

تاثیر عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عباس صالحی^۱

افسانه سبزیکارها^۲

افشین مرادی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

همواره باید توجه داشت، تصمیماتی که درمورد ساختار سرمایه گرفته می‌شوند و سود و هزینه‌های تامین مالی بدهی را متعادل می‌کنند و باعث افزایش ارزش شرکت می‌شوند بازتابی از تجربه بالای مدیران است و همچنین هرچه مقدار سرعت تعدیل برآورد شده بیشتر باشد، نشان دهنده با اهمیت بودن اهرم هدف در تصمیمات ساختار سرمایه و در نتیجه، کاربرد نظریه توازن در توضیح ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. هدف پژوهش حاضر تاثیر عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای آزمون فرضیات از اطلاعات ۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های بین ۱۴۰۱-۱۳۹۴ استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که بین عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین نتایج بیانگر آن بود که بین فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه شرکت‌ها نیز ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج پژوهش حاضر می‌تواند در راستای کاهش وقوع بحران‌های مالی ناگهانی در اقتصاد سودمند باشد.

واژگان کلیدی

نااطمینانی اقتصادی، فرصت رشد، ساختار سرمایه

^۱ کارشناس ارشد حسابرسی، شهرداری قزوین، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول). salehi.abbas.acc@gmail.com

^۲ دانشجوی دکتری مدیریت دولتی گرایش منابع انسانی، شهرداری قزوین، قزوین، ایران.

^۳ کارشناس حسابداری، شهرداری قزوین، قزوین، ایران.

۱. مقدمه

ساختار سرمایه پازل جذاب ادامه‌داری برای بسیاری از محققان و سیاست‌گذاران می‌باشد. ساختار سرمایه جایگشتی از سهام و بدهی است که برای استخراج هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد. هدف شرکت‌ها صرف‌نظر از صنعت یا بخش، کاهش هزینه سرمایه می‌باشد. ساختار سرمایه یک شرکت، فعالیت‌های تأمین مالی شرکت را با استفاده از ترکیبی از بدهی‌ها و سهام برای بهینه‌سازی ارزش شرکت توضیح می‌دهد (اوینو و یوکائگبو^۱، ۲۰۱۵).

بخش زیادی از مطالعات ساختار سرمایه در ایران، آثار ویژگی‌های خاص شرکت و یا عوامل اقتصاد کلان بر سیاست‌های تأمین مالی و یا میزان انطباق ساختار سرمایه شرکت‌ها را با هر یک از نظریه‌های مطرح در این حوزه بررسی و تحلیل کرده‌اند. این در حالی است که نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد رقابت بین نظریات ساختار سرمایه برای دستیابی به یک نظریه واحد باید متوقف شود؛ زیرا هر یک از آن‌ها نشان‌دهنده حقایقی هستند که به ما در تبیین جنبه‌های مختلف تصمیم‌های تأمین مالی کمک می‌کنند. یکی از جنبه‌های مغفول مانده در مطالعات ساختار سرمایه در ایران، بررسی رفتار اهرم شرکت‌ها در طول زمان است. در میان حجم گسترده مطالعات و نظریات در حوزه ساختار سرمایه در خارج از ایران، یک واقعیت خودنمایی می‌کند و آن اجماع نظری است که بخش نسبتاً بزرگی از پژوهشگران حوزه مالی به آن دست یافته‌اند. براساس این اجماع نظر، شرکت‌ها ساختار سرمایه خود را با توجه به محیط داخلی و خارجی به صورت پیوسته تعدیل و اصلاح می‌کند تا سلامت مالی شرکت، حفظ و ارزش آن بیشینه شود (رامشه و همکاران، ۱۳۹۵).

در کنار همه این‌ها باید توجه داشت زمانی که شرکت‌ها بیش از حد اهرم مالی داشته باشند و یا دارای سطح بالایی از بدهی‌های کوتاه‌مدت باشند و اگر به همه این‌ها نظام حاکمیت شرکتی ضعیف را هم اضافه کنیم ممکن است شرکت دچار بحران مالی شود. لازم به ذکر است که بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ و بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۷ دو نمونه اصلی از این بحران مالی است که به شکل قابل توجهی از تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها نشأت گرفته است. باید به این نکته توجه داشت که شرکت‌ها بسته به شرایط موجود، رفتارهای متفاوتی را نشان می‌دهند. چانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۴) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که سطح بدهی یا ساختار سرمایه شرکت نه تنها تحت تأثیر ویژگی‌های منحصر به فرد شرکت است بلکه تحت تأثیر منافع بین مدیریت و سهامداران قرار می‌گیرد (دتتامرونک و همکاران^۳، ۲۰۲۰).

پیامدهای عدم اطمینان سیاسی در تصمیمات مالی شرکت‌ها اخیراً مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. به عنوان مثال، مطالعات نشان می‌دهد که حجم انتشار اوراق بدهی در عدم قطعیت سیاسی بیشتر می‌شود زیرا شرکت‌ها برای جمع‌آوری سرمایه تمایلی ندارند علاوه بر این، بنگاه‌ها هزینه‌های بالاتری از بدهی را تحمل می‌کنند که هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد و همچنین باعث ریسکی بالاتر که با عدم اطمینان سیاسی همراه است می‌شود. با توجه به اینکه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت تحت تأثیر عدم قطعیت سیاست قرار دارد، مطالعه ما با هدف پاسخ به سؤالات زیر است:

¹. Oino & Ukaegbu

². Chang et al

³. Detthamrong et al

آیا بین عدم اطمینان در سیاست های اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد؟ و اینکه آیا بین فرصت های رشد و ساختار سرمایه شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد؟

۲. پیشینه پژوهش

رضائی و نوروزی (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر ریسک اعتباری، عملکرد و تصمیمات وام دهی بانک ها پرداختند. بدین منظور ابتدا متغیرهای تأثیرگذار بر تصمیمات وام دهی بانک ها به سه شاخص (ریسک اعتباری، عملکرد و میزان وام دهی) تفکیک شدند. همچنین نااطمینانی اقتصادی با استفاده از انحراف معیار شش متغیر (نرخ ارز، نرخ بهره سالیانه، تولید ناخالص داخلی، نرخ رشد درآمد ملی، نسبت فروش نفت به درآمد ملی، نسبت مالیات به درآمد ملی) سنجیده، سپس داده های تحقیق در بازه زمانی پنج ساله ۱۳۹۰-۱۳۹۴ برای ۱۳ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری و با انجام آزمون های مختلف به تفکیک متغیرهای خاص بانکی و کلان اقتصادی از مانا بودن متغیرهای پژوهش اطمینان حاصل شد و در نهایت بر آورد مدل اقتصادسنجی با فن داده های تابلویی نشان داد که در مدل اول، متغیر نااطمینانی اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک اعتباری بانک ها داشته است. همچنین در مدل دوم، نااطمینانی اقتصادی تأثیر مثبت بر عملکرد بانک ها دارد و در نهایت در مدل سوم هیچگونه ارتباط معناداری بین نااطمینانی اقتصادی با میزان وام دهی بانک ها یافت نشد.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۶) در مقاله خود تحت عنوان «تعدیل ساختار سرمایه: روش گشتاورهای تعمیم یافته» اطلاعات ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۱ بررسی کردند. در پژوهش صورت گرفته چند ویژگی تأثیرگذار بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شامل اندازه، دارایی های ثابت مشهود، سودآوری و انحراف از اهرم هدف را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که شرکت های دارای اندازه و سودآوری کمتر و انحراف از اهرم هدف بیشتر با سرعت بیشتری به سمت اهرم هدفشان حرکت می کنند.

دیدار و بیکی (۱۳۹۶) در مطالعه خود به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه گیری کیفیت حاکمیت شرکتی ۶۹ عامل در نظر گرفته شد. برای آزمون فرضیه ها، از اطلاعات مربوط به ۱۰۳ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۳ استفاده کردند. نتایج پژوهش بیان کرد که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

محسنی ملکی و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی رابطه میان انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت را در بازه زمانی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آن ها حاکی از آن بود که برای شرکت های بالای اهرم بهینه، انعطاف پذیری مالی عامل تعیین کننده ای برای سرعت تعدیل اهرم این نوع شرکت ها نمی باشد؛ اما برای شرکت هایی که زیر اهرم بهینه هستند، رابطه مثبت و معناداری با سرعت تعدیل اهرم یافت شد.

وون و چانگ^۴ (۲۰۲۲)، در مقاله خود با عنوان «ساختار سرمایه و واکنش شرکت ها به شوک های منفی بازده سهام» نشان دادند که شرکت ها معمولاً پس از این شوک ها ارزش سهام را افزایش می دهند و هم چنین بعد از این شوک ها به جای اینکه بدهی خود را برای متعادل کردن ساختار سرمایه تعدیل کنند، با بازخرید آن باعث منحرف شدن ساختار سرمایه

^۴ . Won & Chung

می‌شوند. هم‌چنین به این نتیجه رسیدند که انگیزه‌های اقتصادی و مالی شرکت‌ها (به عنوان مثال وجوه نقد بالا یا تقریباً صفر) نقش مهم‌تری در تعیین چگونگی واکنش شرکت‌ها به نوسانات قیمت سهام نسبت به تمایل مدیران برای حفظ اهرم بهینه ایفا می‌کنند.

دتهامروننگ و همکاران (۲۰۲۰)، در مقاله‌ای تحت عنوان «رابطه بین حاکمیت شرکتی با اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها براساس شواهدی از کشور تایلند» به بررسی ۴۹۳ شرکت غیرمالی طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۱ پرداختند نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که حاکمیت شرکتی با اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری ندارد اما اهرم مالی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد آن‌ها بعد از اینکه شرکت‌ها را به دو گروه شرکت‌های بزرگ و کوچک تقسیم کردند برخی از تأثیرات حاکمیت شرکتی قابل مشاهده شد در ادامه نتایج نشان دهنده تأثیر منفی اندازه کمیته حسابرسی بر عملکرد شرکت‌های بزرگ بود در حالی که شهرت حسابرسی تنها بر روی عملکرد شرکت‌های کوچک تأثیر گذار بود، علاوه بر این، اهرم مالی تأثیر اندازه کمیته حسابرسی را فقط بر عملکرد شرکت‌های بزرگ توجیه می‌کند.

ماتهمیلولا و همکاران^۵ (۲۰۱۹) به بررسی تجربه مدیران بر ساختار سرمایه شرکت پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه مثبتی بین تجربه مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت وجود دارد و همچنین با افزایش تجربه مدیران، نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها و نسبت بدهی‌های بلندمدت افزایش می‌یابد و در ادامه، یافته‌های تحقیق نشان داد که مدیران باتجربه می‌توانند سود را به حداکثر رسانده و باعث بالا رفتن ارزش شرکت خود شوند.

وینه‌وو و الیس^۶ (۲۰۱۷) در مقاله خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش سهام شرکت‌ها در ویتنام طی سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۰۷ پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که رابطه معکوسی بین اهرم مالی و ارزش سهام شرکت‌ها وجود دارد و نشان‌دهنده هزینه نسبتاً بالاتر برای تأمین مالی بدهی، نسبت به سود برای شرکت‌های ویتنامی است. علاوه بر این چنین استنباط شد که شرکت‌هایی که اهرم مالی کمتری دارند، ارزش بیشتری برای سهامداران خود ایجاد می‌کنند.

۳. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه، یک حدس عالمانه در خصوص ارتباط بین متغیرها است که به صورت جمله خبری بیان می‌شود و قابلیت آزمون دارد. به عبارت دیگر، فرضیه دربرگیرنده یک رابطه احتمالی بین متغیرها است که به صورت گزاره‌ای قابل آزمون ارائه می‌شود. در واقع، فرضیه پاسخی موقتی به پرسش‌های پژوهش است که پس از آزمون با روش‌های آماری، تأیید یا رد می‌شود. فرضیه‌ها برگرفته از مبانی نظری و نتایج پژوهش‌های پیشین می‌باشند.

در پژوهش حاضر، با توجه به مسئله پژوهش و مبانی نظری پژوهش، فرضیه‌های زیر مطرح گردیدند.

فرضیه اول: بین عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان جامعه آماری انتخاب می‌شوند. دلیل این انتخاب، توجه بیش‌تر سرمایه‌گذاران و در دسترس بودن اطلاعات و هم‌چنین شفافیت داده‌های اطلاعات حسابداری این شرکت‌ها است. هم‌چنین الزامات بورس برای انتشار به موقع صورت‌های مالی باعث شده تا محیط اطلاعاتی مناسب‌تری

^۵. Matemilola et al

^۶. Vinh & Ellis

برای محققان به وجود آید. از طرفی دیگر، سهامی بودن شرکت های پذیرفته شده در بورس و دربرگرفتن طیف وسیعی از استفاده کنندگان از صورت های مالی، باعث شده که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرند. دلایل انتخاب این جامعه به شرح زیر است:

(۱) شرکت جزء بانک ها، واسطه گری های مالی، بیمه و شرکت های سرمایه گذاری مالی نباشد (به دلیل ماهیت متفاوت عملیات این شرکت ها از سایر شرکت ها).

(۲) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.

(۳) شرکت در قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشد.

(۴) شرکت بیش از شش ماه وقفه معاملاتی در طول سال مالی نداشته باشد.

(۵) داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش برای شرکت در دسترس باشد.

پس از اعمال شروط بالا در این پژوهش، به دلیل آن که حجم نمونه ۶۷۲ (۸۴ شرکت در ۸ سال) می باشد، حجم نمونه نسبت به حجم جامعه آماری از اعتبار لازم برای تعمیم نتایج برخوردار است.

برای جمع آوری اطلاعات از صورت های مالی سالانه بانک ها، بانک های اطلاعاتی از قبیل نرم افزار ره آوردنوبین، سایت های irbourse، codal، tsetmc و دیگر سایت های معتبر استفاده شد. داده های جمع آوری شده از طریق نرم افزار اکسل طبقه بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار اقتصادسنجی 9 Eviews انجام شده است.

۵. متغیرهای پژوهش

• متغیر وابسته:

ساختار سرمایه شرکت ها (Capital Structure)

$$Capital\ Structure_{it} = \frac{Total\ Debt_{it}}{Total\ Assets_{it}}$$

Capital Structure: ساختار سرمایه؛ Total Debt: جمع بدهی ها؛ Total Assets: جمع دارایی ها؛ i: مؤلفه شرکت؛ t: مؤلفه دوره زمانی.

• متغیر مستقل:

(۱) عدم اطمینان در سیاست های اقتصادی (EQU)

این متغیر برابر است با انحراف استاندارد درآمد ناخالص ملی به ارزش بازار طی چهار سال

(۲) فرصت رشد (MTB)

این متغیر برابر است با ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

• متغیر کنترل:

(۱) استقلال هیات مدیره (Indep): برابر است با تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیات مدیره

(۲) دوگانگی وظیفه مدیرعامل (Dual): متغیر مجازی است چنانچه مدیرعامل عضو هیات مدیره باشد مقدار یک و در غیر اینصورت مقدار صفر را اختیار خواهد نمود.

(۳) ارزش افزوده اقتصادی (EVA): برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی از رابطه زیر استفاده می شود.

$$EVA_{it} = \frac{NOPAT_{it} - (WACC_{it} * Capital_{it})}{TA_{it}}$$

EVA: ارزش افزوده اقتصادی؛ NOPAT: سود خالص عملیاتی، پس از کسر مالیات؛ WACC: میانگین موزون هزینه

سرمایه؛ Capital: سرمایه به کار گرفته شده؛ TA: جمع دارایی‌ها؛ i: مؤلفه شرکت؛ t: مؤلفه دوره زمانی سالانه؛

(۴) نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها در پایان سال مالی.

(۵) اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت‌ها

۶. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به طور کلی، روش هایی را که به وسیله آنها می توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است. در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص هایی هم چون میانگین، میانه، کمینه، بیشینه، انحراف معیار و ضریب چولگی انجام می پذیرد. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار میزان پراکندگی داده ها را از حول میانگین نشان می دهد. ضریب چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده ها است. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

[illegible]

مانایی متغیرهای پژوهش

در این قسمت مانایی متغیرها و آزمون های آن در داده های ترکیبی مورد بحث قرار می گیرد. مانایی متغیرهای پژوهش بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است؛ در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود. بدین منظور در این پژوهش، از آزمون لوین، لین و چو استفاده می شود. لوین، لین و چو نشان دادند که در داده های ترکیبی، استفاده از آزمون ریشه واحد برای ترکیب داده ها، دارای قدرت بیش تری نسبت به استفاده از آزمون ریشه واحد برای هر مقطع به صورت جداگانه است. در این آزمون فرض صفر، نشان گر وجود ریشه واحد در سری است. نتایج آزمون لوین، لین و چو در جدول (۲) ارائه شده است. همان طور که از جدول (۲) پیدا است، تمام متغیرهای پژوهش در سطح مانا هستند.

جدول ۲: نتایج آزمون لوین، لین و چو برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	آماره	احتمال	نتیجه
ساختار سرمایه شرکت ها	Capital Structure	-۱۸/۴۲۰	۰/۰۰۰	مانا
عدم اطمینان در سیاست های اقتصادی	EQU	-۱۹/۳۱۴	۰/۰۰۰	مانا
فرصت رشد	MTB	-۱۸/۲۳۴	۰/۰۰۰	مانا
استقلال هیات مدیره	Indep	-۳/۷۲۱	۰/۰۰۰	مانا
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Dual	-۲/۱۴۱	۰/۰۱۶	مانا
ارزش افزوده اقتصادی	EVA	-۲۰/۱۶۷	۰/۰۰۰	مانا
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۲۵/۷۱۰	۰/۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	SIZE	-۸/۵۲۹	۰/۰۰۰	مانا

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	C	۱/۱۰۰	۱۰/۶۶۶	۰/۰۰۰
عدم اطمینان در سیاست های اقتصادی	EQU	۱/۳۷۲	۲/۹۲۰	۰/۰۰۴
استقلال هیات مدیره	Indep	۰/۰۰۳	۰/۲۳۸	۰/۸۱۱
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Dual	۰/۰۰۹	۰/۹۸۹	۰/۳۲۲
ارزش افزوده اقتصادی	EVA	۰/۰۶۴	۱/۲۴۱	۰/۲۱۴
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۰/۵۹۹	-۱۱/۷۴۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۷	-۴/۵۹۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۸۶۱		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۳۹		
دوربین واتسون		۱/۵۵۱		
آماره F فیشتر (احتمال)		۴۰/۴۲۷ (۰/۰۰۰)		

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	C	۱/۶۹۳	۱۵/۴۶۹	۰/۰۰۰
فرصت رشد	MTB	۰/۰۳۱	۱۰/۹۶۸	۰/۰۰۰
استقلال هیات مدیره	Indep	۰/۰۰۹	۰/۷۵۲	۰/۴۵۲
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Dual	۰/۰۰۳	۰/۳۹۲	۰/۶۹۵
ارزش افزوده اقتصادی	EVA	۰/۰۹۹	۲/۰۷۸	۰/۰۳۸
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۶۱۷	-۱۳/۳۰۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۴۰	-۹/۹۰۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۸۸۲		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۶۵		
دوربین واتسون		۱/۶۵۷		
آماره F فیشر (احتمال)		(۰/۰۰۰) ۴۹/۳۱۸		

۷. بحث و نتیجه‌گیری

در جدول (۳)، مقدار آماره F فیشر و احتمال مربوط به این آماره، به ترتیب برابر با ۴۰/۴۲۷ و ۰/۰۰۰ است که بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر ۰/۸۶۱ است، یعنی ۸۶/۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. مقدار دوربین واتسون در این مدل برابر ۱/۵۵۱ است، با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیانگر عدم وجود خودهم‌بستگی سریالی بین باقیمانده‌ها است. ضریب آماره t به دست آمده برای متغیر عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی برابر با ۱/۳۷۲ می‌باشد و احتمال آماره آن ۰/۰۰۴ است. بنابراین می‌توان ادعا کرد که بین عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

در جدول (۴)، مقدار آماره F فیشر و احتمال مربوط به این آماره، به ترتیب برابر با ۴۹/۳۱۸ و ۰/۰۰۰ است که بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر ۰/۸۸۲ است، یعنی ۸۸/۲٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. مقدار دوربین واتسون در این مدل برابر ۱/۶۵۷ است، با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیانگر عدم وجود خودهم‌بستگی سریالی بین باقیمانده‌ها است. ضریب آماره t به دست آمده برای متغیر فرصت رشد برابر با ۰/۰۳۱ می‌باشد و احتمال آماره آن ۰/۰۰۰ است. بنابراین می‌توان ادعا کرد که بین فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

بر اساس نتایج حاصل از این پژوهش به مدیران، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد برای اینکه بتوانند اطلاعات بهتر و کامل‌تری در مورد نحوه مدیریت و ترکیب منابع مالی شرکت‌ها در اختیار داشته باشند به ساختار سرمایه شرکت‌های مورد نظرشان توجه نمایند. همچنین به مسئولین ذیربط در بازار سرمایه نیز توصیه می‌شود زمینه ایجاد بازار سازمان یافته برای انتشار اوراق بدهی شرکت‌های سهامی عام را فراهم آورند، تا همه شرکت‌ها به راحتی بتوانند در صورت نیاز اقدام به تعدیل ساختار سرمایه خود نمایند.

با توجه به این که گزارش گری مالی با کیفیت بالاتر، اطلاعات نامتقارن بین استفاده کنندگان درون سازمانی و برون-سازمانی را کاهش می دهد، و از این طریق خطر اخلاقی و مشکلات انتخاب نادرست را که مانع سرمایه گذاری کارآمد می شود، را به حداقل می رساند؛ و هم چنین، با توجه به این که یکی از رویکردهایی که برای ارزیابی کیفیت گزارش گری مالی توجه خود را به نیازهای استفاده کنندگان و حمایت از سرمایه گذاران معطوف ساخته، رویکرد کیفیت اطلاعات است، به سازمان بورس اوراق بهادار و مراجع ذی صلاح پیشنهاد می شود که ضوابط و قوانینی را جهت ایجاد محیط اطلاعاتی باکیفیت تر و شفاف تر، در حمایت از سهامداران و سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران، وضع و لازم الاجرا نمایند.

۸. منابع و مآخذ

- دیدار، حمزه؛ بیکی، خدیجه. (۱۳۹۶). «بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه ی بین ساختار سرمایه و مزاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲، تابستان ۹۶، صص ۲۲۰-۱۹۷.
- رامشه منیژه، سلیمانی امیری غلامرضا، اسکندری رسول. (۱۳۹۵). «بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه بر اساس پیش بینی تئوری های توازن و سلسله مراتبی در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهش های تجربی حسابداری، سال پنجم، شماره ۲۰، صص ۲۰۹-۱۸۷.
- رضائی، نادر و نوروزی علیرضا. (۱۳۹۸). بررسی ناطمینانی اقتصادی و تصمیمات وام دهی بانک ها، دانش سرمایه گذاری، دوره ۸، شماره ۳۲، صص ۳۳۰-۳۱۵.
- محسنی ملکی، بهرام؛ شعری آناقیز، صابر؛ رحمانی، علی؛ بولو، قاسم. (۱۳۹۴). «انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه». دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۲، صص ۸۷-۷۳.
- هاشمی، عباس و کشاورزمهر، داوود و شهریاری، مجتبی. (۱۳۹۶). «تعدیل ساختار سرمایه: روش گشتارهای تعمیم یافته. فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی»، شماره ۱۸۰، تابستان ۹۶، صص ۱۰۲-۷۷.
- Detthamrong, U. & Chancharat, N. & Vithessonthi, C. (2020). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. Research in International Business and Finance, 42 , 689-709.
- Matemilola, B.T and Bany-Ariffin, A.N and Bany-Ariffin, W. N.W and Nassir, Annuar. (2019). Does top managers' experience affect firms' capital structure?, Research in International Business and Finance, 184, 1-11.
- Oino, I. and Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian stock exchange, Research in International Business and finance, Vol. 35:111-121.
- Vinh Vo, Xuan and Ellis, Craig. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam, Finance Research Letters, 22, 90-94.
- Won Seo, S. & Jin Chung, H. (2022). Capital structure and corporate reaction to negative stock return shocks. International Review of Economics and Finance, 49 , 292-312 .