



## تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه

اعظم هاشم‌زاده

کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

رسول برادران حسن‌زاده<sup>۱</sup>

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

(تاریخ دریافت: ۲۴ اردیبهشت ۱۴۰۱؛ تاریخ پذیرش: ۷ آذر ۱۴۰۱)

هدف این مطالعه پرکردن این شکاف مهم با بررسی ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکتی است. هدف ما رسیدگی به سه مساله مهم است: اول، تعیین تأثیر نااطمینانی در اقتصاد کلان بر اعمال نفوذ شرکت دوم، تعیین تأثیر حاکمیت شرکتی بر اعمال نفوذ شرکت و سوم تعیین تأثیر حاکمیت شرکتی بر نااطمینانی در اقتصاد کلان بر تقویت اعمال نفوذ شرکت‌ها می‌باشد. پژوهش حاضر بر حسب روش از نوع همبستگی-علی (پس رویدادی) می‌باشد. همچنین این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی بر اساس موضوع از نوع تحقیقات بازار سرمایه است. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷ می‌باشد که ۱۸۰ پذیرفته شده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی اثر منفی بر ارتباط نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ تورم و نوسان نرخ ارز بر ساختار سرمایه دارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، نااطمینانی در اقتصاد کلان.

<sup>۱</sup> baradaran313@iaut.ac.ir

## مقدمه

نااطمینانی 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 نااطمینانی در اقتصاد کلان بر تصمیمات شرکت‌ها در زمینه تولید و سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، بلکه در عین حال توانایی شرکت‌ها برای فرموله کردن تصمیمات تأمین مالی صحیح نیز ممکن است تحت تأثیر قرار گیرد. با توجه به اثرات نامطلوب بالقوه نااطمینانی در اقتصاد کلان بر شرکت‌ها در کشورهای مختلف یا مناطق، رشد اقتصادی این کشورها یا مناطق نیز ممکن است به طور معکوسی تحت تأثیر قرار گیرد. با توجه به اهمیت تأثیر بالقوه بی‌ثباتی نااطمینانی در اقتصاد کلان، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه 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 (AFC) 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. به طور گسترده حاکمیت شرکتی را می‌توان به عنوان یک سیستم از قوانین، سیاست‌ها و فرایندهایی که یک شرکت را هدایت و کنترل می‌کنند، تعریف کرد. ایده حاکمیت شرکتی نشأت گرفته از نظریه نمایندگی و مبتنی بر فرض پیشینه سازی ارزش سهام است [۱۴]. با توجه به این نظریه، مدیران به عنوان نماینده، شرکت‌ها را به "نیابت" از سهامداران اداره می‌کنند و تفکیک مالکیت و کنترل، هزینه‌های نمایندگی قابل توجهی 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 [۱۴]. از این رو، هدف این پژوهش با توجه به شرایط اقتصاد کلان در ایران و نوسان شدید متغیرهای اقتصادی در کشور و لزوم مطالعه بیشتر در این خصوص و اثرات آن بر ساختار سرمایه و چگونگی تأمین مالی شرکت‌ها، این پژوهش درصدد است با لحاظ نمودن نظام حاکمیت شرکتی به سوالات زیر پاسخ دهد: چه ارتباطی بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه دارد؟ و حاکمیت شرکتی چه تأثیری بر ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه دارد؟

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یوپینگ چاو و همکاران در سال (۲۰۱۸) طی پژوهشی به نام "نااطمینانی در اقتصاد کلان حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه شرکت‌ها" به این نتیجه رسیدند که نااطمینانی در اقتصاد کلان تأثیر منفی قابل توجهی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که تأثیر کلی نااطمینانی در اقتصاد کلان بر ساختار سرمایه در میان شرکت‌ها با کیفیت حاکمیت بهتر به طور قابل توجهی منفی است. شواهد نشان می‌دهند که حاکمیت شرکتی به عنوان یک مکانیزم موثر برای کنترل کردن استفاده از اهرم در طول زمان نوسان بالا عمل می‌کند [۱۶]. یاکای چانگ و همکاران (۲۰۱۴) در استدلال پژوهش خود

معتقدند که هر دو شرکت تحت الشرفه و تحت نظارت با حاکمیت ضعیف به آرامی نسبت به سطح بدهی هدف خود، هر چند با انگیزه‌های مختلف تنظیم می‌شوند [۱۳]. چارلس موتامه و همکاران (۲۰۱۳) طی تحلیلی تجربی به این نتیجه رسیدند که در حقیقت عوامل کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکت‌های فهرست شده تأثیر چشمگیری داشته است. مشخص شد که نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبتی بر نسبت بدهی بلندمدت و تأثیر منفی بر کل بدهی و نسبت بدهی کوتاه‌مدت دارد. تورم از طرف دیگر تأثیر منفی بر بدهی‌های کوتاه‌مدت دارد، در حالی که نرخ بهره که توسط اوراق خزانه سنجیده می‌شود، تأثیر مثبتی بر نسبت بدهی بلندمدت و نسبت بدهی کل و تأثیر منفی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت دارد. [۱۵]. کریمی و اشرفی (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند یافته‌ها نشان داد به منظور فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش نظام راهبری شرکتی از این منظر که آیا سازو کارهای درونی و بیرونی نظام راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد، صورت پذیرفته است. همچنین یافته‌های جنبی تحقیق نشان می‌دهد که میان متغیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه، ارتباطی منفی و معنادار میان قابلیت مشاهده دارایی‌ها و ساختار سرمایه ارتباطی مثبت و معنادار وجود دارد و سودآوری نیز رابطه‌ای معکوس و معنادار با ساختار سرمایه دارد. [۱۰]. برادران حسن‌زاده و همکاران در سال (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای بر روی ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصاد، از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، چهار مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند. همچنین از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، سه مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند [۲]. فتاحی نافچی و خواجه وند (۱۳۹۷) طی تحقیق تحت عنوان "تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" 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. [۹]. شریف و خزایی (۱۳۹۵) به بررسی اثر نااطمینانی اقتصاد کلان و خاص شرکت بر اهرم شرکت‌های بورس اوراق بهادار پرداختند نتایج مدل‌ها رابطه معنادار مثبت نااطمینانی خاص شرکت در حالت ایستا و رابطه معنادار منفی بین نااطمینانی اقتصاد کلان و خاص شرکت در حالت پویا بر نسبت اهرمی را نشان می‌دهد. همچنین اثر نااطمینانی اقتصاد کلان و خاص شرکت از کانال سودآوری بر اهرم در مدل پویا معنادار است و به ترتیب اثر مثبت و منفی دارند. [۶].

**فرضیه های پژوهش:** فرضیه اصلی اول - بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد. فرضیه اصلی اول شامل شش فرضیه فرعی می‌باشد. ۱- بین نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد.

۲- بین نوسان نرخ ارز و ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد.۳- بین نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد.۴- بین نوسان نرخ رشد اقتصادی و نسبت تسهیلات به دارایی ارتباط وجود دارد.۵- بین نوسان نرخ ارز و نسبت تسهیلات به دارایی ارتباط وجود دارد.۶- بین نوسان نرخ تورم و نسبت تسهیلات به دارایی ارتباط وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم -حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه تاثیر دارد. فرضیه اصلی دوم که شامل شش فرضیه فرعی میباشد:۱- حاکمیت شرکتی بر ارتباط نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه تاثیر دارد.۲- حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ ارز و ساختار سرمایه تاثیر دارد.۳- حاکمیت شرکتی بر ارتباط نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه تاثیر دارد.۴- حاکمیت شرکتی بر ارتباط نوسان نرخ رشد اقتصادی و نسبت تسهیلات به دارایی تاثیر دارد.۵- حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ ارز و نسبت تسهیلات به دارایی تاثیر دارد.۶- حاکمیت شرکتی بر ارتباط نوسان نرخ تورم و نسبت تسهیلات به دارایی تاثیر دارد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی با توجه به استفاده از اطلاعات اقتصادی لذا این پژوهش از لحاظ موضوع از زمره پژوهش‌های بین رشته‌ای حسابداری میباشد و داده‌های مربوط به پژوهش و همچنین نتایج حاصل از این پژوهش مربوط به بازار سرمایه میباشد. همچنین از نوع تحقیقات پس‌رویدادی و همبستگی است. جامعه آماری این تحقیق شامل اطلاعات مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ می‌باشد و شرکتهایی که تمام داده‌های مربوط به این پژوهش را دارا باشند. آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از نرم‌افزار **۸ eviews**، **۱۲ stata** و **۲۲ spss** انجام شد. برای انجام این پژوهش از یک جامعه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط ذیل است انتخاب می‌شود.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه پژوهش	
۶۵۲	کل شرکتهای بورسی و فرابورسی در پایان سال ۱۳۹۷
(۳۱۳)	- تعداد شرکتهای فرابورسی در پایان سال ۱۳۹۷
۳۳۹	تعداد شرکتهای بورسی
(۴۱)	- شرکتهای سرمایه‌گذاری، بیمه، بانکها، واسطه‌گری‌های مالی و موسسات تامین مالی
(۲۷)	- شرکتهایی که در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۰-۱۳۹۷) تغییر سال مالی داشته‌اند و یا سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه (برای داشتن قابلیت مقایسه بیشتر) نبود.
(۷۱)	- شرکتهایی که بین سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ در لیست بورس نباشند (یعنی بین سالها حذف شده‌اند یا در سالهایی بعد از سال ۱۳۸۷ عضو بورس شده‌اند) و شرکتهایی که بیش از ۳ ماه توقف معاملاتی داشته‌اند.

(۲۰)	- شرکت‌های زیان‌ده
(۱۵۹)	
۱۸۰	نمونه مطالعه بر اساس آزمون برای کل شرکت‌های بورسی

دوره ی زمانی پژوهش از سالهای ۱۳۹۰-۱۳۹۷ که هشت سال میباشد و نمونه شرکت هم ۱۸۰ شرکت میباشد و تعداد نمونه ۱۴۴۰ میباشد. از حالضرب دوره ی زمانی در تعداد نمونه مطالعه تعداد کل نمونه به دست آمده است.

### متغیرهای پژوهش:

متغیر مستقل در این پژوهش نا اطمینانی اقتصاد کلان می باشد که نا اطمینانی اقتصاد کلان را می توان به عدم توانایی کار گزاران در پیش بینی دقیق نتایج تصمیمات خود تعبیر کرد اقتصاد کلان دارای شاخص های زیادی است. شاخص های کلان اقتصادی در هر کشور برنامه ریزی و تجزیه و تحلیل اقتصادی مستلزم در اختیار داشتن ابزارهایی نظیر حسابهای ملی وسایر حسابهای کلان و همچنین شاخص های اقتصادی مناسب می باشد. ما در این تحقیق نا اطمینانی در اقتصاد کلان را در موارد زیر مورد بررسی قرار می دهیم (جعفری صمیمی، ۱۳۹۱) [۵].

#### ۱-نوسان نرخ رشد اقتصادی ۲-نوسان نرخ تورم ۳- نوسان نرخ ارز

برای شاخص بندی این معیارها نیز مطابق پژوهش چاکرابورتی و همکاران (۲۰۱۷)، از یک مدل **GARCH** استفاده شده است. برای این منظور یک معیار نوسانگرایانه از تغییرات نرخ ارز به عنوان شاخصی برای ریسک عوامل کلان اقتصادی که شرکت در تصمیمات مالی و تولیدی خود با آن روبرو می شود در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل **GARCH** به واریانسهای شرطی می انجامد که نهایتاً با جذرگیری به انحراف معیار یا همان مفهوم نا اطمینانی منجر می شود در پژوهش حاضر از این انحراف معیارهای ماهانه میانگین گرفته می شود تا شاخص عدم اطمینان سالانه حاصل شود. [۱۲].

نوسان نرخ رشد اقتصادی: رشد ناخالص داخلی یک کشور متغیری از اقتصاد کلان است که وضعیت اقتصاد را نشان می دهد. (عظیمی آرنی ۱۳۸۵) [۸]. رشد اقتصادی به تعبیر ساده عبارت است از افزایش تولید یک کشور در یک سال خاص در مقایسه با مقدار آن در سال پایه. در سطح کلان، افزایش تولید ناخالص ملی (**GNP**) یا تولید ناخالص داخلی (**GDP**) در سال مورد بحث به نسبت مقدار آن در یک سال پایه، رشد اقتصادی محسوب می شود. علت این که برای محاسبه رشد اقتصادی، از قیمت های سال پایه استفاده می شود آن است که افزایش محاسبه شده در تولید ناخالص ملی، ناشی از افزایش میزان تولیدات باشد تأثیر افزایش قیمت ها (تورم) حذف گردد. داده های تولید ناخالص ملی از طریق سایت بانک مرکزی قابل دسترس می باشد. برای شاخص بندی این معیار مطابق پژوهش چاکرابورتی و همکاران (۲۰۱۷)، از یک مدل **GARCH** استفاده شده است. برای این منظور یک معیار نوسان گرایانه از تغییرات شاخص تولید ناخالص ملی (**GNP**) به عنوان شاخصی برای ریسک عوامل کلان اقتصادی که شرکت در تصمیمات مالی و تولیدی خود با آن روبرو می شود در نظر گرفته شده است. سال پایه ۱۳۹۰ در نظر گرفته شده است.

سال پایه - سال جاری = نوسان نرخ رشد اقتصادی  
 نوسان نرخ تورم: تورم عبارت است از افزایش دائم و بی رویه سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات در نهایت به کاهش قدرت خرید و نابسامانی اقتصادی منجر می‌شود (عظیمی آرانی، ۱۳۸۵) [۸]. نوسان نرخ تورم به معنی درصد تغییر شاخص قیمت ها طی یک دوره (معمولا یکسان) است. در این تحقیق نوسانات نرخ تورم از تفاضل بین نرخ تورم سال جاری و سال قبل تقسیم بر نرخ سال پایه (۱۳۹۰) به دست می‌آید. نوسان نرخ ارز: نوسان نرخ ارز ارزش یک واحد پول خارجی به پول داخلی است.. (تفضلی، ۱۳۸۵) [۴]. اندازه گیری نوسان نرخ ارز تفاوت نوسان نرخ ارز سال جاری و سال قبل تقسیم بر نرخ سال پایه (۱۳۹۰) به دست می‌آید که از طریق سایت بانک مرکزی قابل دسترس می‌باشد.

متغیروابسته: در این پژوهش ساختار سرمایه می‌باشد، که طبق تعریف به ترکیب منابع مالی شرکت ساختار سرمایه می‌گویند. دربرنامه ریزی ساختار سرمایه مفهوم اهرم بسیار مهم است. اهرم مالی استفاده از منابع مالی با هزینه ثابت درمقابل استفاده از سهام عادی می‌باشد (علم الهدی و همکاران ۱۳۹۳) [۷]. اهرم را میتوان به عنوان معیار ساختار سرمایه در نظر گرفت، که در این تحقیق برای محاسبه ساختار سرمایه از نسبت بدهی به دارایی و نسبت تسهیلات بانکی به دارایی استفاده شده است.

نسبت بدهی به دارایی: از نسبت‌های مالی است، که نشان میدهد، که چه نسبتی از کل بدهیهای شرکت مجموع بدهیهای جاری، بدهیهای بلندمدت) مربوط به دارایی‌هایش میباشد را، نسبت بدهی گویند. نسبت تسهیلات به دارایی: این نسبت نشان می‌دهد که شرکت برای تأمین مالی خود تا چه حد متکی به استقراض از بانک میباشد. در این تحقیق برای محاسبه نسبت تسهیلات به سرمایه از تقسیم جمع تسهیلات (تسهیلات بلند مدت و تسهیلات کوتاه مدت) بر جمع داراییها به دست می‌آید. متغیر تعدیل گر: متغیر تعدیل گر متغیری می‌باشد که رابطه بین متغیر مستقل و وابسته را تعدیل می‌کند. متغیر تعدیل گر تحقیق حاضر حاکمیت شرکتی می‌باشد.

(CG): حاکمیت شرکتی در پژوهش حاضر بر طبق پژوهش (القداسی و آبیدین، ۲۰۱۸) از یک معیار ترکیبی برای اندازه‌گیری کفایت حاکمیت شرکتی با این استدلال که به کارگیری یک ترکیبی از متغیرهای ساختاری هر گونه خطای حاصل از به کارگیری مجزای متغیرهای ساختاری را کاهش می‌دهد، استفاده شده است [۱۱]. این معیار در پژوهش حاضر ترکیبی از امتیاز ۱۴ متغیر مرتبط با سازوکارهای مالکیتی، مدیریتی و حسابرسی می‌باشد. که عبارتند از: ۱- مالکیت نهادی ۲- مالکیت مدیریتی ۳- تمرکز مالکیت ۴- اندازه هیات مدیره ۵- ترکیب هیات مدیره (استقلال هیات مدیره) ۶- دوگانگی پست مدیرعامل ۷- تخصص مالی هیات مدیره ۸- تخصص حسابرس در صنعت ۹- تخصص حسابرس در صنعت ۱۰- دوره تصدی حسابرس (چرخش حسابرس مستقل) ۱۱- اندازه موسسه حسابرسی ۱۲- واحد حسابرسی داخلی ۱۳- استقرار کمیته حسابرسی ۱۴- امتیاز کنترل کیفیت موسسات حسابرسی واز آنجاکه برای مامی ۱۴ متغیر عدد ۱ برای مقادیر از میانه بالا صنعت و یا داشتن آن ویژگی اختصاص داده شد و عدد صفر برای مقادیر کمتر از میانه و یا نداشتن آن ویژگی اختصاص داده شده است از این رو حاصل جمع این امتیازها

برای هر شرکت یک امتیاز بین ۰ تا ۱۴ میتواند اختصاص دهد که در پایان برای محاسبه کفایت نظام راهبری شرکتی مجموع امتیازات هر سال-شرکت بر مجموع امتیازات قابل کسب (یعنی ۱۴) تقسیم میشود. کنترلی: اندازه شرکت ( $SIZE_{i,t}$ ): که با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت  $i$  برای دوره مالی  $t$  محاسبه می‌شود؛

نسبت دارایی‌های مشهود ( $Tang_{i,t}$ ): قابلیت مشاهده دارایی‌ها می‌باشد که از نسبت خالص دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌های شرکت  $i$  برای دوره مالی  $t$  بدست می‌آید؛  
بازده دارایی‌ها ( $ROA_{i,t}$ ): سودآوری شرکت را نشان می‌دهد که از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  برای دوره مالی  $t$  بدست می‌آید.  
مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اصلی اول: بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد.

$$CAPS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RM_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 Tang_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon$$

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اصلی دوم: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه تأثیر دارد.

$$CAPS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RM_{i,t} + \beta_2 RM \times CG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 Tang_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon$$

$CAPS_{i,t}$ : ساختار سرمایه  
 $RM_{i,t}$ : نااطمینانی اقتصاد کلان  
نوسان نرخ رشد اقتصادی ( $GNPr$ )، نوسان نرخ تورم ( $INFr$ )، و نوسان نرخ ارز ( $EXr$ ):  $SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت  
 $Tang_{i,t}$ : نسبت دارایی‌های مشهود  
 $ROA_{i,t}$ : بازده دارایی‌ها  
 $CG_{i,t}$ : حاکمیت شرکتی  
انتخاب الگو برای مدل:

برای تعیین توزیع نرمال بودن متغیرها از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف، برای تعیین پایایی متغیرها از آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های پانلی، برای تعیین پایایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو برای بررسی نوع رابطه میان متغیرها (مستقیم یا معکوس) و میزان رابطه، از ضریب همبستگی استفاده شده است. هنگام استفاده از داده‌های تابلویی ابتدا باید همگن یا ناهمگن بودن مقاطع مورد آزمون واقع شود. در صورتی که مقاطع همگن باشند، از روش رگرسیون ترکیبی ( $pooled$ ) یا همان رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده استفاده می‌شود. در غیر این صورت بایستی از روش رگرسیون پانل استفاده شود که خود این روش هم به دو صورت روش اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی می‌تواند انجام پذیرد تا ناهمگونی در اثرات انفرادی، در عرض از مبدا واحدها نشان داده شود. برای انتخاب از میان روش رگرسیون پانلی یا رگرسیون تجمیع شده از آزمون  $F$  لیمر (چاو) استفاده می‌شود. اگر سطح معناداری بیشتر از ۰.۰۵ باشد، فرضیه  $H_0$  که به معنای روش رگرسیون، ترکیبی است رد می‌شود و اگر کمتر از ۰.۰۵ باشد فرضیه  $H_1$  روش رگرسیون، پانل است برای انتخاب از میان روش‌های پانل نیز از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم که در تمام فرضیه‌ها سطح معناداری کمتر از ۰.۰۵٪ است که مدل اثرات ثابت انتخاب شده است.

## تجزیه و تحلیل یافته ها :

آماره توصیفی:

آماره‌های توصیفی پژوهش که شمایی کلی از وضعیت داده‌های پژوهش ارائه می‌کنند، در جدول (۱) ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود تعداد مشاهدات مربوط به فرضیه‌ها ۱۴۴۰ مشاهده می‌باشد، در مورد فرضیه‌ها دوره تحقیق از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۷ بررسی شده که برای هر سال ۱۸۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول شماره ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت‌ها

متغیر	CAPS	GNPr	INFr	EXr	CG	SIZE	Tang	ROA
تعداد مشاهدات	۱۴۴۰	۱۴۴۰	۱۴۴۰	۱۴۴۰	۱۴۴۰	۱۴۴۰	۱۴۴۰	۱۴۴۰
میانگین	۰/۵۶۸	۰/۰۱۰	۰/۱۹۹	۲/۱۰۸	۰/۴۹۴	۱۳/۹۵۷	۰/۲۴۷	۰/۰۸۰
میانه	۰/۵۶۲	۰/۰۲۱	۰/۱۵۶	۱/۶۹۸	۰/۵۰۰	۱۳/۸۴۰	۰/۲۰۰	۰/۰۷۵
انحراف معیار	۰/۲۲۴	۰/۰۵۴	۰/۰۹۲	۲/۵۶۵	۰/۱۲۶	۱/۵۱۳	۰/۱۷۹	۰/۱۶۱
چولگی	۰/۱۸۲	۰/۱۶۷	۰/۲۷۰	۱/۸۲۴	۰/۰۲۸	۰/۶۱۰	۱/۰۲۱	۰/۲۹۰
خطای استاندارد	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴
ضریب چولگی	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴
کشیدگی	-۰/۵۰۰	-۰/۴۵۱	-۱/۴۵۰	۱/۹۷۴	-۰/۲۸۳	۰/۸۵۱	۰/۴۲۷	۱/۷۲۳
خطای استاندارد	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹
ضریب کشیدگی	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹
حداقل	۰/۰۲۹	-۰/۰۷۷	۰/۰۹۰	۰/۰۰۰	۰/۱۴۳	۹/۸۰۲	۰/۰۲۰	-۰/۴۴۴
حداکثر	۰/۹۸۷	۰/۱۱۱	۰/۳۴۷	۸/۴۳۰	۰/۹۲۸	۱۸/۴۵۵	۰/۷۷۰	۰/۵۵۲

میانگین که اصلی‌ترین شاخص مرکزی و نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است، شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر وابسته ساختار سرمایه برابر ۰/۵۶۸ بوده و برای متغیرهای مستقل نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ تورم و نوسان نرخ ارز به ترتیب برابر ۰/۰۱۰، ۰/۱۹۹ و ۲/۱۰۸ است. همینطور مقدار میانگین برای متغیر تعدیل‌گر حاکمیت‌شرکتی برابر ۰/۴۹۴ و برای متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت دارائی‌های مشهود و بازده دارایی‌ها به ترتیب برابر ۱۳/۹۵۷، ۰/۲۴۷ و ۰/۰۸۰ است.

میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت مشاهدات را نشان می‌دهد. میانه برای متغیر وابسته ساختار سرمایه برابر ۰/۵۶۲ بوده و برای متغیرهای مستقل نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ

تورم و نوسان نرخ ارز به ترتیب برابر ۰/۰۳۱، ۰/۱۵۶ و ۱/۶۹۸ است. همینطور مقدار میانه برای متغیر تعدیل‌گر حاکمیت‌شرکتی برابر ۰/۵۰۰ و برای متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت دارایی‌های مشهود و بازده دارایی‌ها به ترتیب برابر ۱۳/۸۳۹، ۰/۲۰۰ و ۰/۰۷۵ است، که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار است. انحراف معیار از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی که در واقع معیاری برای نشان دادن میزان پراکندگی داده‌ها نسبت به میانگین می‌باشد. مقدار انحراف معیار برای متغیر وابسته ساختار سرمایه برابر ۰/۲۲۴ بوده و برای متغیرهای مستقل نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ تورم و نوسان نرخ ارز به ترتیب برابر ۰/۰۵۴، ۰/۰۹۳ و ۲/۵۶۵ است. همینطور مقدار انحراف معیار برای متغیر تعدیل‌گر حاکمیت‌شرکتی برابر ۰/۱۳۶ و برای متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت دارایی‌های مشهود و بازده دارایی‌ها به ترتیب برابر ۱/۵۱۳، ۰/۱۷۹ و ۰/۱۶۱ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، نوسان نرخ رشد اقتصادی و نوسان نرخ ارز به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. چولگی و کشیدگی به بررسی شکل توزیع جوامع آماری می‌پردازند. چولگی (انحراف از قرینگی) عدم تقارن توزیع را نسبت به شاخصی معین (معمولاً نسبت به میانگین) نشان می‌دهد. توزیع داده‌ها زمانی چوله به راست است که مد جامعه بزرگ‌تر از میانه و دنباله توزیع سمت راست آن قرار گیرد و زمانی چوله به چپ است که مد جامعه بزرگ‌تر از میانه باشد و دنباله جامعه سمت چپ آن واقع شود. اگر ضریب چولگی منفی باشد، توزیع دارای چوله به چپ و در صورتی که مثبت باشد دارای چوله به راست است، و توزیع متقارن ضریب چولگی صفر دارد. هر چه قدر مطلق ضریب چولگی بزرگ‌تر باشد تفاوت جامعه از نظر قرینگی با توزیع متقارن بیش‌تر است. اگر قدر مطلق ضریب چولگی بزرگ‌تر از ۰/۵ باشد چولگی توزیع زیاد است. که با توجه به جدول آمار توصیفی (۴-۲) قدر مطلق چولگی برای تمامی متغیرها به استثنای نرخ ارز، اندازه شرکت و نسبت دارایی‌های مشهود کمتر از ۰/۵ است که نشان می‌دهد چولگی توزیع کم است. از طرف دیگر خطای استاندارد ضریب چولگی برای تمام متغیرها ۰/۰۶۴ می‌باشد که نسبت ضریب چولگی به خطای استاندارد آن را نشان می‌دهد و می‌توان آن را به عنوان آزمون نرمال بودن تلقی کرد در واقع اگر کوچک‌تر از ۲- یا بزرگ‌تر از ۲+ باشد نرمال بودن رد می‌شود که در اینجا خطا در این محدوده قرار دارد و نرمال بودن رد نمی‌شود. شاخص کشیدگی هم در حالت‌های خاصی که تصمیم‌گیری به کمک پارامترهای مرکزی و چولگی امکان‌پذیر نباشد، یکی از پارامترهای مناسب استفاده از مقایسه پراکندگی توزیع جامعه با توزیع نرمال است. توزیع‌ها با توجه به مقدار ضریب کشیدگی به سه گروه تقسیم می‌شوند: توزیع‌هایی که دارای ضریب کشیدگی منفی هستند نسبت به توزیع نرمال از پراکندگی بیشتر برخوردار و منحنی توزیع آن‌ها نسبت به توزیع نرمال کوتاه‌تر است، و توزیع‌هایی که ضریب کشیدگی مثبت دارند از توزیع نرمال بلندتراند و علت اوج گرفتن این توزیع‌ها این است که داده‌ها حول میانگین متمرکز شده‌اند و در واقع از پراکندگی داده‌ها کاسته شده است. در نهایت ضریب کشیدگی صفر نشان‌دهنده یکسان بودن کشیدگی توزیع با توزیع نرمال است و اگر قدر مطلق ضریب کشیدگی بزرگ‌تر از ۰/۵ باشد کشیدگی توزیع تفاوت زیادی با توزیع نرمال دارد که با توجه به جدول آمار توصیفی (۴-۲) قدر مطلق ضریب کشیدگی همه متغیرها به استثنای رشد اقتصادی، حاکمیت شرکتی و نسبت

دارائی‌های مشهود بیش‌تر از ۰/۵ است که نشان می‌دهد کشیدگی توزیع زیاد است. از طرف دیگر خطای استاندارد ضریب کشیدگی برای تمام متغیرها ۰/۱۲۹ می‌باشد که نسبت ضریب کشیدگی به خطای استاندارد آن را نشان می‌دهد و می‌توان آن را به عنوان آزمون نرمال بودن تلقی کرد در واقع اگر کوچک‌تر از ۲- یا بزرگ‌تر از ۲+ باشد نرمال بودن رد می‌شود که در اینجا خطا در این محدوده قرار دارد و نرمال بودن رد نمی‌شود.

مینیمم و ماکزیمم، به ترتیب کمترین و بیشترین مقدار را نشان می‌دهد که برای متغیر ساختار سرمایه حداقل و حداکثر مقدار به ترتیب ۰/۰۲۹ و ۰/۹۸۷ می‌باشد.

نتایج فرضیه‌ها بعد از رفع همزمان ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی به روش (xtgls) می‌باشد

فرضیه اصلی اول												
فرضیه ۳-۱				فرضیه ۲-۱				فرضیه ۱-۱				متغیر وابسته (ساختار سرمایه) نسبت بدهی به دارایی)) متغیر مستقل (نااطمینانی در رشد نقد) نوسان نرخ رشد اقتصادی نااطمینانی اقتصادی نوسان نرخ تورم نوسان نرخ ارز
آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	
-	-	-	-	-	-	-	-	-۲/۲۸	۰/۰۰۱	۱/۰۰	-۰/۱۶۲	
-	-	-	-	۴/۲۷	۰/۰۰۰	۱/۰۱	۰/۱۴۰	-	-	-	-	
۰/۶۲	۰/۵۳۸	۱/۰۳	۰/۰۰۱	-	-	-	-	-	-	-	-	
۱۰/۱۹	۰/۰۰۰	---	۰/۳۸۷	۸/۶۵	۰/۰۰۰	-	۰/۳۳۹	۱۰/۱۰	۰/۰۰۰	-	۰/۳۸۵	عرض از مبدا
۵/۶۳	۰/۰۰۰	۱/۰۵	۰/۰۱۵	۶/۱۳	۰/۰۰۰	۱/۰۴	۰/۰۱۷	۵/۷۵	۰/۰۰۰	۱/۰۳	۰/۰۱۶	اندازه شرکت
۳/۱۱	۰/۰۰۲	۱/۰۷	۰/۰۶۱	۳/۴۱	۰/۰۰۱	۱/۰۷	۰/۰۶۸	۳/۲۲	۰/۰۰۱	۱/۰۷	۰/۰۶۴	نسبت دارایی مشهود
-۲۱/۷۴	۰/۰۰۰	۱/۰۶	-۰/۵۶۵	-۲۲/۴۹	۰/۰۰۰	۱/۰۵	-۰/۵۷۴	-۲۲/۱۸	۰/۰۰۰	۱/۰۵	-۰/۵۶۹	بازده دارایی
			۱۲/۵۴۰				۱۲/۷۹۵				۱۲/۶۶۸	آماره فیشر
			۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				۰/۰۰۰	معناداری
			۰/۶۴۶				۰/۶۵۰				۰/۶۴۹	ضریب تعیین
			۰/۵۹۵				۰/۵۹۹				۰/۵۹۷	ضریب تعیین تعدیل شده
			فرضیه فرعی ۳-۱ رد می‌گردد ***			فرضیه فرعی ۲-۱ پذیرفته می‌شود ***			فرضیه فرعی ۱-۱ پذیرفته می‌شود ***			

فرضیه فرعی ۱-۱ : بین نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) ارتباط معنی دار و منفی وجود دارد، یعنی با افزایش نااطمینانی اقتصادی مبتنی بر نوسان نرخ رشد اقتصادی میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه در شرکت‌ها کاهش می‌یابد. از فرضیه فرعی ۲-۱ : بین نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) ارتباط معنی دار و مثبت وجود دارد، یعنی با افزایش نااطمینانی اقتصادی مبتنی بر نوسان نرخ تورم میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه در شرکت‌ها افزایش می‌یابد. نتایج حاصل از فرضیه فرعی ۳-۱ : نوسان بین نرخ رشد ارز و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) ارتباط معنی داری وجود ندارد.

نتایج فرضیه ها بعد از رفع همزمان ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی به روش (xtgls) می باشد

فرضیه اصلی اول												
فرضیه ۶-۱				فرضیه ۵-۱				فرضیه ۴-۱				متغیر وابسته (ساختار سرمایه نسبت به داراییها) متغیر مستقل (نااطمینانی در اقتصاد کلان)
آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	
-	-	-	-	-	-	-	-	-۲۲۰	۰/۰۰۱	۱/۰۰	-۰/۲۳۷	نوسان نرخ رشد اقتصادی
-	-	-	-	۳/۷۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰	-۰/۱۵۹	-	-	-	-	نوسان نرخ تورم
۰/۲۵	۰/۸۰۵	۱/۰۱	۰/۰۰۰۴	-	-	-	-	-	-	-	-	نوسان نرخ ارز
۰/۱۰	۰/۹۲۳	-	۰/۰۰۴	-۰/۱۳	۰/۸۹۹	-	-۰/۰۰۵	۰/۵۴	۰/۵۸۸	-	۰/۰۲۲	عرض از مبدا
۶/۳۲	۰/۰۰۰	۱/۰۴	۰/۰۱۹	۵/۶۱	۰/۰۰۰	۱/۰۳	۰/۰۱۷	۵/۸۱	۰/۰۰۰	۱/۰۲	۰/۰۱۸	اندازه شرکت
۳/۲۱	۰/۰۰۱	۱/۰۷	۰/۰۸۶	۳/۰۵	۰/۰۰۲	۱/۰۷	۰/۰۷۹	۳/۰۷	۰/۰۰۲	۱/۰۷	۰/۰۸۱	نسبت دارایی مشهود
-۱۱/۴۷	۰/۰۰۰	۱/۰۵	-۰/۳۸۸	-۱۱/۱۲	۰/۰۰۰	۱/۰۵	-۰/۳۸۴	-۱۱/۴۲	۰/۰۰۰	۱/۰۵	-۰/۳۸۷	بازده دارایی
۳/۸۶۱				۳/۹۲۲				۳/۹۲۴				آماره فیشر
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				معناداری
۰/۳۶۰				۰/۳۶۴				۰/۳۶۴				ضریب تعیین
۰/۲۶۷				۰/۲۷۲				۰/۲۷۱				ضریب تعیین تعدیل شده
فرضیه فرعی ۱-۶ رد می شود *				فرضیه فرعی ۱-۵ پذیرفته می شود ***				فرضیه فرعی ۱-۴ پذیرفته می شود ***				

فرضیه فرعی ۱-۴: بین نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) ارتباط معنی دار و منفی وجود دارد، یعنی با افزایش نااطمینانی اقتصادی مبتنی بر نوسان نرخ رشد اقتصادی میزان استفاده از تسهیلات در ساختار سرمایه در شرکتها کاهش می یابد. فرضیه فرعی ۱-۵: بین نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) ارتباط معنی دار و مثبت وجود دارد، یعنی با افزایش نااطمینانی اقتصادی مبتنی بر نوسان نرخ تورم میزان استفاده از تسهیلات در ساختار سرمایه شرکتها افزایش می یابد. فرضیه فرعی ۱-۶: بین نوسان نرخ رشد ارز و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) ارتباط معنی داری وجود ندارد.

نتایج فرضیه ها بعد از رفع همزمان ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی به روش (xtgls) می باشد

فرضیه اصلی دوم												
فرضیه ۳-۲				فرضیه ۲-۲				فرضیه ۱-۲				متغیر وابسته (ساختار سرمایه نسبت به داراییها) متغیر مستقل (نااطمینانی در اقتصاد کلان)
آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	آماره Z	معناداری	آماره VIF	ضریب	
-	-	-	-	-	-	-	-	-۲/۷۶	۰/۰۰۶	۱/۰۱	-۰/۱۳۷	نوسان نرخ رشد اقتصادی
-	-	-	-	۵/۲۰	۰/۰۰۰	۳/۴۴	-۰/۳۴۴	-	-	-	-	نوسان نرخ تورم
۱/۳۷	۰/۱۷۱	۱/۰۷	-۰/۰۰۲	-	-	-	-	-	-	-	-	نوسان نرخ ارز
۱۱/۱۵	۰/۰۰۰	-	۰/۴۲۰	۷/۷۹	۰/۰۰۰	-	۰/۲۱۴	۱۰/۹۷	۰/۰۰۰	-	۰/۴۲۴	عرض از مبدا
۶/۱۰	۰/۰۰۰	۱/۰۹	۰/۰۱۷	۶/۴۴	۰/۰۰۰	۱/۰۷	۰/۰۱۸	۶/۲۴	۰/۰۰۰	۱/۰۸	۰/۰۱۷	اندازه شرکت
۲/۹۱	۰/۰۰۴	۱/۰۸	۰/۰۵۸	۳/۴۴	۰/۰۰۱	۱/۰۷	۰/۰۶۹	۳/۰۲	۰/۰۰۲	۱/۰۸	۰/۰۶۱	نسبت دارایی مشهود
-۲/۰۶۶	۰/۰۰۰	۱/۱۲	-۰/۵۳۸	-۲۱/۸۲	۰/۰۰۰	۱/۰۸	-۰/۵۶۰	-۲۱/۳۴	۰/۰۰۰	۱/۰۹	-۰/۵۴۸	بازده دارایی
-۵/۷۰	۰/۰۰۰	۱/۱۴	-۰/۱۵۲	-۲/۴۹	۰/۰۰۰	۳/۴۹	-۰/۳۷۹	-۵/۳۲	۰/۰۰۰	۱/۱۱	-۰/۱۴۱	تعامل با حاکمیت شرکتی
۱۲/۵۹۸				۱۲/۷۰۰				۱۲/۷۰۴				آماره فیشر
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				معناداری

فرضیه فرعی ۱-۲: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) تاثیر معنی دار و منفی دارد، یعنی حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تاثیر منفی بر ارتباط نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه دارد. فرضیه فرعی ۲-۲: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) تاثیر معنی دار و منفی دارد، یعنی حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تاثیر منفی بر ارتباط نرخ تورم و ساختار سرمایه دارد. فرضیه فرعی ۳-۲: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ ارز و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی و نسبت) تاثیر معنی دار و منفی دارد، یعنی حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تاثیر منفی بر ارتباط نرخ ارز و ساختار سرمایه دارد.

نتایج برآورد فرضیه ها بعد از رفع همزمان ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی به روش (xtgls) می باشد.

فرضیه اصلی دوم											
فرضیه ۶-۲				فرضیه ۵-۲				فرضیه ۴-۲			
ضریب	آماره VIF	معناداری	آماره Z	ضریب	آماره VIF	معناداری	آماره Z	ضریب	آماره VIF	معناداری	آماره Z
متغیر وابسته (ساختار سرمایه) نسبت تسهیلات به دارایی)											
متغیر مستقل (ناهمبستگی در اقتصاد کلان)											
نوسان نرخ رشد اقتصادی	-۰/۲۱۰	۱/۰۲	-۰/۰۰۴	-۲/۹۰	-	-	-	-	-	-	-
نوسان نرخ تورم	-	-	-	۰/۴۰۰	۲/۳۲	۰/۰۰۰	۵/۶۱	-	-	-	-
نوسان نرخ ارز	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
عرض از مبدا	۰/۰۳۶	-	۰/۴۱۶	۰/۸۱	-	-	-	-	-	-	-
اندازه شرکت	۰/۰۲۰	۱/۰۸	۰/۰۰۰	۶/۵۵	۱/۰۲	۰/۰۰۰	۶/۲۲	۰/۰۲۰	۱/۰۲	۰/۰۰۰	۷/۱۲
نسبت دارایی مشهود	۰/۰۷۲	۱/۰۸	۰/۰۰۵	۲/۸۰	۱/۰۸	۰/۰۰۸	۲/۶۷	۰/۰۶۸	۱/۰۸	۰/۰۰۲	۲/۹۲
بازده دارایی	-۰/۳۷۱	۱/۰۹	۰/۰۰۰	-۱/۱۰۱	۱/۰۹	۰/۰۰۰	-۱/۰۶۷	-۰/۳۷۱	۱/۰۹	۰/۰۰۰	-۱/۱۰۵
تعامل یا حاکمیت شرکتی	-۰/۱۰۷	۱/۱۲	-۰/۰۰۴	-۲/۹۰	۲/۳۷	۰/۰۰۰	-۴/۱۰	-۰/۵۰۳	۱/۱۲	۰/۰۰۱	-۲/۴۲
آماره فشر	۲/۸۹۹			۲/۹۷۳			۲/۸۴۲				
معناداری	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰				
ضریب تعیین	۰/۳۶۴			۰/۳۶۸			۰/۳۶۰				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷۰			۰/۲۷۰			۰/۲۶۶				
	فرضیه فرعی ۴-۲ پذیرفته می شود *			فرضیه فرعی ۵-۲ پذیرفته می شود ***			فرضیه فرعی ۶-۲ پذیرفته می شود ***				

فرضیه فرعی ۴-۲: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ رشد اقتصادی و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) تاثیر معنی دار و منفی دارد، یعنی حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تاثیر منفی بر ارتباط نوسان نرخ رشد اقتصادی و نسبت تسهیلات به دارایی دارد. فرضیه فرعی ۵-۲: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) تاثیر معنی دار و منفی دارد، یعنی حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تاثیر منفی بر ارتباط نوسان نرخ تورم و نسبت تسهیلات به دارایی دارد. فرضیه فرعی ۶-۲: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نوسان نرخ ارز و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) تاثیر معنی دار و منفی دارد، یعنی حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تاثیر منفی بر ارتباط نرخ ارز و نسبت تسهیلات به دارایی دارد.

## نتیجه‌گیری

آنچه در پژوهش حاضر مدنظر بوده است تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان و ساختار سرمایه می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها در فرضیه اصلی اول نشان داد که ۳ فرضیه فرعی اول پژوهش به وجود ارتباط پارامترهای نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ ارز و نوسان نرخ تورم با ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) پرداخته شده است نتایج نشان داد که با افزایش در نوسان نرخ رشد اقتصادی میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکتها کاهش میابد به عبارت دیگر شرکتها تمایل به استفاده از بدهی ندارند و همچنین با افزایش در نوسان نرخ تورم میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکتها افزایش میابد به عبارت دیگر شرکتها تمایل به استفاده از بدهی دارند و همچنین با افزایش در نوسان نرخ ارز ارتباطی بین ساختار سرمایه و نوسان نرخ ارز وجود ندارد. در ۳ فرضیه فرعی دوم پژوهش به وجود ارتباط پارامترهای نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ ارز و نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) پرداخته شده است که نتایج نشان داد که با افزایش نوسان نرخ رشد اقتصادی میزان استفاده از تسهیلات در ساختار سرمایه شرکتها کاهش میابد به عبارتی دیگر شرکتها تمایل کمتر به گرفتن تسهیلات ندارند و همچنین با افزایش در نوسان نرخ تورم میزان استفاده از تسهیلات در ساختار سرمایه افزایش میابد به معنای دیگر شرکتها تمایل بیشتر به گرفتن تسهیلات دارند و همچنین با افزایش در نوسان نرخ ارز و ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) ارتباطی وجود ندارد. در فرضیه اصلی دوم ۳ فرضیه فرعی سوم پژوهش به ارزیابی ارتباط حاکمیت شرکتی در ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان پارامترهای نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ ارز و نوسان نرخ تورم و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) پرداخته شده است. که بر استفاده از شاخص های نوسان نرخ رشد اقتصادی و نوسان نرخ تورم و نوسان نرخ ارز هنگام افزایش این شاخص ها حضور ساز و کارهای حاکمیت شرکتی قوی باعث میشود که شرکتها تمایل به دریافت بدهی در ساختار سرمایه شرکت را ندارند. در ۳ فرضیه فرعی چهارم پژوهش به ارزیابی ارتباط حاکمیت شرکتی در ارتباط بین نااطمینانی در اقتصاد کلان پارامترهای نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ ارز و نوسان نرخ تورم با ساختار سرمایه (نسبت تسهیلات به دارایی) پرداخته شده است که بر استفاده از شاخص های نوسان نرخ رشد اقتصادی و نوسان نرخ تورم و نوسان نرخ ارز هنگام افزایش این شاخص ها حضور ساز و کارهای حاکمیت شرکتی قوی باعث میشود که شرکتها تمایل به دریافت تسهیلات در ساختار سرمایه شرکت را ندارند. نتیجه کلی از پژوهش حاضر نشان می‌دهد که حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی تأثیری منفی بر ارتباط نوسان نرخ رشد اقتصادی، نوسان نرخ تورم و نوسان نرخ ارز در ساختار سرمایه دارد.

## فهرست منابع

۱. افلاطونی عباس (۱۳۹۵) "استفاده از اطلاعات محرمانه در معاملات سهام و تأثیر آن بر هزینه سرمایه سهام عادی" دانش حسابداری مالی دوره ۳، شماره ۲، صفحه ۱۳۱-۱۴۸.

۲. برادران حسن زاده رسول، پاک مرام عسگر، حسین بابایی قادر، فریادی بناب علی (۱۳۹۵) "تاثیر برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای گزارش حسابرسان". **بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران**. دوره ۲۳. شماره ۲. تابستان ۱۳۹۵. ص. ۱۷۲-۱۵۵
۳. باقری مهماندوست بابک (۱۳۸۶). "به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه دانشگاه شهید بهشتی
۴. تفضلی فریدون (۱۳۸۵) "نظام سرمایه داری از دیدگاه کارل مارکس و ماکس وبر" **نشریه پیک نور** دوره ۴ شماره ۲ صفحه ۷۹ تا صفحه ۹۲
۵. -جعفری صمیمی احمد (۱۳۹۹). **اقتصاد بخش عمومی**، انتشارات سمت، چاپ ۱۲
۶. شریف سیدجلال صادق، خزائی سعید (۱۳۹۵) "بررسی اثر ناطمینانی اقتصاد کلان و خاص شرکت بر اهرم شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران: اثرات مستقیم و غیر مستقیم" **فصلنامه سیاستهای مالی و اقتصادی** دوره ۴ شماره ۱۳
۷. علم الهدی سیدسجاد، دریابر عبدالله، طریقی سمانه (۱۳۹۳). "به بررسی رابطه کیفیت سود و ساختار سرمایه" **فصل نامه علوم اقتصادی** سال ۸ شماره ۲۷.
۸. عظیمی آرانی حسین (۱۳۸۵) "مدارهای توسعه نیافتگی در اقتصاد ایران" **فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق** ۱۳۸۴ شماره ۲۷
۹. فتاحی نافچی حسن، خواجه وند کاجی میلاد (۱۳۹۷) "تاثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. چشم انداز حسابداری و مدیریت" **دوره اول زمستان ۱۳۹۷** شماره ۴ (جلد ۱)
۱۰. کریمی فرزاد، شریفی مهدی (۱۳۹۰) "بررسی ارتباط ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار" - **نشریه پژوهش های حسابداری مالی** دوره اول بهار ۱۳۹۵
11. AlQadasi, A., Abidin, Shamharir. (2018). "The Effectiveness of Internal Corporate Governance and Audit Quality: The Role of Ownership Concentration – Malaysian Evidence. Corporate governance": **The International Journal of Business in Society**,
12. Chakraborty, A, Baum, C. F., Liu, B. (2017). "Corporate financial policy and value of cash under uncertainty". **International Journal of Managerial Finance**, 13 (2), 149-164

13. Chang, X.; Fu, K.; Low, A.; and W. Zhang (2014). "Non-Executive Employee Stock Options and Corporate Innovation", **Journal of Financial Economics**, Vol. 115, No. 1, pp. 168-188.
14. Jensen, M. C., and Meckling, W.H., (1976)," Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, (October), pp. 305-360.
15. Muthama, C., Mbaluka, P. and Kalunda, E. (2013), "An empirical analysis of macro-economic influences on corporate capital structure of listed companies in Kenya", **Journal of Finance and Investment Analysis**, Vol. 2 No. 2, pp. 41-62
16. Yi Hu , Yong Li , Jianyu Zeng , (2018) "Stock Liquidity and corporate Cash Holdings", **Finance Research Letters**



## **The Effect of Corporate Governance on The Relationship between Uncertainty in Macroeconomics and Capital**

**Azam Hashemzadeh**

M.Sc., Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Accounting, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

**Rasool Baradaran Hassanzadeh<sup>1</sup>©**

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Accounting, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

(Received: May 14, 2022; Accepted: November 28, 2022)

The purpose of this study is to fill this important gap by examining the relationship between uncertainty in macroeconomics, corporate governance and corporate capital structure. Our goal is to address three important issues: first, to determine the impact of macroeconomic uncertainty on corporate leverage; . The present research is method-correlation-causal (post-event). Also, this research is of the type of capital market research in terms of classification based on the subject. The research period is 2011-2018, of which 180 have been accepted. The results show that the presence of strong corporate governance mechanisms has a negative effect on the relationship between economic growth rate fluctuations, inflation rate fluctuations and exchange rate fluctuations in the capital structure.

**Keywords:** Corporate Governance Uncertainty in Macroeconomics Capital Structure.

---

<sup>1</sup> baradaran313@iaut.ac.ir © (Corresponding Author)