



بررسی تطبیقی سرمایه‌گذاری شرکتی، تصمیمات تأمین مالی و ریسک سیاسی : شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

ابراهیم ابراهیمی

دانشجوی دکتری گروه مهندسی مالی، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، تهران، ایران

نسرین ذوالفقارخانی

دانشجوی دکتری گروه مهندسی مالی، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، تهران، ایران

نادر نقشینه

استادیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
naghshineh.nader@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۲۰

چکیده

هدف: شناخت متغیرهای مالی، اقتصادی و سیاسی برای تصمیمات فعالین و سرمایه‌گذاران بازارهای مالی بسیار حائز اهمیت است و در نظر نگرفتن این متغیرها موجب اختلال در تصمیم‌گیری می‌شود. این پژوهش با هدف نحوه تأثیرگذاری ریسک سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکتی نگاشته شده است.

روش شناسی پژوهش: در پژوهش حاضر با هدف کاربردی، اطلاعات جمع‌آوری شده‌ی مربوط به ۳۴ شرکت مورد نظر در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۹-۱۳۹۳ و با استفاده از نرم افزار Eviews 11 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند و جهت تخمین مدل مربوط به فرضیه‌ها، از روش پولینگ دیتا و داده‌های پانل استفاده شده است.

یافته‌ها: یافته‌ها نشان داد که ریسک‌های سیاسی^۱ و عوامل سطح شرکت و سطح کشور بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند، و نیز تأثیر ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی تحت استراتژی‌های مختلف تأمین مالی مانند تأمین مالی بدهی و سهام متفاوت است. همچنین ریسک‌های سیاسی و عوامل سطح شرکت و سطح کشور بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر منفی و معناداری دارند.

اصالت/ارزش افزوده علمی: تأمین مالی شرکت‌ها با توجه به ریسک سیاسی کاهش می‌یابد. ریسک‌های سیاسی اثر منفی روی فعالیت‌های اقتصادی و مالی دارند. برای جلوگیری از ضررهای ناشی از شوک‌های ناگهانی سیاسی، شرکت‌ها در تصمیم‌گیری مالی در مقطعی که با ریسک بالای سیاسی مواجه می‌شوند کمتر از تأمین مالی استفاده می‌کنند، در نتیجه موجب کاهش سرمایه‌گذاری شرکتی و ورود نقدینگی به بخش تولید و فعالیت‌های مولد می‌شود.

واژه‌های کلیدی: ریسک سیاسی، تصمیمات تأمین مالی شرکت، سرمایه‌گذاری شرکتی، بازار سرمایه ایران.

¹ Political risk

۱- مقدمه

شرکت‌ها سرمایه‌گذاری سرمایه خود را در پاسخ به ریسک سیاسی کاهش می‌دهند. نوسان شدید در متغیرهای اقتصادی و سیاسی، از نشانه‌های مهم وجود ریسک در سیستم اقتصادی است، از این رو، یکی از دلایلی که باعث میشود بخش خصوصی کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، تمایل کمتری به ورود به عرصه اقتصاد داشته باشد، نوسانهای متغیرهای اقتصادی و سیاسی است که هم از نظر سودآوری و هم از نظر هزینه‌های سرمایه‌گذاری، به نااطمینانی در سرمایه‌گذاری منجر میشود. در چنین وضعیتی، بنگاههای ریسک‌گریز، سطح سرمایه‌گذاری خود را کاهش میدهند و بنگاههای ریسک‌پذیر نیز با افزایش در نااطمینانی، سرمایه‌های بازگشت‌ناپذیر خود را کاهش می‌دهند. (ونثوک چپو وهمکاران، ۲۰۲۲)

یکی از مهمترین ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور تأثیرپذیری از مسائل سیاسی است. مسائل سیاسی از آنجا که تغییراتی در دیدگاه‌های اقتصادی در پی دارد تأثیر ملموس و سریعی بر بورس اوراق بهادار می‌گذارد. هم‌اکنون ریسک سیاسی یک پدیده بسیار پیچیده و چند بعدی است که جامعه تجارت جهانی را به ویژه در مورد ارزیابی دقیق و مدیریت آن به شدت به چالش کشیده است (جکوبسن، ۲۰۱۰).

اینکه شرکت‌ها چگونه سرمایه‌گذاری خود را تأمین مالی می‌کنند یکی از مسائل اصلی در پژوهش‌های مالی شرکت‌های بزرگ است (مایرز^۲، ۱۹۸۴). بحث و گفت‌وگو پویا در زمینه تأمین مالی و تأثیرپذیری آن، بحران‌های سیاسی (ریسک سیاسی) و تأثیرات آن در بورس اوراق بهادار تهران که موجب غنای ادبیات و دانش نظری و کاربردهای عملی درباره تأمین مالی شود، یکی از عوامل مهم انگیزه پژوهش‌گران در پژوهش حاضر به شمار می‌آید. در این مقاله هدف ما تدوین درک بهتر روابط ریسک مرتبط با سیاست (ریسک سیاسی) و فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران است.

از آنجایی که شوک‌های ناشی از زمان‌بندی، محتوا و تأثیر تغییر سیاست غالباً منابع اصلی عدم قطعیت برای محیط کسب و کار محسوب می‌شوند، پرسشی که طبیعتاً بیدرنگ مطرح می‌شود این است که آیا این ریسک مرتبط با سیاست تأثیر عمیقی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت دارد یا خیر (برنانکه^۳، ۱۹۸۳؛ دیکسیت^۴ و پیندیک^۵، ۱۹۹۴). همچنین، شاخص ریسک سیاسی اخیراً مطرح شده کالدارا و لاکوویلو (۲۰۱۸) و شاخص راهنمای ریسک بین‌المللی کشوری (ICRG) نیز معیارهای مناسبی را برای ریسک مرتبط با سیاست ارائه می‌نمایند.

بسیاری از محققان و متخصصان، رفتارهای تأمین مالی شرکت را به دلیل پیامدهای عملی آنها برای مدیریت شرکت و عملکرد شرکت و حتی برای کل اقتصاد مورد مطالعه قرار داده‌اند (به عنوان مثال، سنو^۶ و چانگ، ۲۰۱۷؛

¹ Jakobsen, J

² Myers, S.

³ Bernanke, B

⁴ Dixit, A

⁵ Pindyck

⁶ Su

کارپاوی^۱ سیوس^۲ و یو^۳، ۲۰۱۹). یکی از حوزه‌های برجسته ادبیات بر شناسایی عوامل تعیین کننده‌ای که شرکت‌ها را برای انتخاب استراتژی‌های تأمین مالی خود هدایت می‌کنند، متمرکز شده است (اندرسون و همکاران^۴، ۲۰۰۳؛ یور^۵ و اوزتکین^۶، ۲۰۱۵؛ سان^۷ و همکاران، ۲۰۱۶؛ لی و همکاران، ۲۰۱۷).

ریسک سیاسی به دنبال تکامل تدریجی تئوری اقتصادی در اوایل قرن بیستم در بیشتر کشورهای صنعتی دنیا، از رویدادهای سیاسی و شرایط نامطلوب در امور بین‌المللی به وجود آمد. جنگ‌ها، درگیری‌های داخلی و حملات تروریستی خارجی همگی برای ایجاد بی ثباتی سیاسی پیش‌نیاز هستند. ریسک سیاسی اشاره به تغییر داشته و تغییر، اغلب توسط دولت ایجاد می‌شود که به شکل‌گیری مجدد محیط کسب و کار در یک کشور منجر می‌شود. بازار بر اساس مدل بی‌گذاریکامل، تصمیمات تأمین مالی از تصمیمات سرمایه گذاری با های سرمایه جدا است و با وجود فرصت خالص ارزش فعلی مثبت، مهم نیست که منابع مالی آن از کجا و به چه صورت تأمین می‌شود.

پژوهش حاضر با استخراج داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از صنعت‌های شیمیایی، نفت و غذایی (به استثنای گروه قند و شکر)، از سال ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۹ به بررسی نحوه تأثیرگذاری ریسک سیاسی بر رفتار تأمین مالی شرکت‌ها همچنین سرمایه گذاری شرکتی می‌پردازد. در ادامه به ادبیات پژوهش، روش شناسی، آزمون فرضیه‌ها و نتایج، پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ریسک سیاسی

مطالعات تجربی نشان می‌دهد که یکی از عوامل خارج از بازار سرمایه که بر آن اثرگذار است فعالیت‌های سیاسی است. در زمینه تأثیر تحولات سیاسی بر روی بازار سهام مطالعات متعددی صورت گرفته است که در این چارچوب می‌توان به چائو و راتاپورن، دیسومساک، جان چانگ و همکاران، کریستنسن، کونراد و همکاران، دوگالسون آماتور، فلورس، ریاحی و همکاران، زارع و همکاران، کشاورز حداد و حیدری، قالیباف اصل و کلیری اشاره کرد. بازار سهام ایران نسبت به انواع رویدادهای سیاسی داخلی و خارجی و نیز مذاکرات برای رفع تحریم‌های اقتصادی واکنش قابل ملاحظه‌ای نشان می‌دهد (زارع، ۱۴۰۰).

هاشم زارع (۱۴۰۰)، با بررسی عدم اطمینان سیاسی و نوسانات بازار سهام در ایران با توجه به تحولات بین‌المللی، آشکار کرد که در چارچوب الگوی گارج نامتقارن دوره‌های مختلف مذاکرات هسته‌ای و نیز تحولات سیاسی منطقه‌ای بر شاخص بازار سهام تأثیر مستقیم و معناداری را نشان می‌دهد.

¹ karpavi
² sius
³ yuo
⁴ Anderson
⁵ yur
⁶ Uztekin
⁷ sun

نقش ریسک سیاسی بین‌المللی در تأثیرگذاری بر اقتصاد واقعی به خوبی در ادبیات مربوطه شناسایی شده است (بloom^۱، ۲۰۰۹؛ کانگ^۲ و راتی^۳، ۲۰۱۳؛ آپرجیس^۴، ۲۰۱۵؛ لی و همکاران، ۲۰۱۷؛ لی و لی، ۲۰۱۸؛ گوپتا^۵ و همکاران، ۲۰۱۹؛ پانگ^۶ و همکاران، ۲۰۱۹).

به طور شگفت‌انگیزی، تحقیقات تجربی (کازی^۷ و همکاران، ۲۰۲۲)، نشان می‌دهد که تمام معیارهای ریسک سیاسی شوک‌های مثبتی را به سرمایه‌گذاری‌های (اعم از سهام و اوراق قرضه) از بازارهای نزولی به بازار صعودی منتقل می‌کنند. ریسک‌های سیاسی قدرت پیش‌بینی قابل‌توجهی در نمونه برای هر دو بازده تجاری و نوسانات قیمت در طول هزاران دوره فرعی دارند، که می‌تواند در صورت وجود ناپایداری، توسط تکنیک‌های پارامتر ثابت استاندارد ثبت نشود. با استفاده از داده‌های پانل به طور کلی، نتایج تجربی (اوگوژن^۸ سپنی^۹ و همکاران، ۲۰۲۲)، نشان می‌دهد که قرار گرفتن در معرض خطرات سیاسی باید توسط سرمایه‌گذاران برای اهداف متنوع‌سازی ریسک در هنگام ورود به موقعیت‌های تجاری در نظر گرفته شود.

از آنجایی که درگیری روسیه و اوکراین مانع از تولید گسترده گندم در اوکراین می‌شود، (فوند سادوی^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۲)، رابطه بحران‌های بین ریسک سیاسی و قیمت کالاهای غذایی ضروری را بررسی کردند. آنها از تجزیه و تحلیل چند وضوحی برای شناسایی الگوهای پنهان شده توسط سطوح بالای سر و صدای ذاتی قیمت کالاها در طول بحران استفاده نمودند. یافته‌های آنها نشان داد که یک رابطه علی یک طرفه با عوامل سیاسی به طور قابل توجهی بر قیمت مواد غذایی تأثیر می‌گذارد.

زو گانجون^{۱۱} (۲۰۲۲)، از مدل GARCH-MIDAS برای مطالعه تأثیر ریسک سیاسی بر پیوند پویا بین پنج بازار کالا استفاده کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که ریسک سیاسی، به طور قابل توجهی بر پیوستگی کلی بازارهای کالا تأثیر می‌گذارد. و مهمتر از آن، تأثیرات بر سرریز خالص بازارهای کالاهای مختلف متفاوت است. آفس سالیساب^{۱۱} و همکاران (۲۰۲۲)، ارتباط بین ریسک سیاسی و نوسانات بازار سهام در اقتصادهای نوظهور را بررسی کردند. آنها دریافتند که نوسانات بازار سهام نوظهور به ریسک‌های سیاسی واکنش مثبت‌تری نشان می‌دهد.

در مقایسه با مطالعات متمرکز بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تأثیر ریسک مرتبط با سیاست (ریسک سیاسی)، بر فعالیت تأمین مالی چندان مورد توجه محققان دانشگاهی قرار نگرفته است. با تأکید خاص بر نقش ریسک سیاسی، باوم^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۹) شواهدی یافتند دال بر اینکه تصمیمات اهرمی شرکت همبستگی منفی با ریسک سیاسی دارد. مطالعات پیشین نشان دادند که ریسک‌های مرتبط با سیاست و اقتصادی احتمالاً اصطکاک

¹ Bloom, N

² Kang, W

³ Ratti

⁴ Apergis, N

⁵ Gupta, M

⁶ Pang

⁷ kazi

⁸ Oghozhen

⁹ Sepani

¹⁰ Foedsadavi

¹¹ Afessalisab

¹² Bavem

بازار مالی را افزایش داده و لذا بر هزینه تأمین مالی خارجی تأثیرگذار هستند. این اثرات عبارتند از: صرف ریسک سهام (پاستور^۱ و ورونسی^۲، ۲۰۱۳)، هزینه بدهی (فرانسیس^۳ و همکاران، ۲۰۱۴)، و ریسک نکول (گیلکریست^۴ و همکاران، ۲۰۱۴). در یک مقاله دیگر، لی و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که ریسک سیاسی بر رفتارهای اهرمی در صنعت بانکداری آمریکا تأثیر می‌گذارد. بنابراین انتظار می‌رود که ریسک مرتبط با سیاست تأثیر معنی داری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها داشته باشد. در این راستا، تجزیه و تحلیل‌های ما مکمل ادبیات مربوط به نحوه تأثیرگذاری ریسک سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها

به فرآیندی که به دنبال ایجاد، جمع‌آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه‌ای برای هر نوع مخارج، تأمین مالی گفته می‌شوند. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. تأمین مالی شرکت‌ها از دو طریق حقوق صاحبان سهام و بدهی انجام می‌شود (بهرروز ملا حسینی، ۱۳۹۹).

علاوه بر این، بیشتر مطالعات و پژوهش‌های انجام شده در داخل و خارج کشور روش‌های تأمین مالی را بررسی کرده‌اند که مهم‌ترین آنها شامل پژوهش‌های مایرز (۱۹۸۴)، گیلسون^۵، جان^۶ و لانگ^۷ (۱۹۹۰)، برگر^۸ و اودل^۹ (۱۹۹۸، ۲۰۰۲)، باری^{۱۰}، مان^{۱۱}، میهو^{۱۲} و رودریگز^{۱۳} (۲۰۰۸)، لمون^{۱۴} و رابرتز^{۱۵} (۲۰۱۰)، لین^{۱۶} و پاراویزینی^{۱۷} (۲۰۱۰)، چاوا^{۱۸} و پورنندام^{۱۹} (۲۰۱۱)، اکبر^{۲۰}، رحمان^{۲۱} و ارمرود^{۲۲} (۲۰۱۳)، کورهلالج^{۲۳} (۲۰۱۶)،

¹ Pastor

² Verunsi

³ Feransis

⁴ Gilkerist

⁵ Gilson

⁶ John

⁷ Lang

⁸ Berger

⁹ Udell

¹⁰ Barry

¹¹ Mann

¹² Mihov

¹³ Rodriguez

¹⁴ Lemmon

¹⁵ Roberts

¹⁶ Lin

¹⁷ Paravisini

¹⁸ Chava

¹⁹ Purnanandam

²⁰ Akbar

²¹ Rahman

²² Ormrod

²³ Korlallage

زورتیوا^۱ و نچیوا^۲ (۲۰۱۷)، چوی^۳ و سو^۴ (۲۰۱۷)، زنجیردار و ابراهیمی‌راد^۵ (۲۰۰۹)، ملانظری، حجازی و صحرایی (۲۰۱۰)، خدایی و له‌زارد و سلیمی آقالطفعلی (۲۰۱۴) و رضایی و سیاری (۲۰۱۵) است.

دلایل تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در بسیاری از تحقیقات نظری و تجربی به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته که با یافته‌های مختلفی همراه بوده است. نظریه ساختار سرمایه سنتی، از جمله نظریه موازنه (میلر^۶، ۱۹۷۷)، نظریه نمایندگی (ینسن و مک‌کلینگ، ۱۹۷۶)، و نظریه سلسله مراتبی (مایرز^۷ و مجلوف^۸، ۱۹۸۴)، شناختی را از نقش ویژگی‌های سطح شرکت را در تأثیرگذاری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها فراهم می‌آورند. پژوهشگران و فعالان مدت‌های مدیدی است که دریافته‌اند اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، و ظرفیت سوددهی ارتباط تنگاتنگی با تأمین مالی شرکت‌ها دارند. درباره اثرات اندازه شرکت، نظریه موازنه اظهار می‌دارد که شرکت‌های بزرگ تمایل به کاهش هزینه‌های ورشکستگی و پرتفوی متنوع‌تر با دسترسی نسبتاً آسان‌تر به بازارهای اعتباری دارند. نظریه سلسله مراتبی نیز بیان می‌دارد که احتمال اندکی وجود دارد که شرکت‌های بزرگ با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه شوند. بر اساس عبارت فوق، پیش‌بینی می‌شود تأثیر اندازه شرکت بر تأمین مالی شرکت مثبت باشد. تحقیقات تجربی پیشین نیز یافته‌های همسانی را نشان می‌دهند (راجان^۹ و زینگالس^{۱۰}، ۱۹۹۵؛ اسلام^{۱۱} و کانداکر^{۱۲}، ۲۰۱۵؛ پیندادو^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۷؛ دانگ^{۱۴} و همکاران، ۲۰۱۸؛ کارپاویوسوس^{۱۵} و یو^{۱۵}، ۲۰۱۹).

اگر چه مطالعات فوق‌الذکر به درک ما از تصمیمات تأمین مالی شرکت کمک می‌کنند اما غالباً تأکید دارند که عوامل سطح کشوری شامل شرایط اقتصاد کلان و عدم قطعیت آن‌ها برای شرکت‌ها در هنگام انتخاب ساختار سرمایه خود هستند. فرانک و گوپال (۲۰۰۹) به ارزیابی اهمیت طیف وسیعی از عوامل تأثیرگذار در تصمیمات اهرمی شرکت‌های غیرمالی در آمریکا در سال‌های ۱۹۵۰ لغایت ۲۰۰۳ پرداختند. نتایج تجربی آنها آشکار نمود که اهرم شرکت با رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) و تورم مورد انتظار افزایش می‌یابد. برای مثال، دیوالی و شائو (۲۰۱۴) با تمرکز بر موسسات مالی در آمریکا در طی دوره بحران مالی جهانی ۲۰۰۷ الی ۲۰۰۹ ضمن ارزیابی نحوه تأثیرگذاری شوک‌های نقدینگی بر وامدهی بانک‌ها نتیجه‌گیری نمودند که رشد GDP تأثیر مثبت و معنی

¹ Zavertiaeva

² Nechaeva

³ Choi

⁴ Suh

⁵ Miller

⁶ Myers

⁷ Majluf, N

⁸ Rajan, R

⁹ Zingales, L

¹⁰ Eslam

¹¹ candaker

¹² Pindado

¹³ Doung

¹⁴ Karpavoyus

¹⁵ yu

داری بر رفتار وامدهی بانک‌ها دارد. باوم و همکاران (۲۰۰۹) به ارائه نتایج تجربی در حمایت از اثر بازدارنده عدم قطعیت‌های ویژه و اقتصاد کلان بر شرکت‌های غیرمالی آمریکا پرداختند.

سرمایه‌گذاری شرکتی

سرمایه‌گذاری شرکتی، با افزایش نااطمینانی در شرایط عدم تحقق فرضیه‌های هارتمن (۱۹۷۲) و ابل (۱۹۸۳)، کاهش می‌یابد. ماهیت برگشت‌ناپذیر بودن پروژه‌های سرمایه‌گذاری یا هزینه‌های حساب‌رفته، باعث می‌شود که شرکتها اختلاف سود بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آینده را ارزیابی کنند. هرچه درجه عدم اطمینان بیشتر باشد، بازده مورد انتظار برای سرمایه‌گذاری در آینده بیشتر می‌شود، از این رو، شرکتها هزینه‌های سرمایه‌گذاری فعلی خود را کاهش می‌دهند (پیندک، ۱۹۸۸) اهرم مالی و جریانهای نقدی از عواملی هستند که توان مدیران را در تخصیص منابع، تحت تأثیر قرار میدهند و در واکنش مدیران به اطلاعات جدید، تفاوت ایجاد میکنند؛ به گونه‌ای که ارزش انتظار برای بنگاههای با محدودیت مالی بیشتر، کاهش یافته (کریم پور، برادران حسن زاده، بادآورنهندی و زینالی، ۱۳۹۶) و تمایل این گونه شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، شرکت‌های با محدودیت مالی کمتر، آرامش مالی بیشتری دارند و با در اختیار داشتن سرمایه کافی، ریسک کمتری را متحمل میشوند (الحسن و ناکا، ۲۰۲۰) اطلاعات جدید منتظر می‌مانند و به دلیل عدم وجود اطمینان کامل، انعطاف‌پذیری بیشتری خواهند داشت تا در زمانی دیرتر، به سرمایه‌گذاری اقدام کنند (چوی، لی، چوی و سان، ۲۰۱۹). ایلهان چام^۱، گوخان اوزر^۲ (۲۰۲۱)، تأثیر ابعاد کیفی نهادی اخیرمانند ظرفیت بازار، کارایی عملیاتی، دسترسی خارجی، شفافیت شرکتی، حمایت قانونی و ثبات سیاسی را بر تصمیم‌های مالی شرکت‌ها در ۵۶ کشور بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۵ بررسی کردند. آنها دریافتند که کیفیت نهادی قوی‌تر یا ریسک‌های اساسی کمتر در یک کشور، دسترسی شرکت‌ها به بدهی بلندمدت و تأمین مالی سهام را تسهیل می‌کند. آنها نتایج خود را به محیط‌های سازمانی که با شکل‌دهی به شدت اصطکاک‌های بازار، مانند تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های مبادله، بر تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی تأثیر می‌گذارند، نسبت دادند و نتیجه گرفتند که هر گونه بهبود در محیط نهادی یک کشور، دسترسی شرکت‌ها به تأمین مالی بلندمدت را افزایش می‌دهد و بنابراین سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت که باعث رشد اقتصادی کشورها می‌شود، امکان‌پذیرتر خواهد بود. بر اساس مطالعه کلاری، پاول و ریث ارتباط جریانهای نقدی و سرمایه‌گذاری، بسته به میزان اثرهای درآمدی و هزینه، متفاوت است؛ به طوری که بر اساس اثر هزینه، سطوح بالاتر سرمایه‌گذاری نیازمند استقراض بیشتر، هزینه‌های بیشتر و در نتیجه ریسک بالاتر است که رابطه مثبت بین جریانهای نقدی و سرمایه‌گذاری را حکایت می‌کند. از سوی دیگر، مطابق اثر درآمدی، سطح بالاتر سرمایه‌گذاری، درآمد بیشتری را برای شرکت ایجاد می‌کند و در نتیجه ریسک شرکت را کاهش خواهد داد. نتایج مطالعه گوارینگلیا طی سالهای ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۳، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریانهای نقدی حکایت می‌کند. رنجبر، فلاح شمس و رضازاده (۱۳۹۷) در مطالعه‌های خود نشان

^۱ İlhan Çam
^۲Gökhan Özer

دادند که نوسان‌های نرخ سود بانکی و تورم، بی‌ثباتی قوانین و نوسان‌های نرخ ارز بر جذب سرمایه نقش دارند. نتایج پژوهش تقی‌زاده خانقاه، بادآور نهنندی، متقی و تقی‌زاده (۱۳۹۸) با بررسی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران حاکی از این بود که سرمایه‌گذاری در محیط ایران، علاوه بر عوامل مشترک با محیط‌های اقتصادی خارجی، از عوامل دیگری متأثر است که در تبیین کارایی سرمایه‌گذاری مفیدند. رحیمی باغی، عرب صالحی و واعظ (۱۳۹۸) در مقاله خود بیان کردند که در نظام مالی هر کشوری، شناسایی دقیق و به موقع عدم اطمینان و ریسک با هدف پیشگیری از وقوع بحران مالی ضرورتی انکارناپذیر است. عدم اطمینان در بازار، افزایش استرس را موجب شده و این امر با افزایش هزینه اعتبار و ایجاد عدم اطمینان در مؤسسه‌های مالی و سرمایه‌گذاران به ایجاد روند نزولی در اقتصاد منجر می‌شود.

به طور خلاصه، مطالعات موجود عمدتاً بر اهمیت ویژگی‌های شرکت به عنوان یک عامل تعیین کننده در تأمین مالی شرکت تأکید دارند. در حالی که تجربیات اخیر بر نقش عوامل سطح کشوری در تأثیرگذاری بر فعالیت های تأمین مالی تأکید می‌نمایند، شواهد تجربی مربوط به رابطه بین ریسک سیاسی و اهرم شرکت نسبتاً اندک است. به علاوه، ریسک سیاسی ناشی از تغییرات سیاسی، هنوز هیچ گونه شناخت مناسبی را ایجاد نکرده است. مطابق دانسته‌های ما، فقدان نسبی آثار تجربی که به تجزیه و تحلیل تاثیر شوک های ناشی از سیاست بر تصمیمات تأمین مالی شرکت ها پردازند وجود دارد. بنابراین، پژوهش ما ضمن پر نمودن شکاف موجود در ادبیات، به نکاتی در مورد تاثیر پذیری تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکتی، شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران از ریسک سیاسی می‌پردازد.

فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند.
فرضیه دوم: ریسک‌های سیاسی و تصمیمات تأمین مالی تحت استراتژی‌های مختلف تأمین مالی مانند تأمین مالی بدهی و تأمین مالی سهام متفاوت است.
فرضیه سوم: عوامل سطح شرکت و سطح کشور بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند.
فرضیه چهارم: ریسک‌های سیاسی بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر می‌گذارند.
فرضیه پنجم: عوامل سطح شرکت و سطح کشور بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر می‌گذارند.

فهرست متغیرها، تعاریف و منابع داده

منبع	تعریف	متغیر
CSMAR	کل دارایی ها/ جریان های تامین مالی حقیقی	تامین مالی حقیقی (AF)
CSMAR	کل دارایی ها/ تامین مالی بدهی	تامین مالی بدهی (DF)
CSMAR	کل دارایی ها/ تامین مالی با سرمایه	تامین مالی سرمایه (EF)
کالدرا و یکولو، ۲۰۱۸	تخمینی از ریسک سیاسی، شاخص بیشتر یعنی ریسک بیشتر	ریسک سیاسی (PR)
CSMAR	کل دارایی ها / جریان نقدی خالص	جریان نقدی (CF)
CSMAR	مخارج سرمایه ای/کل دارایی	سرمایه گذاری شرکتی (CI)
CSMAR	ارزیابی فرصت سرمایه گذاری، تخمین زده شده بر اساس نسبت ارزش بازاری سرمایه به ارزش دفتری دارایی های کل	کیو توبین (q)
CSMAR	تخمینی از فرصت رشد، بر حسب درصد تغییرات فروش	رشد فروش (SG)
CSMAR	لگاریتم طبیعی دارایی های کل	اندازه شرکت (Size)
CSMAR	دارایی کل / سود خالص	بازده دارایی ها (ROA)
CSMAR	درصد تغییر در شاخص قیمت مصرف کننده	تورم (INF)
CSMAR	نرخ رشد GDP	رشد GDP (GDP)

روش شناسی پژوهش

در این پژوهش اطلاعات جمع آوری شده‌ی مربوط به ۳۴ شرکت مورد نظر در جامعه آماری در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۹-۱۳۹۳ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. داده‌های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel محاسبه و با نرم افزار Eviews 11 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

آمار توصیفی

تحلیل داده‌ها در این بخش با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی از قبیل انحراف معیار، حداکثر و حداقل مقدار متغیرها انجام شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
AF	0.086957	0.070420	0.359736	-0.09146	0.064049
CI	3.729898	2.406011	8.012345	0.987656	1.107685
CF	1.819898	1.466177	8.234757	1.042390	1.078825
DF	0.631184	0.620158	4.002704	0.147567	0.326520
EF	2.281844	1.928705	14.55623	0.268676	1.395014
GDP	5.062107	5.076189	5.199275	4.909053	0.092621
INF	23.06975	21.10000	41.20000	9.000000	13.55210
PR	45.71429	55.00000	66.00000	21.00000	16.57671
Q	0.964987	0.624185	14.76855	0.000364	1.230817
ROA	0.118988	0.100440	0.705162	-1.06325	0.188594
SG	0.284117	0.173308	6.111728	-0.62386	0.623480
SIZE	14.36003	13.98534	18.68072	10.78454	1.561151

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

در انجام این پژوهش، به منظور تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می‌گردد. در مطالعه حاضر آزمون نرمال بودن از طریق آماره جارک-برا مورد بررسی قرار می‌گیرد. اگر سطح معناداری آماره این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیرها پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون جارک-برا برای متغیر وابسته در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: آماره جارک-برا متغیر وابسته تحقیق

آزمون نرمالیت	AF	DF	EF	CI
جارک-برا	170.5112	24762.90	7401.889	195.7596
معنی داری	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
تعداد مشاهده	238	238	238	238

در جدول ۲ با توجه به کوچکتر بودن مقدار معناداری آماره جارک برا متغیرهای وابسته، از سطح معناداری ۰/۰۵، مشخص می‌گردد متغیرها نرمال نمی‌باشند. در این پژوهش با عنایت به بزرگ بودن حجم نمونه ($N > 30$)، و تعداد مشاهدات بالا، از قضیه حد مرکزی بهره می‌گیریم؛ از قضیه حد مرکزی می‌توان نتیجه گرفت که هر چه حجم پایه در نمونه برداری بزرگتر باشد، واریانس بین نمونه‌ها کمتر و توزیع میانگین جوامع نمونه برداری شده به توزیع نرمال نزدیک‌تر می‌شود و نرمال بودن توزیع مورد نظر با افزایش تعداد تکرارها (n) افزایش می‌یابد (بدری و عبدالباقی، ۱۳۸۹).

مدل تحقیق

فرآیندهای تجزیه و تحلیل اطلاعات با توجه به نوع تحقیق، مساله تحقیق، ماهیت فرضیه‌ها، ابزار بکار رفته برای جمع‌آوری اطلاعات و... متفاوت می‌باشند. (خاکی، ۱۳۷۸، صص ۳۱۱-۳۱۰).

$$1) \quad AF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 PR_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \beta_3 TQ_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \gamma X_{i,t-1} + \delta M_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

$$2) \quad CI_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 PR_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \beta_3 TQ_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \gamma X_{i,t-1} + \delta M_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

آزمون مانایی متغیرها (ریشه واحد):

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون برای متغیرهای تحقیق استفاده گردید. استفاده از داده‌های نامانا می‌تواند منجر به رگرسیون کاذب^۱ شود. لذا در چنین شرایطی، روش‌های رگرسیون استاندارد منجر به یک رگرسیون با ظاهری خوب می‌شود که همه ضرایب آن معنی‌دار بوده و دارای R^2 بالایی خواهد بود اما در اصل یک رگرسیون کاذب است. نتیجه آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون برای متغیرهای مدل مورد بررسی در ذیل آمده است.

جدول ۳: بررسی مانایی فیلیپس پرون

نتیجه آزمون	آزمون فیلیپس پرون		متغیر
	معنا داری	آماره	
مانا	0.0000	171.253	AF
مانا	0.0000	183.321	CI
مانا	0.0000	149.623	CF
مانا	0.0000	123.334	DF
مانا	0.0000	195.910	EF
مانا	0.0000	149.861	GDP
مانا	0.0184	94.5406	PR
مانا	0.0009	110.488	Q
مانا	0.0007	111.184	ROA
مانا	0.0091	98.5763	SG
مانا	0.0017	107.230	SIZE

نتایج جدول ۳ نشان دهنده این است که مقدار معناداری متغیرها کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشند بنابراین در سطح مانا می‌باشند.

¹ Spurious regression

هم خطی متغیرها

همانطور که مشخص است قطر اصلی برابر ۱ است زیرا ضریب همبستگی هر متغیر با خودش برابر ۱ خواهد بود سایر عناصر، ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد. مقدار ضریب همبستگی بین +۱ و -۱ می باشد هرچه این ضریب به صفر نزدیک باشد، رابطه خطی بین دو متغیر ضعیف است و هرچه که به ۱ نزدیک باشد گفته می شود که دو متغیر رابطه قوی با هم دارند. (سوری، ۱۳۹۴). مشاهده می‌گردد که بیشترین مقدار قدر مطلق ضریب همبستگی بین متغیرهای توضیحی برابر با مقدار ۰/۴۸۳ محاسبه شده است و این نشان دهنده این است که بین متغیرهای توضیحی هم خطی بالایی وجود ندارد.

جدول ۴: مقدار قدر مطلق ضریب همبستگی متغیرهای توضیحی

SIZE	SG	ROA	Q	PR	INF	GDP	CF	
							1.000	CF
						1.000	0.193	GDP
					1.000	0.483	0.031	INF
				1.000	0.427	0.438	0.146	PR
			1.000	0.077	0.021	0.151	0.018	Q
		1.000	0.279	0.114	0.050	0.138	0.131	ROA
	1.000	0.199	0.433	0.120	0.008	0.160	0.036	SG
1.000	0.010	0.322	0.124	0.081	0.046	0.059	0.184	SIZE

بررسی فرضیه‌های پژوهش:

آزمون تشخیص مدل:

ابتدا برای تشخیص بین اینکه باید از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش داده‌های تلفیقی استفاده شود، آماره چاو (F لیمر) محاسبه می‌شود. با توجه به فرض ثابت بودن ضرایب متغیرها، آیا عرض از مبدا در تمامی سال‌ها ثابت است یا خیر. به طور کلی برای انتخاب از میان مدل Pooled و Panel از آزمون زیر استفاده می‌کنیم:

$$\begin{cases} H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_{t-1} & \text{(مدل pooled) تمام عرض از مبداها با هم برابرند} \\ H_1: \alpha_i \neq \alpha_j & \text{(مدل panel) حداقل یکی از عرض از مبداها با بقیه متفاوت است} \end{cases}$$

جدول ۵: نتایج آزمون F لیمر

نتیجه	معناداری	درجه آزادی	آماره F لیمر	متغیر وابسته
پنل دیتا (مدل panel)	0.9978	(33,196)	0.421745	AF
پنل دیتا (مدل panel)	0.9800	(33,196)	0.67768	CI
پنل دیتا (مدل panel)	0.0000	(33,196)	7.184285	DF
پنل دیتا (مدل panel)	0.1945	(33,196)	1.231158	EF

طبق جدول ۵ مشاهده می گردد مقدار معناداری در مدل اول و سوم بزرگتر از سطح خطای ۰/۰۵ است پس فرضیه صفر این آزمون که بیان کننده ترجیح روش پولینگ دیتا بر روش داده های تلفیقی است رد نمی شود و تخمین با روش پولینگ دیتا ترجیح داده می شود و نباید عرض از مبدأ برای معادله لحاظ نمود. طبق جدول ۵ مشاهده می گردد مقدار معناداری در مدل دوم کوچکتر از سطح خطای ۰/۰۵ است پس فرضیه صفر این آزمون که بیان کننده ترجیح روش پولینگ دیتا بر روش داده های تلفیقی است رد می شود و تخمین با روش داده های تلفیقی (مدل panel) ترجیح داده می شود و باید عرض از مبدأ برای معادله لحاظ نمود.

تخمین مدل با اثرات ثابت یا تصادفی:

حال می بایست در مدل داده های تلفیقی (panel)، مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی آزمون گردد. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می شود.

اثرات ثابت: یک روش متداول در فرمول بندی کردن مدل داده های تلفیقی، بر این فرض استوار است که اختلافات بین واحدها را می توان به صورت تفاوت عرض از مبدأ نشان داد. در واقع برای هر ضریب، عرض از مبدأ متفاوت می باشد.

اثرات تصادفی: جامعه از بی نهایت تصمیم تشکیل شده است نه از بی نهایت افراد. در این صورت نباید عرض از مبداها را مشروط و مقید بدانیم یعنی بهتر است که آن ها را جمله تصادفی بنامیم نه ثابت. روش اثرات تصادفی فرض می کند جزء ثابت مشخص کننده مقاطع مختلف به صورت تصادفی بین واحدهای مختلف توزیع شده است. با معرفی این دو روش سوالی که پیش می آید این است که در عمل ما بایستی کدام یک از روش های مذکور را استفاده کنیم که برای تصمیم گیری از آزمون هاسمن استفاده می شود. آزمون این فرض به شرح ذیل می باشد:

$$\begin{cases} H_0 = \text{مدل اثرات تصادفی} \\ H_1 = \text{مدل اثرات ثابت} \end{cases}$$

جدول ۶: نتایج آزمون هاسمن

متغیر وابسته	آماره هاسمن	درجه آزادی	معناداری	نتیجه
AF	---	---	---	پولینگ دیتا
CI	---	---	---	پولینگ دیتا
DF	50.850134	8	0.0000	اثرات ثابت
EF	---	---	---	پولینگ دیتا

با توجه به اینکه مقدار معناداری آزمون هاسمن در مدل دوم از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر است، فرضیه صفر مبتنی بر تخمین معادله به روش اثرات تصادفی رد شده و مدل باید با استفاده از اثرات ثابت تخمین زده شود.

تخمین مدل: آزمون خود همبستگی

آزمون خود همبستگی یکی از فروض کلاسیک رگرسیون است. آماره دوربین-واتسن^۱، یک آماره آزمون می‌باشد که برای بررسی وجود خود همبستگی^۲ (رابطه بین مقادیری که با تاخیر زمانی^۳ مشخص از یکدیگر جدا شده‌اند) بین باقیمانده‌ها در تحلیل رگرسیون استفاده می‌گردد. مقدار این آماره همواره بین (۰ تا ۴) قرار می‌گیرد که آستانه های مورد پذیرش آن به صورت زیر است: مقدار ۲ برای این آماره نشانگر عدم وجود خود همبستگی می‌باشد که حالت مطلوب در فرضیات اصلی مربوط به باقیمانده‌ها در تحلیل رگرسیون می‌باشد. اصلاً مقدار کمتر از ۲ همبستگی پیاپی مثبت (نوعی همبستگی پیاپی می‌باشد که در آن مقدار باقیمانده مثبت برای یک مشاهده شانس مثبت بودن باقیمانده مشاهده دیگر را افزایش می‌دهد و بالعکس) و مقدار بیشتر از ۲ این آماره همبستگی پیاپی منفی را در بین باقیمانده نشان می‌دهد. لازم به ذکر است مقدار آماره آزمون اگر کمتر از ۱ یا بیشتر از ۳ باشد زنگ هشدار برای وجود خود همبستگی مثبت یا منفی بین باقیمانده می‌باشد. همانطور که مشخص است مقدار این آماره در این مطالعه نزدیک به ۲ می‌باشد که این مقدار نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی می‌باشد که حالت مطلوب در فرضیات اصلی مربوط به باقیمانده‌ها می‌باشد.

جدول ۷: تخمین مدل های تحقیق

Y = CI			Y = AF			متغیر
معناداری	آماره تی	ضریب	معناداری	آماره تی	ضریب	
0.8267	0.298658	0.000997	0.7637	0.300996	0.000990	CF
0.0428	2.893218	0.179562	0.0371	2.099015	0.156573	GDP
0.0086	2.923129	0.001413	0.0082	2.672704	0.001363	INF
0.0071	-3.772194	-0.001154	0.0060	-2.776745	-0.001381	PR
0.3500	1.621037	0.003693	0.3100	1.017883	0.002421	Q
0.9718	-0.009450	-0.000194	0.9922	-0.009795	-0.000181	ROA
0.2714	1.291094	0.006172	0.2550	1.141644	0.004704	SG
0.7416	0.264581	0.002316	0.7722	0.289916	0.001714	SIZE
0.0329	-1.310083	-0.297199	0.0765	-1.780832	-0.704032	C
$R^2 = 0.829513$ $F = 21.76815$ $prob(F) = 0.000$ $D.W = 2.983192$			$R^2 = 0.791428$ $F = 18.13961$ $prob(F) = 0.000$ $D.W = 2.824845$			برازش کلی مدل
Y = DF			Y = EF			متغیر
معناداری	آماره تی	ضریب	معناداری	آماره تی	ضریب	
0.0021	-3.120752	-0.052322	0.9160	-0.105654	-0.010169	CF
0.6061	0.516493	0.196442	0.0090	2.638748	5.761683	GDP
0.0502	-1.970452	-0.005123	0.2007	-1.283755	-0.019163	INF

¹ Durbin-Watson statistic² autocorrelation³ lag

0.2185	-1.234554	-0.003130	0.0014	-3.242268	-0.047190	PR
0.1776	-1.353143	-0.016408	0.7079	-0.375282	-0.026125	Q
0.0000	-15.35022	-1.444199	0.8373	0.205604	0.111052	ROA
0.0020	3.139292	0.065956	0.4103	-0.825156	-0.099528	SG
0.0000	-5.232160	-0.157756	0.9997	-0.000352	-6.10E-05	SIZE
0.2299	1.204315	2.427596	0.0376	-2.093403	-24.22541	C
$R^2 = 0.791365$ $F = 18.13263$ $prob(F) = 0.000$ $D.W = 1.707266$			$R^2 = 0.623283$ $F = 7.909375$ $prob(F) = 0.000$ $D.W = 2.696109$			برازش کلی مدل

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیونی در جدول ۷ گزارش شده. که نتایج حاصل از برآورد مدل و سطح معناداری مربوط به F کوچکتر از ۰/۰۵ است و حاکی از معنی دار بودن متغیرهای ورودی از جمله متغیرهای کنترلی و مستقل، در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشد و نشان از برازش مناسب مدل دارد.

فرضیه اول: ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند.

(۱) طبق جدول ۷ در مدل اول آماره تی آزمون قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

(۲) طبق جدول ۷ در مدل دوم آماره تی آزمون قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و نشان از عدم معناداری است.

(۳) طبق جدول ۷ در مدل سوم آماره تی آزمون قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

با توجه به مطالب ذکر شده در مجموع می‌توان نتیجه گرفت ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند، بنابراین فرضیه اول تأیید می‌گردد.

فرضیه دوم: ریسک‌های سیاسی و تصمیمات تأمین مالی تحت استراتژی‌های مختلف تأمین مالی مانند تأمین مالی بدهی و تأمین مالی سهام متفاوت است.

در فرضیه فرعی اول مقدار ضریب تأثیر ریسک‌های سیاسی (PR) بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها (AF) و مقدار ضریب تأثیر ریسک‌های سیاسی (PR) بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها (EF) به دست آمده که دارای اختلاف قابل توجه به مقدار ۰.۰۴۵۸۰۹ می باشد. بنابراین می‌توان گفت فرضیه دوم تأیید می‌گردد.

فرضیه سوم: عوامل سطح شرکت و سطح کشور بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند.

(۱) طبق جدول ۷ در مدل دوم آماره تی قدر مطلق آن بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده و نشان از معناداری است.

(۲) طبق جدول ۷ در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل عوامل سطح شرکت (SG) بر شاخص دوم متغیر وابسته تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها (DF) محاسبه شده است و آماره تی آزمون نیز به دست آمده که قدر مطلق آن بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده و نشان از معناداری است.

(۳) طبق جدول ۷ در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل عوامل سطح کشور (GDP) بر شاخص اول متغیر وابسته تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها (AF) محاسبه شده است و آماره تی آزمون نیز به دست آمده است که قدر مطلق آن بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده و نشان از معناداری است.

(۴) طبق جدول ۷ در مدل سوم مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل عوامل سطح کشور (GDP) بر شاخص اول متغیر وابسته تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها (EF) محاسبه شده و آماره تی آزمون نیز به دست آمده است که قدر مطلق آن بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده و نشان از معناداری است.

(۵) طبق جدول ۷ در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل عوامل سطح کشور (INF) بر شاخص اول متغیر وابسته تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها (AF) محاسبه شده و آماره تی آزمون نیز به دست آمده که قدر مطلق آن بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده و نشان از معناداری است.

فرضیه چهارم: ریسک‌های سیاسی بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر می‌گذارند.

(۱) طبق جدول ۷ در مدل اول آماره تی آزمون قدر مطلق آن بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده و نشان از معناداری است.

(۲) طبق جدول ۷ در مدل دوم آماره تی آزمون قدر مطلق آن کوچک‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۰/۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار نیست. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگ‌تر بوده و نشان از عدم معناداری است.

۳) طبق جدول ۷ در مدل سوم آماره تی آزمون قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

با توجه به مطالب ذکر شده در مجموع می‌توان نتیجه گرفت ریسک‌های سیاسی بر سرمایه گذاری شرکتی تأثیر می‌گذارند، بنابراین فرضیه چهارم تأیید می‌گردد.

فرضیه پنجم: عوامل سطح شرکت و سطح کشور بر سرمایه گذاری شرکتی تأثیر می‌گذارند.

۱) طبق جدول ۷ در مدل دوم آماره تی قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

۲) طبق جدول ۷ در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل عوامل سطح شرکت (SG) بر متغیر وابسته سرمایه‌گذاری شرکتی (CI) محاسبه شده است و آماره تی آزمون نیز به‌دست آمده که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

۳) طبق جدول ۷ در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل عوامل سطح کشور (GDP) بر سرمایه‌گذاری شرکتی (CI) محاسبه شده است و آماره تی آزمون نیز به‌دست آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

۴) طبق جدول ۷ در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل عوامل سطح کشور (INF) بر متغیر وابسته سرمایه‌گذاری شرکتی (CI) محاسبه شده و آماره تی آزمون نیز به‌دست آمده که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی‌دار است. مقدار معناداری نیز از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و نشان از معناداری است.

نتیجه گیری

شوک‌های ریسک سیاسی در دامنه‌های گسترده بر فعالیت‌های اقتصادی و مالی در سراسر جهان علی‌الخصوص بر کشورهای در حال توسعه مانند ایران تأثیر بسیاری دارد. با توجه به شرایط چند سال اخیر و بالا رفتن قابل توجه ریسک‌های سیاسی بین‌المللی و جغرافیایی (کرونا، جنگ اکرین و روسیه و...) در ایران، بازار سرمایه نیز همانند بازارهای جهانی تحت تأثیر تنش‌ها و تحولات و نا اطمینانی فراوانی قرار گرفت. شواهد نشان می‌دهد تغییر در شرایط بازارهای مالی جهانی و ادراک سرمایه‌گذاران، اثرهای بالقوه سهام بازار یک شرکت و فرصت‌های رشد آن که تحت تأثیر محیط آشفته بازار قرار می‌گیرد را به طور جدی متأثر و شرکت‌ها تلاش می‌کنند که با جمع‌آوری

پول نقد و دارایی‌های نقد، سپری برای تثبیت وضعیت خود در برابر خطر بحران مالی بسازند. آنها استدلال می‌کنند که چنین تصمیم‌گیری‌هایی ممکن است ریسک شرکت و ادراک سرمایه‌گذاران را تغییر دهد. به دلیل اهمیت بازارها در فرایند خلق ثروت و در نهایت رفاه برای آحاد یک جامعه، توجه به عوامل کارایی بازارها و فراهم آوردن زمینه مشارکت در آن می‌تواند دارای اهمیت حیاتی باشد. بورس اوراق بهادار، بازار متشکل و رسمی سرمایه است که نقش مؤثری در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای، به منظور تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت دارد. عوامل تعیین‌کننده اصلی توسعه مالی شامل منشاء شرکتی، حقوقی، نهادها، سیاست‌های اقتصادی و عوامل سیاسی است. بنابراین و با توجه به اهمیت بازارهای مالی شناسایی عوامل مؤثر بر توسعه بازارهای مالی و توجه به این بازارها هم از منظر عوامل داخلی شرکتی و هم عوامل کلان اقتصادی بسیار حائز اهمیت است. هدف این تحقیق بررسی ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکتی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع پالایشی پتروشیمی و نفت و مواد غذایی (به جز قند شکر) بوده است. در این راستا ریسک‌های سیاسی و تصمیمات تأمین مالی تحت استراتژی‌های مختلف تأمین مالی و همچنین ریسک‌های سیاسی و سرمایه‌گذاری شرکتی مورد بررسی قرار گرفت. در بررسی تأثیر متغیرهای نااطمینانی (ریسک سیاسی) بر سرمایه‌گذاری شرکتی، ضرایب آنها منفی و معنادار است، یعنی با ثبات اقتصادی و کاهش نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری شرکتی افزایش می‌یابد. به بیان دیگر، افزایش عدم اطمینان ناشی از سیاست‌های اقتصادی و متغیرهای اقتصاد کلان، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. این نتیجه مطابق با یافته‌های آتلا و همکاران (۲۰۱۸) وانگ و همکاران (۲۰۱۴) و همچنین صفدری و پورشهبانی (۱۳۸۸) رحیمی و حری (۱۳۹۴) است.

دانیل گیما^۱ و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی اثرات ریسک سیاسی سطح شرکت بر تصمیمات اهرمی شرکت و سرعت تعدیل پرداختند، آنها دریافتند که ریسک سیاسی در سطح شرکت تأثیر منفی بر اهرم کل و تأمین مالی بلندمدت شرکت دارد. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که با ریسک سیاسی بالا مواجه هستند تمایل به بدهی‌هایی با سررسید کوتاه‌مدت دارند.

همچنین نتایج نشان داد ریسک‌های سیاسی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. و ریسک‌های سیاسی و تصمیمات تأمین مالی تحت استراتژی‌های مختلف تأمین مالی مانند تأمین مالی بدهی و تأمین مالی سهام متفاوت است. عوامل سطح شرکت و سطح کشور نیز که مورد بررسی قرار گرفت بر تصمیمات تأمین مالی شرکت ها و سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر می‌گذارند. نتایج تجربی نشان داده که تأمین مالی شرکت‌ها با توجه به ریسک سیاسی کاهش می‌یابد. عموماً پذیرفته شده است که ریسک سیاسی، اثر منفی روی فعالیت‌های اقتصادی و مالی دارند از سوی دیگر، نتایج مطالعه حاکی از اثر مثبت و معنادار جریان نقدی، کیو توبین و اندازه شرکت و اثر منفی و معنادار نسبت بدهی بر سرمایه‌گذاری شرکتی است که این نتایج مطابق با یافته‌های کلاری و همکاران (۲۰۰۷) وانگ و همکاران (۲۰۱۴).

¹ Daniel Gyimah

استوونسوک چوی^۱ و همکاران (۲۰۲۲) ، در مقاله ای با عنوان ریسک سیاسی در سطح شرکت و سرمایه گذاری شرکتی، به این نتیجه رسیدند که فعالیت‌ها و ویژگی‌های سطح شرکت تأثیر ریسک سیاسی بر سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهند. آنها به صورت تجربی دریافتند شرکت‌هایی که با ریسک سیاسی بالاتری مواجه هستند، تمایل کمتری برای سرمایه‌گذاری دارند. آنها همچنین دریافتند که ریسک سیاسی به طور موثر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

نا اطمینانی سیاست مالی می‌تواند سطح فعالیت‌های اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد و از این طریق سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تغییر دهد. نا اطمینانی سیاست مالی دولت، می‌تواند تقاضای کل را به صورت مستقیم و غیرمستقیم تحریک کند و این مسئله، ممکن است به تغییر درآمد قابل تصرف، توزیع درآمد و سطح قیمت‌ها بیانجامد. با توجه به ساختار اقتصاد ایران، افزایش سطح قیمت‌ها، به جای آنکه تولید ناخالص داخلی و اشتغال را افزایش دهد، موجب رکود بیشتر و بالارفتن دوباره قیمت و در نتیجه پایین آمدن سطح سرمایه‌گذاری می‌شود؛ اما از آنجا که عمده بنگاه‌ها برای تأمین مالی به منابع بانکی وابسته‌اند، نا اطمینانی سیاست پولی موجب محدود شدن عرضه اعتبارات بانکی و در نتیجه، کاهش بیشتر در سرمایه‌گذاری شرکتی نسبت به نا اطمینانی سیاست مالی می‌شود از سوی دیگر، برای جلوگیری از ضررهای ناگهانی ناشی از ریسک، شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های مالی احتیاط بیشتری کرده و در مراحل با ریسک بالای سیاسی، کمتر قرض می‌گیرند (بوم و همکاران، ۲۰۰۹، فان و همکاران، ۲۰۱۹). از سوی دیگر، عدم قطعیت هزینه بالای تأمین مالی خارجی را بوجود می‌آورد و محدودیت‌های مالی وخیم‌تر می‌شوند (پاستور و ورنوسی، ۲۰۱۳، بروگارد و دتزل، ۲۰۱۵). یافته‌های ما سازگار با نتایج لی و همکاران (۲۰۱۷) ، لیو و ژانگ (۲۰۱۹)، فان و همکاران (۲۰۱۹) هستند.

خان هوانگ^۲ و همکاران (۲۰۲۲)، در مقاله خود اقدامات اجتماعی سخنگیرانه و حمایت‌های اقتصادی، را بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایالات متحده آمریکا بررسی کردند. آنها دریافتند که تأثیر بسته‌های حمایت اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی قوی‌تر از سیاست‌های مهار سلامت است. یافته‌های آنها بینش‌های تازه‌ای درباره واکنش شرکت‌ها به سیاست‌های دولت در طول همه‌گیری ارائه می‌دهد و نشان می‌دهد که هم اقدامات اجتماعی و هم حمایت اقتصادی برای بازگرداندن سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و همچنین روند بهبود اقتصادی حیاتی هستند. با این حال، ریسک سیاسی سطح شرکت ارتباط مثبتی با تخصیص بدهی دارد، که نشان می‌دهد شرکت‌ها در صورت مواجهه با ریسک سیاسی بالا تمایل کمتری به پذیرش انواع تأمین مالی از طریق بدهی دارند. بررسی‌ها نشان داد متغیر جریان نقدی (CF) بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. فقط ویژگی‌های شرکتی مؤثر بر فعالیت‌های مالی لحاظ شده‌اند، اما اثرات اقتصاد کلان لحاظ نشده‌اند. برای رسیدگی به این موضوع، با معرفی دو عامل جایگزین در سطح کشور، رشد GDP و تورم، نیز مطرح گردید. ضرایب GDP و INF به شکل معناداری مثبت بوده و نشان داده که با رشد اقتصادی و تورم، فعالیت تأمین مالی نیز بیشتر می‌شود. این نتایج دائماً با انتظارات ما سازگار بوده و طبق یافته‌های فرانک و گوپال (۲۰۰۹)؛ دلی و شائو (۲۰۱۴) هستند. با توجه به اینکه رشد زیاد

¹ Wonseok Choi

² Khanh Hoang

GDP و تورم بیانگر شرایط اقتصادی خوب هستند، شرکت‌ها تحت این شرایط سود بیشتری کسب کرده و از بدهی بیشتر استفاده می‌کنند. در رابطه با سایر متغیرهای کنترلی، شواهد نشان‌دهنده که ویژگی‌های خاص شرکت و سطح کشور، عوامل تعیین‌کننده مهمی برای هدایت تصمیمات تأمین مالی هستند. از نظر عوامل سطح کشور، نتایج نشان داده که بهتر بودن شرایط اقتصادی و تورم بیشتر، مشوق‌های تأمین مالی را افزایش می‌دهند. آگاهی از این تأثیرات می‌تواند به مدیران و سیاست‌گذاران کمک کند تا استراتژی‌های کارآمدتری را با هدف بهبود عملکرد اقتصادی خود تدوین کنند. یافته‌های این مطالعه چندین پیامد را برای پوشش ریسک سرمایه‌گذار و عملیات در بازار سهام ارائه می‌کند. ارتباط قوی بین بازار و پاسخ قابل توجه آن به PR می‌تواند میزان ریسک مرتبط با آن را کاهش دهد. سرمایه‌گذاران باید اثرات سرریز دریافتی توسط بازارهای سهام را همراه با نوسانات پیش‌بینی‌شده ناشی از ریسک سیاسی در نظر بگیرند. یافته‌های ما دانش سرمایه‌گذار را تکمیل می‌کند، که اثربخشی استراتژی‌های پوشش ریسک را همراه با تنوع پرتفوی افزایش می‌دهد. علاوه بر این، نتایج این مطالعه می‌تواند برای سیاست‌گذاران در مورد ریسک بازار سهام ناشی از PR مفید باشد.

پیشنهادها

این مطالعه می‌تواند پیشنهادهایی برای سرمایه‌گذاران، نهادهای مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین سرمایه، مدیران سازمان بورس اوراق بهادار و نهادهای نظارتی و قانون‌گذار و... ارائه دهد. با توجه به نتایج پژوهش حاضر سرمایه‌گذاران باید به این مهم توجه داشته باشند که در شرایط بحران و بالا رفتن ریسک‌های سیاسی و اقتصادی از تصمیم‌های هیجانی پرهیز کنند و برای پرتفوی متنوع از سهام‌های بنیادی و ارزشی به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و حداکثر سازی سود اقدام نمایند.

فهرست منابع

- * تقوی، مهدی و شاهوردیانی، شادی، (۱۳۸۹)، سرکوب مالی و رشد و توسعه اقتصادی، مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی شماره ۱، ص ۸۱۸-۱۳۱.
- * جهانگرد، اسفندیار، علی‌عسگری، سارا، (۱۳۹۰)، بررسی اثر توسعه مالی بر کارایی سیاست پولی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، فصلنامه تحقیقات و مدل سازی اقتصادی شماره ۱، ۱۶۳-۱۱۱.
- * خلعتبری فیروزه. (۱۳۷۱) مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی. تهران: انتشارات شبانیز.
- * فتحی، سعید، کبیری پور، وحید، (۱۳۹۱)، بررسی ابعاد مختلف ریسک سیاسی و تأثیرات آن بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بررسی‌های بازرگانی شماره ۵۸، ص ۹۹-۸۰.
- * فتحی، سعید، صامتی، مجید، عسگرزاد نوری، باقر، (۱۳۹۱)، تبیین توسعه ساختار بازار اوراق بهادار، مطالعات مدیریت راهبردی شماره ۹، ص ۹۹-۱۳.
- * فراهانی، مریم، (۱۳۹۰)، اثرات نااطمینانی و ریسک بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران، پایان‌نامه دکتری علوم اقتصادی، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.

- * کشاورز حداد، غالمرضا، حیدری، هادی، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر اخبار سیاسی بر تالطم بازار سهام تهران مقایسه مدل های عمومی (FAGARCH و MSM)، مجله تحقیقات اقتصادی شماره ۳۱، ص ۱۹۶-۱۱۱.
- * اندرسون، سی.آر.مانسی، ۲۰۰۳. تاسیس مالکیت خانواده و هزینه نمایندگی بدهی. جی. فاینانس. اقتصاد ۶۸ (۲)، ۲۶۳-۲۸۵.
- * بکر، س.ر.، بلوم، ن.، دويس، س.ج.، ۲۰۱۶. اندازه گیری عدم قطعیت سیاست اقتصادی. Q. J. Econ. 131 (4)، ۱۵۹۳-۱۶۳۶.
- * کالدرا ۲۰۱۸. اندازه گیری ریسک ژئوپلیتیک. بحث مالی بین المللی FRB. شماره کاغذ ۱۲۲۲. چانگ، ایکس، چن، ی.، داسگوپتا، اس.، ۲۰۱۹.
- * ژانگ دی، جیو، وانگ، چن، ۲۰۱۹. تاثیر سیاست پولی ایالات متحده بر سرمایه گذاری تحقیق و توسعه شرکت های چینی مالی Res. Lett. پیش رو. عدم قطعیت سیاست اقتصادی و انتخاب ساختار سرمایه: شواهدی از چین. اقتصاد سیستم ۳۹ (۳)، ۴۵۷-۴۳۹ سی
- * Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. J. Financ. Econ. 68 (2), 263-285.
- * Bernanke, B.S., 1983. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. Q. J. Econ. 98 (1), 85-106. Billett, M.T., King, T.H.D., Mauer, D.C., 2007.
- * Daniel Gyimah, Albert Danso, Emmanuel Adu-Ameyaw, Agyenim Boateng, 2022. Firm-level political risk and corporate leverage decisions. International Review of Financial Analysis Volume 84, November 2022, 102354
- * İlhan Çam, Gökhan Özer, 2021. Institutional quality and corporate financing decisions around the world. The North American Journal of Economics and Finance Volume 57, July 2021, 101401
- * Khanh Hoang, Muhammad Arif, Cuong Nguyent 2022. Corporate investment and government policy during the COVID-19 crisis. International Review of Economics & Finance Volume 80, July 2022, Pages 677-696
- * Wonseok Choi, Chune Young Chung, Kainan Wang, 2022. Firm-level political risk and corporate investment. Finance Research Letters Volume 46, Part A, May 2022, 102307
- * Yang, Z., Yu, Y., Zhang, Y., Zhou, S., 2019. Policy uncertainty exposure and market value: evidence from China. Pac. Basin Finance J. 57, 101178. Zhang, D., Lei, L., Ji, Q., Kutan, A.M., 2019a. Economic policy uncertainty in the US and China and their impact on the global markets. Econ. Modell. 79, 472-456.
- * Zhang, D., Guo, Y., Wang, Z., Chen, Y., 2019b. The impact of US monetary policy on Chinese enterprises' R&D investment. Financ. Res. Lett. Forthcoming. Zhang, G., Han, J., Pan, Z., Huang, H., 2015. Economic policy uncertainty and capital structure choice: evidence from China. Econ. Syst. 39 (3), 439-457. C
- * Miller, M.H., 1977. Debt and taxes. J. Finance 32 (2), 261-275.
- * Morellec, E., Nikolov, B., Zucchi, F., 2014. Competition, Cash Holdings, and Financing Decisions. Swiss Finance Institute Research. Paper No. 13-72. Myers, S., 1984. The capital structure puzzle. J. Finance 39 (3), 575-592.
- * Lee, C.C., Lee, C.C., 2019. Oil price shocks and Chinese banking performance: do country risks matter? Energy Econ. 77, 46-53. Lee, C.C., Lee, C.C., Lien, D., 2019. Do country risk and financial uncertainty matter for energy commodity futures? J. Futures Mark. 39 (3), 366-383.

- * Lee, C.C., Lee, C.C., Ning, S.L., 2017a. Dynamic relationship of oil price shocks and country risks. *Energy Econ.* 66, 571–581.
- * Yang, Z., Yu, Y., Zhang, Y., Zhou, S., 2019. Policy uncertainty exposure and market value: evidence from China. *Pac. Basin Finance J.* 57, 101178. Zhang, D., Lei, L., Ji, Q., Kutan, A.M., 2019a. Economic policy uncertainty in the US and China and their impact on the global markets. *Econ. Modell.* 79, 472–456.

Comparative study of corporate investment, financing decisions and political risk: Evidence from Tehran Stock Exchange

Ebrahim Ebrahimi

Ph.D. candidate, Financial Engineering Faculty, Accounting and Management Department, Islamic Azad University, Eslamshahr Branch, Tehran, Iran

Nasrin Zolfagharkhani

Ph.D. candidate, Financial Engineering Faculty, Accounting and Management Department, Islamic Azad University, Eslamshahr Branch, Tehran, Iran

Nader Naghshineh

Assistant Professor, Financial Management Faculty, Accounting and Management Department, Islamic Azad University, Eslamshahr Branch, Tehran, Iran
(Corresponding author)
naghshineh.nader@gmail.com

Abstract

Objective: Knowing the financial, economic and political variables is very important for the decisions of financial market activists and investors, and not considering these variables causes disruption in decision making. This research has been written with the aim of how political risk influences corporate financing and investment decisions.

Research Methodology: In the present research with practical purpose, the collected information related to 34 companies in the period of 2013-2016 have been analyzed using Eviews 11 software and in order to estimate the model related to Hypotheses, data pooling method and panel data have been used.

results: The findings showed that political risks and company-level and country-level factors affect companies' financing decisions. Also, the effect of political risks on financing decisions is different under different financing strategies such as debt and equity financing. Also, political risks and company-level and country-level factors have a negative and significant effect on corporate investment.

Originality/scientific added value: The financing of companies decreases due to political risk. Political risks have a negative effect on economic and financial activities. To avoid losses caused by sudden political shocks, companies use less financing in financial decision-making when they face high political risk. As a result, it causes a decrease in corporate investment and the entry of liquidity into the production sector and productive activities.

Keywords: political risk, corporate financing decisions, corporate investment, Iran's capital market

