

بررسی اثر تعاملی ناظمینانی اقتصادی و نظام راهبردی بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها

فرزاد کریمی*

محمد جواد عسگری رنانی**

تاریخ پذیرش: ۹۰/۱۱/۲۵

تاریخ دریافت: ۹۰/۲/۳

چکیده:

امروزه شرایط اقتصادی بر برنامه ریزی ها و تصمیم گیری ها تاثیرگذار است؛ به نحوی که هر مدیر برای اتخاذ تصمیم در مراحل نخست شرایط اقتصادی تاثیرگذار بر تصمیم خود را بررسی می نماید. از طرف دیگر بسیاری از شرکت ها برای ادامه فعالیت خود نیاز به تامین مالی دارند و انتخاب روش تامین مالی یک تصمیم بسیار مهم برای مدیران در شرایط اقتصادی مختلف است. هدف این مطالعه بررسی رابطه بین ناظمینانی اقتصادی و تغییرات اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ - ۱۳۸۲ است. بدین منظور از روش الگوی اتورگرسیون ناهمسانی واریانس شرطی تعمیم یافته^۱ جهت محاسبه ناظمینانی اقتصادی و از روش گشتاورهای تعمیم یافته^۲ جهت ارزیابی تاثیر ناظمینانی اقتصادی بر تغییرات اهرم مالی استفاده گردیده است. نتایج نشان می دهد که با

* استادیار اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران. (تویینده مسئول)
Email: f_karimi110@yahoo.com

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران.
Email:Amir_esf_1986@yahoo.com

¹. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedastic

². Generalized Method of Moments

افزایش ناطمینانی اقتصادی و میزان نظام راهبری، اهرم مالی کاهش می یابد. ضمن اینکه اثر تعاملی ناطمینانی اقتصادی و نظام راهبری باعث افزایش اهرم مالی شرکت ها می گردد.

واژه های کلیدی: ناطمینانی اقتصادی، نظام راهبری(حاکمیت شرکتی)، اهرم مالی، GMM، گارچ.

۱- مقدمه

باوم و همکاران^۱ (۲۰۰۹) بیان می نمایند که ناطمینانی اقتصادی سطح هزینه های سرمایه ای و همچنین نحوه تامین مالی برای انجام این سرمایه گذاری ها را تحت تاثیر قرار می دهد. براساس نتایج بررسی لیهی و وایتد^۲ (۱۹۹۶) ناطمینانی اقتصادی میزان سرمایه- گذاری را کاهش می دهد، اما مبانی نظری با یافته های این مطالعه همراستا نمی باشند لذا نتایج این مطالعه در هاله ای از ابهام قرار گرفته است. کوراجکزیک و لوی^۳ (۲۰۰۳) بیان می نمایند که شرکت هایی که ناچار به استقراض می باشند نسبت به شرکت هایی که تحت فشار استقراض نمی باشند، در شرایط ناطمینانی اقتصادی یکسان به صورت متفاوت عمل می نمایند. بر اساس نتایج بررسی جیراپون و گلسون^۴ (۲۰۰۷) در زمانی که اهرم مالی و نسبت بدھی مسائل نمایندگی را کاهش می دهد، شرکت های دارای مشائل نمایندگی بیشتر، باید نرخ بدھی بزرگتری را انتخاب نمایند. بر اساس نتایج بررسی ایشان نرخ بدھی به طور معکوس با میزان حاکمیت شرکتی(نظام راهبری) در رابطه است. همچنین در کنار تاثیرگذاری حاکمیت شرکتی بر انتخاب نوع بدھی، کوراجکزیک و لوی^۵ (۲۰۰۳) بیان می نمایند که شرکت ها زمان انتشار اوراق قرضه خود را با توجه به شرایط اقتصادی انتخاب می نمایند. باوم و همکاران^۶ (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر ناطمینانی اقتصادی بر تغییرات میزان بدھی شرکت ها پرداختند. بر اساس یافته های این مطالعه ناطمینانی اقتصادی و میزان حاکمیت شرکتی بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها تاثیر گذار می باشند، اما تاثیر این دو متغیر را نباید به تنها ی مورد بررسی قرار داد. با توجه به مطالعه های صورت گرفته و نتایج آن ها می توان چنین برآورد نمود که

¹. Baum, et al.

². Leahy & Whited.

³. Korajczyk& Levy.

⁴. Jiraporn & Gleason .

⁵. Korajczyk & Levy .

⁶. Baum, et al.

متغیرهای ناطمنانی اقتصادی و نظام راهبری از عوامل تاثیرگذار بر تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. همچنین بر اساس مبانی نظری با توجه به اینکه نرخ بهره اوراق قرضه ترکیبی از نرخ بهره بدون ریسک و جایزه پذیرش ریسک می‌باشد و در شرایط ناطمنانی اقتصادی و نوسانات بسیار متغیرهای اقتصادی از یک سو نرخ بهره بدون ریسک افزایش می‌یابد و از سوی دیگر ریسک توانایی عدم بازپرداخت اصل و سود اوراق قرضه افزایش می‌یابد، ناطمنانی اقتصادی باعث تغییر در نحوه و زمان انتشار اوراق قرضه و استفاده از بدھی بابت تامین مالی می‌گردد. از نقطه نظر دیگر شرکت‌ها بابت افزایش حاکمیت شرکتی خود باید معیارهایی را (معیارهای مورد تایید بورس اوراق بهادر تهران) رعایت نمایند که از این متغیرها می‌توان به نسبت بدھی‌ها و نوع ساختار سرمایه اشاره نمود. لذا شرکت‌ها برای کسب کیفیت بالاتر میزان نظام راهبری باید میزان استفاده از بدھی در ساختار سرمایه خود را کاهش دهند. همچنین در مطالعه‌های ذکر گردیده و دیگر بررسی‌های موجود تاثیر ناطمنانی اقتصادی و میزان نظام راهبری به تنها بیان نرخ تامین مالی شرکت‌ها از طریق ایجاد بدھی تا حدودی مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند، اما در این مطالعه‌ها توجه به دلایل ذکر گردیده بر ارزیابی تاثیر اثر تعاملی ناطمنانی اقتصادی و میزان حاکمیت شرکتی بر تغییرات اهرم مالی شرکت‌ها تاکید گردیده است. بدین منظور داده‌های ۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۸ با استفاده از روش آماری گشتاورهای تعمیم یافته مورد آزمون قرار گرفته است. در ادامه ابتدا چهارچوب نظری، فرضیه‌ها و روش پژوهش ارائه و مدل مورد استفاده تصریح و داده‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. نتیجه گیری پایان بخش مقاله است.

۲- چهارچوب نظری

عوامل بسیاری بر تغییرات اهرم مالی شرکت‌ها تاثیرگذار می‌باشند. از جمله این عوامل می‌توان به ناطمنانی اقتصادی و حاکمیت شرکتی اشاره نمود. منظور از ناطمنانی اقتصادی تغییر در متغیرهای اقتصادی و عدم توانایی پیش‌بینی رفتار این متغیرها می‌باشد. از بین متغیرهای اقتصادی می‌توان به نرخ بهره اشاره نمود که بر نرخ اوراق قرضه و نرخ تسهیلات پرداختی موسسات مالی تاثیرگذار می‌باشد. با توجه به این موضوع لزوم بررسی تاثیر ناطمنانی اقتصادی بر تغییرات اهرم مالی شرکت‌ها احساس می‌گردد. محیط اقتصادی که شرکت‌ها در آنها قرار می‌گیرند، نقش بسیار با اهمیتی در تعیین نوع ساختار سرمایه و میزان

اهرم مالی شرکت ها دارند (چو و همکاران^۱(۱۹۹۳) و گرتلر و گیلچریست^۲(۱۹۹۴)). همچنین برنانک و گرتلر^۳(۱۹۹۵) بررسی های وسیعی در مورد تاثیر سیاست های پولی بر هزینه استقراض تهیه نمودند. همچنین در صورتی که شرکت ها قصد استفاده از بدھی ها بابت تامین مالی را داشته باشند، باید با توجه به شرایط اقتصادی زمان انتشار اوراق قرضه خود را انتخاب نمایند به طوری که کراجکزیک و لوی^۴ (۲۰۰۳) بیان می نمایند که شرکت ها زمان انتشار اوراق قرضه خود را با توجه به شرایط اقتصادی انتخاب می نمایند.

از جهت دیگر نوع و کیفیت حاکمیت شرکتی نیز بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها تاثیرگذار می باشد؛ زیرا در صورتی که حاکمیت شرکتی موسسه ای کیفیت قابل قبولی داشته باشد، آبین نامه ها و قوانین خاصی را برای استفاده از بدھی ها برای مدیران خود مشخص می نماید و همچنین مساله تامینمالی با دقت بیشتریمورد بررسی قرار می گیرد تا همسو با منافع سرمایه گذاران باشد. به طوری که مطالعات متعددی هزینه های نمایندگی را به عنوان عامل تعیین کننده انتخاب نوع ساختار سرمایه مورد بررسی قرار داده اند. در این بررسی ها مقادیر مختلفی از حقوق سهامداران به عنوان متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی مد نظر گرفته اند. این بررسی ها بیان می نمایند که شاخص های حاکمیتی شرکت ها نقش بسیار با اهمیتی را در تصمیم گیری های تامین مالی بازی می نمایند (تیمن و ولز^۵(۱۹۸۸)).

از مطالعه های ذکر گردیده می توان به اهمیت تاثیر شرایط اقتصادی و شاخص ها و ویژگی های شرکت ها به عنوان میزانی برای نظام راهبری بر تعیین ساختار سرمایه و میزان استفاده از بدھی جهت تامین مالی پی برد. تنها نکته ای که جلب توجه نموده و در پژوهش ها و مطالعه های ذکر گردیده مورد بررسی قرار نگرفته است باید به تاثیر همزمان این دو عامل بر تعیین میزان بدھی های شرکت ها اشاره نمود که توسط باوم و همکاران^۶ (۲۰۰۹) مورد بررسی بررسی قرار گرفته است. در این مطالعه نیز سعی بر این است که به بررسی تاثیر اثر تعاملی ناطمینانی اقتصادی و نظام راهبری بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها پرداخته شود.

با توجه به مطالعه های صورت گرفته محدودیت بابت انجام مطالعه در مورد تاثیر ناطمینانی اقتصادی بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها و دیگر متغیر های حسابداری متوجه نحوه

¹. Choe, et al.

². Gertler& Gilchrist

³. Bernanke &Gertler

⁴. Korajczyk&Levy .

⁵. Titman &Wessels

⁶. Baum ,et al.

تعریف متغیرهای ناظمینانی اقتصادی و میزان نظام راهبری و استفاده از این متغیرها در مدل های مورد بررسی بابت آزمون نحوه تاثیرگذاری این متغیرها بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها و دیگر متغیرهای حسابداری و مالی می باشد. در ادامه نحوه تعریف مقدار برای این متغیرها به طور گستردگی بیان می گردد.

۱-۱- تاثیر نظام راهبری بر اهرم مالی

مبانی نظری متفاوتی برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح گردیده است. هر یک از آنها با استفاده از واژگان مختلف و به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می نگرند. به عنوان مثال، تئوری نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی است، در صورتی که تئوری هزینه معاملات ناشی از تئوری های اقتصادی، حقوقی و سازمانی و تئوری ذی نفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع حاکمیت شرکتی است. در تئوری نمایندگی مشکل این است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم گیری نمی کنند. یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که کارگمار و کارگزاران با هم تضاد منافع دارند. یک فرض اساسی و مهم دیگر تئوری نمایندگی این است که تایید کارهای کارگزاران برای کارگمار بسیار مشکل و پرهزینه است. به چند روش می توان منافع سهامداران و مدیران را هماهنگ نمود، تجربه نشان داده که یکی از بالهمیت ترین و در عین حال موثرترین روش، حسابرسی مستقل است. همچنین طبق قوانین، شرکت هایی که سهام آنها در بورس اوراق بهادار معامله می شود، باید وضعیت حاکمیت شرکتی را افشا نمایند. یکی از موارد تفکیک وظایف رئیس هیئت مدیره از وظایف مدیریت عامل است. به شرکت هایی که در آنها این تفکیک انجام نشده باشد، برچسب حاکمیت شرکتی ضعیف می خورد. (حساس یگانه، ۱۳۸۴)

هزینه های نمایندگی قابل مشاهده نمی باشند، اما ارزیابی کیفیت حاکمیت شرکتی موسسات با استفاده از ویژگی ها و خصوصیات این موسسات امکان پذیر می باشد. این روش به وسیله گمپرس و همکاران^۱ (۲۰۰۳) در ایجاد متغیر حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار گرفته است. متغیر حاکمیت شرکتی شاخص گستردگی ای می باشد که بر اساس وظایف مدیران و ویژگی های موسسه مورد بررسی مشخص می گردد. بدین منظور جهت ایجاد متغیر از تعدادی از شاخص ها و ویژگی های موید حاکمیت شرکتی استفاده می گردد و با استفاده از این معیارها شرکت ها از نظر حاکمیت شرکتی تبدیل می گردند.

^۱. Gompers, et al.

مطالعات بسیاری وجود دارند که به بررسی تاثیر معیارهای سنجش حاکمیت شرکتی بر تصمیمات مختلف شرکت‌ها پرداخته‌اند. به عنوان نمونه رسائیان (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر ساختار سرمایه اقدام و از متغیرهای اندازه هیئت مدیره، درصد مدیران غیر موظف و نسبت بدھی استفاده نمود. یرماخ^۱ (۱۹۹۶) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت پرداخت. همچنین گمپرس و همکاران (۲۰۰۳) و گای و راستیکوس^۲ (۲۰۰۶) بیان نمودند که شرکت‌هایی که محدودیت عملکرد زیادی برای مدیران دارند نسبت به شرکت‌هایی که محدودیت‌های کمتر برای مدیران ایجاد نموده‌اند، عملکرد موثرتری داشته‌اند. وانگ و ژی^۳ (۲۰۰۷) نتیجه گرفتند که شاخص حاکمیت شرکتی می‌تواند به عنوان معیار قابل قبولی بابت کیفیت حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شود و جهت ارزیابی عملکرد شرکت مورد استفاده قرار گیرد.

بیان یک مقدار مناسب برای نظام راهبری جهت انجام هرگونه مطالعه در مورد ساختار سرمایه بسیار بالهمیت می‌باشد؛ زیرا همانطور که مبانی نظری بیان می‌نماید بین علائق مدیران و سهامداران تعارض وجود دارد و این تعارض علائق می‌تواند نقش با اهمیتی را در تصمیم‌گیری تامین مالی ایفا نماید. در حالیکه مطالعات گذشته بیان می‌نمایند که مدیران تحت فشار تمايل به استفاده از بدھی بابت تامین مالی را ندارند، مطالعات جدید بیان می‌نمایند مدیران تحت فشار ممکن است که جهت خنثی سازی بار مسئولیت‌های خویش اقدام به استفاده‌های اهرم مالی نمایند (زوبل^۴، ۱۹۹۶). اخیرا مطالعات بسیاری در مورد رابطه بین اهرم مالی و حاکمیت شرکتی صورت گرفته است (جیراپون و گلیسون^۵ (۲۰۰۷)، والد و لانگ^۶ (۲۰۰۷) و جان و لیتو^۷ (۲۰۰۸) که اگرچه نتایج این مطالعات متفاوت می‌باشد، اما همگی بر رابطه معکوس بین حاکمیت شرکتی و اهرم مالی اتفاق نظر دارند.

¹. Yermack.

². Guay&Rusticus.

³. Wang &Xie.

⁴. Zwiebel.

⁵. Jiraporn& Gleason.

⁶. Wald & Long.

⁷. John &Litov.

۲- تاثیر ناطمینانی اقتصادی بر اهرم مالی

نااطمینانی اقتصادی میزان سرمایه گذاری در دارایی‌ها و روش تامین مالی بابت تحصیل دارایی‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. براساس مبانی نظری ناطمینانی اقتصادی موجب افزایش سرمایه گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای می‌گردد، اما بر اساس نتایج بررسی لhei و وايتد^۱ (۱۹۹۶) شرکت‌ها در زمان ناطمینانی اقتصادی میزان سرمایه گذاری در دارایی‌های خود را کاهش داده‌اند، لذا نتایج اولیه این بررسی با مبانی نظری موجود در این رابطه در تضاد قرار می‌گیرد؛ براساس بررسی لhei و وايتد مطالعه دیگری توسط کوراجکزیک و لوی^۲ (۲۰۰۳) انجام گرفته که به این نتیجه رهنمون گردید که عامل مهمی وجود دارد که باعث نتایج متفاوت در شرایط ناطمینانی اقتصادی می‌گردد. بر اساس این بررسی شرکت‌هایی که جهت تامین مالی دارای اجراء هستند نسبت به شرکت‌هایی که جهت تامین مالی دارای اجراء نیستند، متفاوت عمل می‌نمایند. باوم و چیوان^۳ (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان ناطمینانی‌های اقتصادی و گسترش معاملات سلف اعتباری رابطه بین ناطمینانی اقتصادی و گسترش معاملات سلف را بررسی نموده و دریافتند که با افزایش ناطمینانی اقتصادی محدودیت با اهمیتی برای افزایش و گسترش معاملات سلف ایجاد می‌نماید اما مشکل اساسی بابت بررسی و انجام مطالعه در مورد اجراء بابت تامین مالی ایجاد و تعریف متغیری بابت اجراء به تامین مالی برای شرکت‌ها بود، بنا به این دلیل بررسی تاثیر ناطمینانی اقتصادی بر تصمیم گیری‌های مالی شرکت‌ها مبهم باقی ماند.

با توجه به مطالعه بالا ایجاد و تعریف متغیری بابت ناطمینانی اقتصادی جهت انجام بررسی نحوه تاثیر گذاری این متغیر بر تصمیمات مدیران بسیار بالهمیت می‌باشد. در ادامه مطلب روش تعیین و تعریف متغیر و میزانی بابت ناطمینانی اقتصادی مورد استفاده در این مطالعه بیان می‌گردد.

روش‌های بسیاری بابت تعریف متغیر ناطمینانی اقتصادی وجود دارد که از جمله آنها می‌توان به استفاده از روش انحراف معیار استاندارد اشاره نمود، اما در این مطالعه از روش موردن استفاده باوم و همکاران^۴ (۲۰۰۹)، تمپل و اورگا^۵ (۲۰۰۵) و بایرن و دیویس^۶ (۲۰۰۲) از روش آماری انورگرسیون ناهمسانی واریانس شرطی تعمیم یافته برای تعریف متغیر ناطمینانی

^۱. Leahy & Whited

^۲. Korajczyk& Levy

^۳. Baum &ChiWan.

^۴. Temple &Urga

^۵. Byrne & Davis

اقتصادی استفاده گردیده است. دلایل و نحوه استفاده از روش آماری اتورگرسیون ناهمسانی واریانس شرطی تعیین یافته در بخش های بعدی به تفضیل بیان می گردد. همچنین در این مطالعه از شاخص قیمت مصرف کننده ماهانه با بت تعریف متغیر ناظمینانی اقتصادی استفاده گردیده است.

باوم و چی وان^۱ (۲۰۱۰) در مطالعه ای تحت عنوان نا اطمینانی های اقتصادی و گسترش معاملات سلف اعتباری رابطه بین نا اطمینانی اقتصادی و گسترش معاملات سلف را بررسی نموده و دریافتند که با افزایش نا اطمینانی اقتصادی محدودیت با اهمیتی برای افزایش و گسترش معاملات سلف ایجاد می گردد. باوم و همکاران^۲ (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان حساسیت سرمایه گذاری شرکت ها نسبت به جریان وجه نقد و نا اطمینانی های اقتصادی، حساسیت سرمایه گذاری بدھی در شرایط ابهام اقتصادی را بررسی نمودند و دریافتند که خصوصیات شرکت و میزان نا اطمینانی بازار (نا اطمینانی اقتصادی) به تنها یی و یا همراه با یکدیگر می توانند موجب کاهش و یا افزایش (تحرک) میزان سرمایه گذاری ها گردند. باوم و همکاران^۳ (۲۰۰۸) در مطالعه ای تحت عنوان اثر ناظمینانی های کلان اقتصادی بر نحوه تخصیص وجود قابل استقراض، تاثیر نا اطمینانی اقتصادی را بر نحوه تخصیص وجود قابل استقراض بررسی نموده و دریافتند که نا اطمینانی اقتصادی بصورت مشخص و روشنی نحوه تخصیص وجود قابل استقراض را تحت تاثیر قرار می دهند، بطوريکه با دو برابر شدن نا اطمینانی اقتصادی دامنه نوسان اختصاص وجود قابل استقراض بانک ها دامنه پراکندگی بین شش الی ده درصد پیدا می کند. پورحیدری (۱۳۸۷) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازدهی بورس اوراق بهادر تهران، تاثیر سه متغیر مهم اقتصادی، یعنی حجم پول، نرخ تورم و تولید ناخالص داخلی را بر بازدهی بورس اوراق بهادر ایران مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می دهد که ارتباط بین نرخ تورم و بازدهی بورس اوراق بهادر، ارتباط معنادار و مثبت است. همچنین ارتباط معناداری بین متغیرهای حجم پول و تولید ناخالص داخلی و بازدهی بورس اوراق بهادر وجود ندارد. برادران شرکا (۱۳۸۷) در پژوهشی تحت عنوان رابطه متغیرهای مهم کلان اقتصادی با متغیرهای عمده حسابداری در ایران، رابطه بین چهار متغیر مهم کلان اقتصادی شامل: تولید ناخالص داخلی (بدون نفت)، درآمدهای نفتی، سرمایه گذاری در بخش ساختمان و تورم در سطح تغییرات با سه متغیر عمده حسابداری:

¹. Baum & Chi Wan.

². Baum, et al.

³. Baum, et al.

درآمد فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته و سود عملیاتی و سپس رشد آنها با سه متغیر مهم دیگر حسابداری شامل: نسبت حاشیه سود عملیاتی، بازده دارائی و بازده حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می دهد که سه متغیر توضیحی تولید ناخالص داخلی (بدون نفت)، درآمد نفت و سرمایه گذاری در بخش ساختمان با متغیرهای وابسته درآمد فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته و سود عملیاتی صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری است، اما نرخ تورم با متغیرهای وابسته مذکور رابطه منفی و معناداری دارد. همچنین بین سه متغیر توضیحی غیر از تورم با نسبت حاشیه سود عملیاتی، بازده دارائی و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ای وجود ندارد.

۳- تبیین فرضیه ها

هدف این مطالعه بررسی تاثیر ناطمینانی اقتصادی و میزان نظام راهبری بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها می باشد. البته باوم و همکاران (۲۰۰۹) در مطالعه خود بیان می نمایند که تاثیر این دو عامل را نباید به تنها یی مورد بررسی قرار داد و اثر تعاملی این دو متغیر را نیز باید بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها مورد بررسی قرار داد. با توجه به این مطلب و روشن شدن اثر این دو متغیر به تنها یی و اثر تعاملی این دو بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها فرضیه مطالعه به صورت زیر بیان می گردد:

ناطمینانی اقتصادی، میزان نظام راهبری و اثر تعاملی این دو متغیر بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها تاثیر گذار می باشند.

۴- تصریح مدل

بر اساس بررسی صورت گرفته توسط باوم و همکاران (۲۰۰۹) متغیرهای تغییرات اهرم مالی دوره قبل، میزان فروش خالص، وجه نقد نگهداری شده و وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های سرمایه ای از متغیرهای تاثیرگذار بر تغییرات اهرم مالی شرکت ها می باشند. بر اساس مبانی نظری در صورتی که شرکت ها در دوره های قبل از بدھی بابت ساختار سرمایه خود استفاده نموده باشند، بابت تعديل نسبت های مالی خود از جمله نسبت بدھی ها به دارایی های موسسه و یا نسبت بدھی ها به حقوق صاحبان سهام از این بابت که مقدار زیاد این نسبت ها بابت ایجاد ریسک بیشتر برای ادامه فعالیت شرکت (ریسک بازپرداخت بدھی ها) می گردد، شرکت ها در صورت استفاده از استقراض بابت تامین مالی در دوره های بعدی

ترجیح می دهند که بابت تامین مالی از بدھی ها استفاده کمتری نمایند و بدھی ها و استقراض های قبلی خود را نیز بازپرداخت نمایند. همچنین در مورد وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های سرمایه ای باوم و همکاران^۱ (۲۰۰۹) بیان می نمایند که نا اطمینانی اقتصادی سطح هزینه های سرمایه ای و همچنین نحوه تامین مالی برای انجام این سرمایه گذاری ها را تحت تاثیر قرار می دهد. با توجه به اینکه تامین مالی به دو گونه درون سازمانی و برونو سازمانی می باشد، شرکت ها بابت تامین مالی بابت خرید دارایی های سرمایه ای از انتشار سهام و استفاده از بدھی ها و یا استفاده از سود انباشته بهره می برند. حال در این بررسی که هدف تعیین عوامل تاثیر گذار بر تغییرات میزان بدھی شرکت های مورد بررسی می باشد، باید از متغیر وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های سرمایه ای نیز به عنوان یک متغیر مستقل و تاثیر گذار استفاده نمود.

بر اساس مبانی ذکر گردیده مدل قابل استفاده بابت بررسی فرضیه مطالعه به صورت رابطه

(۱) به شرح زیر بیان می گردد:

رابطه (۱)

$$\Delta L_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 L_{i,t-1} + \beta_2 C_{i,t} + \beta_3 S_{i,t} + \beta_4 I_{i,t} + \beta_5 Gindex_{i,t} + \beta_6 \eta + \beta_7 Gindex_{i,t}^* q_{i,t} + e_{it}$$

که در این مدل ΔL بیانگر میزان تغییرات اهرم مالی، $C_{i,t}$ وجه نقد نگهداری شده، $S_{i,t}$ معادل فروش خالص، $L_{i,t}$ وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های سرمایه ای، $Gindex_{i,t}$ میزان نظام راهبری، φ_i متغیر ناطمنانی اقتصادی و $\varphi_{i,t}^*$ بیانگر اثر تعاملی ناطمنانی اقتصادی و میزان نظام راهبری می باشند. لازم به ذکر است که بابت همگن سازی و یکنواخت نمودن داده های شرکت های نمونه مورد بررسی و از بین بردن تاثیر بزرگی و اندازه شرکت های نمونه مورد بررسی متغیرهای وجه نقد نگهداری شده، فروش خالص و وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های سرمایه ای بر ارزش دفتری پایان دوره دارایی ها تقسیم گردیده اند و نسبت حاصله جهت این متغیرها در مدل مورد استفاده قرار گرفته اند. همچنین بابت تعریف متغیر ناطمنانی اقتصادی از روش آماری الگوی ناهمسانی واریانس شرطی تعمیم یافته استفاده گردیده است. در ادامه توضیح مختصری بابت استفاده از این روش و نحوه تعریف متغیر ناطمنانی اقتصادی ارائه می گردد.

^۱. Baum, et al.

رفتار برخی از متغیرهای مهم کلان اقتصادی با نوساناتی همراه است. بدون شک هرگونه برداشت شهودی از الگوی تغییرات این متغیرها با اشتباهاتی همراه خواهد بود و اثبات ادعایی در این زمینه نیازمند بکارگیری آزمون های مربوط می باشد. بدین جهت در این مطالعه از داده های مربوط به شاخص قیمت مصرف کننده ماهانه استفاده گردیده و مانایی داده های جمع آوری شده بوسیله آزمون آماری کوچکترین مربعات^۱ آزمون گردیده است. پس از اطمینان یافتن از مانا بودن داده ها اقدام بر بررسی حالت های مختلف روش الگوی ناهمسانی واریانس شرطی تعییم یافته گردیده و حالت گارچ (۲.۱) که دارای کمترین مقدار آماره آکایک^۲، شوارز^۳ و هنان_کوئین^۴ بوده است جهت شبیه سازی متغیر ناطمینانی اقتصادی مورد استفاده قرار گرفته است. در ادامه با استفاده از حالت گارچ (۲.۱) تایید شده اقدام و رابطه (۲) رابطه (۲)

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i}$$

به ایجاد سری زمانی واریانس گارچ اقدام گردیده و متغیر حاصل از این روش بابت ناطمینانی اقتصادی در مدل مورد استفاده قرار گرفته است. البته باید یادآور شد که با توجه به اینکه داده های شاخص قیمت مصرف کننده ماهانه بوده، سری زمانی ایجادی نیز دارای داده های ماهانه می باشد که بابت حل این مساله نیز از میانگین داده های ماهانه استخراجی برای هر سال به عنوان متغیر ناطمینانی اقتصادی سالانه استفاده گردیده است.

در ادامه بابت تعیین میزان نظام راهبری از معیارهایی نظری: درصد سهام تحت تملک سهامدار، درصد سهام نهادی، تفکیک مدیر عامل از هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره، نوع اظهار نظر حسابرس، حسابرسی مستقل شرکت توسط سازمان حسابرسی ، تغییر و جایگزینی حسابرس، نسبت تسهیلات دریافتی به دارائی ها و درصد سهام شناوراستفاده گردیده است و شرکت ها بر اساس ویژگی های بالا رتبه بندی گردیده اند. روش کار نیز بدین گونه بوده است که چنانچه شرکتی دارای ویژگی های بالا بوده است امتیاز یک و در صورتی که دارای ویژگی های بالا نبوده است امتیاز صفر را دریافت نموده است. البته لازم به ذکر است که بنا به این دلیل که اظهار نظر حسابرس در مورد شرکت ها

¹. Least Squares (NLS & ARMA)

². Akaike info criterion

³. Schwarz criterion

⁴. Hannan-Quinn criterion

دارای چهار حالت مختلف می باشد، برای نوع اظهار نظر حسابرس امتیازات صفر تا سه به شرکت ها اختصاص یافته است. همچنین با توجه به اینکه تعداد بیشتر اعضای هیئت مدیره به ارتقای میزان نظام راهبری و حاکمیت شرکتی موسسات کمک می نماید طیف امتیاز اعضاً هیئت مدیره شرکت ها نیز بین صفر تا دو مشخص گردیده است؛ بدین صورت که چنانچه تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت کمتر از پنج نفر باشد امتیاز صفر و چنانچه برابر پنج نفر باشد امتیاز یک و اگر این تعداد از پنج نفر بیشتر باشد شرکت امتیاز دو را برای این معیار دریافت می نماید. دیگر معیارها ها تنها دارای امتیازهای صفر و یک می باشند؛ به نحوی که اگر معیار مشخص شده موجب تقویت حاکمیت شرکتی گردد و شرکت دارای آن ویژگی باشد امتیاز یک و اگر شرکت دارای آن ویژگی نباشد امتیاز صفر را دریافت خواهد نمود. همینطور چنانچه ویژگی ذکر گردیده موجب کاهش نظام راهبری شرکت گردد و شرکت دارای این ویژگی نباشد امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر را به خود اختصاص خواهد داد.

با توجه با تعداد معیارهای مورد سنجش و طیف امتیازهای اختصاص یافته به هر معیار شرکت ها می توانند امتیاز صفر الی سیزده را بابت میزان نظام راهبری به خود اختصاص دهند. در نهایت بابت آزمون مدل اساسی مورد بررسی از روش آماری گشتاورهای تعمیم یافته^۱ استفاده گردیده است. بدین جهت از این مدل آماری برای آزمون مدل استفاده گردیده است که روش گشتاورهای تعمیم یافته به طور بهینه از همه محدودیت های گشتاور خطی تصریح شده در مدل بهره برداری کرده و این مزیت اصلی تکنیک روش گشتاورهای تعمیم یافته است. همچنین برای استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته نیازی به وجود همسانی واریانس در اجزای اخلال و همچنین توزیع نرمال نیست. زیرا به دلیل وجود درون زایی این مشکلات در مورد اجزای اخلال طبیعی است. برآورده گر روش گشتاورهای تعمیم یافته نه تنها باعث بهبود دقت می گردد بلکه تورش نمونه محدود را کاهش می دهد.

با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته و مدل (۱) تصریح شده نتایج به صورت جدول (۱) ارائه گردیده است. با توجه به مقادیر استخراجی آماره t تاثیر گذاری متغیرهای تغییرات اهرم مالی سال قبل، وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های سرمایه ای، میزان نظام راهبری، متغیر ناطمینانی اقتصادی و اثر تعاملی ناطمینانی اقتصادی و نظام راهبری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشند و تاثیر گذاری این متغیرها بر متغیر وابسته (تغییرات اهرم مالی دوره فعلی) اثبات می گردد. در مقابل با توجه به آماره t متغیرهای میزان فروش

¹. Generalized Method of Moments

خالص و وجه نقد نگهداری شده (شبہ پول) در سطح اطمینان ۹۵ درصد تاثیر گذاری این متغیرها بر تغییرات اهرم مالی را می‌گردد.

جدول ۱ : نتایج آزمون فرضیه

متغیر	ضریب تاثیرگذاری	انحراف استاندارد	آماره T	احتمال
C	-۰/۳۴۰۴۶۰	-۰/۱۳۴۶۷۹	۲/۰۲۷۹۳۷	۰/۰۱۱۹
تغییرات اهرم مالی دوره قبل	-۰/۱۰۷۹۷۶	-۰/۰۴۱۵۸۴	-۳/۷۹۸۹۷۴	۰/۰۰۰۲
وجه نقد نگهداری شده	-۰/۰۲۰۴۸۶۱	-۰/۱۰۰۹۰۱	-۱/۳۵۷۰۵۲	۰/۱۷۰۵
فروش خالص	-۰/۰۱۲۸۰۸	-۰/۰۱۸۰۴۰	-۰/۰۷۰۹۷۹۰	۰/۴۷۸۳
سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای	-۰/۴۴۲۹۶۲	-۰/۱۳۵۲۶۷	۳/۲۲۵۰۶	۰۰۰۱۲
نظام راهبری	-۰/۰۳۶۷۶۴	-۰/۰۱۶۰۵۳	-۲/۲۱۹۷۰۸	۰/۰۲۷۱
نظامیانی اقتصادی	-۰/۱۱۷۷۰۲	-۰/۰۵۰۵۳۸	-۲/۲۳۶۱۳۰۲	۰/۰۲۰۶
آثر تعاملی نظامیانی اقتصادی و نظام راهبری	-۰/۰۱۲۵۷۱	-۰/۰۰۵۹۳۳	۲/۱۱۸۸۳۱	۰/۰۳۴۸
ضریب تشخیص	-۰/۰۷۲۶۷۷	میاتکین متغیر وابسته	۰/۰۳۱۹۹۶	
ضریب تشخیص تبدیل گردید	-۰/۰۵۳۸۲۰	انحراف معیار متغیر وابسته	۰/۲۴۹۸۹۲	
مجموع مربیات باقیمانده ها	۲/۲۴۳۰۷۶	۰/۰۵۶۱۶۰		
آماره دوربین - واتسون	۲/۳۳۹۶۲	L7 آماره	۶/۸۸۲۷	

منبع: محاسبات پژوهشگر

پس از بررسی تاثیر گذاری متغیرهای مورد آزمون و مشخص نمودن متغیرهای تاثیر گذار بر متغیر وابسته، در ادامه به بررسی نحوه تاثیر گذاری این متغیرها بر تغییرات اهرم مالی پرداخته می شود.

مقدار ضریب تاثیرگذاری متغیر تغییرات اهرم مالی دوره قبل معادل (-۰/۱۶) می باشد که بیانگر تاثیر گذاری عکس این متغیر بر متغیر وابسته مدل می باشد، به این معنا که با افزایش میزان بدھی ها در دوره قبل در دوره فعلی کاهش میزان استقراض و استفاده از بدھی وجود دارد و در صورتی که در دوره های قبل کاهش استفاده از بدھی ها با بت تامین مالی وجود داشته باشد، در دوره فعلی با بت تامین مالی از استقراض استفاده بیشتری خواهد گردید.

میزان ضریب تاثیر گذاری متغیر سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای برابر با ۰/۴۴ می باشد که بیانگر تاثیر مستقیم این متغیر بر تغییرات اهرم مالی دوره فعلی می باشد. تفسیر این عدد بدین صورت است که با افزایش سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای استفاده از

بدھی و استقرارض بابت تامین مالی افزایش یافته است؛ همچنین در دوره هایی که سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای کاهش داشته است به همراه خود استفاده از بدھی بابت تامین مالی را نیز کاهش داده است.

منغیر دیگر مورد بررسی میزان نظام راهبری می باشد که بر اساس نتایج آزمون دارای ضریب تاثیرگذاری ($0.36/0$) می باشد. با توجه به علامت ضریب تاثیر گذاری این متغیر می توان چنین بیان نمود که رابطه این متغیر با تغییرات اهرم مالی دوره فعلی عکس می باشد و رفتاری مشابه تغییرات اهرم مالی دوره قبل را از خود نشان می دهد. در مورد میزان نظام راهبری نتایج آزمون را می توان به این گونه مستدل نمود که با افزایش میزان نظام راهبری اهداف مدیریت و مالکیت به هم نزدیکتر می گردند و مدیر کمتر به دنبال روش های کسب سود کوتاه مدت می باشد. لذا در این حالت مدیران توانایی و قدرت کمتری بابت استفاده از اهرم مالی بابت کسب سود کوتاه مدت بیشتر خواهند داشت. به همین علت در زمان افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی استفاده از بدھی ها کاهش خواهد یافت. هم چنین یکی از معیارهای افزایش حاکمیت شرکتی رعایت نسبت بدھی های جاری و بلند مدت شرکت می باشد، لذا شرکت ها برای رسید به میزان بالاتر نظام راهبری ناچار به استفاده کمتر از اهرم مالی و حتی کاهش استفاده از بدھی بابت تامین مالی در دوره های قبلی فعالیت خود می باشند. بنا به این موارد می توان چنین توجیه نمود که شرکت ها در زمان افزایش میزان نظام راهبری خود میزان استفاده از بدھی ها در ساختار سرمایه خود را کاهش می دهند.

مقدار ضریب تاثیرگذاری متغیر ناطمینانی اقتصادی نیز بر اساس نتایج آزمون برابر با ($0.12/0$) می باشد که بیانگر رابطه عکس این متغیر با متغیر وابسته مورد بررسی مدل می باشد. نتیجه را به این گونه نیز می توان بیان نمود که شرکت ها در مواجه با افزایش ناطمینانی اقتصادی میزان استفاده از بدھی بابت تامین مالی خود را کاهش می دهد و علت این امر نیز ریسک بازپرداخت با توجه به شرایط اقتصادی می باشد؛ اما شرکت ها در مواجه با کاهش ناطمینانی اقتصادی میزان استفاده از اهرم مالی را افزایش می دهند. این نتیجه با استفاده از مبانی نظری به این صورت قابل تفسیر است که در زمان افزایش ناطمینانی اقتصادی، بررسی و پیش بینی روند حرکت متغیرهای اقتصادی و بازار های مختلف از جمله بازار سرمایه بسیار مشکل می گردد و با توجه به اینکه شرکت ها بابت تامین مالی باید از بازار سرمایه استفاده نمایند، در زمان ناطمینانی اقتصادی اقدام به استفاده از بدھی و انتشار اراق قرضه در این بازار نمی نمایند. علت این امر نیز این است که در این شرایط به صورت معمول میزان نرخ بهره اوراق قرضه افزایش می یابد و شرکت ها به دلیل ریسک ایجاد گردیده بابت

بازپرداخت اصل و فرع اوراق منتشره خود از انتشار این اوراق خودداری می نمایند. همچنین در این حالت با توجه به افزایش نرخ اوراق قرضه، نرخ کارمزد استقراض از موسسات مالی نیز افزایش می باید و به این دلیل شرکت ها از روش استقراض از سیستم مالی نیز استفاده کمتری می نمایند.

در نهایت آخرین متغیر که تاثیرگذاری ان بر تغییرات اهرم مالی اثبات گردیده و هدف اصلی این مطالعه می باشد، اثر تعاملی نااطمینانی اقتصادی و میزان نظام راهبری می باشد که بر اساس نتایج آزمون ضریب تاثیرگذاری معادل 0.012 را به خود اختصاص داده است. تفسیر مقدماتی این ضریب تاثیر بیانگر این موضوع است که این متغیر با تغییرات اهرم الی دوره فعلی دارای رابطه مستقیم می باشد؛ به این معنا که با افزایش این متغیر میزان استفاده شرکت از بدھی بابت تامین مالی افزایش می یابد و با کاهش این متغیر استفاده از بدھی بابت تامین مالی کاهش می یابد. مهمترین و کاملترین نتیجه این بررسی در بیان رفتار متغیر اثر تعاملی ناطمینانی اقتصادی و میزان نظام راهبری وجود دارد. در قسمت های قبلی اشاره گردید که میزان ناطمینانی اقتصادی و نظام راهبری به تنها ی رابطه عکس با تغییرات اهرم مالی شرکت ها دارا می باشند، اما بر اساس نتایج آزمون مدل مورد بررسی اثر تعاملی این دو متغیر رابطه مستقیم با تغییرات اهرم مالی شرکت ها دارا می باشد. به این معنا که چنانچه شرکتی دارای کیفیت حاکمیت شرکتی بالا باشد و با شرایط ناطمینانی اقتصادی مواجه گردد، میزان استفاده خود از بدھی ها را افزایش می دهد و اهرم مالی این شرکت افزایش را به همراه خواهد داشت. توجیه این نتیجه با توجه به مبانی نظری نیز به این گونه بیان می گردد که در زمان ناطمینانی اقتصادی به توجه به عدم توانایی بسیاری از افراد در پیش بینی روند تغییرات اقتصادی بهترین فرصت برای سرمایه گذاران برای کسب سود بیشتر می باشد، لذا شرکت هایی که دارای نظام راهبری مناسب باشند، با توجه به اینکه اهداف مدیران و سهامداران همراستا و در پی کسب سود بیشتر می باشد و همچنین شرکت از مدیریت قوی برخوردار است، با تجزیه و تحلیل نوسانات و رفتار بازار اقدام به استفاده از بدھی و استفاده از مبالغ تامین مالی شده برای پروژه های سود آور که توانایی پوشش هزینه تامین مالی و همچنین سود مورد انتظار سهامداران را دارد، می نمایند و از این طریق به سودآوری موسسه خود کمک شایانی می نمایند.

از دیگر نکات مورد بررسی در جدول نتایج آزمون میزان آماره ضریب تشخیص می باشد. به طور کلی ضریب تشخیص بیانگر میزان تاثیر گذاری متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته می باشد. بر اساس نتایج این مطالعه مقدار ضریب تشخیص معادل 0.072 می باشد. تفسیر این

مقدار به این گونه است که متغیرهای مستقل مورد بررسی در این آزمون معادل ۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته آزمون را توضیح می دهند. با توجه به این مطلب می توانچنین بیان نمود که علاوه بر متغیرهای مستقل استفاده شده در این بررسی متغیرهای دیگری نیز وجود دارند که بر متغیر وابسته (تغییرات اهرم مالی) تاثیر گذار می باشند.

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

جهت انجام این بررسی با استفاده از روش الگوی ناهمسانی واریانس شرطی تعییم یافته و داده های مربوط به شاخص قیمت مصرف کننده ماهانه اقدام به ایجاد متغیری با بت ناظمینانی اقتصادی گردید. در ادامه با استفاده از معیارهای نظری: درصد سهام تحت تملک سهامدار، درصد سهام نهادی، تفکیک مدیر عامل از هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره، نوع اظهار نظر حسابرس، حسابرسی مستقل شرکت توسط سازمان حسابرسی، تغییر و جایگزینی حسابرس، نسبت تسهیلات دریافتی به دارائی ها و درصد سهام شناور میزان حاکمیت شرکتی برای شرکت های نمونه تعیین گردید و با استفاده از روش گشتاورهای تعییم یافته به بررسی فرضیه مطالعه اقدام گردید. بر اساس نتایج مطالعه رابطه بین ناظمینانی اقتصادی و نظام راهبری با تغییرات اهرم مالی شرکت ها عکس می باشد، به گونه ای که با افزایش این متغیرها تغییرات اهرم مالی شرکت ها کاهش می یابد، اما میران تاثیرگذاری ناظمینانی اقتصادی بیشتر از حاکمیت شرکتی می باشد. اما بر عکس رابطه متغیرهای ناظمینانی اقتصادی و حاکمیت شرکتی، رابطه اثر تعاملی این دو متغیر با تغییرات اهرم مالی شرکت ها مستقیم می باشد، به نحوی که با افزایش همزمان ناظمینانی اقتصادی و حاکمیت شرکتی، تغییرات اهرم مالی شرکت ها نیز افزایش می یابد.

بر اساس نتایج مطالعه میتوان به مدیران پیشنهاد نمود که در زمان ناظمینانی اقتصادی در صورتی که حاکمیت شرکتی قوی در موسسه وجود ندارد، اقدام به کاهش استفاده از بدھی ها بابت تامین مالی نمایند. اما در صورتی که دارای حاکمیت شرکتی قوی باشند می توانند با استفاده از شرایط ناظمینانی اقتصادی اقدام به افزایش بدھی های موسسه و استفاده از وجود تامین مالی بابت سرمایه گذاری در پروژه های سرمایه ای سودآور نمایند و سود سهامداران عادی را افزایش دهند.

۶- محدودیت ها

همانند دیگر بررسی ها برای انجام این بررسی نیز محدودیت هایی وجود داشت. از این محدودیت ها می توان به عدم وجود مبانی نظری در مورد موضوع که ترکیبی از دو علم اقتصاد و حسابداری است، اشاره نمود. به نحوی که به دلیل عدم وجود مبانی نظری کامل کلیه متغیرهایی که می توانند با توجه به متغیرهای مستقل مورد آزمون بر متغیر وابسته تاثیرگذار باشند شناسایی و وارد مدل نگردیدند، به نحوی که بر اساس نتاج آزمون تنها ۷ درصد از رفتار متغیر وابسته بر اساس متغیرهای مستقل مورد استفاده قابل توجیه می باشد. لذا چنانچه مبانی نظری بیشتری در این مقوله وجود داشت و امکان استفاده از این متغیرها وجود داشت، جه بسا نتایج آزمون نیز تغییر می یافت. از دیگر محدودیت های موجود جهت انجام این بررسی می توان به عدم وجود کامل داده های اقتصادی برای دوره های زمانی ماهانه اشاره نمود، به نحوی که امکان استفاده از متغیرهای اقتصادی شاخص رهبری، شاخص تولیدات صنعتی، نرخ بهره بلند مدت و کوتاه مدت اشاره نمود. همچنین ب همین دلیل امکان استفاده از داده های تلفیقی متغیرهای اقتصادی بابت شبیه سازی متغیر ناظمین اقتصادی وجود نداشت.

منابع:

- ۱- اسکندری، میلاد. (۱۳۸۹). رابطه بین نظام راهبری و ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری ، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
- ۲- آذر، عادل، و منصور مومنی. (۱۳۸۵). آمار و کاربرد آن در مدیریت(جلد دوم). تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
- ۳- اکبری، فضل الله. (۱۳۸۵). فرهنگ اصطلاحات حسابداری. انتشارات سازمان حسابرسی.
- ۴- باد آور نهندي، یونس. و امين ناظمي. (۱۳۸۸). حسابداري ميانه ۱(جلد دوم). انتشارات سازمان حسابرسی.
- ۵- برادران شركاء ، حميدرضا و سيد مطهری. (۱۳۸۷). رابطه متغيرهای مهم کلان اقتصادی با متغيرهای عمدۀ حسابداری در ایران ، **فصلنامه مطالعات حسابداری**، ۲۰. ۱-۱۸.
- ۶- بروکز، کریس. (۱۳۸۹). مقدمه ای بر اقتصاد سنجی مالی. (ترجمه احمد بدري و عبدالجید عبدالباقي). سازمان چاپ و انتشارات وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
- ۷- پورحیدری، امید و حمید پهلوان. (۱۳۸۷). بررسی تاثیر متغيرهای کلان اقتصادی بر بازدهی بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، سال اول ، شماره ۱، بهار ۷۱-۹۹ ، صفحات ۸۷
- ۸- جهانخانی ، علی و علی پارسائیان. (۱۳۸۶). مدیریت مالی، انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت) ، جلد دوم.
- ۹- حساس یگانه، یحیی. مفاهیم حاکمیت شرکتی. مجله حسابدار ۱۶۷. ۳۳-۳۰.
- ۱۰- روزبهان ، محمود. (۱۳۸۳). **تئوري اقتصاد کلان** (۱). انتشارات تابان.
- ۱۱- راوه و ميلر. (۱۳۷۰). **اقتصاد سنجی کاربردی**. (ترجمه حمید ابریشمی). انتشارات موسسه تحقیقات پولی و بانکی وابسته به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ۱۲- ضيائي، محمد علی. (۱۳۸۸). ارتباط بین نظام راهبری و كيفيت سود در شرکت های پذيرfته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشکده حسابداری و مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
- ۱۳- عباسیان، عزت الله، مهدی مرادپور اولادی و وحید عباسیون. (۱۳۸۷). اثر متغيرهای کلان اقتصادي بر شاخص كل بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه پژوهش اقتصادي ايران**. ۳۶.

- ۱۴- فرهنگی ، علی اکبر و حسین صفرزاده. (۱۳۸۷). *روش های تحقیق در علوم انسانی*. انتشارات پویش.
- ۱۵- گجراتی، دامور. (۱۳۸۹). *مبانی اقتصاد سنجی* (جلد اول). (ترجمه حمید ابریشمی). تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- ۱۶- گجراتی، دامور. (۱۳۸۹). *مبانی اقتصاد سنجی* (جلد دوم). (ترجمه حمید ابریشمی). تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- ۱۷- مطیع، پروانه. (۱۳۸۹). رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و بازده بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری*. دانشکده حسابداری و مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
- ۱۸- نوروزی، محمد. (۱۳۸۸). تجزیه و تحلیل متغیرهای اقتصاد کلان و شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران با استفاده از روش همجمعی. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری*. دانشکده حسابداری و مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
- 19- Baum , C. & Chi Wan,(2010).Macroeconomic Uncertainty and Credit Default Swap Spreads. **Applied Financial Economics** , 20, 1163-1171.
- 20- Baum , C. &Caglayan , S. & Talavera,(200⁴).Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity. **Economic Modelling**, 25, 833-849.
- 21-Baum , C. &Chakraborty& Liu ,(2009) " The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Firms' Changes in Financial Leverage " , **International Journal of Finance & Economics**, 15:1, 22-30.
- 22- Baum , C. &Caglayan& Talavera (2009) "On the Sensitivity of Firms' Investment to Cash Flow and Uncertainty "y, **Oxford Economic Papers** , 62, 286-306.
- 23- Baum, C. F., Stephan, A. & Talavera, O. (2008), "The effects of uncertainty on the leverage of non-financial firms", **Economic Inquiry**.
- 24- Baum , C. &Caglayan&Ozkan ,(2008) " The second moments mattre : The impact of macroeconomic uncertainty on the allocation of loanable funds" , **Economics of Transition**, 16(3), 537-557.
- 25- Baum, C. &Caglayan& Talavera. (2008)." On the sensitivity of firms' investment to cash flow and uncertainty ",**Oxford Economic Papers**, 62, 286-306.
- 26- Baum , C. &Caglayan& Talavera ,(2006) " On the Investment Sensitivity of Debt under Uncertainty" , **Economics Letters**, 106, 25-27.
- 27- Berger, P. G. &Ofek, E. &Yermack, D. L. (1997), " Managerial entrenchment and capital structure decisions " , **Journal of Finance** 52(4), 1411–38.

- 28- Bernanke, B. S. &Gertler, M. (1995), "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission " , **Journal of Economic Perspectives** 9, 27–48.
- 29- Byrne, J. P. & Davis, E. P.,(2002) "Investment and uncertainty in the G7, Discussion Papers ",**National Institute of Economic Research**, London.
- 30- Chirinko, R. S. (1987), 'Tobin's Q and financial policy', **Journal of Monetary Economics** 19, 69–87.
- 31- Choe, H. &Masulis, R. W. & Nanda, V. (1993), "Common stock offerings across the business cycle : Theory and evidence ", **Journal of Empirical Finance** 1(1), 3–31.
- 32- Gertler, M. & Gilchrist, S. (1994), " Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms ", **Quarterly Journal of Economics** 109, 309–40.
- 33- Ghosal, V. &Loungani, P. (2000), " The differential impact of uncertainty on investment in small and large business", **The Review of Economics and Statistics** 82, 338–349.
- 34- Ghosal , V. &Loungani , P. ,(2000) " The differential impact of uncertainty on investment in small and large businesse ". **The Review of Economics and Statistic** , 82 -2 . 338 – 343.
- 35- Gompers, P. A.& Ishii, J. &Metrick, A(2003). " Corporate governance and equity Prices", **Quarterly Journal of Economics** , 118, 107–155.
- 36- Havakimian, A. & Opler, T. & Titman, S. (2001), "The debt-equity choice", **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 36, 1–24.
- 37- Hayashi, F. (1982), 'Tobin's average q and marginal q: A neoclassical interpretation',**Econometrica** 50, 261–280.
- 38- Jensen, M. C. &Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure " , **Journal of Financial Economics** 3(4), 305–360.
- 39- Jiraporn, P. & Gleason, K. C. (2007), " Capital structure, shareholder rights, and corporate governance", **Journal of Financial Research** 30(1), 21–33.
- 40- John, K. &Litov, L. (2008), "Corporate governance and financing policy: New evidence, Working papers", **Stern School of Business, New York University**.
- 41- John, K. &Litov, L. &Yeung, B. (2008), "Corporate governance and risk taking",**Journal of Finance** 63(4), 1679–1728.
- 42- Korajczyk, R. A. & Levy, A. (2003), " Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints" ,**Journal of Financial Economics** 68(1), 75–109.

-
- 43- Leahy, J. V. & Whited, T. M. (1996), "The efect of uncertainty on investment: Some stylized facts", **Journal of Money, Credit and Banking** 28(1), 64–83.
 - 44- Stephan , A. & Talavera &Oleksandr , "Macroeconomic Uncertainty and Firm Leverage" , The **Review of Economics and Statistic** , 2004 , 86 – 2 , 234-241.
 - 45- Titman, S. &Wessels, R. (1988), "The determinants of capital structure choice" , **Journal of Finance** 43(1), 1–19.
 - 46- Wald, J. K. & Long, M. S. (2007), "The effect of state laws on capital structur " , **Journal of Financial Economics** 83(2), 297–319.

پیوست ها:

پیوست ۱: نتایج آزمون مانایی داده های شاخص قیمت مصرف کننده ماهانه

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.167382	0.516944	0.323792	0.7469
SER01(-1)	1.010281	0.003665	275.6839	0.0000
R-squared	0.998935	Mean dependent var	136.8012	
Adjusted R-squared	0.998922	S.D. dependent var	40.77934	
S.E. of regression	1.338765	Akaike info criterion	3.445174	
Sum squared resid	145.1757	Schwarz criterion	3.503459	
Log likelihood	-140.9747	Hannan-Quinn criter.	3.468590	
F-statistic	76001.60	Durbin-Watson stat	1.225733	
Prob(F-statistic)	0.000000			

پیوست ۲: نتایج آزمون همبستگی داده ها

Null Hypothesis: DFINANCIALLEVERAGE has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=16)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-21.82005	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.448518	
5% level	-2.869442	
10% level	-2.571047	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DFINANCIALLEVERAGE)
 Method: Least Squares
 Date: 05/27/12 Time: 21:22
 Sample (adjusted): 2 357
 Included observations: 356 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFINANCIALLEVERAGE(-1)	-1.146316	0.052535	-21.82005	0.0000
C	0.036548	0.013221	2.764313	0.0060
R-squared	0.573553	Mean dependent var	0.000871	
Adjusted R-squared	0.572348	S.D. dependent var	0.378541	
S.E. of regression	0.247547	Akaike info criterion	0.051170	
Sum squared resid	21.69295	Schwarz criterion	0.072939	
Log likelihood	-7.108180	Hannan-Quinn criter.	0.059829	
F-statistic	476.1147	Durbin-Watson stat	2.008643	
Prob(F-statistic)	0.000000			

پیوست ۳: نتایج آزمون گشتاورهای تعیین یافته

Dependent Variable: DFINANCIALLEVERAGE				
Method: Generalized Method of Moments				
Date: 03/25/12 Time: 09:17				
Sample (adjusted): 2 357				
Included observations: 356 after adjustments				
Kernel: Bartlett Bandwidth: Fixed (5), No prewhitening				
Simultaneous weighting matrix & coefficient iteration				
Convergence achieved after: 1 weight matrix, 2 total coef iterations				
Instrument list: DFINANCIALLEVERAGE(-1) CASH NSALE INVESTMENT				
GINDEX CPI CONJUNCTION				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.340460	0.134679	2.527937	0.0119
DFINANCIALLEVERAGE(-1)	-0.157976	0.041584	-3.798974	0.0002
CASH	-0.204861	0.150908	-1.357524	0.1755
NSALE	0.012808	0.018045	0.709795	0.4783
INVESTMENT	0.442962	0.135247	3.275206	0.0012
GINDEX	-0.036744	0.016553	-2.219758	0.0271
CPI	-0.117752	0.052538	-2.241252	0.0256
CONJUNCTION	0.012571	0.005933	2.118831	0.0348
R-squared	0.072477	Mean dependent var	0.031994	
Adjusted R-squared	0.053820	S.D. dependent var	0.249892	
S.E. of regression	0.243074	Sum squared resid	20.56160	
Durbin-Watson stat	2.033942	J-statistic	6.88E-27	

پیوست ۴: نتایج مدل گارچ مورد استفاده

Dependent Variable: SER01				
Method: ML - ARCH				
Date: 03/22/12 Time: 13:09				
Sample (adjusted): 1382M02 1388M12				
Included observations: 83 after adjustments				
Convergence achieved after 29 iterations				
Bollerslev-Wooldridge robust standard errors & covariance				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*RESID(-2)^2 + C(6)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.202918	0.228910	0.886450	0.3754
SER01(-1)	1.008780	0.002171	464.6870	0.0000
Variance Equation				
C	0.014027	0.011207	1.251596	0.2107
RESID(-1)^2	0.613374	0.200433	3.060239	0.0022
RESID(-2)^2	-0.748215	0.233331	-3.206672	0.0013
GARCH(-1)	1.119815	0.068463	16.35644	0.0000
R-squared	0.998916	Mean dependent var	136.8012	
Adjusted R-squared	0.998846	S.D. dependent var	40.77934	
S.E. of regression	1.385477	Akaike info criterion	3.109293	
Sum squared resid	147.8050	Schwarz criterion	3.284149	
Log likelihood	-123.0357	Hannan-Quinn criter.	3.179541	
F-statistic	14192.37	Durbin-Watson stat	1.202212	
Prob(F-statistic)	0.000000			