

موضوع ارائه :

# نظریه و تئوریهای ساختار سرمایه

استاد مربوطه :

سرکار خانم دکتر خسروی پور

نام درس :

تصمیم گیری در مسائل مالی

ارئه دهنده:

فائزه صفایی تبار

## مقدمه

شرکتها به دلایل اجرای پروژه های سرمایه گذاری سود آور در دسترس ،تسویه بدهی های موعد رسیده ،افزایش سرمایه در گردش وپرداخت سود به سهامداران به منابع مالی متعددی دسترسی دارند . این منابع وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی و فروش داراییها را شامل میشود توانایی شرکتها در تعیین منابع مالی مناسب از عوامل اصلی بقا و رشد وپیشرفت یک شرکت بشمار میرود . مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف پیشینه سازی ثروت سهامداران توجه کند وبا توجه به هزینه منابع مختلف تامین مالی وآثار این منابع بر بازده وریسک شرکت به گزینش منابعی روی آورده که باعث به حداقل رساندن هزینه تامین مالی شوند .

به ساختار سرمایه ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن یا هزینه کل سرمایه را به حداقل ممکن برساند ساختار سرمایه بهینه میگویند .بعبارت دیگر ساختار سرمایه بهینه ترکیبی از منابع داخلی وخارجی تامین مالی است به گونه ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن برساند .البته از آنجاکه منابع داخلی شرکت از دیدگاه ترازنامه سود انباشته و اندوخته تلقی میشود وانتظار میرود که بازده مورد توقع سهامداران در حالت انتشار سهام جدید به شکل نقدی برابر باشد ، دراین مبحث هرجا صحبت از تامین مالی از طریق سهام شد منظور تامین مالی سهام از دو محل سود انباشته وآورده نقدی صاحبان سهام است.

در ادبیات مالی در مورد وجود یا عدم وجود ساختار سرمایه بهینه تحقیقات متعددی صورت گرفته ونظریات واستدلالاتی ضد ونقیضی بیان شده است .

## تعریف و هدف ساختار سرمایه

### ■ تعریف ساختار سرمایه:

به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت میگویند در بررسی ساختار سرمایه شرکتها تلاش میشود تا ترکیب مالی مختلف مورد استفاده آنها در تامین مالی فعاليتها و سرمایه گذاريها مورد نیاز تبیین شود.

### ■ هدف تعیین ساختار سرمایه:

هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران است. زیرا از آنجا که هزینه سرمایه شرکت تابعی از ساختار سرمایه آن تلقی میشود انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن میشود.

# نظریه های مرتبط با گزینش بین بدهی و سهام

- نظریه سنتی
- نظریه میلر و مودیلیانی
- نظریه موازنه ایستا
- نظریه سلسله مراتبی

■ بر اساس نظریه سنتی ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه متکی است. همچنین به دلیل اینکه ریسک اوراق بدهی کمتر از سهام است بازده مورد توقع اعتبار دهنده گان نیز کمتر از بازده مورد توقع سهامداران می باشد در نتیجه تا سقف معینی هرچه میزان استفاده از بدهی برای تامین مالی بیشتر باشد هزینه سرمایه کل شرکت کمتر میشود. با این وجود با افزایش بدهی ریسک مالی شرکت افزایش می یابد و با افزایش ریسک اعتبار دهندگان نرخ بهره بالاتری را مطالبه میکنند. در این وضعیت هزینه سرمایه کل شرکت افزایش می یابد. در نتیجه نسبت بدهی به سهام بهینه با کمترین هزینه باید بین دو حد تامین مالی (سهام و بدهی) وجود داشته باشد بنابراین بر اساس این نظریه ساختار سرمایه بهینه نقطه ای است که در آن هزینه کل شرکت به حداقل ممکن میرسد.

## نظریه سنتی :

## نظریه میلر و مودیلیانی

مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) با مقاله مشهور خود به نظریه سنتی تاختند و نظریه نوین ساختار سرمایه را مطرح کردند. به نظر این دو محقق اگر سرمایه گذاران همانند و همزمان با شرکت ها قادر به اخذ وام یا پس انداز وجوه در دسترس باشند و اگر تصمیمات تامین مالی شرکتها کل جریان های نقدی آنها را تحت تاثیر قرار ندهند انتخاب نحوه و منبع تامین مالی بین اوراق بدهی و سهام بر کل ارزش بازار شرکتها تاثیر نمیگذارند. به دیگر سخن ساختار سرمایه مطلوب وجود ندارد و گرچه هزینه تامین مالی از طریق بدهی کمتر از هزینه های تامین مالی از طریق سهام است به دلیل افزایش درصد تامین مالی از طریق بدهی ریسک مالی شرکت و در نتیجه بازده مورد توقع سهامداران افزایش می یابد. آنها فرض کردند که بازار سرمایه کارا است و هزینه های معاملاتی و هزینه مالیات وجود ندارد. آنها بعدها با در نظر گرفتن مالیات بر درآمد شرکتها به این نتیجه رسیدند که مدیریت باید به منظور بیشینه سازی ارزش شرکت طرح های سرمایه گذاری سود آور در دسترس را تماما از طریق بدهی تامین کند.



## نظریه میلر و مودیایانی

نظریه میلر و مودیایانی را میتوان به چهار بخش مختلف تقسیم کرد :

بر اساس بخش a بازار سرمایه کارا ست و دوهزینه مالیات و ورشکستگی وجود ندارد به همین دلیل نسبت بدهی به سرمایه بر ارزش شرکت تاثیری ندارد .

در بخش b فرض عدم وجود هزینه مالیات کنار گذاشته میشود . با در نظر گرفتن مالیات بر در آمد شرکتها و به دلیل مزیت قابل کسر بودن هزینه بهره بدهی ها از در آمد مشمول مالیات ، بهترین گزینه تامین مالی استفاده صرف نظر از بدهی است . عبارت دیگر بر طبق این بخش از نظریه ارزش شرکت در زمانی به حداکثر میرسد که نسبت بدهی به دارایی دقیقا برابر یک باشد .

در بخش c هزینه های ورشکستگی در نظر گرفته میشود یعنی استفاده صرف از بدهی تا آن میزان مناسب است که صرفه جویی مالیاتی حاصل از بدهی بیشتر از هزینه های ورشکستگی بدهی باشد . بعد از آن نقطه باید از سهام برای تامین مالی استفاده شود . نسبت بدهی به کل دارایی هایی که باعث به حداکثر رسیدن ارزش شرکت میشود ، بین صفر و صد درصد قرار دارد .

در اینجا و در بخش d فقط هزینه های ورشکستگی بدهی در نظر گرفته شده است . از آنجا که هزینه های ورشکستگی در نظر گرفته میشود یعنی استفاده صرف از بدهی تا آن میزان مناسب است که صرفه جویی مالیاتی حاصل از بدهی بیشتر از هزینه های ورشکستگی بدهی باشد . بعد از آن باید از سهام برای تامین مالی استفاده شود . نسبت بدهی به کل داراییهایی که باعث به حداکثر رسیدن ارزش شرکت میشود بین صفر و صد درصد قرار دارد .

در اینجا و در بخش d فقط هزینه های ورشکستگی بدهی در نظر گرفته شده است از آنجا که هزینه های ورشکستگی مختص اعتبار دهندگان است هر چه شرکت از بدهی بیشتری استفاده کند ارزش شرکت کمتر میشود .

## نظریه سلسله مراتبی

■ نظریه سلسله مراتبی مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران برون سازمانی یک شرکت است. راس (۱۹۷۷) برای اولین بار ابزار بدهی را به عنوان سازوکار علامت دهی مطرح کرد و بیان نمود که میتوان از این ابزار در زمان وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران برون سازمانی یک شرکت استفاده کرد. بعبارت دیگر مدیریت در مقایسه با سرمایه گذاران برون سازمانی دارای اطلاعات بیشتری راجع به وضعیت مالی و نتایج عملکرد جاری و آتی شرکت بوده و سعی میکند در زمانی که شرکت دارای عملکرد ضعیفی است، به بدهی روی بیاورد چراکه احتمال نکول و ورشکستگی شرکت زیاد است. بعدها مایرز (۱۹۸۴) و مایرز و ماژلوف (۱۹۸۴) شکل پیچیده تر این مدل را مطرح و بیان کردند که چیزی که منجر به ساختار سرمایه میشود نیل شرکتهای برای تامین منابع مالی مورد نیاز است. بدین منظور شرکت ابتدا به منابع داخلی روی میآورد و اگر منابع داخلی کفاف نیازهای مالی شرکت را نکرد به ترتیب به سراغ بدهیهای عاری از ریسک یا با ریسک ناچیز بدهیهای ریسکی و سهام میروود که از بین سهام نیز سهام ممتاز را بر سهام عادی ترجیح میدهد. این سلسله مراتب تامین مالی زمانی شکل میگیرد که هزینه های انتشار اوراق بهادار جدید بر سایر هزینه ها و مزایای سودهای تقسیمی و بدهی فزونی یابد.



در شکل ایستای مدل سلسه مراتبی :انتشار بدهی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میشود وباین وجود مایرز در شکل پویای مدل سلسه مراتبی بیان میکند که اگر شرکتی دارای پروژه های سرمایه گذاری زیاد و همچنین سود کافی جهت تامین مالی پروژه ها باشد هرگز به انتشار بدهی روی نمی آورد ،چراکه افزایش نسبت اهرم مالی باعث کاهش ظرفیت استقراضی شرکت شده واحتمال نادیده گرفته شدن پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت مورد انتظار را افزایش می دهد . بنابراین برطبق این شکل از الگوی سلسله مراتبی شرکتها ظرفیت استقراضی خود را برای رفع نیاز احتمالی آتی حفظ میکنند.

پیش بینیهای الگوی سلسله مراتبی را  
میتوان به سه دسته تقسیم کرد :

- سود های تقسیمی
- اهرم مالی
- نوسان پذیری خالص وجوه نقد

پیش بینی الگوی سلسله  
مراتبی

# با فرض دائمی بودن میزان سودآوری و مخارج سرمایه گذاری یک شرکت:

الف) با فرض ثابت ماندن میزان سرمایه گذاری، هرچه میزان سودآوری شرکتی بیشتر باشد آن شرکت کمتر به بدهی روی می آورد و در نتیجه درجه اهرم مالی کوچکتری است

ب) با فرض ثابت ماندن میزان سودآوری هرچه سرمایه گذاری جاری و آتی شرکتی بیشتر باشد اهرم مالی آن بزرگتر است

در شکل پیچیده تر الگوی سلسه مراتبی نسبت اهرم مالی بهینه وجود ندارد، شرکتها با هزینه های مبادلاتی، جاری و آتی روبرو هستند و میتوانند از طریق برقراری تعادل بین هزینه های جاری و آتی ظرفیت استقراضی را برای دوره های آتی نگه دارند. آنها با این کار یا مانع از دست دادن فرصت های سرمایه گذاری مورد انتظار میشوند و یا از تامین مالی این سرمایه گذاری با استفاده از اوراق بهادار ریسکی جدید خودداری میکنند.

بنابراین پس از کنترل سایر عوامل آن دسته از شرکتها یی که فرصت های سرمایه گذاری بزرگتری را دارند، دارای اهرم جاری کوچکتری هستند.

هرچه احتمال انتشار اوراق بهادار ریسکی جدید یا از دست دادن فرصت های سرمایه گذاری سود آور در زمان ناچیز بودن خالص جریانهای وجوه نقد کمتر باشد، شرکتها یی که خالص جریان های وجوه نقد آنها نوسان پذیر هستند، سود های کمتری توزیع کرده و از بدهی کمتری در زمان حال استفاده میکنند.

## نظریه موازنه ایستا

- در نظریه موازنه ایستا فرض بر وجود ساختار سرمایه بهینه است. این ساختار از طریق ترکیبی از منابع مختلف تامین مالی که هزینه ها و منافع حاصل از تامین مالی از طریق بدهی را باهم برابر میسازد،
- همچنین در این نظریه فرض میشود که نسبت اهرم مالی بهینه یا هدف وجود دارد و بازار هرگونه انحراف (چه بصورت افزایشی و چه بصورت کاهش) از این نسبت را خبری نامطلوب تلقی میکند. این اهرم مالی بهینه را میتوان از طریق برقراری توازن بین هزینه ها و منافع حاصل از مبالغ اضافی بدهی شناسایی کرد.



# در الگوی موازنه ایستا چهار پیش بینی کلی وجود دارد :

۱- هزینه های ورشکستگی

۲- نظریه نمایندگی

۳- مالیات

۴- هزینه های تامین مالی

با توجه به پیش بینی هزینه های ورشکستگی با کاهش میزان سود آوری یک شرکت هزینه های ورشکستگی مورد انتظار افزایش می یابد و این افزایش شرکتها را به سمت اهرم مالی کمتر سوق میدهد.

همچنین هرچه میزان نوسان پذیری سود یک شرکت بیشتر باشد هزینه های ورشکستگی مورد انتظار آن بیشتر است. بنابراین اینگونه شرکتها کمتر از بدهی برای تامین مالی استفاده میکنند.

## نظریه موازنه ایستا دارای چهار شکل فرعی زیر است :

- - منافع حاصل از سپر مالیاتی بدهی ومخارج نابسامانی مالی آن
- -نظریه نمایندگی
- -کنترل شرکت
- -زمان بندی بازار سرمایه وساختار سرمایه

# منافع ناشی از صرفه جویی مالیاتی و مخارج نابسامانی مالی آن

- - یکی از مزایای اصلی بدهی قابل کسر بودن هزینه بهره از درآمد مشمول مالیات شرکت (صرفه جویی مالیاتی و بدهی) است. بنابراین با فرض ثابت بودن سایر عوامل، هرچه مبلغ بدهی یک شرکت بیشتر باشد میزان صرفه جویی مالیاتی بیشتر و در نتیجه هزینه سرمایه آن شرکت کمتر است. با این وجود در عمل با افزایش مبلغ بدهی مخارج نابسامانی مالی (ریسک مالی و احتمال ورشکستگی) شرکت افزایش می یابد و به نقطه ای میرسد که بعد از آن نقطه ریسک مالی شرکت بیشتر از صرفه جویی مالیاتی بدهی خواهد شد.
- در این حالت استفاده از مبلغ بدهی باعث کاهش ارزش شرکت میشود. از این رو طبق شکل از نظریه موازنه ایستا باید مزیت صرفه جویی مالیاتی بدهی و مخارج نابسامانی آن توازن برقرار شود.
- در اینجا ساختار سرمایه بهینه نقطه ای است که مابین تفاوت منافع و هزینه های حاصل از بدهی به حداکثر برسد.

## نظریه نمایندگی و ساختار سرمایه

- بر اساس نظریه میلر و مودیلیانی، ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تاثیری ندارد، اما بر اساس نظریه نمایندگی حتی اگر مفروضات میلر و مودیلیانی صحیح باشند، ترکیب مناسبی از بدهی و سهام از دیدگاه حاکمیت شرکتی موضوع حائز اهمیت است.
- جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) در باره نظریه نمایندگی بر این باوند که منافع مدیران با منافع سرمایه گذاران برون سازمانی همسویی ندارد.
- آنها دو نوع تضاد شناسایی کردند :
  - ۱\_ تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان
  - ۲- تضاد بین مدیریت و سهامداران

## دلایل تضاد منافع

- دلیل اصلی شکل گیری تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان آن است که قرارداد بدهی این فرصت را برای سهامداران فراهم می آورد که در صورت به موفقیت رسیدن پروژه های سرمایه گذاری، بخش اعظم سود های تحصیل شده را تصاحب کنند. با این وجود، اگر طرحهای سرمایه گذاری با شکست مواجهه شوند، بخاطر مسئولیت محدود سهامداران، امکان دارد اعتبار دهندگان حتی اصل طلب خود را وصول نکنند.
- از سوی دیگر تضاد بین مدیریت و سهامداران به این علت رخ میدهد که مدیریت شرکت منابع در دسترس را به خوبی مدیریت نکرده و حتی این منابع را صرف منافع شخصی و افزایش رفاه خود کند



## راه حل‌های پیشنهاد شده برای حل تضاد منافع

■ ۱- فروش یا حتی اهدای تعدادی از سهام شرکت به مدیریت :

■ این اقدام مدیریت را تحریک میکند تا جایی که امکان دارد با اتخاذ تصمیمات درست و منطقی از منابع شرکت به نحو بهینه استفاده کرده و در نتیجه باعث افزایش ارزش شرکت شود زیرا ارزش سهام تحت تملک وی به ارزش بازار شرکت وابسته است

■ ۲- استفاده از ابزار بدهی و ممانعت از انتشار سهام جدید تا حد امکان :

■ از آنجا که پرداخت اصل و فرع بدهی در زمانهای تعیین شده غیر قابل فسخ است استفاده از ابزار بدهی مبلغ وجوه نقد آزاد در دسترس مدیریت را کاهش داده و از این طریق مانع سوء استفاده های شخصی و سرمایه گذاری در پروژه های دارای ارزش فعلی منفی میشود .

■ ۳- توزیع بیشتر سود های تحصیل شده :

■ توزیع سود دارای دو مزیت اصلی است . اول اینکه با توزیع سود ، وجوه نقد آزاد در دسترس مدیریت کاهش یافته و سوءاستفاده های احتمالی مدیریت یا سرمایه گذاری در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی تا حدودی تقلیل می یابد . دوم اینکه هرچه سود بیشتری توزیع گردد، نیاز شرکت به بازار سرمایه بیشتر میشود و مدیریت شرکت مجبور به قبول قوانین و مقررات بازار سرمایه و گذاران برون سازمانی است . بعبارت دیگر مدیریت بیشتر کنترل میشود .

## هزینه های نمایندگی

■ هزینه های نمایندگی را میتوان به دو دسته هزینه های نمایندگی مرتبط بابتدهی .

■ وهزینه های نمایندگی مرتبط با سهام تقسیم کرد

## کنترل شرکت

■ این شکل از نظریه موازنه ایستا بیان میدارد زمانی که شرکت دارای وضعیت مالی و نتایج عملیات مطلوبی است، حق کنترل شرکت مختص سهامداران می باشد. با این وجود در شرکتهایی که دارای وضعیت مالی و نتایج عملیات مطلوبی نیستند، حق کنترل باید از سهامداران به اعتبار دهندگان انتقال یابد. در دفاع از دیدگاه کنترل شرکت دو الگو ارائه شده است که در مورد نحوه پیدایش تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان و نقش بدهی در حل این تضاد منافع، با یکدیگر هم اختلاف دارند. الگوی اول توسط استولز (۱۹۹۰) ارائه شده است.

- بر اساس این الگو منشاءپیدایش تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران، توزیع یا عدم توزیع سود تحصیل شده است. به عبارت دیگر، مدیریت شرکت همواره تمایل دارد تا وجوه و منابع داخلی در دسترس را صرف توسعه و پیشرفت شرکت کند، در حالی که ممکن است سهامداران توزیع سود را بر انباشت و سرمایه گذاری آن در شرکت ترجیح دهند. در اینجا میتوان از طریق برقراری توازن بین منافع بدهی (جلوگیری از سرمایه گذاری در پروژه های نامطلوب) و هزینه های بدهی (جلوگیری از سرمایه گذاری در پروژه های مطلوب) به ساختار سرمایه بهینه دست یافت (چن و استرنج ۲۰۰۵).
- دومین الگو توسط هریس و راویو (۱۹۹۱) ارائه شده است. به نظر این دو محقق مدیران همواره خواستار تداوم عملیات شرکت هستند و در زمانی که از دیدگاه سرمایه گذاران، تصفیه و انحلال شرکت به عنوان بهترین گزینه تلقی می شود، تضاد شکل میگیرد. در این هنگام، نقش بدهی و ادار ساختن مدیریت شرکت به انحلال آن است. بر این اساس میتوان از طریق برقراری توازن بین تصمیمات انحلال شرکت به عنوان مزیت بدهی و هزینه های ناشی از مذاقه بیشتر در انحلال یا تداوم عملیات شرکت بعنوان هزینه بدهی، به ساختار سرمایه بهینه دست یافت.

## ■ زمان بندی بازار سرمایه و ساختار سرمایه

- مدیران شرکتها با استفاده از عدم تقارن اطلاعاتی، بین خود و سرمایه گذاران برون سازمانی به زمان بندی بازار سرمایه اقدام میکنند. بر اساس مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت هایی که با افزایش وجوه و منابع مورد نیاز از طریق منابع خارجی دست میزنند با مشکل انتخاب ناسازگار مواجه هستند. لوکاس و مک دونالد (۱۹۹۰) الگوی زمانبندی انتشار سهام را بر مبنای عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران، ارائه کردند. در این الگو فرض بر این است که شرکتها پس از تجربه افزایش غیر عادی و با اهمیت قیمت سهام به انتشار سهام روی می آورد. همچنین مدیران سعی میکنند که بازارهای سهام را بر زمانبندی و بازارهای بدهی را بر مبنای اطلاعات عمومی مثل شکاف زمانی یا بازده اضافی قابل قابل پیش بینی اوراق قرضه زمانبندی کنند. اگر مدیران به هنگام زمان بندی بازار بدهی از اطلاعات عمومی بیشتری نسبت به سرمایه گذاران برخوردار نباشند استراتژی زمان بندی نمیتواند خلق ارزش کند.
- بعلاوه مدیریت شرکتها ممکن است بازارهای بدهی را بر مبنای اطلاعات خصوصی مرتبط با رتبه اعتباری آتی شرکت زمان بندی کند. مدیران شرکتها ممکن است در مقایسه با سرمایه گذاران دارای اطلاعات بهتری راجع به تغییرات آتی رتبه اعتباری شرکت باشد. در این حالت زمانی که مدیران انتظار داشته باشند رتبه اعتباری شرکت در طی دوره های آتی بهبود می یابد، به انتشار بدهیهای کوتاه مدت و در غیر اینصورت انتشار اوراق بدهی بلند مدت روی می آورند.



## دلایل اهمیت زمان بندی بازار سرمایه

به دو دلیل زیر اهمیت زمانبندی بازار سرمایه در زمان انتشار سهام در دوره های بعد است .

اول اینکه عمومی شدن شرکت یک رویداد تامین مالی بسیار مهم در طی چرخه عمر آن بشمار می آید بنابراین پاداش حاصل از زمانبندی صحیح عرضه اولیه سهام خواه بصورت واقعی و خواه از طریق شرکت عرضه کننده سهام بنسبت با اهمیت است .

■ دوم اینکه در زمان عرضه اولیه سهام سرمایه گذاران با عدم اطمینان بیشتری روبرو میباشند . و درجه عدم تقارن اطلاعاتی در زمان ارزشیابی شرکتهایی که برای اولین بار به انتشار سهام دست میزنند بیشتر است . بنابر این ، احتمال ارزشیابی نادرست اینگونه شرکتهای بیشتر می باشد .

## نظریه مرتبط با گزینش بین بدهی های عمومی و خصوصی

- در بخش قبل تاثیر بدهی بر ارزش شرکت بطور کلی مورد بررسی قرار گرفت. در این بخش بدهی به دو دسته بدهی عمومی و بدهی خصوصی تقسیم شده و تاثیر هر یک از این نوع بدهی بر ارزش شرکت بررسی می شود. بدهی خصوصی شامل وام بانکی و استقراض از اعتبار دهندگان خصوصی است. بدهی عمومی به انتشار اوراق قرضه برای عموم اشاره دارد. دو نمونه از بدهی های عمومی عبارت از انتشار اوراق قرضه و اوراق مشارکت می باشد.
- نظریه های مربوط به گزینش بین بدهی عمومی و خصوصی به چهار نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه های نمایندگی بدهی، مذاکرات مجدد کارا و صلاح دید مدیریتی تقسیم میشوند (دنیس و واسیل ۲۰۰۳). در این نظریه ها بجای توجه به تاثیر نوع بدهی بر ارزش شرکت، بیشتر به نحوه گزینش بدهی ها توجه دارد.

## مروری بر نظریه های ساختار سرمایه

داراییها و انعقاد قرارداددهایی حاوی شرایط محدود کننده ذکر شده است. با این وجود هیچ راه حلی بهتر و موثرتر از کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت نیست. به دیگر سخن، اگر چه می توان مشکلات فوق را از طریق شرایط مندرج در قرارداد و امثال اعمال محدودیت در تقسیم سود و کناره گذاری و فروش دارایی ها رفع کرد یا حداقل کاهش داد، هیچ راه حلی بهتر و مناسب تر از برقراری رابطه مستمر، صمیمی و انعطاف پذیر با وام نیست. یک شرکت به احتمال زیاد، قادر به برقراری چنین رابطه ای با بانک و سایر اعتبار دهندگان خصوصی در مقایسه با اعتبار دهندگان عمومی است؛ زیرا از یک سو اعتبار دهندگان خصوصی تمرکز یافته ترند و ریسک آنها نسبت به اعتبار دهندگان عمومی کمتر است.

# خلاصه و نتیجه گیری

در ادبیات تامین مالی واحدهای تجاری، معمولاً بدهی به خاطر دو ویژگی صرفه جویی مالیاتی (قابل کسر بودن بهره بدهی از درآمد مشمول مالیات و مزیت نمایندگی) کاهش وجوه آزاد در دسترس مدیران بخاطر اجباری بودن پرداخت اصل و فرع بدهی) بر سهام ترجیح داده میشود. بدهی را میتوان به دو دسته بدهی های عمومی و بدهی های خصوصی تقسیم کرد. همچنین از آنجا که بدهی خصوصی از دو مزیت کاهش هزینه های نمایندگی و مذاکره مجدد کارا برای تمديد وام برخوردار است، از دید شرکت وام گیرنده دارای ریسک کمتری می باشد. علاوه بر این از منظر سرمایه گذاران و از آنجا که در زمان استفاده از بدهی خصوصی، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه ریسک بیش از واقع قیمت گذاری کردن اوراق بهادار و سوءاستفاده های مدیریت از وجوه نقد آزاد به خاطر کنترل و نظارت دقیق تر بر تصمیمات مدیریت کمتر است، این اوراق بدهی در مقایسه با بدهی عمومی مطمئن تر و در نتیجه بازده مورد توقع آنها کمتر است.