

تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

محسن دستگیر^۱
ولی خدادادی^۲
سعید حاجی زاده^۳

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات مرتبط با تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به همین منظور داده‌های مربوط به ۲۷۴ شرکت برای دوره زمانی ۱۲ ساله بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. قبل از تخمین الگو، آزمون‌های ریشه واحد و همجمعی بر روی متغیرهای تحقیق انجام شد و نتایج مؤید وجود همجمعی میان متغیرهای تحقیق بود. در ادامه با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی، الگو مورد برآزش قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان داد که نرخ ارز تأثیر مثبت و معنادار و نرخ بهره تأثیر منفی و معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها دارند. همچنین نتایج نشان داد که متغیرهای تورم و حجم نقدینگی تأثیر معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها ندارند.

واژگان کلیدی: تأمین مالی، نرخ بهره، حجم نقدینگی، تورم، نرخ ارز

۱. مقدمه

۱. استاد گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز (نویسنده مسؤول) [Email:dastmw@yahoo.com](mailto:dastmw@yahoo.com)

۲. استادیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

۳. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱۰/۱۱ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۱۲/۲۲

محیط فعالیت شرکت‌های امروزی، محیطی در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید هستند و شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و استفاده از آن‌ها باید به طور مناسبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آن‌ها را تعیین کند. منابع مالی مورد نیاز را می‌توان به طرق مختلف شناسایی و برای بنگاه‌های اقتصادی استفاده کرد. منابع مالی شامل سرمایه، اوراق قرضه، سود انباشته، تسهیلات بانکی و ... می‌باشند و سوال اساسی این است که کدام یک از منابع در مقاطع زمانی مختلف باید انتخاب شوند و شرکت‌ها چگونه اقدام به تأمین منابع مالی نمایند تا بر سود شرکت و بازده سهامداران تأثیر مثبت بگذارند. منابع مالی شرکت‌ها براساس تأمین مالی آن‌ها به دو بخش منابع مالی داخلی و خارجی تقسیم می‌شوند. در منابع مالی داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌نماید، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت، به منظور کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد و در منابع مالی خارجی شرکت از محل بدهی‌ها (استقراض) یا انتشار سهام اقدام به تأمین مالی می‌نماید. تفاوت اصلی بدهی و سهام را می‌توان در الزام پرداخت و مزایای مالیاتی بدهی، خلاصه کرد. لازم به توضیح است که تصمیمات مرتبط با نحوه تأمین مالی شرکت‌ها در طرف چپ ترازنامه شرکت‌ها نشان داده می‌شود که به آن ساختار سرمایه نیز می‌گویند (بودی و همکاران، ۲۰۰۳).^۱ در مورد تصمیم‌گیری در خصوص اینکه شرکت‌ها از چه منبع یا منابعی اقدام به تأمین مالی نمایند، عوامل بسیار زیاد و متعددی وجود دارد و تا کنون نیز تحقیقات زیادی در جستجو برای یافتن پاسخی برای آن بوده‌اند که هر کدام از آن‌ها در شرایط و مقطعی خاص و در کشورهای مختلف انجام شده‌اند. در این تحقیق نیز سعی شده تا به بررسی تأثیر برخی متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در ایران پرداخته شود.

۲. مبانی نظری

حداکثر کردن ارزش شرکت، مستلزم به‌کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و انتخاب ریسک مناسب برای شرکت است. در این چارچوب، مدیران می‌توانند از دو طریق ارزش شرکت را حداکثر نمایند: یکی از راه افزودن بر بازده شرکت و دیگری، حداقل نمودن هزینه سرمایه و ریسک شرکت. با ترکیب مناسب منابع وجوه مورد استفاده توسط شرکت، ارزش آن به حداکثر خواهد رسید و در نتیجه ترکیبی از منابع به وجود می‌آید که ساختار سرمایه بهینه نامیده می‌شود و در آن هزینه سرمایه کل شرکت به حداقل خواهد رسید. در رابطه با این موضوع که آیا واقعا ساختار سرمایه بهینه وجود دارد یا خیر، نظریات متفاوتی ارائه گردیده و تاکید اصلی این نظریات به این مسئله بوده است که آیا واقعا یک ساختار سرمایه بهینه می‌تواند با ترکیب منابع مالی مورد استفاده بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه آن اثر بگذارد؟ (گاد و بندر، ۲۰۰۴).^۱

موضوع ساختار سرمایه و ترکیب بهینه آن و به عبارت دیگر نحوه تأمین مالی شرکت از منابع مختلف، مبحثی است که نخستین بار توسط مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) مطرح شد و از آن زمان تاکنون مبنای بسیاری از تحقیقات مالی قرار گرفته شده است. پاره‌ای از این نظریه‌ها ترکیب بهینه ساختار سرمایه شرکت را تابع هزینه سرمایه تأمین مالی از منابع مختلف آن یعنی بدهی و سهام می‌دانند (پورحیدری ۱۳۸۲) که از مهمترین آن‌ها می‌توان به نظریه سنتی، نظریه مودیگلیانی و میلر، نظریه مصالحه (توازی ایستا) و نظریه سلسله مراتبی تأمین مالی اشاره کرد. تفاوت اصلی میان این نظریه‌ها، تأکید بر چگونگی تصمیم‌گیری در خصوص تأمین مالی در شرایط مختلف برای شرکت‌های با ساختارهای متفاوت می‌باشد و هر کدام از این نظریه‌ها دلایل خاصی را در توجیه رفتار تأمین مالی شرکت‌ها ارائه کرده‌اند (مودیگلیانی و میلر، ۱۹۶۳).^۲

به طور کلی عوامل تعیین کننده و موثر بر تأمین مالی شرکت‌ها به دو دسته عوامل درونی و عوامل بیرونی شرکت‌ها تقسیم می‌شوند. منظور از عوامل درونی، عواملی هستند که از ماهیت و ویژگی‌های فعالیت شرکت ناشی می‌شوند و به عبارت دیگر

1.Gaud & Bender
2.Modigliani & Miller

ناشی از ویژگی‌های عملیاتی هستند که از درون شرکت نشأت می‌گیرند؛ مانند نوع فعالیت شرکت، اندازه شرکت، سودآوری شرکت، نقدینگی شرکت و دارایی‌های وثیقه‌ای. اما منظور از عوامل بیرونی، عواملی هستند که از بیرون موسسه یا شرکت پدید می‌آیند و در واقع برخاسته از ماهیت و ویژگی‌های محیط شرکت یا موسسه است؛ مانند نرخ بهره، مالیات، نرخ ارز، سیاست‌های اعتباری دولت و بانک‌ها، سطح عمومی فعالیت واحد تجاری، دسترسی به وجوه بازار و مانند آن.

۲.۱. عوامل موثر بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

با توجه به تحقیقات متعدد صورت گرفته، شواهد به‌دست آمده نشان می‌دهد که تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در میان کشورهای مختلف، همچنین شرکت‌های موجود در صنایع مختلف و همچنین میان شرکت‌های موجود در یک صنعت خاص نیز متفاوت می‌باشد. میرزا^۱ (۱۹۸۴) بیان می‌کند که علت اصلی تفاوت در میان آن‌ها، تفاوت در ویژگی‌های خاص شرکت‌ها می‌باشد و مطالعه و تحقیق در این خصوص می‌تواند ما را در شناخت و تشریح عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها، کمک نماید. با توجه به مطالعات تجربی و نظری صورت گرفته، عوامل زیادی در تشریح تغییرات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته‌اند که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره شده است.

۲.۱.۱. عوامل (ویژگی‌های) درونی شرکت‌ها

هریس و راویو^۲ (۱۹۹۱) بیان می‌کنند که همگان بر این نظر توافق دارند که سطح اهرم مالی استفاده شده در شرکت‌ها به وسیله دارایی‌های ثابت، سپر مالیاتی غیربدهی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت‌ها افزایش پیدا می‌کند. همچنین عوامل کاهنده سطح اهرم مالی شرکت‌ها عبارتند از: نوسانات درآمد، مخارج تبلیغات، احتمال ورشکستگی، سودآوری و یکتایی محصولات شرکت. با توجه به تحقیقات متعدد

1. Myers

2. Harris & Raviv

صورت گرفته، ویژگی‌های خاص شرکت‌ها که بر تصمیمات تأمین مالی آن‌ها تأثیرگذار می‌باشند و به عنوان عوامل مهم در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه مورد مطالعه قرار گرفته‌اند، به صورت خلاصه عبارتند از سودآوری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، ریسک تجاری، رشد و اندازه شرکت، که در این تحقیق نیز این عوامل به عنوان متغیرهای کنترل مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

۲.۱.۲. عوامل بیرونی مؤثر بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

عوامل خارجی یا بیرونی ناشی از ملاحظات خارج از شرکت است که ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۲.۱.۲.۱. سطح عمومی فعالیت‌های تجاری

سطح عمومی فعالیت‌های تجاری یکی از عوامل تعیین کننده تصمیمات تأمین مالی شرکت‌هاست. اگر سطح عمومی فعالیت‌های تجاری رونق یابد، اکثر شرکت‌ها برای بسط و گسترش عملیات خود نیاز به پول دارند. لذا نیاز به منافع بلند مدت اضافی موجب می‌گردد که شرکت‌ها به بازارهای پولی و مالی برای بدهی یا سهام روی آورند، اما کاهش و رکود در فعالیت‌های تجاری موجب می‌گردد که شرکت‌ها عملیات خود را محدود نمایند و نقدینگی خود را صرف بازپرداخت و بازخرید بدهی و سهام نمایند (شاکر طاهری، ۱۳۷۸).

۲.۱.۲.۲. دیدگاه و نظر وام دهندگان

مادامی که قابلیت دسترسی به وام و اعتبار به تمایل وام دهندگان بستگی دارد، دیدگاه و نظر آن‌ها یکی از ملاحظات مهم در تصمیمات تأمین مالی می‌باشد. میزان تمایل وام دهندگان در اعطای وام به شرکت، چه موسسات وام دهنده دولتی و چه خصوصی مهم و ضروری است. هنگامی که شرکت‌ها به دنبال استفاده از تأمین مالی از طریق بدهی هستند، جلب نظر و موافقت موسسات وام دهنده عاملی بسیار مهم برای آن‌ها محسوب می‌شود (شاکر طاهری، ۱۳۷۸).

۲،۱،۲،۳. متغیرهای کلان اقتصادی

محیط سیاسی، فرهنگی، قانونی و اقتصادی هر کشور از عوامل تأثیرگذار بر هزینه‌ها و همچنین مزایای تجاری در هر کشور به شمار می‌روند. محیط اقتصادی با توجه به دلایل مختلف از جمله سطح توسعه، سیاست‌های اقتصادی و فرصت‌های اقتصادی پیش رو می‌تواند مهم باشد. هدف از تجزیه و تحلیل اقتصاد، ارزیابی دورنمای اقتصادی کشور در بلند مدت نظیر، تأثیر تغییرات بالقوه در متغیرهای اقتصادی بر شرکت‌های هر کشور می‌باشد (هاف و نیولند، ۲۰۰۷)^۱. برخی از این متغیرهای کلان اقتصادی که می‌توانند تأثیر معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها داشته باشند، عبارتند از: نرخ بهره، تورم، نرخ ارز، و حجم نقدینگی (دی وریس، ۲۰۱۰)^۲.

الف) نرخ بهره و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

تاکنون در تحقیقات مختلف توجه ویژه‌ای به شرایط تعادل در بازارهای سرمایه شده است، با این حال تحقیقات معدودی به طور مستقیم با نرخ‌های بهره مرتبط می‌باشند (واسیچک، ۱۹۷۷)^۳. تأثیر نرخ بهره بر رفتار اقتصادی یکی از مباحث و نگرانی‌های اصلی اقتصاددانان به جهت تأثیر آن بر توسعه اقتصاد کلان می‌باشد. برخی از محققان بیان کرده‌اند که ارتباط منفی و قابل ملاحظه‌ای بین نرخ بهره و پس انداز وجود دارد (ماسگراو و ماسگراو، ۱۹۷۳)^۴.

تأمین مالی از طریق بدهی می‌تواند از دو طریق بر ارزش کل شرکت تأثیر گذارد. اول از طریق افزایش هزینه‌های ورشکستگی، منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد و دوم، از طریق افزایش پرداخت هزینه‌های بهره ناشی از تأمین مالی از طریق بدهی است، که در نتیجه آن کاهش هزینه مالیات شرکت، باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد (لیلند، ۱۹۹۴)^۵.

-
- 1.Hough & Neuland
 - 2.De Veries
 - 3.Vasicek
 - 4.Musgrave & Musgrave
 - 5.Leland

همچنین اصلی‌ترین عامل انتخاب از بین روش‌های مختلف تأمین مالی، هزینه تأمین مالی ناشی از آن روش می‌باشد. هزینه تأمین مالی از طریق بدهی، همان هزینه بهره پرداختی بابت آن می‌باشد و هزینه بهره نیز براساس نرخ بهره تعیین می‌شود. حال با توجه به این موضوع انتظار منطقی بر این است که هرچه نرخ بهره کمتر باشد، تمایل به تأمین مالی از طریق استقراض نیز افزایش یابد (مانز، ۲۰۱۰).^۱

ب) تورم و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

تأثیر تورم بر تصمیمات مرتبط با تأمین مالی از دیرباز در کانون توجه حوزه تحقیقات مالی قرار داشته است (کیم و وو، ۱۹۸۸).^۲ تخصیص سرمایه در اقتصاد آزاد مبتنی بر سیستم قیمتی آن می‌باشد. قیمت پرداخت شده بابت تأمین مالی از طریق بدهی، نرخ بهره آن می‌باشد. قیمت پرداختی به حقوق مالکانه (سهام) نیز سود نقدی مورد انتظار و بازده ناشی از افزایش سرمایه آنان می‌باشد. مجموع این هزینه‌ها برای یک شرکت، هزینه سرمایه (هزینه کل ناشی از تأمین مالی) نامیده می‌شود. در یک شرکت، هنگام تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه، باید به نرخ تورم نیز به عنوان عاملی اثرگذار بر هزینه سرمایه شرکت، توجه شود (بریگهم و هاستون، ۱۹۹۸).^۳

معمولاً انتظار بر این است که در دوران تورمی، شرکت‌ها برای تأمین مالی خود بیشتر از بدهی به جای سهام استفاده کنند. دلیل این مورد نیز آن است هزینه تأمین مالی از طریق بدهی در دوران تورمی به واسطه تأثیر فیشر به مرور زمان کاهش خواهد یافت و تورم دارای تأثیر کاهشی بر هزینه واقعی بدهی خواهد بود (دی آنجلو و ماسیولیز، ۱۹۸۰).^۴

لازم به توضیح است که در هر صورت تصمیمات مرتبط با تأمین مالی از طریق بدهی تحت تأثیر تورم قرار دارند، زیرا به هیچ عنوان نمی‌توان کلیه تعدیلات تورم را در نظر گرفت، به عبارت دیگر، تورم به هر صورت بر برخی دیگر از عوامل تأثیر می‌گذارد. تأثیر واقعی مالیاتی ناشی از کاهش هزینه بهره پرداختی بابت تأمین مالی از طریق بدهی به

1. Manes

2. Kim & Wu

3. Brigham & Huston

4. De Angelo & Masulis

واسطه افزایش تورم، افزایش خواهد یافت. این تأثیر به این دلیل رخ خواهد داد که شرکت‌ها با توجه به ملاحظات مربوط به تأثیر تورم، این اجازه را داده‌اند که هزینه بهره پرداختی تا سطح نرخ بهره اسمی کاهش پیدا کند (هاچمن و پالمون، ۱۹۸۳)^۱. کیم و وو (۱۹۸۸) در تحقیق خود شواهدی به دست آوردند در مورد اینکه هنگامیکه تورم افزایش پیدا می‌کند، سطح بدهی مورد استفاده شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

تورم باعث افزایش وابستگی شرکت‌ها به منابع تأمین مالی بیرونی می‌شود. اگر بستانکاران شرکت‌ها از تأثیرات تورم آگاه باشند، آنگاه افزایش تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت‌ها مشکل چندانی به همراه نخواهد داشت زیرا، بستانکاران خود متوجه این مطلب هستند که ارزش واقعی بدهی شرکت‌ها به واسطه تورم کاهش خواهد یافت و حتی ممکن است مایل به پرداخت بدهی بیشتر به شرکت‌ها اما با یک نرخ بهره اسمی بالاتر باشند. در صورتی که بستانکاران از تأثیرات تورمی غافل باشند، ممکن است محدودیت‌هایی برای دسترسی شرکت‌ها به بازار اعتباری در نظر بگیرند (مودیگیلیانی، ۱۹۸۲)^۲.

با این حال برخی از محققان نظیر اسکال^۳ (۱۹۸۴) نگرشی متفاوت به تأثیر تورم بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. وی بیان می‌کند که در دورانی که تورم بالاست، بازده پس از مالیات سهام و همچنین تأمین مالی از طریق سهام بیش از بازده اوراق قرضه می‌باشد و در نتیجه در این حالت سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند که سرمایه‌گذاری در بدهی خود را با سرمایه‌گذاری در سهام معاوضه کنند و در این حالت نسبت بدهی شرکت‌ها کاهش خواهد یافت.

پ) نرخ ارز و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

نرخ ارز از عوامل مهمی است که بر روی قیمت سهام و در نتیجه بازده آن تأثیرگذار خواهد بود و با توجه به اینکه بازده سهام و قیمت آن نشان دهنده توانایی شرکت در انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری و نهایتاً افزایش سرمایه می‌باشد، پرداختن به نرخ ارز

1.Houchman & Palmone

2.Modigliani

3.Schall

می‌تواند از عوامل مؤثر برای رسیدن به رشد اقتصادی باشد. در واقع در کشورهای در حال توسعه با توجه به اینکه حجم زیادی از مواد و منابع اولیه مورد نیاز برای تولید از بیرون از کشور تهیه می‌شوند، در نتیجه نرخ ارز و تغییرات آن عاملی بسیار مهم در بهای تمام شده خدمات و کالاها و البته به تبع آن قیمت فروش خواهد بود. در نتیجه در شرایطی که قیمت ارز افزایش یابد، نیاز شرکت‌ها به تأمین مالی نیز افزایش خواهد یافت. حال سوالی که در اینجا مطرح می‌شود این است که در چنین شرایطی شرکت‌ها اغلب ترجیح می‌دهند که به چه نحوی منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کنند؟

با توجه به مبانی مطرح شده در چنین شرایطی، با توجه به تأثیراتی که این افزایش نرخ ارز می‌تواند بر متغیرهای کلان اقتصادی دیگر نظیر تورم داشته باشد، اغلب شرکت‌ها ترجیح می‌دهند که بیشتر از استقراض برای تأمین مالی خود استفاده نمایند، زیرا در شرایط تورمی ارزش اسمی بدهی به مرور زمان کاهش یافته و در نتیجه هزینه‌های کمتری را به شرکت‌ها تحمیل خواهد کرد. البته نکته مهم قابل توجه در رابطه با شرکت‌هایی که با افزایش نرخ ارز، درآمدها و به تبع آن سودآوری آنها نیز افزایش می‌یابد، این است که معمولاً در این حالت نقدینگی شرکت‌ها افزایش یافته و نیاز شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق منابع بیرونی کمتر خواهد شد.

ت) حجم نقدینگی و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

از منابع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها سرمایه‌های جزئی و خرد اشخاص حقیقی مختلف در جامعه می‌باشد و در صورتی که این منابع به درستی هدایت شده و در اختیار شرکت‌ها قرار گرفته شوند، می‌تواند علاوه بر رفع نیازهای مالی شرکت‌ها، چرخه تولید را در اقتصاد با سرعت بیشتری به حرکت درآورد.

می‌توان از دو دیدگاه که ناشی از سیستم‌های اقتصادی می‌باشند به تأثیر حجم نقدینگی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها نگریست. در سیستم‌های اقتصادی بانک محور (نظیر کشورهای آلمان، فرانسه و ژاپن)، با افزایش حجم نقدینگی انتظار بر این است که این نقدینگی مازاد به سمت بانک‌ها هدایت شود که در نتیجه آن نیز انتظار بر این است که میزان استقراض شرکت‌ها برای تأمین مالی افزایش یابد. در صورتی که در

سیستم‌های اقتصادی بازار محور (نظیر کشورهای آمریکا و انگلستان و استرالیا)، دولت‌ها در تلاشند تا این نقدینگی را به سوی بازارهای مالی (خصوصاً بازار سرمایه) سوق دهند که در این حالت با توجه به افزایش حجم نقدینگی در بازار، انتظار بر این است که شرکت‌ها بیشتر برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند.

۳. پیشینه تحقیق

تاکنون تحقیقات زیادی در رابطه با تأثیر برخی از متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در کشورهای مختلف انجام شده است، اما نکته‌ای که باید مورد توجه قرار گیرد این است که با توجه به وجود محیط‌های اقتصادی متفاوت در میان کشورهای مختلف، لزوم توجه و دقت در تجزیه و تحلیل نتایج در کشور ما با نتایج به دست آمده در سایر کشورها کاملاً مشهود می‌باشد. در زیر به برخی از این تحقیقات اشاره خواهد شد.

کیم و وو (۱۹۹۸) در تحقیق خود به بررسی تأثیر تورم بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. آنان در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که تورم میزان استفاده از بدهی‌ها را افزایش داده است و پیشنهاد کردند که بهتر است شرکت‌ها بازده کسب شده قبل از کاهش مالیات را بین بدهی و سهام سرمایه تقسیم کنند، تا از این طریق به ساختار سرمایه بهینه‌ای دست پیدا کنند.

در تحقیق دیگر، کوراژیک و لوی^۱ (۲۰۰۳) با عنوان انتخاب «ساختار سرمایه؛ شرایط کلان اقتصادی و محدودیت‌های مالی» به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه شرکت‌هایی که در استفاده از بازارهای سرمایه عمومی محدودیت خاصی ندارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این چنین نیستند بیشتر تحت تأثیر شرایط متغیرهای کلان اقتصادی قرار می‌گیرد.

ناندی^۱ (۲۰۰۷) در تحقیقی در هند درباره تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه، به این نتیجه رسید که به رغم تأثیر عمده این متغیرها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها، مدیران مالی شرکت‌های مورد بررسی معمولاً با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت خود اقدام به تأمین مالی می‌کنند.

محمود و همکاران^۲ (۲۰۰۹) نیز در پژوهشی تطبیقی در سه کشور آسیایی ژاپن، مالزی و پاکستان با توسعه یافتگی متفاوت در بررسی تأثیر عوامل کلان اقتصادی موثر بر ساختار سرمایه کشورها، به این نتیجه رسیدند که رشد سرانه تولید ناخالص داخلی در کشورهای ژاپن و مالزی رابطه معناداری با ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد و رشد اقتصادی بالاتر تمایل به استفاده از بدهی‌های بلند مدت را بیشتر می‌کند، البته این نتایج در پاکستان متفاوت با دو کشور دیگر بود. همچنین نرخ بهره عامل بسیار مهمی در استفاده از بدهی در کشورهای ژاپن و مالزی می‌باشد.

در تحقیق دیگری بام و همکاران^۳ (۲۰۱۰) با عنوان تأثیر شرایط اقتصادی بر تغییرات اهرم مالی شرکت‌ها در آمریکا به این نتیجه رسیدند که عدم ثبات و ناطمینانی در شرایط اقتصادی تأثیر موثری بر تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد. مانز (۲۰۱۰) در تحقیقی در کشور آفریقای جنوبی به بررسی تغییرات محیط اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که بجز نرخ مالیات و نرخ سرانه، سایر متغیرها نظیر تورم، نرخ ارز و رشد اقتصادی تأثیری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها ندارند.

دی وریس (۲۰۱۰) در تحقیق خود به بررسی عوامل کلان اقتصادی و ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه آن‌ها در کشور آفریقای جنوبی پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که متغیرهای رشد شرکت و نرخ بهره، مهم‌ترین متغیرها در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی هستند. همچنین وی بیان کرد که نتایج به دست آمده در صورت محاسبه از طریق ارزش دفتری و ارزش بازار اهرم مالی، متفاوت خواهند بود. افزون بر این نتایج

1.Nandy

2.Mahmud et. al

3.Baum et. al

وی نشان داد که نرخ بهره با اهرم مالی بر مبنای ارزش بازار ارتباط منفی و معنادار و تورم با اهرم مالی بر مبنای ارزش دفتری ارتباط مثبت و معنادار و رشد اقتصادی با اهرم مالی بر مبنای ارزش بازار ارتباط منفی و معنادار دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیق خود به بررسی ارتباط برخی از متغیرهای کلان اقتصادی نظیر صادرات، تولید ناخالص داخلی، واردات و حجم نقدینگی با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین حجم نقدینگی و واردات با ساختار سرمایه ارتباط منفی و معنادار و بین متغیر تولید ناخالص داخلی و ساختار سرمایه ارتباط مثبت و معناداری برقرار است. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان داد که ارتباط معناداری بین صادرات و ساختار سرمایه وجود ندارد.

۴. سوالات تحقیق

با توجه به مطالب گفته شده، این تحقیق بر آن است تا به سوالات زیر پاسخ دهد:
آیا نرخ ارز و تغییرات آن بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیرگذار است؟
آیا تورم و تغییرات آن بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیرگذار است؟
آیا نرخ بهره و تغییرات آن بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیرگذار است؟
آیا حجم نقدینگی و تغییرات آن بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیرگذار است؟

۵. فرضیه‌های پژوهش

پژوهش حاضر در تلاش است تا تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی را بر تصمیمات تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند. با

توجه به این مقدمه، این پژوهش دارای ۴ فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول: نرخ ارز بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: تورم بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: نرخ بهره بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: حجم نقدینگی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیر معناداری دارد.

۶. الگوی تحقیق

الگوی مورد استفاده در این تحقیق به شرح زیر می‌باشند:

$$\begin{aligned} Leverage_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Exchange_{i,t} + \alpha_2 Inf_{i,t} + \alpha_3 IntRate_{i,t} \\ & + \alpha_4 M2_{i,t} + \alpha_5 BusinessRisk_{i,t} \\ & + \alpha_6 AssetStructure_{i,t} + \alpha_7 CurrentRatio_{i,t} \\ & + \alpha_8 Growth_{i,t} + \alpha_9 Size_{i,t} + \alpha_{10} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

۷. متغیرهای تحقیق

۷,۱. متغیر وابسته

تصمیمات تأمین مالی: در این تحقیق، برای اندازه‌گیری تصمیمات تأمین مالی از نسبت اهرم مالی بر مبنای ارزش دفتری استفاده شده است که به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$Leverage_{i,t} = \frac{TB_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

$TB_{i,t}$: ارزش دفتری کل بدهی‌ها برای سال t ام و شرکت i ام.

$TA_{i,t}$: ارزش دفتری کل دارایی‌ها برای سال t ام و شرکت i ام.

$Total BV_{i,t}$: نسبت کل بدهی‌ها بر مبنای ارزش دفتری برای سال t ام و شرکت i ام.

۷,۲. متغیرهای مستقل

نرخ بهره بانکی: برای اندازه‌گیری این متغیر از نرخ سود سپرده‌های بانکی تعیین شده توسط بانک مرکزی، استفاده شده که از نماگرهای اقتصادی استخراج شده است.

نرخ تورم: در این تحقیق از شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی به عنوان معیار تورم استفاده شده که از نماگرهای اقتصادی استخراج شده است.

نرخ ارز : این متغیر شامل قیمت دلار در بازار آزاد می‌باشد که از نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی برای دوره مورد نظر استخراج شده است. همچنین لازم به توضیح است که برای نرمال نمودن این متغیر از آن لگاریتم طبیعی گرفته شده است.

حجم نقدینگی (M_2): این متغیر شامل اسکناس و مسکوکات در دست مردم، سپرده‌های دیداری و غیر دیداری است که از نماگرهای اقتصادی برای دوره مورد نظر استخراج شده است. همچنین لازم به توضیح است که برای نرمال نمودن این متغیر از آن لگاریتم طبیعی گرفته شده است.

۷,۳. متغیرهای کنترل

با توجه به مبانی نظری مطرح شده در این تحقیق از شش متغیر ، به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است.

ساختار دارایی‌ها^۱: این متغیر از طریق نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها بر مبنای ارزش دفتری پایان دوره محاسبه شده است.

نسبت جاری^۲: این متغیر از طریق نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری بر مبنای ارزش دفتری پایان دوره محاسبه شده است.

نسبت رشد^۳: این متغیر از طریق نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن در پایان دوره محاسبه شده است.

ریسک تجاری^۴: این متغیر از طریق نسبت نوسانات درآمد شرکت محاسبه شده است. لازم به توضیح است که نوسانات درآمد از طریق محاسبه انحراف استاندارد درآمد شرکت‌ها محاسبه شده است. همچنین لازم به توضیح است که این متغیر به وسیله متوسط دارایی‌های شرکت همگن شده است.

-
- 1.Assets Structure
 - 2.Current Ratio
 - 3.Growth Ratio
 - 4.Business Risk

اندازه شرکت^۱: این متغیر از طریق محاسبه لگاریتم طبیعی درآمد فروش شرکت‌ها در هر سال محاسبه شده است.

بازده دارایی‌ها^۲: این متغیر از طریق نسبت سود خالص شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌های آن در پایان دوره محاسبه شده است.

۸. روش پژوهش

در ادامه به بررسی و توضیح روش‌های مورد استفاده درباره چگونگی تهیه اطلاعات و همچنین روش‌های تجزیه و تحلیل آن‌ها پرداخته شده است.

۸.۱. روش گردآوری اطلاعات و داده‌ها

در این تحقیق برای گردآوری داده‌های مورد نظر از سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شد. برای آماده سازی اطلاعات از نرم افزار اکسل استفاده شده و سپس محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. پس از آن نیز برای انجام آزمون‌های آماری، از نرم افزار ای‌ویوز استفاده شده است.

۸.۲. جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه مورد نظر در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌هایی است که تا تاریخ ۱۳۷۷/۱۲/۲۹ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. دوره زمانی این تحقیق نیز دوره ۱۲ ساله از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۹ در نظر گرفته شده است.

نمونه‌گیری پژوهش نیز به صورت هدفمند می‌باشد. بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌های فاقد شرایط زیر حذف شده و در نهایت کل شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

- شرکت‌ها باید در طول سال مالی، تداوم فعالیت داشته باشند.

1.Firm Size

2.ROA

- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نمی‌شود.
 - شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود.
 - شرکت‌هایی که فاقد اطلاعات کافی برای انجام آزمون می‌باشند.
- که در نهایت و پس از طی مراحل مزبور تعداد ۲۷۴ شرکت برای این تحقیق انتخاب شدند.

۸.۳ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش، ابتدا آزمون ریشه واحد^۱ برای بررسی آزمون پایایی متغیرها و همچنین آزمون همجمعی^۲ برای بررسی وجود همجمعی میان متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. در نهایت نیز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و ساختار سرمایه شرکت‌ها از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده و فرضیه‌های مربوط از طریق تحلیل همبستگی به روش رگرسیون چند متغیره با تکنیک داده‌های تابلویی^۳ مورد بررسی قرار گرفت.

۹. نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

در زیر و در نگاره (۱) نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

نگاره (۱) : نتایج آماره‌های توصیفی

میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	
۰/۶۶	۰/۶	۰/۹۸	۰/۰۳	۰/۶۵	نسبت اهرم مالی
۹/۱	۹/۱	۹/۲۶	۸/۹۸	۰/۰۹	نرخ ارز
۰/۱۵	۰/۱۳۹	۰/۲۵۴	۰/۱۰۴	۰/۰۴۳	تورم

1. Unit Root Test
2. Cointegration Test
3. Panel Data Regression

۰/۰۴۷	-۰/۰۹۴	۰/۰۶۷	۰/۰۱۴	۰/۰۲	نرخ بهره بلند مدت
۰/۸۸	۱۲/۱۷	۱۴/۸۹	۱۳/۵۹	۱۳/۵۸	حجم نقدینگی
۰/۱۸	۰	۰/۹۴۲	۰/۲۰۵	۰/۲۴۹	ساختار دارایی‌ها
۰/۲۹	-۰/۹۹	۱/۱۲	۰/۶۷	۰/۷۵۵	ریسک تجاری
۰/۶۶	۰/۰۲	۱۰/۸۶	۱/۱۲	۱/۲	نسبت جاری
۴/۵۶	۰/۱۴	۴۰/۱۷	۱/۹۳	۴/۲۶	نسبت رشد
۰/۶۵	۲/۴۷	۸/۳۲	۵/۲۷	۵/۳	اندازه شرکت
-۰/۲۸	-۰/۲۹	۰/۷۶	۰/۱۱۸	۰/۱۴۳	بازده دارایی‌ها

همان‌طور که در نگاره بالا نیز قابل مشاهده است با توجه به نزدیکی میانگین و میانه در اکثر متغیرها می‌توان بیان کرد که در کل متغیرهای تحقیق از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

۱۰. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها

در ابتدا لازم است تا پایایی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گیرد. براساس تعریف پایایی، یک سری زمانی وقتی پایا است که میانگین، واریانس، کوواریانس و در نتیجه ضریب همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند و مهم نباشد که در چه مقطعی از زمان این شاخص‌ها را محاسبه می‌کنیم (نوفرستی، ۱۳۷۸).

آزمون ریشه واحد، از معمول‌ترین آزمون‌هایی است که برای تشخیص پایایی یک فرآیند سری زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد. برخی از رایج‌ترین آزمون‌های ریشه واحد عبارتند از: آزمون دیکی- فولر، آزمون دیکی- فولر تعمیم یافته و آزمون فیلیپس و پرون که در این تحقیق به منظور بررسی پایایی متغیرها از آزمون دیکی- فولر تعمیم یافته^۱ استفاده شده است. لازم به توضیح است که پس از بررسی پایایی متغیرهای تحقیق و آگاهی از درجه پایایی آن‌ها که با $I(d)$ نمایش داده می‌شود، اگر متغیرهای تحقیق حداکثر با یک بار تفاضل‌گیری پایا شوند (یعنی $I(1)$)، لازم است تا نسبت به هم‌جمع بودن متغیرهای تحقیق نیز اطمینان حاصل نماییم و برای این کار باید پایا بودن جملات اخلاص رگرسیون را مورد بررسی قرار دهیم. اگر بررسی‌های ما نشان داد که

1. Augmented Dickey-Fuller Test

جملات اخلاص مربوط به رگرسیون در سطح پایا می‌باشند (یعنی $I(0)$)، می‌توان از روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد عوامل به کمک سری‌های زمانی استفاده کرد و در استنباط‌های آماری از آماره‌های t و F سود برد و در غیر این‌صورت باید از داده‌ها تفاضل گیری شود (نوفرستی، ۱۳۷۸).

نگاره (۲) : نتایج آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته برای کلیه متغیرهای تحقیق

متغیر	مقدار آماره آزمون	سطح خطا	درجه‌ی جمعی
نسبت کل بدهی‌ها بر مبنای ارزش دفتری	۷۴۷/۶۷	۰/۰۰۰	I(0)
نسبت کل بدهی‌ها بر مبنای ارزش بازار	۶۰۰/۸۱	۰/۰۲۷	I(0)
نرخ ارز	۸۸۷/۹۵	۰/۰۰۰	I(1)
تورم	۱۶۲۵/۰۹	۰/۰۰۰	I(0)
نرخ بهره بلند مدت	۸۸۰/۵۲	۰/۰۰۰	I(0)
حجم نقدینگی	۸۳۲/۰۵	۰/۰۰۰	I(1)
ساختار دارایی‌ها	۶۵۳/۹۳	۰/۰۰۱	I(0)
ریسک تجاری	۱۳۰۰/۵۳	۰/۰۰۰	I(0)
نسبت جاری	۸۰۹/۰۳	۰/۰۰۰	I(0)
نسبت رشد	۱۰۶۹/۲۳	۰/۰۰۰	I(0)
اندازه شرکت	۷۳۸/۴۲	۰/۰۰۰	I(0)
بازده دارایی‌ها	۶۹۴/۸۶	۰/۰۰۰	I(0)

همان‌طور که در نگاره (۲) نیز قابل مشاهده است، نتایج آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته نشان می‌دهد که بجز دو متغیر نرخ ارز و حجم نقدینگی که در تفاضل مرتبه اول پایا هستند، بقیه متغیرهای تحقیق در سطح پایا می‌باشند. با توجه به اینکه برخی از متغیرهای تحقیق در سطح و برخی در تفاضل مرتبه اول پایا هستند، لازم است تا پس از برازش الگو و قبل از تجزیه و تحلیل نتایج آن، آزمون ریشه واحد بر روی جملات باقی‌مانده الگوهای تحقیق نیز انجام شود که در ادامه این‌کار صورت گرفته است.

در ادامه و قبل از برآزش الگوی تحقیق آزمون F لیمر (چاو) برای بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی انجام شده است. نتایج حاصل از این آزمون نگاره (۳) نمایش داده شده است.

نگاره (۳): آزمون F لیمر

روش پذیرفته شده	سطح احتمال	آماره F
روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲/۵۸

همان‌طور که در نگاره (۳) نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض H_0 است. در نتیجه، روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت پذیرفته شده و لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج حاصل از این آزمون نگاره (۴) نمایش داده شده است.

نگاره (۴): آزمون هاسمن

روش پذیرفته شده	سطح احتمال	آماره F
روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۳۵/۸۸

با توجه به نتیجه به دست آمده از آزمون هاسمن، روش پذیرفته شده برای الگوی تحقیق، روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت است. حال در ادامه به بررسی و تجزیه و تحلیل این الگو پرداخته شد که نتایج در نگاره (۵) ارائه شده است.

نگاره (۵): نتایج تخمین الگو

ضریب	آماره t	ضریب	
۰/۲۴۷	-۱/۱۶	-۰/۷۷	عرض از مبدا
۰/۰۰۷	۲/۷۲	۰/۲۲	نرخ ارز
۰/۵۷	-۰/۵۷	-۰/۰۲۱	نورم
۰/۰۲	۲/۳۳	-۱/۱۸	نرخ بهره
۰/۶۵	۰/۴۶	۰/۰۰۶	حجم نقدینگی

۰/۰۰۵	-۲/۷۹	-۰/۱۱	ساختار دارایی‌ها
۰/۰۰۰	۶/۴۹	۰/۰۰۹	ریسک تجاری
۰/۰۰۰	-۲۰/۶۳	-۰/۲	نسبت جاری
۰/۲۷	۱/۱۱	۰/۰۰۰۵	نسبت رشد
۰/۰۰۰	-۴/۹۱	-۰/۰۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۶/۴۹	-۰/۲۱	بازده دارایی‌ها
۰/۹۲۴			ضریب تعیین
۰/۹۱۴			ضریب تعیین تعدیل شده
۸۸/۰۳			آماره F
۰/۰۰۰			سطح خطای آماره F
۲/۰۲			آماره دوربین واتسون

همان‌طور که قبلاً نیز بیان گردید با توجه به اینکه برخی از متغیرهای تحقیق در سطح و برخی در تفاضل مرتبه اول پایا هستند، لازم است تا قبل از تجزیه و تحلیل نتایج تخمین الگو، آزمون ریشه واحد بر روی جملات باقی‌مانده الگوهای تحقیق نیز انجام شود که این بررسی از طریق آزمون همجمعی جملات باقی‌مانده کائو برای داده‌های تابلویی انجام شده است. لازم به توضیح است که فرضیه‌های این آزمون به صورت زیر است:

H_0 : میان باقی‌مانده های الگوی رگرسیون همجمعی وجود ندارد.

H_1 : میان باقی‌مانده های الگوی رگرسیون همجمعی وجود دارد.

نگاره (۶): نتایج آزمون همجمعی کائو بر روی جملات باقی‌مانده الگو

نتیجه	سطح خطا	مقدار آماره آزمون
رد فرض H_0	۰/۰۱۷	-۲/۱۶

نتایج به دست آمده در نگاره (۶) نشان دهنده وجود همجمعی در باقی‌مانده‌های الگوی رگرسیونی می‌باشد، به عبارت دیگر روابط بلندمدت میان متغیرهای تحقیق

وجود دارد. در نتیجه نتایج به دست آمده برای الگوی رگرسیونی معتبر می‌باشند و می‌توان از آماره های t و F به دست آمده برای استنباط آماری استفاده کرد. حال با توجه به نتایج به دست آمده از آماره F و سطح خطای آن در تخمین الگو که برابر $(۸۸/۰۳)$ و $(۰/۰۰۰)$ می‌باشند، در سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌توان بیان کرد که الگو به خوبی برازش شده است. همچنین با توجه به میزان ضریب تعیین تعدیل شده که برابر $(۰/۹۱۴)$ می‌باشد، می‌توان بیان کرد که بیش از ۹۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته این تحقیق به وسیله متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده شده است.

۱۱. تجزیه و تحلیل نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

۱۱.۱. آزمون فرضیه اول: در فرضیه اول به بررسی تأثیر نرخ ارز بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار پرداختیم. در کل با توجه به ضریب به دست آمده برای متغیر نرخ ارز که برابر $(۰/۲۲)$ می‌باشد و همچنین سطح معناداری آن که برابر $(۰/۰۰۷)$ می‌باشد، نتایج به دست آمده مؤید این مطلب است که نرخ ارز تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها دارد. در راستای نتایج به دست آمده می‌توان بیان کرد که با توجه به اینکه حجم زیادی از مواد و منابع اولیه مورد نیاز شرکت‌ها از بیرون از کشور تهیه می‌شوند، در نتیجه نرخ ارز و تغییرات آن عاملی بسیار مهم در بهای تمام شده خدمات و کالاها و البته به تبع آن قیمت فروش خواهد بود. در نتیجه در شرایطی که قیمت ارز افزایش یابد، حساب‌های پرداختی شرکت‌ها به عنوان یکی از اصلی‌ترین حساب‌های بدهی شرکت‌ها، افزایش خواهد یافت و پیرو آن نیز اهرم مالی شرکت نیز افزایش خواهد یافت. البته لازم به توضیح است که کلیه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌های واردکننده نبوده، بلکه برخی از آنها نیز شرکت‌های صادرکننده هستند و ممکن است که تغییرات نرخ ارز بر روی فعالیت آنها، پیامدهای متفاوتی داشته باشد، بدین صورت که با افزایش نرخ ارز سودآوری آنها نیز افزایش یافته و تبعاً نیاز به تأمین مالی خارجی (بدهی یا سهام) برای آنها کمتر خواهد شد. ولی با توجه به اینکه در این تحقیق کلیه شرکت‌ها با هم مورد بررسی قرار گرفته‌اند، در نتیجه می‌توان بیان کرد که برآیند تأثیر

تغییرات نرخ ارز بر ساختار سرمایه آن‌ها به صورت مستقیم می‌باشد، یعنی با افزایش نرخ ارز، اهرم مالی آن‌ها نیز افزایش می‌یابد. سایر تحقیقات انجام شده در این زمینه نظیر تحقیق مانز (۲۰۱۰) نشان از عدم ارتباط معنادار میان این دو متغیر داشت.

۱۱،۲. **آزمون فرضیه دوم:** در فرضیه دوم به بررسی تأثیر تورم بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار پرداختیم. در کل با توجه به ضریب به‌دست آمده برای متغیر نرخ ارز که برابر (۰/۰۲۱-) می‌باشد و همچنین سطح معناداری آن که برابر (۰/۵۷) می‌باشد، نتایج به‌دست آمده مؤید این مطلب است که تورم تأثیر معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها ندارد. با توجه به مبانی نظری مطرح شده و با توجه به اینکه در زمانی که تورم افزایش می‌یابد، سرمایه شرکت‌ها کاهش می‌یابد، در نتیجه شرکت‌ها نیاز به تأمین مالی خارجی پیدا خواهند کرد. حال برای تأمین مالی دو گزینه افزایش سرمایه یا استقراض پیش روی آنان است. همان‌طور که قبلاً بیان گردید، در دوران تورمی با توجه به اینکه نرخ بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یافته و آنان انتظار کسب بازده بیشتر دارند، این تمایل برای شرکت‌ها ایجاد خواهد شد که برای تأمین مالی روی به استقراض بیاورند. حال نکته قابل تأمل این است که آیا واقعا تأمین مالی از طریق استقراض به نفع آن‌هاست یا خیر. با توجه به نتیجه به‌دست آمده مشخص گردید که تورم تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها ندارد. پس در راستای نتیجه به‌دست آمده می‌توان بیان کرد که شرکت‌ها زیاد به تأمین مالی از طریق استقراض در دوران تورمی تمایل ندارند. دلیل اصلی آن را می‌توان آگاهی استقراض دهندگان از تورم و در نتیجه درخواست نرخ بهره بالاتر از شرکت‌ها دانست که سبب می‌شود تصمیمات تأمین مالی از طریق استقراض لزوماً روش بهینه برای تأمین مالی شرکت‌ها محسوب نشود. به همین دلیل برخی از شرکت‌ها در دوران تورم نیز ترجیح می‌دهند که از طریق افزایش سرمایه نیاز به منابع مالی خارجی خود را تأمین کنند، زیرا که پرداخت سود به سهامداران در گرو سودآوری شرکت می‌باشد و شرکت‌ها اجباری به پرداخت سود به آن‌ها ندارند، در صورتی‌که الزام به پرداخت هزینه بهره ناشی از استقراض برای شرکت‌ها وجود دارد. نتیجه به‌دست آمده مشابه نتیجه تحقیق مانز (۲۰۱۰) می‌باشد.

۱۱,۳. **آزمون فرضیه سوم:** در فرضیه سوم به بررسی تأثیر نرخ بهره بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار پرداختیم. در کل با توجه به ضریب به‌دست آمده برای متغیر نرخ ارز که برابر $(-1/18)$ می‌باشد و همچنین سطح معناداری آن که برابر $(0/02)$ می‌باشد، نتایج به‌دست آمده مؤید این مطلب است که نرخ بهره تأثیر منفی و معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها دارد. با توجه به مبانی نظری مطرح شده، از اصلی‌ترین عوامل انتخاب از بین روش‌های مختلف تأمین مالی، هزینه تأمین مالی ناشی از آن روش می‌باشد. هزینه تأمین مالی از طریق بدهی، همان هزینه بهره پرداختی بابت آن می‌باشد و همان‌طور که می‌دانید هزینه بهره نیز بر اساس نرخ بهره تعیین می‌شود. حال با توجه به این موضوع انتظار بر این است که هرچه نرخ بهره کمتر باشد، تمایل به تأمین مالی از طریق استقراض نیز افزایش می‌یابد. با توجه به نتیجه به‌دست آمده نیز این مورد تأیید شده است. نتیجه به‌دست آمده مشابه نتیجه تحقیق دی وریس (۲۰۱۰) و محمود و همکاران (۲۰۰۹) می‌باشد.

۱۱,۴. **آزمون فرضیه چهارم:** در فرضیه چهارم به بررسی تأثیر حجم نقدینگی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار پرداختیم. در کل با توجه به ضریب به‌دست آمده برای متغیر نرخ ارز که برابر $(0/006)$ می‌باشد و همچنین سطح معناداری آن که برابر $(0/65)$ می‌باشد، نتایج به‌دست آمده مؤید این مطلب است که حجم نقدینگی تأثیر معناداری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها ندارد. همان‌طور که در مبانی نظری نیز بیان شد با توجه به وجود سیستم‌های اقتصادی مختلف در کشورهای متفاوت و با توجه به سیاست‌های کلی اقتصاد در کشور ما که در راستای مشارکت بیشتر بخش خصوصی در اقتصاد می‌باشد، انتظار بر این است که با افزایش نقدینگی در کشور، بازار سرمایه در کشور رونق گرفته و بتواند نقش مهمی در تأمین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها داشته باشد، در صورتی که با توجه به نتیجه به‌دست آمده و اینکه حجم نقدینگی تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها ندارد، لذا می‌توان بیان کرد که این حجم نقدینگی به درستی هدایت نشده و در اختیار شرکت‌ها قرار نمی‌گیرد و به بازارهای موازی و غیر مولد نظیر بازارهای طلا و ارز کشیده شده که به طور قطع تبعات منفی برای اقتصاد به همراه خواهد داشت. نتیجه به‌دست آمده مغایر

با نتیجه تحقیق ستایش و همکاران در این زمینه می‌باشد. آنان در تحقیق خود دریافتند که ارتباط منفی و معناداری میان این دو متغیر وجود دارد.

۱۲. نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج به دست آمده از فرضیه‌های تحقیق، باید بیان شود که متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر با اهمیتی در تصمیم‌گیری‌های شرکت‌ها در خصوص نحوه تأمین مالی آن‌ها دارند و لازم است تا مدیران آن‌ها بیشتر به این متغیرها توجه نموده و آن‌ها را در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه قرار دهند. البته نکته مهم و قابل تأمل در رابطه با این متغیرها، امکان پیش بینی این متغیرها و تصمیم‌گیری براساس این پیش بینی‌هاست زیرا، هنگامی که هرکدام از این متغیرها در مقطع خاصی تغییر کند، قطعاً تأثیرگذاری خود را بر شرایط موجود خواهد گذاشت و اتخاذ تصمیم پس از تغییر صورت گرفته بر مبنای آن چندان مفید نخواهد بود، اما در صورتی که شرکت‌ها و مدیران آن‌ها بتوانند با توجه به شرایط موجود و چرخه‌های اقتصادی گذشته به پیش بینی آینده در خصوص این متغیرها اقدام نمایند و این پیش بینی‌ها نیز از دقت لازم برخوردار باشد، به مراتب برای آنان سودمندتر خواهد بود.

۱۳. محدودیت‌های تحقیق

برخی محدودیت‌ها در انجام این تحقیق وجود داشت که در ادامه به آن‌ها اشاره شده است:

الف) محدودیت‌های ناشی از دوره زمانی و مکانی تحقیق: با توجه به اینکه این تحقیق طی دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۹ و با توجه به اطلاعات موجود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته، در تسری نتایج به دست آمده به سال‌های متفاوت از این تحقیق و همچنین به سایر شرکت‌های موجود که در بورس فعالیت نمی‌کنند، باید با احتیاط عمل شود.

ب) محدودیت‌های ناشی از روش تحقیق: با توجه به اینکه در این تحقیق متغیرهای کلان اقتصادی و همچنین برخی ویژگی‌های خاص شرکت‌ها به عنوان متغیر مستقل و کنترل به کار گرفته شده و سایر عوامل مربوط احتمالی (نظیر اصول راهبری شرکتی و یا ویژگی‌های فردی مدیران) در این تحقیق ثابت فرض شده‌اند، ممکن است نتایج

به دست آمده تحت تأثیر متغیرهای حذف شده قرار گرفته و در نتیجه لازم است تا در به کارگیری نتایج به دست آمده در عمل با احتیاط برخورد شود.

۱۴. پیشنهادهای تحقیق

با توجه به تحقیق انجام شده پیشنهادهای زیر به منظور بهبود وضع موجود و همچنین در راستای پژوهش‌های آتی به شرح زیر بیان می‌گردند.

۱۴,۱. پیشنهادهای کاربردی

در راستای تحقیق انجام شده و نتایج به دست آمده از آن، برخی از پیشنهادهای تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود:

- با توجه به اینکه مهم‌ترین هدف اقتصادی در هر کشور، توسعه اقتصادی و رشد اقتصادی پایدار می‌باشد، به قانونگذاران و همچنین تدوین‌کنندگان سیاست‌های کلان اقتصادی در کشور توصیه می‌شود تا با حمایت بازارهای مالی و همچنین بازار سرمایه از بروز اختلال و نوسان در آن جلوگیری نمایند. زیرا که از اصلی‌ترین منابع تأمین مالی شرکت‌ها استفاده از ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه و همچنین بانک‌ها می‌باشند. همچنین به آنان توصیه می‌شود تا با ایجاد ابزارهای نوین تأمین مالی نظیر ابزارهای موجود در سایر کشورها، با بررسی امکان‌سنجی، اقدام به ایجاد آن‌ها نمایند. زیرا تنوع در ابزارهای مالی از راه‌های جذب سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها می‌باشد.
- به مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود تا متغیرهای کلان اقتصادی را به عنوان عوامل مهم و تأثیرگذار بر نحوه تأمین مالی، بیشتر مورد توجه قرار داده و آن‌ها را در الگوهای تصمیم‌گیری خود مورد استفاده قرار دهند.
- به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود تا در شرایط مختلف اقتصادی در خصوص نحوه سرمایه‌گذاری خود در سهام شرکت‌ها یا در بانک‌ها با دقت بیشتری رفتار نموده تا دچار زیان نشوند.

۱۴,۲. پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- بررسی ارتباط بین سازوکارهای اصول راهبری شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها

- بررسی ارتباط بین ویژگی‌های فردی مدیران شرکت‌ها (نظیر سطح دانش مالی و اقتصادی آنها) در تصمیم‌گیری‌های مربوط به تأمین مالی آنها
- بررسی و امکان‌سنجی شیوه‌های نوین تأمین مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران
- انجام تحقیق مشابه در شرکت‌های مختلف به تفکیک صنایع مختلف یا شرکت‌های تولیدی واردکننده و صادرکننده یا شرکت‌های تولیدی، بازرگانی و خدماتی
- بررسی وجود نظریه زمانبندی بازار سرمایه در شرکت‌های موجود در بورس تهران و نقش آن در تصمیمات مرتبط با افزایش سرمایه آنها
- بررسی دلایل تأمین مالی از طریق سهام در مقابل بدهی از دیدگاه مدیران شرکت‌ها
- بررسی تفاوت الگوی ساختار سرمایه در شرکت‌های بزرگ و کوچک موجود در صنعت خاص

منابع و مأخذ

۱. پورحیدری، امید (۱۳۸۲). "نوع صنعت و تأثیر آن بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، دوره ۸، شماره ۱۶، صص ۴۹-۶۰
۲. ستایش، محمدحسین، کریمی، لیلا و کریمی، زهره (۱۳۹۰)، «بررسی ارتباط میان متغیرهای کلان اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *تحقیقات حسابداری*، شماره ۱۱

۳. شاکر طاهری، سید حسین (۱۳۷۸)، «بررسی میزان توجیه پذیری استفاده از روش افزایش سرمایه جهت تأمین مالی و تأثیر آن بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری*، دانشگاه تهران

۴. نوفرستی، محمد (۱۳۷۸)، «ریشه واحد و همجمعی در اقتصاد سنجی»، تهران، *خدمات فرهنگی*
رسا

5. Annalieu De Vries.(2010). The effect of Firm Characteristics and Economic Factors on the capital structure of South African listed industrial firms. Unpublished Dissertation at the Faculty of Economic and Management Sciences, Stellenbosch University.
6. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2003). Essentials of investments. New York: McGraw-Hill.
7. Brigham, E.F. & Houston, J.F. (1998). Fundamentals of financial management. 8th edition. Mason: Thomson.
8. Christopher F. Baum, Atreya Chakraborty, Boyan Liu(2010)."The impact of macroeconomic uncertainty on firms' changes in financial leverage", *International Journal of Finance & Economics* ,Volume 15, Issue 1, pages 22–30, January
9. DeAngelo, H. & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8:3–29.
10. Gaud, P, Jani, E., Hoesli, M. & Bender, A. 2004. The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1):51–69.
11. Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance* 46:297–355.
12. Hochman, S. & Palmon, O. (1983). The irrelevance of capital structure for the impact of inflation on investment. *The Journal of Finance* 38(3):785–794.
13. Hough, J. & Neuland, E. (2007). Global business: Environments and strategies. 3rd edition. Cape Town: Oxford Southern Africa
14. Kim, M.K. & Wu, C. (1988). Effects of inflation on capital structure. *The Financial Review* 23(2):183–200.
15. Korajczyk, R. & Levy, A. 2003. Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1):75–109.
16. Leland, H.E. (1994). Corporate debt value, bond covenants and optimal capital structure. *The Journal of Finance* 49(4):1213–1252.
17. Mahmud, Muhammad, Herani, Gobind M., Rajar, A. W. and Farooqi. (2009). "Economic Factors Influencing Corporate Capital Structure in Three Asian Countries: Evidence from Japan, Malaysia and Pakistan" <<http://mpr.ub.uni-muenchen.de/15003/1/MPRA-Paper-15003.pdf>>.
18. Modigliani, F. (1982). Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation. *The Journal of Finance* 37(2):255–273.

19. Modigliani, F. & Miller, M.H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3):433–443.
20. Musgrave, R.A. & Musgrave, P.B. (1973). Public finance in theory and practice. New York: McGraw-Hill.
21. Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 39(3):575– 592.
22. Nadia Mans. (2010) .The effect of the changing economical environment on the capital structure of South African listed industrial firms. Unpublished Dissertation at the Faculty of Economic and Management Sciences, Stellenbosch University.
23. Nandy, Monomita(2007). “The Impact of Macroeconomic Factors on the Structure on Indian Copanies” Institute of Chartered Financial Analysis of India(ICFAI) School of Finance Studies (ISFS).
24. Schall, L.D. (1984). Taxes, inflation and corporate financial policy. *The Journal of Finance* 39:105–126.
25. Vasicek, O. (1977). An equilibrium characterization of the term structure. *Journal of Financial Economics* 5:177–188.

The Impact of Macroeconomics Variables on Corporate Financing Decisions

Mohsen Dastgir¹

Vali Khodadadi²

Saeed Hajizadeh³

Abstract

The aim of this paper is to investigate the impact of macroeconomics conditions on Financing Decisions of Companies listed in Tehran stock exchange (TSE). For this purpose, data from 274 companies for 12 years period between the years 1999 to 2010 were used. Before estimating the model, unit root and cointegration test was performed and the results confirm the existence of stationary of all variables. The method of using panel data regression model was fitted to the case. Result shows that exchange rate have significantly positive and interest rate significantly negative impact on corporate Financing Decisions. The results also showed that inflation and money supply growth rate have no significant effect on corporate financing decisions.

Keywords: financing, interest rate, money supply growth, inflation, exchange rate

1.Professor Of accounting, Shahid Chamran University of Ahwaz (Corresponding Author) Email: dastmw@yahoo.com

2.Assistance Professor of Accounting, Shahid Chamran University of Ahwaz

3.M.A of Accounting, Shahid Chamran University of Ahwaz