

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه علامه طباطبائی  
دانشکده مدیریت و حسابداری

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری

## تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه

استاد راهنما  
دکتر جواد شکرخواه

استاد مشاور  
دکتر قاسم بولو

نگارش  
کیوان قاصدی دیزجی

تابستان

۱۳۹۲

تقدیم به

## وطنم، ایران

که مهد علم و تمدن و خاستگاه بزرگان‌دیشان است؛

و تقدیم به

مادرم، که همچون دریایی بیکران، محبت و عشق را در گوشم زمزمه کرد؛  
پدرم، که همچون کوهی پرافتخار، درس زندگی و استواری را به من آموخت؛

و تقدیم به

تمام کسانی که می‌کوشند تا بشریت را به سوی علم، آزادی، عدالت و زندگی بهتر  
رهنمون نمایند.

## تشکر و قدردانی

سپاس خداوندی را که سخنوران از ستودن او عاجزند و حساب گران از شمارش نعمت‌های او ناتوان و تلاش گران از ادای حق او در مانده‌اند. خدایی که افکار ژرف‌اندیش ذات او را درک نمی‌کنند و دست غواصان دریای علوم به او نخواهد رسید. پروردگاری که برای صفات او حد و مرزی وجود ندارد و تعریف کاملی نمی‌توان یافت و برای خدا وقتی معین و سرآمدی مشخص، نمی‌توان تعیین کرد. مخلوقات را با قدرت خود آفرید، و با رحمت خود بادها را به حرکت درآورد و به وسیله‌ی کوه‌ها اضطراب و لرزش زمین را به آرامش تبدیل کرد<sup>۱</sup>.

از حمایت‌های بی‌دریغ استاد عزیز و بزرگوار، جناب آقای دکتر جواد شکر خواه که در کمال سعه صدر، با حسن خلق و فروتنی، از هیچ کمکی در این عرصه بر من دریغ ننمودند و زحمت راهنمایی این پایان‌نامه را بر عهده گرفتند، کمال تقدیر و سپاس را دارم، هر چند می‌دانم این سپاس تلاشی ناکام است در ارج نهادن به دلسوزی‌های بی‌دریغ ایشان؛

هم‌چنین از استاد گرانقدر، جناب آقای دکتر قاسم بولو به خاطر راهنمایی‌های ارزنده، کمال تقدیر و تشکر را

دارم.

---

<sup>۱</sup> . برگرفته از خطبه ۱ نهج البلاغه

## چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه می پردازد. در تحقیق جاری نرخ تورم، نرخ برابری ارز، نرخ رشد اقتصادی، نرخ بهره بانکی و میزان اعتبارات بانکی به عنوان نماینده متغیرهای کلان اقتصادی و نسبت کل بدهی ها به حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده ساختار سرمایه در نظر گرفته شدند. داده های مورد نظر برای انجام این پژوهش از طریق اطلاعات شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ گردآوری و از نظر آماری با به کارگیری مدل های رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده های 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 ساختار سرمایه رابطه معنادار و منفی داشته ولی متغیرهای نرخ برابری ارز و میزان اعتبارات بانکی با ساختار سرمایه رابطه معنادار ندارند.

**کلید واژه:** ساختار سرمایه<sup>۱</sup>، متغیرهای کلان اقتصادی<sup>۲</sup>، نرخ تورم<sup>۳</sup>، نرخ رشد اقتصادی<sup>۴</sup>، نرخ بهره بانکی<sup>۵</sup>، نرخ برابری ارز<sup>۶</sup>، میزان اعتبارات بانکی<sup>۷</sup>

---

<sup>1</sup> Capital structure

<sup>2</sup> Macroeconomic variables

<sup>3</sup> Inflation rate

<sup>4</sup> Economic growth rate

<sup>5</sup> Interest rate

<sup>6</sup> Exchange rate

<sup>7</sup> Bank credit

## فهرست مطالب

۱-۱	مقدمه	۱
۱-۲	بیان مسئله	۱
۱-۳	اهداف پژوهش	۴
۱-۴	اهمیت و ضرورت پژوهش	۴
۱-۵	سؤالات پژوهش	۶
۱-۶	فرضیه‌ها	۶
۱-۷	روش‌شناسی پژوهش	۶
۱-۸	مدل پژوهش	۷
۱-۹	جامعه آماری، دوره زمانی، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه پژوهش	۷
۱-۱۰	روش‌های گردآوری داده‌ها	۸
۱-۱۱	روش تحلیل داده‌ها	۸
۱-۱۲	تعریف مفاهیم و واژگان پژوهش	۸
۱-۱۲-۱	متغیر مستقل:	۸
۱-۱۲-۱-۱	نرخ تورم	۸
۱-۱۲-۱-۲	نرخ بهره	۹
۱-۱۲-۱-۳	نرخ ارز	۹
۱-۱۲-۱-۴	میزان اعتبارات بانکی	۹
۱-۱۲-۱-۵	رشد اقتصادی	۹
۱-۱۲-۲	متغیر وابسته:	۱۰
۱-۱۳	خلاصه فصل	۱۰
۲-۱	مقدمه	۱۲
۲-۲	هزینه تامین مالی	۱۲

- ۲-۳ روشهای مختلف تأمین مالی ..... ۱۲
- ۲-۳-۱ سود انباشته ..... ۱۳
- ۲-۳-۲ بدهی کوتاه مدت ..... ۱۳
- ۲-۳-۳ بدهی بلندمدت ..... ۱۳
- ۲-۳-۴ سهام ممتاز ..... ۱۴
- ۲-۳-۵ سهام عادی ..... ۱۵
- ۲-۴ ساختار سرمایه ..... ۱۷
- ۲-۴-۱ رویکرد سود خالص ..... ۱۸
- ۲-۴-۲ رویکرد سود خالص عملیاتی ..... ۱۹
- ۲-۴-۳ رویکرد سنتی ..... ۲۰
- ۲-۴-۴ رویکرد مودیلیانی و میلر ..... ۲۱
- ۲-۴-۵ رویکرد موازنه ایستا ..... ۲۲
- ۲-۴-۶ رویکرد سلسله مراتبی ..... ۲۳
- ۲-۵ عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ..... ۲۵
- ۲-۵-۱ بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه ..... ۲۵
- ۲-۵-۱-۱ نرخ رشد اقتصادی ..... ۲۵
- ۲-۵-۱-۲ تأثیر نوسانات نرخ رشد اقتصادی بر ساختار سرمایه ..... ۲۷
- ۲-۵-۱-۳ نرخ بهره ..... ۲۸
- ۲-۵-۱-۴ تأثیر نوسانات نرخ بهره بر ساختار سرمایه ..... ۲۹
- ۲-۵-۱-۵ نرخ تورم ..... ۳۰
- ۲-۵-۱-۵-۱ انواع شاخص های قیمت ..... ۳۱
- ۲-۵-۱-۶ تأثیر نوسانات نرخ تورم بر ساختار سرمایه ..... ۳۴
- ۲-۵-۱-۷ میزان اعتبارات بانکی ..... ۳۴
- ۲-۵-۱-۸ تأثیر نوسانات میزان اعتبارات بانکی بر ساختار سرمایه ..... ۳۵
- ۲-۵-۱-۹ نرخ ارز ..... ۳۵

۳۶	۱۰-۱-۵-۲ تأثیر نوسانات نرخ ارز بر ساختار سرمایه.....
۳۷	۶-۲ پیشینه‌ی پژوهش.....
۳۷	۱-۶-۲ پژوهش‌های خارجی.....
۴۱	۲-۶-۲ پژوهش‌های داخلی:.....
۴۵	۷-۲ خلاصه‌ی فصل.....
۴۷	۱-۳ مقدمه.....
۴۷	۲-۳ تعریف تحقیق.....
۴۸	۳-۳ نوع و روش پژوهش.....
۴۹	۴-۳ مسأله پژوهش.....
۵۰	۵-۳ فرضیه تحقیق.....
۵۰	۶-۳ قلمرو پژوهش.....
۵۰	۷-۳ جامعه و نمونه آماری.....
۵۳	۸-۳ روش‌های گردآوری داده‌ها.....
۵۳	۹-۳ مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها.....
۵۳	۱۰-۳ اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش.....
۵۷	۱۱-۳ روش تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه.....
۵۷	۱-۱۱-۳ داده‌های ترکیبی.....
۵۸	۲-۱۱-۳ آزمون معنی دار بودن اثرات فردی $F$ لیمر.....
۶۰	۳-۱۱-۳ روش اثرات ثابت.....
۶۰	۱-۱۱-۳-۳ روش اثرات تصادفی.....
۶۱	۴-۱۱-۳ آزمون هاسمن.....
۶۳	۱۲-۳ خلاصه فصل.....
۶۴	۱-۴ مقدمه.....
۶۴	۲-۴ یافته‌های پژوهش.....
۶۴	۱-۲-۴ توضیح نمونه پژوهش.....



۶۴	..... ۴-۲-۲ آمار توصیفی
۶۶	..... ۴-۲-۳ آمار استنباطی
۶۶	..... ۴-۲-۳-۱ آزمون فرضیه
۶۵	..... ۴-۲-۳-۱-۱ آزمون مانایی داده‌ها
۶۶	..... ۴-۲-۳-۱-۲ آزمون استقلال خطاها
۶۶	..... ۴-۲-۳-۱-۳ بررسی نرمال بودن خطاها
۶۷	..... ۴-۲-۳-۱-۴ آزمون هم خطی
۷۰	..... ۴-۳ خلاصه فصل
۷۶	..... ۵-۱ مقدمه
۷۶	..... ۵-۲ خلاصه پژوهش
۷۸	..... ۵-۳ نتایج پژوهش
۷۹	..... ۵-۴ محدودیت‌ها
۷۹	..... ۵-۵ پیشنهادها
۷۹	..... ۵-۵-۱ پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش (کاربردی)
۸۰	..... ۵-۵-۲ پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی
۸۰	..... ۵-۶ خلاصه فصل

## فهرست جداول

۵۱	..... جدول ۳-۱، لیست شرکت‌های عضو نمونه آماری
۶۵	..... جدول ۴-۲، نتایج مربوط به آزمون‌های استفاده شده برای مدل پژوهش
۶۵	..... جدول ۴-۳، آزمون مانایی داده‌ها
۶۶	..... جدول ۴-۴، نتیجه‌ی آزمون خود همبستگی برای مدل پژوهش
۶۷	..... جدول ۴-۵، ماتریس همبستگی
۶۸	..... جدول ۴-۶، نتایج تخمین مدل پژوهش بر اساس اثرات ثابت
۷۹	..... جدول ۵-۱، نتایج پژوهش

## فصل اول

### طرح و کلیات پژوهش

## ۱-۱ مقدمه

میزان هزینه تامین مالی مورد نیاز شرکت می تواند به صورت مستقیم بر ارزش شرکت و ارزش بازار سهام شرکت تأثیرگذار باشد. لذا میزان این هزینه ها از نظر مدیران مالی شرکت ها با اهمیت بوده و همواره می کوشند تا با استفاده از منابع مالی مطلوب؛ کمترین هزینه تامین مالی را به شرکت تحمیل کنند و در نتیجه به بالاترین میزان ارزش سهام در بازار دست یابند.

برای این منظور مدیران باید به خوبی از تأثیر متغیرهایی که می توانند بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر بگذارند آگاه باشند تا با نگرشی صحیح ، اقداماتی آگاهانه و برخاسته از نظریات علمی را در راستای دستیابی به یک ساختار سرمایه بهینه انجام دهند. از سویی دیگر، به طور کلی توجه اصلی مطرح شده در هر یک از رویکردها و نظریه های ساختار سرمایه بر روی متغیرها و عوامل درونی شرکت ها همچون متغیرهای حسابداری، نحوه مدیریت، ترکیب سهامداران و مسایلی از این دست است . در این رویکردها کمتر به عوامل اثرگذار بیرونی شرکت ها توجه شده است. از جمله مهم ترین این عوامل می توان به متغیرهای کلان اقتصادی اشاره کرد. لذا در این تحقیق به اثرگذاری برخی متغیرهای اصلی کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکت ها پرداخته شده است تا از این رهگذر با مطالعه عکس العمل مدیران نسبت به متغیرهای کلان اقتصادی در تصمیمات مربوط به تامین مالی ، پیش بینی های بهتری نسبت به رفتار آنها در آینده و هم چنین تبعات تصمیمات کلان اقتصادی داشت .

## ۱-۲ بیان مسئله

به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت ساختار سرمایه می گویند (فرهنگ علوم مالی و بانکی اکسفورد ۲۰۰۵، قالیباف اصل ۱۳۸۴). در بررسی ساختار سرمایه شرکتها تلاش می شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آنها در تامین مالی فعالیتها و سرمایه گذاری ها مورد نیاز تبیین شود (مایرز ۱۲۰۰۱، برونن ۲ و همکاران ۲۰۰۶). همچنین می توان گفت که هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی شرکت به منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران است (باقر زاده ۱۳۸۲). انتخاب ساختار سرمایه مطلوب منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن می شود (مدرس و عبدالله زاده ۱۳۷۸). این موضوع که شرکت ها چگونه ترکیب منابع مالی راهبردی خود را انتخاب و تعدیل می کنند ، مدتها کانون توجه بسیاری از محققین مالی بوده و هنوز هم منشا بحثهای فراوان است (مارکز<sup>۳</sup> و سانتوز<sup>۴</sup> ۲۰۰۴). البته زمانی اعتقاد بر این بود که ماهیت چنین مسایلی به قدری پیچیده است که نمی توان به تدوین نظریه معقولی در این زمینه پرداخت.

<sup>1</sup> Myers

<sup>2</sup> Brounen

<sup>3</sup> Marques

<sup>4</sup> Santos

در حدود نیم قرن پیش وستون<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) باب آغاز بحث درباره امکان تدوین چنین نظریه‌هایی را گشود و ادامه چنین مباحثی در نهایت باعث شد که مودیلیانی<sup>۲</sup> و میلر<sup>۳</sup> (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 پژوهش‌ها نشان می‌دهد که هیچ یک از نظریه‌ها و الگوهای فعلی به تنهایی نمی‌تواند عوامل موثر در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها را کاملاً تبیین کند و پاسخ قاطعانه‌ای برای پرسش ذیل فراهم کنند: چرا در شرایط گوناگون تعدادی از شرکت‌ها برای تامین مالی فعالیت‌های خود گزینه انتشار سهام، بعضی به کارگیری منابع داخلی و برخی دیگر روش استقراض را انتخاب می‌کنند؟ (مایرز ۲۰۰۱، فرایدن برگ<sup>۴</sup> ۲۰۰۴، فرانک گویال<sup>۵</sup> ۲۰۰۵، دی آنجلو<sup>۶</sup> ۲۰۰۶)

شگفت‌آور نیست که مایرز (۱۹۸۴) بحث ساختار سرمایه شرکت‌ها را به پازل تشبیه کرده و به تبع وی کاماث<sup>۷</sup> (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 متقاعدکننده، دو دیدگاه نظری را مطرح و آنها را نقد و بررسی کرده است. وی فرضیه‌ای را که بر اساس آن شرکت‌ها هزینه‌های ورشکستگی (بحران‌های مالی) خود را با استفاده از صرفه جویی‌های مالیاتی حاصل از بدهی‌ها متعادل می‌کنند، نظریه توازن و فرضیه‌ای را که بر مبنای آن شرکت‌ها خود را ابتدا از محل سود انباشته و در نهایت از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند، نظریه سلسله مراتب نامیده است. 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، و 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

<sup>1</sup> Weston

<sup>2</sup> Modigliani

<sup>3</sup> Miller

<sup>4</sup> Frydenberg

<sup>5</sup> Goyal

<sup>6</sup> DeAngelo

<sup>7</sup> Kamath

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.

نظریه سلسله مراتب در زمینه تأمین مالی از طریق انتشار سهام نیز با جر و بحث‌ها و چالش‌های مهمی روبروست. به گونه‌ای که بر اساس پژوهش‌ها شرکت‌ها از این ابزار بیش از اندازه ( فرانک و گوپال ۲۰۰۳ ) و در مواقع نامناسب ( فاما، فرنچ<sup>۲</sup>، لیری<sup>۳</sup> و رابرتز<sup>۴</sup> ۲۰۰۶ ) استفاده می‌کنند .

همچنین در حالی که بر اساس نظریه مزبور دلیل اصلی انتشار اوراق بدهی از سوی شرکت‌ها کمبود منابع مالی عنوان شده است ، شواهد تجربی نشان می‌دهد که عوامل مهم‌تر دیگری نیز وجود دارد . ( فرانک و گوپال ، ۲۰۰۳ ) . در زمینه ساختار سرمایه شرکت‌ها، باور رایج در رویکردهای سنتی اصولاً این بوده است 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. شکل‌گیری حس درونی مذکور 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<sup>۵</sup> ، 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<sup>۶</sup> و اشتگلitz<sup>۷</sup> مطرح شد که بعدها این نظریه‌ها نیز در عمل با محدودیت‌های گاه اساسی روبرو شدند.

اما به راستی کلید این معما کجاست ؟

<sup>1</sup> Fama

<sup>2</sup> French

<sup>3</sup> Leary

<sup>4</sup> Roberts

<sup>5</sup> Donaldson

<sup>6</sup> Hirshleifer

<sup>7</sup> Stiglit

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 گردند تا بتوان اندکی به پاسخ این معما نزدیک‌تر شد. می‌توان مسئله را این گونه طرح نمود که دو سوال ذیل که، بر چه اساسی مدیران به تصمیمات تأمین مالی اقدام می‌کنند و چه متغیرهایی بر تصمیم‌گیری آنها تاثیرگذار می‌باشد؟ و اینکه تا چه میزانی مدیران می‌بایست نسبت به تأمین مالی اقدام کنند و نسبت بهینه ساختار سرمایه چیست؟ کاملاً در دو حوزه جداگانه قابل طرح و بررسی است و هرگونه ادغام این دو سوال معمای مزبور را پیچیده‌تر خواهد کرد.

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.

### ۳-۱ اهداف پژوهش

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم می‌کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهامداران است، تأثیر مثبت به جای گذارد. لذا تصمیمات مربوط به تأمین مالی و همچنین تعیین یک ساختار سرمایه بهینه در شرکت دارای اهمیت ویژه‌ای است. برای این منظور مدیران باید به خوبی از تأثیر متغیرهایی که می‌توانند بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر بگذارند آگاه باشند تا با نگرشی صحیح، اقداماتی آگاهانه و برخاسته از نظریات علمی را در راستای دستیابی به یک ساختار سرمایه بهینه انجام دهند. از سویی دیگر، به طور کلی توجه اصلی مسائل مطرح شده در هر یک از رویکردها و نظریه‌های ساختار سرمایه بر روی متغیرها و عوامل درونی شرکت‌ها همچون متغیرهای حسابداری، نحوه مدیریت، ترکیب سهامداران و مسایلی از این دست است. در این رویکردها کمتر به عوامل اثرگذار بیرونی شرکت‌ها توجه شده است. از جمله مهمترین این عوامل می‌توان به متغیرهای کلان اقتصادی اشاره کرد. لذا در این تحقیق به اثرگذاری برخی متغیرهای اصلی کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته شده است تا از این رهگذر با مطالعه عکس‌العمل مدیران نسبت به متغیرهای کلان اقتصادی در تصمیمات مربوط به تأمین مالی، پیش‌بینی‌های بهتری نسبت به رفتار آنها در آینده و هم‌چنین تبعات تصمیمات کلان اقتصادی داشت.

### ۴-۱ اهمیت و ضرورت پژوهش

به طور کلی عوامل تعیین‌کننده 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 تامین 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 مزبور تأثیرگذار 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 به انتخاب روش تأمین مالی مورد نظر و جهت‌دهی به ساختار سرمایه داشته باشد.

اهمیت متغیرهای اقتصادی زمانی جلوه‌گر می‌شود که عوامل درون‌سازمانی تعیین‌کننده و موثر بر ساختار سرمایه را، تابعی از این متغیرها دانست. نظر محقق بر این است که بطور مثال وجود دارایی‌های ثابت در یک شرکت به خودی خود نمی‌تواند مدیریت را مجاب کند تا به تأمین مالی از طریق بدهی دست بزند. بلکه احتمالاً پیش‌بینی‌های مدیریت از شرایط حال و آتی اقتصاد کلان نظیر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی ، حجم نقدینگی ، نرخ ارز و ... آنها را مجاب به چنین امری کند .

همچنین می‌توان ادعا کرد که فرصت‌های یک شرکت تنها با بهبود روابط اقتصادی ، افزایش تولید ناخالص ملی و افزایش نرخ رشد و نهایتاً افزایش رونق اقتصادی حاصل می‌گردد. ( با در نظر گرفتن این امر که اقتصاد همچون زنجیری درهم تنیده شده بر پیکر تمام صنایع و افراد جامعه است که نقصان یکی از این چرخ‌ها ، بطور مطلوب و مورد نظر نخواهد چرخید. )

بنابراین تحقیق جاری می‌تواند راه را برای شناخت ابعادی از ساختار سرمایه و نحوه تأمین مالی شرکت‌ها هموارتر نموده تا از این رهگذر بتوان به تئوری واحدی نسبت به ساختار سرمایه دست یافت . هم‌چنین تحقیق مذکور می‌تواند با بررسی رفتار مدیران نسبت به تغییرات شاخص‌های اقتصادی ، کمک شایانی به فضای کسب‌وکار و پیش‌بینی نیازهای تأمین مالی مورد نظر مدیران داشته باشد.

## ۵-۱ سوالات پژوهش

تحقیق جاری در پی یافتن پاسخی به این سؤال است:

آیا متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیم‌گیری مدیران برای تأمین مالی تأثیر گذارند؟

## ۶-۱ فرضیه‌ها

با توجه به پرسش‌های مطرح شده در این تحقیق، فرضیه‌ها به شرح زیر ارائه می‌گردند:

فرضیه اول: بین نرخ تورم و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.  
فرضیه دوم: بین نرخ برابری ارز و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.  
فرضیه سوم: بین نرخ رشد اقتصادی نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.  
فرضیه چهارم: بین نرخ بهره بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.  
فرضیه پنجم: بین میزان اعتبارات بانکی و نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

## ۷-۱ روش‌شناسی پژوهش

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 خویش می‌نمایند. آنان آگاهانه یا ناآگاهانه معتقد به استقلال آزمون کننده و آزمودنی از یکدیگر می‌باشند. البته این شیوه غالب در پژوهش‌های حسابداری، به صورت روز افزون مورد انتقاد واقع شده است. اما صرف نظر از آسیب شناسی تحقیقات مزبور، پژوهش حاضر در طبقه رویکردهای اثبات‌گرایی قرار می‌گیرد (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 آن‌که قضاوت‌های ارزشی در این تحقیق کم‌رنگ است، پژوهش حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به علاوه با توجه به این‌که 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. نوشته پیش رو اساساً به منظور شناسایی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی مدیران انجام می‌شود و در عمل نتایج آن برای رفع مشکلات پیرامون تأمین مالی، کاربردی خواهد بود. به لحاظ تحلیل آماری، این پژوهش برای مدل خطی از تکنیک رگرسیون استفاده کرده است.



در نهایت از طریق داده‌های مربوط به سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ و با استفاده از روش پس‌آزمون، اقدام به شناسایی تاثیر هر یک از متغیرهای مستقل بر ساختار سرمایه می‌کند.

#### ۱-۸ مدل 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 (نرخ اوراق مشارکت)

BCA: میزان اعتبارات بانکی

#### ۱-۹ جامعه آماری، دوره زمانی، روش نمونه گیری و حجم نمونه پژوهش

جامعه آماری ( $N$ ): جامعه آماری مدنظر این تحقیق با توجه به هدف آن، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

قلمرو مکانی: مکان انجام این پژوهش بورس و اوراق بهادار تهران است.

قلمرو زمانی: قلمرو زمانی این تحقیق سال‌های مالی ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ را در بر می‌گیرد.

نمونه آماری ( $n$ ): نمونه آماری این پژوهش برای آزمون فرضیات تحقیق، مشتمل بر شرکت‌هایی است که از ویژگی‌های زیر به طور هم‌زمان برخوردار بوده‌اند:

۱- سهام شرکت طی دوره تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.

۲- پایان سال مالی شرکت ۲۹ اسفند ماه باشد.

۳- صنایع واسطه‌گری مالی، بانک، بیمه جزو صنایع مورد بررسی نخواهند بود.

۴- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

#### ۱-۱۰ روش‌های گردآوری داده‌ها

برای جمع‌آوری اطلاعات درباره داده‌های مربوط به ساختار سرمایه به محل نگهداری صورت‌های مالی در بورس اوراق بهادار تهران مراجعه شده و اطلاعات مورد نیاز با بررسی اسناد و مدارک و صورت‌های مالی ارائه شده و در برخی موارد با استفاده از لوح فشرده (که شامل اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌باشد) یا سایت اینترنتی بورس اوراق بهادار گردآوری خواهد شد. هم‌چنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های اقتصادی از نماگرهای بانک مرکزی و مرکز آمار ایران و هم‌چنین سایت‌های مربوط، جمع‌آوری خواهند شد.

#### ۱-۱۱ روش تحلیل داده‌ها

داده‌های جمع‌آوری شده، ابتدا در قالب بانک اطلاعات ذخیره شده و سپس با انتقال این داده‌ها به نرم‌افزار Stata و Excel و EViews زمینه تجزیه و تحلیل این داده‌ها از طریق رگرسیون و نتایج حاصل از آنها با استفاده از تجزیه و تحلیل‌های همبستگی فراهم می‌شود.

#### ۱-۱۲ تعریف مفاهیم و واژگان پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، شامل متغیر وابسته و متغیرهای مستقل اصلی به شرح زیر می‌باشند:

##### ۱-۱۲-۱ متغیر مستقل:

##### ۱-۱۲-۱-۱ نرخ تورم

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. این متغیر با توجه به نرخ رشد شاخص قیمت مصرف‌کننده که توسط بانک مرکزی اعلام می‌گردد، محاسبه می‌گردد.

### ۱-۱۲-۱-۲ نرخ بهره

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 ساز و کار اثرگذاری سیاست‌های پولی به‌شمار می‌آید. نرخ بهره به‌عنوان یک متغیر اقتصادی در بنگاه‌های 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. نرخ بهره (اوراق مشارکت) در ایران دستوری بوده و توسط بانک مرکزی اعلام می‌گردد.

### ۱-۱۲-۱-۳ نرخ ارز

نرخ ارز عبارت است از ارزش واحد پول یک کشور در برابر واحد پول کشور دیگر. به‌طور کلی تغییرات نرخ ارز بر ساختار سرمایه آن دسته از شرکت‌هایی که از اعتبارات خارجی استفاده می‌کنند و همچنین شرکت‌هایی که نسبت به واردات و صادرات مواد اولیه و محصولاتشان اقدام می‌کنند، می‌تواند اثرگذار باشد. نرخ ارز ب دو صورت رسمی و آزاد وجود دارد که نرخ آن با توجه به نماگرهای بانک مرکزی قابل استخراج است.

### ۱-۱۲-۱-۴ میزان اعتبارات بانکی

از جمله مواردی که در تدوین سیاست‌های پولی به‌طور 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. به‌طور کلی میزان اعتبارات بانکی مستقیماً مرتبط با سیاست‌های بانک مرکزی درباره سیاست‌های پولی است که می‌تواند بر تصمیمات تأمین مالی مدیران تأثیرگذار باشد. این متغیر توسط نماگرهای بانک مرکزی اعلام می‌شود.

### ۱-۱۲-۱-۵ رشد اقتصادی

کوزنتس<sup>۱</sup> (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

<sup>۱</sup> Simon Kuznets

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 تامین مالی مدیران می‌بایست حائز اهمیت باشد.

## ۲-۱۲-۱ متغیر وابسته:

متغیرهای وابسته در این گزارش نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام می‌باشد. نسبت کل بدهی‌ها از مجموع بدهی‌های جاری و بدهی غیرجاری قابل محاسبه می‌باشد. همچنین حقوق صاحبان سهام از مجموع سرمایه شرکت به اضافه سود انباشته و سایر اندوخته‌ها محاسبه می‌گردد.

## ۱۳-۱ خلاصه فصل

این فصل پس از ارائه مقدمه، با شرح و بیان مسأله‌ی پژوهش آغاز شده است و سپس اهمیت و ارزش پژوهش بیان گردید. در ادامه هدف از انجام این پژوهش و فرضیات متناسب با اهداف این پژوهش ارائه شده است که شامل پنج فرضیه است. همچنین روش انجام پژوهش، ابزار جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز، جامعه‌ی آماری و روش‌های آماری مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات به طور مختصر ذکر شد. در پایان این فصل واژه‌های عملیاتی مورد استفاده در متن پژوهش، تعریف شده است.

در فصل دوم ادبیات موضوع و پیشینه‌ی پژوهش تشریح می‌شود. در ادامه و در فصل سوم به روش پژوهش پرداخته می‌شود. در فصل چهارم اطلاعات جمع‌آوری شده تجزیه و تحلیل می‌شود. در فصل پنجم که فصل پایانی این رساله است، نتایج، پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش حاضر بیان خواهد شد.