

# ネパールの株式会社の資本構造

—株式会社Necon Airの事例—

## CAPITAL STRUCTURE OF PUBLIC LIMITED COMPANY IN NEPAL

—A Case Study of NECON AIR LIMITED—

経済学研究科経済学専攻博士後期課程在学

シュレスタ・ブパル・マン

**Shrestha Bhupal Man**

### 1. はじめに

会社の運営のために必要な資本は様々な方法で調達することができる。例えば、株の発行、短期債務、長期債務などの方法がある。また、資本は他人資本と自己資本との2種類に区別することができる。会社の株主から集められた資本が自己資本である。一方で、債権者たちから調達された様々な短期的または、長期的な負債が他人資本である。そのような他人資本あるいは、負債と自己資本の比率が会社にとって最も重要であり、資本の最適な比率を維持することが資本構造管理の対象である。

ネパールでの資本市場の歴史はラナ政権の時代に株式会社ビラトナガル・ジュート・ミルズ (Biratnagar Jute Mills Limited, 1936) が設立され、その後、1976年に証券取引所 (Security Exchange Center) が設立されてから本格的に始まった。また、1990年度の政策変更のあとに導入された自由経済政策の結果、様々な投資家が様々な企業に投資しながら資本市場にも参入するようになった。そのため、証券取引所に上場された会社数は1986年度の16社から2001年度の116社まで増加した。

航空産業はネパールのような内陸国の発展にとってきわめて重要である。また、航空運輸は観光産業の発展も支えている。なぜなら、ほとんどの観光客は飛行機で移動するため、観光産業のためにも航空運輸は非常に重要な産業だからである。ネパールの旅客の中で25%は外国人が占めており、航空会社は営業費の90%をその25%の外国人旅客に負担させている。様々な国内投資家が航空産業に投資している。また、政府からも毎年国の予算の一部が航空運輸のために支出されている。このような状況からも分かるように、航空会社についての研究がネパールの経済発展のために必要なことを示している。ネパール政府は第12次五ヵ年計画 (2014年~2019年) までに国の貧困層を42%から10%に減少させるように計画しているため、航空産業のような産業の発展は最も重要なことである。このような考えに基づき、ネパール政府は航空産業に対して自由化政策を採用したため、多くの民間航空会社が設立され、1999年には民間航空会社は全航空輸送の65%を占めるようになった。その中でNecon Airの市場占有率は63.78%である<sup>1</sup>。したがって、Necon Airのような会社は国の経済発展のために重大な

---

<sup>1</sup> Company profile, Necon Air Limited, 1999

役割を担っており、このような企業の資本構造管理について研究するのは非常に重要なことである。色々な国内外の投資家から様々な企業に投資される中で1992年度には国内の投資家によって株式会社 Necon Airが設立され、1994年度に証券取引所に上場された。ネパールの民間航空局で登記した32の様々な航空会社の中でNecon Air は証券取引所に上場された唯一の民間航空会社である。航空会社のような大規模な資本が使われる会社の資本構造管理についての研究をし、適当な資本構造を提案することができれば、会社や産業とともに国の経済の発展のためにも役立つことになる。このような理由からネパールの株式会社の事例としてNecon Airの資本構造の研究をすることにした。

表 1 : 航空会社一覧

記号	会社名	*AOC 番号	AOC 交付日	その他
1	Air Dynasty Helicopter Service	035/01	15 Jan '01	
2	Asian Airlines	004/96	05 Feb '96	
3	Buddha Air	014/96	04 Jul '96	
4	Fishtail Air	017/01	16 Jul '97	
5	Flight care Aviation	028/98	16 Jul '97	
6	Karnali Air	012/97	12 Jan '97	
7	Manakamana Airways	011/96	05 Jun '96	Not in Operation
8	Manang Air	027/98	20 Oct '96	
9	Necon Air	021/98	26 Mar '96	
10	Shangrila Air	029/99	15 Feb '99	
11	Simrik Air	034/00	25 Oct '00	
12	Mountain Air	026/98	18 Oct '98	
13	Avia Club	009/96	05 Mar '96	
14	Skyline Airways	032/01	14 Mar '99	
15	Shree Air	030/02	21 Feb '99	
16	Balloon Sunrise	008/96	20 Feb '96	
17	Sunrise Paragliding	036/01	17 Jul '01	
18	Cosmic Air	018/97	30 Nov '97	
19	Yeti Airways	023/98	29 May '98	
20	Gorkha Airlines	024/98	18 Jun '96	
21	Royal Nepal Airlines	003/00	30 Nov '00	
22	Dynasty Aviation	015/96	09 Jul '96	Not in Operation
23	Aeron Air	031/99	03 Mar '99	Not in Operation
24	Sita Air	033/00	03 Oct '00	
25	Lumbini Airways	005/96	07 Feb '96	Not in Operation
26	Alpine Air	019/98	20 Jan '98	Not in Operation
27	Air Nepal Int'l	022/98	06 May '98	Not in Operation
28	Nepal Transcontinental Airways	025/98	29 Jun '98	Not in Operation
29	Garud Air	020/98	15 Feb '92	Not in Operation
30	Everest Air	007/96	15 Feb '92	Not in Operation
31	Nepal Airways	006/96	15 Feb '92	Not in Operation
32	Himal Helicopters	016/96	29 Jul '96	Not in Operation

出典: Civil Aviation Authority of Nepal (CAAN)

(\* AOC=Air Operating Certificate)

## 2. 株式会社Necon Airの概要

### 2・1 会社の設立

Necon Air は1992年度に国内民間資本によって設立された民間の株式会社である。設立後、19人乗りの小型機HS - 748 - 9NACH型で営業を始め、2000年には45人乗りの小型機ATR - 42型でネパールの様々な都市やインドのバラナシ等まで飛行を行うことになった。Necon Air は国内飛行の64%以上の市場シェアを握ることができた。また、1998年度には国内飛行の活動が、民間航空省から認められた<sup>2</sup>。Necon Airは授権資本1.4億ネパールルピー（1ルピー≒ ¥1.6）で営業を始め、現在は6億ルピーの授権資本で営業をしている。会計年度2000/01によると、会社の資本構造は以下のように表示することができる。

表2：株式会社Necon Air の資本構造

「1ルピー≒ ¥1.6（平均）」

資本の資源	金額 (Rs.)
Ordinary share capital 普通株資本 (2000000 株 @ 100)	200,000,000
Preference share capital 優先株資本 (250000 株 @ 100)	250,000,000
Long term debt (長期的負債)	370,680,000
Total(合計)	820,680,000

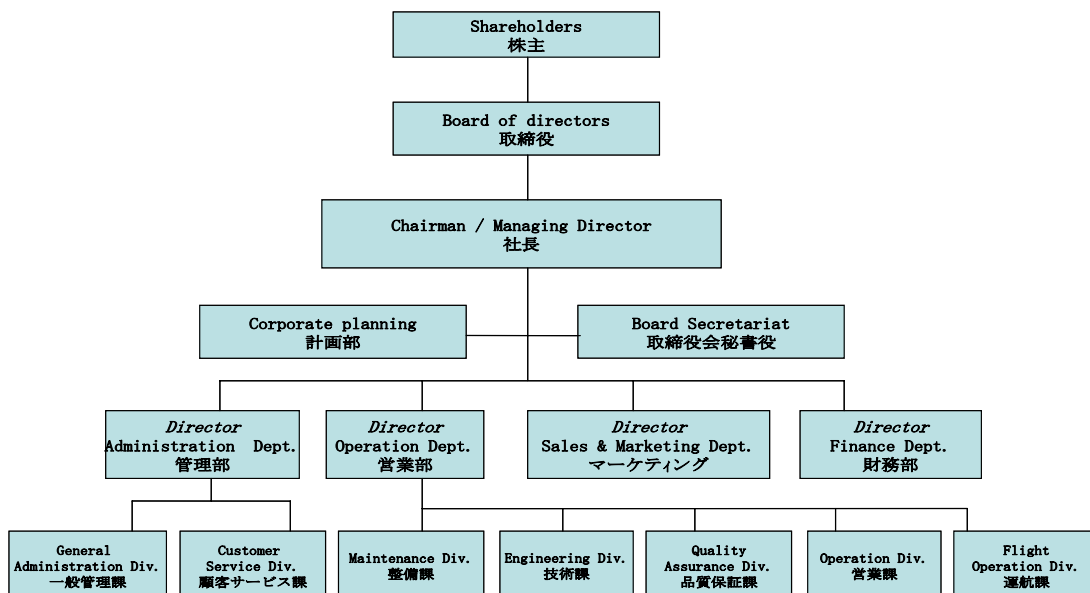
出典：Necon Air の年次報告書（2000/01）。

### 2・2 会社の組織

次の図のように株式会社の最高の立場に立つものは、株主であり、株主総会によって取締役が選任される。社長は取締役会の下位となる。社長の下に4つの部門があり、部門ごとに担当者たちがいる。また、管理と営業部の中にはそれぞれ、2つと5つの小部門がある。このような会社組織のなかで働いている従業員は1992年度の133人から増加して1998年度には466人までになったが、2000年度には348人に減少した。

<sup>2</sup> *Trishul, Vol - V, (Sep - Nov 1999)*, Kathmandu: Necon Air Limited, p. 3.

図 1 : Necon Airの現在の組織構造



出典 : Regmi G. P., A Study on Capital Structure Management of Necon Air Limited, Dissertation submitted to Tribhuvan University 1998.

### 2・3 業績の検討

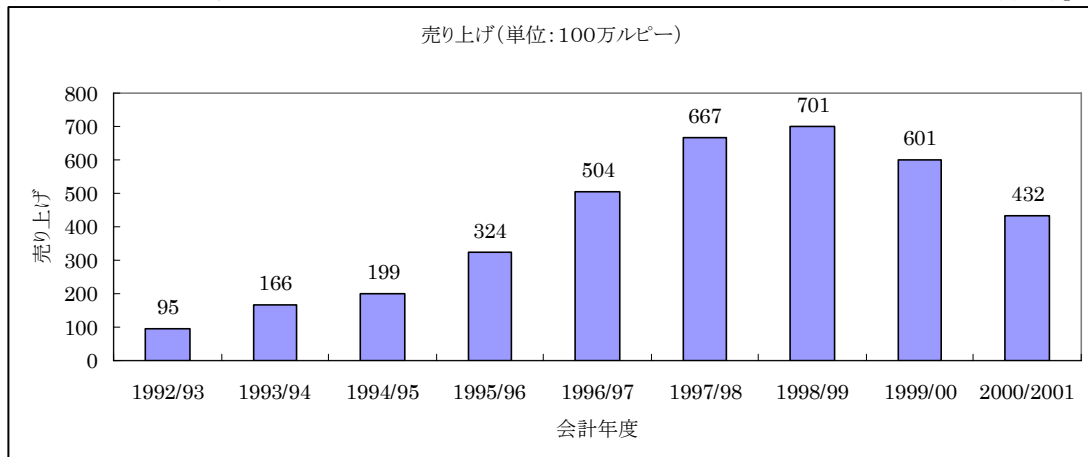
株式会社Necon Airは1992年の設立からHS - 748 - 9NACH型1機で営業を始めた。その後、飛行機の数を6機まで増やし、国内および国際飛行を行っていた。しかし、2000年には2機のATR - 42型機だけになった。それは、1999年の連続事故で飛行機を失ったためである。

飛行機の年間総運行時間は1992年度の1894時間から2000年度には8032時間になった。また、乗客の数も1992年度の69,508人から増加して1998年度に最高で307,746人までになったが、その後、乗客の数が減少していった。

会社が得た売り上げ、利益などは以下のように示される。

図2：Necon Airの売り上げ

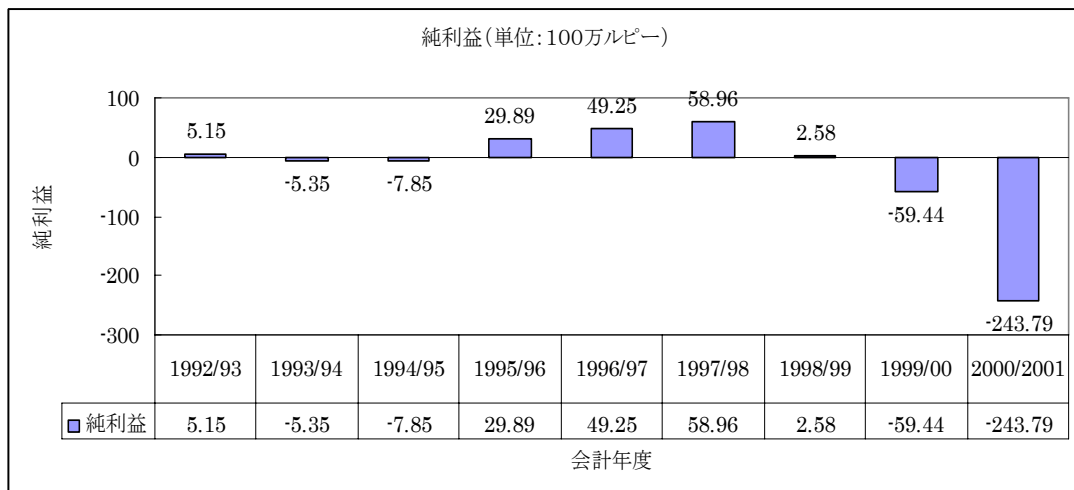
「1ルピー≒ ¥1.6 (平均)」



出典：Necon Air の1992から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

図3：Necon Air の純利益

「1ルピー≒ ¥1.6 (平均)」



出典：Necon Airの1992から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

上のようにNecon Air は設立年度から1998年度までの業績は会社の目標を達成していたが、1999と2000年に国の政治的な問題とともに様々な社内外の問題が発生したため、2000年度には会社の売り上げが減少し、損失が出た。2000年度に会社の売り上げが減少していた理由の一つは、1999年1月17日と1999年9月4日のNecon Airの連続事故である。その事故で20人の乗客が死亡した。

### 3. 研究方法

研究の最大の目的はNecon Air の資本構造、つまり、自己資本と負債の比率を分析することである。

様々な財務変数（例えば；収入、消費、売り上げ、純利益、固定資産など）の間にある関係を計算し、企業の負債と自己資本の比率を算出して分析する。

本論文は株式会社Necon Airの資本構造に焦点をあてた研究であるため、主要な出典はNecon Airから公表された年次財務諸表と同社の他の出版物である。同社の従業員から聞き取り調査も行った。それ以外にも、ネパールの民間航空局、中央統計機関や研究に関する他の政府機関からもさまざまな資料を収集することができた。

収集した資料を統計的および、財務的な方法から分析することにした。

### 3. 1 統計的方法

会社の様々な変数の間にある関係を計算するために良く使われている方法が相関係数である。ある変数間の関係の程度を調べるために相関係数を用いる。

相関係数は‘r’で表示する。

$$r = \frac{N\sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{[N\sum X^2 - (\sum X)^2] [N\sum Y^2 - (\sum Y)^2]}}$$

「X=従属変数, Y=独立変数, N=標本数」

r > 0 の時、変数間の関係は正である。つまり、この変数の増加で相手変数も増加する。

r < 0 の時、変数の関係は負である。つまり、この変数の増加で相手の変数が減少する。

r = 0 の時、変数間に相関関係なし。

また、統計的だけではなく、様々な財務的方法もこの研究に用いる。さらに、バランスシートの様々な財務変数間の比率の分析を行う。例えば、負債と自己資本の比率、負債と合計資本の比率、資本の回転率などである。

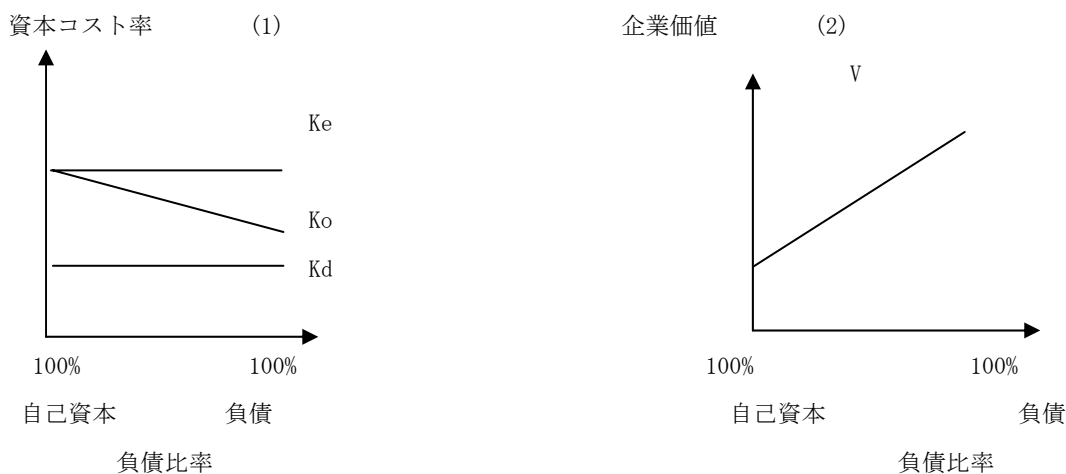
### 3. 2 資本構造理論

資本構造理論によると通常、企業の価値は資本構造に依存する。つまり、負債と自己資本の比率に企業価値は依存する。高い企業価値がある時、資本構造は最適である。しかし、企業の最適な資本構造についてはまだはっきりと分からない状況であり、財務的レバレッジが企業価値にどのような影響を及ぼすのか、という議論も様々な専門家が取り上げている。例えば、I. M. Pandeyによると、企業の株価はレバレッジと一緒に増加し、ともに財務リスクも増加する。それゆえに、レバレッジが増加した時、企業価値が上昇することはいえない<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> I. M. Pandey, Financial Management (Sixth Revised Edition), New Delhi: Vikash Publishing House (P) Ltd, 1978, p. 560.

会社の最適な資本構造に対して二つの主要な捉え方がある。デビッド・デュランド (David Durand) によるネット・インカム・アプローチ (Net Income Approach) とネット・オペレーティング・インカム・アプローチ (Net Operating Income Approach) の二つである。

ネット・インカム・アプローチ (NI Approach) によると企業の価値は完全に資本構造に依存する。負債の使用で企業の資本コストが減り、企業価値が増加する。なぜなら、負債の固定利率、低いリスク、または財産に対しての優先請求権のため、債権者の利益請求が株主より少なくなるからである。それゆえに、負債と自己資本のコスト率が一定の時、下記のグラフ (1) と (2) のように負債が増加すればするほど加重平均資本コスト ( $K_o$ ) は減少し、企業価値 ( $V$ ) が増加していく。ゆえに、企業が100%負債資本を使用した時、最適な資本構造と言える。しかし、100%負債で企業を運営することは現実的ではない。



記号的には、

$$V=B+S$$

$$\text{Or, } V=I/K_d + (\text{NOI} - I)/K_e \quad [K_e = (\text{NOI} - I)/S \text{ and } I = K_d \cdot B]$$

$$K_o = K_d \cdot B/V + K_e \cdot S/V$$

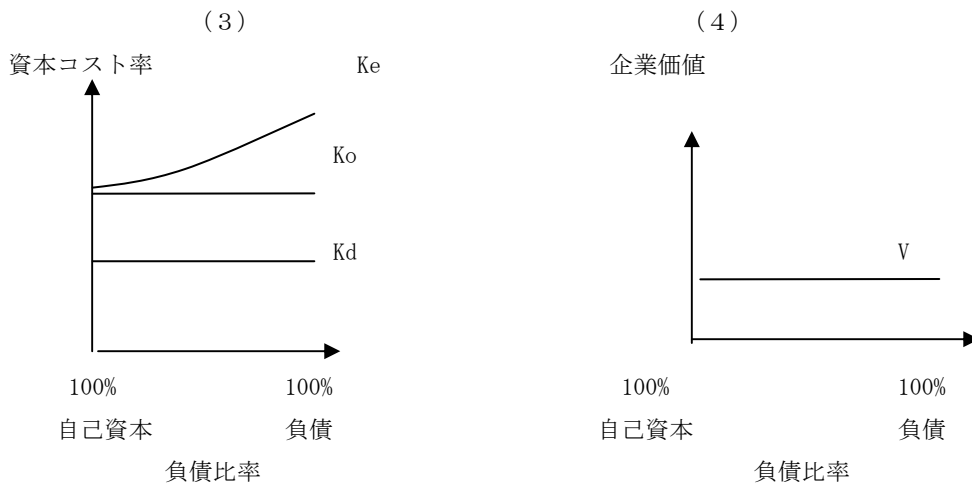
「 $V$  = 企業価値、 $B$  = 負債、 $S$  = 株主資本、 $I$  = 利息、 $K_d$  = 負債コスト、 $\text{NOI}$  = 純営業利益、 $K_e$  = 自己資本コスト (普通株コスト)、 $K_o$  = 加重平均資本コスト」

このアプローチによると、次のように様々な仮定を挙げられている<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 市村昭三、『財務官理論』創成社、1997年、126ページ

- a) 完全市場である（税金、取引費用は存在しない）
- b) 企業の総資本額は一定とする。
- c) 市場に参加する投資家の将来の収益に対する期待は、現在の収益についてと同一である。つまり収益は一定で、成長は期待されない。
- d) 既存の投資および将来のとうしは、投資家からは同一のリスクであるとみなされる。つまり営業リスクは一定である。

ところが、ネット・オペレーティング・インカム・アプローチ (Net Operating Income Approach) によると企業価値は資本構造に依存しない。M-M (モジリアーニーミラー, F・Modigliani & M・H・Miller) も1958年の論文でNOIアプローチと同一に「企業の平均資本コストは、つねにその企業の資本構成とは無関係である」としている<sup>5</sup>。企業のレバレッジが高ければ高いほど財務リスクも高くなり、投資家の要求利益率、つまり、自己資本コストも高くなる「グラフ(3)」。その高い自己資本は安い負債から差し引き、加重平均資本コストは変更しないため、企業価値も不変になる「グラフ(4)」。



NOI Approachでは企業価値は下記のように計算されている。

$$V = \text{NOI} / K_o$$

上記の二つの理論の中間的な理論として伝統的な理論(Traditional Approach)が捉えられている。

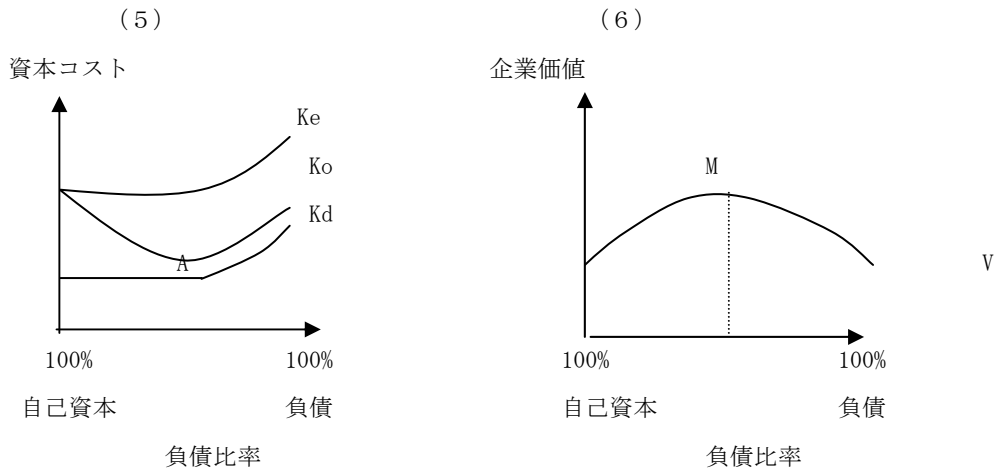
この理論によると、資本構造には負債の比率が増加すればするほど加重平均資本コスト (Weighted average cost of capital) が減少し、最低資本コスト点に達する。ともに、企業価値が最高になる。しかし、その点を過ぎると過大負債のなめ財務リスクは増やし、それを反映して負債のコストも、増資コストも急に上昇し、結局平均資本コストは上がり、企業価値が減少する。このように企業価値が

<sup>5</sup> 村松司叙「財務管理入門」同文館、1999年



最高になった時の資本構造が企業の最適な資本構造と言われる<sup>6</sup>。

下のグラフをみると、負債の増加で加重平均資本コスト (Ko) が最低レベル (A) まで減少してまた負債と自己資本コストの増加と同時に増加している「グラフ (5)」。加重平均資本コスト (Ko) が最低レベル (A) になった時、企業価値 (V) は最高レベル (M) まで増加し、その後加重平均資本コストの増加のため、企業価値が減少する「グラフ (6)」。



### 3. 3 財務レバレッジと営業レバレッジ分析

$$\text{Degree of financial leverage (DFL)} = \frac{\text{Percentage changes in EPS}}{\text{Percentage changes in EBIT}} > 1$$

(財務レバレッジ)

$$\text{Where, EPS (Earnings per share)} = \frac{\text{EAT}}{\text{Nos. of equity shares}}$$

EBIT = Earnings before interest and taxes.

DFL が高ければ高いほど財務的リスクも高くなる。

$$\text{Degree of operating leverage (DOL)} = \frac{\text{Percentage change in EBIT}}{\text{Percentage change in sales}} > 1$$

(営業レバレッジ)

$$\text{DOL} = \frac{\Delta \text{EBIT} \div \text{EBIT}}{\Delta Q \div Q}$$

Where, Q = sales quantity in units (売り上げ)

<sup>6</sup> I. M. Pandey, Capital Structure and The Cost Of Capital, New Delhi: Vikash Publishing House (P) Ltd., p. 30

DOL も高ければ高いほど営業リスクも高くなる。

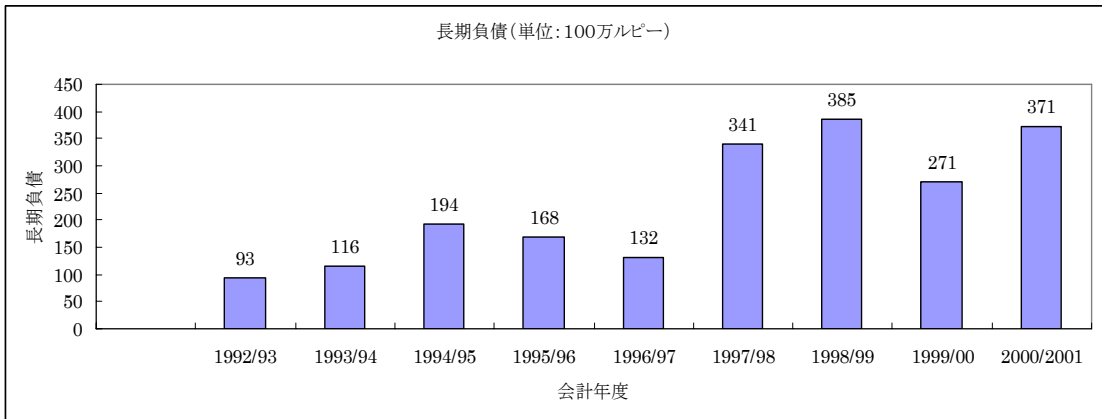
#### 4. 研究結果

Necon Airから公表された1992年から2000年度（9年間）の財務諸表に基づいて行われた研究から以下の事実が明らかになった。

Necon Airはネパールの様々な商業銀行や創業者、Clewel Aviation, U.Kからの負債を抱えている。会社の長期的な負債は1992年度の93億ネパールルピーから増加して2000年度に370億ルピーになっている。それによると会社の負債は急速に増加していることが分かる。

図4：Necon Air の長期負債

「1ルピー≒ ¥1.6（平均）」

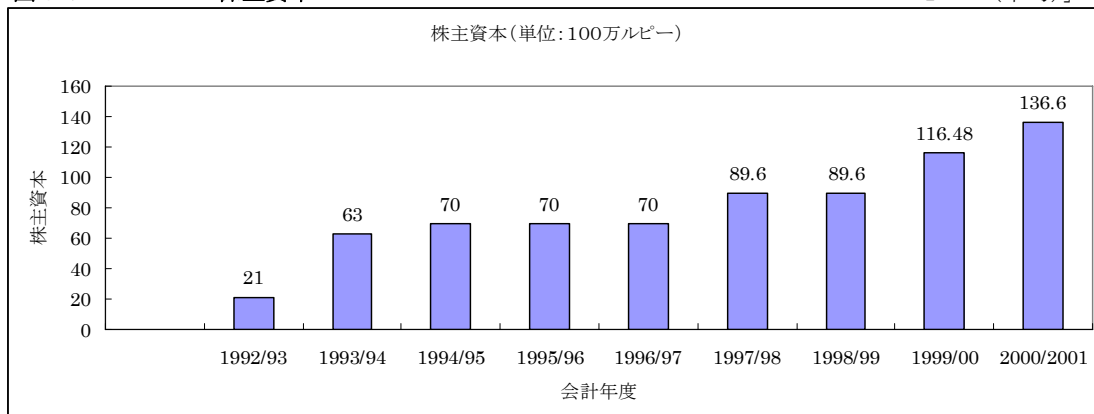


出典：Necon Airの1992年から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

自己資本も1992年度の21億ルピーから2000年度の136.6億ルピーまで増加している。

図5：Necon Airの株主資本

「1ルピー≒ ¥1.6 (平均)」

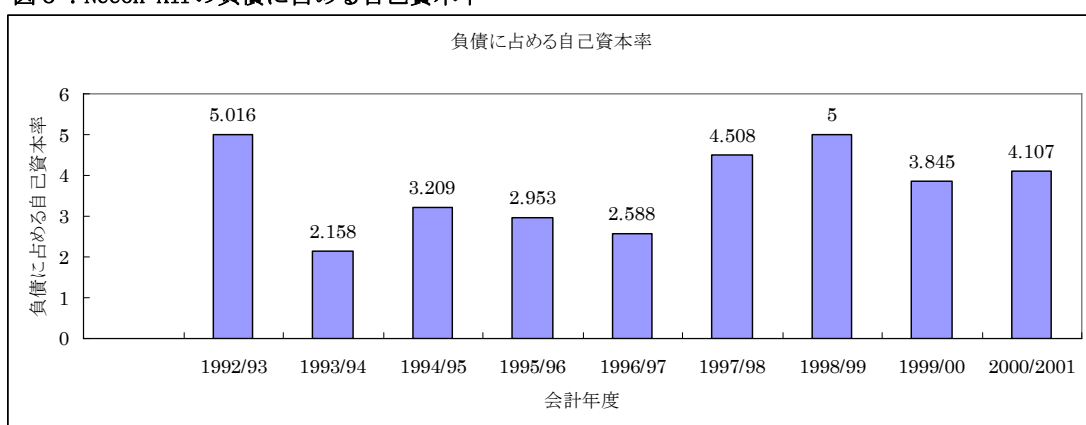


出典：Necon Air の1992から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

会社の資本構造の負債と自己資本との割合を比較してみると、1992年度には一番高い負債比率（5.016 : 1）になり、1993年度には2.158 : 1に減少した。また、負債の比率が増加して研究の最終年度2000年度には4.107 : 1で、自己資本と比べて負債が非常に高い比率であるため、会社はまだ最適な資本構造を持ってないと言える。

合計負債と合計自己資本の比率も非常に高い（5倍）ことから会社は長期的だけでなく、短期的な負債も大きな比率になっていることが分かる。

図6：Necon Airの負債に占める自己資本率



出典：Necon Air の1992から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

総資本に占める合計負債の比率は最低でも72.1%（1996/97年度）、最高で83.4%（1992/93年度）あり、会社の財産に対する外部者の請求が非常に高くなっていることが分かる。

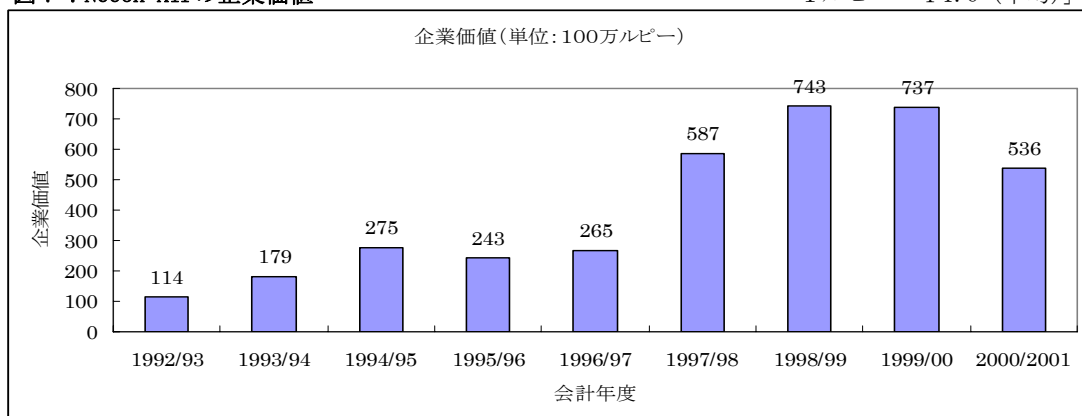
上記の負債比率によると、Necon Air は自己資本に比べて非常に高い比率で負債を使っていること

がわかる。したがって、会社の財務的なリスクも高く、会社の財産において株主より外部者の請求が高くなっているため、会社の資本構造は最適ではないということが分かる。

利子補填率（Interest Coverage Ratio）は非常に低く記録された。研究期間の間に記録された利子補填率は-3.32から3.24までである。マイナス比率が記録されたのは、最終年度（1999と2000年度）の会社のEBITがマイナスになっているためである。それゆえに、会社は債権者に対する利子さえも払うことができなくなった。その結果、会社の借入金は適正に利用されていないことが分かる。

企業価値は1992年度の114億ルピーから1998年度の743億ルピーまで増加し、最後の2年間（1999年と2000年）は減少した。なぜなら、その2年間は会社が大きな赤字になって、株価も減少したためである。

図7：Necon Airの企業価値 「1ルピー≒ ¥1.6（平均）」



出典：Necon Air の1992から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

資本構造のネット・インカム・アプローチ（Net Income Approach）によると、会社の加重平均資本コストは8.3%となった。それは研究期間（1992年～2000年）の最初の3年間（1992年～1994年）と最後の2年間（1999年、2000年）は平均率より低く、途中4年間（1995年～1998年）は高くなっている。1996年度と1997年度には加重平均資本コストが最高になったが、会社は高い利益を得ることができた。しかし、他の年度には低い加重平均資本コストがあったにもかかわらず利益が低く見える。

会社の平均自己資本コストがマイナスに記録されたことで、会社は全体的に損失を生み出す状態で運営されていたことが分かる。1995年から1997年度までは株主が高い比率で利益を上げられることができたが、1993、1994、1999と2000年度には会社が大きな損失に見舞われたため、株主が投資した資本に利益を得ず、損失を受けることになった。

営業レバレッジの平均（Average degree of operating leverage）は8.95倍を記録した。1998年と1999年度には平均より非常に高く、それぞれの年度に15.23倍と52.87倍を記録している。そのために、Necon Airは高い営業リスクを持っていることが分かる。

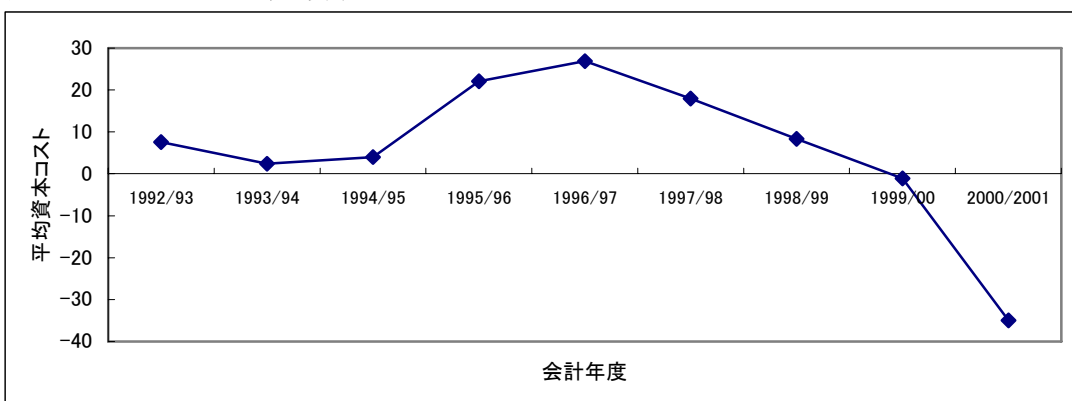
Necon Airの財務的レバレッジの平均程度（Average degree of financial leverage）は1.33倍であるため、会社は低い財務的なリスクを背負っていることが分かる。

会社の財務諸表からさまざまな変数の相関係数を計算してみると、投資された資本とEBITの相関係数は-0.438となった。このマイナスの相関係数はひとつの変数が増加すれば、他の変数は減少することを表す。

## 5. 資本構造理論の実用性

次のようにNecon Airの加重平均資本コストと企業価値の折れ線グラフによると、Necon Airの資本構造は上述した三つの資本構造理論と正確には一致しないが、相対的にみると、資本構造の伝統的な理論と一致する。なぜなら、平均資本コストと企業価値はそれぞれ1996年と1998年度まで増加し、その後減少していることからである。

図8：Necon Airの加重平均資本コスト

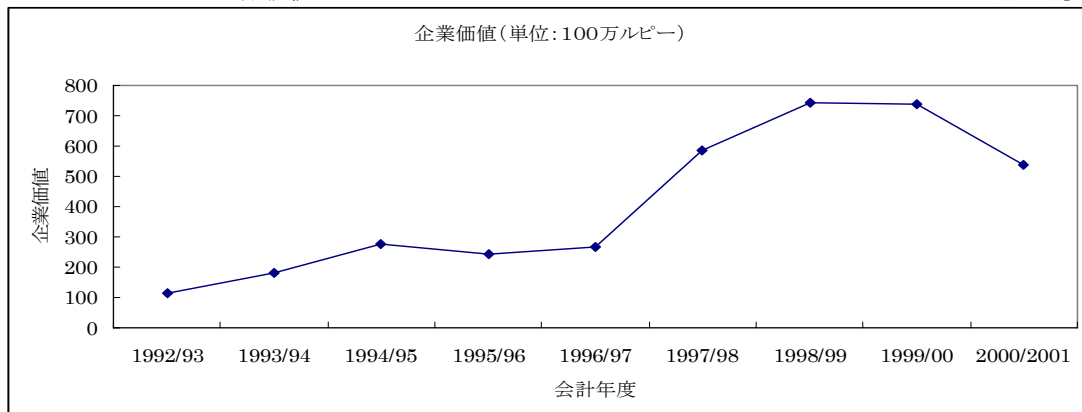


出典：Necon Airの1992年から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

上の第9図は会社の加重平均資本コストを示している。このグラフによるとそれは1999年と2000年にはマイナスになっている。なぜなら、その年度のEBITはマイナスになったからである。「加重平均資本コスト=EBIT/企業価値」であるから資本コストがマイナスになることは実務的ではない。一方、デビッド・デュランドの伝統的な資本構造理論によると加重平均資本コストが最低になった時、企業価値が最高になる。しかし、第8図と第9図を比べると、加重平均資本コストは1996年に最高であるが、企業価値は1998年に最高で、1992年に最低である。このような結果からNecon Airの資本構造は資本構造の伝統的な理論と近似している事がわかった。

図9：Necon Airの企業価値

「1ルピー≒ ¥1.6 (平均)」



出典：Necon Air の1992から2000年度までの年次報告書をもとに筆者作成。

## 6. 終わりに

上述の研究結果によって株式会社Necon Airについては以下のように様々な事実が判明した。

株式会社Necon Airの高い負債比率からこの会社は自己資本に比べて非常に高い割合の借入金を持っている会社であるということが分かった。その結果、会社は毎年債権者に大きな利子を払わなければならない、会社の費用が高くなってしまふ。

会社の売上げが毎年増加しているが、研究期間の最後の2年間（1999年、2000年）に会社は損失を出している。なぜなら、費用の増加率が収入の増加率より高くなったからである。つまり、営業費が営業収入より非常に高い。

Necon Airの営業費が非常に高いため、営業レバレッジが高く記録されている。営業費の大部分が飛行機のリース（Lease）、オーバーホールや着陸費で占められている。そのため、収入と比べて経費のほうが高くなっている。

Necon Airの資本構造は資本構造理論と一致していないが、研究機関（1992年～2000年）の中で1998年度に企業価値が最も高まった。資本構造の伝統的理論によると、高い企業価値がある時の資本構造が最適であるということでその資本構造が最適にみえる。しかし、1998年の財務的レバレッジ、あるいは財務リスクも共に高いため、その資本構造は最適であるとはいえない。

株式会社Necon Airを事例として行った研究の結果はネパールの多くの株式会社の現状を示している。しかし、企業個別様々な内部的政策があるため、すべての株式会社の財務的な状況が同じであるとはいえない。つまり、会社の財務構造および資本構造は最適である可能性がある。ところが、ほとんどの企業が国内外の様々な政治問題（例えば、1995年からの国内でのマオイスト問題）、1999年12月20日に起こったインド航空の飛行機の乗っ取り事件、2001年6月1日の国王が殺害された事件、2001年9月11日にアメリカで起こったテロ事件、2003年3月20日からのイラク・アメリカ戦争などの影響

を受け、企業、または国の経済発展にも大きな影響を与えている。そのため、会社を財務的に維持させるために様々な債権者からの負債を増やして運営する会社も少なくない。

このような状況の中で株式会社Necon Airが現代の激しい競争市場のことも考え、できるだけコスト削減のために営業費と財務費を減らし、最適な資本構造を継続しながら運営していくことが必要である。

## 参考文献

1. Burton A. Kolb, “*Principle of Financial Management*”, Business Publication Inc. Plano Texas 75075, 1983.
2. Hampton John J., “*Handbook for financial decision-makers*”, Reston Publishing Inc.
3. Khan M.Y. and Jain P.K., “*Financial Management*”, Tata Mc Graw Hill Publishing Company Limited, New Delhi, 1991.
4. Kothari C. R., “*Quantitative Techniques*”, Vikash Publishing House (P) Ltd, New Delhi, 1984.
5. Kothari C. R., “*Research Methodology*”, *Methods and Techniques*, Wiley Eastern Limited, New Delhi, 1990.
6. Pandey I. M., “*Capital Structure and The Cost of Capital*”, Vikash Publishing House (P) Ltd, New Delhi.
7. Pandey I. M., “*Financial Management (Sixth Revised Edition)*”, Vikash Publishing House (P) Ltd. New Delhi, 1978.
8. Pradhan Surendra, “*Basics of Financial Management*”, Educational Enterprises (P) Ltd. KTM, 1992.
9. Vane Horne James C., “*Financial Management and policy (Tenth Edition)*”, Prentice Hall of India (P) Ltd. New Delhi, 2002.
10. Weston J. Fred and Brigham Eugene F., “*Managerial Finance*”, the Dryden Press, Holt Sounders, Tokyo, Japan (Seventh Edition) 1982.
11. “*Company Profile*”, 1999, Necon Air Limited.
12. “*Encyclopedia Britania*”, London, 1765.
13. “*Financial statement of Necon Air Limited*” (2049/50 – 2057/58).
14. “*Ninth five year plan (1997-2002)*”, His Majesty’s Government, National planning Commission, Kathmandu, 1998.
15. “*Nepal in figures 1998*”, National Planning Commission, Central Bureau of Statistics.
16. “*Prospectus of Necon Air Limited*”, Kathmandu: Necon Airl Limited, 1993.
17. “*The Rising Nepal, Friday supplement*”, 12th March, 1999.

18. “*Trishul, Vol-V*”, (September–November, 1999), Kathmandu, Necon Air.
19. Pathak Krishna, “*A study on capital structure management of Gorakhkali Rubber Udhog Limited*”, Dissertation submitted to T.U. 1995.
20. Regmi G.P., “*A Study on Capital Structure Management of Necon Air Limited*”, Dissertation submitted to T.U. 1998.
21. Shrestha U.L., “*Comparative evaluation of capital structure between selected manufacturing and trading companies of Nepal*”, Dissertation submitted to T.U. 1999.
22. Shrestha B.K., “*A comparative financial performance analysis between Nepal Electricity Authority and Nepal Telecommunication Corporation*”, Dissertation submitted to T.U. 1998
23. 市村昭三『財務官理論』創成社, 1997.
24. 村松司叙『財務官理入門』同文館, 1999.