

## اصول سرمایه گذاری و تأمین مالی پایدار

### ابوذر سهرابی کورت آباد<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۲۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۶/۱۹

#### چکیده

سرمایه گذاری در زمینه های مختلف همواره به عنوان یکی از راه های مهم توسعه شرکت ها مورد توجه بوده است. در این میان، تأمین مالی موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری نیز از اهمیت فراوانی برخوردار باشد. هدف اصلی از تأمین مالی پایدار، انتخاب ترکیبی از منابع مالی است که هزینه های مالی را به حداقل برساند و ارزش شرکت را برای سرمایه گذاران حداکثر نماید. با توجه به این مهم، در این پژوهش به بررسی اصول سرمایه گذاری و تأمین مالی پایدار پرداخته شد. در بخش اول این مقاله، سعی خواهیم کرد تعاریفی از اصول سرمایه گذاری و عوامل موثر بر آن ارائه دهیم، در بخش دوم نیز نظریه های تأمین مالی، پیش بینی بحران مالی، ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن مورد کنکاوی قرار خواهد گرفت. در بخش آخر نیز به ارائه نتیجه پژوهش در زمینه موضوع مورد بررسی اختصاص خواهد یافت.

#### واژگان کلیدی

اصول سرمایه گذاری، فرصت های سرمایه گذاری، تأمین مالی پایدار، ساختار سرمایه

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، کارشناس درآمد و نوسازی شهرداری.

## مقدمه

باتوجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده ای روبرو می باشند، این کشورها جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت های خدادادی خود می باشند. در این باره، یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه گذاری است. از انجایی که سرمایه گذاری، یکی از مهم ترین اجزای تقاضای کل سال و نقش بسیار تعیین کننده ای در نوسان های اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می کند، شناخت رفتار سرمایه گذاری، بسیار مورد توجه اقتصاددانان و سیاست گذاران اقتصادی بوده است (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۵).

بادرنظر گرفتن جنبه های اهمیت تصمیم های مرتبط با سرمایه گذاری، شامل پروژه های بلندمدت از قبیل حجم بالای سرمایه گذاری، پیامدهای قابل توجه و بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که تصمیمات سرمایه گذاری بر ارزش شرکت دارند، اهمیت شناخت بهتر و دقیق رفتار سرمایه گذاری شرکت هارا بیش از پیش نمایان می سازد. در تئوری نحوه تامین مالی، تصمیمات سرمایه گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تاثیر قرار می دهد (تهرانی و رهنما فلاورجانی، ۱۳۹۳). باتوجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری از جمله مسائل مهم می باشد. کارایی سرمایه گذاری، مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت هایی که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارد، هدایت گردد لذا هدف از این پژوهش بررسی اصول سرمایه گذاری و تامین مالی پایدار می باشد.

## سرمایه گذاری

یکی از موضوعات بسیار مهم و قابل تامل در اقتصاد، بحث سرمایه گذاری و تاثیر آن در دستیابی به اهداف توسعه پایدار است. سرمایه گذاری، فرایندی استراتژیک و بلندمدت است که در آن تخصیص منابع کلان و قابل توجه مدنظر بوده و از ویژگی های مهم آن، بالابودن ریسک و به تبع آن انتظار کسب بازده بالا است. سرمایه گذاری انکار ناپذیرترین مولفه و عامل برنامه ریزی برای دستیابی به اهداف توسعه است. تفکر استراتژیک در تدوین برنامه های راهبردی، کلان اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی در محیط چالشی امروز، ضرورت و اهمیت سرمایه گذاری را قطعی نموده است (وانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

ویژگی های خاص شرکت ها، رفتار سرمایه گذاری آنها را در رویارویی با شرایط مختلف پیچیده تر می سازد. باین وجود می توان رفتار سرمایه گذاری شرکت هارا باتوجه به ویژگی های ساختاری و محدودیت ها تا حدودی پیش بینی کرد. این پیش بینی به سرمایه گذاران و سیاست گذاران کلان کمک می کند تا در تصمیمات خود، شرکت های هدف را شناسایی کرده و در شرایط مختلف تصمیماتی بهینه بگیرند. مطابق با تئوری کلاسیک،

شرکت ها برای بیشینه سازی ارزش خود، تا آنجا که درآمد نهایی، با هزینه نهایی این سرمایه گذاری برابر شود، به سرمایه گذاری خود ادامه دهند. گرچه، در چارچوب عقاید کینز و پیروانش، انتظار می رود که میزان سرمایه گذاری از طریق الویت رشد یا امنیت مالی قابل تعیین باشد ولی در چارچوب نمایندگی، مسئله عدم تقارن اطلاعات مطرح می شود. مطابق با این تئوری شرکت ها ممکن است از سطوح سرمایه گذاری بهینه منحرف شده و دچار کم سرمایه گذاری یا بیش سرمایه گذاری شوند. زمانی واحد تجاری در سرمایه گذاری کارا تعریف می شود که همه پروژه هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف نظر کردن از فرصت های سرمایه گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه گذاری بیشتر از حد می باشد که در هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه گذاری است (ذاکری، ۱۳۹۳).

### نظریه سرمایه گذاری

بر اساس نظریه سرمایه گذاری نیز می تواند رابطه منفی بین تأمین مالی برون سازمانی و بازده سهام وجود داشته باشد. بر اساس این فرضیه، بین مبادلات خالص تأمین مالی برون سازمانی از طریق سهام و بدهی شرکت ها و تصمیمات سرمایه گذاری مدیران، رابطه مستقیمی وجود دارد، یعنی هرچه میزان تأمین مالی از سوی شرکت ها بیشتر باشد، سرمایه گذاری آنها بیشتر خواهد بود، بنحوی که در برخی از اوقات، این پدیده به سرمایه گذاری بیش از حد منجر خواهد گردید. حال، زمانی که عواید حاصل از تأمین مالی صرف سرمایه گذاری اضافه شود، بین خالص افزایش در تأمین مالی و بازده سهام رابطه منفی وجود خواهد داشت و زمانی این رابطه به بیشترین خدخود خواهد رسید که این عواید فوراً در فعالیت های عملیاتی، سرمایه گذاری شود. نظریه سرمایه گذاری بیش از اندازه بر اساس تضاد میان مدیران و سهامداران شکل می گیرد. مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ نمایند، گرچه مجبور باشند پروژه های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان های نقدی مازاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می تواند با تأمین مالی از طریق بدهی و سرمایه برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی ها را با وجه نقد حاصل از بازده سرمایه گذاری در پروژه های ضعیف پرداخت نماید. در این صورت، مدیر با کسری وجه نقد روبرو خواهد شد. نتیجه، ارتباط منفی بین تأمین مالی از طریق بدهی و بازده سهام وجود خواهد داشت. از این رو، تأمین مالی از طریق بدهی می تواند به عنوان اهرم مکانیسمی برای غلبه بر مسئله سرمایه گذاری بیش از اندازه به شمار رود. این نظریه ارتباط منفی میان اهرم و سرمایه گذاری را در شرکت هایی توجیه می کند که فرصت های رشد کمتری دارند (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶).

### عوامل بنیادی تاثیرگذار بر سرمایه گذاری

در اقتصاد، آنچه سرمایه گذاری را تحریک می کند، تقاضا است. تقاضای بالا، به جریان نقد بالاتر و ظرفیت بیشتر برای پاسخگویی به تقاضای ایجاد شده و در نهایت مخارج سرمایه ای پیش بینی شده بالاتر منجر می شود. علاوه بر

فرصت های مناسب رشد برای سرمایه گذاری، عوامل دیگری از جمله نوع روابط میان مدیران و سایر ذی نفعان، ویژگی های شخصیتی مدیران و نوسانات بازارها وجود دارد که می توانند سرمایه گذاری شرکتی را از نظریه‌ی تحت تاثیر قرار دهند. در اقتصادهای آسیای شرقی، ماهیت مسائل نمایندگی، به جای تضاد بین مدیران و سهامداران، به تضاد منافع بین مالکان کنترل کننده یا سهامداران بزرگ و سهامداران اقلیت، مربوط می شود. زمانی که سطح بالایی از واگرایی میان حقوق کنترلی و حقوق جریان نقد سهامداران بزرگ وجود دارد، سرمایه گذاری بیش از اندازه افزایش می یابد؛ زیرا منافع آنها با سهامداران اقلیت، هماهنگی کمتری دارد. حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه گذاری وجود دارد: اول اینکه، شرکتها نیاز دارند تا به منظور تامین مالی فرصت های سرمایه گذاری، منابع را جمع آوری نمایند. در یک بازار کارا، کلیه پروژه های دارای ارزش فعلی خالص مثبت باید تامین مالی شوند؛ اما پژوهش های زیادی در حوزه مالی مویید این مطلب می باشد که محدودیت های مالی، توانایی مدیران را برای تامین مالی محدود می سازد؛ در نتیجه شرکت هایی که با محدودیت تامین مالی مواجه هستند، ممکن است به دلیل هزینه زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر کنند که اینکار منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد می گردد. دوم اینکه، اگر شرکت تصمیم به تامین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی انجام شود. به عنوان مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه های نامناسب، اقدام به سرمایه گذاری ناکارا نمایند در نتیجه انتخاب پروژه های ضعیف، موجب سرمایه گذاری بیش از حد می گردد. به طور تفصیلی اینطور می توان توضیح داد که شرکت ها در تصمیم گیری در مورد پذیرش یا رد پروژه های سرمایه گذاری، به سودآوری این طرح ها توجهی ویژه دارند. بهطوریکه در شرایط عدم اطمینان واقعی، شرایط آتی سودآوری و تقاضا نامشخص است؛ بنابراین سودمورد انتظار یکی از مهمترین عوامل تعیین کننده سرمایه گذاری است. سرمایه گذاری با نرخ سودآوری آتی موردانتظار طرح های سرمایه ای جدید ارتباطی مثبت دارد. انتظاربراین است که ارتباطی منفی بین متغیر هزینه های مالی و سرمایه گذاری وجود داشته باشد، اما این ارتباط تنها نتیجه ممکن نیست. به عبارت دیگر، می توان گفت که با افزایش هزینه های مالی می تواند به معنی اعتبار بالاتر در آینده باشد، زیرا افزایش هزینه های مالی نشان دهنده فراهم آمدن بازدهی بالاتر برای بازارهای مالی توسط شرکت است. نرخ بالای هزینه های مالی نشانه ای از سوآوری و توانایی در پرداخت بدهی شرکت است و همچنین، می تواند ترجیحات نقدینگی سهامداران را نیز برآورده سازد. در نتیجه با افزایش قابلیت دریافت اعتبار شرکت، دسترسی آتی به منابع مالی افزایش و هزینه تامین مالی برای شرکت کاهش می یابد. باوجوداین، افزایش در هزینه های مالی می تواند به طریق منفی نیز بر سرمایه گذاری تاثیر بگذارد. نیاز به افزایش هزینه های مالی می تواند بدین معنی باشد که شرکت مجبور است در کوتاه مدت محتاط تر عمل نماید، زیرا ناتوانی در عمل به این تعهدات مالی می تواند به سلب استقلال عمل، تهدید تصاحب و یا کاهش اختیار خرید سهام منجر گردد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۵).

## فرصت های سرمایه گذاری

فرصت های رشد، شامل اختیارهای سرمایه گذاری است که ممکن است توسط شرکت اعمال شوند یا نشوند. یافته های شین و کیم (۲۰۰۲) ضمن تایید وجود رابطه معنی دار میان فرصت های رشد و سرمایه گذاری، نشان می دهد که حساسیت سرمایه گذاری شرکت به فرصت های رشد، پس از تعدیل از نظر اندازه، برای شرکت هایی که وجه نقد بالایی نگه می دارند، از شرکت هایی که وجه نقد پایینی دارند، کمتر است. به علاوه شرکت هایی که وجه نقد بالایی دارند، بیشتر از شرکت هایی که وجه نقد پایینی نگه می دارند، سرمایه گذاری می کنند. آنها معتقدند که به احتمال زیاد، شرکت هایی که وجه نقد بالایی نگه می دارند، نسبت به رشک های با وجه نقد پایین، تصمیمات سرمایه گذاری ناکارتری می گیرند (وانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

## مولفه های تأثیرگذار بر سرمایه گذاری

عدم اطمینان از دو طریق می تواند بر روی سرمایه گذاری شرکتی اثر بگذارد: عدم اطمینان فراینده، می تواند نرخ تنزیل یک شرکت را افزایش دهد و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین شرکتی که نسبت به جریان های نقد موردانتظار، نامطمئن تر است، ممکن است سرمایه گذاری را تا زمان رسیدن اطلاعات جدید به تأخیر اندازد. در هر دو مورد، یک شرکت می تواند سرمایه گذاری های سرمایه ای خود را در نتیجه عدم اطمینان فراینده، کاهش دهد. شرکت هایی که محدودیت کمتری دارند، با ریسک کمتری برای تامین وجوه روبرو هستند؛ در نتیجه، زمان که با عدم اطمینان فراینده روبرو شوند، احتمال بیشتری وجود دارد که سرمایه گذاری های جاری خود را کاهش دهند. از طرف دیگر، شرکت هایی که از لحاظ مالی محدودترند، بیشتر در معرض اصطکاک های بازار سرمایه قرار دارند. در واقع ترس از اینکه امکان تامین مالی مطلوب پروژه، در آینده، برای آنها پیش نیاید، شرکت را به انجام زود هنگام پروژه تشویق می کند. جنبه های اقتصادی که مفروضات مودیلیانی و میلر را بر نمی تابند به ساختارهای مالی، هزینه های ورشکستگی، نرخ های وام گیری متفاوت، هزینه های نظارتی برای به حداقل رساندن ریسک ها و عدم تقارن اطلاعاتی، مربوط می شوند. در نتیجه، عوامل اثرگذار بر تامین مالی شرکت ها نیز سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار می دهد (تهرانی و رهنما فلاورجانی، ۱۳۹۳).

## نظریه های تأمین مالی

نظریه های متعددی در خصوص نحوه گزینش منابع تامین مالی توسط محققین ارائه گردیده است که کانون توجه همه این نظریه ها به تأثیر نوع منبع تامین مالی بر ارزش شرکت برمی گردد. این نظریه ها عبارتند از:

### ۱- نگرش سنتی

اساس روش فوق بر این است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. در واقع این روش پیشنهاد می کند که در اثر استفاده بیشتر از بدهی، هزینه سرمایه ابتدا کاهش می یابد و سپس به علت افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد.

## ۲- نظریه میلر و مودیلیانی (M-M)

میلر و مودیلیانی<sup>۱</sup> (۱۹۸۵) دو اندیشمندی که تئوری مدرن ساختار سرمایه با پژوهش آنها آغاز شد، با رد نظریه سنتی اظهار داشتند که هزینه سرمایه شرکت تحت شرایط خاصی با تغییر ساختار سرمایه شرکت تغییر نمی یابد و اثر مساعد جایگزینی بدهی با نرخ تأمین مالی پایین تر در ساختار مالی شرکت، دقیقاً با کاهش در قیمت سهام عادی شرکت جبران خواهد شد. به عبارتی به دلیل افزایش درصد تأمین مالی از طریق بدهی، سهامداران متحمل ریسک مالی بالاتری می گردند و با افزایش میزان ریسک مالی نرخ بازده موردتوقع سهامداران نیز افزایش می یابد؛ بنابراین هزینه سرمایه مستقل از ساختار مالی شرکت می باشد و از دیدگاه مودیلیانی و میلر تصمیم گیری تأمین مالی در این مورد اهمیت دارد.

## ۳- نظریه میلر - مودیلیانی با اثر مالیات بر شرکت

میلر و مودیلیانی (۱۹۶۷-۱۹۶۳) با فرض وجود مالیات نظریه اولیه خود را تعدی کردند. در این نظریه جدید آنها چنین استدلال نمودند که نظر به اینکه استقراض برای شرکت سپر مالیاتی ایجاد می کند، منطقی باید انتظار داشت شرکت ها از بین منابع مختلف تأمین 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 می کند، ارزش شرکت تابع مستقیم میزان استقراض یا اهرم مالی آن می شود.

## ۴- تئوری سلسله مراتب گزینه تأمین مالی<sup>۲</sup>

این تئوری بیان می کند که شرکت ها در تأمین مالی موردنیاز خود سلسله مراتب معینی را طی می کنند. شکل گیری این سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته تأمین مالی می کنند، سپس اگر منابع داخلی تکافو نکند، از بین منابع خارج از شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه متوسل می شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می ورزند.

## ۵- تئوری ایستا یا پایدار<sup>۳</sup>

براساس این تئوری همانگونه که شرکت، سود سهام پرداختنی خود را در سمت و سوی یک سبب پرداخت مطلوب در آینده تنظیم می نماید و در راستای آن حرکت می کند، یک نسبت بدهی مطلوب را نیز تعیین می کند و این نسبت بدهی بهینه شرکت، براساس توازن هزینه ها و منافع استقراض تعیین می شود. در این تئوری ساختار مطلوب سرمایه را می توان به منزله توازن بین مزیت های مالیاتی بدهی و هزینه های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی و نمایندگی تلقی نمود. طبق این نظریه شرکت بایستی آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض و جایگزین

نماید تا ارزش آن حداکثر گردد. مسئله مهمی که در این بده و بستان ها مطرح می شود وجود هزینه تنظیم نسبت بدهی است و تنظیم نسبت بدهی به حد مطلوب به آرامی صورت می گیرد. براساس این فرضیه سطح مطلوبی از نسبت بدهی برای هر شرکت وجود دارد که هرگونه انحراف از این سطح مطلوب باعث کاهش قیمت سهام و در نتیجه باعث کاهش بازده سهام می گردد.

## ۶- تئوری زمان بندی بازار<sup>۴</sup>

پایه و اساس این تئوری شرایط بازار است، یعنی مدیران شرایط بازار را برای هردو منبع مالی یعنی استقراض و صدور سهام می سنجند، اگر آنها نیاز به تأمین مالی داشته باشند از منبعی استفاده می کنند که شرایط بازار آن مناسب است. اگر شرایط بازار هردو منبع تأمین مالی مناسب نباشد آنها این موضوع را به تأخیر می اندازند ولی اگر شرایط بازار مناسب باشد آنها تأمین مالی را انجام خواهند داد، حتی اگر نیازی به منابع مالی نداشته باشند.

## ۷- مدل تأمین مالی پویا

در ساختار سرمایه ایستا فرض بر این است که اهرم معلومی برای شرکت وجود دارد و شرکت سعی می کند با توجه به عوامل و متغیرهای اثرگذار به یک سطح اهرم بهینه نزدیک شود. این روش دو پیامد اصلی دارد: اول اینکه اهرم لزوماً به اهرم بهینه نیاز ندارد، دوم چنین تجزیه و تحلیل تجربی غیرپویا بوده و برای عرض اندام کردن در ساختار سرمایه های باماهیت پویا و تعدیلی شرکت ها ناتوان است. برتری مطالعه ساختار سرمایه به شکل پویا نسبت به شکل پویا نسبت به سنتی آن به این علت است که اولاً در هیچ یک از شرایط احتمالی و در هیچ نقطه ای از زمان تحقق ساختار بهینه شرکت ها امکان پذیر نیست. دوم شرکت ها در جهت ساختار سرمایه هدف حرکت می کنند و از سرعت تعدیلی برخوردارند و این سرعت تعدیل و اجزای تشکیل دهنده آن در میان شرکت ها فرق دارد. در مدل پویا که در دهه اخیر تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است، شرکت سعی می کند که سطح بدهی یا اهرم خود را در زمان های مختلف تعدیل کند البته این امر هزینه های تعدیل را نیز به همراه دارد و شناسایی عوامل تاثیرگذار بر سرعت تعدیل از اهمیت قابل توجهی برخوردار است (ذاکری، ۱۳۹۳).

## مفهوم سررسید بدهی

تعریف سررسید بدهی از یک نظریه موازنه عمومی واحد ظهور نمی کند. بر پایه دسته بندی ترا (۲۰۱۱) تعاریف و رویکردهای مختلف مبانی نظری مربوط به ساختار سررسید بدهی را می توان در چهار طبقه کلی قرار داد: الف) فرضیه موازنه، ب) فرضیه نمایندگی، پ) فرضیه علامت دهی، ت) فرضیه تطابق سررسید. فرضیه موازنه بر این فرض استوار است که سررسید بهینه بدهی از طریق موازنه بین هزینه های بدهی کوتاه مدت در مقابل نفوذ بهره بالاتر بدهی های بلندمدت به دست می آید. در برخی موارد این نظریه به هزینه های ضمنی مبادلات انواع مختلف، مانند منافع سپر مالیاتی و هزینه های ورشکستگی منکی است، مانند نظریه مالیات پیشنهادی توسط بریک و رواید (۱۹۹۱) که ساختار زمانی نرخ های بهره باعث می شود که بدهی های بلندمدت نزدیک به سررسید گزینه ای بهینه شوند؛

زیرا ذخیره ناشی از اهرم به خاطر سپرمالیاتی بهره انگیز استقراض کننده تشدید می شود و شناسایی درآمد به تاخیر می افتد. استاهز و مویر (۱۹۹۶) شواهد حمایت کننده ای برای اثر مالیاتی یافتند درحالیکه گوندز و اوپلر (۱۹۹۶) به یافته های عکس آن رسیده اند. گروه دیگر از نظریه های مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی، توسط جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) مطرح و از سوی مایرز (۱۹۷۷) توسعه داده شد، نشأت می گیرد. در این حالت ساختار سررسید بدهی هنوز ابزار دیگری است که شرکت می تواند برای حل کردن مشکل نمایندگی استفاده کند. رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر، شخص دیگری را مأمور اجرای عملیات شرکت می کند. در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیم هارا نیز به او تفویض می کنند. هریک از طرفین این رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند، در صورتی که منافع آنها با یکدیگر در یک راستا نیست، بنابراین تضاد منافع و مشکل نمایندگی را می دهد. براساس این نظریه شرکت سررسید بدهی بهینه را برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و یا حل مسئله سرمایه گذاری بیش از حد و کاهش آن انتخاب خواهد کرد. بارنثا و همکاران (۱۹۸۰) بر این باورند که بدهی کوتاه مدت ممکن است مسئله جانشینی دارایی را کاهش دهد، اما ارزش بدهی کوتاه مدت چندان به تغییرات ارزش دارایی شرکت حساس نیست. زا سوی دیگر تامین مالی با بدهی کوتاه مدت شرکت ها را وادار به گزارش عملکرد خود و مخاطره عملیاتی به صورت ادواری به قرض دهندگان کوتاه مدت می کند. از این رو این ارزیابی دوره ای بدهی کوتاه مدت را به تغییرات در ارزش شرکت کمتر حساس می کند. شرکت های با رشد بالا بیشتر امکان مواجه شدن با مسئله نمایندگی مانند سرمایه گذاری کمتر از واقع و انتقال مخاطره را دارند. از دیدگاه اقتصادی نیز می توان نظریه نمایندگی را به کار گرفت. براساس نظریه بازار ناکارا میزان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی در اقتصاد شکوفا و درحال پیشرفت کمتر است، در دوره افول اقتصاد، میزان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی بالاتر خواهد بود. به عبارت دیگر در دوره افول، اعتباردهندگان با مخاطره بالاتری مواجه می شوند و هرچه دوره سررسید بدهی طولانی تر شود، مخاطره نیز بیشتر می شود؛ بنابراین اعتباردهندگان بدهی هایی را انتخاب می کنند که سررسید کوتاه مدتی را داشته باشند، ولی برعکس در اقتصاد شکوفا بدهی های بلندمدت به سهولت تحقق می یابد. فرضیه علامت دهی نیز ریشه در مسئله عدم تقارن اطلاعاتی دارد. ساختار سررسید بدهی به عنوان ابزاری برای فائق آمدن بر مسئله انتخاب معکوس به صورت ارائه یک علامت معتبر به بازار استفاده می شود. فلانری (۱۹۸۶) شواهدی ارائه کرد مبنی بر اینکه شرکت های باکیفیت، بدهی کوتاه مدت را برای علامت دهی وضعیتشان ترجیح می دهند. او بیان کرد که شرکت ها با انتشار بدهی کوتاه مدت اقدام به حداقل کردن اثر عدم تقارن اطلاعاتی روی هزینه های تامین مالی می کنند؛ زیرا احتمال اینکه بدهی بلندمدت بر اثر عدم تقارن اطلاعاتی اشتباه قیمت گذاری شود، بیشتر از بدهی کوتاه مدت است. استاهز و مویر (۱۹۹۶) نیز شواهد تجربی برای حمایت از این نظریه ارائه دادند، اما دیاموند (۱۹۹۱) نشان داد که حتی شرکت های باکیفیت پایین نیز بدهی کوتاه مدت را برای مخاطره نقدشوندگی پایین آن ترجیح می دهند و فقط شرکت های متوسط بدهی



بلندمدت را ترجیح می دهند. گروه آخر مربوط به فرضیه تطابق سررسید است که اشاره به این مطلب دارد شرکت باید سررسید بدهی هارا با سررسید دارایی های خود تطبیق دهد. به نظر می رسد این فرضیه پیش از اینکه مبنای نظری داشته باشد از تجربه افراد اجرایی بر مبنای مخاطره شوندگی موجود، نقدشوندگی فاقد کارایی و مباحث چرخه بازار کالاها ایجاد شده است. مایرز (۱۹۷۷) معتقد است که شرکت آن بدهی را می خواهد که سررسید آن از نظر زمانی با زمانی که فرصت های سرمایه گذاری جدیدش آشکار می شوند تطابق داشته باشند که در صورت تطابق سررسید دارایی ها با بدهی های شرکت هزینه معاملات به ویژه هزینه های تأمین مالی مجدد بدهی کوتاه مدت را حداقل می کند. کالب (۱۹۸۷) بر این باور است که تطابق برای خیلی از شرکت ها بسیار مخاطره زا است و تلویحا منتهی به نسبت جاری یک می شود. شواهد پژوهش نشان می دهد که ساختار سررسید بدهی های یک شرکت بر مخاطره اعتباری کلی شرکت تاثیر خواهد داشت؛ زیرا این مخاطره شرکت را مستعد خطر از نگاه اعتباردهندگان می سازد و ظرفیت بدهی شرکت را نیز کاهش می دهد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۵).

### پیش بینی بحران مالی

یکی از مهم ترین تهدیدهای اقتصاد ملی، ورشکستگی شرکت هاست. وقوع ورشکستگی و آثار و تبعات آن برای شرکت ها، مسئله حیاتی است. با ورشکسته شدن هرشرکتی، علاوه بر آن که سهامداران آن متضرر می شوند و قسمتی از سرمایه خود را از دست می دهند، افراد مشغول به کار در شرکت نیز بیکار می شوند و زندگی آنها تحت تاثیر قرار می گیرد. یکی از راه های جلوگیری از پدیده ورشکستگی، پیش بینی قبل از وقوع آن یا آشکار شدن علائم آشفتگی مالی است. مدل های پیش بینی بحران مالی در ادبیات موضوعی به سه گروه مدل های آماری، مدل های نظری و مدل های هوش مصنوعی دسته بندی می شوند. مدل های آماری و هوش مصنوعی بر نشانه های شکست تمرکز دارند و مدل های نظری به علت های کیفی شکست توجه می کنند. نسبت های مالی، نخستین متغیرهایی بودند که توسط محققان مختلف برای پیش بینی بحران مالی استفاده شدند. در زمینه اثربخشی شاخص های اقتصادی به منظور پیش بینی بحران مالی شرکت ها، مطالعات زیادی انجام شده که شواهد نشان می دهد برای پیش بینی بحران مالی موثر هستند و به باور کی سی و واتسون (۱۹۸۶) و زاوگرن (۱۹۸۵)، الگوی مناسب برای پیش بینی نمی تواند به نسبت های مالی محدود شود و سایر اطلاعات از قبیل متغیرهای اقتصادی نیز، ممکن است به پیش بینی ورشکستگی کمک کنند. علیرغم اهمیت متغیرهای مالی در پیش بینی ورشکستگی، برخی محققان آنها را فاقد قدرت پیش بینی کنندگی لازم می دانند و برای ادعای خود به این دلایل اشاره می کنند: اولاً اطلاعات حسابداری بیان کننده رویدادهایی هستند که در گذشته به وقوع پیوسته و نمی توانند برای پیش بینی آینده استفاده شوند. ثانیاً میثاق محافظه کاری و اصل بهای تمام شده تاریخی موجب می شود ارزش های دفتری اختلاف زیادی با ارزش های واقعی خود در بازار سرمایه داشته باشند. ثالثاً اطلاعات حسابداری به شدت تحت تاثیر رویه های حسابداری انتخاب شده مدیریت و گاهی مدیریت سود هستند. صورت های مالی می توانند برای عموم مردم اطلاعات مفیدی

درباره عملیات شرکت فراهم کنند؛ با وجود این، اگر شرکت ها به دستکاری اطلاعات اقدام کرده و آنها را صادقانه افشا نکنند، اطلاعات افشاشده در صورت های مالی با جانب داری همراه شده و از حقیقت منحرف می شوند، اما تحت نظام راهبری مناسب، هیئت مدیره می تواند شرکت را کنترل کرده و از تحریف اطلاعات مالی توسط مدیریت شرکت جلوگیری نماید (تهرانی و رهنما فلاورجانی، ۱۳۹۳).

### ساختار سرمایه

ساختار سرمایه به عنوان مهمترین پارامتر موثر بر ارزش گذاری شرکتها و برای جهت گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه بندی شرکت ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته است. این امر برنامه ریزی نزدیک کرده «حداکثر سازی ثروت سهامداران» استراتژیک آنان را به انتخاب منابع موثر بر هدف است. همچنین، ساختار سرمایه به معنی نحوه تامین مالی شرکت، بر روی ارزش شرکت تاثیر می گذارد؛ به عبارتی رابطه بین اجزای تشکیل دهنده ساختار سرمایه که آمیزه ای از اوراق قرضه و سهام برای تامین مالی است بر روی نتایج عملکرد شرکت ها تاثیر بسزایی دارد. تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه نقش موثری در کارایی و اعتبار شرکت ها نزد موسسات تامین سرمایه خواهد داشت و در نتیجه درک تئوری ساختار سرمایه می تواند به مدیران این امکان را بدهد تا به ساختار سرمایه مطلوب به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران دست یابند. بطور کلی ساختار سرمایه رابطه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می دهد. هرچه میزان بدهی شرکت بیشتر باشد به همان میزان ادعای سهامداران بر دارایی ها و منافع آتی شرکت کمتر می گردد؛ بنابراین بدهی و سرمایه دو منبع تامین مالی شرکت محسوب می شوند که هر یک هزینه های مختلفی را برای شرکت به همراه دارند، لذا شرکت ها باید ترکیب مناسبی از بدهی و سرمایه را داشته باشند که کمترین هزینه را برای شرکت به دنبال داشته باشد. از طرفی ساختار سرمایه هر شرکت، هشدار اولیه ای در ارتباط با میزان مضیقه مالی شرکت است. چگونگی ساختار سرمایه و نحوه تصمیم گیری مدیران شرکت ها جهت تامین مالی مورد توجه و بررسی بسیاری از پژوهشگران امور مالی قرار گرفته که منجر به ارائه تئوری های مختلفی در خصوص ساختار سرمایه شده است (ذاکری، ۱۳۹۳).

### عوامل موثر بر ساختار سرمایه

#### ۱- اندازه شرکت

منظور از اندازه شرکت عبارت است از حجم و میزان فعالیت یک شرکت؛ بنابراین نکته مهم در سنجش اندازه شرکت این است که چه عاملی به عنوان ملاک و معیار، مورد استفاده قرار گیرد تا از آن طریق به شکل صحیح و دقیقی شرکت ها را از نظر اندازه و حجم از یکدیگر تفکیک نماید. لذا مسئله مهم در تشریح اندازه شرکت، مقیاس و ملاک سنجش اندازه شرکت می باشد. پژوهشگران در پژوهش های خود شاخص های مختلفی را برای سنجش اندازه شرکت به کار برده اند. این معیارهای متفاوت، همگی برای اندازه گیری حجم و گستردگی فعالیت شرکت

ها مناسب می باشند. به عنوان نمونه می توان از میزان فروش کل شرکت، میزان کل دارایی ها به ارزش بازار به عنوان شاخص تعیین کننده اندازه شرکت استفاده کرد. معیار دیگر برای مشخص نمودن اندازه شرکت مجموع دارایی ها به ارزش دفتری است. این معیار نیز با اندازه شرکت رابطه مستقیم دارد. به این معنی که هرچه دارایی های شرکت بیشتر باشد، حاکی از بزرگتر بودن اندازه شرکت است و برعکس هرچه حجم دارایی های شرکت کمتر از میزان دارایی های شرکت باشد، حجم و اندازه شرکت کوچکتر است. اسکات و دیوید (۱۹۹۷) از این شاخص به عنوان اندازه شرکت استفاده کرده اند. معیار دیگر مورد استفاده میانگین فروش یا میانگین مجموع دارایی های شرکت طی چندسال مورد بررسی است. این معیار نسبت به معیارهای قبلی بهتر و قوی تر می باشد، چرا که به وضعیت فروش کل یا مجموع دارایی های شرکت طی چندسال توجه می کند. وارنر (۱۹۹۷) و آنگک (۲۰۰۰) اندازه شرکت را از عوامل مهم و موثر بر اهرم مالی می دانند و عقیده دارند شرکت های بزرگ به دلیل توانایی در استفاده از منابع مالی مختلف، کمتر در معرض ورشکستگی قرار می گیرند و همچنین در صورت ورشکستگی نسبت هزینه های به ارزش کل شرکت برای شرکت های بزرگ پایین است و از قدرت وام گیری بیشتری برخوردار هستند.

## ۲- ساختار دارایی ها

پژوهش ها نشان می دهد که شرکت هایی که دارای دارایی های مشهود و ثابت بیشتری هستند، بیشتر از بدهی استفاده می کنند. مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) در مطالعات خود نشان دادند به میزانی که دارایی های شرکت به صورت مشهود و ثابت باشند، شرکت این امکان را پیدا خواهد کرد که از آنها به عنوان وثیقه و ضمانت بدهی های خود استفاده کند. در نتیجه هزینه های نمایندگی کاهش پیدا خواهد کرد. چرا که اعتباردهندگان با ترهین دارایی های ثابت شرکت، اطمینان نسبی از بازپرداخت آنها کسب کرده و نظارت کمتری بر عملکرد شرکت خواهند داشت.

## ۳- سودآوری

به لحاظ نظری دیدگاه واحدی در مورد تاثیر سودآوری شرکت در ساختار سرمایه وجود ندارد. براساس نظریه نظری موازنه شرکت هایی که دارای سودآوری بالایی هستند دارای نسبت بدهی بالایی می باشند، چرا که هزینه های ورشکستگی آنها پایین بوده و با استفاده از بدهی می توانند از سپر مالیاتی ایجاد شده بطور چشمگیری بهره مند گردند. از سویی براساس نظریه ترتیب هرمی شرکتهای سودآور، ترجیح می دهند که سود خود را در شرکت سرمایه گذاری مجدد نمایند؛ به عبارت دیگر نیازهای مالی خود را از محل سود انباشته تامین کرده و در صورت داشتن نیاز مازاد، اقدام به استقراض می کنند. همین گونه که مشخص است براساس نظریه موازنه رابطه مثبتی بین سودآوری شرکت و نسبت بدهی آن وجود دارد. این در حالی است که نظریه ترتیب هرمی مبین رابطه منفی بین آنهاست. نتایج بسیاری از پژوهش های تجربی مطابق دیدگاه نظریه ترتیب هرمی می باشند که براساس این پژوهش ها بسیاری از شرکت های سودآور دارای نسبت بدهی پایینی هستند.

#### ۴- سرمایه گذاری

دارایی های یک شرکت، یکی دیگر از معیارهای سنجش اندازه شرکت می باشد که این معیار نیز به طور مستقیم با اندازه شرکت رابطه دارد؛ یعنی هرچه دارایی های شرکت بیشتر باشد، حاکی از بزرگتر بودن اندازه شرکت است و برعکس، هرچه دارایی های شرکت کمتر باشد، حجم و اندازه شرکت کوچکتر است. ساختار دارایی ها عاملی است که میزان دارایی های یک شرکت را تشریح می کند. شرکت هایی که بیشترین دارایی های آنها را دارایی های نامشهود تشکیل می دهد، کمتر به بدهی اتکا می کنند و برعکس شرکت هایی که بیشترین دارایی های آنها را دارایی های ثابت مشهود تشکیل می دهد، بیشتر به بدهی اتکا می کنند (وانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

#### نتیجه گیری

از جمله عوامل مهم در تعیین ارزش شرکت، ارزش هر شرکت با توجه به سرمایه گذاری است. فرایند سرمایه از این رو، به ارزش سهام آن قابل تعیین است. سرمایه گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه گذاری مشخص می کند. از جمله عوامل موثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم گیری های مالی (ساختار سرمایه) می باشد. مودگیلانی و میلر (۱۹۸۵) شالوده نظریه ساختار سرمایه را با فرض وجود بازار رقابت کامل و تعادل در بازار پی ریزی کردند. آنان با فرض رقابت کامل و فرض نبود مالیات، هزینه مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و ... با این فرض که خط مشی سرمایه گذاری واحد اقتصادی ثابت است، به این نتیجه رسیدند که خط مشی تامین مالی واحد اقتصادی تاثیری بر ارزش جاری آن نخواهد داشت. این نظریه در طول زمان به نظریه نامربوط بودن ساختار سرمایه معروف شده است. در نظریه های متفاوت توضیح دهنده ساختار سرمایه شرکتها، اجماع نظری در رابطه با ارتباط موردانتظار بین فرصت رشد و بدهی وجود ندارد. ولی براساس تئوری موازنه ای ارتباط منفی بین فرصت رشد و بدهی می تواند وجود داشته باشد. تئوری عالمت دهی ارتباط مثبت بین فرصت رشد و بدهی را بیان می کند. تحت تئوری نمایندگی، ارتباط بین بدهی و فرصت رشد می تواند مثبت یا منفی باشد. بدهی شرکت با فرض در دسترس بودن فرصتهای رشد می تواند یک نقش دوطرفه در ارزش شرکت ایفا کند که این نقش را می توان از طریق دو دیدگاه کسر سرمایه گذاری و سرمایه گذاری اضافی توضیح دارد. دیدگاه کسر سرمایه گذاری نخستین بار توسط مایرز (۱۹۸۴) مطرح شد و تاکید دارد که بالا بودن بدهی ها تاثیر منفی بر روی ارزش شرکت داشته و باعث تمایل مدیران به پروژه های سودآور سرمایه گذاری می شود. به دلیل اولویت دارندگان اوراق قرضه نسبت به سهامداران در دریافت جریان های نقدی، مدیران می توانند اگر سود پروژه ها به سمت اعتباردهندگان باشد، پروژه های دارای خالص ارزش فعلی مثبت را از قبل تعیین کنند. هرگاه شرکت دارای فرصن رشد نباشد، از تئوری سرمایه گذاری اضافی که رابطه نزدیکی با جریان نقدی آزاد دارد، استفاده می شود. این تئوری بر روی نتایج منفی ناشی از بالا بودن میزان جریان نقدی تحت کنترل مدیران تاکید دارد.

براسا تئوری «سرمایه گذاری کمتر» شرکت هایی که تعهدات بدهی بزرگی دارند، کمتر سرمایه گذاری می کنند.

در این تئوری، اگر فرصت های رشد آتی به شکل مناسب و سریع شناسایی شوند، این اثر با عمل اصلاحی شرکت و کاهش اهرم آن، می تواند رقیق شود؛ بنابراین یک رابطه تجربی منفی بین تأمین مالی و رشد، ممکن است حتی در رگرسیون هایی که برای فرصت های رشد کنترل می شوند، به وجود آید. تضاد میان سهامداران و مدیریت، ممکن است در نمایندگی باعث بروز مشکل سرمایه گذاری بیش از اندازه شود. اعتقاد بر آن است که مدیران مایلند مقیاس شرکت را گسترش دهند، حتی اگر پروژه های ضعیف را در اختیار بگیرند. تعهدات قبلی شرکت، مدیران را به انجام تعهدات با جوهی که در غیر این صورت به پروژه های سرمایه گذاری ضعیف اختصاص می یافت، مجبور می کند به دیگر سخن، بانک و سایر طلبکاران نقش تنظیم کننده دارند. پژوهشهای جیانگ و زنگ (۲۰۱۴) نشانگر رابطه منفی بین سرمایه گذاری و تأمین مالی است، البته این رابطه در شرکت هایی با رشد پایین، قوی تر است. این شواهد با تئوری سرمایه گذاری بیش از اندازه مطابقت دارد.

### منابع و مآخذ

- ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ احمدی مقدم، منصور؛ (۱۳۹۵) رابطه بین تصمیمات تأمین مالی با انواع مدیریت سود، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۰، صص ۸۳-۱۰۲.
- تهرانی، رضا و رهنما فلاورجانی، روح اله (۱۳۹۳)، پیش بینی رفتار سرمایه گذاری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه های عصبی، مجله مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۶۳-۸۰.
- ذاکری، عباس (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط بین سررسید بدهی کوتاه مدت و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد گرمی.
- نمازی، محمد؛ حاجیها، زهره؛ چناری بوکت، حسن (۱۳۹۶)، تاثیر ساختار سررسید بدهی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۹، شماره ۳۴، صص ۱-۳۰.

Wang, Y., Sun, Y., Qingjun Lv., (2010), "Empirical Study on the Debt Maturity Structure based on the Macroeconomic Variables", International Journal of Business and Management 12, PP.450-473