است.

نسبت بدهي، درصد کل وجوهي که از طريق بستانکاران در شرکت تأمين مالي شده است، را اندازه گيري مي‌نمايد. معمولاً بستانکاران يک نسبت متعارفي را ترجيح مي‌دهند زيرا هرچه نسبت بدهي رقم کوچک‌تري را نشان دهد، در هنگام ورشکستگي و تصفيه، خطر و زيان کمتري براي آنان در بر خواهد داشت. بر عکس بستانکاران، براي صاحبان شرکت داشتن نسبت بدهي بالاتر با ارزش تر است، زيرا اولاً از اين طريق سرمايه‌گذاران درآمد بيشتري معمولاً عايدشان مي‌شود، ثانياً تأمين مالي از طريق فروش سهام به مفهوم از دست دادن قسمتي از کنترل شرکت است زيرا تعداد سهامداران افزايش مي‌يابد. در صورتيکه نسبت بدهي خيلي زياد باشد از ميزان احساس مسئوليت سهامداران کاسته‌مي‌شود، زيرا سهم سهامداران از ميزان سرمايه گذاري به مقدار کمي با خطر مواجه خواهد بود.این نسبت از تقسیم جمع بدهی هابه جمع دارایی ها بدست میاید.

**نسبت‌هاي پوششي**

مهمترين نسبت‌هاي پوششي عبارتند از:

* نسبت پوشش بهره
* نسبت پوشش هزينه‌هاي ثابت

نسبت پوشش بهره

با استفاده از اين نسبت، توانايي شرکت در پرداخت بهره وام محاسبه مي‌شود، به اين صورت که سود قبل از بهره و ماليات را به هزينه بهره تقسيم مي‌کنند. و اگر این نسبت از یک کمتر شود شرکت با اقدامات اجرایی طلبکاران مواجه خواهد شدکه اغلب به ورشکستگی می انجامد.

**نسبت پوشش هزينه‌هاي ثابت**

اين نسبت براي اندازه‌گيري قابليت اعمال بدهي کفايت مي‌کند زيرا هم بهره و هم بازپرداخت اصل وام را مورد توجه قرار مي‌دهد.در این نسبت این حقیقت که اکثر شرکتها نسبت ب اجاره داراییها اقدام مینمایندودرنتیجه تعهدات بلندمدت ناشی از تنظیم قراردادهای اجاره برای خودبوجود میاورندملحوظ است وبرای اکثر تحلیلگرها این نسبت برتر از نسبت پوشش هزینه بهره میباشد. ودر صورت و مخرج کسر این نسبت هزینه اجاره لحاظ میشود.

**سه استفاده عمده از نسبت‌هاي ساختار سرمايه :**

1- براي شناسايي منابع وجوه

شرکت کليه نياز مالي خود را از طريق منابع بدهي يا سرمايه تأمين مي‌کند.ميزان استفاده از هر منبع مالي از طريق نسبت‌هاي ساختار سرمايه مشخص مي‌شود.

2- براي اندازه‌گيري ريسک مالي

يکي از معيارهاي تعيين درجه ريسک که در نتيجه تأمين مالي از طريق بدهي بوجود مي‌آيد، بوسيله اين نسبت‌ها تعيين مي‌شود. اگر شرکت در يک دوره مشخص در حال افزايش درصد بدهي خود باشد، ممکن است نشان‌دهنده اين مساله باشد که ريسک سهامداران رو به افزايش است.

3- براي پيش بيني دورنماي استقراض

اگر شرکت نياز مالي جهت توسعه فعاليت‌هاي خود داشته باشد، نسبت‌هاي ساختار سرمايه مشخص مي‌کنند که آيا وجوه بدهي در دسترس خواهند بود يا خير؟ اگر نسبت‌ها خيلي بالا باشند، شرکت ممکن است قادر به استقراض نباشد.

**مفروضات تأمین مالی :**

1. تهیه پول ( تامین مالی جدید) دارای حداقل اثر بر ساختار سرمایه شرکت است .این موضوع بدان مفهوم است که مدیران شرکت درصد ترکیب منابع مالی جدید را با توجه به ساختار مطلوب سرمایه تعیین می کند .
2. شرکت به صورتی دقیق هزینه خاص سرمایه (متعلق به منابع مالی جدید) را تعیین می کند . این موضوع بدان معنی است که شرکت می تواند تا حدودی آثار ریسک تجاری اضافی ومتغیرهای جدید خارجی را بر هزینه خاص سرمایه محاسبه کند .
3. از ضریب ارزش بازار استفاده می شود .انتخاب ضریب در گرو آگاهی از این موضوع است که باید هزینه سرمایه جدید بر اساس ارزش بازار آن پرداخت گردد واینکه ضریب ارزش بازار باعث به وجود آمدن مقادیری از هزینه نهایی سرمایه می گردد که برای ارزیابی وقضاوت در مورد پروژه های مختلف بودجه بندی سرمایه ای معقولتر است .

**تامین مالی از محل اندوخته سود :**

اگر شرکتی بتواند به طور کلی از محل اندوخته سود تامین مالی کند ،هزینه نهایی سرمایه آن با نرخ بازده مورد توقع سهامداران عادی برابر خواهد شد .

**تامین مالی بدون تغییر هزینه سرمایه :**

اگر شرکت در صدد تامین مالی جدید برآید ، هزینه نهایی سرمایه نباید خود به خود از میانگین موزون هزینه سرمایه بیشتر شود .اگر هزینه خاص سرمایه متعلق به منابع مالی جدید مساوی هزینه خاص منابع کنونی سرمایه شرکت باشد واگر تامین مالی جدید ترکیب ساختار سرمایه شرکت را تغییر ندهد ، هزینه نهایی سرمایه با میانگین موزون هزینه سرمایه برابر خواهد شد .

**شيوه‌هاي تأمين مالي :**

* تأمين مالي کوتاه‌مدت
* تأمين مالي ميان‌مدت
* تأمين مالي از طريق استقراض
* تأمين مالي بلندمدت

**شيوه‌هاي تأمين مالي**

بنگاههاي اقتصادي نيز براي ورود به تجارت و ادامه فعاليت در آن نياز به سرمايه دارند، منابع تأمين مالي به صورت‌هاي گوناگون تقسيم گرديده است. اما در بيشتر تحقيقات، منابع تأمين مالي شركت‌ها براساس سياست تأمين مالي آنها به دو بخش "منابع مالي دروني"و"منابع مالي بيروني" تقسيم مي‌شوند كه اين منابع مي‌تواند به روش كوتاه مدت يا بلند مدت مورد استفاده قرار گيرد.

**تأمين مالي کوتاه‌مدت**

منظور از تأمين مالي کوتاه‌مدت، تأمين مالي از منابعي است که حداکثر ظرف يک سال و يا کمتر بازپرداخت مي‌گردند. منابع تأمين مالي کوتاه‌مدت به 2 دسته کلي تقسيم مي‌شوند که شامل منابع تضمين نشده و منابع تضمين شده مي‌باشد. منابع تأمين مالي کوتاه‌مدت تضمين نشده عمدتاً شامل اعتبارات تجاري (خريد نسيه کالا)، پيش دريافت از مشتريان، هزينه‌هاي پرداختي، وام‌هاي بانکي و اسناد تجاري و منابع مالي تضمين شده نيز عمدتاً توسط بانک‌ها، مؤسسات مالي و خريداران حساب‌هاي دريافتي تأمين مي‌گردند. اعطاکنندگان تسهيلات مالي کوتاه‌مدت تضمين شده بخشي از دارايي‌هاي واحد تجاري را به منظور تضمين وام‌هاي اعطايي به وثيقه مي‌گيرند

**تأمين مالي ميان‌مدت**

تأمين مالي ميان‌مدت، تأمين مالي از منابعي است که سررسيد آن‌ها بيش از يکسال و کمتر از 7 سال است. در ارتباط با سررسيد کمتر از 7 سال اتفاق نظر بين تحليل‌گران وجود ندارد و پاره اي از آن‌ها سررسيد کمتر از 5 سال يا 10 سال را جزء ميان‌مدت تلقي نموده‌اند. با اين وجود بسياري از تحليل‌گران مالي و حسابداران تفکيک ميان بدهي بلندمدت و ميان‌مدت را ناديده مي‌گيرند و منابع تأمين مالي را به دو گروه عمده تقسيم نموده‌اند بدين ترتيب که بدهي‌هاي با سررسيد کمتر از يکسال را بدهي کوتاه‌مدت و سررسيد بيش از يکسال را بلندمدت طبقه‌بندي نموده‌اند. بدهي‌هاي ميان‌مدت شامل مواردي همچون اعتبار در گرفتن وام‌هاي مدت‌دار و قراردادهاي اجاره مي‌گردند.

**تأمين مالي بلندمدت**

يکي ديگر از راه‌هاي تأمين مالي از لحاظ زمان سررسيد، تأمين مالي بلندمدت مي‌باشد. تأمين مالي بلندمدت عمدتاًبه منظور سرمايه‌گذاري‌هاي بلندمدت همچون خريد دارايي جديد، احداث کارخانه و يا مدرنيزه کردن امکانات موجود مورد استفاده قرار مي‌گيرد.

منابع تأمين مالي بلندمدت شامل استقراض (بدهي) بلندمدت، سهام عادي، و سود انباشته مي‌گردد که در اينجا بدليل ارتباط با موضوع فقط تأمين مالي از طريق استقراض تشريح مي‌شود.

**تأمين مالي از طريق استقراض**

سرمايه استقراضي عمدتاً شامل وام‌هاي رهني، تسهيلات بانکي، اوراق مشارکت و ساير بدهي‌هاي بلندمدت مي‌گردد که توسط بانک‌ها، مؤسسات مالي و ساير اشخاص حقيقي و حقوقي تأمين و اعطا مي‌شوند. وام‌هاي رهني بدهي‌هايي هستند که در ازاء به رهن گذاشتن دارايي‌هاي شرکت اخذ و در طي دوره‌هاي معين بازپرداخت مي‌شوند. تسهيلات بانکي نيز با اخذ تضمين يا بدون آن، توسط بانک‌ها به شرکت اعطا مي‌شود و طي اقساط بازپرداخت مي‌گردند. اوراق مشارکت اوراق بهادار بي نام يا بانامي است که به قيمت اسمي مشخـص بـراي مدت معين منتشر مي‌شود و به سرمايه گذاري که قصد مشارکت در اجراي طرحهاي موضوع انتشار اوراق را دارند واگذار مي گردد. اين اوراق داراي سررسيد مشخص است و منتشر کننده آن متعهد است که در زمان‌هاي معين سود و در سررسيد ارزش اسمي اوراق را بپردازد.