

تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران

جواد شکرخواه *

کیوان قاصدی دیزجی **

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران می‌پردازد. بدین منظور نرخ تورم، نرخ برابری ارز، نرخ رشد اقتصادی، نرخ بهره بانکی و میزان اعتبارات بانکی به عنوان نماینده متغیرهای کلان اقتصادی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام به شاخصی جهت تصمیم‌گیری نحوه تامین مالی توسط مدیران در نظر گرفته شدند. داده‌های مورد نظر برای انجام این پژوهش از اطلاعات شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ گردآوری و از نظر آماری با به کارگیری مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی، تجزیه و تحلیل شده است. با توجه به نتایج پژوهش، از بین متغیرهای کلان اقتصادی سه متغیر نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی و نرخ بهره بانکی با نسبت بدهی به عنوان شاخصی جهت تصمیمات تامین مالی مدیران رابطه‌ای معنادار و با جهت منفی دارد، ولی متغیرهای نرخ برابری ارز و میزان اعتبارات بانکی با نسبت بدهی رابطه‌ای معنادار ندارند.

واژگان کلیدی: نسبت بدهی، نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، نرخ بهره بانکی، نرخ برابری ارز، میزان اعتبارات بانکی

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی (نویسنده مسئول) keivan.ghasedi@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۴/۲۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۳/۴

مقدمه

به طور کلی عوامل تعیین کننده و مؤثر بر ساختار مالی شرکت‌ها به دو دسته تقسیم می‌شوند. عوامل درونی و عوامل بیرونی. منظور از عوامل درونی، عواملی است که از ماهیت و ویژگی‌های فعالیت شرکت ناشی می‌شوند. به عبارت دیگر ناشی از ویژگی‌های عملیاتی نظیر سودآوری، مقدار دارایی‌های ثابت شرکت، فرصت‌های رشد شرکت، حجم فروش می‌باشد و مراد از عوامل بیرونی عواملی است که از بیرون موسسه و یا شرکت پدید می‌آیند و مربوط به محیط سیاسی، اجتماعی و اقتصادی موسسه و یا شرکت مذکور می‌باشد. برای اهمیت تأثیر محیط اجتماعی فرض کنید که مردم یک کشور بنا به مسائل فرهنگی و یا مذهبی تمایلی به سرمایه‌گذاری و یا خرید اوراق قرضه و مشارکت ندارند. بنابراین متغیرهای محیطی اجتماعی می‌تواند به طرق مختلف بر تصمیمات تأمین مالی اثر گذارد. در مورد متغیرهای محیطی سیاسی نیز عواملی نظیر ریسک‌های به وجود آمده ناشی از تنش‌های سیاسی، روابط سیاسی بین‌الملل، وجود تحریم‌ها، سیستم‌های حکومتی اشاره کرد که این عوامل یا بطور مستقیم و یا غیر مستقیم و با تأثیر بر شاخص‌های اقتصادی می‌تواند بر تصمیمات مذکور تأثیر گذار باشد.

مهم‌ترین عاملی که موضوع بحث این تحقیق نیز می‌گردد متغیرهای اقتصادی می‌باشند. متغیرهای اقتصادی و به طور خاص متغیرهای کلان اقتصادی همانطور که در ادبیات اقتصادی عنوان می‌شود آینه شرایط و وضعیت کلی یک جامعه می‌باشد. به نحوی که می‌توان تبلور تأثیرات سایر ویژگی‌های محیطی اجتماعی و سیاسی را حتی در آن مشاهده نمود. متغیرهای کلان اقتصادی مورد نظر می‌تواند شامل نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، نرخ بهره بانکی، نرخ مالیات، تولید ناخالص ملی و داخلی، میزان تسهیلات اعطایی بانکها، حجم نقدینگی و بسیاری دیگر از متغیرهای مربوط باشد که ممکن است تأثیرات با اهمیتی بر تصمیمات مربوط بر انتخاب روش تأمین مالی مورد نظر و جهت‌دهی به ساختار سرمایه باشد.

بنابراین تحقیق جاری می‌تواند راه را برای شناخت ابعادی از ساختار سرمایه و نحوه تأمین مالی شرکت‌ها هموارتر نموده تا از این رهگذر بتوانیم با بررسی وضعیت موجود (آنچه که هست) مدل‌های تصمیم‌گیری مدیران، برنامه‌ریزی جامعی در تحقق سرمایه بهینه (آنچه که باید باشد) داشته باشیم. همچنین تحقیق مذکور می‌تواند با بررسی رفتار مدیران

نسبت به تغییرات شاخص‌های اقتصادی، کمک شایانی به فضای کسب و کار و پیش‌بینی نیازهای تأمین مالی مورد نظر مدیران داشته باشد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت ساختار سرمایه می‌گویند (قالیباف اصل، ۱۳۸۴). در بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها تلاش می‌شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آنها در تأمین مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز تبیین شود (مایرز، برونن^۱ و همکاران، ۲۰۰۶). به عبارت دیگر، هدف از تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی شرکت به منظور پیشینه‌سازی ثروت سهامداران است (باقرزاده ۱۳۸۲). انتخاب ساختار سرمایه مطلوب منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن می‌شود (مدرس، عبدالله زاده، ۱۳۷۸).

این موضوع که شرکت‌ها چگونه ترکیب منابع مالی راهبردی خود را انتخاب و تعدیل می‌کنند، مدت‌ها کانون توجه بسیاری از محققین مالی بوده و هنوز هم منشا بحث‌های فراوان است (مارکز^۲، سانتوز^۳، ۲۰۰۴). البته زمانی اعتقاد بر این بود که ماهیت چنین مسائلی به قدری پیچیده است که نمی‌توان به تدوین نظریه معقولی در این زمینه پرداخت. در حدود نیم قرن پیش وستون^۴ (۱۹۹۵) باب آغاز بحث درباره امکان تدوین چنین نظریه‌هایی را گشود و ادامه چنین مباحثی در نهایت باعث شد که مودیلیانی^۵ و میلر^۶ (۱۹۵۸) نخستین نظریه ساختار سرمایه را تدوین کنند.

مطالعات نشان می‌دهد که از زمان انتشار مقاله آنها، نظریه‌های گوناگون و الگوهای متعددی درباره ساختار سرمایه شرکت‌ها و چگونگی انتخاب آن تدوین شده است، با این حال هیچ یک از این نظریه‌ها و الگوها به تنهایی نتوانسته‌اند عوامل موثر در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها را کاملاً تبیین و پاسخ قاطعانه‌ای برای این پرسش فراهم کنند که چرا در شرایط گوناگون تعدادی از شرکت‌ها برای تأمین مالی فعالیت‌های خود گزینه انتشار سهام، بعضی به کارگیری منابع داخلی و برخی دیگر روش استقراض را انتخاب می‌کنند؟ (مایرز، ۲۰۰۱)

1. Myers, Brounen
2. Marques
3. Santos
4. Weston
5. Modigliani
6. Miller

در همین راستا، مایرز (۱۹۸۴) بحث ساختار سرمایه شرکت‌ها را به پازل تشبیه کرده و به تبع وی کاماث^۱ (۱۹۹۷) آن را نوعی رمز و مجله اکومونیست (شماره ۶ ژانویه ۱۹۹۶) آن را نوعی معما نامیده است. با این حال مایرز (۱۹۸۴) ضمن ارائه راه حل مستدل و متقاعد-کننده، دو دیدگاه نظری را مطرح و آنها را در قالب نظریه توازن و نظریه سلسله مراتب نقد و بررسی کرده است. در نظریه توازن فرض می‌کند که شرکت‌ها هزینه‌های ورشکستگی (بحران های مالی) خود را با استفاده از صرفه جویی های مالیاتی حاصل از بدهی ها متعادل می‌کنند و بر اساس نظریه سلسله مراتب، شرکت‌ها منابع مورد نیاز خود را ابتدا از محل سود انباشته و در نهایت از طریق انتشار سهام تأمین می‌کنند.

به اعتقاد مایرز (۱۹۸۴) از نظریه‌های اخیر می‌توان حداقل به دو نتیجه‌گیری مهم دست یافت. بر اساس نظریه توازن، اولاً برای هر شرکت می‌توان سرمایه هدف (یا ساختار سرمایه بهینه) یا یک نسبت بدهی هدف تعریف کرد، ثانیاً بدهی‌های شرکت در طی زمان موجب تعدیل اهداف مذکور و حذف تدریجی انحرافات موجود می‌شود. نظریه سلسله مراتبی نیز حاکی از وجود ترتیب مشخصی در انتخاب گزینه‌های تأمین مالی شرکت است. بدین ترتیب می‌توان چنین ادعا کرد که مایرز (۱۹۸۴) این دو نظریه را چارچوب جامعی دانسته که به کمک آن‌ها می‌توان به تبیین بسیاری از واقعیت‌های موجود پرداخت. شاید همه این نظریه‌ها بخشی از مجموعه عوامل گسترده‌ای به‌شمار آید که با کمک آنها بتوان ساختار سرمایه شرکت‌ها را تعیین کرد.

بررسی پیشینه تاریخی نظریه توازن، حاکی از وجود کاستی‌هایی در نسخه اولیه آن است. در نظریه مذکور، محدود کردن پرداخت‌های مالیاتی، که خود انگیزه‌ای برای روی آوردن شرکت‌ها به استفاده از بدهی است مطلوبیت فراوانی دارد (برای مطالعه حالت افراطی این امر به میلر و مودیلیانی ۱۹۶۳ مراجعه شود). در عین حال پژوهش‌های تجربی در ایالات متحده نشان می‌دهد که در مقاطع معینی از زمان، نسبت بدهی شرکت‌ها با نرخهای مالیات بر درآمد هم‌خوانی نداشته است. جالب این‌که قدمت اخذ مالیات بر درآمد شرکت‌ها به یک قرن می‌رسد، اما تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی بسیار پیش از آن نیز وجود داشته است. بدین ترتیب می‌توان ادعا کرد که استفاده از مزایای مالیاتی نمی‌تواند دلیل اصلی استفاده از بدهی در تأمین مالی و حضور آن در ترکیب ساختار سرمایه شرکت‌ها به حساب آید (بدری، ایمنی فر، ۱۳۹۰).

نظریه سلسله مراتب در زمینه تأمین مالی از طریق انتشار سهام نیز با معادلات و چالش‌های مهمی روبروست. به گونه‌ای که بر اساس پژوهش‌های انجام گرفته، شرکت‌ها از این ابزار بیش از اندازه (فرانک و گویال ۲۰۰۳) و در مواقع نامناسب (فاما^۱، فرنچ^۲ ۲۰۰۴، لیری^۳، رابرتز^۴ ۲۰۰۶) استفاده می‌کنند. همچنین در حالی که بر اساس نظریه مزبور دلیل اصلی انتشار اوراق بدهی از سوی شرکت‌ها کمبود منابع مالی عنوان شده، شواهد تجربی نشان می‌دهد که عوامل مهم‌تر دیگری نیز وجود دارد. (فرانک و گویال، ۲۰۰۳). در زمینه ساختار سرمایه شرکت‌ها، باور رایج در رویکردهای سنتی اصولاً این بوده که هر شرکت با توجه به ویژگی‌هایش، از ظرفیت (عادی) بدهی برخوردار است. منظور از ظرفیت مذکور، سطحی از بدهی است که موجب کاهش هزینه‌های مالی شرکت می‌شود. در آن زمان تصور بر این بود که تغییرات هزینه سرمایه شرکت‌ها تا آستانه ظرفیت مزبور بسیار کم است. چون تعیین ظرفیت بدهی شرکت نیز عملی نبود، تصمیم‌گیری مالی به تجربه و حس درونی مدیران مالی شرکت، بستگی داشت و شکل‌گیری این حس درونی نیز بر اساس مجموعه‌ای از قواعد طلایی صورت می‌گرفت که در تصمیم‌گیری‌های مالی (برای مثال، تطابق تاریخ سررسید بدهی‌ها و عمر مفید دارایی‌ها) و عواملی مانند ارزش دارایی‌های شرکت (عمدتاً املاک و مستغلات)، توانایی بازپرداخت بدهی‌ها در آینده، روش مدیریت بدهی‌ها در گذشته و غیره، از آنها استفاده می‌شد (دونالدسون^۵، ۱۹۶۱).

بعدها و طی دهه‌های ۵۰ و ۶۰ برای ترمیم نقص‌های تئوریک موجود، نظریه‌های نوین ساختار مالی توسط میلر و مودیلیانی و همچنین توسط صاحب‌نظرانی چون هیدشلیفر^۶ و اشتگلتر^۷ مطرح شد که بعدها این نظریه‌ها نیز در عمل با محدودیت‌های گاه اساسی روبرو شدند. اما به راستی کلید این معما کجاست؟

با مطالعه متون و مقاله‌های مرتبط با نظریه‌های ساختار سرمایه احساس می‌شود که همه این متون دچار نوعی آشفتگی می‌باشند. به نظر محقق می‌بایست ابتدا این دو سوال اساسی که در تمامی نظریه‌های موجود آگاهانه و یا ناآگاهانه با یکدیگر ادغام شده‌اند، تفکیک گردد تا بتوان اندکی به پاسخ این معما نزدیک‌تر شد. این مسئله را می‌توان در ذیل دو

1. Fama
2. French
3. Leary
4. Roberts
5. Donaldson
6. Hirshleifer
7. Stiglitz

سوال جداگانه مطرح نمود که هر یک در حوزه‌ای متفاوت قابل طرح و بررسی است و هر گونه ادغام این دو سوال معمای مزبور را پیچیده‌تر خواهد کرد.

(۱) مدیران بر چه اساسی نسبت به تصمیمات تأمین مالی اقدام می‌کنند و چه متغیرهایی بر تصمیم‌گیری آنها تاثیرگذار می‌باشد؟

(۲) مدیران تا چه میزانی می‌بایست نسبت به تأمین مالی اقدام کنند و نسبت بهینه ساختار سرمایه چیست؟

در این تحقیق سعی شده است تا به سوال اول که همان مبنای اتخاذ تصمیمات تأمین مالی از بین طرق گوناگون موجود می‌باشد، پاسخ داده شود و چون در تحقیقات بسیاری، متغیرهای درون شرکتی مورد بررسی و تحقیق قرار گرفته است، در این مطالعه متغیرهای برون شرکتی در قالب متغیرهای کلان اقتصادی بررسی و مطالعه می‌گردد.

تأثیر نوسانات نرخ رشد اقتصادی بر ساختار سرمایه

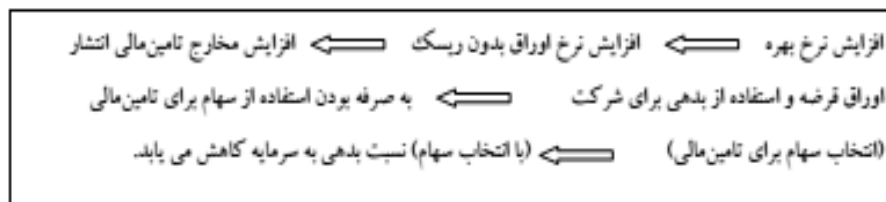
می‌توان نتیجه‌گیری کرد که نرخ رشد اقتصادی از میزان رشد تولید ناخالص ملی قابل محاسبه است. از دیگر سو با رونق اقتصادی و همچنین افزایش ظرفیت‌های تولید و در نتیجه رشد تولید ناخالص داخلی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش پیدا خواهد کرد. تعیین رابطه بین تغییرات تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه را می‌توان بدین صورت بیان کرد که، بین تغییرات تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه یک رابطه منفی وجود دارد. با این توضیح که افزایش در تولید ناخالص ملی که متشکل از مجموع تولیدات داخلی یک کشور رونق یافته و در نتیجه بهبود جریان‌های نقدی و جریان‌های مربوط به سود را در پی خواهد داشت. از آنجایی که یکی از منابع تأمین مالی شرکت‌ها استفاده از اندوخته‌ها و سودهای انباشته شده است؛ لذا استفاده از این منبع تأمین مالی باعث کاهش نسبت بدهی‌ها به ارزش ویژه می‌شود که نشان‌دهنده ارتباط منفی بین تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه است (بوک پین^۱، ۲۰۰۹). این رابطه (رابطه منفی بین تغییرات تولید ناخالص ملی و ساختار سرمایه) در تحقیق انجام شده توسط فنلی و کیف من^۲ (۲۰۰۲) مورد تأیید قرار گرفته است.

1. Bokpin
2. Fanelli and Keifman

تأثیر نوسانات نرخ بهره بر ساختار سرمایه

نرخ بهره به عنوان یک شاخص اقتصادی در بنگاه‌های اقتصادی نقش کلیدی دارد. از آنجایی که در تصمیم‌گیری‌های مدیران پول نقش کلیدی را بر عهده دارد، تغییرات نرخ بهره نیز در این موارد با اهمیت است.

به طور کلی تغییراتی که در نرخ بهره ایجاد می‌شود، بر کلیه تصمیم‌گیری‌ها درباره تأمین مالی تأثیرگذار است؛ به طوری که افزایش در نرخ بهره باعث خواهد شد تا نرخ مورد انتظار اعتباردهندگان نیز افزایش یابد. این افزایش باعث بالا رفتن نرخ بهره بدون ریسک (نرخ بهره اوراق قرضه یا مشارکت دولتی) می‌شود که هزینه‌های مربوط به تأمین مالی شرکت را برای تأمین اعتبار لازم از طریق انتشار اوراق قرضه افزایش می‌دهد. از آنجایی که مدیران مالی در پی دستیابی به منابع مالی با کمترین هزینه هستند؛ لذا با توجه به افزایش نرخ بهره و بالا رفتن هزینه تأمین مالی اوراق قرضه این امر به احتمال زیاد حذف گزینه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه را به همراه خواهد داشت (بوک پین، ۲۰۰۹). به همین منظور مدیران برای تأمین مالی از طریق انتشار سهام تمایل می‌یابند که نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه هزینه کمتری را برای شرکت در پی خواهد داشت، زیرا انتشار سهام این مزیت را دارد که شرکت می‌تواند بدون هیچ‌گونه محدودیتی مشروط به وجود تقاضا در بازار، به میزان مورد نیاز، سهام عرضه و به فروش برساند. بر اساس موارد فوق می‌توان به این نتیجه رسید که افزایش نرخ بهره باعث بالا رفتن هزینه‌های تأمین مالی شرکت از طریق انتشار اوراق قرضه می‌شود و مدیران برای تأمین مالی خود از سهام استفاده می‌کنند که باعث کاهش اهرم مالی خواهد شد. بر این اساس به طور کلی رابطه نرخ بهره و ساختار سرمایه (در این نوشته منظور نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان می‌باشد) به صورت منفی است. تأثیر تغییرات نرخ بهره بر ساختار سرمایه را می‌توان به صورت نمودار زیر خلاصه کرد:



تأثیر نوسانات نرخ تورم بر ساختار سرمایه

از جمله مواردی که می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های مدیران درباره تامین مالی مهم و با اهمیت باشد، تغییرات و نوسانات نرخ تورم است. با توجه به آن که در بلند مدت افزایش نرخ تورم، متورم شدن جریان‌های نقدی و یا به عبارت دیگر بهبود جریان‌های ورودی و جوه نقد به شرکت را در پی خواهد داشت، باعث می‌گردد تا اندوخته‌ها و میزان سودهای تقسیم‌نشده شرکت نیز افزایش یابد. از آنجایی که یکی از منابع تامین مالی شرکت‌ها، استفاده از سود انباشته شرکت است؛ لذا با انجام تامین مالی از طریق سود انباشته اهرم مالی شرکت کاهش خواهد یافت که نشان‌دهنده ارتباط منفی بین نرخ تورم و ساختار سرمایه است (دراپتز و همکاران^۱، ۲۰۰۷).

تأثیر نوسانات میزان اعتبارات بانکی بر ساختار سرمایه

به طور کلی میزان اعتبارات بانکی مستقیماً مرتبط با سیاست‌های اتخاذ شده بانک مرکزی درباره سیاست‌های پولی است. در صورتی که بانک مرکزی در امر کنترل بازار پول از سیاست‌های باز و انبساطی استفاده کرده باشد و اعطای وام‌ها و تسهیلات با شرایط و محدودیت‌های کمتری همراه باشد؛ شرکت‌ها به تامین مالی از طریق استفاده از این اعتبارات و تسهیلات بانکی روی می‌آورند، لذا این امر باعث افزایش میزان تعهدات و بدهی‌های شرکت می‌شود و نهایتاً منجر به افزایش نسبت بدهی‌ها به ارزش ویژه می‌شود. در مقابل اگر سیاست‌های پولی بانک مرکزی انقباضی باشد و برای اعتبارات و تسهیلات بانکی محدودیت در نظر گرفته شود باعث می‌گردد تا شرکت‌ها برای تامین مالی و جوه مورد نیاز از سایر روش‌ها همچون انتشار سهام استفاده می‌نمایند که در نهایت منجر به کاهش نسبت بدهی‌ها به سرمایه آنها می‌شود. بر اساس موارد فوق می‌توان به وجود یک ارتباط مثبت بین میزان اعتبارات بانکی و ساختار سرمایه پی برد (بوک پین، ۲۰۰۹).

تأثیر نوسانات نرخ ارز بر ساختار سرمایه

به طور کلی تغییرات نرخ ارز بر ساختار سرمایه آن دسته از بنگاه‌های اقتصادی که از اعتبارات خارج از کشور استفاده می‌کنند و یا آن دسته از شرکت‌های که نسبت به واردات و صادرات مواد و محصولات خود اقدام می‌کنند می‌تواند تأثیرگذار باشد. زیرا از آنجایی

که منابع مالی که از این طریق وارد شرکت می‌شوند، می‌بایست به پول داخلی کشور تبدیل شود لذا افزایش ارزش پول داخلی در مقابل ارز سایر کشورها می‌تواند منجر به دستیابی شرکت به منابع مالی بیشتر شود. همچنین از سویی دیگر افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول داخلی باعث خروج بیشتر وجوه نقد و همچنین افزایش میزان هزینه بهره شرکت خواهد شد که این امر افزایش نسبت بدهی‌ها به ارزش ویژه را در پی دارد، ضمن آنکه شرکت باید از میزان بیشتری بدهی استفاده کند. بر این اساس بین تغییرات نرخ ارز و ساختار سرمایه یک رابطه مثبت وجود دارد (فنی، کیف من، ۲۰۰۲).

همان‌گونه که عنوان شد، مطالعات داخلی و خارجی بسیاری راجع به ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن انجام شده که مرور آنها به انجام بهتر این مطالعه کمک می‌نماید. جدول شماره ۱ پیشینه تحقیقات خارجی و جدول شماره ۲ پیشینه تحقیقات داخلی در این باب را نشان می‌دهد.

جدول ۱. پیشینه تحقیقات خارجی

نام تحقیق	سال تحقیق	نام محققان	موضوع تحقیق	نتیجه تحقیق
هزینه سرمایه، تأمین مالی شرکت‌ها و تئوری سرمایه‌گذاری	۱۹۵۸	مودیلیانی و میلر	بررسی ساختار سرمایه و هزینه‌های مربوط به آن	تحت مفروضاتی خاص از جمله کارا بودن بازار، نبود مالیات، فقدان هزینه‌های ورشکستگی، عدم وجود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه عاملی اساسی در تعیین ارزش شرکت محسوب نمی‌شود و ارزش شرکت مستقل از ترکیب ساختار سرمایه است.
در مورد ساختار سرمایه چه می‌دانیم	۱۹۹۵	راجان و زینگلس ^۱	مقایسه تصمیم‌های تأمین مالی در هفت کشور صنعتی آمریکا، انگلیس، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا و ژاپن	اهرم مالی با شاخص سودآوری شرکت‌ها رابطه منفی و با ارزش بازار دارایی‌های ثابت مشهود و اندازه شرکت رابطه مثبت دارد.
عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه با شواهد تجربی در کشور اسپانیا	۲۰۰۴	میگوئل و پی نادو	بررسی ساختار سرمایه و نقدینگی، نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت و نسبت بدهی‌های بلند-مدت	وجود ارتباط معکوس بین میزان نقدینگی و اهرم مالی ارجح بودن استفاده از نقدینگی شرکت در تأمین مالی در مقایسه با اهرم وجود همبستگی مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه و میزان بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت
عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه	۲۰۰۵	چن و روگر ^۲	بررسی رابطه بین متغیرهای اندازه شرکت، عمر شرکت، ریسک تجاری، نرخ رشد فروش شرکت، مالیات، شاخص سودآوری و دارایی‌های نامشهود با ساختار سرمایه	شاخص سودآوری، میزان دارایی‌های نامشهود، مالیات و حجم فروش با ساختار سرمایه دارای رابطه مثبت و اندازه شرکت، عمر شرکت، ریسک تجاری با ساختار سرمایه دارای رابطه منفی هستند.
ویژگی‌های شرکت، شرایط اقتصادی و تعدیلات ساختار سرمایه	۲۰۰۷	دراپتز و همکاران	بررسی رابطه ساختار سرمایه و نرخ ارز، نرخ بهره کوتاه مدت، میزان اعتبارات، اندازه شرکت، ریسک شرکت، سود سهام سالانه	نوسانات ایجاد شده در هر یک از متغیرهای کلان اقتصادی در نظر گرفته شده در تحقیق به سرعت در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها مؤثر هستند. همچنین تغییرات در سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی می‌تواند در هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها به طور محسوس مؤثر باشند
نام تحقیق	سال تحقیق	نام محققان	موضوع تحقیق	نتیجه تحقیق
بررسی تغییرات ساختار سرمایه در	۲۰۰۹	سونگ و شین	بررسی رابطه نرخ بهره، میزان تولید ناخالص	شرایط مساعد و مطلوب اقتصادی یا نامساعد آن و همچنین متغیرهای کلان اقتصادی یک کشور بر توسعه

1. Rajan and Zingales
2. Chen and Roger

برابر تحولات وضعیت اقتصادی	آدرین ^۱	ملی، نرخ تورم و نرخ ارز با ساختار سرمایه	ساختار سرمایه شرکت‌ها به سرعت تأثیرگذار است و برای تعیین ساختار سرمایه بهینه نه تنها عوامل درونی شرکت تأثیرگذار بوده بلکه باید وضعیت اقتصادی و نوسانات مربوط به متغیرهای کلان اقتصادی و همچنین سیاست‌گذاری‌های انجام شده درباره آن‌ها، مورد توجه قرار گیرد.
بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات ساختار سرمایه	۲۰۰۹ بوک پین ^۲	بررسی تأثیرات متغیرهای کلان اقتصادی و ساختار سرمایه در ۳۴ کشور	از میان متغیرهای کلان اقتصادی، نرخ ارز و میزان اعتبارات بانکی به صورت مثبت و تولید ناخالص ملی و نرخ تورم به صورت منفی بر ساختار سرمایه تأثیرگذار بوده‌اند. همچنین نتایج حاکی از یک رابطه مثبت بین ساختار سرمایه و میزان نسبت بدهی کوتاه‌مدت، میزان نسبت بدهی بلند مدت و میزان پرداخت سود سهام است
بررسی اثر انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها بر ساختار سرمایه	۲۰۱۰ کلارک ^۳	مطالعه تجربی انعطاف-پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه و ترکیب منابع مالی شرکت‌های آمریکایی	شرکت‌هایی که از انعطاف بیشتری در مسائل مالی و تصمیمات مالی برخوردار هستند، قدرت دستیابی بیشتری به منابع مالی مختلف و ارزان قیمت دارند و می‌توانند در تأمین وجوه مورد نیاز خود بهتر و موفق‌تر عمل کنند.
رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت با توجه به میزان رقابت موجود در صنعت	۲۰۱۳ فوسا	تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت و آزمون میزان رابطه‌ای از آن که وابسته به رقابت بازار تولیدی می‌باشد	اهرم مالی تأثیری مثبت و معنی‌دار بر عملکرد شرکت دارد. همچنین نتایج گویای این موضوع بود که رقابت بازار تولیدی تأثیر افزایشی بر اهرم دارد.

جدول ۲. پیشینه تحقیقات داخلی

نام تحقیق	سال تحقیق	نام محققان	موضوع تحقیق	نتیجه تحقیق
رابطه بین ساختار سرمایه و بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران	۱۳۸۲	احمدی	بررسی رابطه شاخص‌های تعیین‌کننده بازده شرکتها و ساختار سرمایه	بین ساختار سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سود قبل از کسر مالیات به فروش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. اما وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و بازده سهام اثبات شده است.
تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۸۲	باقرزاده	بررسی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران	الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً تابع مستقیم متغیرهایی نظیر میزان دارایی‌های ثابت شرکت، حجم فروش سالانه و میزان سود آوری شرکت هستند
عوامل مؤثر بر	۱۳۸۵	محمدی	بررسی ارتباط معناداری	عوامل رقابت، ساختار دارایی‌ها (نسبت دارایی ثابت

1. Song Shin and Adrian
2. Bok Pin
3. Clark

<p>به مجموع دارایی‌ها)، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معناداری با ساختار سرمایه دارند و دو متغیر رشد سودآوری و حجم فروش شرکت دارای ارتباط ضعیف با ساختار سرمایه هستند.</p>	<p>بین متغیرهای ساختار دارایی‌ها، میزان نقدینگی، رقابت بین شرکت‌ها، سودآوری، رشد سودآوری و رشد میزان فروش شرکت با میزان استفاده از اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها</p>			<p>ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p>
<p>بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت معنادار و بین صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار رابطه منفی معناداری وجود دارد که مطابق با نظریه موازنه ایستا است. بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه مثبت معناداری وجود دارد.</p>	<p>بررسی عواملی همچون اندازه شرکت، فرصت-های رشد، ریسک سود، سودهای تقسیمی، دارایی‌ها، سودآوری و صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی بر ساختار سرمایه</p>	<p>نجفی عمران</p>	<p>۱۳۸۷</p>	<p>بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر اساس نظریه‌های موازنه ایستا و سلسله مراتبی</p>
<p>اندازه و ساختار دارایی‌های شرکت بر ساختار مالکیت تأثیر معنادار داشته و بقیه به جز نقدینگی بر ساختار سرمایه تأثیرگذار هستند.</p>	<p>بررسی اثر ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران و مالکان شرکت بر منابع تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>آل علی</p>	<p>۱۳۸۹</p>	<p>بررسی رابطه ساختار سرمایه و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p>
<p>دارایی‌های مشهود و ریسک شرکت رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد شرکت رابطه معکوس و معناداری با آن دارد.</p>	<p>بررسی رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه آن برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>باغومیان ؛ عزیز زاده مقدم</p>	<p>۱۳۹۳</p>	<p>رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه</p>

روش تحقیق

پژوهش‌های حسابداری عموماً در گروه تحقیقات اثبات‌گرایی قرار می‌گیرد زیرا پژوهشگران حسابداری معمولاً با این پیش فرض که مفاهیم و واقعیات به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد و با انواع روش‌های آماری، مشاهده و... قابل اندازه‌گیری هستند، اقدام به انجام تحقیق می‌نمایند (ناظمی اردکانی، ۱۳۸۸). از طرف دیگر، چون این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) می‌پردازد و با توجه به آن که قضاوت‌های ارزشی در این تحقیق کم-رنگ است، پژوهش حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به علاوه با توجه به این که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده شده است، در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه‌بندی می‌گردد. تحقیق حاضر به لحاظ معرفت‌شناسی نیز از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه‌ای می‌باشد.

با توجه به این که داده‌های جمع‌آوری شده برای فرضیه‌های این تحقیق مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده طی ۱۶ سال و از نوع داده‌های ترکیبی بوده‌اند؛ از طریق نرم‌افزار **STATA** برای آزمون فرضیات و تخمین ضرایب استفاده گردید. در داده‌های ترکیبی لازم است که در ابتدا همگن یا ناهمگن بودن مقاطع (واحدها) مورد آزمون قرار گیرد. در صورتی که مقاطع همگن باشند به سادگی می‌توان از روش تلفیقی استفاده نمود، در غیر این صورت استفاده از روش اثرات ثابت ضرورت دارد؛ به عبارت دیگر لازم است که برای معنی‌داری اثرات ثابت از آماره اف لیمر^۱ استفاده شود. برای انتخاب بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن^۲ و برای بررسی خود همبستگی نیز از آزمون دورین واتسون استفاده شده است.

در صورتی که مدل بر مبنای روش‌های تابلویی برازش گردد تنها دو پیش فرض رگرسیون یعنی آزمون خودهمبستگی و آزمون ناهمسانی واریانس (البته در روش اثرات تصادفی تنها پیش فرض استقلال خطاها بررسی می‌شود) و در مدل تلفیقی علاوه بر بررسی پیش فرض‌های فوق، بررسی پیش فرض عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی نیز بررسی می‌شود (محمدزاده و همکاران، ۱۳۸۹).

1. F-limer

2. Hausman Test

قلمرو موضوعی، جامعه آماری و نمونه آماری

قلمرو مکانی پژوهش حاضر، بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش سال‌های مالی ۱۳۷۵ لغایت ۱۳۹۰ را پوشش می‌دهد. جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. از آنجا که به دلیل برخی ناهمگونی‌ها در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، امکان بررسی تمامی آنها در رابطه با موضوع پژوهش حاضر وجود ندارد، بنابراین در نمونه‌گیری از روش حذفی استفاده شد. به این ترتیب شرکت‌هایی در نمونه قرار گرفتند که تمامی شرایط زیر را به صورت همزمان دارا بودند:

۱. سهام شرکت طی دوره تحقیق جزو شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد و اطلاعات مورد نیاز آن در دسترس باشد. زیرا شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار تهران نیازمند افشای حسابرسی شده اطلاعات بر مبنای دوره-های مشخص گزارش‌گری می‌باشند.
 ۲. شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه نباشد. زیرا عملیات متفاوت این گونه شرکت‌ها سبب می‌شود که به کارگیری مفاهیم عام ساختار سرمایه در آنها نیازمند تعدیلاتی اساسی گردد.
 ۳. پایان سال مالی شرکت، منطبق با ۲۹ اسفند ماه باشد. این مورد به دلیل نیاز به وحدت رویه در متغیر وابسته بین شرکت‌ها و توانایی در مقایسه آن با متغیرهای مستقل که به صورت سالانه (سال منتهی به ۲۹ اسفند) اهمیت می‌یابد.
- توجه به شرایط یاد شده، منجر به انتخاب ۸۶ شرکت (۱۳۷۶ سال شرکت) به عنوان نمونه آماری برای آزمون فرضیه این پژوهش شد.

فرضیه‌ها

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران است. در راستای این هدف، پنج فرضیه به شرح زیر تدوین گردیده است:

فرضیه اول: بین نرخ تورم و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نرخ برابری ارز و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نرخ رشد اقتصادی نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین نرخ بهره بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین میزان اعتبارات بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

مدل تحلیلی پژوهش

با توجه به فرضیه مطرح شده در این پژوهش، مدل رگرسیونی زیر برای آزمون فرضیه مذکور به کار می‌رود:

$$TDE = CON + \alpha_1 INR + \alpha_2 EXR + \alpha_3 EGR + \alpha_4 BNR + \alpha_5 BCA + \varepsilon$$

به گونه ای که:

TDE: نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام

CON: مقدار ثابت

INR: نرخ تورم

EXR: نرخ برابری ارز (آزاد و رسمی)

EGR: نرخ رشد اقتصادی

BNR: نرخ بهره بانکی

BCA: میزان اعتبارات بانکی

• نرخ تورم

تورم، یکی از اصطلاحات دیرین در حوزه علم اقتصاد و مسائل روزمره زندگی است که در نزد همه گروه‌های اجتماعی شهرت یافته است. تورم نیز همچون بسیاری دیگر از مفاهیم اقتصادی، توسط اقتصاددانان به طرق مختلف تعریف شده است که به پاره‌ای از این تعریفها که مهمتر است اشاره می‌شود.

تورم روند افزایشی سطح عمومی قیمت‌ها طی یک دوره به نسبت طولانی است. تورم به افزایشی در سطح عمومی قیمت‌ها اطلاق می‌شود که خارج از کنترل و ناخواسته اتفاق افتد. تورم وضعیتی است که در آن درآمدهای پولی سریعتر از جریان کالاها و خدماتی

که این درآمدها روی آنها صرف می‌شوند، افزایش می‌یابد (یعنی سریعتر از درآمد ملی واقعی) (فرجی، ۱۳۸۲). تعریفی که در مورد تورم از مقبولیت بیشتری نزد اقتصاددانان برخوردار است، عبارت است از افزایش دائم و بی‌رویه سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات که در نهایت به کاهش قدرت خرید و نابسامانی اقتصادی منجر می‌شود (عظیمی آرانی، ۱۳۸۵). تورم علل مختلفی دارد که عمده‌ترین آنها عبارت است از تورم به عنوان یک پدیده پولی، تورم ناشی از فشار تقاضا، تورم ناشی از فشار هزینه. نوسانهای نرخ تورم ممکن است در تصمیم‌گیری‌های مدیران درباره تامین مالی مهم و اثرگذار باشد.

منبع این متغیر از آمار اطلاعات بانک مرکزی و یا مرکز آمار می‌باشد. نحوه محاسبه آن هم بدین گونه است که میانگین وزنی قیمت سبد کالایی را متشکل از اقلام زیادی کالا باشد محاسبه می‌کنند.

نرخ بهره

بهره در اصطلاح مبلغی است که از طرف قرض‌گیرنده به قرض‌دهنده برای استفاده از منابع مالی قرض‌دهنده در یک دوره زمانی مشخص، پرداخت می‌شود (فرجی، ۱۳۸۲). بهره در واقع قیمت پول و پاداشی است که به وام‌دهندگان (یا پس‌انداز کنندگان) پرداخت می‌شود تا آنان را ترغیب کند از وجوه نقد خود جدا شوند. در تجزیه و تحلیل پولی، نرخ بهره نقشی اساسی و کلیدی به عهده دارد، زیرا عنصر اساسی در سازوکار اثرگذاری سیاست‌های پولی به‌شمار می‌آید. از سوی دیگر، نرخ‌های بهره وامدهی و تفاوت آن با نرخ‌های بهره سپرده‌ها، میزان جذب سپرده‌ها و وام‌ها در بانکها را تحت تاثیر قرار می‌دهد و از این طریق بر فرایند خلق پول اثر می‌گذارد. نرخ بهره به‌عنوان یک عامل مالی در نهادهای اقتصادی نقش کلیدی دارد. از آنجا که در تصمیم‌گیری‌های مدیران، پول نقش کلیدی بر عهده دارد، تغییرات نرخ بهره نیز در این موارد با اهمیت است. منبع این متغیر هم از آمار بانک مرکزی می‌باشد که معمولاً دسترسی و توسط شورای پول و اعتبار تصویب می‌شود.

نرخ ارز

نرخ ارز به‌عنوان یکی از عوامل کلان اقتصادی، همواره مورد توجه جامعه اقتصادی و مالی قرار داشته است. در واقع نرخ بیانگر شرایط اقتصادی کشور است و عاملی جهت مقایسه اقتصاد ملی با اقتصاد سایر ملتهاست. نرخ ارز عبارت است از ارزش واحد پول یک کشور

در برابر واحد پول کشور دیگر. از آنجا که نرخ ارز بر قیمت کالاهای داخلی و خارجی اثرگذار است، دارای اهمیت است. افزایش ارزش پول یک کشور باعث می‌شود که کالاهای تولیدی این کشور در خارج گرانتر شود و تولیدکنندگان داخلی نتوانند کالاهای خود را در خارج از کشور به راحتی به فروش برسانند. همچنین کالاهای خارجی در آن کشور ارزانتر خواهد شد و تولیدکنندگان کالاهای خارجی برای فروش بیشتر کالاهای خود، در رقابت با یکدیگر خواهند بود. برعکس، هنگامی که ارزش واحد پول یک کشور کاهش می‌یابد کالاهای آن کشور در خارج ارزانتر و کالاهای خارجی در این کشور گرانتر می‌شود. به طور کلی تغییرات نرخ ارز بر ساختار سرمایه آن دسته از شرکت‌هایی که از اعتبارات خارجی استفاده می‌کنند، می‌تواند اثرگذار باشد. منبع این متغیر بر اساس نرخ آزاد ارز بر اساس قیمت‌های بازار محاسبه می‌شود.

میزان اعتبارات بانکی

از جمله مواردی که در تدوین سیاست‌های پولی به طور مستقیم تحت کنترل گرفته می‌شود، میزان اعتبارات و تسهیلات اعطایی توسط نظام بانکی است. با استفاده از این نوع ابزار پولی می‌توان با ایجاد محدودیت‌های اعتباری و اعطای اعتبارات مستقیم به همراه منظور کردن اولویت در امر اعطای اعتبارات بانکی در مورد بخش‌های خاص اقتصادی، در عمل به جهت‌دهی اعتبارات به سمت بخش‌های مورد نظر اقدام کرد. براساس ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی می‌تواند در امور پولی و بانکی دخالت و نظارت‌هایی داشته باشد که از جمله مفاد آن محدود کردن بانک‌ها، تعیین نحوه مصرف وجوه سپرده و تعیین حداکثر مجموع وام‌ها و اعتبارات در رشته‌های مختلف است. میزان اعتبارات بانکی در کشور ما بر اساس میزان تسهیلات بانک‌های دولتی و تجاری به دست می‌آید و توسط بانک مرکزی بر اساس واحد میلیون ریال گزارش می‌شود. به طور کلی میزان اعتبارات بانکی مستقیماً مرتبط با سیاست‌های بانک مرکزی درباره سیاست‌های پولی است که می‌تواند بر تصمیمات تامین مالی مدیران تاثیرگذار باشد. منبع این متغیر توسط بانک مرکزی محاسبه و ارائه می‌شود.

رشد اقتصادی

در میان شاخص‌های اقتصاد کلان، رشد اقتصادی یکی از پر بسامدترین واژه‌های عرصه سیاست‌گذاری عمومی است که از اهمیت ویژه‌ای نیز برخوردار است. کوزنتس^۱ (۱۹۸۵) رشد اقتصادی را این‌طور تعریف کرد: افزایش بلندمدت ظرفیت تولید، به‌منظور افزایش عرضه کل جهت تأمین نیازهای جمعیت است. این افزایش، بستگی به ترقیات نوین فنی و تطبیق آن با شرایط نهادی و ایدئولوژیک مورد تقاضای آن دارد. او برای رشد نوین اقتصادی، شش خصوصیت را برمی‌شمارد: رشد سریع تولید ناخالص سرانه ملی و جمعیت، افزایش بازدهی و بهره‌وری، نرخ زیاد تغییرات زیربنایی، شهرنشینی، گسترش برون‌مرزی فعالیت‌های اقتصادی کشورهای توسعه‌یافته و جریان‌های بین‌المللی کار، کالا و سرمایه. رشد اقتصادی به دو روش قابل اندازه‌گیری است:

- ۱) افزایش در تولید ناخالص ملی واقعی در سطح اشتغال کامل در طی زمان؛ از این روش، برای نشان دادن میزان افزایش در تولید جامعه استفاده می‌شود.
- ۲) افزایش در تولید ناخالص واقعی سرانه؛ یا تولید خالص واقعی سرانه در طی زمان. از این معیار برای نشان دادن سطح استاندارد زندگی افراد جامعه و مقایسه آن با کشورهای دیگر استفاده می‌شود.

رشد اقتصادی نه تنها به عنوان مهمترین شاخص عملکرد اقتصادی در تجزیه و تحلیل‌ها و ارزیابی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، بلکه بسیاری دیگر از اقلام کلان اقتصادی، محصولات جنبی محاسبه و برآورد آن محسوب می‌گردند. از این‌رو تاثیر این متغیر کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی مدیران می‌بایست حائز اهمیت باشد. منبع این متغیر هم بانک مرکزی می‌باشد و طریقه محاسبه آن بدین صورت است که نرخ رشد GDP در انتها و ابتدای سال در نظر می‌گیرند و نرخ رشد آن را محاسبه می‌کنند.

متغیر وابسته - نسبت بدهی:

متغیرهای وابسته در این گزارش نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام و همچنین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به حقوق صاحبان سهام می‌باشند. همان‌طور که مشاهده می‌شود بدهی‌ها به بلندمدت و کوتاه‌مدت

تفکیک شده‌اند که دلیل این امر اهمیت تأثیر هر یک از متغیرهای مستقل بر سرفصل‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت بدهی‌ها می‌باشد. محقق به دنبال بررسی شدت تصمیمات تامین مالی مدیران در مواجهه با تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشد.

آزمون فرضیات و یافته‌های پژوهش

همان‌طور که اشاره شد، از نرم افزار **Excel** برای دسته بندی داده‌های جمع آوری شده از صورت‌های مالی و گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت‌های عضو نمونه آماری و محاسبه متغیرهای پژوهش استفاده شده است. برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول ۳ (از سال ۱۳۷۵ تا سال ۱۳۹۰) برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، انحراف معیار حداقل، حداکثر و تعداد مشاهدات ارائه شده است:

جدول شماره ۳، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام	۲.۸۳	۲.۲	۰.۲۰۳	۲۰.۱
نرخ تورم (درصد)	۱۸	۵	۱۰	۲۸
نرخ برابری ارزش آزاد (لگاریتم)	۹.۰۴	۰.۳۱۸	۸.۳۹۸	۹.۸۶
نرخ برابری ارزش رسمی (لگاریتم)	۸.۵۱	۰.۸۱	۷.۴۶	۹.۳
نرخ رشد اقتصادی (درصد)	۴	۲	۱	۸
نرخ بهره بانکی (درصد)	۱۴	۱.۶	۱۳	۲۰
میزان اعتبارات بانکی (لگاریتم)	۱۲.۸۸	۱.۲۷	۱۰.۸	۱۴.۵

شایان ذکر است از مقادیر نرخ برابری ارزش آزاد و رسمی و همچنین میزان اعتبارات بانکی به دلیل ناهمگونی با سایر داده‌ها لگاریتم گرفته شده است. با توجه به نتایج منعکس در جدول شماره (۱-۴)، میانگین نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های عضو نمونه در دوره آزمون برابر با $2/83$ واحد می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که به طور میانگین در شرکت‌های عضو نمونه در دوره پژوهش، کل بدهی‌های آنها $2/83$ برابر حقوق صاحبان آنها بوده است. علاوه بر این، کمترین مقدار نسبت کل

بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام برابر با ۰/۲۰۳ واحد است که این مقدار مربوط به شرکت دارو پخش در سال ۱۳۸۵ می‌باشد. در حالی که بیشترین مقدار این شاخص در بین شرکت‌های مورد بررسی برابر ۲۰/۱ واحد است که مربوط به شرکت ایران ترانسفو در سال ۱۳۷۵ می‌باشد. میزان پراکندگی نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام نیز برابر با ۲/۲ است. در رابطه با نرخ تورم نیز می‌توان بیان نمود که به طور میانگین، نرخ تورم در سال‌های ۱۳۷۵ الی ۱۳۹۰ برابر با ۱۸ درصد بوده است. که کمترین مقدار نرخ تورم برابر با ۱۰ درصد در سال ۱۳۸۴ و بیشترین مقدار آن برابر با ۲۸ درصد در سال ۱۳۹۰ می‌باشد. میانگین نرخ رشد اقتصادی برای دوره پژوهش برابر با ۴ درصد است که کمترین مقدار آن در سال ۱۳۷۸ (۱ درصد) و بیشترین مقدار آن (۸ درصد) در سال ۱۳۸۱ است.

فرضیه‌های تحقیق حاضر با استفاده از اطلاعات گردآوری شده از شرکت‌های نمونه و انجام آزمون رگرسیون خطی چند متغیره بررسی و با توجه به نوع داده‌ها، برای تحلیل مدل پژوهش از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. در داده‌های ترکیبی ابتدا باید برای انتخاب بین روش‌های تلفیقی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شود؛ اگر فرضیه صفر رد شود بیانگر معنی‌داری روش تابلویی در مقابل روش تلفیقی می‌باشد. هنگامی که روش تابلویی انتخاب شد، در مرحله‌ی بعد با آزمون هاسمن در رابطه با استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی تصمیم‌گیری شود. در این آزمون اگر فرضیه صفر قابل رد کردن نباشد، روش اثرات تصادفی به روش اثرات ثابت ترجیح داده می‌شود و به عنوان روش مناسب‌تر و کاراتر انتخاب می‌گردد در غیر این صورت روش اثرات ثابت کارا است.

با توجه به جدول (۴)، آماره محاسباتی F برابر با ۱۰/۷۷ و مقدار احتمال آن برابر با $(p < ۰/۰۵) ۰/۰۰۰$ است، به دیگر سخن F لیمر محاسبه شده حاکی از رد فرضیه صفر بوده و بیانگر معنی‌داری روش تابلویی در مقابل روش تلفیقی است. از سوی دیگر، نتیجه آزمون هاسمن حکایت از کارایی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی دارد. به طور کلی، برای تخمین معادله‌ی مورد نظر، مدل داده‌های تابلویی از نوع اثرات ثابت مورد قبول قرار می‌گیرد.

جدول شماره ۴، نتایج مربوط به آزمون‌های استفاده شده برای مدل پژوهش

نتیجه	مقدار احتمال	آماره آزمون	شاخص آماری و نتیجه نوع آزمون
روش تابلویی	۰/۰۰۰	۱۰/۷۷	F لیمر
کارایی اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۵/۴۳	هاسمن

همان‌طور که قبلاً بیان گردید، استفاده از رگرسیون چندگانه نیازمند برقراری پیش فرض‌هایی است که در ادامه هر یک از این پیش فرض‌ها نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

- آزمون مانایی داده‌ها: معمولاً زمانی برای داده‌های پژوهش مشکل نامانایی به وجود می‌آید که داده‌ها به صورت سری زمانی و یا ترکیبی و تعداد سال‌های پژوهش نیز زیاد باشد. استفاده از داده‌های نامانا می‌تواند منجر به رگرسیون‌های کاذب شود. در پژوهش حاضر، داده‌های مدل به صورت ترکیبی هستند، که برای تشخیص مانا بودن آن‌ها از آزمون‌های لوین و همکاران، پسران و شین و فیشر استفاده شده است. نتایج آزمون مانایی داده‌ها برای متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۵) ارائه شده است.

جدول شماره ۵، آزمون مانایی داده‌ها

متغیر	شاخص آماری	آزمون لوین و همکاران		پسران و شین		فیشر	
		آماره آزمون	مقدار احتمال	آماره آزمون	مقدار احتمال	آماره آزمون	مقدار احتمال
نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام	-۲/۲۸	۰/۰۱	-۲/۵۶	۰/۰۰۵	۲۲۴/۱۶	۰/۰۰۳	
نرخ تورم	-۹/۱۶	۰/۰۰۰	-۱۱/۶۹	۰/۰۰۰	۴۴۰/۹۴	۰/۰۰۰	
نرخ برابری ارز (آزاد)	-۱۶/۲	۰/۰۰۰	-۱۳/۵۸	۰/۰۰۰	۴۹۶/۳۵	۰/۰۰۰	
نرخ برابری ارز (رسمی)	-۱۲/۵۷	۰/۰۰۰	-۸/۸	۰/۰۰۰	۳۶۴/۵۸	۰/۰۰۰	
نرخ رشد اقتصادی	-۲۹/۹۴	۰/۰۰۰	-۱۷/۲۱	۰/۰۰۰	۶۱۲/۹۲	۰/۰۰۰	
نرخ بهره بانکی	-۳/۸	۰/۰۰۰	-۱۰/۰۶	۰/۰۰۰	۴۰۴/۴۳	۰/۰۰۰	
میزان اعتبارات بانکی	-۱۱/۴۸	۰/۰۰۰	-۱۳/۸۷	۰/۰۰۰	۵۰۸/۵۷	۰/۰۰۰	

همان طور که ملاحظه می‌شود، نتایج ارایه شده برای آزمون های لوین و همکاران، پسران و شین و فیشر برای هر یک از متغیرهای پژوهش حاکی از آن است که فرضیه صفر مبنی بر نامانایی داده ها در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود. به دیگر سخن، با سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان بیان نمود که متغیرهای پژوهش در دوره زمانی ۱۳۷۵ الی ۱۳۹۰ مانا می‌باشند.

آزمون استقلال خطاها

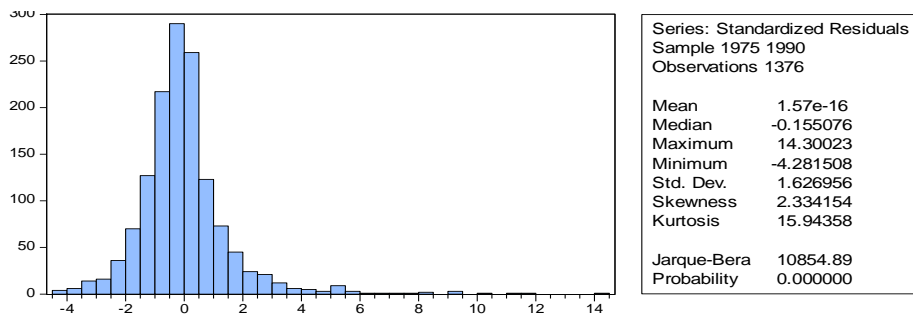
یکی از پیش فرض های اساسی رگرسیون، عدم وجود خود همبستگی (استقلال خطاها) بین جملات خطا است. برای تشخیص خود همبستگی، در پژوهش جاری از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. جدول (۶)، نتایج آزمون دوربین واتسون را به منظور شناسایی وجود یا عدم وجود خود همبستگی نشان می‌دهد. همان طور که در جدول مذکور ملاحظه می‌شود، برون داد آزمون دوربین- واتسون برابر با $1/69$ است که این مقدار بین $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد. این مقدار آزمون دوربین واتسون حاکی از آن است که در مدل تخمین زده شده با استفاده از رگرسیون مبتنی بر اثرات ثابت، مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

جدول شماره ۶، نتیجه‌ی آزمون خود همبستگی برای مدل پژوهش

نتیجه	آماره آزمون	شاخص آماری و نتیجه
		نوع آزمون
عدم وجود خود همبستگی (استقلال خطاها)	$1/69$	دوربین-واتسون

بررسی نرمال بودن خطاها

یکی دیگر از مفروضات در نظر گرفته شده در رگرسیون، آن است که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر می‌باشند. به منظور بررسی نرمال بودن خطاها، از آزمون جاراک بارا استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون جاراک بارا در نمایه زیر آمده است:



همان‌طور که ملاحظه می‌شود، شکل ظاهری نمودار خطاها گویای نرمال بودن آن است. با این حال، نتیجه آزمون جاراک بارا با توجه به این که حاکی از رد فرضیه صفر (نرمال بودن اجزای خطا) است، می‌توان استدلال نمود که توزیع خطاها نرمال نمی‌باشد. با این وجود بر اساس قضیه حد مرکزی ضرایب در داده‌هایی با تعداد مشاهدات بالا حتی اگر توزیع اجزا نرمال نباشد، نرمال هستند (گرین، ۲۰۱۲).

آزمون هم‌خطی

یکی از مفروضات رگرسیون چند متغیره این است که متغیرهای توضیحی با یکدیگر همبسته نیستند. در اکثر موارد رابطه بین متغیرهای توضیحی غیر صفر خواهد بود، اما غالباً درجه کمی از رابطه بین متغیرهای توضیحی سبب کاهش چندانی در دقت مدل نخواهد شد. اما زمانی که همبستگی بین متغیرهای توضیحی بسیار زیاد باشد (معمولاً بیشتر از ۰/۵) سبب بروز مشکلی به نام هم‌خطی چندگانه می‌شود. یک روش ساده برای بررسی وجود هم‌خطی، استفاده از ماتریس همبستگی بین متغیرهای انفرادی است. جدول شماره (۷) نشان دهنده ماتریس همبستگی بین متغیرهای انفرادی می‌باشد.

میزان اعتبارات بانکی	نرخ بهره بانکی	نرخ رشد اقتصادی	نرخ برابری ارزش (رسمی)	نرخ برابری ارزش (آزاد)	نرخ تورم	شاخص ساختار سرمایه	متغیرهای
-۰/۰۷	-۰/۱۸	-۰/۰۹	۰/۱۳	۰/۱۶	-۰/۰۷	۱	شاخص ساختار سرمایه
-۰/۰۰۹	۰/۴۶	-۰/۴۶	۰/۲۸	۰/۳۲	۱	-۰/۰۷	نرخ تورم
۰/۰۰۰۵	۰/۴۲	۰/۱۶	۰/۶۵	۱	۰/۳۲	۰/۱۶	نرخ برابری ارزش (آزاد)
۰/۰۰۰۹	۰/۴۳	۰/۱۴	۱	۰/۶۵	۰/۲۸	۰/۱۳	نرخ برابری ارزش (رسمی)
-۰/۰۱۳	-۰/۳۴	۱	۰/۱۴	-۰/۱۶	-۰/۴۶	-۰/۰۹	نرخ رشد اقتصادی
-۰/۰۰۳	۱	-۰/۳۴	۰/۴۳	۰/۴۲	۰/۴۶	-۰/۱۸	نرخ بهره بانکی
۱	-۰/۰۰۳	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۹	-۰/۰۷	میزان اعتبارات بانکی

همان‌طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، بیشترین همبستگی بین دو متغیر نرخ تورم و نرخ بهره بانکی (۴۶ درصد) است. این میزان از همبستگی حکایت از همبستگی خفیف بوده و می‌توان آن را نادیده گرفت. البته در رابطه با دو متغیر نرخ برابری ارزش آزاد و رسمی قابل ذکر است که میزان همبستگی بین این دو متغیر ۶۵ درصد است؛ اما هر یک از این متغیرهای به صورت جداگانه با مدل پژوهش برازش می‌شود.

لازم به ذکر است که در پژوهش جاری با توجه به آزمون‌های فوق، مدل پژوهش یکبار با نرخ برابری ارزش آزاد و بار دیگر با نرخ برابر ارزش رسمی برازش شد. پس از بررسی مقدار آماره t و سطح معنی داری متغیرهای نرخ برابری ارزش آزاد و رسمی مدل نهایی بر مبنای نرخ برابری ارزش آزاد برازش شد. نتایج تخمین مدل پژوهش بر اساس داده‌های تابلویی مبتنی بر اثرات ثابت در جدول شماره (۸) آمده است.

جدول شماره ۸، نتایج تخمین مدل پژوهش بر اساس اثرات ثابت

TDE = CON + α_1 INR + α_2 EXR + α_3 EGR + α_4 BNR + α_5 BCA + ε				
مقدار احتمال	آماره t	خطای استاندارد	برآورد ضریب	شاخص آماری متغیر
۰/۰۰۰	۴/۷۲	۱/۸۴	۸/۷۳	عرض از مبدأ
۰/۰۴۱	-۲/۰۳	۱/۴۶	-۲/۲۹	نرخ تورم
۰/۲۱	۱/۲۵	۰/۲۲	۰/۲۷	نرخ برابری ارز
۰/۰۲	-۲/۲۷	۱۱/۰۶	-۲۵/۱۸	نرخ رشد اقتصادی
۰/۰۰۶	-۲/۷۳	۵/۷۲	-۱۵/۶۷	نرخ بهره بانکی
۰/۲۶	۱/۱۱	۰/۰۳	۰/۰۴	میزان اعتبارات بانکی
آماره F (احتمال): ۱۰/۱۰۲ (۰/۰۰۰۰) ضریب تعیین: ۰/۴۵				
دوربین واتسون: ۱/۶۹ ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۱				

با توجه به نتایج منعکس در جدول (۸)، می‌توان به نتایج زیر رسید:
 F محاسبه شده از F جدول بزرگ‌تر است و سطح خطای آن کمتر ۱ درصد می‌باشد، پس می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۹ درصد معنی‌دار است. به دیگر سخن، این مدل از اعتبار بالایی برخوردار است. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده این مدل ۴۱ درصد است؛ این عدد نشان می‌دهد که ۴۱ درصد از مقادیر متغیر وابسته (شاخص ساختار سرمایه) توسط متغیرهای توضیحی، توضیح داده می‌شود.

مقدار احتمال متغیر نرخ تورم برابر با ۰/۰۴ است که این مقدار از سطح ۵ درصد پایین‌تر بوده و حکایت از این دارد که این متغیر با متغیر وابسته که همان نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام (شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران) است رابطه معنی‌داری دارد. با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور (-۲/۲۹) نیز چنین می‌توان استدلال نمود که این متغیر با شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک رابطه منفی دارد. بنابراین، همانطور که از لحاظ نظری انتظار می‌رفت بین دو متغیر نرخ تورم و شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک رابطه منفی و معنی‌دار وجود داشته باشد، از لحاظ تجربی نیز این رابطه بر

اساس تحلیل صورت گرفته تایید می‌شود. به طور کل در رابطه با فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین دو متغیر نرخ تورم و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، می‌توان بیان نمود که این فرضیه مورد تایید قرار گرفته از لحاظ نظری و تجربی بین این دو متغیر یک رابطه منفی و معنی دار وجود دارد.

مقدار احتمال متغیر نرخ برابری ارزش برابر با $0/21$ است که این مقدار از سطح ۵ درصد بالاتر بوده و حکایت از این دارد که این متغیر با متغیر وابسته در شرکت‌های عضو نمونه از لحاظ آماری رابطه معنی داری ندارد. از لحاظ نظری، انتظار بر آن بود که بین نرخ برابری ارزش و شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران رابطه مثبت و معنی داری وجود داشته باشد؛ هر چند از لحاظ تجربی شواهد گویای آن است که بین این دو متغیر رابطه مثبت وجود دارد اما مقدار احتمال آن بالا بوده و تنها می‌توان با سطح اطمینان پایین (۸۰ درصد) در مورد آن اظهار نظر نمود. بنابراین، می‌توان بیان نمود که فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین نرخ برابری ارزش و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام با توجه به نتایج تجربی در شرکت‌های عضو نمونه مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

مقدار احتمال متغیر نرخ رشد اقتصادی برابر با $0/02$ است که این مقدار از سطح ۵ درصد پایین‌تر بوده و حکایت از این دارد که این متغیر با متغیر نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معنی داری است. با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور ($-25/18$) نیز چنین می‌توان استدلال نمود که این متغیر با شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک رابطه منفی دارد. بنابراین، همان‌طور که از لحاظ نظری انتظار می‌رفت بین دو متغیر نرخ رشد اقتصادی و شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک رابطه منفی و معنی دار وجود داشته باشد، از لحاظ تجربی نیز این رابطه بر اساس تحلیل صورت گرفته تایید می‌شود. به طور کل در رابطه با فرضیه سوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین دو متغیر رشد اقتصادی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، می‌توان بیان نمود که این فرضیه مورد تایید قرار گرفته و از لحاظ نظری و تجربی بین این دو متغیر یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

مقدار احتمال متغیر نرخ بهره بانکی برابر با $0/006$ است که این مقدار از سطح ۵ درصد پایین‌تر بوده و حکایت از این دارد که این متغیر با متغیر نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری دارد. با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور ($-15/67$) نیز چنین می‌توان استدلال نمود که این متغیر با شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک

رابطه منفی دارد. بنابراین، همان طور که از لحاظ نظری انتظار می‌رفت متغیر نرخ بهره بانکی بر شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک تأثیر منفی داشته باشد، از لحاظ تجربی نیز ملاحظه می‌شود که این انتظار مورد تایید قرار می‌گیرد. به طور کل در رابطه با فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین دو متغیر نرخ بهره بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، می‌توان بیان نمود که این فرضیه مورد تایید قرار گرفته و از لحاظ نظری و تجربی بین این دو متغیر یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

مقدار احتمال متغیر میزان اعتبارات بانکی برابر با ۰/۲۶ است که این مقدار از سطح ۵ درصد بالاتر بوده و حکایت از این دارد که این متغیر با متغیر وابسته در شرکت‌های عضو نمونه از لحاظ آماری رابطه معنی داری ندارد. از لحاظ نظری انتظار بر آن بود که بین میزان اعتبارات بانکی و شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران رابطه مثبت و معنی داری وجود داشته باشد؛ هرچند از لحاظ تجربی شواهد گویای آن است که بین این دو متغیر رابطه مثبت وجود داشته اما مقدار احتمال آن بالا بوده و تنها می‌توان با سطح اطمینان پایین (۷۴ درصد) در مورد آن اظهار نظر نمود. بنابراین، می‌توان بیان نمود که فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین میزان اعتبارات بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام با توجه به نتایج تجربی در شرکت‌های عضو نمونه مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

به صورت خلاصه با توجه به جدول (۸)، می‌توان به این گونه نتیجه‌گیری نمود که فرضیه‌های اول، سوم و چهارم پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرند و می‌توان بیان نمود که بین متغیرهای کلان اقتصادی نرخ تورم، رشد اقتصادی و نرخ بهره بانکی با شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد. با این حال، فرضیه دوم و پنجم پژوهش مورد تایید قرار نمی‌گیرد و می‌توان بیان نمود که بین متغیرهای نرخ برابری ارز و میزان اعتبارات بانکی با شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران از لحاظ تجربی رابطه معنادار وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

پژوهش جاری دارای پنج فرضیه است. فرضیه اول پژوهش بیانگر این بود که بین نرخ تورم و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد. نتایج ارایه شده در جدول (۸) نشان داد که بین نرخ تورم و شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران

یک رابطه منفی وجود دارد و این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. این یافته با نتایج ارایه شده در پژوهش‌های بوک پین (۲۰۰۹)، سنگ‌شین و آدریان (۲۰۰۹) و درویتز و همکاران (۲۰۰۷) نیز هم‌خوانی دارد. در خصوص فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنی دار بین متغیر نرخ برابری ارز و شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران، نتایج نشان می‌دهد که بین این دو متغیر یک رابطه مثبت وجود دارد اما سطح اطمینان آن پایین بوده و برابر با ۷۹ درصد است. بر اساس فرضیه سوم پژوهش بین نرخ رشد اقتصادی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد. نتایج ارایه شده در جدول شماره (۸) نشان داد که بین نرخ رشد اقتصادی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی وجود دارد و این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. در خصوص فرضیه چهارم پژوهش که مبنی بر وجود رابطه منفی و معنی دار بین نرخ بهره بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام بود، نتایج ارایه شده در جدول (۴-۵) نشان می‌داد که بین این دو متغیر یک رابطه منفی وجود دارد و این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصدی معنی دار است. در نهایت راجع به فرضیه پنجم مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین اعتبارات بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام نتایج نشان داد که بین این دو متغیر یک رابطه مثبت وجود دارد اما سطح اطمینان آن پایین بوده و برابر با ۷۴ درصد است.

بنابراین مشاهده می‌شود که نسبت بدهی به عنوان شاخصی جهت تصمیم‌گیری تامین مالی مدیران تحت تاثیر برخی از متغیرهای اقتصادی نظیر نرخ تورم، نرخ بهره بانکی و همچنین نرخ رشد اقتصادی قرار دارد. بدین‌روى سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی می‌بایست با در نظر گرفتن تاثیر احتمالی آن‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها که می‌تواند در ارزش شرکت‌ها موثر واقع گردد تعیین گردد.

پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج پژوهش (کاربردی)

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و اهمیت موضوع می‌توان پیشنهاد‌های زیر را ارائه کرد:
الف- با توجه به تاثیر معنادار متغیرهای نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی و نرخ بهره بر شاخص تصمیمات تامین مالی مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه می‌توانند از نوع تاثیر این متغیرها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها جهت پیش بینی و اتخاذ تصمیمات بهتر استفاده نمایند. به گونه‌ای که با تغییرات بنیادین در سیاست‌های کلان اقتصادی پیش-

بینی بهتری نسبت به عکس‌العمل مدیران در ارتباط با نحوه تامین مالی آینده شرکت‌ها داشته باشند.

ب- مراجع قانونی و استانداردگذار می‌توانند با توجه به معنادار بودن رابطه برخی از متغیرهای کلان اقتصادی با تصمیمات تامین مالی مدیران، در شرایط خاص اقتصادی با اعمال برخی از محدودیت‌ها جهت تأمین مالی شرکت‌ها، از ورشکستگی آن‌ها جلوگیری نمایند. به طور مثال، با تغییر متغیر اقتصادی نظیر تورم و اتخاذ شیوه تامین مالی متناسب با این تغییر توسط مدیران شرکت که ممکن است موجب افزایش ریسک ورشکستگی شرکت گردد، می‌تواند توسط مراجع استانداردگذار شیوه های تامین مالی مناسب‌تری تسهیل و شیوه‌های مورد استفاده مدیران محدود گردد.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی موارد زیر مورد بررسی و پژوهش قرار گیرند:

۱. بررسی رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و تصمیمات تامین مالی مدیران با در نظر گرفتن متغیرهای دیگری همچون، نوع صنعت، نوع شرکت (خدماتی، تولیدی،...).
۲. بررسی رابطه بین متغیرهای سیاسی و اجتماعی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها و همچنین تصمیمات تامین مالی مدیران
۳. تکرار این پژوهش در مورد شرکت‌های غیر بورسی و مقایسه نتایج آن با نتایج حاصل از پژوهش جاری.
۴. بررسی رابطه بین سایر متغیرهای اقتصادی با ساختار سرمایه

محدودیت‌ها

- عدم دسترسی به اطلاعات متغیرها در بازه‌های کوتاه‌تر (به عنوان مثال فصلی و یا ماهانه)، که می‌تواند نتایج آن با یافته‌های این پژوهش تفاوت داشته باشد.
- عدم دسترسی به داده‌های بیشتر مربوط به سال‌های پیش از ۱۳۷۵ که می‌تواند نتایج رگرسیون را تعدیل و یا تغییر دهد. همان گونه که عنوان شد، اطلاعات شرکت‌ها برای سال‌های قبل از ۱۳۷۵ به صورت مدون در اختیار نمی‌باشد.

منابع

- اسدی، غلامحسین؛ جلالیان، رامین (۱۳۹۱) بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه کاری در شرکت ها، بررسی های حسابداری و حسابرسی.
- بدری، احمد؛ محمد ایمنی فر (۱۳۹۰) تحلیل واشکافانه ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۳۰.
- باغومیان، رافیک؛ عزیززاده مقدم، کیوان (۱۳۹۳) رابطه ویژگی های شرکت و ساختار سرمایه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۴۳.
- اکبری، فضل اله (۱۳۸۳). تجزیه و تحلیل صورت های مالی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی. چاپ هفتم.
- آذر، عادل؛ مومنی، منصور (۱۳۸۴). آمار و کاربرد آن در مدیریت - تحلیل آماری، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی (سمت). جلد دوم. چاپ هشتم.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی ها و سیاست های اقتصادی، بانک اطلاعات سری های زمانی اقتصادی، قابل دسترسی در نشانی <http://tsd.cbi.ir>.
- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲) تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی دانشگاه تهران. شماره ۱۶. سال ۵ صفحه ۳۳-۴۷.
- پارسائیان، علی (۱۳۸۳) ساختار مطلوب سرمایه، فصلنامه تحقیقات مالی، تهران. سال اول. شماره دوم. صفحه ۹۱-۱۱۰.
- تقوی، مهدی (۱۳۸۶). اصول علم اقتصاد ۲ (اقتصاد کلان). تهران، انتشارات دانشگاه پیام نور، چاپ ششم.
- تفضلی، فریدون (۱۳۸۵)، اقتصاد کلان: نظریه ها و سیاست های اقتصادی، نشر نی، چاپ شانزدهم.
- دلاور، علی (۱۳۸۷) روش تحقیق در روان شناسی و علوم تربیتی، نشر ویرایش، چاپ بیست و پنجم، ویرایش چهارم.
- دستگیر، محسن (۱۳۸۳) مدیریت مالی، انتشارات نوپردازان، جلد اول، چاپ دوم.

سرمد؛ بازرگان؛ حجازی (۱۳۸۹) روش های تحقیق در علوم رفتاری، موسسه انتشارات آگاه.

عباس زاده، میرمحمد (۱۳۸۹) روش های عملی تحقیق در علوم انسانی، چاپ دوم، انتشارات دانشگاه ارومیه.

فرجی، نصراله (۱۳۸۹) روش های تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی، انتشارات پوران پژوهش.

Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2002), "*Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries*", working paper, University of Durham, Durham.

Bokpin, G. A. (2009) "Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, No. 2, PP. 129-142.

Brennan M.J., and E.S. Schwartz (1984), "Optimal Financial Policy and Firm valuation", *Journal of Finance*.

Brounen D., A. de Jong and K. Koedijk (2006), "Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence", *Journal of Banking & Finance*.

Chen, J & Roger, S (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructuring* No: 5 , PP: 11- 35.

DeAngelo H., and L. DeAngelo (2006), "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility", *Working Paper* No. FBE 02-06, Marshall School of Business, University of Southern California

DeAngelo H., and R.W. Masulis (1980), "*Optimal Capital Structure under Corporate and Personal*

Donaldson G. (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Boston, MA: Harvard University Press.

Fama E.F., and K.R. French (1998), "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value", *Journal of Finance*.

Fama E.F., and K.R. French (2004). "Financing Decisions: Who Issues Stock", *Journal of Financial Economics*.

- Fama, E. F. And French, A, (2002), "*Firm characteristics, economic conditions and capital structure adjustment*", WWZ working paper, Center of Business and Economics (WWZ), University of Basel.
- Fischer E.O., R. Heinkel, and J. Zechner (1989), "Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests", *Journal of Finance*.
- Felix, J. L., & V. Lima. (2010). "Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation an Analysis of Brazilian Firms?" *Emerging Markets Finance*, Vol. 46, No. 3, pp.80-94.
- Fosu, S, (2013). "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa". *The Quarterly Review of Economics and Finance* 53 140- 151.
- Frank M.Z., and V.K. Goyal (2003), "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 67 (2); New York, NY: Harper & Row.
- Frank M.Z., and V.K. Goyal (2005), "*Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*", Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota.
- Frydenberg S. (2004), "*Theory of Capital Structure - A Review*", Working Paper, Department of Business Administration, Sor-Trondelag University College, Trondheim, Norway.
- Goldstein R., N. Ju, and H. Leland (2001), "An EBITBased Model of Dynamic Capital Structure", *Journal of Business*.
- Huang G., & F. M. Song. (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". *China Economic Review*, Vol. 17, pp.14-36.
- Harris, M and Raviv, A. (2002), "Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*", No. 46, PP. 297-355.
- Kamath R.R. (1997), "Long-term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms", *Financial Review*.
- Leary M.T., and M.R. Roberts (2005), "Do Firms Rebalance Their Capital Structure?" *Journal of Finance*.
- Leary M.T., and M.R. Roberts (2006), "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry", Working Paper, Fuqua School of Modigliani-Miller Theorem", *American Economic Review*.

- Marques M.O., and M.C. Santos (2004), "*Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence*", Working Paper, Department of Economy, University of Porto, Portugal .
- Miguel, A. and Peinado, C. (2004), "Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads". *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 3, PP: 987-1019.
- Modigliani F., and M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*.

