

## بررسی جنبه‌های حقوقی تأمین مالی شرکتی\*

مجید غمامی\*\*

دانشیار گروه حقوق خصوصی و اسلامی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

ندا خوان زاده

دانشجوی دکتری حقوق تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی دانشگاه تهران

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۸/۱۳ - تاریخ تصویب: ۱۳۹۹/۵/۷)

### چکیده

با توجه به اهمیت سرمایه، در واحدهای تجاری و همچنین نقش بسیار پررنگ شرکت‌ها و واحدهای تجاری در اقتصاد هر کشور و نقش گسترده بازار سرمایه در تأمین مالی شرکت‌ها، شناخت دقیق فرایند تأمین مالی شرکتی، بررسی حقوقی آن، مراحل سه‌گانه آن و اشراف کامل به ابزار موجود در این فرایند بسیار ضروری است. مراحل سه‌گانه و به‌هم‌پیوسته در تأمین مالی شرکتی شامل تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات تأمین مالی و تصمیمات تقسیم سود است که همگی در ارتباط با هم و در ارتباط با راهبردهای بازار سرمایه و محصول، تأمین مالی شرکتی را تشکیل می‌دهند. دو ابزار اصلی تأمین مالی شرکتی، ابزارهای بدهی و حقوق مالکانه است و دو راهبرد کلی در تأمین مالی شرکتی، استراتژی محافظه‌کارانه و تهاجمی است. با توجه به ارتباط متقابل تصمیمات مالی و حقوقی و اهمیت نقش وکلا و حقوقدانان در امور شرکت‌ها، این پژوهش برای رفع خلأ تحقیقاتی موجود و به روش کتابخانه‌ای - تحلیلی، به بررسی جنبه‌های حقوقی تأمین مالی شرکتی پرداخته و در پی پاسخگویی به این پرسش است که آیا برای تأمین نقدینگی شرکت‌ها باید از الگوها و نسبت‌های خاص استفاده کرد؟ این پژوهش در دو بخش تدوین شده است که در بخش اول مفاهیم و کلیات و در بخش دوم راهبردهای تأمین مالی و مراحل مهم شرکتی به لحاظ حقوقی بررسی خواهد شد.

### واژگان کلیدی

اوراق قرضه، بازار سرمایه، بازار محصول، بدهی، حقوق مالکانه، سهام.

\* مقاله مستخرج از رساله با عنوان «مدیریت حقوقی ریسکهای غیر سیاسی در تأمین مالی شرکتی» می‌باشد.

\*\* نویسنده مسئول  
Email: mghamami@ut.ac.ir

## ۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از مباحث بسیار مهم در عرصه اقتصادی است که فعالیت‌های اقتصادی را تحت پوشش قرار می‌دهد. از میان روش‌های متعدد تأمین نقدینگی، تأمین مالی شرکتی اهمیت فراوانی دارد. تمام شرکت‌ها از کوچک‌ترین آنها تا بزرگ‌ترینشان نیازمند نقدینگی‌اند. دسترسی به سرمایه موجب استفاده از فرصت‌های رشد در شرایط خوب اقتصادی می‌شود و در مواجهه با شرایط بد اقتصادی امکان بقا و ادامه حیات شرکت را فراهم می‌سازد. تأمین مالی شرکتی به تصمیمات مالی شرکت‌ها و ابزارهای موجود برای عملیاتی کردن این تصمیمات می‌پردازد. ابزارهای مالی تأمین مالی شرکتی در دسترس در بازار پول و سرمایه متنوع‌اند. از میان این قبیل شیوه‌های تأمین مالی می‌توان از ابزارهای بازار پول، ابزارهای بازار سرمایه، اوراق مشارکت دولتی، اوراق مشارکت، سهام، اوراق اجاره و اوراق مشارکت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نام برد. به‌طور کلی یکی از مهم‌ترین تصمیمات مالی در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، نحوه تأمین نقدینگی است که این تصمیم نقش بسزایی در استقرار و رشد سودآوری آنها دارد. هر تصمیمی در دنیای تجارت دارای پیامدهای مالی است و لزوماً هر تصمیمی که دارای اثرات مالی بوده و مستلزم استفاده از پول باشد، زیر سرفصل مالی-شرکتی<sup>۱</sup> قرار خواهد گرفت. شایان ذکر است که مالی-شرکتی مفهومی عام از تمامی تصمیمات مالی مرتبط با شرکت بوده که تأمین مالی از مهم‌ترین این تصمیمات است. بنابراین تأمین مالی شرکتی جزئی از تصمیمات مالی-شرکتی است، که مبانی و اصول آن صرف‌نظر از بزرگی و کوچکی واحد تجاری یا بنگاه اقتصادی برای همه آنها اعم از شرکت‌های بزرگ سهامی عام و کسب‌وکارهای کوچک شخصی تا حد زیادی یکسان است و تمامی شرکت‌ها ناگزیر به سرمایه‌گذاری خردمندانه منابع طبیعی و ترکیب مناسب تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها هستند (Taillard, 2013: 32). به‌رغم اهمیت فعالیت‌های شرکت‌های تجاری و ارتباط متقابل مسائل مالی واحدهای تجاری و مسائل حقوقی تحقیق جامعی در خصوص روش‌های تأمین مالی شرکتی انجام نگرفته و به‌خصوص مطالعه‌ای که به بررسی جنبه‌های حقوقی این موضوع بپردازد صورت نگرفته است، بنابراین برای رفع خلأ تحقیقاتی موجود این پژوهش جنبه‌های حقوقی تأمین مالی شرکتی را بررسی می‌کند و به معرفی ابزارها و راهبردهای موجود در تأمین مالی شرکتی و ارائه تحلیل حقوقی از آنها می‌پردازد و درصدد پاسخگویی به این پرسش است که آیا در وضعیت اقتصادی کنونی به‌منظور تأمین نقدینگی شرکت‌ها باید از الگوها و ابزارهای خاص پیروی کرد و میان روش‌های مختلف تأمین نقدینگی برای شرکت‌های تجاری تفاوت وجود دارد؟ همچنین روش‌ها و ابزارهای نوین تأمین مالی شرکتی تا چه حد با نظام حقوقی ما

سازگار است؟ فرضیات اثبات‌شده این تحقیق بیانگر آن است که تأمین نقدینگی در شرکت‌های تجاری از الگوها و راهبردهای خاص تبعیت می‌کند که در شرایط متفاوت تغییر خواهند کرد و ابزارهای نوین تأمین مالی شرکتی تا حد زیادی با مبانی حقوقی ما سازگارند و تنها برخی از ابزارهای آن از جمله اوراق قرضه و برخی وثایق خاص با نظام حقوقی ما سازگاری ندارد. این پژوهش در دو بخش و به روش کتابخانه‌ای - تحلیلی تهیه شده است که در بخش اول، کلیات و مفاهیم تأمین مالی شرکتی و در بخش دوم، مراحل سه‌گانه و تصمیمات مهم شرکتی مؤثر در تأمین مالی، ابزارها و راهبردهای تأمین مالی شرکتی بررسی خواهد شد.

## ۲. کلیات، مفاهیم و ابزارها

در این بخش پس از بیان معنا و توصیف تأمین مالی، تأمین مالی شرکتی و تفاوت و وجه تمیز آن با سایر روش‌های تأمین مالی بررسی می‌شود. بررسی این موارد به منظور روشن کردن مفاهیم حقوقی و بررسی مقررات مرتبط با آن ضروری به نظر می‌رسد و زمینه ورود به مباحث بعدی را آماده می‌سازد.

### ۲.۱. کلیات و مفاهیم تأمین مالی شرکتی

انجام عملیات اقتصادی تولیدی، تجاری، خدماتی نیازمند سرمایه است. در بسیاری از موارد شخصی که این اعمال را انجام می‌دهد، فاقد سرمایه لازم است و باید این سرمایه را از منابع خارجی تأمین کند، بنابراین به تحصیل و تأمین سرمایه و منابع مالی تأمین مالی<sup>۱</sup> گفته می‌شود. تأمین مالی در نظام فقهی ما وجود دارد و از آثار برخی از عقود است که در قانون عملیات بانکی بدون ربا به آنها اشارت رفته است. خارج از چارچوب قانون یادشده نیز می‌توان از فقه مثال آورد. برای نمونه در «ابضاع» مال به صورت ودیعه و امانی نزد عامل است و با آن به تجارت می‌پردازد. در این حالت عامل استحقاق اجرت پیدا می‌کند، ولیکن از سود و ربح مال چیزی به او نخواهد رسید و همگی از آن مالک خواهد بود (الطباطبایی یردی، ۱۳۴۷ق، ج: ۵، ۱۲۷). برخلاف تصور رایجی که وجود دارد، تأمین مالی لزوماً به معنای پرداخت پول به متقاضی آن نیست، بلکه هر معامله که پروژه یا دارایی مدنظر متقاضی را در اختیار وی قرار دهد، حتی بدون وصول نقدی ارزش آن، تأمین مالی به‌شمار می‌رود. با توجه به همین اوصاف، برخی نویسندگان تأمین مالی را اثر اقتصادی قراردادهایی می‌دانند که اجرای پروژه یا معاملات مورد نیاز شخص فاقد سرمایه را میسر می‌سازد (اشراقی آرنی، ۱۳۹۶: ۲۱). با توجه به تحلیل تأمین مالی و

زوایای مختلف نگاه به آن، انواع مختلفی از تأمین مالی وجود دارد که مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از:

۱. تأمین مالی درونی و بیرونی: این تقسیم‌بندی بر مبنای منبع سرمایه صورت گرفته است. چنانچه شرکت یا بنگاه اقتصادی از عواید حاصل از فعالیت‌های آن شرکت منابع مالی مورد نیاز را فراهم کند، به آن تأمین مالی داخلی یا درون‌سازمانی<sup>۱</sup> می‌گویند. تأمین مالی درون‌سازمانی می‌تواند از محل سود انباشته آن واحد تجاری نیز باشد. در مقابل اگر منبع نقدینگی مورد نیاز، منابع خارج از شرکت یا بنگاه اقتصادی باشد، تأمین مالی خارجی یا برون‌سازمانی خواهد بود.

۲. تأمین مالی شرکتی و تأمین مالی پروژه: تقسیم‌بندی دیگری از تأمین مالی که بسیار فراگیر است، تأمین مالی را از نظر نحوه اختصاص سرمایه و بازگشت آن تقسیم می‌کند. تأمین مالی پروژه<sup>۲</sup> به منظور پوشش یک پروژه تولیدی یا صنعتی بوده و سرمایه‌گذار صرفاً به اتکای عواید ناشی از آن پروژه برای بازپرداخت سرمایه و سود نظر دارد، بنابراین در این روش تأمین مالی کلیه ارزیابی‌ها و تحلیل‌ها حول محور پروژه و سودآوری آن صورت می‌گیرد (غمامی، ۱۳۸۶: ۲۳۸). در تأمین مالی شرکتی، پروژه خاصی مدنظر تأمین‌کننده سرمایه نیست و اعتبار و وضعیت مالی شرکت معیار ارزیابی واقع شده و تأمین این نقدینگی در ترازنامه شرکت لحاظ خواهد شد.

در تمامی شرکت‌های تجاری جریان نقدی<sup>۳</sup> بسیار مهم‌تر از درآمد است. یک شرکت مادامی که جریان نقدی دارد، می‌تواند در مواجهه با محصولات با کیفیت پایین، بازار بد و سایر مشکلات مقاومت نموده و در آن کسب‌وکار باقی بماند. اهمیت جریان نقدی در هر شرکت به‌حدی است که اقتصاددانان در مثال معروفی می‌گویند درآمد در یک شرکت مانند غذا و جریان نقدی مانند هواست. درست است که شخص برای زنده ماندن به هر دو آنها نیاز دارد، ولی بدون غذا می‌تواند مدتی دوام بیاورد، درحالی‌که بدون هوا بلافاصله خواهد مرد (Fulmer, 2002). بر این اساس شاید بتوان تأمین مالی شرکتی را ناظر بر تمامی تصمیمات و اعمال شرکتی دانست که به افزایش جریان نقدی در واحدهای تجاری منجر می‌شود، اعم از اینکه این تصمیمات به‌طور مستقیم نقدینگی را به شرکت تزریق کند یا از طریق کنترل و کاهش هزینه‌ها به‌طور غیرمستقیم سبب افزایش نقدینگی شود، به طریقی که آثار مالی این اعمال در حساب‌ها و نسبت‌های مالی شرکت ثبت گردیده و قابل رؤیت باشد.

1. self - financing  
2. project financing  
3. Cash flow

## ۲.۲. روش‌های تأمین مالی شرکتی

پس از تبیین معنا و مفهوم تأمین مالی شرکتی و تمییز آن از مفاهیم مشابه، ابزارهای اصلی تأمین مالی شرکتی (ابزار بدهی و حقوق مالکانه) و ویژگی‌های حقوقی هر کدام از این ابزارها بررسی خواهد شد.

### ۲.۲.۱. ویژگی‌های ابزار بدهی و حقوق مالکانه<sup>۱</sup>

به‌طور کلی ریشه تفاوت و تمایز بین این دو ابزار در ماهیت جریان نقد مورد ادعای هر کدام نهفته است (Dayson *et al.*, 2007: 252). اولین و مهم‌ترین تمایز بین این دو ابزار آن است که طلب به دارنده خود این حق را می‌دهد که مطابق با یک قرارداد، مجموعه‌ای از جریان‌های نقد را دریافت کند. این اثر مهم در حقوق تعهدات و قانون مدنی به‌روشنی بیان شده است و برای متخلف از تأدیة دین ضمانت اجرا پیش‌بینی شده است<sup>۲</sup> و علاوه بر آن در عقود معین، عقد قرض به بیان تفصیلی آن پرداخته و در مواد مرتبط با عقد قرض این ادعا بر جریان‌های نقدی به‌وضوح نمایان است. درحالی‌که حقوق مالکانه به دارنده آن حق می‌دهد که بر هر جریان نقدی باقی‌مانده پس از پرداخت تمامی تعهدات به سایرین ادعا داشته باشد. این تفاوت در ماهیت ادعا بر جریان نقدی در مورد این دو ابزار به‌وضوح در مواد قانون تجارت قابل رؤیت است؛ از جمله ماده ۲۲۳ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت که مقرر می‌دارد: «آن قسمت از دارایی نقدی شرکت که در مدت تصفیه مورد احتیاج نیست بین صاحبان سهام به نسبت سهام تقسیم می‌شود به شرط آنکه حقوق بستانکاران ملحوظ و معادل دیونی که هنوز موعد تأدیة آن نرسیده است موضوع شده باشد». همچنین ماده ۲۲۴ همین قانون بیان می‌دارد: «پس از ختم تصفیه و انجام تعهدات و تأدیة کلیة دیون دارایی شرکت بدواً به مصرف بازپرداخت مبلغ اسمی سهام به سهامداران خواهد رسید»<sup>۳</sup>. دومین تفاوت که نتیجه و اثر تفاوت اول است، این است که بدهی ادعایی مقدم بر جریان‌های نقد دوره برای صاحبان خود بر دارایی شرکت در حال تصفیه دارد. بنابراین در شرکت‌های ورشکسته و در حال تصفیه صاحبان طلب بر صاحبان سهام مقدم‌اند<sup>۴</sup>. تفاوت سوم مربوط به قوانین مالیاتی در نحوه برخورد با هزینه‌های بهره متعلق به قرض‌دهندگان است که متفاوت با سود تقسیمی و سایر جریان‌های نقدی است. در بسیاری از کشورها هزینه بهره معاف از مالیات است و صرفه‌جویی مالیاتی به‌وجود می‌آورد. ماده ۱۴۸

#### 1. Equity

۲. مواد ۲۱۹-۲۲۱ قانون مدنی.

۳. مواد ۲۲۵ و ۲۲۶ لایحه قانون تجارت در مورد شرکت‌های سهامی نیز همین تفاوت بین حقوق مالکانه و بدهی را بیان می‌دارد.

۴. مواد ۴۶۳، ۴۶۴، ۴۷۹، ۴۸۵ قانون تجارت.

قانون مالیات‌های مستقیم هزینه‌های قابل قبول مالیاتی را برشمرده است که بند ۱۸ این ماده مقرر می‌دارد: «سود و کارمزدی که برای انجام دادن عملیات مؤسسه به بانک‌ها، صندوق تعاون و همچنین مؤسسات اعتباری غیربانکی مجاز پرداخت شده یا تخصیص یافته باشد» و بند ۲۶ همین ماده «ذخیره مربوط به هزینه‌های پرداختی قابل قبول که به سال مورد رسیدگی ارتباط دارد» را از جمله هزینه‌های قابل قبول برمی‌شمارد. بنابراین بدهی مطابق با قوانین کشور ما، مانند بسیاری دیگر از کشورها مزیت مالیاتی ایجاد می‌کند. آخرین تفاوت بین این دو ابزار تأمین مالی در حق کنترل و مدیریتی است. سرمایه‌گذاران در حقوق مالکانه معمولاً کنترل و مدیریت شرکت را در اختیار دارند. مواد مختلف در لایحه قانونی قانون تجارت به این حق مالکانه اشاره دارد.<sup>۱</sup>

### ۲.۲.۲. ابزار بدهی

استقراض بانکی مهم‌ترین و ابتدایی‌ترین روش به‌کارگیری ابزار بدهی است. امروزه بانک‌ها و مؤسسات مالی نقش بسیار مهمی در تأمین مالی بخش‌های زیربنایی و سایر بنگاه‌های اقتصادی بر عهده دارند و مطابق با بند ۳ ماده ۱ قانون عملیات بانکی بدون ربا یکی از کارکردهای اولیه بانک‌ها اعطای تسهیلات و واسطه‌گری میان عرضه‌کنندگان و متقاضیان پول است. اوراق قرضه از دیگر روش‌های تأمین مالی شرکتی از طریق استفاده از ابزار بدهی است. استفاده از اوراق قرضه چندین مزیت دارد: اولین مزیت این است که در این ابزار، ریسک بین تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران بازار مالی تقسیم می‌شود؛ دوم آنکه انتشار اوراق قرضه به منتشرکننده این امکان را می‌دهد تا ویژگی‌های خاصی را اضافه کند که این امکان در وام‌های بانکی وجود ندارد. لایحه اصلاحی قسمتی از قانون تجارت در ماده ۵۱ به شرکت‌های سهامی عام اجازه انتشار اوراق قرضه را می‌دهد و در ماده ۵۲ همین قانون اوراق قرضه تعریف شده‌اند. با توجه به اینکه تعلق بهره به وام (قرض) موجب ربوی شدن آن وام می‌شود، با توجه به نظریه مورخ ۱۳۶۳/۵/۱۷ شورای نگهبان و سایر نظریات شورای مزبور و اصل ۴۹ قانون اساسی، معاملات ربوی ممنوع و باطل است و در همین زمینه قانونگذار در بازنگری سال ۱۳۷۰ قانون مدنی ماده ۶۵۳ که موضوع آن قرض با بهره بود را نسخ کرد، بنابراین صدور اوراق قرضه توسط اشخاص خصوصی عملاً غیرممکن شده و شرکت‌ها از به‌کارگیری این روش مؤثر در جذب نقدینگی محروم مانده‌اند. به‌دنبال این ممنوعیت شرعی متخصصان مالی در کشورهای مسلمان همیشه به فکر طراحی ابزارهای مالی و مطابق با شرع بوده‌اند. از جمله این ابزارهای جایگزین می‌توان به اوراق مشارکت و صکوک بانکی اشاره کرد. همچنین اجاره یک رویکرد جایگزین دیگر است

۱. مواد ۳۷، ۷۲، ۷۵، ۸۵، ۸۸، ۹۵، ۱۰۱، ۱۰۷، لایحه قانون تجارت.

که از طریق آن شرکت‌ها وجوه لازم برای تهیه دارایی‌های مورد نیاز خود را تأمین می‌کنند. در اجاره شرکت متعهد می‌شود تا پرداخت‌های ثابتی را به مالک دارایی داشته باشد و به این ترتیب حق استفاده از دارایی را به‌دست آورد (حسینی و همکاران، ۱۳۹۲: ۱۶). قراردادهای اجاره به شرط تملیک که در آیین‌نامه اعطای تسهیلات بانکی به آنها اشاره شده است، جزء قراردادهای اجاره سرمایه‌ای طبقه‌بندی می‌شود. انعکاس این تسهیلات که توسط بانک‌ها اعطا می‌شود، در ترازنامه مالی شرکت از یک سو به‌عنوان دارایی و از سوی دیگر به‌عنوان تعهد پرداخت مبالغ اجاره‌بها صورت می‌گیرد، بنابراین اجاره سرمایه‌ای در هر دوره مالی هم هزینه استهلاک دارایی و هم هزینه مالی را در بخش بدهی ترازنامه در پی خواهد داشت (نبوی، ۱۳۹۵: ۷۳). با توجه به اینکه ماده ۵۷ آیین‌نامه اجرایی قانون عملیات بانکی بدون ربا مقرر می‌دارد: «اجاره به شرط تملیک عقد اجاره‌ای است که در آن شرط شود مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد». در نگاه اول به‌نظر می‌رسد که ظاهر این نوع قراردادها به عقد اجاره نزدیک است و این ماده نیز آن را نوعی اجاره دانسته است. نظر به اینکه مطابق با این ماده مالکیت بعد از تأدیبه آخرین قسط منتقل می‌شود، بنابراین در دوران اجاره مالکیت برای موجر باقی مانده و ضمان تلف کالا نیز بر عهده اوست، در نتیجه دو عقد اجاره و بیع در کنار یکدیگر قرار گرفته و به بیع نزدیک‌تر است (کاتوزیان، ۱۳۶۴: ۷۹). شایان ذکر است که گروه دیگری از نویسندگان با توجه به تفاوت‌های اساسی این قرارداد با قراردادهای اجاره و بیع، این عقد را تأسیس جدید پنداشته و آن را از سایر عقود مشابه به خود نظیر اجاره و بیع مستقل می‌دانند (اسلامی‌پناه و همکاران، ۱۳۸۸: ۳۸).

### ۲.۲.۳. ابزار حقوق مالکانه

با اینکه در یک نگاه کلی حقوق مالکانه معادل سهام تلقی می‌شود، اما می‌تواند اشکال متفاوتی داشته باشد که بستگی دارد به اینکه شرکت سهامی خاص یا عام باشد و تا حدودی نیز به رشد شرکت، و صنعتی که شرکت در آن مشغول است، وابسته است. شرکت‌های با مسئولیت محدود و سهامی خاص در مقایسه با سهامی عام و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس انتخاب‌های کمتری دارند، زیرا این شرکت‌ها نمی‌توانند برای افزایش حقوق و مالکانه خود، اوراق بهادار منتشر کرده یا سهام خود را در بازار بورس عرضه کنند، در نتیجه این شرکت‌ها باید به یک مالک یا یک مؤسسه خصوصی یا سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر<sup>۱</sup> برای تأمین مالی متکی‌اند. سرمایه مخاطره‌پذیر<sup>۲</sup> و حقوق مالکانه خصوصی<sup>۳</sup>، از دیگر منابع تأمین مالی است که

---

1. Venture Capitalist  
2. Venture Capital  
3. Private Equity

با رشد شرکت و مواجه شدن وی با محدودیت تأمین منابع در چرخه شرکتی وارد می‌شود. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر یا سرمایه‌گذار در حقوق مالکانه خصوصی، در کسب و کارهایی با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کرده و در مقابل تأمین مالی این کسب‌وکارها و قبول ریسک بیشتر، منافع زیادتری را نیز مطالبه خواهند نمود. کسب‌وکارهای کوچک معمولاً به دنبال سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیرند و این سرمایه‌گذاران معمولاً سهم بیشتری از ارزش شرکت را مطالبه می‌کنند. سهام عادی شیوه متداول برای افزایش حقوق مالکانه شرکت‌ها و تأمین مالی سرمایه‌ای است. برای شرکتی که به سهامی عام تبدیل شده یا به‌تازگی به بازار بورس پیوسته است، این قیمت توسط مؤسسه عرضه‌کننده برآورد می‌شود که این قیمت، قیمت عرضه نام دارد. سازمان بورس و اوراق بهادار در دستورالعمل نحوه تعیین قیمت خرید و فروش اوراق بهادار، فرمول‌های محاسبه قیمت خرید و فروش سهام پذیرفته‌شده در بورس برای اولین بار ارائه داده است. حق خرید سهام<sup>۱</sup> (وارانت) ورقه بهاداری است که به دارنده‌اش، حق خرید سهام عادی را به قیمت معین در مقطع زمانی مشخصی می‌دهد و در عین حال برای دارنده آن، خرید سهام الزام‌آور نیست، به این مفهوم که دارنده حق خرید، می‌تواند از حق خود استفاده کند، ولی تعهدی به خرید سهام ندارد (شهرآبادی، ۱۳۷۷: ۱۲۷). حق خرید می‌تواند جانشین مناسبی برای سهام عادی باشد، زیرا این حق در زمان انتشار هیچ تعهد مالی ایجاد نمی‌کند. به‌علاوه از آنجا که مدیران مالی به رقیق شدن سهام که به دلیل انتشار سهام عادی رخ می‌دهد، حساس‌اند، حق خرید گزینه مناسب‌تری است، زیرا این حق در زمان انتشار تعداد سهام را افزایش نمی‌دهد (Petrella, 2006: 26). حق فروش (اختیار معامله) سهام نیز از دیگر روش‌های تأمین مالی با استفاده از حقوق مالکانه است. دارنده این اوراق می‌تواند آنچه را در بازار امروز وجود دارد، با همان شرایط در آینده به دست آورد (مجیبی و همکاران، ۱۳۹۲: ۶۳). دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله‌ای سهام در بورس در بند ۴۶ ماده ۱ مقرر می‌دارد: «اوراق اختیار معامله می‌تواند به صورت اختیار فروش یا خرید باشد». این قرارداد در زمره عقود تشریفاتی طبقه‌بندی می‌شود.

### ۳. تصمیمات مالی - شرکتی و راهبردهای تأمین مالی شرکتی

پس از بیان کلیات تأمین مالی شرکتی و تمییز آن از موارد مشابه و بررسی ابزار موجود و ویژگی‌های حقوقی آنها، در بخش پیشین، در این بخش تصمیمات مهم شرکتی که تأثیرات مالی دارند و در تأمین مالی شرکت مؤثر خواهند بود و راهبردهای تأمین مالی شرکتی تبیین خواهد شد.



### ۳.۱. مراحل و تصمیمات مالی - شرکتی

در انواع شرکت‌های تجاری، تصمیمات شرکتی که تأثیرات مالی دارند، تحت عنوان مالی شرکتی طبقه‌بندی شده و این مراحل سه‌گانه در انواع شرکت‌ها وجود دارد و هرگز نمی‌تواند یک مرحله را مجزا از سایر مراحل و تصمیمات بررسی کرد، چراکه هر کدام از تصمیمات در هر یک از مراحل، سبب تغییرات ساختاری در مراحل آتی شرکت خواهد شد. بنابراین برای بررسی دقیق تأمین مالی شرکتی، ناگزیر از بررسی همه تصمیمات مالی در شرکت خواهیم بود. سه مرحله بسیار مهم در شرکت‌ها وجود دارد که همه این مراحل در ساختار سرمایه شرکت و تأمین مالی آن مؤثرند. در ادامه این سه مرحله بررسی می‌شود.

#### ۳.۱.۱. مرحله سرمایه‌گذاری

واحدهای تجاری همواره با کمبود منابع مواجه‌اند و باید این منابع محدود را به‌درستی تخصیص دهند، به همین دلیل اولین مرحله در نظریه مالی شرکتی، فراهم آوردن چارچوبی برای اتخاذ تصمیم خردمندانه سرمایه‌گذاری است. تصمیمات سرمایه‌گذاری نه تنها باید شامل آن دسته از اقدامات باشد که به خلق درآمد و سود منجر می‌شود، مانند تصمیمات معرفی محصول یا نفوذ به بازارهای جدید، بلکه باید اقداماتی را نیز شامل شود که به صرفه‌جویی و کاهش هزینه‌ها منجر شود، همچون تصمیمات طراحی و استقرار سیستم توزیع جدید و کارآمد (Fazzari et al., 1988: 148). تصمیمات مرتبط با نوع و میزان موجودی انبار و اندازه حساب‌های دریافتی (دوره دریافت) نیز در زمره تصمیمات سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، چراکه موجودی انبار و اعتبار اختصاصی به مشتریان همگی جزء سرمایه در گردش محسوب می‌شوند. از دیگر تصمیمات راهبردی مرحله سرمایه‌گذاری می‌توان به تصمیمات ورود به انواع بازارها را نام برد. در تئوری مالی شرکتی نوین تلاش می‌شود که بازده هر کدام از تصمیمات سرمایه‌گذاری پیشنهادی به روش کمی اندازه‌گیری شود، سپس با نرخ بازده قابل قبول مقایسه و از این طریق معلوم شود که کدام یک از پروژه‌ها قبول یا رد می‌شود. با توجه به تصمیمات بسیار مهم در مرحله سرمایه‌گذاری، ریسک‌های زیادی در این مرحله متوجه شرکت و مدیران است که اتخاذ تصمیمات غلط میزان این ریسک‌ها را افزایش می‌دهد.

#### ۳.۱.۲. مرحله تأمین مالی

تصمیم تأمین مالی از مهم‌ترین و تأثیرگذارترین تصمیمات شرکتی است. یافتن نوع صحیح تأمین مالی و ترکیب بهینه بدهی و حقوق مالکانه به نحوی که کمترین ریسک و کمترین هزینه بر شرکت تحمیل شود، از مهم‌ترین وظایف مدیران واحدهای تجاری است. بدیهی است که

اتخاذ تصمیمات تأمین مالی غلط و انتخاب ترکیب نادرست عواقب سنگینی برای واحدهای تجاری در پی دارد و شرکت را با ریسک‌های فراوانی روبه‌رو خواهد کرد. در این قسمت ابتدا به معرفی نهاد مهم و راهبردی ساختار سرمایه<sup>۱</sup> پرداخته شده و در ادامه چرخه عمر شرکت‌ها و سلسله‌مراتب تأمین مالی بررسی می‌شود.

### ۳.۱.۲.۱. تئوری ساختار سرمایه شرکت

به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت ساختار سرمایه آن شرکت می‌گویند. در بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها تلاش می‌شود تا ترکیب منابع مالی مورد استفاده آنها در تأمین مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز تبیین شود (خالقی مقدم و رافیک، ۱۳۸۶: ۵۹). هدف اصلی ساختار سرمایه در راستای اهداف و مبانی مالی شرکتی، حداکثرسازی ارزش شرکت و ثروت سهامداران است. این موضوع که شرکت‌ها چگونه ترکیب منابع راهبردی خود را انتخاب می‌کنند، مدت‌ها کانون توجه اقتصاددانان بوده است. زمانی اعتقاد بر این بود که ماهیت چنین مسائلی به‌حدی پیچیده است که نمی‌توان به تدوین نظریه معقولی در این زمینه پرداخت. اولین نظریه ساختار سرمایه توسط مودیلیانی و میلر<sup>۲</sup> ارائه شد. این دانشمندان در نظریه خود چنین فرض کرده‌اند که هر شرکت دارای مجموعه معینی از جریان‌های نقدی مورد انتظار است و زمانی که شرکت نسبت مشخصی از بدهی/سرمایه را برای تأمین مالی خود تعیین می‌کند، در واقع نسبت به چگونگی تقسیم جریان‌های نقدی تصمیم‌گیری می‌کند و از آنجا که میزان دسترسی سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها به بازارهای مالی یکسان است، بنابراین بدهی‌ها و ساختار سرمایه هر شرکت هیچ تأثیری در ارزش آن شرکت نخواهد داشت و در واقع در نظریه میلر-مودیلیانی (ام اند ام)<sup>۳</sup> ساختار سرمایه بهینه‌ای وجود ندارد. امروزه دور از ذهن است که در عمل، ساختار سرمایه با وجود منافع مالیاتی بدهی و ریسک نکول، بی‌تأثیر باشد. در واقع میلر و مودیلیانی از پیشگامان جابه‌جایی تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه از محیط سنتی به فضای جدید بوده‌اند. ابزارهای تأمین مالی هر کدام مزایا و معایبی دارند که در بده‌بستان هزینه/فایده هر کدام در نهایت مدیران باید ترکیب بهینه را برگزینند. بدهی در قوانین مالیاتی بسیاری از کشورها معاف از مالیات است و مزیت مالیاتی ایجاد می‌کند. مزیت دیگر بدهی این است که مدیران شرکت‌ها را منظم‌تر می‌کند. جریان‌های نقدی آزاد<sup>۴</sup>، نشان‌دهنده جریان‌های نقد عملیاتی

#### 1. Capital Structure

۲. مودیلیانی در سال ۱۹۸۵، جایزه نوبل اقتصاد را برای این تئوری و سایر همکاری‌هایش دریافت کرد. میلر که استاد دانشگاه شیکاگو بود، در سال ۱۹۹۰، جایزه نوبل اقتصاد را به‌همراه هری مارکوویتز و ویلیام شارپ برای «کار در زمینه تئوری اقتصاد مالی» دریافت کرد.

#### 3. Modigliani-Miller Theorem (M&M)

#### 4. Free Cash Flows

است که مدیران اختیار مصرف آن را دارند. در تئوری مالی شرکتی این نظریه مطرح است که مدیران در شرکت‌های دارای جریان‌های نقد آزاد بالا و بدهی پایین، وجه نقد زیادی دارند و این موضوع ابزاری برای اشتباهات مدیریتی است (دمودران، ترجمه بدری و همکاران، ۱۳۹۲: ۲۵۸). یکی از شیوه‌های پیشنهادی برای انضباط در این روند استقراض و استفاده از ابزار تامین مالی بدهی در ساختار سرمایه شرکت است. در عین حال ابزار بدهی هزینه‌هایی نیز برای واحدهای تجاری دارد که مهم‌ترین آنها ایجاد ریسک نکول و افزایش هزینه‌های ورشکستگی است<sup>۱</sup>، به‌علاوه با توجه به اینکه عنصر بدهی در ترازنامه شرکت‌ها لحاظ می‌شود، شرکت‌هایی با اهرم بدهی بالا اعتبار لازم را نزد سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی ندارند. ابزار بدهی هزینه ورشکستگی را افزایش می‌دهد، از این رو ساختار سرمایه در واحدهای تجاری بسیار مهم است و بدهستان بین هزینه‌ها و منافع بدهی می‌بایست به ترکیب بهینه ساختار سرمایه منجر شود که در آن ترکیب بهینه ارزش شرکت حداکثر شود. در انتخاب ساختار سرمایه هر شرکت باید به انعطاف‌پذیری مالی<sup>۲</sup> واحد تجاری توجه شود. انعطاف‌پذیری مالی از مزایای شرکتی بسیار مهم است که به‌ویژه در شرایط رکود اقتصادی و بحران‌های مالی اثر بسیار مهمی بر عملکرد شرکت‌ها و دوام یا اضمحلال آنها خواهد داشت. در شرایط بحران‌های مالی و رکود اقتصادی، شرکت‌هایی که دارای انعطاف‌پذیری مالی‌اند، یک مزیت رقابتی در مقایسه با سایر شرکت‌ها در دست خواهند داشت که می‌توانند از آن به‌عنوان سلاح راهبردی به‌منظور تثبیت خود و پایین بردن رقبای استفاده کنند (Aquith, 2016: 106). ساختار سرمایه شرکت در تعریف ساده آن است که شرکت چگونه دارایی‌هایش را تأمین مالی می‌کند و در مرحله بعد چگونگی و نوع ابزارهاست. برای مثال در مورد بدهی اینکه چه نوع بدهی به‌کار برده شود؟ دوران بازگشت بدهی چقدر باشد (استقراض بلندمدت یا کوتاه‌مدت) و در مورد ابزار حقوق مالکانه نوع آن و چگونگی آن ساختار سرمایه را کامل می‌کند. یکی از تفاوت‌های دو ابزار اصلی تأمین مالی (ابزار بدهی و حقوق مالکانه) در هزینه‌های متعلق آنهاست. برای تعیین این هزینه‌ها، به هزینه‌های بازاری این دو ابزار نیاز است.<sup>۳</sup> در محاسبات همیشه هزینه حقوق مالکانه بالاتر از هزینه بدهی است، اما هیچ‌گاه استفاده از ابزار بدهی کامل در ساختار سرمایه توصیه نمی‌شود و

۱. هزینه ورشکستگی شامل هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم است. هزینه‌های مستقیم مانند هزینه‌های اداری و حقوقی ورشکستگی و تأثیرات تأخیر پرداخت جریان‌های نقدی است و هزینه‌های غیرمستقیم شامل پیامدهای ناشی از توقف و نکول است، مانند اینکه ممکن است مشتریان خرید محصول یا خدمات را متوقف کنند یا سرسختی عرضه‌کنندگان مواد اولیه برای شرکت برای محافظت خود در مقابل نکول.

## 2. Financial flexibility

۳. برای اندازه‌گیری هزینه‌های این دو ابزار روش‌های متفاوتی وجود دارد که متداول‌ترین آنها استفاده از فرمول  $K_d = R_m(1-T_c)$  برای به‌دست آوردن ارزش بازاری بدهی و استفاده از مدل دارایی سرمایه‌ای، برای به‌دست آوردن ارزش بازاری سرمایه است.

این به دلیل ریسک بدهی است که استفاده زیاد از این ابزار و اهرم‌های بالای بدهی برای شرکت‌ها به همراه دارد. به عقیده برخی اقتصاددانان مسلمان استفاده از ابزار بدهی در ساختار سرمایه نه تنها با مبانی حقوق اسلام - که هزینه بهره و ربا را نامشروع می‌داند - سازگاری ندارد، بلکه با حذف کامل بدهی در نهایت ارزش شرکت بیشتر خواهد شد. این محققان مدل‌های پیشنهادی ارائه داده‌اند که در آنها ساختار سرمایه شرکت فاقد ابزار بدهی است و نقدینگی مورد نیاز شرکت تنها از طریق ابزار حقوق مالکانه تأمین خواهد شد (Zaman et al., 2017: 148)، گفتنی است که این نظریه تاکنون به علت اهمیت ابزار بدهی در سطح جهانی پذیرفته نشده است. باید به این نکته توجه داشت که اگر شرکتی بدهی بیشتری به ساختار سرمایه‌اش وارد کند، ریسک نکول شرکت افزایش می‌یابد، از این رو هزینه بدهی افزایش می‌یابد و شرکت برای پوشش این ریسک باید هزینه بیشتری متحمل شود، بنابراین زمانی که شرکتی سطح بالایی از بدهی در ساختار سرمایه‌اش دارد، اگر میزان ثابتی (درصد ثابت) به بدهی‌اش اضافه کند، هزینه این بدهی بیشتر از زمانی خواهد بود که شرکت سطوح پایین از بدهی را دارد (Bauer, 2019: 8). نکته شایان توجه این است که در همه ساختارهای سرمایه، همواره هزینه ابزار بدهی کمتر از هزینه ابزار حقوق مالکانه است، با این توضیح که هزینه بدهی در واقع هزینه جاری و جوه استقراضی را اندازه‌گیری می‌کند و شامل متغیرهای هزینه بهره، ریسک نکول و صرفه‌جویی مالیاتی است که این مزیت مالیاتی از عوامل مؤثر در کاهش هزینه بدهی است. در مقابل هزینه حقوق مالکانه ناظر بر طبقات متعدد سهام منتشره - ارزش بازاری اوراق بهادار شرکتی - و همچنین هزینه اختیار معامله این اوراق از قبیل حق خرید و یا فروش است (آگدن، ترجمه فتحی، ۱۳۹۷: ۸۷). گفتنی است که به علت نبود مزیتی همچون صرفه‌جویی مالیاتی که در ابزار بدهی وجود دارد، هزینه حقوق مالکانه در هر حال از هزینه بدهی بالاتر است و همین موضوع ممکن است باعث تحریک به استفاده زیاد از ابزار بدهی شود. انتخاب نسبت بهینه ابزارهای تأمین مالی در ساختار سرمایه هر شرکت از مهم‌ترین تحلیل‌ها و برآوردهای مدیران شرکت است. باید توجه داشت که ساختارهای بهینه سرمایه در شرکت‌ها و صنایع مختلف، متفاوت است. در ایالات متحده آمریکا شرکت‌ها را براساس صنعتی که در آن مشغول هستند، به سه دسته تقسیم می‌کنند: شرکت‌های مشغول در خدمات رفاهی<sup>۱</sup> مانند شرکت مخابرات آمریکا (MCI)، شرکت‌های مشغول در صنایع رقابتی و خدمات غیررفاهی<sup>۲</sup> مانند شرکت آمریکایی مسی فرگوسن<sup>۳</sup>. وجه تمییز این دو نوع شرکت در این است که افراد جامعه و مصرف‌کنندگان

1. Utilities

2. Toy Companies

۳. Massey Ferguson، این شرکت در سال ۱۹۸۵ تأسیس شده است و در زمینه طراحی و ساخت ماشین‌آلات کشاورزی و ارائه خدمات مهندسی کشاورزی فعالیت می‌کند.

نمی‌توانند خرید محصولات و خدمات از شرکت‌های خدمات رفاهی را متوقف کنند یا آن را به تعویق اندازند. در مقابل افراد جامعه و مصرف‌کنندگان به‌راحتی و در مواجهه با شرایط بد اقتصادی و اجتماعی خرید محصولات و خدمات از شرکت‌های غیررفاهی را متوقف می‌کنند یا به تعویق می‌اندازند (Cunninggham *et al.*, 2015: 156-157). دسته سوم از شرکت‌ها، شرکت‌های تولیدکننده تکنولوژی<sup>۱</sup> هستند (شرکت‌هایی مانند اپل و مایکروسافت). در این تقسیم‌بندی شرکت‌های خدمات رفاهی جریان نقدی ثابت دارند، زیرا محصولات و خدماتی که ارائه می‌دهند، قابل حذف شدن یا به تعویق انداختن توسط مصرف‌کنندگان نیست. بنابراین در ساختار سرمایه این شرکت‌ها ظرفیت بالای بدهی وجود دارد. به‌علت وجود جریان نقدی ثابت و عدم ریسک در جریان نقدی، هزینه بدهی این شرکت‌ها با نرخ آهسته‌تر رشد می‌کند و به‌علت نوسان کمتر در بازگشت حقوق صاحبان سهام، افزایش بدهی در ساختار سرمایه کمترین تأثیر را بر هزینه تأمین مالی و ارزش هر سهم خواهد گذاشت. بنابراین این شرکت‌ها می‌توانند از حداکثر ظرفیت بدهی استفاده کرده، از مزیت‌های ابزار بدهی بهره‌مند شوند و هزینه تأمین مالی کمتری بر شرکت تحمیل کنند و به‌علت وجود جریان‌های نقدی ثابت، در شرایط رکود هم انعطاف‌پذیری مالی بیشتری خواهند داشت. در مقابل شرکت‌های غیررفاهی، بسیار در معرض ریسک جریان نقدی قرار دارند. به دلایل متعدد از جمله شرایط بد و رکود اقتصادی، تغییر شرایط فرهنگی و شرایط سیاسی، تغییر ذائقه بازار و... ممکن است محصولات و خدمات ارائه‌شده توسط مصرف‌کننده حذف یا کم شود یا مطالباتشان به‌سختی وصول گردد. در چنین شرایطی این شرکت‌ها به‌شدت نیازمند انعطاف‌پذیری مالی‌اند که در صورت استفاده از حداکثر ظرفیت بدهی، این انعطاف‌پذیری را از دست خواهند داد، از این‌رو این شرکت‌ها باید در انتخاب ترکیب بهینه ساختار سرمایه بسیار بااحتیاط رفتار کنند و به روابط متقابل با شرکت‌های رقیب اهمیت دهند. این شرکت‌ها همواره باید نسبت بدهی/سرمایه شرکت‌های رقیب در آن صنعت را پیش‌کنند و هرگز نباید از نسبت بدهی معقول و متداول در آن صنعت فاصله بگیرند. با توجه به دستورالعمل افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، دسترسی به وضعیت و ساختار سرمایه شرکت‌های مختلف پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران در دسترس است و مدیران شرکت‌ها باید به ساختار سرمایه شرکت‌های مشغول در صنعت مشابه توجه کنند.

### ۳.۱.۲.۲. سلسله‌مراتب و راهبردهای تأمین مالی شرکتی

به‌طور کلی وقتی شرکت رشد می‌کند و بالغ می‌شود، جریان‌های نقد و ریسک شرکت از الگوهای قابل پیش‌بینی پیروی می‌کند. جریان‌های نقد نسبت به ارزش شرکت بزرگ‌تر می‌شود و ریسک به متوسط ریسک شرکت‌های آن صنعت نزدیک می‌شود. گزینه‌های موجود برای تأمین مالی شرکت این تغییرات چرخه شرکتی را منعکس خواهد کرد. به‌طور کلی چرخه عمر شرکت‌ها شامل پنج مرحله (آغاز<sup>۱</sup>، گسترش<sup>۲</sup>، مرحله رشد بالا<sup>۳</sup>، بلوغ<sup>۴</sup> و افول<sup>۵</sup>) است. شایان ذکر است که همه شرکت‌ها این مراحل را طی نمی‌کنند. برای مثال بسیاری از شرکت‌ها از مرحله آغاز فراتر نمی‌روند، یا مثلاً بسیاری از شرکت‌ها هرگز به سهامی عام تبدیل نخواهند شد به‌علاوه بسیاری از شرکت‌های بزرگ مانند اپل و مایکروسافت با اینکه در مرحله رشد بالا هستند، ولی به تأمین مالی خارجی نیاز ندارند، زیرا وجوه نقد داخلی بیشتر از نیازهای تأمین مالی آنهاست. برخی شواهد بیانگر آن است که شرکت‌ها از سلسله‌مراتب مالی<sup>۶</sup> پیروی می‌کنند. منابع داخلی و سودهای انباشته اولین ترجیح انتخاب تأمین مالی است و به‌دنبال آن بدهی و پس از آن حقوق مالکانه جدید قرار می‌گیرد و سهام ممتاز قابل تبدیل انتخابی با حداقل ترجیح است (Minola et al., 2013: 22). شاید یکی از دلایل وجود این سلسله‌مراتب در تأمین مالی شرکتی این است که مدیران برای انعطاف‌پذیری مالی اهمیت زیادی قائل‌اند و همیشه تلاش می‌کنند خود را از الگوهای شرکت‌های رقیب دور نگاه‌دارند.

به‌طور کلی دو راهبرد تأمین مالی در شرکت‌ها وجود دارد که مدیران شرکت با توجه به شرایط کلی اقتصادی، تصمیمات بازار محصول، چرخه عمر شرکت و وضعیت صنعت خاص و آن شرکت یکی از این دو را برمی‌گزینند. اول راهبرد تهاجمی و حداکثرسازی درآمد<sup>۷</sup> که در این راهبرد به کم‌هزینه‌تر بودن ساختار تأمین مالی توجه می‌شود، بنابراین میزان بدهی در ساختار سرمایه با راهبرد تهاجمی بالاتر است و شرکت‌ها معمولاً از حداکثر ظرفیت بدهی خود استفاده می‌کنند (Grainblatt, 2001: 168). دوم راهبرد محافظه‌کارانه و حمایتی<sup>۸</sup> که در این راهبرد به انعطاف‌پذیری مالی شرکت بسیار توجه می‌شود. برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی شرکت در شرایط رکود احتمالی و جلوگیری از آسیب‌پذیری‌های مالی، مدیرانی که این راهبرد تأمین مالی را انتخاب می‌کنند، از همه ظرفیت بدهی شرکت استفاده نمی‌کنند (Grainblatt, 2001: 172).

- 
1. Start-Up
  2. Expansion
  3. High Growth
  4. Mature Growth
  5. Decline
  6. Financing Hierarchy
  7. Aggressive and Revenue Maximizing
  8. Conservative and Supportive

بسته به اینکه شرکت در چه زمینه ای فعالیت می‌کند و با توجه به استراتژی بازار محصول و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و میزان آنها راهبردهای مالی انتخاب می‌شوند. اگر شرکتی به‌علت استفاده بیش از حد از ابزار بدهی در شرایط رکود اقتصادی یا سایر شرایط سخت، انعطاف‌پذیری مالی‌اش را از دست بدهد، با ریسک بدهی مواجه شده است.

### ۳.۱.۳. مرحله تقسیم سود

در پایان هر سال مالی، شرکت‌های سهامی عام برای بازگرداندن وجوه نقد به سهامداران تصمیم‌گیری می‌کنند. ماده ۲۴۰ لایحه قانون تجارت مقرر می‌دارد: «مجمع عمومی پس از تصویب حساب‌های سال مالی و احراز اینکه سود قابل تقسیم وجود دارد مبلغی از آن را که باید بین صاحبان سهام تقسیم شود تعیین خواهد نمود...» که در راستای سیاست تقسیم سود در مالی شرکتی است. سایر شرکت‌های تجاری نیز باید در این مورد تصمیم‌گیری کنند. سیاست تقسیم سود از سیاست‌های بسیار مهم است و این تصمیم بر همه مراحل و سیاست‌های شرکتی تأثیرگذار خواهد بود. در مورد سود تقسیمی شرکت شایان ذکر است که به دلیل علامت‌دهی<sup>۱</sup> سود پرداختی، تغییر در میزان سود باید با احتیاط صورت گیرد تا موجب واکنش منفی سرمایه‌گذاران و بازار نشود. به همین دلیل است که گفته می‌شود که سود تقسیمی شرکت چسبنده است و بدان معناست که شرکت‌ها اغلب سود تقسیمی خود را تغییر نمی‌دهند. ایجاد سود تقسیمی چسبنده<sup>۲</sup> به چند دلیل صورت می‌گیرد؛ اول اینکه شرکت‌ها در مورد قابلیت نگهداری سود تقسیمی حساس‌اند و بسیار با احتیاط عمل می‌کنند؛ دومین دلیل نگرش منفی بازار به کاهش سود تقسیمی است که به کاهش قیمت سهام منجر می‌شود (Arnett et al, 2003: 78). شایان ذکر است که یکی از راه‌های تغییر در ساختار سرمایه شرکت تصمیمات تقسیم سود است. برای مثال شرکت‌هایی که جریان نقدی زیادی دارند و نسبت بدهی آنها از حد بهینه کمتر است، می‌توانند با استفاده از ابزار بدهی و استقراض جدید سود تقسیمی را بین سهامداران توزیع یا قسمتی از سهام شرکت را بازخرید کنند. یکی دیگر از مزایای پرداخت سود تقسیمی به‌کارگیری این ابزار در جهت صحیح حاکمیت شرکتی و کم کردن تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت شرکت است، بدین ترتیب که پرداخت سود تقسیمی می‌تواند جریان نقدی در دسترس مدیران را کاهش دهد و به هم‌راستا شدن منافع مدیران و سهامداران منجر شود (Murwaningsari, 2019: 82).

1. Signaling
2. Sticky Dividend

از دیگر تصمیمات مهم که در سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها اتخاذ می‌شود، بازخرید سهام<sup>۱</sup> است. در دو حالت شرکت با انتخاب بازخرید سهام مواجه است؛ نخست وضعیتی که شرکت وجوه نقد برای توزیع میان سهامداران در اختیار دارد، لیکن از جریان نقدی آتی شرکت به‌منظور نگهداری سطح سود مطمئن نیست، بنابراین این وجوه را به‌جای پرداخت سود نقدی با بازخرید میان سهامداران توزیع می‌کند؛ دوم وضعیتی است که شرکت نتیجه می‌گیرد در ساختار سرمایه‌اش، حق مالی سهامداران وزن زیادی را به خود اختصاص داده است، از این رو با استفاده از ابزار بدهی، بخشی از سهام شرکت را بازخرید می‌کند، با این تصمیم هم ترکیب تأمین مالی را به سطح بهینه بدهی نزدیک می‌کند و هم اینکه با توجه به کاهش تعداد سهام، قیمت تعداد سهام باقیمانده بیشتر می‌شود. ماده ۱۹۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مقرر می‌دارد: «خرید سهام شرکت توسط همان شرکت ممنوع است»، بنابراین به‌طور کلی بازخرید سهام در کشور ما ممنوع است. شایان ذکر است که به‌رغم این محدودیت سازوکار کاهش سرمایه در شرکت‌های سهامی مهیاست. در هر صورت با تصویب قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴، تا حدودی این مشکل مرتفع شده است. بند «ب» ماده ۲۸ این قانون مقرر می‌دارد: «شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و بازارهای خارج از بورس براساس میزان سهام شناور خود در هر یک از بازارهای مذکور و براساس مقرراتی که با پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌رسد می‌تواند تا سقف ۱۰ درصد از سهام خود را خریداری نماید و تحت عنوان سهام خزانه در شرکت نگهداری کند. مادامی که این سهام در اختیار شرکت است فاقد حق رأی می‌باشد». همچنین به موجب ماده ۲ آیین‌نامه خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه مصوب ۱۳۹۴ «شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس یا بازارهای خارج از بورس با رعایت این آیین‌نامه و مقررات مربوطه مجازند حداکثر تا سقف ۱۰٪ از سهام ثبت‌شده خود را خریداری و تحت عنوان سهام خزانه نگهداری نمایند، خرید سهام خزانه نباید سبب شود که سهام شناور آزاد شرکت (پس از اعمال سهم خزانه) بیش از ۵۰٪ کاهش یابد». سهام شناور آزاد بخشی از سهام ناشر است که دارندگان آن همواره آماده عرضه و فروش آن سهام می‌باشند و قصد ندارند با حفظ آن قسمت از سهام در مدیریت ناشر مشارکت کنند (برزیده و همکاران، ۱۳۹۲: ۶۵). با سقوط حق رأی این سهام توسط قانون مذکور، این تعداد سهام از حیث حد نصاب جزء سرمایه شرکت منظور نخواهد شد و در احتساب حد نصاب مجامع عمومی لحاظ نمی‌شود. همچنین به سهام خزانه سودی تعلق نخواهد گرفت. تصمیمات شرکتی مبنی بر بازخرید می‌تواند اطلاعاتی از سودهای آتی و میزان سودآوری را به بازار منتقل کند. در واقع مدیریت



شرکت با استفاده از ابزار بازخرید و سهام خزانه، نسبت به چشم‌انداز شرکت به سرمایه‌گذاران علامت می‌دهند. دلیل دیگری که مدیریت شرکت به بازخرید سهام روی می‌آورد، آن است که احساس می‌کند که سهام شرکت به کمتر از مبلغ واقعی در بازار خرید و فروش می‌شود. عرضه کمتر سهام شناور و به‌طور همزمان بازخرید سهام موجب افزایش قیمت سهام در بازار می‌شود. از دیگر مزایای بازخرید سهام افزایش سود قابل تقسیم شرکت است. هنگام محاسبه سود اختصاص‌یافته به هر سهام، تعداد سهام خزانه از کل سهام شرکت کسر می‌شود و سود قابل تقسیم میان تعداد کمتری سهام توزیع می‌شود، در نتیجه به سهامداران سود بیشتری اختصاص می‌یابد که افزایش رضایت سهامداران را در پی خواهد داشت (مشایخ و نصیری، ۱۳۹۳: ۱۱۱).

#### ۴. نتیجه‌گیری

در این نوشتار تلاش شد که مفاهیم، روش‌ها و ابزارهای تامین مالی شرکتی که نقش بسیار مهمی در فعالیت‌های واحدهای تجاری ایفا می‌کند، تحلیل و تبیین شود. نکته مهمی که از مطالب این تحقیق به دست می‌آید آن است که هر شرکت دو بازار اولیه را تحت کنترل دارد. این دو بازار عبارت‌اند از بازار سرمایه و بازار محصول. بسیاری از افراد نقش شرکت را در بازار محصول می‌دانند، درحالی‌که نقش شرکت‌ها در بازار سرمایه کمتر شناخته شده است. موضوع بسیار حیاتی در تامین مالی شرکتی این است که راهبرد تامین مالی و تصمیمات بازار محصول به هماهنگی با یکدیگر نیاز دارند و مالی شرکتی هر دو بازار را پوشش خواهد داد. بازار محصول از طریق تصمیمات سرمایه‌گذاری و بازار سرمایه از طریق تصمیمات تامین مالی کنترل خواهد شد. زمانی که یک شرکت به فکر تامین نقدینگی است، اول از همه باید اهداف بازار محصولش را مشخص کند و تنها پس از مشخص شدن اهداف بازار محصول خواهد توانست راهبرد مالی و سیاست‌های تامین مالی را اتخاذ کند. برای مثال اگر راهبرد بازار محصول شرکت این است که یک محصول جدید به بازار معرفی نماید به دلیل ریسکی بودن این تصمیم، در تامین مالی حتماً باید روش محافظه‌کارانه را برگزیند. نکته دیگر آن است که سیاست‌ها و راهبردهای تامین مالی شرکتی باید در طول زمان ثبات داشته باشند و با توجه به پیش‌بینی وضعیت سال مالی آینده شرکت و ثبات جریان‌های نقدی آتی اتخاذ شوند. پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی از مراحل بسیار مهم و حیاتی در موفقیت سیاست تامین مالی شرکتی است که بدون بررسی دقیق و شناخت کافی از بازار محصول و راهبرد آن حاصل نخواهد شد. نظر به اهمیت شرکت‌ها و واحدهای تجاری در اقتصاد هر کشور و اهمیت نقدینگی در این واحدها و با توجه به نوین بودن مباحث تامین مالی شرکتی به شکل سازمان‌یافته و منسجم، لازم است برای نتیجه‌گیری هرچه بیشتر و حداکثرسازی ارزش واحدهای تجاری، روش‌ها و

ابزارهای نوین مالی شرکتی در اقتصادهای بزرگ و کشورهای توسعه یافته مطالعه شده و آن یافته‌ها و ابزارها با شرایط اقتصادی کشور و مبانی حقوقی ما تطبیق داده شوند. همچنین برای مطالعه و مدیریت ریسک‌های موجود در تأمین مالی شرکتی باید به بررسی دقیق راهبردهای بازار سرمایه و محصول و به‌کارگیری شیوه‌های نوین مالی شرکتی بومی شده مبادرت ورزید.

## منابع

### الف) فارسی

۱. اسلامی‌پناه، علی؛ عباسیان، رضا (۱۳۸۴). «ماهیت حقوقی اجاره به شرط تملیک»، *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، دوره ۳۹، ش ۳، ص ۴۳-۲۳.
۲. انشراقی آرانی، مجتبی (۱۳۹۶). *حقوق تأمین مالی هواپیمای*، تهران: شرکت سهامی انتشار.
۳. آگدن جوزف پی (۱۳۹۷). *مالی شرکتی پیشرفته*، تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
۴. برزیده، فرخ؛ بولو، قاسم؛ غلامپور، نجمه (۱۳۹۲). «رابطه میزان سهام شناور و ضریب قیمت به درآمد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار»، *راهبرد مدیریت مالی*، ش ۱، ص ۸۳-۶۳.
۵. حسینی، سید علی؛ حکمت، هانیه؛ کاشف، معصومه (۱۳۹۲). «نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها»، *فصلنامه پژوهش حسابداری*، دوره ۳، ش ۱، ص ۲۶-۱.
۶. خالقی مقدم، حمید؛ رافیک، باقومیان (۱۳۸۶). «مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه»، *بیک نور*، تهران، سال پنجم، ش ۴، ص ۸۲-۵۸.
۷. دمردان، اسوات (۱۳۹۲). *مالی شرکتی پیشرفته*، ترجمه احمد بدری، روح‌اله فرهادی و سارا شهریاری، تهران، ج اول، مؤسسه علمی فرهنگی نص.
۸. شهرآبادی، ابوالفضل (۱۳۷۷). «حق تقدم خرید (وارانت) و اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی»، *فصلنامه حسابداری*، ش ۱۲۷، ص ۳۲-۲۶.
۱۰. غمامی، مجید (۱۳۸۶). تأمین مالی پروژه‌های ساخت، بهره‌برداری و انتقال، *مجله حقوق تطبیقی*، ش ۳، ص ۲۴۶-۲۲۴.
۹. طباطبایی یزدی، سید محمدکاظم، *العروه الوثقی* (۱۳۹۲)، تهران، ج ۵، نشر دینا.
۱۱. کاتوزیان، ناصر (۱۳۶۴). عقود معین، ج ۲، تهران: انتشارات گنج دانش.
۱۲. محبی، محسن؛ قلی‌زاده پاشا، عیسی (۱۳۹۲). «قرارداد اختیار معامله سهام در نظام حقوقی ایران»، *مجله تحقیقات حقوقی*، ص ۱۴۱-۱۰۱.
۱۳. مشایخ، شهناز؛ نصیری، سپیده سادات (۱۳۹۳). «سهام خزانة و مزایای استفاده از آن در بورس»، *فصلنامه پژوهش حسابداری*، سال سوم، ش ۱۲، ص ۱۲۲-۱۰۸.
۱۴. نبوی، ابراهیم (۱۳۹۵). *اصول حسابداری*، ج ۲، تهران، انتشارات دیدار.

### ب) خارجی

15. Asquith, Pual & Lawrence A. Weiss,(2016). *Lessons in Corporate Finance*, New Jersey, John Wiley & Sons.
16. Arnott, Robert and Asness, Clifford ,(2003). "Higher Dividend Higher Earning Growth", *Portfolio Management*, Vol.59, PP.70-87.
17. Dyson, John R. & Watson, Denzi, (2007). *Corporate Finance principles and practice*, United Kingdom, Pearson Education Limited.
18. Fulmer, Gonge,(2002). *Why cash flow is more importance than profit*, publication of Business Development. pp1-25.
19. Fazzari, Steven; Bruce, Peterson & Hubbard, Glenn, (1988). "Financing Constraintsband Corporate Investment", *The National Bureau of Economic Research*, pp.141-195.

20. Cunningham, Lawrence (2015). *Lessons for Corporate America*, Fourth Edition, School of Law Yeshiva University Publishers.
21. Grainblatt, Mark & Titman, Sheridan, (2001) ,*Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw.
22. Minola, Tommaso; Cassia, Lucio & Criaco, Giuseppe, (2013). Financing Patterns in New Technology-Based Firms, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Vol.19, No.2, pp.18-32.
23. Petrella, Giovanni (2006). "Option bid-ask spread and scalping Risk: Evidence from a covered warrants Market", *The Journal of Future Market*, pp18- 36.
24. Taillard, Michael (2013). *Corporate Finance for Dummies*, John Wiley & Sons.
25. Zaman, Qamar; Akhtar, Waheed; Hassan, Musaab & Asad, Meraj, (2017). "A Corporate Financing Policy for Equitable and Sustainable Wealth Creation", *Finance Journal*, pp.143-162.

**Internet**

26. Gregory H, Bauer, *Monetary Policy, Private Debt and Financial Stability Risks*, Electronic Copy available at : <http://ssrn.com/abstract=2869044> , Last seen: 2019/July/26.
27. Gabriel, Stephan and Baker, B, *Concepts of Business and Financial Risk*, available at <https://www.jstor.org/stable> , Last seen 2019/June/10.