

عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱. دکتر فرهاد دهدار ۲. غلامرضا شاکری ۳. مجتبی حیدری

۱. استادیار دانشگاه آزاد شاهرود (مکاتبه کننده) Dehdar1970@yahoo.com

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد شاهرود R.shakeri65@yahoo.com

۳. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد شاهرود mo.heidari2005@gmail.com

چکیده

هدف از این پژوهش عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این پژوهش برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده می‌شود که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های منتخب، لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران فارسی گردآوری می‌گردد. سپس داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک جامع اطلاعات بورس استخراج می‌شود. به منظور بررسی رابطه‌ی بین متغیرها از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این موضوع است که در فرضیه اول ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد. در فرضیه دوم ارتباط منفی قابل توجه بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد. در فرضیه سوم حاکمیت شرکتی تاثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت می نماید.

واژگان کلیدی: عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه

عنوان مقاله: عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
دوره ۵ / شماره ۱ / بهار ۱۴۰۰ / ص ۱۱۹-۱۳۷

مقدمه

در سال‌های اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی و ابعاد گسترده آن بخش مهمی از مطالعات متخصصان و کارشناسان را به خود اختصاص دهد. «حاکمیت شرکتی مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی، هیأت مدیره، سهام داران و سایر طرف‌های مربوط در یک شرکت است که با هدف ایجاد ساختاری مناسب موجب تنظیم اهداف شرکت شده و راه‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد را نیز تعیین می‌کند». این مبحث بر پایه تئوری نمایندگی و نیز توجه به مسؤولیت‌های اجتماعی مدیران و سهام داران عمده استوار است. بنابراین نظام راهبری شرکتی با نشانه گرفتن اولین گروه ذی نفعان در شرکت‌ها؛ یعنی هیأت مدیره و مالکان نهادی شرکت به دنبال آن است که هیأت مدیره و سهامداران در دستیابی به بازده سرمایه گذاری شان اطمینان کسب کنند. استقرار مناسب ساز و کارهای نظام راهبری شرکت، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخ‌گویی، شفافیت، رعایت انصاف و حفظ حقوق همه ذی نفعان شرکت‌هاست. اصولاً نظام راهبری شرکت درصدد رفع تضاد منافع میان مدیریت و سهامداران است؛ مسأله‌ای که باعث تحمیل هزینه‌های بسیاری به شرکت‌ها می‌شود. یکی از حوزه‌هایی که در آن نحوه تأثیر گذاری حاکمیت شرکتی بر فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت‌ها قابل بررسی است، تصمیم‌گیری‌های مرتبط با ساختار سرمایه است که تا کنون کمتر مورد توجه قرار گرفته است. با توجه به این که یکی از مهمترین تصمیماتی که در یک سازمان اتخاذ می‌گردد، نحوه تأمین مالی از محل انتشار سهام یا دریافت وام (ایجاد بدهی) است و این موضوع تعیین‌کننده ترکیب سرمایه شرکت است که هر کدام از این دو راه کار که انتخاب شود، تأثیرات متفاوتی بر شرکت می‌گذارد، لذا بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی همچون ساختار هیأت مدیره بر ساختار سرمایه از اهمیت بسزایی برخوردار است. از دیگر سازو کارهای حاکمیت شرکتی که ممکن است بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر گذار باشد، حضور سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت‌هاست که در دهه‌های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در اکثر کشورهای جهان تبدیل شده‌اند؛ طوری که حجم بزرگی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در کشورها توسط این نهادها صورت گرفته است. از این رو، این سرمایه‌گذاران وجوه عظیمی را تحت مدیریت خود دارند و نقش بسزایی را در فرآیند توسعه یافتگی جوامع ایفا می‌کنند. در این پژوهش به عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

بیان مساله

ساختار سرمایه یکی از زمینه‌های مالی شرکت است که توجه زیادی را در میان پژوهشگران از زمان انتشار مقاله برجسته ای توسط مودگیلانی و میلر^۱ (۱۹۵۸) جلب کرده‌است. این مطالعات عمدتاً بر شناسایی عوامل تعیین‌کننده خاص شرکتی ساختار سرمایه مانند سودآوری، ملموس بودن دارایی و اندازه شرکت متمرکز هستند. اخیراً، برخی مطالعات نشان داده‌اند که عوامل اقتصاد کلان مانند نرخ ارز، نرخ تورم و نرخ بهره نیز تأثیرگذاران برجسته تصمیمات ساختار سرمایه هستند. با این حال، تنها معدودی از مطالعات بر عدم قطعیت در اقتصاد کلان و چگونگی تأثیر آن بر تصمیمات مالی شرکت متمرکز شده‌اند. برخی از مقالات نظری، مطالعاتی را در مورد تأثیر عدم قطعیت اقتصاد کلان به تصمیمات مالی شرکت‌ها بسط داده‌اند به عنوان مثال، بارما و همکاران^۲ (۲۰۱۰) تحقیق می‌کنند که چگونه شرایط متغیر در زمان در اقتصاد کلان بر ساختار سرمایه بهینه شرکت‌ها در هر دو سطح کلی و فردی تأثیر می‌گذارد. نویسندگان با استفاده از یک چارچوب تعادل ساختاری نشان می‌دهند که اگر چه ساختار سرمایه در رابطه با نقاط سرمایه گذاری مجدد موافق ادواری^۳ است، آن در دینامیک‌های تراکمی پاددوره ای^۴ (ضد روند) است. نویسندگان ادعا می‌کنند که شرکت‌ها در مواقع افزایش عدم قطعیت

^۱ Modigliani & Miler

^۲ Bhamra et al

pro – cyclical: موافق ادواری، نیروی اقتصادی که میل دارد بر دامنه نوسانهای اقتصادی بیفزاید و می‌کوشد تنزل آهسته را به کسادهای ژرف تبدیل کند و رشد اقتصادی را به جهش‌های شتابنده تبدیل نماید.

^۴ countercyclical: کلان بر گزینه‌های ساختار سرمایه شرکت‌های غیر مالی در ایالات متحده را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها یک ارتباط منفی بین عدم قطعیت و اعمال نفوذ را گزارش می‌دهند.

در اقتصاد کلان برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی خود، از قرض (وام) کمتری استفاده می‌کنند. در این میان، چن^۱ (۲۰۱۰) استدلال می‌کند که عدم قطعیت اقتصاد کلان، در عدم قطعیت چرخه کسب‌وکار خاص، برای تصمیمات شرکت مهم است. مولف با استفاده از مدل ساختار سرمایه پویا، پیش‌بینی می‌کند که در هنگام شرایط متغیر اقتصاد کلان، شرکت‌ها با ریسک‌ها یا نرخ تخفیف بالاتری مواجه هستند و نرخ رشد جریان نقدینگی مورد انتظار را کاهش می‌دهند. در نتیجه، شرکت‌ها مقدار تخفیف پایین‌تری از مزایای مالیاتی مورد انتظار از بدهی‌ها را تجربه خواهند کرد که به نوبه خود جذابیت اعمال نفوذ را کاهش می‌دهد. مطالعات تجربی در مورد تاثیر عدم قطعیت اقتصاد کلان در ساختار سرمایه شرکت‌ها یافته‌های مشابهی را گزارش می‌دهد. به عنوان مثال، بام و همکاران^۲ (۲۰۰۹) تاثیر عدم قطعیت خاص شرکتی در اقتصاد این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌ها محتاط‌تر هستند و زمانی که عدم قطعیت بیشتری در محیط اقتصاد کلان وجود دارد، کم‌تر وام می‌گیرند. شرکت‌ها بگونه‌ای رفتار می‌کنند که انتظار کاهش درآمدها و کمبود بالقوه جریان‌های نقدی را دارند. رشید^۳ (۲۰۱۴) تاثیر عدم قطعیت خاص شرکت و اقتصاد کلان در ساختار سرمایه شرکت‌های انگلستان را مورد بررسی قرار می‌دهند. آن‌ها همچنین گزارش می‌دهند که شرکت‌ها از اعمال نفوذ کمتری در طول زمان نوسانات بالا استفاده می‌کنند. با هم، عدم قطعیت در اقتصاد کلان ممکن است به عنوان یک چالش بزرگ برای شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری در مورد تصمیمات شرکت مطرح شود. به عنوان مثال، نه تنها عدم قطعیت در اقتصاد کلان بر تصمیمات شرکت‌ها در زمینه تولید و سرمایه‌گذاری تاثیر می‌گذارد، بلکه در عین حال توانایی شرکت‌ها برای فرموله کردن تصمیمات تامین مالی صحیح نیز ممکن است تحت تاثیر قرار گیرد. با توجه به اثرات نامطلوب بالقوه عدم قطعیت اقتصاد کلان بر شرکت‌ها در کشورهای مختلف یا مناطق، رشد اقتصادی این کشورها یا مناطق نیز ممکن است به طور معکوسی تحت تاثیر قرار گیرد. حاکمیت شرکتی می‌تواند به طور گسترده به عنوان یک سیستم از قوانین، سیاست‌ها و فرایندهایی که یک شرکت را هدایت و کنترل می‌کنند، تعریف شود. ایده حاکمیت شرکتی از نظریه نمایندگی نشأت می‌گیرد و مبتنی بر فرض بیشینه‌سازی ارزش سهام است (جونیا و همکاران^۴، ۲۰۱۹). با توجه به مطالب مطرح شده، هدف پژوهش حاضر بررسی عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به مطالب مطرح شده سوال اصلی این پژوهش این است که آیا بین عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

اهمیت و ضرورت تحقیق

با توجه به اهمیت تاثیر بالقوه بی‌ثباتی عدم قطعیت در اقتصاد کلان، این مطالعه برای پیدا کردن اینکه آیا هیچ مکانیسم خاصی وجود دارد که می‌تواند برای مهار موثر استفاده از بدهی در زمان نوسان بالا طراحی شود، انگیزه گرفته‌است. بحران‌های مالی مانند بحران مالی آسیا (ای اف سی) در سال ۱۹۹۷ و بحران مالی جهانی (GFC) سال ۲۰۰۸ به وضوح اثرات مخرب قدرت اعمال نفوذ بیش از حد را نشان دادند. این مطالعه حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی می‌تواند به عنوان یک مکانیزم بالقوه برای کنترل و نظارت بر رفتار مالی شرکت‌ها در چنین مواقعی عمل کند. با توجه به این نظریه، مدیران به عنوان نماینده، شرکت‌ها را به "نیابت" از سهامداران اداره می‌کنند و تفکیک مالکیت و کنترل، هزینه‌های نمایندگی قابل‌توجهی را برای سازمان‌های امروزی ایجاد کرده‌است. تا حد زیادی حاکمیت شرکتی شامل مکانیسم‌هایی است که از طریق آن منافع سرمایه‌گذاران از مصادره شدن توسط مدیران شرکت محافظت می‌شود. با این حال، این تحقیق با مطالعات قبلی تفاوت دارد که عمدتاً محدود به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها در طول بحران‌ها یا مراحل مختلف چرخه کسب‌وکار هستند. به عنوان مثال، بانکوانچا و همکاران^۵ (۲۰۰۸)

1. chen

2. Baum et al

3. Rashid

3. Joneya et al

1. Bunkanwanicha et al

رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعمال نفوذ در اندونزی و تایلند را مورد مطالعه قرار دادند. نویسندگان ادعا می‌کنند که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف اعمال نفوذ بیشتری را به کار می‌گیرند و این رابطه به طور خاص در طول AFC قوی است. نویسندگان این یافته‌ها را به عنوان یک دین (قرض) تعبیر می‌کنند که می‌توان از آن برای تسهیل سلب مالکیت هنگامی که کیفیت حاکمیت ضعیف وجود دارد استفاده کرد. علاوه بر این، شرکت‌هایی با کیفیت حاکمیتی بهتر مایل به استفاده بیشتر از اعمال نفوذ برای جلوگیری از ریسک پیش‌فرض در طول زمان بحران هستند.

ارکنس و همکاران^۱ (۲۰۱۲) مطالعه‌ای بر روی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها از ۳۰ کشور طی دوره GFC انجام دادند. نویسندگان ادعا می‌کنند که مدیران توسط اعضای هیئت مدیره مستقل و سهامداران نهادی تشویق می‌شوند تا ریسک بیشتری برای افزایش سود سهامداران پیش از بحران‌ها داشته باشند. با این حال، مدیران به منظور کاهش ریسک ورشکستگی و حفظ کفایت سرمایه، تحت فشار قرار می‌گیرند تا سرمایه ارزش سهام را افزایش دهند. نویسندگان پیشنهاد می‌کنند که اگرچه انتشار سرمایه ارزش سهام در قیمت‌های پایین سهام ممکن است موجب عملکرد بد در طول بحران شود، این امر ممکن است به شرکت‌ها امکان دهد تا از بحران جان سالم به در ببرند و عملکرد بهتری را پس از بحران نشان دهند.

در مقابل این مطالعات، ما یک رویکرد جدید را با بررسی اثر متقابل بین حاکمیت شرکتی و عدم قطعیت در اقتصاد کلان در ساختار سرمایه شرکت‌ها پیشنهاد می‌کنیم. ما ادعا می‌کنیم که اگرچه عدم قطعیت اقتصاد کلان در زمان بحران‌ها یا انقباض اقتصادی رخ می‌دهد، عدم قطعیت ممکن است در موارد دیگری بخصوص در زمان "اخبار بد" رخ دهد. به عنوان مثال، هنگام ناپایداری قیمت انرژی و کالای جهانی، عدم قطعیت‌های مالی و نوسانات نرخ ارز، با این حال، این منابع عدم قطعیت در اقتصاد کلان در ادبیات گذشته در نظر گرفته نشده‌اند. برای بهترین دانش ما، این اولین پژوهش است که ارتباط بین عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهد. از این رو، هدف این مطالعه پر کردن این شکاف مهم با بررسی ارتباط بین عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکتی است. از این رو، این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی برای این سوال است که آیا بین عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ بنابراین پژوهش حاضر به بررسی عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

پیشینه

پیشینه تحقیقات داخلی

- تهرانی ونجف زاده خوبی (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر ناطمینانی نرخ تورم بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. هدف تحقیق حاضر بررسی تاثیر ناطمینانی نرخ تورم بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور نمونه‌ای مشتمل بر ۱۸۶ شرکت تولیدی عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفت. از مدل GARCH نمایی (EGARCH) برای محاسبه ناطمینانی نرخ تورم استفاده شد و جهت برآورد مدل اصلی، رگرسیون داده‌های تابلویی با اثرات ثابت مورد استفاده قرار گرفت. در این تحقیق تاثیر ناطمینانی نرخ تورم بر ساختار سرمایه تمام شرکت‌های عضو نمونه آماری به صورت جداگانه و همزمان و در قالب یک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تخمین مدل نشان می‌دهد که ناطمینانی نرخ تورم بر ساختار سرمایه ۵۵٪ از شرکت‌های عضو نمونه تاثیر منفی و بر ساختار سرمایه ۴۱٪ از شرکت‌های مورد بررسی تاثیر مثبت دارد.

- فتاحی وخواجه وند (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس

^۱ . Erkens et al

اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه گیری سن شرکت از زمان تاسیس اولیه تا زمان کنونی استفاده شده و جهت محاسبه حاکمیت شرکتی از عوامل تاثیر گذار از جمله تفکیک پست مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره، میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی، فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، نوع حسابرس، و نهایتاً برای محاسبه ساختار سرمایه شرکت از مدل مودیگیلیانی و میلر استفاده شده است. آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی مناسبی دارند ساختار سرمایه بهینه‌ای را نیز انتخاب می‌کنند اما رابطه‌ی معناداری بین سن شرکت و ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه مشاهده نگردید.

- معین الدین وهمکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته است. هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ (قلمرو زمانی ۷ساله) با استفاده از تکنیک معادلات ساختاری و رگرسیون می باشد. درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره، درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، وجود حسابرس داخلی و وجود حسابرس مستقل از جمله مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده در این پژوهش هستند. ساختار سرمایه نیز شامل نسبت بدهی-های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی-های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی-های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی-های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد. ارزش شرکت نیز با نسبت‌کیوتوبین سنجیده شده است. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت ندارد و همچنین بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

- محمدزاده وهمکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی، رابطه حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. دوره زمانی تحقیق، سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۸۹ را شامل می‌شود. داده‌هایی که مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند، مربوط به ۶۸ شرکت از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که به روش مرحله‌ای هدفمند (حذفی سیستماتیک) انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره با رویکرد مدل اثرات تصادفی انجام شد. متغیر وابسته تحقیق، ساختار سرمایه یعنی نسبت کل بدهی بر جمع بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها می‌باشد. متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره و جدایی مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره می‌باشند. همچنین تأثیر متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت شامل مالکیت مدیتی و سرمایه گذاری نهایی نیز بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت. متغیرهای کنترلی در این تحقیق شامل اندازه شرکت و سود آوری (بازده دارایی‌ها) می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت و همچنین متغیر کنترلی اندازه شرکت، تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارند. در حالی که متغیر کنترلی سودآوری به طور معناداری رابطه منفی با ساختار سرمایه دارد.

- نورحسینی نیاک (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی میکند. این موضوع از طریق بررسی اثر مولفه‌های حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل که شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، اعضای غیر موظف هیات مدیره و وجود حسابرس داخلی می‌باشد بر ساختار سرمایه این شرکتها به عنوان متغیر وابسته آزمون میشود. جامعه آماری تحقیق شامل ۸۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بوده که در فاصله سالهای ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۰ دارای شرایط تعیین شده برای جامعه آماری باشند. نتایج تحقیق بیانگر این است که رابطه مثبت و معناداری بین سه متغیر درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت اعضای غیر موظف هیات مدیره و ساختار

سرمایه شرکتها وجود دارد. از طرف دیگر رابطه معنادار معکوس بین وجود حسابر س داخلی و ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه مشاهده شد.

- محمدی نیا (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران که در صنعت خودرو و قطعات مشغول به فعالیت هستند می‌پردازد. به این منظور ۳۰ شرکت فعال در این حوزه در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد مطالعه قرار گرفتند. متغیرهای مستقل این پژوهش عبارت‌اند از تمرکز حاکمیت، استقلال هیئت‌مدیره، نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی، دوگانگی نقش رئیس هیئت‌مدیره و وجود حسابر س داخلی و متغیر وابسته در این پژوهش ساختار سرمایه است که از تقسیم بدهی بلندمدت بر سرمایه شرکت بدست می‌آید. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این موضوع است که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیئت‌مدیره با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس وجود دارد. همچنین میان وجود حسابر س داخلی با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. در ضمن نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان متغیر استقلال هیئت‌مدیره با ساختار سرمایه نشان نداد.

- حسینی (۱۳۹۴) در پژوهشی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کند. این موضوع از طریق بررسی اثر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر مستقل که شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و وجود حسابر س داخلی می‌باشد بر ساختار سرمایه این شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته آزمون می‌شود. جامعه آماری تحقیق شامل ۸۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس بوده که در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۰ دارای شرایط تعیین‌شده برای جامعه آماری باشند.

نتایج تحقیق بیانگر این است که رابطه مثبت و معناداری بین سه متغیر درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد. از طرف دیگر رابطه معنادار معکوس بین وجود حسابر س داخلی و ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه مشاهده شد.

- طالب نیا (۱۳۹۳)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد کوتاه‌مدت عرضه اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. تحقیق حاضر به بررسی راهبری شرکتی و عملکرد کوتاه‌مدت عرضه اولیه سهام می‌پردازد که در آن عملکرد سهام عرضه اولیه در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، دو ماه پس از عرضه آن در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در این تحقیق ابتدا به مقایسه میانگین بازدهی سهام عرضه اولیه و بازدهی شاخص بورس در طی یک دوره دوماهه پس از عرضه اولیه سهام پرداخته شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که میانگین بازدهی سهام عرضه اولیه بیشتر از میانگین بازدهی بازار طی دوره متناظر است. این پدیده به قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام معروف است و سبب کسب بازدهی غیرعادی مثبت برای خریداران سهام عرضه‌های اولیه می‌شود. در ادامه اثر راهبری شرکتی در غالب سه متغیر اندازه هیئت‌مدیره، نسبت اعضای غیرموظف و متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره بر کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار یک‌بار به‌صورت مجزا و یک‌بار به‌صورت توأم مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین تعداد اعضای هیئت‌مدیره و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود ندارد، بین نسبت اعضای غیرموظف و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد، بین متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد و حاکمیت شرکتی و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

- وکیلی فرد و یاوندپور (۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق حاکی از آن است که بین وجود سهامداران نهادی با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد، حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آن‌ها تأثیر چندانی

ندارد. نسبت حضور اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در ترکیب هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوس دارد و همچنین کیفیت اطلاعات مالی رابطه‌ای با عملکرد شرکت‌ها ندارد.

- اکرم بدافی و احمدپور (۱۳۹۰) در پژوهشی ارتباط میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. برای این تحقیق ۵۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفتند. متغیرهای حاکمیت شرکتی در این تحقیق عبارت بودند از تعداد اعضای هیئت‌مدیره، ترکیب هیئت‌مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، تأثیر اعضای هیئت‌مدیره بر تصمیم‌گیری‌های مالی نیز توسط بررسی سهام‌داران نهادی ارزیابی شد. نتایج تحقیق حاکی از این قضیه بود که تعداد اعضای هیئت‌مدیره رابطه معکوسی با نسبت بدهی به سرمایه داشت. همچنین دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره و همچنین وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره رابطه معناداری با تصمیم‌گیری‌های مالی نداشت. در نهایت نتایج حاصل بیانگر آن بود که متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند اندازه و ساختار مالکیت تأثیر بیشتری بر تصمیم‌گیری مالی و ساختار سرمایه دارند.

پیشینه تحقیقات خارجی

- جونیا وهمکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط میان عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه پرداخته است. هدف از این مقاله بررسی این است که چگونه حاکمیت شرکتی رابطه بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و ساختار سرمایه شرکتی را تعدیل می‌کند. طراحی / روش‌شناسی / رویکرد - این مقاله روش تعمیم یافته دو مرحله‌ای رگرسیون لحظه‌ای را، با در نظر گرفتن نمونه‌ای از ۹۰۷ شرکت غیرمالی فهرست‌شده از هفت کشور آسیا اقیانوسیه در طول بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۴ اعمال کرده است. یافته‌ها - این مطالعه نشان می‌دهد که عدم قطعیت در اقتصاد کلان تأثیر منفی قابل‌توجهی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که تأثیر کلی عدم قطعیت در اقتصاد کلان بر ساختار سرمایه در میان شرکت‌ها با کیفیت حاکمیت بهتر به طور قابل‌توجهی منفی است. شواهد نشان می‌دهند که حاکمیت شرکتی به عنوان یک مکانیزم موثر برای کنترل کردن استفاده از اعمال فشار در طول زمان نوسان بالا عمل می‌کند. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان می‌دهد که استقلال هیئت‌مدیره، جدایی بین نقش‌های مدیر عامل و رئیس هیئت‌مدیره و مالکیت "سهامداران عمده" مکانیسم‌های حاکمیت موثر هستند، در حالی که مشاهدات مشابه برای اندازه هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی صادق نیستند.

- حسن و بوت (۲۰۱۸) تأثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی را بر ساختار سرمایه بررسی کردند. در این تحقیق از سه متغیر اندازه هیأت‌مدیره، ترکیب هیأت‌مدیره و عضویت مدیر عامل در هیأت‌مدیره به عنوان شاخص‌های سنجش نظام راهبری شرکت و از درصد سهام متعلق به مدیران و سهام‌داران نهادی به عنوان معیارهای سنجش ساختار مالکیت استفاده گردید. نتایج این پژوهش نشان داد که اندازه هیأت‌مدیره و سهامداری مدیریتی به شکلی منفی و معنادار با نسبت اهرم مالی در ارتباط است، در حالی که عضویت مدیر عامل در هیأت‌مدیره و ترکیب هیأت‌مدیره هیچ اثر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. همچنین یافته‌های تحقیق گویای رابطه‌ای مثبت، ولی غیر معنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه بود.

- مودیلیانی و میلر (۲۰۱۷) نخستین افرادی بودند که مبحث ساختار سرمایه را مورد توجه قرار دادند و در مقاله‌ای با عنوان "هزینه سرمایه، تأمین مالی شرکت و تئوری سرمایه‌گذاری" عنوان نمودند که ساختار سرمایه در تعیین ارزش شرکت و عملکرد آتی آن نامربوط است. آنها معتقد بودند که در یک جهان بدون اختلاف نظر و ناسازگاری هیچ تفاوتی میان بدهی و سرمایه در ارتباط با ارزش شرکت وجود ندارد، بنابراین، تصمیمات تأمین مالی مورد توجه مدیریت قرار نمی‌گیرند.

1. Joneya et al

2. Hassan & Boat

3. Modigliani, F. and Miller, M.H

- ون و همکاران^۱ (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکتهای چینی پذیرفته شده در بورس" ارتباطی مثبت میان اندازه هیأت مدیره و ساختار سرمایه کشف نمودند. نتایج این تحقیق نشان داد که هیأت مدیره‌های بزرگتر، به خصوص زمانی که از طرف مراجع قانونی تحت کنترل بیشتری قرار دارند، به منظور افزایش ارزش شرکت، سیاست ایجاد سطوح بالاتری از بدهی را دنبال می‌کنند.

- آبر و بیکپ^۲ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار غنا" ارتباط میان نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط غنایی را با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون بررسی کردند. نتایج این تحقیق حاکی از وجود ارتباطی منفی میان اندازه هیأت مدیره و نسبت اهرم مالی گردید و اثبات نمود که هیأت مدیره بزرگتر عموماً با سطح بدهی پایین‌تری همراه است.

- چانگ و همکاران^۳ (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی با پویایی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس می‌باشد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات موردنیاز، ابتدا از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده شد. به‌منظور بررسی رابطه‌ی بین متغیرها از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین حاکمیت شرکتی با پویایی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد.

- سیتاک و دیگران^۴ (۲۰۱۴) تحقیقی تحت عنوان "آیا بین حاکمیت شرکتی و معیارهای عملکردی مالی بر مبنای ارزش رابطه وجود دارد؟" انجام داد. نمونه وی از شرکت‌های بورس ترکیه در دوره زمانی ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۷ بوده است. تعداد ۴۱ شرکت انتخاب و آزمون مدل انجام گردید. نتایج نشان داد، که دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر معیارهای ارزش‌افزوده بازار و ارزش‌افزوده اقتصادی تأثیر معنادار دارد. تمرکز مالکیت بر ارزش‌افزوده بازار تأثیر ندارد. مالکیت مدیریتی بر معیارهای مالی تأثیر نداشته و درنهایت سرمایه‌گذاران خارجی منجر به افزایش ارزش‌افزوده اقتصادی و باعث کاهش ارزش‌افزوده بازار می‌شود.

- وانگ و همکاران^۵ (۲۰۱۳) در تحقیق خود به بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند. آن‌ها در تحقیق خود از دو رویکرد حاکمیت شرکتی استفاده کردند. ابتدا به بررسی تأثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و سپس به بررسی تأثیر تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌های با داشتن رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند. همچنین بین تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش بازار رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

- فرانسیس و همکاران^۶ (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه پرداختند. آنان در پژوهش خود رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه را مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

- مینیک و نوگا^۱ (۲۰۱۰) در مطالعه‌ی اثرات ویژگی‌های مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه پرداختند. آنان در پژوهش خود رابطه میان تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه را مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

1. Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J.

2. Abor, J. and Biekpe, N

1. Chang et al

4. Citaak

3. Vang et al

4. Francis et al

- امام و مالک^۲ (۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه پرداختند. آنان در پژوهش خود رابطه میان میان تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه را مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد

فرضیات تحقیق

جهت پاسخ به سؤال پژوهش، بر اساس مبانی نظری تحقیق و مطالعات تجربی انجام شده توسط (جونیا وهمکاران^۳، ۲۰۱۹) فرضیه زیر تدوین شده و مورد آزمون قرار می گیرد:

فرضیه ۱. ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

فرضیه ۲. ارتباط منفی قابل توجه بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

فرضیه ۳. حاکمیت شرکتی تاثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت می نماید.

قلمرو تحقیق

چارچوبی را فراهم می نماید تا مطالعات محقق، در طی آن قلمرو خاص صورت پذیرد. قلمرو هر پژوهش در سه حوزه قلمرو موضوعی، مکانی و زمانی قابل بررسی است تا بتوان داده ها را در چارچوب این قلمروها، جمع آوری و تجزیه و تحلیل نمود، که به شرح زیر می باشند:

قلمرو موضوعی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر موضوعی، به بررسی عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار می دهد.

مکانی تحقیق

قلمرو مکانی این پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهد.

قلمرو زمانی تحقیق

قلمرو زمانی این پژوهش طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ می باشد.

روش تحقیق

روش این تحقیق، از نوع پس رویدادی است که در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تحقیق حاضر از لحاظ روش، از نوع تحقیق توصیفی است. تحقیق توصیفی آنچه که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند. اطلاعات بخش نظری پژوهش از کتب و مجلات فارسی و انگلیسی تأمین می شود.

همچنین، داده های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل عمدتاً از شرکت های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است. روش گردآوری اطلاعات به دو روش کتابخانه ای و فیش برداری استفاده شده است. کلیه اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزارهای ره آورد نوین و شرکت جامع اطلاعات سازمان بورس از طریق صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و یادداشت های همراه بدست می آید.

روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها

در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه ای و مطالعات اسنادی استفاده شده که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و فارسی گردآوری گردید. سپس داده

1.Minic & noga

2.Emam &Malek

های لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های منتخب، لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های مرتبط و نیز از نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شد. داده ها پس از گردآوری و انتقال به صفحه گسترده Excel و اعمال محاسبات لازم، برای تجزیه و تحلیل نهایی آماده گردیدند. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده ها نیز از نرم افزار اقتصاد سنجی Eviews استفاده شده است.

مبانی نظری متغیرهای تحقیق

عدم قطعیت در اقتصاد کلان:

عدم قطعیت به مدت طولانی در ادبیات به عنوان عامل بالقوه مطالعه می گردد که در عمق و طول مدت برخی از بزرگ ترین حوادث اقتصادی یا بحران مالی در سرتاسر جهان سهم دارد (بلوم^۱ و همکاران، ۲۰۱۳؛ استوک^۲ و واتسون^۳، ۲۰۱۲). مطالعات اقتصاد کلان همچنین تاثیرات نوسانات در شرایط اقتصادی را بر متغیرهای اقتصادی از قبیل رشد تولید انبوه، بهره وری، سوددهی کسب و کارها، بازده سهام و درآمد کار را مستند می سازند (بلوم و همکاران، ۲۰۱۳؛ آرانو^۴ و همکاران، ۲۰۱۲).

حاکمیت شرکتی:

حاکمیت شرکتی، مجموعه روابطی است بین سهامداران، مدیران و حسابرسان شرکت که متضمن برقراری نظام کنترلی بمنظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای درست مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده های احتمالی میباشد. این قانون که مبتنی بر نظام پاسخگوئی و مسئولیت اجتماعی استوارست مجموعه ای از وظایف و مسئولیتهایی است که باید توسط ارکان شرکت صورت گیرد تا موجب پاسخگوئی و شفافیت گردد.

ساختار سرمایه:

در دانش مالی، به روشی که شرکت از طریق آن سرمایه گذاری می کند، ساختار سرمایه گفته می شود. یک شرکت می تواند در سهام عادی یا ممتاز، از طریق درآمد کسب شده (که در شرکت حفظ شده است) یا از طریق دریافت بدهی، سرمایه گذاری کند؛ بعضی اوقات یک شرکت از ترکیب این ساختارها بمنظور سرمایه گذاری استفاده می کند.

مدل رگرسیونی تحقیق

برای آزمون فرضیه تحقیق به پیروی از تحقیق جونیا و همکاران (۲۰۱۹) از مدل رگرسیونی چند متغیره زیر استفاده می شود.

$$MLM_{it} = \beta_0 + \beta_1 MARCO_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق:

MLM: نسبت بدهی به دارایی

MARCO: عدم قطعیت در اقتصاد کلان

Indep: استقلال اعضای هیئت مدیره (حاکمیت شرکتی)

GWTH: فرصت رشد

LEV: اهرم مالی

¹ Bloom

² Stock

³ Watson

⁴ Arellano

SIZE: اندازه شرکت

$\varepsilon_{i,t}$: جزء خطای مدل رگرسیون می‌باشد.

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، شامل متغیرهای وابسته، مستقل به شرح زیر اندازه گیری شده اند.

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش ساختار سرمایه می‌باشد که با توجه به پژوهش جونیا وهمکاران^۱ (۲۰۱۸) بصورت زیر اندازه

گیری زیر و از مدل مودیگیلیانی و میلر (MLM) استفاده خواهد شد:

MLM = بدهی بلند مدت + بدهی کوتاه مدت / بدهی بلند مدت + بدهی کوتاه مدت + ارزش بازار سهام

$$MLM = \frac{Long\ Term\ Debt + Short\ Term\ debt}{Long\ Term\ Debt + Short\ Term\ debt + Market\ Value\ of\ Common\ Stock}$$

Long Term Debt : بدهی‌های بلند مدت شرکت؛

Short Term debt: بدهی‌های کوتاه مدت شرکت؛

Market Value of Common Stock : ارزش بازار سهام؛

متغیرهای مستقل:

عدم قطعیت در اقتصاد کلان:

نخستین متغیر مستقل عدم قطعیت اقتصاد کلان می‌باشد. این مطالعه نوسان نرخ رشد صادرات را به عنوان فرآیندی برای عدم قطعیت اقتصاد کلان مدنظر قرار می‌دهد. به عنوان بررسی پایداری، ما همچنین از پروکسی دوم برای عدم قطعیت اقتصاد کلان، یعنی نوسان نرخ رشد واردات استفاده می‌کنیم. ما از معیار نوسان اقتصاد کلان متغیر زمانی با محاسبه انحرافات معیار متوسط پنج چارک باقی مانده‌های فرآیند AR با استفاده از داده‌های سه ماهه برای نرخ رشد صادرات و واردات برای دوره چند ساله استفاده می‌کنیم. متوسط حسابی داده‌های سه ماهه مرتبط جهت دستیابی به معیار نوسان اقتصاد کلان سالانه محاسبه می‌شود (لی و راجان، ۲۰۱۵؛ آیزنمان^۲ و ماریون، ۱۹۹۹). در بخش آزمون‌های پایداری، ما از عدم قطعیت اقتصاد کلان عقب افتاده استفاده نموده، و به نتایج سازگار پی می‌بریم.

حاکمیت شرکتی:

در این پژوهش برای اندازه گیری دومین متغیر مستقل، حاکمیت شرکتی از شاخص استقلال اعضای هیئت مدیره (Indep) استفاده خواهیم کرد.

استقلال اعضای هیئت مدیره (Indep)

از تقسیم مدیران غیرموظف به کل اعضای هیات مدیره به دست می‌آید. مدیران غیرموظف به کسانی گفته می‌شود که فقط عضو هیات مدیره بوده و سمت اجرایی در شرکت ندارند. برای به دست آوردن آن از لیست اعضای هیات مدیره که قبل از صورتهای مالی اریه می‌شود می‌توان استفاده کرد.

$$\text{استقلال اعضای هیئت مدیره} = \frac{\text{مدیران غیر موظف}}{\text{اعضای هیات مدیره}}$$

¹.Chang et al

² Aizenman

متغیرهای کنترل:

اندازه شرکت

هر چه اندازه شرکت بزرگ تر باشد، شرکت از اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. علاوه بر این، شرکت های بزرگ به دلیل امکان تنوع بخشی بیشتر، امکان استفاده از منابع مالی مختلف و افشای منظم اطلاعات، ریسک کمتری دارند (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸). لذا سرمایه گذاران در مواجهه با این شرکت ها، بازده مورد انتظار کمتری را مطالبه می نمایند. بنابراین، انتظار بر این است که بین اندازه شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی وجود داشته باشد. در این پژوهش از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت برای سنجش اندازه شرکت استفاده می گردد:

$$Size_{i,t} = \text{Log } S_{i,t}$$

که در آن:

$Size_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t و

$S_{i,t}$: خالص فروش شرکت i در سال t می باشد.

اهرم مالی

فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) بیان می کنند که افزایش در اهرم مالی، منجر به افزایش ریسک شرکت می شود. افزایش ریسک شرکت نیز نرخ بازده مورد انتظار سهامداران را بالا می برد که در نهایت، منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام عادی شرکت می شود. بر این اساس، انتظار می رود که با افزایش اهرم مالی، هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت نیز افزایش یابد. در این تحقیق، اهرم مالی از طریق تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی های شرکت و به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$LEV_{i,t} = \frac{TD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

به طوری که در آن:

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t ؛

$TD_{i,t}$: مجموع بدهی های شرکت i در سال t و

$TA_{i,t}$: جمع دارایی های شرکت i در سال t می باشد.

فرصت های رشد

فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) بر این باورند که شرکت های با فرصت های رشد بالاتر، ریسک بیشتری نیز دارند. بنابراین، انتظار می رود که بین فرصت های رشد شرکت با هزینه حقوق صاحبان سهام آن رابطه مثبت وجود داشته باشد. در این مطالعه از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، برای سنجش فرصت های رشد شرکت استفاده می گردد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$GWH_{i,t} = \frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}}$$

که در آن:

$GWH_{i,t}$: فرصت های رشد شرکت i در سال t ؛

$MV_{i,t}$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t و

$BV_{i,t}$: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t می باشد.

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می‌باشد. در جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار آورده شده است. برای متغیر نسبت بدهی به دارایی (MLM) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۰/۰۹۰۵، ۰/۰۶۰۰، ۱/۶۴، ۰/۹۵- و ۰/۲۸۹۵۳ می‌باشد. برای متغیر عدم قطعیت در اقتصاد کلان (MARCO) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۰/۷۲، ۰/۵۲۰۱، ۰/۴۱، ۰/۰۰۰ و ۰/۲۲ می‌باشد. برای متغیر حاکمیت شرکتی (INDEP) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۴۷/۰۶۸۵، ۵۰/۵۴۰۰، ۹۸/۹۳، ۰/۰۰۰ و ۳۳/۰۵۵۰۹ می‌باشد. برای متغیر SIZE (اندازه شرکت) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۶/۲۱۵۵، ۶/۱۰۰۰، ۸/۳۲، ۴/۷۹ و ۰/۶۵۹۳۶ می‌باشد. برای متغیر LEV (اهرم مالی) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۰/۶۱۶۹، ۰/۶۱۰۰، ۲/۲۲، ۰/۰۷ و ۰/۲۵۴۶۵ می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مشاهدات	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	متغیر
۷۸۰	۰/۲۸۹۵۳	-۰/۹۵	۱/۶۴	۰/۰۶۰۰	۰/۰۹۰۵	MLM (نسبت بدهی به دارایی)
۷۸۰	۰/۲۲	۰/۰۰۰	۰/۴۱	۰/۵۲۰۱	۰/۷۲	MARCO (عدم قطعیت در اقتصاد کلان)
۷۸۰	۳۳/۰۵۵۰۹	۰/۰۰	۹۸/۹۳	۵۰/۵۴۰۰	۴۷/۰۶۸۵	Indep (حاکمیت شرکتی)
۷۸۰	۰/۶۵۹۳۶	۴/۷۹	۸/۳۲	۶/۱۰۰۰	۶/۲۱۵۵	SIZE (اندازه شرکت)
۷۸۰	۰/۲۵۴۶۵	۰/۰۷	۲/۲۲	۰/۶۱۰۰	۰/۶۱۶۹	LEV (اهرم مالی)
۷۸۰	۲/۵۳۴۹۸	-۴/۹۰	۰/۱۷۳۴	۲/۶۳۵۰	۳/۳۱۷۷	GWTH (فرصت رشد)

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش به شرح جدول (۲) می‌باشد.

$$MLM_{it} = \beta_0 + \beta_1 MARCO_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۲- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول پژوهش

آزمون VIF	سطح معناداری (P-VALUE)	آماره t	انحراف معیار	ضرایب	متغیر
.....	۰/۰۳۲۵	-۲/۳۰۵۸	۰/۲۶۷۸	-۰/۶۱۷۵	α_1 (عرض از مبدأ)
۱/۲۲	۰/۰۳۴۴	-۲/۱۱۹۶	۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۷	MARCO (عدم قطعیت در اقتصاد کلان)
۱/۲۲	۰/۰۲۳۷	-۴/۵۱۲	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۰۹	Indep (حاکمیت شرکتی)
۱/۰۳	۰/۰۲۷۴	۲/۲۱۱۳	۰/۲۷۸۶	۰/۶۱۶۲	GWTH (فرصت رشد)
۱/۱۲	۰/۰۰۰۷	۳/۴۱۰۴	۰/۰۴۰۹	۰/۱۳۹۷	SIZE (اندازه شرکت)
۱/۰۱	۰/۰۰۰۰	-۷/۳۵۳۴	۰/۰۳۹۵	-۰/۲۹۰۸	LEV (اهرم مالی)
۰/۰۰۰۰		سطح معنی‌داری آماره F		۳/۱۲۳۶	آماره F فیشر
۲/۱۲۰۳		آماره دوربین واتسن		۰/۵۳۶۲	ضریب تعیین

تعیین وجود چند هم خطی^۱ (آزمون VIF):

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R^2 ، مدل از اعتبار بالایی برخوردار نباشد. با توجه به ستون آخر جدول شماره ۲ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد و مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد.

آزمون دوربین واتسون:

یکی از مشکلات معمول در یک الگوی رگرسیون، وجود همبستگی بین جملات پسماند است. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون می‌باشد. به این ترتیب ویژگی‌های بهترین برآوردکننده خطی بدون تورش خدشه‌دار می‌شود و در نتیجه استنباط آماری قابل اعتماد نخواهد بود. آماره دوربین واتسون برای بررسی خطای تصریح در مدل استفاده می‌شود. به عبارت دیگر، اگر باقیمانده‌های رگرسیون، الگوی سیستماتیک و قابل توجهی از خود نشان دهند، خطای تصریح وجود خواهد داشت. به طور ساده، این همبستگی منعکس کننده این واقعیت است که بعضی از متغیرها که متعلق به مدل واقعی هستند، در اخلال قرار گرفته‌اند که باید از آن خارج شده و به عنوان یک متغیر توضیحی صحیح وارد مدل شوند. بطور کلی اگر این آماره در بازه ۱،۵-۲،۵ قرار داشته باشد می‌توان گفت مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند (خطا) مشاهده نمی‌شود. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۲/۱۲۰۳ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلال می‌باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی‌شود.

آماره F فیشر:

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰،۰۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

ضریب تعیین (R^2):

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۵۳ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (نسبت بدهی به دارایی)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

نتایج فرضیه‌های تحقیق:

فرضیه اول:

H0: ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود ندارد.

H1: ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل MARCO در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنی‌دار میان عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

¹ -Multicollinearity

فرضیه دوم:

H_0 : ارتباط منفی قابل توجه بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود ندارد.

H_1 : ارتباط منفی قابل توجه بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل Indep در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنی‌دار میان حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارتباط منفی قابل توجه بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

فرضیه سوم:

H_0 : حاکمیت شرکتی تأثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت نمی‌نماید.

H_1 : حاکمیت شرکتی تأثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت می‌نماید.

ضریب برآوردی متغیرهای مستقل حاکمیت شرکتی و عدم قطعیت اقتصاد کلان در جدول بالا نشان‌دهنده وجود تأثیر منفی و معنی‌دار میان عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد حاکمیت شرکتی تأثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت می‌نماید.

نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق:

ضریب برآوردی متغیر مستقل GWTH در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان فرصت رشد و نسبت بدهی به دارایی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین فرصت رشد و نسبت بدهی به دارایی شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل SIZE در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان اندازه شرکت و نسبت بدهی به دارایی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اندازه شرکت و نسبت بدهی به دارایی شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل LEV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنی‌دار میان اهرم مالی و نسبت بدهی به دارایی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اهرم مالی و نسبت بدهی به دارایی شرکت رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

نتیجه گیری و بررسی تطبیق یافته ها

در این بخش بر اساس مبانی نظری پژوهش و تحقیقات پیشین و همچنین مدلها و متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق، به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها پرداخته می‌شود:

فرضیه اول این تحقیق، ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد. تایید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که هرچه عدم قطعیت اقتصاد کلان بیشتر، نسبت بدهی به دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کاهش می‌یابد. نتیجه به دست آمده از آزمون این فرضیه، با یافته

های پژوهش (جونیا وهمکاران^۱، ۲۰۱۹) همخوانی دارد. چرا که در پژوهش های مورد اشاره نیز، ارتباط منفی قابل توجهی بین عدم قطعیت اقتصاد کلان و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

فرضیه دوم این تحقیق، ارتباط منفی قابل توجهی بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد. تایید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که هرچه حاکمیت شرکتی بیشتر، نسبت بدهی به دارایی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کاهش می یابد. نتیجه به دست آمده از آزمون این فرضیه، با یافته های پژوهش (جونیا وهمکاران، ۲۰۱۹) همخوانی دارد. چرا که در پژوهش های مورد اشاره نیز، ارتباط منفی قابل توجهی بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به دارایی شرکت وجود دارد.

فرضیه سوم این تحقیق، حاکمیت شرکتی تاثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت می نماید. تایید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که هرچه حاکمیت شرکتی بیشتر، تاثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بیشتر می یابد. نتیجه به دست آمده از آزمون این فرضیه، با یافته های پژوهش تهرانی ونجف زاده خوبی (۱۳۹۸) همخوانی دارد. چرا که در پژوهش های مورد اشاره نیز، حاکمیت شرکتی تاثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان را بر نسبت بدهی به دارایی شرکت را تقویت می نماید.

پیشنهادات کاربردی براساس نتایج فرضیات تحقیق

با توجه به نتایج و دستاوردهای تحقیق، می توان محورهای زیر را در ارتباط با زمینه های کاربردی مشخص نمود:

۱- با توجه به نتایج فرضیه اول تحقیق، تصمیماتی که در رابطه با ساختار سرمایه اتخاذ می شود همواره از اهمیت ویژه ای برخوردار هستند زیرا هر یک از روش های مختلف تأمین مالی دارای ریسک و بازده مختص خود می باشند که ترکیب آن ها برای تأمین مالی، ریسک و بازده شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد. به عبارت دیگر میزان اعتبار یک شرکت رابطه تنگاتنگی با سیاست های تأمین مالی آن شرکت دارد. تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیم های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است.

۲- باتوجه به نتایج فرضیه دوم تحقیق، از آنجا که مدیران شرکت به عنوان نمایندگان سهام داران در شرکت فعالیت میکنند و باید در راستای منافع آنها گام بردارند، لذا تلاش آنها در نحوه تعیین و ترکیب منابع مالی به گونه ای است که در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام داران است، تأثیر مثبت بر جای گذارند. بنابراین تعیین یک ساختار بهینه سرمایه و تأمین منابع مالی در شرکتها دارای اهمیت ویژه ای است. 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.

۲- باتوجه به نتایج فرضیه سوم تحقیق، با توجه به پیامدهای سیاست گذاری، یافته های این مطالعه بر ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی با فراهم نمودن شواهد بیشتر در مورد چگونگی تاثیر عدم قطعیت اقتصاد کلان بر انتخاب های ساختار سرمایه شرکت، و همچنین چگونگی تعدیل بخشیدن به این رابطه سهم دارند.

این نتایج ممکن است برای سیاست گذاران مفید باشند تا سیاست های مناسب را برای کاهش اثرات ناخوشایند ناشی از عدم قطعیت اقتصاد کلان اتخاذ نمایند. این موضوع مهم است زیرا عدم قطعیت اقتصاد کلان ممکن است اثرات بی ثبات کننده بالقوه بر توسعه یک کشور یا منطقه را با بخطر انداختن توانایی بنگاه برای تصمیم گیرهای موثر سرمایه گذاری، تولید و تأمین مالی داشته باشد. بعلاوه نتایج نشان می دهند که کیفیت خوب حاکمیت می تواند به عنوان یک بررسی و تعادل عمل نماید تا اطمینان ایجاد کند که بنگاه ها از نسبت بدهی به دارایی کمتری استفاده می کنند. این یافته ها می توانند به تقویت اهمیت حاکمیت خوب بین سیاست گذاران یک کشور و مدیران شرکت ها بپردازند. در نهایت این یافته ها

می توانند به عنوان یک راهنمای خوب و مهم برای مدیران شرکت و سرمایه گذاران مورد استفاده قرار بگیرند تا آن ها بتوانند تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی مناسب را اتخاذ نمایند.

فهرست منابع

- آزادور، ایمان؛ (۱۳۸۶)؛ "بررسی ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه آزاد نیشابور.
- آقایی، محمد علی؛ چالاک، پری (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی پژوهشی تحقیقات حسابداری. انجمن حسابداری.
- اشرفی، آرمیدخت و فرید، داریوش (۱۳۹۲). مروری بر رابطه بین نقدشوندگی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت. موسسه بین المللی آموزشی و پژوهشی صفا شهر. شیراز. ایران.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و بیگدلو، مهدی؛ تابستان (۱۳۸۵)؛ "همسنگی بازده و ریسک فرصت های جایگزین سرمایه گذاری در ایران"؛ فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ شماره ۴۴
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و قلی پور، علی؛ سال (۱۳۷۴)؛ "بررسی تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ دانشگاه تهران
- اعتمادی، حسین و چالاک، پری؛ بهار (۱۳۸۴)؛ "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۱-۱۳۷۷" فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ شماره ۳۹.
- استیری، زهره؛ تهرانی، رضا؛ (۱۳۸۰)؛ "بررسی محتوای اطلاعاتی مخارج سرمایه ای در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۷۸-۷۴"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ دانشگاه تهران
- اسماعیل پور، مجید؛ (۱۳۸۱)؛ "ملاحظات اساسی در فرآیند بودجه بندی سرمایه ی"؛ مجله بورس، شماره ۳۲
- بهبودیان، جواد؛ (۱۳۶۶)؛ آمار ناپارامتری؛ انتشارات دانشگاه شیراز؛ ص ۲۳
- بست، جان، (۱۳۸۴)، روش تحقیق در علوم تربیتی و رفتاری، ترجمه حسن پاشا شریفی، نرگس طالقانی، چاپ سوم، تهران، انتشارات رشد.
- پور زمانی، زهرا، (۱۳۹۲)، «حاکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکت ها» رساله دکتری، دانشگاه علوم تحقیقات.
- پورحیدری، امید؛ (۱۳۸۵)؛ "راهنمای بکارگیری استاندارد حسابداری شماره ۱۵ حسابداری سرمایه گذاریها"؛ انتشارات سازمان حسابرسی.
- پورحیدری، امید؛ (۱۳۸۳)؛ "زیان های حسابداری و انتظارات رشد سرمایه گذاران"؛ تحقیقات مالی؛ شماره ۱۸؛ ص ۳۹-۲۷
- تهرانی، رضا، نجف زاده خوبی، سارا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نااطمینانی تورم بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *اقتصاد مالی*. 11(38), 1-20.
- فتاحی نافچی، حسن، خواجه وند کاجی، میلاد. (۱۳۹۷). تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم انداز حسابداری و مدیریت*. 1(4), 72-85.
- معین الدین، محمود، سعید اردکانی، سعید، فاضل یزدی، علی، زین الدینی میمند، لیلی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه گذاری*. 3(9), 101-132.

محمدزاده کاردر، خدیجه؛ ولی خدادادی و علی واعظ، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت*، نور، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور،

- مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا؛ ۱۳۷۷؛ "تقسیم سود در شرکتها" مجله حسابداری؛ شماره ۱۲۵
- مدرس، احمد؛ عبدا...زاده، فرهاد؛ ۱۳۸۵؛ "مدیریت مالی"؛ شرکت چاپ و نشر بازرگانی؛ جلد دوم.
- مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم (۱۳۸۷) بررسی رابطه بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، پاییز
- مشایخ، ش، اسماعیلی، م. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبردی در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی. شماره ۴۵.
- مدرس، احمد؛ عبدا...زاده، فرهاد؛ (۱۳۸۵)؛ "مدیریت مالی"؛ شرکت چاپ و نشر بازرگانی؛ جلد دوم
- معصومیان، علی محمد؛ نیکخواه آزاد، علی؛ (۱۳۷۷)؛ "بررسی روشهای ارزیابی تصمیمات سرمایه گذاریهای بلند مدت (پروژه های سرمایه ای) در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ دانشگاه تهران
- مصلح شیرازی، علی نقی؛ (۱۳۷۶)؛ "توجیه سرمایه گذاری در تکنولوژی ساخت پیشرفته، کار مشترک حسابداران مدیریت و انجمن مهندسان تولید"؛ انتشارات دانشگاه شیراز؛ چاپ اول
- مهدوی، ابوالقاسم؛ (۱۳۸۴)؛ "رشد اقتصادی و سرمایه گذاری"؛ انتشارات جنگل
- مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا؛ (۱۳۷۷)؛ "تقسیم سود در شرکتها" مجله حسابداری؛ شماره ۱۲۵
- نور حسینی نیای، سید حسین، (۱۳۹۵)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه ی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران*، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- Amlı, Fredrick, 1989, "Investment: A Introduction to analysis and management", prentice hall, p 77ng
- Anderson, D. W. and Melanson S. J. and Maly J. (2007) The Evolution of Corporate Governance: power redistribution brings boards to life, *Corporate Governance*, 15(5), 780-797.
- Anderson, D. W., Krajewski, H. T., Goffin, R. D. and Jackson, D. N. (2008) A Leadership Self-Efficacy Taxonomy and its Relation to Effective Leadership Behavior, *Leadership Quarterly*, in press.
- Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M. and Rupp, D. E. (2006) Corporate Governance And Social Responsibility: A Comparative Analysis of the UK and the US, *Corporate Governance – An International Review*, 14(3), 147-158.
- Abor, J. and Biekpe, N. (2015). "What determines the capital structure of listed firms in Ghana?". *African Finance Journal*, Vol. 7, PP. 37-48.
- Chow, Y., Muhammad, J., Bany-Arifin, A. and Cheng, F. (2018), "Macroeconomic uncertainty, corporate governance and corporate capital structure", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 14 No. 3, pp. 301-321. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2017-0156>.
- Bikki Jaggi & Ferdinand A. Gul, 1999, "Analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate debt policy", *Review of quantitative finance and accounting*, vol 12, p371-373.
- Bushee, b. (2009), " The Influence of Institutional Investors on Myopic R & D Investment Behavior ", *Accounting review*.j.
- Brian John Bolton, *Corporate Governane and Film Performance*, University of Colorado, (2006).
- Bushee, b. (1998), " The Influence of Institutional Investore on Myopic R&D Investement Behavior", *Accounting review*.j.
- Baker, k, and powell, g (2012). *understanding financial management*. Blakwell publishing.

- Colse, Jerilyn;mc williamse, w. Victoria, b. and sen nilanjan, (2001), "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance" journal of management.
- Deckop, J. R., Merriman, K. K. and Gupta, S. (2006) The Effects of CEO Pay Structure on Corporate Social Performance, *Journal of Management*, 32(3), 329-342.
- Finegold D. and Benson G. S. and Hecht D. (2007) Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms, *Corporate Governance*, 15(5), 865-878.
- Frankfuter,G & Wood,B ,2002, "Dividend policy theories and their emperial tests"
- Ferdinand A,Gul & Burch T.Kealey, Dec 1999, "Chaebol, investment opportunity set and corporate debt and dividend policies of Korean companies", *Review of quantitative finance and accounting* , Volume 13, Number 4
- Ferdinand A.Gul & Judi S.L.Tsui, 1998,"A test of the free cash flow and debt monition hypotheses: evidence from audit pricing", *Journal of accounting and economics* vol 4, p.219.
- G.Gniewosz,1990,"The share investment decision process and information use: An exploratory case study" *Accounting and business research*. Vol 20,no79,pp223-230
- H.Kent Baker & Jhon A.Haslem,1973,"Information needs of invidual investors", *journal of accountancy*, p.p64-69.
- Hermalin, Benjamin, E., and weisbach, Michael s, (2003)" boards of directorse as an endogenously determined institution" a survey of the economic Literature, *economic Policy review* 1.
- Hasan, A. And Butt, S. (2018). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies".*International Journal of Business and Management*, Vol. 4, PP. 50-57.
- Juliet D.Souza & Atul K.Saxena, 1999, "Agency cost, markrt risk, investment opportunity and dividend policy – an international perspective", *Managerial finance* , Volume 25, Number 6.
- Jill Solomon and Aris Solomon, (2013), " corporate Governance and accountability "john Wiley & Son,Ltd.,
- Jill Solomon and Aris Solomon , (2005), " corporate Governance and accountability" John Wiley & Sons Ltd.,
- Jeyonai, M.C (2013). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ۵۰۳-۰۶۳. ownershipstructure", *Journal of Financial Economics* (October).
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (2017)."The cost of capital, corporation finance and the theory of investment".*American Economic Review*, Vol. 48, PP. 97-261.
- Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2016). "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, PP. 75-83.