



Research Paper

Received:
25 November 2023
Revised:
07 January 2024
Accepted:
05 April 2024
Published:
22 August 2024



Investigating the Effect of Corporate Governance on the Relationship between Investment and Economic Policy Uncertainty

Mohammad Jafari ^{*1} | Mohammad Solgi ² | Neda Rezai ³

Abstract

Purpose: The purpose of this article is to investigate the impact of the role of corporate governance on the relationship between investment and economic policy uncertainty in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methodology: Multivariate regression model has been used to test research hypotheses. After applying some limitations in this research, the statistical population of this research includes 92 companies admitted to Tehran Stock Exchange during the period of 1395 to 1400.

Findings: The research findings indicate that organizations with strong corporate governance are less sensitive to economic policy uncertainty, and on the other hand, corporate governance has a negative moderating effect on the relationship between investment and economic policy uncertainty in companies admitted to the Tehran Stock Exchange.

Increasing Knowledge: Research findings suggest that opportunistic management behavior weakens the effect of EPU on investment, which may again be exacerbated by stricter governance rules that prevent tunneling.

Keywords: Capital structure, policy uncertainty, corporate governance, econometric models.

1. Corresponding Author: Master's student in accounting, Faculty of Management, Imam Hossein University (AS), Tehran, Iran. jafarimohamad738@gmail.com
2. Assistant Professor, Department of Islamic Financial Management, Faculty of Management, Imam Hossein University (AS), Tehran, Iran.
3. Master's degree in accounting, Faculty of Management, Tabran Institute of Higher Education, Mashhad, Iran.

Publisher: Imam Hussein University

© Authors



This article is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC BY 4.0).

بررسی تأثیر نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی

محمد جعفری^{۱*} | محمد سلگی^۲ | ندا رضائی^۳

چکیده

هدف: هدف مقاله حاضر بررسی تأثیر نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش‌شناسی: در راستای آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده خواهد شد. جامعه آماری این پژوهش پس از اعمال برخی محدودیت‌های موجود، شامل ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. یافته‌ها: یافته‌های پژوهش حاکی از آن است در سازمان‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی حساسیت کمتری نسبت به عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارند و از طرفی حاکمیت شرکتی تأثیر تعدیل‌کنندگی منفی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. دانش‌افزایی: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند که ممکن است دوباره با قوانین حاکمیتی سخت‌گیرانه‌تر که از تونل‌زنی جلوگیری می‌کند، تشدید شود. کلیدواژه‌ها: ساختار سرمایه، عدم قطعیت سیاست، حاکمیت شرکتی، الگوهای اقتصادسنجی.

۲

سال دوم
تابستان ۱۴۰۳
صص: ۵۹-۸۲

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:

۱۴۰۲/۰۹/۰۴

تاریخ بازنگری:

۱۴۰۲/۱۰/۱۷

تاریخ پذیرش:

۱۴۰۳/۰۱/۱۷

تاریخ انتشار:

۱۴۰۳/۰۶/۰۱



۱. نویسنده مسئول: دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه جامع امام حسین (ع)، تهران، ایران.

jafarimohamad738@gmail.com

۲. استادیار گروه مدیریت مالی اسلامی، دانشکده مدیریت، دانشگاه جامع امام حسین (ع)، تهران، ایران.

۳. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، موسسه آموزش عالی تابان، مشهد، ایران.

مقدمه و بیان مسئله

در تئوری مالی شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری شرکتی متأثر از عوامل بسیاری است که شناخت این عوامل در ارزیابی، تعریف و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت بسیار مهم است. این عوامل در تئوری کیو توین شامل هزینه‌های تأخیر و تعدیل پروژه، انتظارات در مورد هزینه‌ها و بازده‌های آتی، ریسک و ارزیابی بازار پروژه‌ها می‌باشد (احمدی قره بلاغ و زینالی، ۱۴۰۱). در نظریه‌های سنتی از جمله کیو توین می‌توان با خیال راحت و با قطعیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ کرد. در این نظریه‌ها به برگشت‌ناپذیری مخارج سرمایه‌گذاری و تأخیر در اجرا توجهی نشده است. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری‌ها هزینه‌های غیرقابل جبران تلقی می‌شوند. علاوه بر موارد فوق، سرمایه‌گذاری‌ها به دلیل دسترسی به اطلاعات جدید در مورد قیمت‌ها، هزینه‌ها و سایر شرایط بازار به تأخیر می‌افتد. بنا بر آنکه مطرح شد، عدم اطمینان سیاسی مسیر سرمایه‌گذاری را درگیر انحراف می‌نماید (لونی و همکاران، ۱۴۰۰).

عدم اطمینان به دو علت نامشخص بودن اتفاقات آینده و پیش‌بینی‌پذیر نبودن آن‌ها به وجود می‌آید. عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی سبب بروز تغییر وضعیت محیطی فعالیت مؤسسات می‌گردد. در شرایطی که مؤسسات غالباً پیرامون زمان (زمانه)، محتوا و تأثیر احتمالی تصمیم‌های مربوط به سیاست‌های اقتصادی با عدم قطعیت مواجه خواهند شد، موضوع بررسی پیامدهایی که بر مبنای عدم قطعیت مرتبط با سیاست‌های اقتصادی شکل می‌گیرد مهم واقع می‌شود. پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد از دیدگاه فعالین اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است؛ به عبارت دیگر میان توانایی پیش‌بینی اقتصادی و عدم اطمینان رابطه معکوسی برقرار است هرچه قدر توانایی پیش‌بینی اقتصادی بیش تر باشد، نشان‌دهنده سطح کم‌تری از عدم اطمینان در اقتصاد کشور می‌باشد. یکی از دلایل مهم عدم اطمینان، نبود دانش (عدم توانایی) پیش‌بینی اتفاقات آینده است که در این حالت تصمیم‌گیری برای آینده وضعیتی دشوار و پیچیده‌ای می‌شود که بر تصمیم‌های عاملان اقتصادی تأثیرگذار است.

عوامل متعددی بر ایجاد شرایط عدم اطمینان اقتصادی تأثیرگذار می‌باشد که برنامه‌ریزی سیاست‌ها در چشم‌اندازهای متناهی و ارجحیت مزایای کوتاه‌مدت بر مزایای بلندمدت از مهم‌ترین

آنان می‌باشد و در ادامه عوامل ساختاری سیاسی، قیمت نفت، بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و مانند آن به ترتیب نقش بسزایی در ایجاد شرایط عوامل ایجادکننده عدم اطمینان اقتصادی کشور دارند (جعفری و الماسی، ۱۴۰۲).

ارتباط عدم قطعیت سیاست اقتصادی با توسعه اقتصادی عمدتاً از تأثیر منفی آن بر رشد تولید ناخالص داخلی از طریق کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ناشی می‌شود (ایزینمان و مرجان^۱، ۱۳۹۳). هنگامی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی رشد می‌کند، برآورد جریان نقدی پروژه‌های جدید از دقت کم‌تری برخوردار است و هزینه تأمین مالی خارجی افزایش می‌یابد و شرکت‌ها را وادار می‌کند تا تصمیمات مهم تخصیص سرمایه را به تأخیر بیندازند (بلوم^۲، ۲۰۱۶)، لئو و ژانگ^۳ (۲۰۰۹). مطابق با این دیدگاه، بیکر و همکاران (۲۰۱۶)، نشان می‌دهند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. از طرفی جعفری و الماسی (۱۴۰۲)، نشان می‌دهند که ویژگی‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت به یک‌میزان در تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه مهم هستند. به طور متوسط، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی از منظر اقتصادی منجر به کاهش معناداری در نسبت بدهی می‌گردد.

حداکثر نمودن ثروت سهام‌داران جزء اهداف اصلی اکثر مؤسسات می‌باشد که در راستای تحقق آن مؤسسات تلاش می‌نمایند تا شرایط لازم (تصمیمات و سیاست‌های مناسب) را ایجاد کنند. در این میان، تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مورد توجه مؤسسات واقع می‌شود. ساختار سرمایه عبارت است از نحوه ترکیب منابع مالی متعدد (مختلف) در یک مؤسسه؛ به عبارت دیگر شیوهی تأمین منابع مالی موردنیاز مؤسسه در جهت تداوم فعالیت، ساختار سرمایه شرکت می‌نامند. در سال‌های اخیر ساختار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های تأثیرگذار بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری مؤسسات در بازار سرمایه عنوان شده است (عبدی و همکاران، ۱۳۹۵). از طرفی در بازار سرمایه، مؤسساتی با عدم تقارن اطلاعاتی بیش‌تر، به علت هزینه سرمایه بالاتر به احتمال بالا در راستای تداوم فعالیت خود از شیوه تأمین مالی بدهی استفاده می‌کنند. به این علت که بدون آگاهی از هزینه سرمایه، مؤسسه توانایی

1. Aizenman and Marjan

2. Bloom

3. Liu and Zhong

تصمیم‌گیری لازم را در جهت اتخاذ بهترین شیوه جمع‌آوری منابع مالی و سرمایه‌گذاری‌های درازمدت ندارد. از طرفی به دلیل کمبود منابع مالی تأمین‌کننده مؤسسات از ترکیب منابع مالی تأمین‌کننده بهره می‌گیرند تا بدین طریق کم‌ترین هزینه سرمایه شامل حال آنان گردد (رجبی و همکاران (۱۴۰۲)، پاتاچی^۱، (۲۰۱۵)). با این حال چگونگی تأثیر حاکمیت شرکتی بر این رابطه هنوز مورد بررسی قرار نگرفته است. در این مقاله سعی شده با بررسی نقش حاکمیت شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به عدم قطعیت سیاست اقتصادی، این شکاف را پر شود. حاکمیت شرکتی یک عامل بالقوه تعیین‌کننده پیوند عدم قطعیت سیاست اقتصادی سرمایه‌گذاری است؛ زیرا غیرقابل پیش‌بینی بودن بیشتر سیاست اقتصادی دولت ممکن است انگیزه‌های سلب مالکیت سهام‌داران را افزایش دهد (جانسون و همکاران^۲ (۲۰۰۰)، بیک و همکاران^۳ (۲۰۱۲)، میتون^۴ (۲۰۰۲)). برای کاهش این افت در ثروت خود، کنترل حاکمیت شرکتی، یک عامل بالقوه تعیین‌کننده پیوند عدم قطعیت سیاست اقتصادی سرمایه‌گذاری است؛ زیرا افزایش غیرقابل پیش‌بینی بودن سیاست اقتصادی دولت، انگیزه‌های سلب مالکیت سهام‌داران را افزایش می‌دهد (جعفری و الماسی، ۱۴۰۲). عدم قطعیت سیاست اقتصادی ارتباط منفی با مخارج مصرف‌کننده و سرمایه‌گذاری دارد که تمایل به کاهش فروش و ارزش بازار دارد (رجبی و همکاران، ۱۴۰۲). در سال‌های اخیر در شاخص‌های اقتصادی ایران، تغییرات قابل ملاحظه‌ای رویت شده است. می‌توان عنوان نمود تصمیم‌گیری بین بدهی و سرمایه از مهم‌ترین عوامل تنش‌زا (نگران‌کننده)، تصمیم‌گیران در راستای سرمایه‌گذاری است (جعفری و الماسی، ۱۴۰۲). بدین سبب الزام است که عوامل مؤثر اقتصادی نیز مانند عوامل داخلی مورد توجه واقع گردند.

باتوجه به مطالب فوق مدیران مالی مؤسسات، در زمان اتخاذ تصمیمات مالی علاوه بر عوامل داخلی باید به عوامل اقتصادی نیز توجه نمایند. از آنجایی که در کشور ایران محققان محدودی به این موضوع توجه نموده‌اند؛ بنابراین در این مقاله به سه دلیل که عبارت‌اند از: سطح بالای عدم قطعیت سیاست اقتصادی در سال‌های اخیر؛ مزایای خصوصی آشکار کنترل برای سهام‌داران نهادی؛ سیستم حقوقی ضعیف در مورد حمایت از سرمایه‌گذاران (لا پورتا و همکاران،

1. Petacchi
2. Johnson et al
3. Baek et al
4. Mitton

۱۹۹۸، جعفری و همکاران، ۱۴۰۲؛ روزگاری آقبلاغ و نیاورانی، ۱۳۸۹). در این مطالعه به بررسی تأثیر نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی شرکت‌ها پرداخته می‌شود.

مبانی نظری پژوهش

چارچوب نظری برای مطالعات حاکمیتی، نظریه نمایندگی است که مبتنی بر مفروضات انسانی و سازمانی می‌باشد، مانند حداکثر کردن مطلوبیت افراد و عدم تقارن اطلاعات و قراردادهای ناقص (حامدی‌نژاد، ۱۴۰۱). در یک محیط شرکتی با این ویژگی‌ها، تضاد منافع جزئی بین ذینفعان وجود دارد و تصمیمات مالی ممکن است توسط اهداف شخصی مدیران (یا سهامداران کنترل‌کننده) هدایت شود (وارث و همکاران، ۱۴۰۱). برای کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه خودی‌ها، مکانیزم‌های حاکمیت داخلی و خارجی می‌توانند منافع ذینفعان را همسو کنند و نظارت بر تصمیمات شرکت را بهبود بخشند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷).

در خارج از کشورهای آنگلو ساکسون، کنترل شرکت معمولاً در دست مالکان مسلط متمرکز می‌باشد که ممکن است هنگام پیگیری منافع خصوصی، کنترل شیوه‌های فرصت‌طلبانه را اتخاذ کنند (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). به عنوان مثال تجارت داخلی، فروش دارایی‌ها با تخفیف‌های قابل توجه به سایر شرکت‌های تحت کنترل آن‌ها و اعطای وام با نرخ بهره پایین به گروه کنترل‌کننده است (رجبی و همکاران، ۱۴۰۲). از این رو در حضور سهام‌داران بزرگ، هدف اصلی حاکمیت شرکتی مبارزه با سلب مالکیت ثروت از سهام‌داران اقلیت است (کلاسنس و همکاران، ۲۰۰۲).

هنگامی که غیرقابل‌پیش‌بینی بودن سیاست‌های اقتصادی دولت افزایش می‌یابد، محیط اقتصادی کشور مخاطره‌آمیز می‌شود و از مخارج مصرف‌کننده و سرمایه‌گذاری دلسرد می‌شوند (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶؛ بلوم، ۲۰۰۹). در نتیجه به طور کلی، فروش و بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاهش می‌یابد (فان و همکاران، ۲۰۱۸) و سهامداران کنترل‌کننده را وادار به استخراج یا حفظ منافع خصوصی در تلاش برای جبران کاهش ثروت آن‌ها می‌کند (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶)، جانسون و همکاران (۲۰۰۰)، میتون (۲۰۰۲). در این شرایط دو رفتار فرصت‌طلبانه

می‌تواند توسط مدیران در رابطه با تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه شرکت اتخاذ شود که به شرح زیر استفاده شود:

مالکان غالب اول می‌توانند پروژه‌های پرخطر افزایش ارزش را کاهش دهند یا رد کنند. انگیزه این عمل با قرارگرفتن در معرض خطر بالا است؛ زیرا بخش قابل توجهی از دارایی آنها معمولاً در شرکت سرمایه‌گذاری می‌شود (فرایرا و همکاران، ۲۰۱۹؛ پانوسی و پاپانیکولاو، ۲۰۱۲). سپس در طول ضربه‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی، آن‌ها می‌توانند در انتخاب سرمایه‌گذاری‌های شرکتی محافظه‌کارتر باشند تا از منافع خصوصی خود محافظت کنند (وارث و همکاران، ۱۴۰۱). از این نظر معرفی شیوه‌های حاکمیت شرکتی بهتر، مرتبط با هیئت‌مدیره قوی‌تر، واگرایی کنترل مالکیت کمتر و حمایت بیشتر از سرمایه‌گذار می‌تواند ریسک‌پذیری شرکت را تشویق کند (پاتان، ۲۰۰۹؛ سو و همکاران، ۲۰۱۷؛ لو و وانگ، ۲۰۱۸؛ کویرالا و همکاران، ۲۰۲۰).

از سوی دیگر رفتار دوم که «رفتارهای تونل وار» نامیده می‌شود، بیان می‌کند که خودی‌ها می‌توانند سرمایه‌گذاری‌هایی با ریسک بالا برای دستیابی به اهداف شخصی انجام دهند. در بسیاری از کشورها سهام‌داران بزرگ کنترل شرکت را از طریق ساختارهای هرمی و سهام دوطبقه حفظ می‌کنند یا به دست می‌آورند و گروه کنترل مالکیت را افزایش می‌دهند (مورک و همکاران، ۲۰۰۵). هنگامی که سطح افشای تصمیمات شرکت پایین است و حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف است، مالکان کنترل‌کننده ممکن است سرمایه‌گذاری‌های پرخطر را برای انتقال بعدی جریان‌های نقدی خود به شرکت‌های دیگری که در آن سهام مالکیت بالاتری دارند انتخاب کنند (برتراند و همکاران، ۲۰۰۲؛ جانسون و همکاران، ۲۰۰۰). لذا در زمان‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا، سطح ریسک‌گریزی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتی به دلیل حفر تونل نمی‌تواند آنقدر که باید باشد. در چنین شرایطی حاکمیت شرکتی قوی‌تر می‌تواند ریسک‌پذیری شرکت را با مهار تفکیک کنترل مالکیت، حفاظت از حقوق سهام‌داران اقلیت و افزایش شفافیت و نظارت بر انتخاب‌های خودی کاهش دهد (ننووا و همکاران، ۲۰۰۰؛ جیراپورن و لی، ۲۰۱۸؛ کایکس و همکاران، ۲۰۱۹).

عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر تمایل به کاهش ریسک شرکت در مورد تصمیمات تخصیص سرمایه دارد (رجبی و همکاران، ۱۴۰۲). این بدین دلیل است که عدم اطمینان در مورد سیاست اقتصادی دولت هزینه تامین مالی خارجی را افزایش می‌دهد و قابلیت پیش‌بینی جریان نقدی پروژه‌های جدید را کاهش می‌دهد (لیو و ژونگ، ۲۰۱۷؛ فان و همکاران، ۲۰۱۸). مطابق با این دیدگاه، مقالات تجربی شواهدی پیدا می‌کنند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی رابطه منفی با سرمایه‌گذاری بلندمدت شرکت دارد (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶؛ گولن و یون، ۲۰۱۶؛ نگوین و فان، ۲۰۱۷)؛ زیرا شرکت‌ها ترجیح می‌دهند پول نقد بیشتری نگهداری کنند (دمیر و ارسان، ۲۰۱۷؛ فان و همکاران، ۲۰۱۹) یا هنگام رشد عدم قطعیت سیاست اقتصادی، پرداخت سود سهام را افزایش دهند (آتیگ و همکاران، ۲۰۲۱؛ جعفری و الماسی، ۱۴۰۲).

درعین حال همان‌طور که در بخش قبل بحث شد، عدم قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است سهام‌داران کنترل‌کننده را نیز تشویق به اتخاذ شیوه‌های فرصت‌طلبانه کند (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶)، جانسون و همکاران (۲۰۰۰)، میتون (۲۰۰۲). آنها می‌توانند پروژه‌های پرخطر NPV مثبت را برای حفظ منافع خصوصی خود رد کنند (جان و همکاران، ۲۰۰۸) یا می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالا را فقط برای تونل کردن جریان‌های نقدی خود به سایر شرکت‌های تحت کنترل خود تأیید کنند (برتراند و همکاران، ۲۰۰۲؛ جان و همکاران، ۲۰۰۲). رفتار "تحریف تونل زنی" اساساً بدلیل ویژگی‌های محیط شرکتی است که در پاراگراف‌های بعدی توضیح داده می‌شود. اولین مورد جدایی مالکیت و کنترل است که قرار گرفتن ثروت مالکان مسلط را در معرض سرمایه‌گذاری‌های مخاطره آمیز به دلیل سهام مالکیت کوچکتر آنها کاهش می‌دهد (کلاسنس و همکاران، ۲۰۰۲)؛ در نتیجه حضور سهامداران کنترل‌کننده با واگرایی کنترل مالکیت بالا رایج است (کایکس و همکاران، ۲۰۱۹).

ویژگی دوم شفافیت ضعیف انتخاب‌های بودجه‌بندی سرمایه شرکت‌ها است؛ زیرا شناسایی شیوه‌های تونل زنی را برای سهام‌داران خرد سخت‌تر می‌کند (برتراند و همکاران، ۲۰۰۲). در نهایت استقلال پایین هیئت مدیره در مورد گروه کنترل است. این امر نظارت مؤثر بر سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها مرتبط با حمایت از حقوق سهامداران اقلیت را به خطر می‌اندازد؛ زیرا هیئت مدیره تمایل دارد منافع کنترل‌کنندگان را دنبال کند (ماسیلوس و ژانگ، ۲۰۱۹). اگر

سهامداران کنترل‌کننده پروژه‌های پرریسک را انتخاب کنند تا بعداً سود خود را تونل کنند، ممکن است تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری کاهش یابد. از این نظر، اتخاذ شیوه‌های شرکتی بهتر ممکن است حساسیت سرمایه‌گذاری - عدم قطعیت سیاست اقتصادی را افزایش دهد؛ زیرا آنها با چنین رفتار فرصت‌طلبانه مبارزه می‌کنند (رجبی و همکاران، ۱۴۰۲).

پیشینه پژوهش

جدول ۱. پیشینه‌های پژوهش

| نویسندگان | عنوان پژوهش | روش‌شناسی پژوهش | مهم‌ترین یافته‌های پژوهش |
|----------------------------|---|------------------------|---|
| رجبی و همکاران، (۱۴۰۲) | بررسی تأثیر مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه | مدل رگرسیونی | علایم تأثیر عدم اطمینان شرایط اقتصادی بر اهرم مالی با متغیرهایی که تحت تأثیر عدم اطمینان شرایط اقتصادی هستند مطابقت دارند. |
| وارث و همکاران (۱۴۰۱) | بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی | مدل رگرسیونی | حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارد |
| حامدی‌نژاد و علیفری (۱۴۰۱) | تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مسئولیت اجتماعی شرکتی با تأکید بر نقش واسطه‌ای سرمایه‌گذاری و تحقیق و توسعه | مدل رگرسیونی چندمتغیره | بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مسئولیت اجتماعی رابطه مثبت و معناداری است؛ سرمایه‌گذاری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد |
| صبوری و کریم‌پور (۱۴۰۰) | بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه | مدل رگرسیونی | عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها، تأثیر مشترک و معناداری دارد |

| نویسندگان | عنوان پژوهش | روش‌شناسی پژوهش | مهم‌ترین یافته‌های پژوهش |
|--|--|------------------------|--|
| بنی فاطمه (۱۴۰۰) | بررسی سرمایه‌گذاری شرکتی و عدم قطعیت سیاست اقتصادی | مدل رگرسیونی | عدم قطعیت اقتصادی از طریق اختلال در سیستم قیمت‌ها، نقدینگی را به سمت فعالیت‌های غیرمولد می‌برند و سبب کاهش ورود نقدینگی به سمت تولید و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری شرکتی می‌گردد. |
| اسدی اسدآبادی و همکاران (۱۳۹۹) | بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیریت عامل اجرایی | مدل رگرسیونی چندمتغیره | عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت معناداری می‌گذارد. همچنین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیریت عامل اجرایی شرکت، تأثیر منفی معناداری دارد. |
| آقای و محمد رجبی (۱۳۹۹) | بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت و حاکمیت شرکتی بر ضعف کنترل داخلی شرکت | مدل رگرسیونی چندمتغیره | هر چه ساختار عملکرد شرکت قوی‌تر، ضعف سیستم کنترل داخلی کمتر می‌گردد و همچنین ویژگی‌های شرکت و حاکمیت شرکتی بر ضعف کنترل داخلی تأثیرگذار می‌باشد. |
| ابراهیمی سربوده و عنایت پور شیاده (۱۳۹۹) | بررسی تأثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت | مدل رگرسیونی | بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی‌ها و ارزش شرکت تأثیر منفی و معناداری برقرار است. |
| رحیمی باغی، عرب صالحی و واعظ (۱۳۹۸) | تأثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت | مدل رگرسیونی چندمتغیره | عدم اطمینان در بازار، سبب افزایش می‌گردد و این امر با افزایش هزینه اعتبار و ایجاد عدم اطمینان در مؤسسه‌های مالی و سرمایه‌گذاران به ایجاد روند نزولی در اقتصاد منجر می‌شود، خواهد شد. |

| نویسندگان | عنوان پژوهش | روش‌شناسی پژوهش | مهم‌ترین یافته‌های پژوهش |
|---------------------------------------|--|--------------------------|---|
| رحیمی و حری (۱۳۹۴) | بررسی اثرهای عدم اطمینان نرخ ارز و تورم بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران | مدل رگرسیونی چندمتغیره | اثر منفی و معنادار متغیرهای عدم اطمینان نرخ ارز واقعی و نرخ تورم بر تابع سرمایه‌گذاری کیو توین |
| زمانیان، جمالی، کاظمی و کرشاهی (۱۳۹۳) | بررسی تأثیر نوسان‌های قیمت نفت را بر تصمیم‌های راهبردی سرمایه‌گذاران | مدل رگرسیونی | بین نوسان‌های قیمت نفت و راهبرد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه‌ای U شکل وجود دارد. |
| فروغی و صادقی (۱۳۹۲) | بررسی رابطه عدم اطمینان غیرسیستماتیک، انعطاف‌پذیری مدیریتی و سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای | مدل رگرسیونی چندمتغیره | بین عدم اطمینان آینده و محدودیت‌های مالی با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، رابطه مثبت و معناداری برقرار است. |
| کازرونی و دولتی (۱۳۸۶) | بررسی ارتباط عدم اطمینان نرخ ارز واقعی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ایران | مدل رگرسیونی چندمتغیره | منفی بودن اثر عدم اطمینان نرخ ارز واقعی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بوده است |
| لیو و کوهه (۲۰۲۲) | بررسی مجدد اثرات غیرخطی سرمایه‌گذاری بر کارایی شرکت | استفاده از مدل DEA و GAM | - |
| آکسیو و کیو (۲۰۲۲) | بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی، هزینه سرمایه و نوآوری شرکت | مدل رگرسیونی چندمتغیره | شرکت‌های که در معرض عدم قطعیت سیاست اقتصادی واقع شوند، هزینه سرمایه بالاتری را مصرف نوآوری کمتری را سپری می‌نمایند. |
| یان و ژانگ (۲۰۲۰) | بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در سطح بتا و در سطح بازار | مدل رگرسیونی چندمتغیره | شرکت‌ها با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی احتمالاً سقوط قیمت سهام را تجربه می‌نمایند. |
| بلان (۲۰۱۸) | بررسی عدم قطعیت در اقتصاد کلان، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت | مدل رگرسیونی چندمتغیره | کیفیت حاکمیت خوب می‌تواند به عنوان تعادلی برای تضمین این موضوع عمل کنند که شرکت‌ها از اهم کمتری در زمان روبرویی با نوسانات در محیط اقتصاد کلان استفاده می‌کنند. |

روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از منظر موضوع، روش تحقیق توصیفی و تحلیلی و از گونه کاربردی می‌باشد. به دید هدف، روش تحقیق همبستگی و به ملاحظه دسته پژوهش‌های نیمه‌تجربی پس‌رویدادی در قلمرو پژوهش‌های اثباتی خواهد بود که با صرف از شیوه رگرسیون چندمتغیره و نمونه‌های اقتصادسنجی اجرا خواهد شد. سنجش نظریه‌های (فرضیه) پژوهش بر اصل داده‌های پانلی یا تابلویی صورت گرفته است. جمع‌آوری محتوا در قسمت چهارچوب تئوری و پیشینه تحقیق بر اساس شیوه کتابخانه‌ای و تدوین داده‌های تحقیق با مصرف از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توصیفی صورت‌های شرکت‌های نمونه در تحقیق مورد بهره‌برداری قرار گرفته است. از بانک اطلاعاتی و نرم‌افزارهای نظیر برنامه ره‌آورد نوین و وب‌سایت کدال در راستای جمع‌آوری داده‌های تحقیق بهره گرفته‌ایم. استخراج متغیرهای تحقیق پس از دسته‌بندی داده‌ها توسط نرم‌افزار اکسل صورت گرفته است. از نرم‌افزارهای آماری، در جهت تحلیل استفاده می‌گردد. کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می‌دهند. نمونه آماری تحقیق شامل ۹۲ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران در بازه یاد شده است که با استفاده از روش نمونه‌گیری فن‌غربالی یا روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای عنوان شده در جدول (۲) انتخاب شده‌اند.

جدول ۲. تعیین نمونه آماری

| | |
|------|--|
| ۴۵۰ | کلیه مشاهدات مربوط به شرکت‌های نمونه آماری سال ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ |
| (۹۹) | کلیه مشاهدات مربوط به شرکت‌های نمونه آماری سال |
| (۸۵) | پایان سال مالی شرکت‌ها اسفندماه نباشد و یا تغییر سال مالی داشته باشند |
| (۷۸) | شرکت‌ها زیان انباشته داشته باشند و حقوق صاحبان سهام آنها منفی نباشد. |
| (۹۶) | شرکت‌ها در طول دوره تحقیق عضو بورس نباشند یا از زمان عضویت آنها ۲ سال نگذشته باشد. |
| ۹۲ | نمونه انتخابی |

در این پژوهش از مدل کایکس (۲۰۲۲) استفاده شده است که به صورت زیر بیان شده است. مدل رگرسیونی اقتباس شده از مقاله لاتین کایکس (۲۰۲۲) کنترل برای ویژگی‌های شرکت که عوامل احتمالی تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری شرکت هستند به صورت زیر است:

$$CAPEX_t = \beta_0 + \beta_1 EPU_{t-1} + \beta_2 EPU_{t-1} \times GCG_{i,t-1} + \beta_3 GCG_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 Size_{i,t-1} + \beta_8 GDP_{t-1} + \beta_9 Inflat_{t-1} + \beta_{10} Elect_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۳. تعریف عملیاتی متغیرها

| نوع متغیر | نام متغیر | نماد | روش اندازه‌گیری | |
|-----------|-----------------|----------------------------|---|--|
| مستقل | عدم قطعیت سیاسی | EPU | در ایران، این شاخص بر مبنای لگاریتم کیفیت اقلام تعهدی، مالیات‌های پرداختی، رقابت بازار محصول محاسبه می‌شود (صبوری و کریم‌پور، ۱۴۰۰). | |
| | حاکمیت شرکتی | GCG | از میانگین متغیرهای مجازی (صفر و یک)، استقلال اعضای هیئت‌مدیره، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و متخصصان مالی در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره استفاده می‌گردد. | |
| | | مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی | | در صورتی که درصد مالکیت مالکان نهادی مؤسسه، در کلیه شرکت‌های نمونه آماری بیش‌تر از ۲ درصد سهام باشد متغیر فرضی یک و در غیر آن متغیر فرضی صفر مد نظر قرار خواهد گرفت (ولی زاده لاریجانی و خدایی، ۱۴۰۰). |
| | | استقلال اعضای هیئت‌مدیره | | استقلال اعضای هیئت‌مدیره عبارت است از نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره در صورتی که این نسبت بیش‌تر از میانه کل شرکت‌های نمونه پژوهش باشد، این متغیر یک و در غیر این صورت صفر مدنظر است (ولی زاده لاریجانی و خدایی، ۱۴۰۰). |
| | | متخصصان مالی | متغیر یک در هنگامی که شرکت دارای بیش از یک متخصص مالی در بین اعضای هیئت‌مدیره باشد و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته خواهد شد (ولی زاده لاریجانی و خدایی، ۱۴۰۰). | |

| نوع متغیر | نام متغیر | نماد | روش اندازه‌گیری |
|-----------|------------------------|--------|---|
| وابسته | ساختار سرمایه | CAPEX | از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به دست می‌آید (شیائو و کیو، ۲۰۲۱). |
| | نسبت جریان نقدی | CF | جریان نقدی، تفاوت بین جریان‌های نقدی ورودی و خروجی است. جریان نقدی یک شرکت می‌تواند مثبت یا منفی باشد (کایکس، ۲۰۲۲). |
| کنترلی | نسبت اهرم مالی | Levt | به صورت نسبت کل دارایی به کل بدهی محاسبه می‌گردد (کایکس، ۲۰۲۲). |
| | اندازه شرکت | Size | به صورت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (کایکس، ۲۰۲۲). |
| | رشد تولید ناخالص داخلی | GDP | رشد تولید ناخالص داخلی در کشور ما (ایران)، عبارت است از با کل ارزش ریالی محصولات نهایی تولید شده توسط مؤسسات داخل کشور در بازه زمانی مدنظر یا تعیین شده (پایگاه اطلاعاتی سری‌های زمانی بانک مرکزی). |
| | نرخ تورم | Inflat | به صورت شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی (پایگاه اطلاعاتی سری‌های زمانی بانک مرکزی) محاسبه می‌گردد (نمازی و رضایی، ۱۳۹۱). |
| | کیوتوبین | Q | $Q_{TOBIN} = \frac{MVE + TD}{TA}$ (کایکس، ۲۰۲۲) |
| | متغیر ساختگی انتخاباتی | Elect | به منظور اندازه‌گیری متغیر ساختگی انتخاباتی از میانگین متغیرهای مجازی (صفر و یک) استفاده می‌شود (کایکس ۲۰۲۲). |

یافته‌های پژوهش

قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، در راستای شناخت بهتر در مورد تحقیق و متغیرهای آن الزام می‌باشد که این داده‌ها توصیف گردند. توصیف آماری داده‌ها گاهی برای تشخیص الگوی

حاکم بر متغیرها و مبنایی در جهت تبیین روابط بین آنان است که در پژوهش به کار برده می‌شود. همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود مقدار میانه و میانگین در بیش‌تر متغیرهای تحقیق به یکدیگر نزدیک می‌باشند که بیانگر یا نشان‌دهنده توزیع نامتقارن داده‌های آماری می‌باشد. با توجه به آنکه چولگی کلیه متغیرهای تحقیق مثبت است توزیع نامتقارن داده‌ها با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر است به عبارت دیگر چولگی مثبت است.

جدول ۴. آمار توصیفی

| متغیر | نماد | انحراف معیار | میانه | میانگین |
|------------------------|--------|--------------|--------|---------|
| ساختار سرمایه | CAPEX | ۰,۰۳۵۰ | ۰,۰۴۱ | ۰,۰۵۲۴ |
| عدم قطعیت سیاست | EPU | ۰,۲۰۷۸ | ۰,۶۹۳ | ۰,۵۷۶ |
| حاکمیت شرکتی | GCG | ۰,۳۶۰۵ | ۰,۶۴۳ | ۰,۰۶۵۶ |
| نسبت جریان نقدی | CF | ۰,۸۹۵ | ۰,۴۰۶۷ | ۰,۵۶۷۸ |
| کیو توبین | Q | ۰,۵۹۱۳ | ۰,۷۸۹۰ | ۱,۵۸۷۵ |
| اهرم مالی | Lev | ۰,۱۸۹۱ | ۰,۲۰۶۷ | ۰,۶۱۷۸ |
| اندازه شرکت | Size | ۱,۳۶۷۰ | ۸,۵۶۰۷ | ۱۴,۵۰۳۶ |
| تورم | Inflat | ۱۱,۶۷۹ | ۹ | ۲۱,۶۷۲ |
| تولید ناخالص داخلی | GDP | ۰,۰۳۲ | ۶,۷۹۲ | ۸۰۲۶ |
| متغیر ساختگی انتخاباتی | Elect | ۰,۰۰۹ | | ۰,۰۱۵ |

منبع: یافته‌های پژوهش

پیش از تحلیل در مرحله اول، مانایی تمامی متغیرهای پژوهش بررسی می‌شود که در این باره از آزمون هاردی استفاده می‌گردد. نتایج در جدول (۵)، قابل مشاهده می‌باشند.

جدول ۵. آزمون هاردی (مانایی متغیرها)

| سطح معناداری | آماره آزمون | نماد | نام متغیر |
|--------------|-------------|--------|------------------------|
| ۰,۰۰۰ | ۱۵,۳۶ | CAPEX | ساختار سرمایه |
| ۰,۰۰۰ | ۱۰,۴۰ | EPU | عدم قطعیت سیاست |
| ۰,۰۰۰ | ۱۲,۵۸ | GCG | حاکمیت شرکتی |
| ۰,۰۰۰ | ۱۰,۶۰ | CF | نسبت جریان نقدی |
| ۰,۰۰۰ | ۱۱,۰۹ | Q | کیو توبین |
| ۰,۰۰۰ | ۱۳,۲۸ | Lev | اهرم مالی |
| ۰,۰۰۰ | ۱۳,۳۹ | Size | اندازه شرکت |
| ۰,۰۰۰ | ۹,۱۰ | Inflat | تورم |
| ۰,۰۰۰ | ۱۴,۶۹ | GDP | تولید ناخالص داخلی |
| ۰,۰۰۰ | ۱۳,۹۸ | Elect | متغیر ساختگی انتخاباتی |

منبع: یافته‌های پژوهش

همه متغیرهای تحقیق مانا می‌باشند؛ زیرا سطح معناداری آزمون هاردی کمتر از $0/05$ است. نوع داده‌ها (تلفیقی یا تابلویی) در راستای انتخاب روش برآزش مدل الزام است پیش از برآزش مدل‌ها مشخص گردد چرا که داده‌های تحقیق به صورت سال شرکت می‌باشد. در نتیجه از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شده است. در صورتی از روش تلفیقی استفاده خواهد شد که مقدار احتمال آزمون چاو از $0/05$ بیش تر باشد؛ اما اگر مقدار احتمال آزمون چاو از $0/05$ کم تر باشد از روش تابلویی استفاده خواهد شد. لازم به ذکر است در صورتی که داده‌ها تابلویی یا رگرسیون وابسته به زمان باشند از آزمون هاسمن در راستایی تعیین برآزش مدل از اثرات ثابت یا تصادفی استفاده خواهد گردید؛ بنابراین در حالی که احتمال آزمون از $0/05$ کم تر گردد از مدل اثرات ثابت و در حالی که احتمال آزمون آن‌ها از $0/05$ بیش تر باشد از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده خواهد گردید.

هم خطی VIF

از دیگر فروض رگرسیون عدم هم خطی ما بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی تحقیق است که بر اساس نتایج جدول (۶) آماره محاسبه شده برای تورم واریانس و تلورانس متغیرهای مدل، هم خطی در مدل رگرسیونی را رد می‌کند (هم خطی وجود ندارد).

جدول ۶. هم خطی

| معادل مورد بررسی | آماره VIF | تلورانس | نتیجه |
|------------------------|-----------|---------|------------------|
| ساختار سرمایه | ۱,۰۷ | ۰,۷۴ | تأیید عدم هم خطی |
| عدم قطعیت سیاست | ۱,۰۸ | ۰,۷۶ | تأیید عدم هم خطی |
| حاکمیت شرکتی | ۱,۱۲ | ۰,۷۲ | تأیید عدم هم خطی |
| نسبت جریان نقدی | ۱,۰۶ | ۰,۷۰ | تأیید عدم هم خطی |
| کیو تو بین | ۱,۰۷ | ۰,۷۵ | تأیید عدم هم خطی |
| اهرم مالی | ۱,۰۵ | ۰,۷۶ | تأیید عدم هم خطی |
| اندازه شرکت | ۱,۰۷ | ۰,۷۵ | تأیید عدم هم خطی |
| تورم | ۱,۱۱ | ۰,۷۴ | تأیید عدم هم خطی |
| تولید ناخالص داخلی | ۱,۰۶ | ۰,۷۱ | تأیید عدم هم خطی |
| متغیر ساختگی انتخاباتی | ۱,۰۵ | ۰,۷۲ | تأیید عدم هم خطی |

منبع: یافته‌های پژوهش

اگر تورم واریانس کمتر از ۱ و تلورانس کمتر از یک باشد همخطی در مدل وجود ندارد. نتایج مرتبط به مراحل فوق قبل از برآزش مدل اصلی فرضیه تحقیق در جدول (۶) عنوان گردیده است.

جدول ۷. آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون بروش - پاگان - گادفری

| مدل | نوع آزمون | مقدار آماره | درجه آزادی | احتمال | نتیجه |
|-------|-----------------------|-------------|------------|--------|------------|
| فرضیه | F لیمر | ۱,۸۵ | ۱۰۳,۴۰۸ | ۰,۰۰۰ | روش ترکیبی |
| | هاسمن | ۵۲,۳۴ | ۸ | ۰,۰۰۰ | اثرات ثابت |
| | بروش - پاگان - گادفری | ۲,۳۲ | - | ۰,۰۰۰ | خودهمبستگی |

همان‌طور که ملاحظه می‌شود در جدول (۸)، ضریب متغیر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاسی $-0/0002$ می‌باشد که بیانگر رابطه منفی تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاسی است و بر اساس سطح معنی‌داری که $0/0001$ می‌باشد و از $0/05$ کم‌تر است، معنی‌دار می‌باشد. علاوه بر این ضریب حاکمیت شرکتی و عدم قطعیت سیاسی در مدل منفی و از نظر آماری معنی‌دار است که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که به خوبی اداره می‌شوند نسبت به عدم قطعیت سیاست اقتصادی حساس‌تر هستند. پراکندگی در حساسیت‌های سرمایه‌گذاری به عدم قطعیت سیاست اقتصادی از نظر اقتصادی نیز قابل توجه است.

جدول ۸. نتایج تخمین مدل رگرسیونی

| متغیر | ضریب برآوردی | خطای استاندارد | آماره t | احتمال |
|--------------------------------|--------------|----------------|---------|--------|
| مقدار ثابت | -۷۰۱۰,۳۸ | ۳۱۶۵,۳۴ | -۲,۲۱ | ۰,۰۳ |
| عدم قطعیت سیاسی | -۰,۰۰۰۱ | ۰,۰۰۰۰۳ | ۲,۵۲ | ۰,۰۱۲ |
| حاکمیت شرکتی | -۴۳۲,۵۳ | ۲۳۲,۱۲ | -۱,۸۶ | ۰,۰۶ |
| حاکمیت شرکتی * عدم قطعیت سیاست | -۰,۰۰۰۲ | ۰,۰۰۰۱ | -۲,۵۹ | ۰,۰۱۰ |
| نسبت جریان نقدی | ۷۸,۰۵ | ۱۴۱,۵۶ | ۰,۵۵ | ۰,۵۸۲ |
| کیو تو بین | ۱۹۰,۵۹ | ۱۱۸,۳۹ | ۱,۶۱ | ۰,۱۰۹ |
| اهرم مالی | -۲۸۹۶,۵۶ | ۴۱۳,۱۳ | -۷,۰۱ | ۰,۰۰۰ |
| اندازه شرکت | ۶۱۶,۴۷ | ۲۰۷,۰۹ | ۲,۹۸ | ۰,۰۰۳ |
| تورم | ۰,۸۷۰ | ۲,۱۵۲ | ۰,۴۰ | ۰,۶۹ |
| تولید ناخالص داخلی | ۱۹۰,۵۹ | ۱۱۸,۳۹ | ۱,۶۱ | ۰,۱۰۹ |
| متغیر ساختگی انتخاباتی | ۰,۰۰۲ | ۰,۰۰۳ | ۰,۶۷ | ۰,۵۰ |
| ضریب تعیین | | ۰,۷۸۲۵ | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | | ۰,۷۰۲۲ | | |
| دوربین - واتسون | | ۲,۰۸۲ | | |
| آماره F | | ۹,۷۳۸۰ | | |
| احتمال (آماره F) | | ۰,۰۰۰۰ | | |

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این مقاله نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی مورد بررسی واقع گردیده است. یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده رابطه منفی تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاسی است. علاوه بر این ضریب حاکمیت شرکتی و عدم قطعیت سیاسی در مدل منفی و از نظر آماری معنی‌دار است که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که به‌خوبی اداره می‌شوند نسبت به عدم قطعیت سیاست اقتصادی حساس‌تر هستند. پراکندگی در حساسیت‌های سرمایه‌گذاری به عدم قطعیت سیاست اقتصادی از نظر اقتصادی نیز قابل توجه است؛ بنابراین استفاده از شیوه‌های حاکمیتی قوی‌تر، محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد؛ زیرا این امر سبب می‌شود که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش یابد و همچنین هزینه تأمین مالی بیرونی را کاهش می‌دهد. در نتیجه چنین رفتار فرصت‌طلبانه‌ای تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری را کاهش داده که ممکن است دوباره با قوانین حاکمیتی سخت‌گیرانه‌تر که از تونل‌زنی جلوگیری می‌کند تشدید شود. در مقابل بیان اینکه یافته‌های این مطالعه برای جایی که پراکندگی مالکیت نشان می‌دهد که تضاد نمایندگی اصلی بین مدیران و سهام‌داران بیرونی رخ می‌دهد سخت است. در این شرایط، زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی رشد می‌کند مدیران دارای تنوع ضعیف ممکن است در تلاش برای حفظ ثروت خود (و مشاغل خود) سرمایه‌گذاری کمتری انجام دهند.

نتایج این تحقیق یافته‌های استولز، (۱۹۹۹)؛ چن و همکاران (۲۰۰۹)؛ فرانسیس و همکاران، (۲۰۱۳)، را در زمینه حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاسی تأیید می‌کند. همچنین پاستور و ورونزی، (۲۰۱۳)؛ بروگارد و دتزل، (۲۰۱۵)، قوانین حاکمیتی سخت‌گیرانه‌تر بر سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاسی بررسی نموده‌اند و یافته‌های آنان حاکی از آن است که قوانین حاکمیتی سخت‌گیرانه‌تر حساسیت سرمایه‌گذاری را نسبت به عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌دهد.

لازم به ذکر است یافته‌های پژوهش حاضر فقط در رابطه با سه فاکتور حاکمیت شرکتی (مالکیت نهادی، استقلال هیئت‌مدیره و متخصصان مالی) قابل تعمیم می‌باشد و به سایر فاکتورهای

حاکمیت شرکتهای از قبیل تخصص حسابرس، تمرکز ساختار مالکیت و ... قابل تعمیم نیست و همچنین پژوهش حاضر منحصر به داده‌های جمع‌آوری شده از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ است. لازم به ذکر است اگرچه نتایج پژوهش فوق برای دوره‌های متفاوت تعمیم پذیر می‌باشد، اما باید این تعمیم با احتیاط صورت گیرد و از طرفی در این پژوهش از اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار استفاده شده است؛ لذا برای شرکت‌های سهامی خاص یا شرکت‌های سهامی عامی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته نشده‌اند، تعمیم پذیر نمی‌باشد.

به شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد با توجه به نتایج تحقیق حاضر در مواقع عدم اطمینان بیشتر در مورد سیاست اقتصادی دولت، سرمایه‌گذاران باید از گنجانیدن سهام شرکت‌های ضعیف در پرتفوی خود اجتناب کنند یا حق بیمه حاکمیت شرکتهای باید حتی بالاتر باشد. این شیوه‌ها می‌تواند در عین حال از بازده بلندمدت سرمایه‌گذاران محافظت کند و شرکت‌ها را به اتخاذ استانداردهای بهتر حاکمیتی ترغیب کند و همچنین قانون‌گذاران و تنظیم‌کننده‌ها باید اصلاحات حاکمیتی را به اجرا بگذارند که تصویب اجباری قوانین حاکمیتی قوی‌تر را باهدف همسویی با منافع سهام‌داران کنترلی و اقلیت و افزایش شفافیت و نظارت بر تصمیم‌های شرکتهای ترویج کند. در غیر این صورت سرمایه‌گذاران در معرض رفتارهای فرصت‌طلبانه برخی از کنترل‌کننده‌ها قرار خواهند گرفت، تا زمانی که کنترل‌کنندگان متوجه شوند که سود خالص حاصل از بهبود حاکمیت شرکتهای ممکن است بر منافع خصوصی کنترل‌بیش‌تر باشد. از طرفی جهت افزایش و تقویت تغییر رفتار مدیران به سمت مسائل و تصمیم‌گیری‌های بهتر، می‌بایست به عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌های درونی و بیرونی (ریسک شرکتهای و ریسک راهبردی) توجه نماید و با مدیریت ریسک‌ها بتوانند نقش مؤثری در عدم قطعیت سیاست اقتصادی داشته باشند و از این‌رو تغییرات رفتار مدیریتی را بهبود بخشند. با توجه به ماهیت موضوع مورد بررسی به مطالعات آتی پیشنهاد می‌شود که با توجه به این امر که مدل تجربی مقاله استفاده از مشتقات مالی را کنترل نمی‌کند و همین امر موجب کاهش عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌شود و بر نتایج پژوهش تأثیر می‌گذارد. در این راستا مطالعات آینده می‌تواند نقش استفاده از مشتقات رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی را بر سرمایه‌گذاری

بررسی کند. همچنین تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تغییر مدیران نهادی بر اساس مدیریت ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی مورد سنجش قرار گیرد. از سوی دیگر تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تغییر مدیران بر اساس افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی، تمرکز مالکیت و ساختار آن و توسعه مالی مورد بررسی قرار گیرد.

فهرست منابع

- آقایی، آرزو و محمد رجیبی، سحر (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر ویژگی های شرکت و حاکمیت شرکتی بر ضعف کنترل داخلی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران
- ابراهیمی سرپوده، مجتبی و عنایت پور شیاده، ابراهیم (۱۳۹۹)، تأثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، 3 (۲۸)، ۶۳-۷۷.
- اسدی اسدآباد، رضا و آقاجانی پور قاضی، فهیمه و سیمخواه، مسعود (۱۳۹۹)، تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیریت عامل اجرایی، ششمین کنفرانس ملی پژوهش های کاربردی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد سالم در بانک، بورس و بیمه، تهران.
- احمدی قره بلاغ، سالار، زینالی، مهدی (۱۴۰۱). تأثیر رقابت در بازار محصول بر ارتباط بین ناطمینانی سیاست های کلان اقتصادی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مؤسسه آموزش عالی نبی اکرم (ص). دانشکده علوم انسانی
- بنی فاطمه، سیدمهدی (۱۴۰۰). سرمایه گذاری شرکتی و عدم قطعیت سیاست های اقتصادی. کنفرانس بین المللی جهش علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- جعفری، علی، الماسی، الهام (۱۴۰۲). بررسی نقش میانجی کیفیت گزارشگری مالی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه گذاری شرکت. فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت. دوره ۶.
- حامدی نژاد، میترا، علیفری، ملیحه (۱۴۰۱). تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مسئولیت اجتماعی شرکتی با تأکید بر نقش واسطه ای سرمایه فکری و تحقیق و توسعه. مطالعات توسعه اجتماعی ایران. دوره ۱۴.
- رحیمی، الهام؛ حری، حمیدرضا (۱۳۹۴). اثرات عدم اطمینان نرخ ارز و تورم بر فرصت های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۶ (۲۳)، ۱۲۵-۱۴
- رحیمی باغی، علی؛ عرب صالحی نصرآبادی، مهدی؛ واعظ برزانی، محمد (۱۳۹۸). ارزیابی ریسک سیستمی در نظام مالی کشور با استفاده از روش شبکه علیت گرنجر. تحقیقات مالی، ۲۱ (۱)، ۱۲۱-۱۴۲
- روزگاری آقبلاغ، خ. و نیاورانی، ص. (۱۳۹۸). آسیب شناسی سرمایه گذاری شرکت های تجاری خارجی در نظام حقوقی ایران از منظر شخصیت حقوقی و تابعیت شرکت های سرمایه گذار. پژوهش حقوق خصوصی، ۸ (۲۹)، ۱۱۳-۱۳۳.
- رجیبی، علی، هنری مهر، معصومه، شریفی امین، ثریا (۱۴۰۲). بررسی تأثیر مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه. دومین کنفرانس تحقیقات کاربردی علوم انسانی در مدیریت مهندسی صنایع. اقتصاد و حسابداری.

زمانیان، غلامرضا؛ جمالی، کامران؛ کاظمی، توحید؛ کرشاهی، بهنام (۱۳۹۳). تأثیر نوسانات قیمت نفت بر راهبرد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری، ۱(۲)، ۵۳-۶۰

صبوری، نرگس، کریم‌پور، عنایت (۱۴۰۰). بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. سال پنجم، شماره ۶۶.

عبیدی، سامان، مقدم‌فر، محمد، عرب کیاسری، محسن، احمدی، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی نقش افشای داوطلبانه در تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. ماهنامه پژوهش‌های مدیریت حسابداری.

فروغی، داریوش؛ صادقی، محسن (۱۳۹۲). رابطه عدم اطمینان غیرسیستماتیک، انعطاف‌پذیری مدیریتی و سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۴(۱۳)، ۲۹-۵۲

کازرونی، سید علی‌رضا؛ دولتی، مهناز (۱۳۸۶). اثر عدم اطمینان نرخ واقعی ارز بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (مطالعه موردی ایران)، پژوهش‌نامه بازرگانی. شماره ۴۵.

لونی، سمیه، عباسیان، عزت اله، حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*.

مرمرچی، امیرحسین (۱۳۷۸). عوامل مؤثر بر بافت سرمایه و نسبت‌های اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، مؤسسه عالی آموزش و پژوهش در برنامه‌ریزی و توسعه. وارث، حامد، صلواتی‌زاده، علی، & بناءزاده، محمدجواد (۱۴۰۱). بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی. مدیریت دولتی

Aizenman, J., Marion, N.P., 1993. Policy uncertainty, persistence and growth. *Rev. Int. Econ.* 1 (2), 145-163.

Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Zheng, X., 2021. Dividends and economic policy uncertainty: international evidence. *J. Corp. Finan.* 66, 1-28. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101785>.

Bae, K., Baek, J., Kang, J., Liu, W., 2012. Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. *J. Financ. Econ.* 105 (2), 412-435.

Baek, J., Kang, J., Park, K., 2013 Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *J. Financ. Econ.* 71 (2), 265-313. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00167-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00167-3).

Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J., 2013. Measuring economic policy uncertainty. In: Chicago Booth Research Paper No. 13-02. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2198490>.

Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J., 2016. Measuring economic policy uncertainty. *Q. J. Econ.* 131 (4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>. Balciilar, M., Gupta, R.,

- Kyei, C., Wohar, M.E., 2016. Does economic policy uncertainty predict exchange rate returns and volatility? Evidence from a nonparametric causality-in-quantiles test. *Open Econ. Rev.* 27 (2), 229–250. <https://doi.org/10.1007/s11079-016-9388-x>.
- Bertrand, M., Mehta, P., Mullainathan, S., 2002. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. *Q. J. Econ.* 117 (1), 121–148. <https://doi.org/10.1162/003355302753399463>.
- Bloom, N., 2016. The impact of uncertainty shocks. *Econometrica* 77 (3), 623–685. <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>.
- Bulan, L.T., 2018. Real options, irreversible investment and firm uncertainty: new evidence from U.S. firms. *Rev. Financ. Econ.* 14 (3–4), 255–279. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2004.09.002>.
- Caixe, D.F., Kalatzis, A.E.G., Castro, L.R.K., 2019. Controlling shareholders and investment-risk sensitivity in an emerging economy. *Emerg. Mark. Rev.* 39, 133–153. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.04.002>.
- Claessens, S., Yurtoglu, B.B., 2013. Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerg. Mark. Rev.* 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., Lang, L.H.P., 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *J. Financ.* 57 (6), 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>.
- Demir, E., Ersan, O., 2017. Economic policy uncertainty and cash holdings: evidence from BRIC countries. *Emerg. Mark. Rev.* 33, 189–200. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>.
- Dixit, A.K., Pindyck, R.S., 1994. *Investment Under Uncertainty*. Princeton University Press, Princeton.
- Ferreira, P.C., Vieira, R.M.B., Silva, F.B., Oliveira, I.C.L., 2019. Measuring Brazilian economic uncertainty. *J. Bus. Cycle Res.* 15, 25–40. <https://doi.org/10.1007/s41549-018-00034-3>.
- Francis, B., Hasan, I., Song, L., Waisman, M., 2019. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. *Emerg. Mark. Rev.* 15, 57–71. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2004.09.002>.
- Gulen, H., Ion, M., 2016. Policy uncertainty and corporate investment. *Rev. Financ. Stud.* 29 (3), 523–564.
- Jensen, M.C., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3 (4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jiraporn, P., Lee, S.M., 2018. How do independent directors influence corporate risk-taking? Evidence from a quasi-natural experiment. *Int. Rev. Financ.* 18 (3), 507–519. <https://doi.org/10.1111/irfi.12144>.
- John, K., Litov, L., 2018. How do independent directors influence corporate risk-taking? Evidence from a quasi-natural experiment. *Int. Rev. Financ.* 18 (3), 507–519. <https://doi.org/10.1111/irfi.12144>.
- Yan, Luo, Chenyang, Zhang. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance* 51.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., 2000a. Corporate governance in the Asian financial crisis. *J. Financ. Econ.* 58 (1–2), 141–186. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00069-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00069-6).
- Koirala, S., Marshall, A., Neupane, S., Thapa, C., 2020. Corporate governance reform and risk-taking: evidence from a quasi-natural experiment in an emerging market. *J. Corp. Finan.* 61 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.007>. In Press.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1998. Law and finance. *J. Polit. Econ.* 106 (6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *J. Financ.* 54 (2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>.

- Liu, J., Zhong, R., 2017. Political uncertainty and a firm's credit risk: evidence from the international CDS market. *J. Financ. Stab.* 30, 53–66. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.03.006>.
- Liu, Wh., Kweh, Q. L. (2022). Reexamining nonlinear effects of intellectual capital on firm efficiency. *Ann Oper Res* 315, 1319–1344.
- Lu, J., Wang, W., 2018. Managerial conservatism, board independence and corporate innovation. *J. Corp. Finan.* 48 (1), 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.016>.
- Masulis, R.W., Zhang, E.J., 2019. How valuable are independent directors? Evidence from external distractions. *J. Financ. Econ.* 132 (3), 226–256. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.014>.
- Mitton, T., 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *J. Financ. Econ.* 64 (2), 215–241. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00076-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00076-4).
- Morck, R., Wolfenzon, D., Yeung, B., 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *J. Econ. Lit.* 43 (3), 655–720.
- Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *J. Financ. Econ.* 5 (2), 147–175.
- Nenova, T., Claessens, S., Djankov, S., 2000. Corporate Risk Around the World. World Bank Policy Research Working Paper No. 2271. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=629121>
- Nguyen, N.H., Phan, H.V., 2017. Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *J. Financ. Quant. Anal.* 52 (2), 613–644. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000175>.
- Panousi, V., Papanikolaou, D., 2012. Investment, idiosyncratic risk, and ownership. *J. Financ.* 67 (3), 1113–1148. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01743.x>.
- P'astor, L., Veronesi, P., 2013. Political uncertainty and risk premia. *J. Financ. Econ.* 110 (3), 520–545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>.
- Pathan, S., 2009. Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *J. Bank. Financ.* 33 (7), 1340–1350. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.02.001>.
- Phan, D.H.B., Sharma, S.S., Tran, V.T., 2018. Can economic policy uncertainty predict stock returns? Global evidence. *J. Int. Financ. Mark. Inst. Money* 55, 134–150. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.04.004>.
- Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2), 143-162.
- Su, K., Li, L., Wan, R., 2017. Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China. *Asia Pacific Bus. Rev.* 23 (1), 10–26. <https://doi.org/10.1080/13602381.2016.1152021>.
- Xiao-Ming Li, Mei Qiu. (2022). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance* 110 (2021) 102279
- Zhaoxia Xu. (2019). Economic Policy Uncertainty, Cost of Capital, and Corporate Innovation. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105698>.

