

بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکتها (تحلیل نتایج تطبیقی و بخش صنعت ایران)

// : // :

دکتر علی رجب زاده^۱

دکتر غلامحسین خورشیدی^۲

علی قلی پور^۳

چکیده

در این مقاله پژوهشی بررسی تحلیلی وضعیت تأمین مالی در کشورهای مختلف جهان و نیز بررسی تحلیلی آن در ایران در بخش صنعت صورت گرفته است. در بررسی تحلیلی روشهای تأمین مالی کشورهای مختلف جهان، نتایج نشان دهنده وجود تفاوت بارزی بین روشهای تأمین مالی در کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه است. شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه نسبت به هم‌تایان خود در کشورهای توسعه یافته، بیشتر بر منابع خارجی تأمین مالی تکیه دارند. همچنین سهم بازار سهام به عنوان یک روش تأمین مالی در شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه بیشتر است.

در ارتباط با تحلیل نتایج فوق، روشهای تأمین مالی مختلف در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه معرفی شده و رشد سریع سهام در کشورهای در حال توسعه را نشان می‌دهد. در بررسی تحلیلی وضعیت تأمین مالی، در بخش صنعت ایران ابتدا نحوه محاسبه هزینه هر یک از روشهای تأمین مالی مورد بررسی قرار گرفته است و در قسمت انتهایی نیز با استفاده از روشهای همبستگی و آزمون t به بررسی روابط بین روشهای تأمین مالی و میانگین موزون هزینه سرمایه در صنایع مختلف (غذایی، شیمیایی، نساجی، کانی غیر فلزی و ماشین آلات) پرداخته شده است.

در مجموع و با در نظر گرفتن تمام صنایع با یکدیگر (و لحاظ ۴۹ شرکت بخش صنعت و معدن) بررسی آماری انجام شده و نتایج، دلالت بر عدم وجود تفاوت معنادار بین تأمین مالی از دو روش پول و بازار سرمایه دارد.

کلید واژه : بازار پول، بازار سرمایه، هزینه سرمایه، صنایع ایران.

۱. استادیار دانشگاه تربیت مدرس (عضو هیأت علمی مرکز مطالعات مدیریت و بهره وری ایران)

۲. دانشیار دانشگاه شهید بهشتی

۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی

مقدمه

بازارهای مالی به دو گروه بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شوند. در بازار پول، اوراق بهادار با سررسید کوتاه مدت (کمتر از یک سال) به منظور تأمین مالی کوتاه مدت و در بازار سرمایه، اوراق بهادار با سررسیدهای طولانی‌تر (معمولاً بیش از یک سال) جهت تأمین مالی دارایی‌های میان مدت و بلند مدت شرکت‌ها، مورد مبادله قرار می‌گیرند. بازار سرمایه نیز خود به دو گروه بازار اولیه و بازار ثانویه قابل تقسیم می‌باشد که نوع اول، مکانی برای مبادله اوراق بهادار تازه انتشار یافته و نوع دوم، محلی برای مبادله اوراق بهادار از قبل منتشر شده هستند.

بازارهای مالی از دیدگاه‌های مختلف قابل طبقه‌بندی هستند. بر حسب نوع دارایی مالی، بازارهای مالی به بازار بدهی (اوراق قرضه) و بازار سهام تقسیم می‌شود. بر اساس سررسید دارایی مالی، بازارهای مالی به صورت بازار کوتاه مدت یا بازار پول و بازار سرمایه با سررسید بیشتر از یک سال یا بدون سررسید، طبقه‌بندی می‌شوند. همچنین بازارهای مالی را می‌توان به بازارهای نقدی (بازارهایی که در آن دارایی مالی بلافاصله مورد مبادله قرار می‌گیرد) و بازارهای تعهدی که در آن بنا به قرارداد، دارندگان اوراق به ناچار (قرارداد آتی) یا به اختیار (اختیار معامله) یک دارایی را در زمان آینده مورد فروش یا خرید قرار می‌دهند، تقسیم‌بندی کرد. در این مقاله تحلیل روش‌های تأمین مالی به صورت تطبیقی و نیز در بخش صنعت ایران انجام و بررسی مقایسه‌ای در کشورهای مختلف توسعه یافته و در حال توسعه به عمل آمده و نحوه تأمین مالی آنها با یکدیگر مقایسه و سپس بررسی تأمین مالی در صنایع غذایی، شیمیایی، نساجی، کانی غیر فلزی و ماشین‌آلات انجام شده است.

بررسی پیشینه ساختار سرمایه

در یک تقسیم‌بندی دقیق بازارها به صورت واقعی (کار، کالا و خدمات) و بازار اسمی (پول و سرمایه) مورد توجه قرار می‌گیرند. از بازارهای چهارگانه فوق دو بازار کالا و خدمات و کار مربوط به بخش واقعی اقتصاد و بازارهای پول و سرمایه مربوط به بخش اسمی (مالی) اقتصاد است.

بازارهای مالی از دیدگاه‌های مختلف قابل طبقه‌بندی هستند. بازارهای مالی بر حسب نوع دارایی مالی به بازار بدهی (اوراق قرضه) و بازار سهام تقسیم می‌شود و بر اساس سررسید دارایی مالی، بازارهای مالی به صورت بازار کوتاه مدت یا بازار پول و بازار سرمایه با سررسید بیشتر از یک سال یا بدون سررسید، طبقه‌بندی می‌شوند. همچنین بازارهای مالی را می‌توان به بازارهای نقدی - که در آن دارایی مالی بلافاصله مورد مبادله قرار می‌گیرد - و بازارهای تعهدی - که در آن بنا به قرارداد دارندگان اوراق به ناچار (قرارداد آتی) یا به اختیار (اختیار معامله) یک دارایی را در زمان آینده مورد فروش یا خرید قرار می‌دهند - تقسیم‌بندی کرد.

در خصوص روشهای تأمین مالی و ساختار سرمایه، نظریه های مختلفی وجود دارد. از جمله این نظریه ها، نظریه مودیلیانی و میلر^۱ می باشد. بر اساس این نظریه، ساختار مالی و الگوی سرمایه گذاری شرکت در تعیین ارزش شرکت نقشی ندارد. این نظریه نشان می دهد که تحت مفروضات نئوکلاسیک (رقابت کامل، عدم وجود مالیات و عدم وجود هزینه های معاملاتی) در بازارهای سرمایه توسعه یافته، حتی در محیط عدم اطمینان، ارزش بازار سهام یک شرکت، مستقل از تصمیمات مالی و الگوهای سرمایه گذاری آن می باشد (مودیلیانی و میلر ۱۹۵۸)؛ اما بعدها پذیرفتند که صرفه جویی های مالیاتی ناشی از بهره بدهی ها باعث افزایش ارزش شرکت می شود و پیشنهاد کردند شرکت ها در ترکیب منابع مالی خود از حداکثر بدهی ممکن استفاده نمایند.

علاوه بر سلسله مقالاتی که توسط این دو در سالهای ۱۹۵۹، ۱۹۶۳، ۱۹۶۵، ۱۹۶۶، ۱۹۶۹ منتشر شد افراد دیگری نیز مانند دیوید دوراند (۱۹۵۹)^۲، جی فرد وستون (۱۹۶۳)^۳، داوسون، برور و جاکوب (۱۹۶۵)^۴، هیمس و اسپرنکل (۱۹۶۹)^۵، آر سی، مرتون (۱۹۷۷)^۶ و جک بیکر (۱۹۷۸)^۷ در تایید یا انتقاد از تئوری مودیلیانی و میلر بحث و اظهار نظر نمودند.

در سال ۱۹۷۶، اسکات و مارتین^۸ در پژوهشی که در ایالات متحده در زمینه ساختار سرمایه انجام دادند به این نتیجه رسیدند که نوع صنعت، یک عامل مؤثر و تعیین کننده در ساختار مالی شرکت ها است. ریمرز (۱۹۷۵)^۹ نمونه بزرگی از شرکت های فعال در ۹ صنعت مختلف در ۵ کشور را مورد آزمایش قرار داد. نتایج حاکی از این بود که در کشورهای فرانسه و ژاپن، ساختار مالی در میان صنایع مختلف تفاوت معنی داری دارند در حالی که در کشورهای ایالات متحده، هلند و نروژ این تفاوت در صنایع مختلف مشاهده نمی شود. وارنر (۱۹۷۷)^{۱۰} در پژوهشی که بر روی نمونه ای از شرکت های راه آهن انجام داد به این نتیجه رسید که ارزش فعلی هزینه های ورشکستگی بدهی ها نسبت به افزایش ارزش ناشی از بدهی ها ناچیز است.

برایلی (۱۹۸۴)^{۱۱} طی پژوهشی در ارتباط با وجود ساختار مطلوب سرمایه به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار مالی شرکت ها پرداخت و اثر عوامل عمده ای چون نوع صنعت و

1. Modigliani and Miller

2. David Durand

3. J.Fred Weston

4. Dawson, Brewer and Jacob

5. Heims and Sprengle

6. R.C Merton

7. Jack Becker

8. Scot, david F. and Jhon D. Martin

9. Remmors

10. Warner

11. Breal

ریسک تجاری را بر ساختار مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش که بر روی ۸۰ شرکت انجام گرفته حاکی از این است که نوع صنعت به طور مؤثری بر نسبت بدهی شرکت‌ها تأثیر داشته است. همچنین اندرسون (۱۹۹۰)^۱ به بررسی ارتباط میان ساختار مالی شرکت‌ها و فناوری آنها پرداخت و به این نتیجه رسید که شرکت‌های سرمایه‌بر دارای نسبت بدهی بالاتری نسبت به شرکت‌های کاربر هستند.

از دیگر نظریه‌ها می‌توان به نظریه سلسله مراتبی روشهای تأمین مالی اشاره کرد. این نظریه را می‌توان به صورت زیر خلاصه نمود:

شرکت‌ها منابع داخلی تأمین مالی را ترجیح می‌دهند.

اگر منابع خارجی تأمین مالی مورد نیاز باشد، شرکت‌ها ابتدا مطمئن‌ترین اوراق بهادار را انتشار می‌دهند. بر این اساس، شرکت‌ها ابتدا از بدهی، سپس در صورت امکان از اوراق بهادار دورگه مانند اوراق قرضه قابل تبدیل و سپس به عنوان آخرین چاره از سهام برای تأمین مالی استفاده می‌نمایند. (مایرز ۱۹۸۴)

طبق نظریه سلسله مراتبی، سود انباشته، مؤثرترین روش تأمین مالی یک شرکت می‌باشد. چون تنها هزینه‌ای که شرکت‌ها به خاطر آن متحمل می‌شوند، پرداخت اندک سود تقسیمی می‌باشد که ممکن است باعث قیمت پائین تر سهام شود. اما سود تقسیمی تنها عامل تعیین کننده قیمت سهام نمی‌باشد. به هر حال اغلب، برای رشد سریع شرکت‌ها، سود انباشته به اندازه اوراق بهادار قابل معامله، تنها می‌تواند بخش کوچکی از سرمایه مورد نیاز را تأمین نماید.

بنگاه‌ها در انتخاب روشهای تأمین مالی مختلف سرمایه‌گذاری‌ها و میزان استفاده هر کدام از این روشها دارای اختیار می‌باشند. شرکت‌ها به منظور انتخاب ترکیب صحیح روشهای تأمین مالی، به ارزیابی هزینه‌ها و منافع، مخاطرات و بازده انواع مختلف ابزارهای مالی می‌پردازند و سپس با استفاده از تجارب خود و توصیه‌های بانک تجاری و بانکهای سرمایه‌گذاری بهترین آنها را انتخاب می‌کند. این امکان وجود ندارد که بگوییم کدامیک به طور مطلق بهتر می‌باشد. هر کدام از آنها مزایا و معایب منحصر به فرد خود را دارند که در شرایط زمانی مختلف ظاهر می‌شوند و نیز هر کدام نقش مهم و منحصر به فردی را بازی می‌کنند. به هر حال می‌توان گفت که سود انباشته از نظر هزینه‌های انتشار، ارزانترین روش تأمین مالی می‌باشد که بعد از آن اعتبارات تجاری، اعتبارات کوتاه مدت، وامهای بانکی، انتشار خصوصی اوراق قرضه و در نهایت انتشار عمومی اوراق قرضه، اوراق قرضه قابل تبدیل و سهام قرار دارد.

بررسی تطبیقی روشهای تأمین مالی در کشورهای مختلف

اولین پژوهش تجربی در مورد روشهای تأمین مالی شرکت ها توسط کولین مایر^۱ انجام شد. مایر در یک سری از مقالات (۱۹۸۸، ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰) ساختارهای مالی شرکت ها را در ۸ کشور مختلف صنعتی بین سالهای ۱۹۸۵-۱۹۷۰ مورد بررسی قرار داد و آنها را با هم مقایسه کرد و به نتایج زیر دست یافت:

- سود انباشته مهمترین منبع تأمین مالی همه کشورها می باشد.
- شرکت ها برای تأمین مالی از بازار اوراق بهادار زیاد استفاده نکرده اند.
- بانکها مهمترین منبع خارجی تأمین مالی در همه کشورها، بویژه در قاره اروپا و ژاپن می باشند.

• بین تأمین مالی از طریق استفاده از سود انباشته و اعتبارات بانکی ارتباط معنی دار منفی وجود دارد.

• در دوره بعد از جنگ جهانی از اهمیت بازارهای اوراق بهادار کاسته شده و بر اهمیت اعتبارات تجاری افزوده شده است.

• شرکت های کوچک و متوسط نسبت به شرکت های بزرگ از منابع خارجی تأمین مالی بیشتر استفاده نموده و همچنین بیشتر از بانکهای تجاری استفاده می نمایند و کمتر از بازار اوراق بهادار تأمین مالی می کنند. جدول (۱) یافته های مایر را نشان می دهد.

سرلتیس و پینو (۲۰۰۴)^۲ نیز روشهای تأمین مالی و سرمایه گذاری شرکت ها را در کشورهای مختلف توسعه یافته مورد بررسی قرار داده اند. جدول (۲) نتایج مطالعات اخیر بر مبنای اطلاعات سالهای ۲۰۰۲-۱۹۷۰ را نشان می دهد.

مطابق جدول (۲) منابع داخلی مهمترین منبع تأمین مالی همه کشورها است. تأمین مالی از بانک در بیشتر کشورها به خصوص فرانسه و ژاپن از اهمیت نسبی برخوردار می باشد. تأمین مالی از طریق اوراق قرضه در کشور آمریکا و کانادا منبع مهمی محسوب می شود. تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام ناچیز می باشد.

سینگ و حمید (۱۹۹۲)^۳ و سینگ (۱۹۹۵) روشهای تأمین مالی ۵۰ شرکت برتر از ۹ کشور در حال توسعه را مورد بررسی قرار دادند که این کشورها عبارت بودند از: هند، کره، اردن، پاکستان، تایلند، مکزیک، مالزی، ترکیه و زیمبابوه.

نتایج اصلی این مطالعه به صورت موارد زیر خلاصه می شود:

• در کشورهای در حال توسعه بیشتر شرکت ها در تأمین مالی از منابع خارجی استفاده می کنند.

• شرکت ها در کشورهای در حال توسعه برای افزایش خالص دارایی هایشان، بیشتر از انتشار سهام جدید استفاده می نمایند.

1. Colin Mayer

2. Serletis and Pinno

3. Singh and Hamid

جدول (۱). میانگین منابع تأمین مالی شرکت ها در کشورهای صنعتی

(درصد)	آمریکا	انگلستان	ژاپن	ایتالیا	آلمان	فرانسه	فنلاند	کانادا	
	۸۵/۹	۱۰۲/۴	۵۷/۹	۵۱/۹	۷۰/۹	۶۱/۴	۶۴/۴	۷۶/۴	سود انباشته
	۰	۴/۱	۰	۷/۷	۸/۶	۲	۰/۲	۰	انتقالات سرمایه
	۰/۴	۱/۷	--	-۱/۳	-۰/۱	-۰/۱	۳/۷	-۰/۸	اوراق بهادار کوتاه مدت
	۲۴/۴	۷/۶	۵۰/۴	۲۷/۷	۱۲/۱	۳۷/۳	۲۸/۱	۱۵/۲	وامها
	-۱/۴	-۱/۱	-۱۱/۲	۰	-۲/۱	-۰/۶	-۱/۴	-۴/۴	اعتبارات تجاری
	۱۱/۶	-۱/۱	۲/۱	۱/۶	-۱/۰	۱/۶	۲/۸	۸/۵	اوراق قرضه
	۱/۱	-۳/۳	۴/۶	۸/۲	۰/۶	۶/۳	-۰/۱	۲/۵	سهام
	۱۶/۹	۳/۲	-۳/۸	۱/۰	۱۰/۹	-۱/۴	۷/۴	۱/۳	سایر
	-۵/۱	-۱۳/۴	-	۳/۲	۰	-۶/۴	-۵/۰	۱/۲	تعدیل آماری
	۱۰۰	۱۰۰/۱	۱۰۰	۱۰۰	۹۹/۹	۱۰۰/۱	۱۰۰/۱	۹۹/۹	کل

منبع: مایر (۱۹۹۰)

جدول (۲). منابع تأمین مالی در کشورهای کانادا، آلمان، ژاپن، انگلستان، آمریکا و فرانسه^۱

(درصد)	آمریکا	انگلستان	ژاپن	آلمان	کانادا	فرانسه
	۹۶/۱	۹۳/۳	۶۹/۹	۷۸/۹	۹۴/۹	۶۰/۶
	۱۱/۱	۱۴/۶	۲۶/۷	۱۱/۹	۹/۲	۴۰/۶
	۱۵/۴	۴/۲	۴	-۱/۰	۱۰/۷	۱/۳
	-۷/۶	-۴/۶	۳/۵	۰/۱	۲۲/۶	۶
	--	--	--	--	-۱۲/۷	--
	-۲/۴	-۰/۹	-۵	-۱/۲	-۱/۴	-۲/۸
	--	۱/۷	--	۸/۷	۴/۲	۱/۹
	-۴/۴	۰	۱	۱/۴	-۱۸	-۶/۵
	-۸/۳	-۸/۴	۰	۱/۲	-۹/۵	۲/۵

منبع: سرلتیس و پینو (۲۰۰۴)

بر اساس یافته‌های سینق و حمید شرکت‌های بررسی شده در کشورهای در حال توسعه نسبت به شرکت‌های واقع در کشورهای توسعه یافته از منابع خارجی تأمین مالی بیشتر استفاده می‌نمایند. این نتایج تقریباً یک سلسله مراتب معکوس را در کشورهای در حال توسعه

۱. اعداد مربوط به کشور کانادا: سالهای بین ۲۰۰۴ - ۱۹۷۰ را پوشش می‌دهد و اعداد مربوط به سایر کشورها سالهای بین ۱۹۹۴-۱۹۷۰ را در بردارد.

نشان می‌دهد. جدول (۳) ساختار سرمایه ۵۰ کشور برتر کشورهای در حال توسعه را نشان می‌دهد.

جدول (۳). ساختار سرمایه ۵۰ شرکت برتر تولیدی در کشورهای در حال توسعه

(درصد)

کشور	منابع داخلی تأمین مالی	سهام	بدهی
تایلند (۸۷-۱۹۸۳)	۱۷/۳	—	—
کره (۸۸-۱۹۸۰)	۱۲/۸	۴۰/۳	۴۵/۴
هند (۸۸-۱۹۸۰)	۳۶/۱	۱۱	۴۵/۶
ترکیه (۸۷-۱۹۸۲)	۱۸/۱	۶۰/۵	۱۵/۵
پاکستان (۸۶-۱۹۸۰)	۵۸/۳	۱۲/۳	۱۶/۱
مکزیک (۸۸-۱۹۸۴)	۱۷/۱	۷۶	۲/۹
اردن (۸۷-۱۹۸۰)	۵/۸	۸۴/۱	۱۶/۴
زیمبابوه (۸۷-۱۹۸۰)	۵۸/۵	۴۳	۰
مالزی (۸۷-۱۹۸۳)	۴۲/۴	۳۱/۴	۲/۱

منبع: سینیق و حمید (۱۹۹۲)

این نتایج برخلاف یافته‌های سرلتیس و پینو مرتبط با روشهای تأمین مالی شرکت‌های واقع در کشورهای توسعه یافته می‌باشد. همچنین کربت و جنکیسن (۱۹۹۴)^۱، گلن و پنتو (۱۹۹۴)^۲، دمیرگروک کانت و ماکسی موویک (۱۹۹۴، ۱۹۹۵، ۱۹۹۶)^۳ و ساموئل (۱۹۹۴)^۴ روشهای تأمین مالی در کشورهای توسعه یافته را در دهه ۸۹-۱۹۷۰ مورد بررسی قرار دادند که نحوه تأمین مالی شرکت‌های واقع در کشورهای مورد بررسی در جدول (۴) آورده شده است. همچنین آنها تغییرات الگوهای تأمین مالی را در دوره‌های پنج‌ساله در هر کشور مورد بررسی قرار دادند.

1. Corbett and Jenkinson
2. Glen and Pinto
3. Demirguc-Kunt and Maksimovic
4. Samuel

جدول (۴). منابع تأمین شرکت‌ها در کشورهای توسعه یافته (درصد)				
کشور	آلمان	ژاپن	انگلستان	آمریکا
شرح				
منابع داخلی	۶۲/۴	۴۰	۶۰/۴	۶۲/۷
منابع بانکی	۱۸	۳۴/۵	۲۳/۳	۱۴/۷
اوراق قرضه	۰/۹	۳/۹	۲/۳	۱۲/۸
سهام	۲/۳	۳/۹	۷	-۴/۹
اعتبار تجاری	۱/۸	۱۵/۶	۱/۹	۸/۸
انتقالات سرمایه	۶/۶	۰	۲/۳	۰
سایر موارد	۸	۲/۱	۲/۹	۵/۹

- یافته‌های اصلی مطالعه کربت و جنکینسن را می‌توان به صورت زیر خلاصه نمود:
- مهمترین روش تأمین مالی در شرکت‌های کشورهای مورد مطالعه، منابع داخلی می‌باشد.
 - انتشار اوراق بهادار و اوراق قرضه مقدار کمی از منابع تأمین مالی را در کشورهای مورد بررسی تشکیل می‌دهد.
 - مهمترین منابع خارجی، وام رهنی بانک‌ها به شرکت‌ها می‌باشد.
 - منابع داخلی تأمین مالی در کشورهایی چون آمریکا و انگلستان نسبت به کشورهای دیگر چون ژاپن از اهمیت بیشتری برخوردار می‌باشد.
- مطالعه دیگری (۱۹۹۱) ساختار مالی شرکت‌ها در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه را مورد بررسی قرار داده است. در این بررسی، روشهای تأمین مالی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه مورد مطالعه قرار گرفته است. این تجزیه و تحلیل بر اساس جریان نقدی در کشورهای توسعه یافته و در کشورهای در حال توسعه مبتنی بر اطلاعات ترازنامه‌ای بین سالهای ۱۹۸۸-۱۹۸۰ می‌باشد. این پژوهش در مورد روشهای تأمین مالی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه نتایج زیر را نشان می‌دهد:
- تأمین مالی از طریق سود انباشته در کشورهای در حال توسعه نسبت به کشورهای توسعه یافته از اهمیت کمتری برخوردار است. به طوری که بیشترین نسبت تأمین مالی از طریق سود انباشته در کشورهای در حال توسعه از میانگین این مقدار در کشورهای توسعه یافته کمتر می‌باشد.
 - شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه نسبت به شرکت‌های واقع در کشورهای توسعه یافته در تأمین مالی بیشتر بر منابع خارجی تکیه دارند.
- شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه برای رشد و توسعه خود بیشتر از انتشار سهام جدید استفاده می‌نمایند. به هر حال بر اساس یافته‌های این پژوهش اهمیت سهام در

کشورهای در حال توسعه رو به افزایش است و در مقابل در کشورهای توسعه یافته، رو به کاهش می‌باشد. مطابق بررسی‌های مذکور تفاوت بارزی بین روشهای تأمین مالی بین کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه مشاهده می‌شود. در بررسی این تفاوت ها، مهمترین نظریه که تفاوت سیستم های مالی را توضیح می‌دهد و به طور وسیعی مورد قبول واقع شده است، نظریه زمانبندی صنعتی شدن (TOI)^۱ می‌باشد.

این نظریه بیان می‌کند که تفاوت سیستم های مالی کشورها می‌تواند ناشی از مراحل صنعتی شدن مربوط به آن کشورها باشد (گرسچن کرون ۱۹۶۲^۲؛ لازونیک و اسولیوان ۱۹۷۷^۳). در کشورهایی که این مراحل زودتر شروع شده است شرکتها می‌توانند منابع مالی لازم برای سرمایه‌گذاری را از منابع داخلی به صورت تدریجی تأمین کرده و یا اینکه اوراق بهادار را در بازارهای مالی نسبتاً توسعه یافته انتشار دهند. شرکت‌های واقع در کشورهای که مراحل صنعتی شدن را دیرتر آغاز کرده‌اند، نسبت به شرکت‌های فوق با دو مشکل روبرو بودند. اول اینکه، منابع داخلی آنها برای توسعه زیربنایی و توسعه فناوریانه کافی نبوده و در مواردی که شرکت‌ها تازه تأسیس بودند، هیچ منبع مالی داخلی وجود نداشت. دوم اینکه، پرورش و ارتقاء بازار مالی مشکل بود، چون بازارهای اوراق بهادار پیشرفته نبوده و سرمایه‌گذاران بیشتر راغب بودند در دارایی‌های مطمئن‌تر مانند اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری نمایند (ویتولز ۲۰۰۱)^۴.

روش دیگر برای اینکه ببینیم سیستم های مالی چگونه در تأمین مالی فعالیت می‌کنند، توجه به پس اندازها و دارایی های مالی نگهداری شده می‌باشد. جدول (۵) اهمیت نسبی بانک ها و بازارهای سرمایه در کشورهای آمریکا، انگلستان، ژاپن، فرانسه و آلمان را نشان می‌دهد. مطابق این جدول میزان نسبت دارایی‌های بانکی به GDP به ترتیب در انگلستان بیشترین مقدار و سپس آلمان، فرانسه، ژاپن و آمریکا را نشان می‌دهد. میزان نسبت تأمین سرمایه از طریق بازار سهام به GDP ابتدا در انگلستان بیشترین مقدار و سپس در آمریکا، ژاپن، فرانسه و نهایتاً آلمان قرار دارد. سیستم مالی کشورهای آمریکا و انگلستان بیشتر بر مبنای بازار سرمایه می‌باشد، در حالی که سیستم مالی کشورهای آلمان، ژاپن و فرانسه بیشتر بر مبنای بانک می‌باشد.

1. The timing of industrialization

2. Gerschenkron

3. Lazonick and O'sullivan

4. Sigurt Vitols

جدول (۵). یک مقایسه بین المللی از بانک‌ها و بازارهای سرمایه در سال ۱۹۹۳

(میلیون دلار)

کشور	GDP	وارداتی های بانکی	نسبت دارایی های بانکی به GDP	تأمین سرمایه از طریق بازار سهام	نسبت تأمین سرمایه از طریق بازار سهام به GDP
آمریکا	۶۳۰۱	۳۳۱۹	۵۳٪	۵۱۳۶	۸۲٪
انگلستان	۸۲۴	۲۱۳۱	۲۵۹٪	۱۱۵۲	۱۴۰٪
ژاپن	۴۲۴۲	۶۳۷۴	۱۵۰٪	۲۹۹۹	۷۱٪
فرانسه	۱۲۶۱	۱۹۰۴	۱۵۱٪	۴۵۷	۳۶٪
آلمان	۱۹۲۴	۲۹۱۹	۱۵۲٪	۴۶۴	۲۴٪

مباحث مطرح شده نشان می‌دهد تفاوت بارزی بین روشهای تأمین مالی کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه وجود دارد. شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه نسبت به هم‌تایان خود در کشورهای توسعه یافته، بیشتر بر منابع خارجی تأمین مالی تکیه دارند. همچنین سهم بازار سهام به عنوان یک روش تأمین مالی در شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه بیشتر است، و این مشاهدات بر خلاف پیش‌بینی‌های نظریه‌های سنتی می‌باشد. این انتظار می‌رفت که در یک بازار سرمایه ناقص و توسعه نیافته، شرکت‌ها از تأمین مالی از طریق بازار سهام ناامید خواهند شد و مجبور می‌شوند که به طور فزاینده‌ای از منابع داخلی برای تأمین مالی استفاده نمایند. سینق (۱۹۹۵)، توضیحاتی را در مورد این رفتار ضد و نقیض شرکت‌ها بیان داشته است.

تجزیه و تحلیل و بررسی بازارهای مالی و روشهای تأمین مالی در ایران

در بررسی منابع تأمین مالی شرکت‌ها به ویژه در کشورهای متکی به بازار و دارای بازار سرمایه متشکل و قوی مشخص گردید که منابع تأمین مالی دارای‌های یک شرکت ممکن است از منابع داخلی یا خارجی باشد که به طور عمده با روشهایی مانند انتشار سهم جدید عادی و ممتاز، صدور انواع اوراق قرضه، دریافت وام از سیستم بانکی، سود تقسیم نشده، اندوخته‌ها و ... صورت گیرد؛ اما به دلایلی اغلب روشها و ابزارهای مذکور، در تأمین مالی مؤسسات ایرانی (هم در گذشته و هم در حال حاضر) نقشی نداشته‌اند و تأمین مالی بلندمدت در کشور در چند منبع محدود خلاصه شده است. در این رابطه «متأسفانه حتی آمار غیر دقیقی از منابع در دسترس شرکت‌های ایرانی وجود ندارد، اما به طور کلی در سالهای اخیر منابع داخلی و وام‌های بلندمدت بانکی شکلهای عمده تأمین مالی بوده‌اند.

بازار پول در ایران را می‌توان به دو دسته، بازار متشکل پول (بانک‌های تجاری و بانک‌های تخصصی) و بازار غیرمتشکل پول (صراف‌ها) تقسیم کرد. بازار سرمایه در ایران

فقط در بورس اوراق بهادار تهران (و سایر بورس های مرکز مختلف استان ها که مدت زمان زیادی از فعالیت آنها نمی گذرد) خلاصه می شود که در حال حاضر فقط سهام عادی در آن مبادله می گردد. البته برای خارج شدن بورس اوراق بهادار تهران از حالت تک ابزاری و با توجه به نوسانات گسترده بازار، اوراق مشارکت بخش خصوصی و ابزارهای مالی چون سبد سهام در این بازار عرضه می شود.

منابع عمده ای که شرکت های ایرانی برای تأمین مالی سرمایه گذاری های خود در پیش روی دارند شامل استفاده از بدهی و سهام می باشد. جهت بررسی وضعیت تأمین مالی شرکت های مختلف در ایران به تحلیل آنها با انجام محاسبات مختلف اقدام شده است. بررسی تحلیلی هر کدام از روشهای تأمین مالی به صورت زیر ارائه می شود:

۱. تأمین مالی از طریق بدهی

از روشهایی که شرکتها برای تأمین مالی پیش رو دارند استفاده از بدهی و تسهیلات بانکی و اوراق مشارکت (قرضه) است. از آنجایی که بدهی های کوتاه مدت در طول سال باید بازپرداخت شوند، در تأمین مالی شرکتها حالت پایدار ندارند، لذا فقط بدهی های بلند مدت مورد لحاظ قرار گرفته اند. میزان استفاده شرکتها از روش بدهی برای تأمین مالی از رابطه زیر به دست آمده است:

$$Dt: \text{تأمین مالی از طریق بدهی در دوره } t \quad dt: \text{بدهی بلند مدت در دوره } t$$

$$Dt-1: \text{بدهی بلند مدت در دوره } t-1 \quad Dt=dt-dt-1$$

۲. تأمین مالی از طریق انتشار سهام

تأمین مالی از طریق انتشار سهام، افزایش سرمایه شرکت از محل آورده نقدی سهامداران و مطالبات حال شده را شامل می شود و از رابطه زیر به دست می آید:

$$S=(C1-C_0 * A$$

S: تأمین مالی از طریق انتشار سهام

C₀: میزان سرمایه قبل از افزایش سرمایه

C₁: میزان سرمایه بعد از افزایش سرمایه

A: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهامداران و مطالبات حال شده

۳. تأمین مالی از طریق منابع داخلی

افزایش سرمایه شرکت از محل اندوخته طرح توسعه و سود انباشته را شامل می شود و از رابطه زیر به دست می آید:

$$E=(C1-C_0 * B$$

E: تأمین مالی از طریق منابع داخلی

C₀: میزان سرمایه قبل از افزایش سرمایه

C₁: میزان سرمایه بعد از افزایش سرمایه

B: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته طرح توسعه و سود انباشته

از آنجایی که عمده روشهای تأمین مالی شرکت‌هایی که در ایران فعالیت دارند به روشهای تأمین مالی انتشار سهام، استفاده از منابع داخلی و تسهیلات بانکی خلاصه می‌شود. لذا در این پژوهش سعی شده، از شرکت‌هایی استفاده شود که از تمامی روشهای فوق استفاده کرده باشند تا نقش هر کدام از آنها در هزینه سرمایه شرکت مورد بررسی قرار بگیرد. از اینرو بیشتر از شرکت‌های واقع در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

با استناد به تحلیل‌های ادبیات نظری پژوهش، فرضیه‌هایی که در خصوص بازارهای مالی ایران در این پژوهش مطرح است عبارتند از:

فرضیه اول: تأمین مالی از طریق بازار پول در ایران هزینه کمتری نسبت به بازار سرمایه دارد.

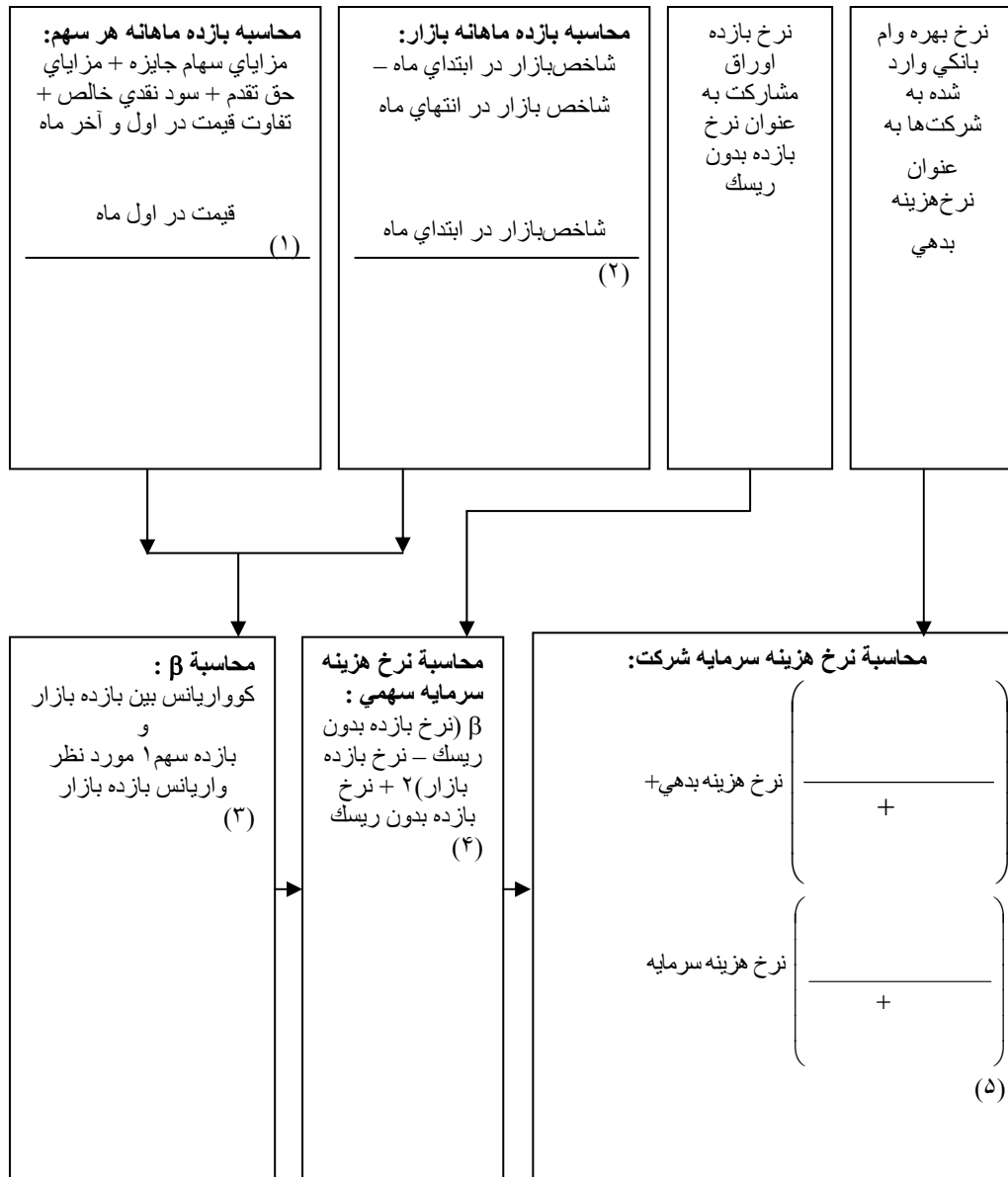
فرضیه دوم: بین نحوه تأمین مالی شرکت‌ها و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

جهت بررسی تحلیلی وضعیت تأمین مالی در بخش صنعت و معدن کشور، آمار و اطلاعات مختلف مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها و نحوه تأمین مالی از منابع مختلف از قبیل وزارت امور اقتصادی و دارایی، بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی جمع‌آوری گردید. پس از بررسی آمار و اطلاعات به دست آمده، چنین نتیجه‌گیری شده که استفاده از آمار و ارقام مربوط به تأمین مالی شرکت‌های مرتبط بخش صنعت و معدن می‌تواند راهگشای تجزیه و تحلیل‌های مالی مرتبط باشد. جهت انجام بررسی دوره زمانی پژوهش، فروردین ۱۳۷۸ تا پایان اسفند ۱۳۸۲ انتخاب شده و با توجه به آمار و اطلاعات در دسترس، ۴۹ شرکت از صنایع مختلف (شامل صنایع غذایی، صنایع نساجی، صنایع کانی غیر فلزی، صنایع شیمیایی، صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات) انتخاب شده است.

برای آزمون فرضیه اول، ابتدا هزینه سرمایه شرکت‌ها از طریق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای محاسبه شده که نحوه محاسبه آن در شکل (۱) آمده است. برای مقایسه بین اجزای هزینه سرمایه شرکت‌ها (هزینه سرمایه بدهی و هزینه سرمایه سهام) از آزمون t استفاده شده که نتایج آن در جدول (۶) آمده است.

در مورد فرضیه دوم نیز، ابتدا سه نوع نسبت بدهی تعریف شده است که این نسبت‌ها، نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها، ارزش اسمی حقوق صاحبان سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می‌باشد و سپس بین این قسمت‌ها و هزینه سرمایه شرکت ضریب همبستگی محاسبه و وجود یا عدم وجود رابطه معنی‌دار بین آنها بررسی شده که نتایج آن در جدول (۷) آمده است.

شکل (۱). فلوچارت محاسبه هزینه سرمایه شرکت



پس از محاسبه هزینه سرمایه شرکت، معنی دار بودن اختلاف بین اجزای هزینه سرمایه شرکت (هزینه سرمایه بدهی و هزینه سرمایه سهمی) از طریق آزمون t و رابطه هزینه سرمایه با نسبت های بدهی به وسیله محاسبه همبستگی بین آنها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

بررسی نتایج تحلیل های آماری

با بررسی مقایسه‌ای هزینه سرمایه بدهی و هزینه سرمایه سهمی، با توجه به نتایج به دست آمده جدول (۶)، متوسط هزینه سرمایه سهمی صنعت مواد غذایی و صنایع شیمیایی از هزینه سرمایه بدهی بالاتر است. در خصوص صنایع نساجی، میانگین هزینه سرمایه بدهی شرکت های این صنعت از هزینه سرمایه سهمی بالاتر می‌باشد. در صنایع کانی غیر فلزی، میانگین هزینه سرمایه سهمی شرکت های این صنعت از هزینه سرمایه بدهی بالاتر است. در صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات، تفاوت معناداری بین متوسط هزینه سرمایه بدهی و هزینه سرمایه سهمی وجود ندارد. در مجموع نتایج تحلیل شده حاکی از عدم وجود تفاوت معنادار بین تأمین مالی روشهای ذکر شده می‌باشد. البته تفاوت معنادار مورد نظر در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام شده است و به طور قاطع نمی‌توان چنین نتیجه‌گیری را عنوان کرد، چرا که میانگین هزینه سرمایه سهمی از هزینه سرمایه بدهی بسیار بالاتر می‌باشد.

در خصوص نتایج کلی بررسی شده بین دو روش مورد نظر با استناد به انجام آماره آزمون t نتایج حاکی از این نکته است که در سطح ۹۰ درصد تفاوت معنادار بین دو روش تأمین مالی وجود دارد (این تفاوت در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست) و هزینه سرمایه بدهی از هزینه سرمایه سهام میزان بسیار کمتری را دارد. ولی از طرف دیگر، پراکندگی داده‌های صنایع مختلف بالاست و نتیجه‌گیری را دشوار می‌نماید؛ چرا که همان طور که ذکر شد اگر سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد نظر قرارگیرد تفاوت‌ها معنادار نیست ولی میانگین بالایی هزینه سرمایه سهام نسبت به هزینه سرمایه بدهی، تصمیم‌گیری را با دشواری همراه نموده است.

جدول (۶). نتایج آزمون t بین هزینه سرمایه سهمی و هزینه سرمایه بدهی

صنایع	صنایع غذایی	صنایع نساجی	صنایع کانی غیرفلزی	صنایع شیمیایی	صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات	کل صنایع
آماره t	۱/۰۸۳	-۳/۲۲۷	۲/۴۳۲	۲/۱۵۲	-۰/۲	۱/۹۷۷
P-V	۰/۳	۰/۰۱	۰/۰۳۵	۰/۰۸۴	۰/۸۴۷	۰/۰۵۴

در مورد فرضیه دوم، با توجه به نتایج به دست آمده جدول (۷) در صنایع غذایی بین هزینه سرمایه و انواع نسبت‌های بدهی تعریف شده، رابطه معنادار وجود ندارد؛ بدین معنی که هزینه سرمایه مستقل از روشهای تأمین مالی می‌باشد. در صنایع نساجی و صنایع شیمیایی نیز وضع بدین گونه می‌باشد و در صنایع کانی غیرفلزی بین نسبت‌های بدهی به دارایی‌ها و بدهی‌ها به ارزش اسمی حقوق صاحبان سهام با هزینه سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. اما نسبت بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود

دارد و رابطه آنها در جهت معکوس می باشد؛ یعنی با استفاده بیشتر از بدهی ها در ساختار سرمایه، هزینه سرمایه شرکت های واقع در این صنعت کاهش می یابد. در صنایع ماشین آلات و تجهیزات بین نسبت بدهی ها به ارزش اسمی حقوق صاحبان سهام و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. اما دیگر نسبت های بدهی با هزینه سرمایه دارای رابطه معناداری هستند و میزان آن نیز در سطح بالایی می باشد. اما در مجموع، کل صنایع با نسبت های بدهی تعریف شده رابطه معناداری ندارند و فقط بین نسبت بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با هزینه سرمایه یک رابطه معنادار بسیار ضعیف وجود دارد.

جدول (۷). همبستگی هزینه سرمایه و نسبت های بدهی به تفکیک صنایع و مجموع صنایع

نسبت بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	نسبت بدهی ها به ارزش اسمی حقوق صاحبان سهام	نسبت بدهی به دارایی ها	میزان همبستگی Sig level	نسبت ها صنایع و
-۰/۳۱۷ ۰/۲۹۲	-۰/۰۳۴ ۰/۹۱۱	-۰/۱۶۴ ۰/۵۹۳	میزان همبستگی Sig level	صنایع غذایی
-۰/۲۵۹ ۰/۴۶۹	-۰/۱۴۷ ۰/۶۸۵	۰/۰۳۳ ۰/۹۲۸	میزان همبستگی Sig level	صنایع نساجی
-۰/۶۸۵ ۰/۰۲	۰/۵۳ ۰/۰۹۳	-۰/۱۳۲ ۰/۶۹۹	میزان همبستگی Sig level	کانی غیر فلزی
۰/۰۴۱ ۰/۹۳۸	۰/۲۳۷ ۰/۶۵۱	۰/۶۳۱ ۰/۱۷۹	میزان همبستگی Sig level	صنایع شیمیایی
-۰/۶۸۲ ۰/۰۴۳	۰/۲۹۷ ۰/۴۳۸	-۰/۶۹۴ ۰/۰۳۸	میزان همبستگی Sig level	ماشین آلات و تجهیزات
-۰/۳۷ ۰/۰۰۹	۰/۱۳۹ ۰/۳۴۱	-۰/۲۳۳ ۰/۱۰۷	میزان همبستگی Sig level	کل صنایع

جمع‌بندی یافته‌ها و نتیجه‌گیری

طبق نتایج تحلیل شده، کشورهای در حال توسعه و کمتر توسعه یافته که علاقمند به دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی- اجتماعی می‌باشند، باید رشد بازارهای مالی و رفع موانع و تنگناهای آنها را از جوانب مختلف اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و حقوقی مورد توجه قرار دهند.

بخش مالی عمدتاً به مجموعه‌ای از ابزارها نظیر اوراق سهام، قرضه، سپرده‌های دیداری و ... و نهادهای مالی چون بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بورس اوراق بهادار و ... اطلاق می‌شود که وظیفه مهم تجهیز منابع پس‌اندازی، هدایت منابع به سوی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه آن بین فعالیت‌های متنوع سرمایه‌گذاری را دارد.

چهارچوب اصلی بخش مالی را بازارهای مالی، که به بازارهای کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت قابل تقسیم‌اند، تشکیل می‌دهند. بازار مالی کوتاه مدت یا همان بازار پول عمدتاً مطالبات کوتاه مدت کمتر از یک سال را جهت تأمین و اصلاح وضع نقدینگی و سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی عرضه می‌کند. بازار مالی میان‌مدت و بلندمدت یا همان بازار سرمایه معمولاً نیازهای مالی بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی با سررسید بیش از یک سال را عرضه می‌کنند. لیکن با وجود اینکه دو بازار پول و سرمایه در تجهیز و تخصیص منابع مکمل یکدیگرند اما به موجب ماهیت فعالیت‌های تولیدی که عمدتاً زمانبرند و فرآیندی طولانی دارند، نقش بازار سرمایه در تجهیز و انتقال منابع مالی و رفع نیازهای فعالیت‌های تولیدی به مراتب مهم‌تر و حیاتی‌تر از بازار پول می‌باشد.

رشد و توسعه بازارهای مالی و کارایی فعالیت آنها به تعداد و وضعیت نهادهای مالی فعال در آنها بستگی دارد. هر چه تعداد نهادهای مالی فعال در بازارهای مالی بیشتر باشد و فعالیت آنها در فضایی رقابتی‌تر و با کارایی بالاتری انجام گیرد وظیفه بخش مالی که فراهم نمودن فضا و بستر مناسب رشد و توسعه اقتصادی از طریق تجهیز و تخصیص منابع مالی است، مناسب‌تر و با کارایی و اطمینان بیشتری صورت می‌گیرد. به طور کلی نهادهای مالی فعال در بخش مالی یا بازارهای مالی به دو دسته نهادهای مالی سپرده‌پذیر و نهادهای مالی غیرسپرده‌پذیر تقسیم می‌شوند. نهادهای مالی سپرده‌پذیر عمدتاً شامل بانک‌های تجاری، بانک‌های تخصصی، بانک مرکزی، مؤسسات اعتباری غیربانکی، بانک‌های بین‌المللی، شرکت‌های مالی وابسته به تولیدکنندگان و ... می‌باشند و بیشتر در بازار پول فعالیت می‌کنند. نهادهای مالی غیر سپرده‌پذیر نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بورس اوراق بهادار، کارگزاران، شرکت‌های تأمین مالی، شرکت‌های بیمه و ... عمدتاً در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند. برخی نهادهای مالی نظیر بانک‌ها و شرکت‌های بیمه در هر دو بازار پول و سرمایه فعالیت می‌کنند و دارای نقش تعیین‌کننده در هر یک از این بازارها می‌باشند.

بررسی کلی تحلیل‌های انجام شده این پژوهش در رابطه با تحلیل‌های فوق در صنایع مختلف، در مجموع نتایج زیر را به دنبال داشته است:

- میانگین هزینه سرمایه سهمی در صنعت مواد غذایی، صنعت مواد شیمیایی و صنایع کانی غیر فلزی از هزینه سرمایه بدهی بالاتر است و این نکته را می‌رساند که هزینه استفاده از وام و بدهی‌ها در تأمین مالی کمتر از استفاده از سهام بوده است.
- میانگین هزینه سرمایه سهمی در صنعت نساجی از هزینه سرمایه بدهی کمتر شده است و این نکته را می‌رساند که هزینه استفاده از وام و بدهی‌ها در تأمین مالی از استفاده از سهام بیشتر بوده است. در صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات تفاوت معناداری وجود ندارد.
- در مجموع و با در نظر گرفتن تمام صنایع با یکدیگر (با لحاظ ۴۹ شرکت بخش صنعت و معدن) بررسی آماری انجام شده و نتایج دلالت بر عدم وجود تفاوت معنادار بین تأمین مالی از دو روش مذکور دارد.

در بررسی تطبیقی ایران با دیگر کشورها، نتایج کلی به این صورت است که در اغلب کشورهای توسعه یافته که دارای بازارهای مالی سازمان یافته می‌باشند، حجم فعالیت و نقش بازار سرمایه به مراتب گسترده‌تر و حتی چندین برابر حجم فعالیت و نقش بازار پول می‌باشد. در بررسی بخشهای صنعت و معدن کشورهای مختلف، تأمین مالی در این کشورها در یک راستا و کاملاً یکسان نبوده است. کشورهای مثل آمریکا و انگلستان به تأمین مالی مبتنی بر بازار سرمایه و کشورهای مثل ژاپن، آلمان و فرانسه به تأمین مالی مبتنی بر بانک متکی هستند. بدین معنی که در کشورهای اخیر ارتباطات بلندمدت میان شرکت‌های بزرگ و بانک‌ها مرسوم است و در آمریکا، شرکت‌های بزرگ ارتباطات محدودتری با بانک‌ها دارند.

در کشورهای توسعه یافته عمده تأمین مالی متکی به منابع داخلی و سود انباشته بوده و درصد استفاده از سهام متفاوت بوده است. بدین معنی که در بعضی از کشورهای توسعه یافته استفاده از اوراق قرضه و سهام در حد بالا قرار دارد و در برخی از کشورها اینگونه نمی‌باشد. ولی نکته مورد تأکید در خصوص کشورهای توسعه یافته آن است که آنها بتوانند با داشتن یک سبد مناسب تأمین مالی، هر چه بیشتر موجب افزایش رشد اقتصادی کشور شوند. در ایران بجز بخش معدن که عمده دولتی است، در دیگر شرکت‌های بخش صنعت و معدن منابع تأمین مالی عمده از طریق وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت و استفاده از حقوق صاحبان سهام بوده است.

در این بررسی‌ها نتایج حاکی از این بوده است که در برخی صنایع بررسی شده، هزینه سرمایه سهمی و هزینه سرمایه بدهی تفاوت معنادار با یکدیگر دارند و در برخی صنایع تفاوت معناداری وجود ندارد و همچنین با توجه به محاسبات انجام شده نمی‌توان به طور مشخص و قطعی در خصوص هزینه سرمایه بدهی و حقوق صاحبان سهام نتیجه‌گیری کرد. لذا در مورد کل شرکت‌های بخش صنعت و معدن نمی‌توان به طور قطعی استفاده از منبع

خاص را توصیه نمود و استفاده از هر منبع تأمین مالی متناسب با وضعیت هر شرکت می‌تواند انجام گیرد.

لذا در این راستا، توصیه های سیاستی در جهت رفع و کاهش مشکلات بازارهای مالی و به ویژه بازار سرمایه در زیر ارائه شده است.

بازنگری در قوانین و مقررات مربوط به بازار سرمایه و ایجاد هماهنگی و همسویی بین این بازار با شرایط جاری و آتی اقتصاد کشور؛

توسعه کمی و کیفی بازار سرمایه و آموزش و آشنا نمودن آحاد مردم با فعالیت در این بازار از طریق رسانه‌های گروهی؛

ایجاد فضای امن و شفاف اقتصادی- اجتماعی جهت انتقال منابع مالی از بخشهای غیررسمی اقتصاد به بخش رسمی؛

اصلاح ساختار مدیریتی در بازارهای مالی و افزایش کارایی مدیریت دارایی ها در نهادهای مالی و ملزم نمودن نهادهای مالی موجود برای شرکت فعال و گسترده در بازار سرمایه از طریق بازنگری و اصلاح اساسنامه آنها؛

ایجاد نهادهای مالی و ابزارهای مالی جدید متناسب با نیازها و شرایط جاری و آتی اقتصاد کشور؛

ایجاد تسهیلات و معافیت های مناسب مالیاتی، صادراتی، وارداتی و برای شرکت‌ها که از طریق بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه اقدام به تأمین منابع مالی خود می نمایند.

1. Myres, S.C. (1984) *"The Capital Structure Puzzle"*; Journal of finance.
2. Asli Demirguc-Kant and Vojislav Maksimovic (1994) *"Capital Structures in Developing Countries: Evidence from Ten Countries"*; World Bank Policy Research working Paper, No. 1320.
3. Asli Demirguc-Kant and Vojislav Maksimovic (1995) *"Stock Market Development and Firm Financing Choices"*; World Bank Policy Research Working paper, No.1461.
4. Asli Demirguc-Kunt and Vojislav Maksimovic (1996) *"Stock Market Development and Financing Choices of Firms"*; World Bank Economic Review, Vol. 10, No.2.
5. Cherian, Samuel (1996) *"The Stock Market as a Source of Finance: A Comparison of U.S. and Indian Firms"*; World Bank Policy Research Working paper, No. 1592.
6. Serletis, Apostolos and Pinno, Karl (2004) *"Corporate Financing in Canada"*; Department of Economics, University of Calgary.
7. Mayer, Colin (1988) *"New Issues in corporate Finance"*; in European Economics for Development Finance, World Bank working paper, No. 301.
8. Gerschenkron, A. (1962) *"Economic Back Wardness in Historical Perspective"*; Cambridge, MA, Harvard University Press.
9. Mayer, Colin (1990) *"Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development"*; in Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, R. Glen Hubbard, Editiom, The University of Chicago press, Chicago and London.
10. Corbett, J. and T. Jenkinson (1994) *"The Financing of Industry, 1970-89: An International Comparison"*; CEPR Discussion paper, P.No.948.?
11. Glen, Jack and Braikn Pinto (1994) *"Debt of Equity? How Firms in Developing Countries Choose"*, Discussion Paper, P.No 22.
12. Singh, A and Hamid, J. (1992) *"Corporate Financial Structures in Developing Countries"*; IFC Technical Paper 1, Washington D.C.
13. Singh, Ajit (1995) *"Corporate Financial Patterns Industrializing Countries: A Comparative International Study"*; IFC Technical Paper, No. 2.

14. Durand, David (1959) "*Area Cost of Caporation Finance and the Theory of Investment: Comment*"; The American Economic Review.
15. Weston, J. Fred (1963) "*A Test of Cost of Capital Propositions*"; Southern Economic Journal.
16. Brewer, Dawsons and Jacob B. Michaelson (1965) "*The Cost of Capital: Comment*"; American Economic Review.
17. Heims, A. James and Case M. Sprenkle (1969) "*A Comment on the Modigliani- Miller Cost of Capital Thesis*"; American Economic Review.
18. Merton, R.C. (1977) "*On the Pricing of Contingent Claims and the Modigliani- Miller Theorem*"; Journal of Financial Economics.
19. Becker, Jack (1978) "*General Proof of Modigliani-Miller Proposition I and II Using Parameter-Preference Theory*"; Journal of Financial and Quantitative Analysis.
20. Scot, David F. and John D. Martin (1976) "*Evidence on the Importance of Financial Structure*"; Financial Management; Vol. 4.
21. Remmers, L. and others (1975) "*Industry and Size as Debt Ratio Determinants In Manufacturing Internationalist*"; Financial Management. Vol. 3.
22. Warner, Gerald (1997) "*The Fail Cost: Evidence*"; Journal of Finance. Vol. 32, PP.337-343.
23. Brealy, Michael and others (1984) "*On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*"; Journal of Finance, Vol. 3, PP. 854-877.
24. Anderson, Gordon (1990) "*An Empirical Note on the Independence of Theology and Financial Structure*"; Canadian Journal of Economics, Vol. 23, PP. 693-699.
25. IFC (1991) "*Financing Corporate Growth in the Developing World*"; IFC Discussion Paper, No. 12.