

بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و رشد ضمنی شرکت

مهدی فیل سرائی^۱، ایمان خاکساری^۲، حجت غفاریان^۳ (نویسنده و مسئول مکاتبات)

۱- مربی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بجنورد، گروه حسابداری، بجنورد، ایران. filsaraei@yahoo.com

۲- مربی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسفراین، گروه حسابداری، اسفراین، ایران. khaksari@iauesf.ac.ir

۳- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسفراین، گروه حسابداری، اسفراین، ایران. imankh61@yahoo.com

چکیده - هزینه سرمایه ضمنی، هزینه تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها است. شرکت‌ها از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تأمین می‌کنند و آن‌ها را در دارایی‌ها به کار می‌گیرند. هزینه سرمایه ضمنی یکی از مهمترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مدیریتی است. در این مقاله به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و رشد ضمنی شرکت می‌پردازیم. نتایج حاکی از آن است که با شناسایی نرخ هزینه سرمایه می‌توان اولاً مشخص نمود که از کدامین منابع مالی و به چه میزان برای حداقل‌سازی هزینه سرمایه، استفاده نمود و دوم آنکه نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها حداقل باید چه میزان باشد تا بازده مورد توقع حقوق صاحبان سهام برآورده شود و ارزش شرکت تغییری پیدا نکند چرا که اگر بازده حاصله از نرخ هزینه سرمایه پایین‌تر باشد باعث کاهش ارزش شرکت شده و هدف اولیه مدیریت که همان حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌باشد را برآورده نساخته است.

کلیدواژه: هزینه سرمایه، هزینه سرمایه ضمنی، هزینه حقوق صاحبان سهام، رشد ضمنی

مقدمه

هزینه سرمایه ضمنی یکی از مباحث اصلی در ادبیات مالی تصمیم‌گیری و انتخاب راهکارهای بهینه در خصوص سرمایه‌گذاری وجوه و ساختار سرمایه به منظور افزایش ارزش کلی واحد اقتصادی است در این زمینه موضوع تأمین مالی به‌طور اعم و هزینه سرمایه ضمنی به‌طور اخص در کانون توجه قرار می‌گیرد. شرکت‌ها از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تأمین می‌کنند و آن‌ها را در دارایی‌ها به کار می‌گیرند. هزینه‌ای که شرکت‌ها بابت تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام متحمل می‌شوند، هزینه

سرمایه می‌گویند. هزینه سرمایه ضمنی یکی از مهمترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مدیریتی است. هزینه سرمایه ضمنی از عوامل متعددی متاثر می‌شود. هزینه سرمایه ضمنی متاثر از عوامل متعددی از قبیل شرایط اقتصادی (رکود و تورم) و شرایط سیاسی می‌باشد. در این مقاله به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و رشد ضمنی می‌پردازیم.

مبانی نظری و اهمیت پژوهش

هزینه سرمایه: هزینه مالی یک واحد تجاری عبارتست از نرخ متوسط بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار واحد مزبور می‌باشد (ریموند پی نو، ۱۳۷۸). یا به عبارت دیگر عبارتست از هزینه فرصت از دست رفته و جوه سرمایه‌گذاری شده شرکت و آن نرخ بازدهی است که شرکت باید از سرمایه‌گذاری در بازار سهام با همان ریسک بدست آورد بنابراین نرخ بازده شرکت در سرمایه‌گذاری‌ها باید نرخ باشد که حداقل با نرخ بازده مورد انتظار سهامداران برابری کند و رضایت آنها را جلب کند (رجب‌زاده و همکاران، ۱۳۸۵).

هزینه سرمایه عبارتست از هزینه‌ای که شرکت برای استفاده از منابع مالی می‌پردازد و یا به عبارت دیگر هزینه سرمایه حداقل نرخ بازده مورد انتظار از پروژه‌های سرمایه‌ای شرکت می‌باشد که با بدست آوردن این نرخ بازده، قیمت سهام در بازار بدون تغییر باقی بماند. هزینه سرمایه، نرخ تنزیلی است که برای تنزیل جریان‌های نقدی به منظور تعیین توجیه‌پذیری پروژه‌های سرمایه‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرد (قالیباف اصل، ۱۳۸۵).

مفهوم هزینه سرمایه بر این فرض مبتنی است که هدف یک شرکت عبارتست از به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران و توجه به این اصل باعث خواهد شد که از هزینه سرمایه (با توجه به نوع کاربرد آن) مفاهیم دیگر را مطرح کنیم:

هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود است، هر یک از گروه‌های سرمایه‌گذار مثلاً دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز، و سهام عادی خواستار میزانی از نرخ بازدهی هستند که در خود ریسک مربوط به آن می‌باشد.

دلیل اهمیت هزینه سرمایه

هدف مدیریت ساختار سرمایه حداکثرسازی ثروت سهامداران یا دستیابی به ساختار بهینه سرمایه‌ای که هزینه سرمایه را حداقل می‌سازد، می‌باشد. منظور از ساختار سرمایه سمت چپ ترازنامه می‌باشد که در اصل تأمین

کننده سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت می‌باشد بنابراین با شناسایی نرخ هزینه سرمایه می‌توان اولاً مشخص نمود که از کدامین منابع مالی و به چه میزان برای حداقل‌سازی هزینه سرمایه، استفاده نمود و دوم آنکه نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها حداقل باید چه میزان باشد تا بازده مورد توقع حقوق صاحبان سهام برآورده شود و ارزش شرکت تغییری پیدا نکند چرا که اگر بازده حاصله از نرخ هزینه سرمایه پایین‌تر باشد باعث کاهش ارزش شرکت شده و هدف اولیه مدیریت که همان حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌باشد را برآورده نساخته است (تهرانی و تاجیک، ۱۳۸۸).

اهمیت اندازه‌گیری هزینه سرمایه

با توجه به اینکه هزینه سرمایه یکی از فاکتورهای مهم در تصمیمات مدیریتی و مالی شرکت‌ها می‌باشد و مدیران باید در هنگام سرمایه‌گذاری بر روی پروژه‌ای خاص کاملاً از نرخ بازدهی پروژه و نرخ بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران (هزینه سرمایه) آگاهی داشته باشند، یعنی باید بدانند منابع تأمین مالی که مورد استفاده قرار می‌دهند برای آنها با چه هزینه‌ای تمام می‌شود (کمال‌آبادی، ۱۳۷۶). به کارگیری هزینه‌ی سرمایه در تصمیمات سرمایه‌گذاری، استفاده از آن به عنوان مبنایی برای ایجاد ساختار بهینه‌ی سرمایه و یا حرکت به سمت آن، استفاده از آن در اجاره‌های سرمایه‌ای و به کارگیری در اندازه‌گیری شاخص‌های عملکرد و اصولاً استفاده از آن در تزیل جریان‌های نقدی آتی برای تعیین ارزش، همه از مواردی هستند که می‌تواند در توصیف اهمیت هزینه‌ی سرمایه بیان شود. (عثمانی، ۱۳۸۱). به منظور تحقق اهداف شرکت در به حداکثر رساندن ارزش شرکت، مدیریت شرکت باید هزینه‌های همه منابع را (هزینه سرمایه) به حداقل برساند و به منظور به حداقل رسانیدن هزینه سرمایه، مدیریت باید قادر به اندازه‌گیری آن باشد (وستون و بریگام، ۱۹۷۶).

تأمین مالی به اشکال مختلف صورت می‌گیرد که عبارتند از استقراض، صدور سهام و انباشته کردن سود شرکت. مخارج تأمین مالی در ادبیات مالی تحت عنوان هزینه سرمایه یاد می‌شود. وجوهی که به وسیله شرکت کسب می‌شود باید در جهت یک سرمایه‌گذاری بالقوه، بازده کافی برای تأمین‌کنندگان این وجوه ایجاد کند. بازده موردانتظار تأمین‌کنندگان منابع مالی یکسان نمی‌باشد. در جایی که بستانکاران شرکت به دنبال یک نرخ بهره ثابت و مطمئن هستند، سهامداران پذیرفته‌اند بازدهی که آنها از شرکت دریافت می‌کنند، بسته به نحوه عمل شرکت متفاوت می‌باشد. همچنین انتظارات سرمایه‌گذاران بسته به شرایط سیاسی، اقتصادی، بازده جاری بازار، ریسک بازار، کیفیت و نحوه مدیریت و تعداد دیگری از فاکتورها تغییر می‌کند. انتظارات و سلیقه‌های

تامین‌کنندگان مختلف وجوه نقد باید توسط شرکت شناسایی شود که بتواند به نحو مطلوبی هزینه سرمایه خود را مدیریت کند. اگر شرکت هزینه سرمایه یا نرخ موردانتظار سرمایه‌گذاران را برآورده نسازد، قیمت اوراق بهادار شرکت کاهش خواهد یافت (نوروش و عابدی، ۱۳۸۴).

عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه

این عوامل را می‌توان به دو دسته عوامل خارجی و عوامل داخلی تقسیم کرد:

عوامل خارجی مؤثر بر هزینه سرمایه

از عوامل خارجی می‌توان به تورم، سیاست‌های کلان اقتصادی و نوسان‌های بازار، اشاره نمود که خارج از کنترل شرکت‌ها می‌باشند، ولی هزینه تأمین مالی آنها را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهند. در یک تعریف هزینه سرمایه برای شرکت عبارت است از: نرخ بهره بدون ریسک به علاوه درصد اضافی مربوط به احتمال عدم پرداخت توسط شرکت. با افزایش نرخ تورم، نرخ بهره اوراق بدون ریسک (معمولاً اوراق بهاداردولتی) افزایش می‌یابد که در نتیجه موجب افزایش هزینه سرمایه می‌شود. همچنین تورم باعث می‌شود که سرمایه بیشتری برای حجم معینی از فعالیت‌های تجاری ضروری گردد و نیروی کار تقاضای دستمزدهای بیشتری کنند، هزینه‌های گسترش و تعویض کارگاه‌های تولیدی بیشتر خواهد شد که همه این عوامل باعث می‌شوند تا نیاز شرکت برای گردآوری سرمایه بیشتر شود. همزمان با این مسئله، بانک مرکزی به منظور کنترل تورم درصد کاهش عرضه وجوه بر می‌آیند و در نتیجه افزایش تقاضا از یک سو و کاهش عرضه وجوه از سوی دیگر، هزینه بهره (هزینه سرمایه شرکت‌ها) را افزایش می‌دهد (نصیرپور، ۱۳۷۹).

عوامل داخلی مؤثر بر هزینه سرمایه

عوامل داخلی، عواملی اند که در کنترل شرکت‌ها بوده و می‌توان با استفاده بهینه از آنها هزینه سرمایه را به حداقل رساند. همچنین با تحت کنترل قرار دادن این عوامل می‌توان به طور تجربی به بررسی تأثیر این عوامل بر هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداخت که اهم آن به شرح زیر می‌باشد:

کیفیت اطلاعات

کیفیت اطلاعات می‌تواند بر هزینه سرمایه تأثیر بگذارد. معمولاً هر چه کیفیت و دقت اطلاعات بالا باشد، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. کیفیت بالای اطلاعات و تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی و تعامل بیشتر مدیران و

سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. برعکس هر چه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران به لحاظ پذیرش ریسک بیشتر، نرخ بازده مورد انتظار (هزینه سرمایه) بالایی را مطالبه می‌کنند (بولو، ۱۳۸۵).

سیاست تقسیم سود

درصد خالص سود پرداختی به سهامداران (در قالب سود تقسیمی) می‌تواند بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، اثر بگذارد. همچنین اگر نسبت سود تقسیمی به اندازه‌ای بالا باشد که شرکت را ناگزیر نماید برای تأمین بودجه سرمایه‌ای، سهام جدید منتشر کند، شرکت باید هزینه انتشار را تحمل نماید و این مقادیر هم بر هزینه سرمایه اثر خواهد داشت (بریگام و همکاران، ۱۹۹۹).

نسبت بدهی

یکی از عوامل قابل کنترل که می‌تواند بر هزینه سرمایه تأثیرگذار باشد نسبت بدهی است. نسبت بدهی می‌تواند یک اثر دوگانه روی هزینه سرمایه داشته باشد که یکی اثر افزایشی و دیگری اثر کاهش دهنده است. اثر کاهش دهنده این نسبت روی هزینه سرمایه از این دیدگاه مطرح می‌شود که تأمین مالی از طریق بدهی (وام یا اوراق قرضه) به منزله استفاده از یک منبع مالی ارزان‌قیمت است و استفاده از یک منبع ارزان می‌تواند میانگین موزون هزینه سرمایه را کاهش دهد. بعد دیگر آن که اثر افزایشی است، این است که استفاده از بدهی باعث افزایش ریسک ورشکستگی خواهد شد و این موضوع هم نرخ بازده مورد توقع اعتباردهندگان آتی و هم نرخ بازده مورد انتظار صاحبان سهام را افزایش می‌دهد و در نتیجه از این طریق میانگین موزون هزینه سرمایه افزایش خواهد یافت (عثمانی، ۱۳۸۱).

هزینه سرمایه ضمنی

هزینه سرمایه ضمنی یکی از مباحث اصلی در ادبیات مالی تصمیم‌گیری و انتخاب راهکارهای بهینه در خصوص سرمایه‌گذاری وجود و ساختار سرمایه به‌منظور افزایش ارزش کلی واحد اقتصادی است در این زمینه موضوع تأمین مالی به‌طور اعم و هزینه سرمایه ضمنی به‌طور اخص در کانون توجه قرار می‌گیرد. تأمین مالی در واحدهای اقتصادی با بهره‌گیری از منابع متعدد صورت می‌گیرد. در شیوه‌های مختلف و خصوصاً انتخاب بهترین گزینه تأمین مالی عوامل متعددی دخیل هستند که مهمترین آنها هزینه یا مخارج تأمین مالی است که در

ادبیات مالی از آن به‌عنوان هزینه سرمایه ضمنی یاد می‌شود (عثمانی، ۱۳۸۱). سرمایه ضمنی به سه دلیل می‌تواند در مدیریت مالی مهم باشد. الف. برای تجزیه و تحلیل درستی راجع به تصمیمات تحلیل درستی راجع به تصمیمات مخارج سرمایه‌ای که از مهمترین تصمیماتی هستند که توسط شرکت اتخاذ می‌کند تخمینی از هزینه سرمایه لازم است. ب. چندین تصمیم دیگر مانند اجاره سرمایه‌ای، تأمین مالی بلندمدت و سیاست سرمایه در گردش نیاز به برآوردهایی از هزینه سرمایه ضمنی دارد. ج. به منظور بیشینه کردن ارزش شرکت باید هزینه همه داده‌ها کمینه شده و شرکت باید در این، زمینه قادر به اندازه‌گیری هزینه سرمایه ضمنی باشد (نصیرپور، ۱۳۷۹).

هزینه سرمایه ضمنی مقیاس کلی ریسک پذیرفته شده به دست سرمایه‌گذاران سهامدار است. سهامداران مالکان شرکت تلقی می‌شوند و از این جهت ترجیح می‌دهند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که بازده بالاتری داشته باشد. به همین دلیل شرکت‌هایی که هزینه سرمایه ضمنی بالاتر و ریسک سیستماتیک بالاتری دارند سرمایه‌گذاران نرخ بازده بالاتری را تقاضا می‌کنند (کریم‌زاده، ۱۳۸۳). پس می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌هایی که هزینه سرمایه کمتری دارند نرخ بازده درخواستی سهامداران را فراهم می‌سازند. بدین جهت اندازه‌گیری هزینه سرمایه ضمنی و شناسایی علل تغییر آن مورد توجه زیادی قرار گرفته است.

در عمل مشکلات زیادی برای تخمین هزینه تامین مالی به عنوان حداقل نرخ بازده مورد انتظار برای تصمیم‌گیری وجود دارد و با توجه به منابع مختلف برای تامین مالی ما با هزینه هر یک از این منابع روبرو هستیم. حال اگر نرخ بازده مورد انتظار پروژه‌ای بالاتر از میانگین موزون هزینه سرمایه آن باشد دارای توجیه اقتصادی است (تهرانی، ۱۳۸۷). باید توجه داشت که هزینه واقعی یک منبع تامین مالی ممکن است تنها هزینه آشکار نباشد. به عنوان نمونه زمانی که استفاده از یک بدهی ارزان‌تر افزایش یافته در مقابل به علت بالا رفتن ریسک شرکت هزینه سهام عادی افزایش یافته و افزایش صرف ریسک به وسیله سهامداران عادی به عنوان هزینه غیر آشکار تامین مالی از طریق بدهی است. در واقع سرمایه‌گذاران با اطمینان از کسب بازده معقول از انجام سرمایه‌گذاری خود به مشارکت در بورس اوراق بهادار اقدام می‌کنند و ایجاد اطمینان در بین سرمایه‌گذاران در واقع ابزار اصلی فعالیت مستمر بورس است (عثمانی، ۱۳۸۱).

با توجه به اینکه هزینه سرمایه ضمنی، هزینه تامین مالی بلندمدت شرکت‌ها است شرکت‌ها از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تأمین می‌کنند و آن‌ها را در دارایی‌ها به کار می‌گیرند. هزینه‌ای که شرکت‌ها بابت تامین مالی از طریق بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام متحمل می‌شوند، هزینه سرمایه

می‌گویند. هزینه سرمایه ضمنی یکی از مهمترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مدیریتی است. هزینه سرمایه ضمنی از عوامل متعددی متاثر می‌شود. هزینه سرمایه ضمنی متاثر از عوامل متعددی از قبیل شرایط اقتصادی (رکود و تورم) و شرایط سیاسی می‌باشد. هزینه سرمایه ضمنی هم برای شرکت و هم برای طرح قابل مقایسه است. بنابراین هزینه سرمایه ضمنی حداقل نرخ بازدهی است که جریان‌های نقدی آتی طرح با آن تنزیل می‌شوند. در صورتی که شرکت طرح‌هایی برای اجرا داشته باشد زمانی این طرح‌ها قابل اجراست که نرخ بازده مورد انتظار هر طرح از هزینه سرمایه آن بیشتر باشد. تعیین و ایجاد ساختار سرمایه و یا حرکت به سمت آن می‌تواند بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران اثر بگذارد (لطفی، ۱۳۸۳).

بدون اطلاع از هزینه سرمایه، شرکت نمی‌تواند تصمیم بگیرد که از چه ابزاری برای گردآوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت استفاده کند و به دلیل محدودیت در منابع، واحدهای اقتصادی باید ترکیبی از منابع مالی را انتخاب کنند که حداقل هزینه سرمایه را دربر داشته باشد. به منظور حداکثر کردن ارزش واحد اقتصادی لازم است سرمایه‌گذاری‌هایی انجام گیرد که نرخ بازده آنها بیش از نرخ هزینه تأمین مالی آنها باشد. هزینه سرمایه در تجزیه و تحلیل بودجه‌بندی سرمایه‌ای، ارزش فعلی خالص، شاخص سودآوری، نرخ بازده داخلی طرح‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده واقع می‌شود، همچنین آگاهی از هزینه سرمایه شرکت به مدیران مالی برای تعیین ساختار بهینه کمک می‌کند که این ساختار بهینه می‌تواند بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران اثر بگذارد. سرمایه مورد نیاز برای تأمین مالی طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری شرکت وسیله گروه‌های مختلفی از سرمایه‌گذاران تأمین می‌شود که دارای ادعاهای مختلف نسبت به درآمدهای مورد انتظار آینده هستند. وجوه مورد نیاز شرکت ممکن است از طریق سودهای انباشته شرکت، فروش سهام جدید، بدهی‌ها یا ترکیبی از این منابع تأمین گردد. مدیران از هزینه سرمایه در مواردی چون: ۱. اتخاذ تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای ۲. استقرار ساختار بهینه سرمایه، ۳. تصمیم‌گیری نسبت به اجاره بلندمدت، جایگزینی اوراق قرضه، مدیریت سرمایه در گردش و سایر موارد مشابه استفاده می‌نمایند (نصیرپور، ۱۳۷۹).

مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان سهام باید تلاش نمایند ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد همچنین مدیران شرکت‌ها باید در هنگام سرمایه‌گذاری بر روی پروژه‌های خاص، از نرخ بازدهی طرح و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران آگاهی داشته باشند. یعنی باید بدانند منابع مالی مورد استفاده آنها با چه هزینه‌ای تأمین می‌شود. یک ترکیب کارا از سرمایه، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. با توجه به این نکته که پایین آوردن هزینه

سرمایه باعث بالا رفتن خالص درآمد اقتصادی می‌شود نهایتاً ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین مدیر مالی می‌تواند از طریق ایجاد تغییر در مواردی مانند سود هر سهم در زمان حال آینده، زمان‌بندی مدت و ریسک سودآوری، خط‌مشی تقسیم سود و انتخاب شیوه تأمین مالی بر ثروت سهامداران اثر بگذارد (لطفی، ۱۳۸۳).

هزینه حقوق صاحبان سهام

تصمیم‌گیری و قضاوت در مناسب‌ترین شیوه سرمایه‌گذاری با هدف بیشینه‌سازی ثروت سهامداران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. برای دستیابی به این هدف افزایش عایدات حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها و کمینه نمودن سرمایه دو راهکار مناسب تلقی می‌گردد. بر همین اساس اطلاع از هزینه سرمایه همواره در تصمیمات شرکتی نقشی اساسی داشته است. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها و به ویژه در کسب بهترین نتایج حاصل از عملیات به شکل سودآوری و افزایش قیمت سهام از اهمیت خاصی برخوردار است.

هزینه حقوق صاحبان سهام عبارتند از هزینه تأمین سرمایه، میانگین موزون هزینه منابع تأمین شده از محل بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌باشد. سود سهام ممتاز، بهره اوراق قرضه از مواردی هستند که روی سود تأثیر می‌گذارند. حقوق صاحبان سهام معرف علائق صاحبان اصلی موسسه نسبت به خالص دارائی‌های موسسه است. حقوق صاحبان سهام باقیمانده منافع صاحبان اصلی موسسه را در دارائی‌های موسسه که پس از کسر بدهی‌های آن موسسه بدست آمده است نشان می‌دهد (بونتیس، ۱۹۹۸).

هزینه حقوق صاحبان سهام، بازدهی است که سهامداران در سرمایه‌گذاری خود در شرکت به آن نیاز دارند و به طور گسترده‌ای در ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و برآورد حق بیمه ریسک صاحبان سهام استفاده می‌شود. عوامل خاص شرکتی مانند اندازه شرکت، سن، ریسک، نقدینگی سهام، اهرم، کیفیت افشا، هزینه حقوق صاحبان سهام را تعیین می‌کند. شفافیت و در دسترس بودن اطلاعات در مدیریت و درآمد بالقوه شرکت‌های بزرگ، سطح عدم قطعیت را کاهش می‌دهد. از این رو سرمایه‌گذاران در شرکت‌های بزرگتر نیاز به بازده کمتری دارند، که به طور موثر هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد. سن شرکت، قیمت سهام و در نتیجه هزینه حقوق صاحبان سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. هزینه تراکنش برای سهام با تقاضای کم، بالاتر است. از این رو سرمایه‌گذاران نیاز به بازده بیشتر برای این اوراق بهادار دارند. سهامداران، آخرین مطالبه کنندگان هستند و از این رو افزایش در اهرم مالی، ریسک سهامداران را افزایش می‌دهد. شرکت‌ها در صنایع

مختلف، هزینه‌های مختلفی را با توجه به ماهیت کسب و کار خود متحمل می‌شوند. علاوه بر این، هزینه حقوق صاحبان سهام تحت شرایط ضعیف اقتصادی بالاتر است، در حالی که آن تحت شرایط اقتصادی قوی پایین‌تر است (جوانی داشدبی، اصلانی، ۱۳۹۵).

محمد نصیرپور در پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد خود از دانشگاه شهید بهشتی در سال ۷۹ تحت عنوان بررسی تاثیر اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی رابطه بین هزینه سرمایه و اندازه شرکت پرداخت. در این پژوهش کل شرکت‌های بورس (۳۰۰ شرکت) براساس صنعت به ۱۸ گروه تقسیم شدند نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون و به کارگیری آزمون ضریب همبستگی حاکی از آن است که هیچ‌گونه رابطه خطی معناداری بین اندازه شرکت و هزینه سرمایه آن در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. بنابراین فرضیه پژوهش رد شد.

در پژوهش دیگری توسط حمید رساپور در سال ۱۳۸۰ از دانشگاه شهید بهشتی تحت عنوان بررسی رابطه سود هر سهم با هزینه سرمایه در ایران رابطه بین سود هر سهم و هزینه سرمایه بین ۶۲ شرکت سهامی در دوره زمانی بررسی شد که از فروردین ۷۴ شروع و به اسفند ۷۸ ختم می‌شود. برای محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی از مدل رشد گوردون استفاده شد. روش آماری مورد استفاده شامل تحلیل همبستگی و آزمون‌های t و f بوده است. نتایج تحقیق نشان داد که بین سود هر سهم و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود ندارد.

محمد قسیم عثمانی در پایان‌نامه دکتری خود در سال ۱۳۸۱ از دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تحت عنوان شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثر بر آن سعی کرده است که علاوه بر ارائه مدل یا مدل‌هایی قابل اتکا برای احتساب هزینه سرمایه به بررسی تعدادی از عوامل موثر بر هزینه سرمایه شامل اندازه شرکت، میزان افشا، نوع صنعت و نسبت بدهی پردازد. در این پژوهش ۸۶ شرکت سهامی برای دوره زمانی ۷۵ تا ۸۰ به‌عنوان نمونه انتخاب گردید. نتیجه این پژوهش حاکی از این است که:

۱. هزینه سرمایه شرکت‌های محاسبه شده با مدل‌های مختلف، تفاوت معناداری با هم دارند.
۲. مدل ارزیابی حسابداری نسبت به سایر مدل‌ها از اعتبار نسبی بالاتری برخوردار است. (مشروط به اینکه ارتباط با شاخص ریسک سیستماتیک یا تأثیرپذیری بیشتر از عوامل مؤثر طبق مبانی نظری موجود به‌عنوان معیار اعتبارسنجی انتخاب شود).
۳. اندازه شرکت روی هزینه سرمایه مؤثر است و بین این دو ارتباط معکوسی وجود دارد.
۴. نوع صنعت بر هزینه سرمایه مؤثر است و رتبه‌بندی اعتبار مدل‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد ولی در کل لطمه‌ای به جایگاه مدل ارزیابی حسابداری نمی‌زند.

۵. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کمترین درجه اعتبار را دارا است.
- بولو (۱۳۸۵) در مقاله‌ای به بررسی ویژگی‌های کیفی سود و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخت. وی به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با چهار ویژگی سود مبتنی بر داده‌های حسابداری شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که تنها ویژگی پایداری سود دارای رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد.
- در پژوهشی که گبهارت، سامیتان و لی در سال ۲۰۰۱ تحت عنوان به سمت هزینه سرمایه ضمنی از رویکردی جدید برای تخمین هزینه سرمایه سهام عادی استفاده شد. در این مطالعه از مدل سود اضافی تزیل شده برای محاسبه هزینه سرمایه ضمنی بازار استفاده شد. سپس ارتباط بین خصوصیات شرکت و هزینه سرمایه برآوردی بررسی گردید. نتیجه پژوهش‌های وی نشان داد که بین خصوصیات متفاوت شرکت و صنعت و هزینه سرمایه ضمنی ارتباط مقطعی وجود دارد.
- وین و همکاران (۲۰۰۳)، در پژوهشی تحت عنوان خصوصیات از هزینه سرمایه ضمنی برای استفاده پیش‌بینی تحلیل‌گران که در سال‌های ۱۹۸۲-۲۰۰۰ انجام داده بودند به نتیجه رسیدند که اعتماد کردن به پیش‌بینی تحلیل‌گران یک سری متفاوت از مشکلات را برای تخمین هزینه سرمایه ضمنی ایجاد می‌کند. برای اینکه پیش‌بینی تحلیل‌گران اغلب با مجموعه‌ای از اطلاعات نادرست درباره بازدهی‌های سهام انجام می‌گیرد.
- جورجنسن و یو (۲۰۰۴)، در مقاله‌ای تحت عنوان هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی ضمنی در ارزشیابی بر مبنای سود قابلیت اتکای نسبی هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی ضمنی را در هفت کشور توسعه یافته از سال ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۱ بررسی کردند. آن‌ها در این مقاله بین بتای بازار، نسبت بدهی به ارزش بازار، ریسک‌های غیرعادی و هزینه‌ی سرمایه ارتباط مثبتی یافت شد و بین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و هزینه‌ی سرمایه ارتباط منفی وجود داشت.
- هوگس و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی رابطه بین مفهوم هزینه حقوق صاحبان سهام و بازده مورد انتظار را بررسی کردند. آن‌ها نشان دادند که مفهوم هزینه حقوق صاحبان سهام با بازده مورد انتظار تفاوت داشته و بطور متوسط بین بازده مورد انتظار و جریان وجوه نقد، رشد جریان وجوه نقد و اهرم مالی کاهش در بهای تمام شده افزایش در توان رقابتی افزایش سودآوری کاهش هزینه تامین مالی همبستگی وجود دارد. نتایج حاکی از وجود رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و میزان صرف ریسک بازار، رابطه بین هزینه سرمایه، رشد، اهرم مالی و ریسک، پیش‌بینی بازده آتی و خصوصیات محیط اطلاعاتی شرکت‌ها بود.

نتیجه گیری:

در این مقاله به بررسی ارتباط بین هزینه حقوق صاحبان سهام و رشد ضمنی با مروری بر تحقیقات گذشته پرداخته شد. با شناسایی نرخ هزینه سرمایه می‌توان اولاً مشخص نمود که از کدامین منابع مالی و به چه میزان برای حداقل سازی هزینه سرمایه، استفاده نمود و دوم آنکه نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها حداقل باید چه میزان باشد تا بازده مورد توقع صاحبان سهام برآورده شود و ارزش شرکت تغییری پیدا نکند چرا که اگر بازده حاصله از نرخ هزینه سرمایه پایین‌تر باشد باعث کاهش ارزش شرکت شده و هدف اولیه مدیریت که همان حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌باشد را برآورده نساخته است.

منابع:

۱. بری گام، اوجین اف؛ لوئیس سی، گاپنسیکی، (۱۹۹۹)، مدیریت مالی میانه، ترجمه دکتر علی پارسائیان، تهران، انتشارات ترمه، (۱۳۸۲)
۲. بولو، قاسم؛ (۱۳۸۵)؛ هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود؛ پایان نامه دکتری حسابداری؛ دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
۳. تهرانی، رضا، (۱۳۸۷)، مدیریت مالی، انتشارات نگاه دانش، تهران
۴. تهرانی، رضا، تاجیک، محمدمهدی، (۱۳۸۸)، چگونگی محاسبه هزینه سرمایه با استفاده از مدل‌های برگرفته از بازار، کنفرانس بین‌المللی مدیریت
۵. جوانی داشدبی، قاسم، اصلانی، عظیم، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین اجتناب مالیاتی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پنجمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق
۶. رجب‌زاده، علی، خورشیدی، غلام‌حسین، قلی‌پور، علی، (۱۳۸۵)، بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکت‌ها، فصل‌نامه پژوهش‌های اقتصادی، شماره اول.
۷. رساپور، حمید، (۱۳۸۰)، بررسی رابطه سود هر سهم با هزینه سرمایه در ایران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۸. ریموند پی فوو، (۱۳۷۸)، مدیریت مالی، جلد دوم، جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، تهران، انتشارات سمت.

۹. عثمانی، محمدقسیم، (۱۳۸۱)، شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثر بر آن، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.
۱۰. قالیباف اصل، حسن، (۱۳۸۵)، مدیریت مالی، چاپ چهارم، تهران، مؤسسه انتشاراتی پوران پژوهش
۱۱. کریم‌زاده، امیرعباس، (۱۳۸۳)، بررسی رابطه تحلیل بین ریسک سیستماتیک و هزینه سرمایه شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی
۱۲. کمال‌آبادی، محمدحسین، (۱۳۷۶)، بررسی رابطه نسبت بدهی با هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری.
۱۳. لطفی، عفت، (۱۳۸۳)، بررسی تاثیر ساختار مالی بر هزینه سرمایه و قیمت بازار سهام شرکت خودرو و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات.
۱۴. نصیرپور، محمد، (۱۳۷۹)، بررسی تاثیر اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی
۱۵. نوروش، ایرج، عابدی، سجاد، (۱۳۸۴)، رابطه بین شیوه‌های تامین مالی و درصد تغییرات هزینه سرمایه (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، شماره ۳
16. Bontis, N. (1998) «Intellectual Capital: An Exploratory Study that Develops Measures and Models», Management Decision; Vol. 36, No. 2, pp. 63-76.
17. Gebhardt, William, Charles M.C. Lee, and Bhaskaran. Swaminathan, (2001), Toward an Implied Cost of Capital, Forthcoming in the Journal of Accounting Research.
18. Hughes, John. Jing Liu, Jun Liu.,(2009), "On The Relation between Expected Returns and Implied Cost of Capital", Review of Accounting Studies, VOL.14, NO.2-3, PP.246-259
19. Jorgensen, N. Bjorn & Yong keun, Yoo(2004) "Implied Cost of equity Capital In Earnings-based Valuation: International Evidence", Accounting and Business Research, Vol.34, No.4, PP323- 344
20. Shu. Wayne, R. Guay, S. P. Kothari, Susan Shu, (2003), Properties of implied cost of capital using analysis forecasts. February.
21. Weston, J. and F. Brigham (1976) " Managerial Finance ", ۵th Edition, Illinois: The Dryden Press, Inc.