



بررسی ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مرجان آقاجان پور نشلی

دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان، اصفهان، ایران

marjan.an86@yahoo.com

چکیده

این پژوهش بررسی ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که برای این منظور چهار شاخص نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره و تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیرهای اثرگذار بر حاکمیت شرکتی شرکت‌ها در نظر گرفته شد و یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی تدوین شد. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها پژوهشی است توصیفی (غیرآزمایشی). جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که برای انتخاب نمونه با بهره‌گیری از روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۲۵ شرکت در بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ (در مجموع ۶۲۵ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم افزار EViews ۸ صورت پذیرفت و شواهد تجربی به دست آمده با بهره‌گیری از آزمون‌های آماری مناسب تشریح گردید. نتایج نشان می‌دهد که فرضیه اصلی پژوهش یعنی ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی با حاکمیت شرکتی رد شده اما از بین فرضیه‌های فرعی تنها فرضیه ایی که به بررسی ارتباط بین نرخ ارز با حاکمیت شرکتی می‌پردازد مورد تایید قرار گرفت ولی سه فرضیه دیگر یعنی ارتباطات بین تورم با حاکمیت شرکتی، بین نرخ بهره با حاکمیت شرکتی و بین تولید ناخالص داخلی با حاکمیت شرکتی مورد تایید قرار نگرفتند.

واژگان کلیدی: متغیرهای کلان اقتصادی، شاخص نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره، تولید ناخالص داخلی.

مقدمه

در بازار سرمایه نوسانات گسترده موجب ورود و خروج انبوهی از سرمایه می‌گردد. تحمل این حرکت سرمایه حتی در اقتصادهای توسعه یافته که در آنها روابط ساختاری به نسبت منظمی برقرار است، دشوار به نظر می‌رسد. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته عمق بیشتری دارد زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرورزی‌های ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود. تغییر بازده ریسک سرمایه‌گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. در جریان رشد اقتصادی، اهمیت سرمایه به عنوان عامل مهم تولید روز به روز افزایش می‌یابد و همین امر، موجب اتخاذ سیاست‌هایی برای جلب سرمایه گردیده است. از جمله مهم‌ترین اقدامات کشورهای توسعه یافته، گسترش بازارهای سرمایه و تشویق سرمایه‌گذاران خارجی می‌باشد. بازار سرمایه به ویژه به دلیل اثرات ضد تورمی در مقایسه با بازار پول، در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری از اولویت برخوردار بوده و حائز اهمیت است. شناخت عوامل مؤثر بر بازار سهام می‌تواند به جهت دهی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کمک قابل ملاحظه‌ای نماید (پیرایی و همکاران، ۱۳۸۸).



از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی عبارت است از سیستمی که شرکت‌ها به وسیله آن هدایت و کنترل می‌شوند. حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکتها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی، زمینه‌های رشد و توسعه اقتصادی پایدار را فراهم آورد و میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها را در مواقع بروز بحران مالی کاهش دهد و حقوق مالکیت را تقویت کند. علاوه بر این، هزینه معاملات و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند. عملیات شرکتها به روابط نمایندگی بین سهامداران و مدیران مربوط می‌شود. زمانی که هدف شرکت به حداکثر رساندن منافع سهامداران باشد، جدا کردن مالکیت سهام و کنترل مدیریتی و تصمیم‌گیری‌های تجاری مدیران، می‌تواند به تضاد منافع منجر شود که در نتیجه آن ممکن است مدیران به جای عمل کردن در جهت منافع سهامداران، اهداف خود را دنبال کنند. اصول حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی، ایجاد شده است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹). با توجه به مطالب فوق چنین استدلال می‌شود که متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند بر فعالیت‌های شرکت‌ها از جمله حاکمیت شرکتی آنها اثرگذار باشد. با این حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده گرفته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری و مالی برای تحقیق وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام این پژوهش است. لذا پژوهش حاضر در پی یافتن شواهد تجربی جهت پاسخ به این سوال اصلی تحقیق است که آیا بین متغیرهای کلان اقتصادی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران ارتباط وجود دارد یا خیر؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه خواهد بود؟

2

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با نگرشی بر ساختار کلان اقتصادی هر کشور و بازارهای مختلف موجود در هر اقتصاد می‌توان دریافت یکی از اساسی‌ترین بازارها در هر اقتصاد بازارهای سرمایه است. بازار بورس اوراق بهادار از اجزای تشکیل‌دهنده بازار سرمایه می‌باشد و به‌عنوان بخشی از مجموعه اقتصاد تابع آن است. بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و رسمی خرید و فروش سهام شرکت‌ها تحت ضوابط و قوانین خاص است. یکی از وظایف این بازار کمک به عادلانه نمودن قیمت اوراق بهادار و سرعت بخشیدن به معاملات است. بورس اوراق بهادار از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت است. این بازار یکی از مهم‌ترین بازارهای هر اقتصاد می‌باشد. شاخص‌های این بازار تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارند که از مهم‌ترین این عوامل متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشد (دایی کریم‌زاده و همکاران، ۱۳۹۲). از دستی دیگر، بر اساس تئوری‌های کلاسیک اقتصاد، اگر بخش‌های کارآمد اقتصاد گسترش یابند، قادر به جذب عوامل تولید اضافی از بخش‌های غیر کارآمد خواهند بود. برای دستیابی به کارایی در جامعه باید شرکت‌ها و پروژه‌های کارا در بازار سرمایه به راحتی این کار را می‌توان انجام داد. در اقتصادی که بازار سرمایه آن درست عمل کند، از یک سو حجم سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و از سوی دیگر کیفیت و سلامت سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر می‌شود. در چنین چارچوبی امکان افزایش رشد اقتصادی نیز فراهم می‌گردد. در بازار سرمایه نوسانات گسترده موجب ورود و خروج انبوهی از سرمایه می‌گردد. تحمل این حرکت سرمایه حتی در اقتصادهای توسعه یافته که در آن‌ها روابط ساختاری به نسبت منظمی برقرار است، دشوار به نظر می‌رسد. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته عمق بیشتری دارد. زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرورزی‌های ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود. تغییر بازده ریسک سرمایه‌گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (زارع‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۲).



در این میان، تاثیر برخی از متغیرهای کلان اقتصادی می تواند بسیار متفاوت باشد. به طور نمونه انتظار می رود نرخ بهره و نرخ مبادلات می تواند بر شاخص بورس تاثیر مثبت گذاشته در حالی که این تاثیر برای نرخ تورم می تواند منفی باشد. به عبارت دیگر، با افزایش تورم می تواند انتظار کاهش شاخص بازار بورس را انتظار داشت. به این ترتیب، تاثیر بزرگ متغیرهای اقتصادی بر بازار سهام، و نقش مهم آن در بازار بورس می تواند در تاثیرگذاری بر تصمیمات سرمایه گذاران نمود پیدا کند. چراکه هر سرمایه گذاری تلاش می کند تا از ارتباط پویای بین بازار سهام و متغیرهای کلان آگاهی یابد تا بتواند سرمایه گذاری خود را به طور موثری مدیریت نماید (نیجام و مصطفی، ۲۰۱۵).

نگرشی بر ساختار کلان اقتصادی هر کشور و بازارهای مختلف موجود در هر اقتصاد می توان دریافت که یکی از اساسی ترین بازارها در هر اقتصاد بازارهای سرمایه هستند. بازار بورس اوراق بهادار از اجزاء تشکیل دهنده بازار سرمایه می باشد و به عنوان بخشی از مجموعه اقتصاد، تابع آن است. در کشورهای در حال توسعه، ضربه های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته عمق بیشتری دارد زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرانی های ناشی از بی ثباتی های مشهود در اقتصاد همراه می شود. تغییر بازده ریسک سرمایه گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می تواند گزینه های سرمایه گذاری را تحت تاثیر قرار دهد (پیرائی و شهسوار، ۱۳۸۸). چراکه بسیاری از تصمیمات اصلی و کلان شرکت ها با در نظر گرفتن متغیرهای کلان اقتصادی و سیاسی صورت می گیرد، برای مثال چنانچه بخواهیم نرخ ارز را به عنوان متغیر کلان اقتصادی در نظر بگیریم می توانیم اینگونه بیان نماییم که تفاوت نرخ ارز بودجه شده شرکت ها با نرخ ارزی که در واقعیت با آن مواجه می شوند می تواند سودآوری شرکت را تحت تاثیر قرار داده و به تبع آن سیاست های پرداخت سود نقدی آن که با میزان سود بودجه شده لحاظ گردیده بود تغییر نماید (عرب مازار یزدی و خوری، ۱۳۹۴).

به هر ترتیب، صورت های مالی می توانند اطلاعات مفیدی درباره ی عملیات شرکت ها برای عموم فراهم کنند. سرمایه گذاران نیز، دست کم تاحدی، بر پایه اطلاعات صورت های مالی سرمایه گذاری می کنند. با وجود این، زمانی که شرکت ها مبادرت به دستکاری اطلاعات کرده و صادقانه افشاء نمی کنند، اطلاعات افشاء شده در صورت های مالی توأم با جانبداری خواهد بود و از حقیقت انحراف خواهد داشت. اما تحت مکانیزم نظام راهبری مناسب، هیئت مدیره قادر به کنترل شرکت خواهد بود و از تحریف داده های مالی توسط مدیریت شرکت جلوگیری خواهد نمود. نظام راهبری مناسب اولاً؛ به سهامداران اقلیت این اطمینان را می دهد که اطلاعاتی قابل اتکاء در رابطه با ارزش شرکت دریافت کرده اند، همچنین از جانب مدیران شرکت و سایر سهامداران بزرگ مورد سوءاستفاده قرار نگرفته اند. ثانیاً؛ مدیران را تشویق می کند که به جای پرداختن به اهداف شخصی خود، به دنبال حداکثر کردن ارزش و منافع شرکت باشند. بخشی از امور مالی شرکت ها، پیامد تصمیم های مدیر یا گروه مدیران تصمیم گیرنده است. بخشی نیز ریشه در عوامل بیرونی دارد که بیرون از دسترس یا اختیار مدیران است. در تجزیه تحلیل های مالی، با بهره گیری از نسبت های مالی، چنانچه فضای کلان اقتصادی مطلوب نباشد مثلاً فشارهای تورمی وجود داشته باشد، ممکن است به نتایج ناخواسته برسیم (صادقی و همکاران، ۱۳۹۳).

پیشینه پژوهش

در حوزه پژوهش حاضر و در مطالعات داخلی، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۴)، در تحقیقی به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق با استفاده از داده های ۱۲۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ی زمانی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به بررسی این موضوع پرداخته شد. این تحقیق، با رویکرد داده های تابلویی با اثرات تصادفی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان داد که ارتباط مستقیم و معناداری بین نرخ بهره و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد بین نرخ ارز و

سیاست تقسیم سود ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. این در حالی است که نتایج تحقیق حاکی از عدم ارتباط معناداری بین نرخ تورم و سیاست تقسیم بوده است. هم چنین، رحمانی و همکاران (۱۳۹۳) مقاله‌ای با عنوان رابطه بتای بازار سهام با متغیرهای کلان اقتصادی و اطلاعات حسابداری به بررسی رابطه ریسک سیستماتیک سهام (بتای بازار) با متغیرهای کلان و اطلاعات حسابداری پرداخته اند. نتایج حاکی از ارتباط برخی متغیرهای کلان و اطلاعات حسابداری با بتای بازار می باشد. در مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری متغیرها، مهمترین متغیرهای حسابداری شامل اندازه شرکت، رشد شرکت و نسبت بدهی ها از نوع اطلاعات حسابداری و متغیرهای رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ سود بانکی، تورم، تغییرات قیمت نفت خام و تغییرات نرخ ارز از نوع متغیرهای کلان می باشند. علاوه بر این، آگهی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را انجام دادند. در این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۱۱۶ شرکت انتخاب و داده های مربوط به سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بررسی شد. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه معنادار مستقیم میان حسابرسی داخلی و پاداش هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی است، ولی بین مالکیت سهامداران عمده و نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی، رابطه معناداری دیده نشد. همچنین، رابطه معنادار بسیار ضعیفی بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده اقتصادی برقرار بود. یافته ها نشان داد عمر شرکت بر رابطه بین حسابرسی داخلی، مالکیت سهامداران عمده و نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی تأثیری ندارد ولی بر رابطه بین پاداش هیأت مدیره و مالکیت نهادی با ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مستقیم دارد. همچنین، اندازه شرکت بر رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و تمرکز مالکیت با ارزش افزوده اقتصادی تأثیر معکوس دارد. ضمن اینکه رستمی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر ریسک های مالی و بی ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود: مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش حاضر به بررسی تاثیر ریسک های مالی و بی ثباتی متغیر های کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود در ۵۴ شرکت منخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ پرداختند. نتایج مطالعه نشان داد که تاثیر ریسک سیستماتیک بر سود تقسیمی مثبت و تاثیر ریسک غیر سیستماتیک منفی است. همچنین، از بین متغیر های کلان اقتصادی نیز صرفا نااطمینانی از درآمد سرانه تاثیر منفی و معنی داری بر سیاست تقسیم سود دارد. بر اساس اندازه ضرایب تاثیر بی ثباتی درآمد سرانه بر سود تقسیمی بیشتر از ریسک غیر سیستماتیک و آن نیز بیشتر از ریسک سیستماتیک است. یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۲) هم رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی (بهای نفت، نرخ ارز و تورم) و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش نمونه آماری پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس در طول بازه زمانی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بوده است. یافته های پژوهش نشان داد که بین متغیرهای کلان اقتصادی (بهای نفت، نرخ ارز و تورم) و ارزش افزوده اقتصادی (به عنوان معیار ارزیابی عملکرد شرکت ها) ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد. در نهایت، میدانی و همکاران (۱۳۹۲)، در تحقیقی به بررسی تأثیر متغیرهای کلان پولی بر قیمت سهام شرکتهای گروه خودرو و ساخت قطعات پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق با هدف مطالعه رابطه بین قیمت سهام شرکت های گروه خودرو و ساخت قطعات پذیرفته شده در بازار بورس تهران و متغیرهای نرخ ارز و شاخص بهای مصرف کننده که مربوط به بخش پولی اقتصاد می باشند، انجام شده است. داده ها به صورت سالانه و برای دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ بوده و با استفاده از روش داده‌های تابلویی، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج تحقیق نشان می دهد قیمت سهام این شرکت ها با نرخ ارز، رابطه مستقیم و معنی دار و با شاخص بهای مصرف کننده رابطه معکوس و معنی دار و با متغیرهای کنترل، سود تقسیمی و درآمد واقعی شرکت ها رابطه مستقیم و معنی دار دارد.

علاوه بر این و در مطالعات خارجی رامادان باراکات و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی اثر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازارهای سهم پرداختند. هدف اصلی این تحقیق شفاف سازی رابطه‌ی میان بازار سهام و عوامل اقتصاد کلان در دو اقتصاد نوظهور (مصر و

تونس) در دوره‌ی ژانویه‌ی ۱۹۹۸ تا ژانویه‌ی ۲۰۱۴ است. نتایج نشان می‌دهد که یک رابطه‌ی علی در مصر میان شاخص بازار و شاخص قیمت مصرف‌کننده نرخ مبادله، تأمین پول و نرخ بهره وجود دارد. در تونس نیز همین روابط به جز برای شاخص قیمت مصرف‌کننده وجود دارد. شاخص قیمت مصرف‌کننده تونس رابطه‌ی علی با شاخص بازار دارد. نتایج نشان می‌دهد که چهار اقتصاد کلان با بازار سهام در هردو کشور جمع بسته و ادغام شدند. هم چنین، جاکوب (۲۰۱۵) این مقاله اثر عوامل اقتصاد کلان بر عملکرد حاکمیت شرکتی در هند را بررسی می‌کند. هدف اصلی این مقاله شناسایی عوامل اقتصاد کلان و ماهیت اثرات آنها بر حاکمیت شرکتی از طریق تحلیل اقتصادسنجی است. اهمیت و معناداری آماری مشخصه‌های شرکتی مانند سن، اندازه و عضویت صنعت بر شاخص عملکرد حاکمیت شرکتی بررسی شد. اثرات مشترک و اثرات مستقل مشخصه‌های شرکت بر حاکمیت شرکتی نیز بررسی شد. از فهرستی از متغیرهای اقتصاد کلان که از تحقیقات بین‌المللی جمع‌آوری شد، نیز برای درک عوامل مؤثر بر حاکمیت شرکتی در گروه‌های مختلف بهره‌گرفتیم. در این تحقیق از مدل خطی کلی و رگرسیون مجذور حداقل عادی برای مدل‌سازی اقتصادسنجی استفاده شد. این تحقیق به رتبه‌بندی پیشرفت اصلاحات اقتصادی از نظر عملکرد حاکمیت شرکتی کمک می‌رساند، اصلاحات آتی را برنامه‌ریزی می‌نماید و سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا شرکت‌های درست را برگزینند. علاوه بر این، بارگوا (۲۰۱۴) به بررسی اثرات اصول بنیادی شرکت مانند دارایی‌های کل و بدهی بلندمدت و متغیرهای اقتصاد کلان مانند عدم اشتغال و نرخ‌های بهره بر قیمت‌های سهام فصلی ۳۰۰۰ شرکت ایالات متحده طی دوره‌ی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ را مدل‌سازی می‌نماید. مدل‌های دینامیک جامع با استفاده از احتمال حداکثر برآورد شدند و عدم تجانس میان شرکت‌ها نیز لحاظ شد. برای آزمون متوالی فرضیات مرتبط با کفایت متغیرهای اقتصاد کلان در مدل‌ها، آماره‌های نسبت احتمال توسعه داده شد. یافته‌های اصلی این بود که ضرایب برآورد شده قیمت سهام تأخیری در مدل‌های اثرات تصادفی دینامیک ساده در فواصل ۰/۹۰ تا ۰/۹۵ بوده است. دوم، مدل‌های دینامیک جامع برای قیمت‌های سهام نشان داد که سود هر سهام شرکت، دارایی کل، بدهی بلندمدت، سود سهام هر سهم و عدم اشتغال و نرخ‌های بهره پیش‌بینی‌کننده‌های معنادار هستند. تعادل و روابط معناداری میان بدهی بلندمدت و نرخ‌های بهره وجود داشت. نورفیان علی‌فیاچ (۲۰۱۳) در مطالعه‌ی تلاش نموده است تا شرکت‌های آشفته مالی در بخش خدمات و تجارت مالزی را با استفاده از شرکت‌های آشفته مالی به‌عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اقتصاد کلان و نسبت‌های مالی به‌عنوان متغیرهای مستقل بررسی نماید. از تحلیل لجیت به‌عنوان روند و روش تحلیل استفاده شد. چون نسبت‌های مالی در شرایطی که به کار بروند، نرمال نخواهند بود. وقتی متغیرهای وابسته دودویی هستند، روش تحلیل لجیت مناسب‌تر است. این روش احتمال آشفته بودن شرکت‌ها از نظر مالی را بهتر نشان می‌دهد. به‌علاوه، این روش به ما علائمی از متغیرهای مستقل را می‌دهد. مشخص شد که متغیرهای مستقل قابل استفاده در پیش‌بینی شرکت‌های آشفته مالی در بخش خدمات و تجارت مالزی عبارتند از نسبت بدهی، نسبت گردش دارایی کل، نسبت سرمایه در گردش نسبت درآمد کل به دارایی کل و نسبت پایه قرض‌دهی. در نهایت، هرناندز تینوکو و همکاران (۲۰۱۳) آشفته‌گی مالی و پیش‌بینی ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده با استفاده از متغیرهای حسابداری بازار و اقتصاد کلان، با نمونه‌ای ۲۳۲۱۸ تایی از مشاهدات شرکت - سال شرکت‌های پذیرفته شده در طول دوره‌ی ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۱ و با استفاده از ترکیبی از داده‌های اقتصاد کلان و مبتنی بر بازار و حسابداری جهت توضیح ریسک اعتبار شرکتی را بررسی نمودند. این مقاله، مدل‌های ریسک برای شرکت پذیرفته شده توسعه می‌دهد که قادرند ورشکستگی و آشفته‌گی مالی را پیش‌بینی نمایند. مدل‌های برآورد شده از ترکیبی از داده‌های حسابداری، اطلاعات بازار سهام و پروکسی‌های تغییر در محیط اقتصاد کلان استفاده کردند. هدف این تحقیق تولید مدل‌هایی با صحت پیش‌بینی، ارزش عملی و دینامیک‌های مستقل کلان می‌باشد که جهت آزمون استرس مرتبط هستند. نتایج نشان می‌دهد که به‌کارگیری ترکیبی از داده‌های اقتصاد کلان، بازار و حسابداری در مدل‌های پیش‌بینی آشفته‌گی مالی برای شرکت‌های پذیرفته شده را مناسب می‌داند. عملکرد مدل‌های برآورد شده با توجه



به مدل‌های ساخته شده با استفاده از شبکه عصبی و مشخصه‌های امتیاز Z اصلی آلتمن معیاردهی و تراز شد. با توجه به مطالب ارائه شده در بخش‌های بالا، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل می‌باشند:

- بین نرخ ارز با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.
- بین تورم با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.
- بین نرخ بهره با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.
- بین تولید ناخالص داخلی با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.

روش تحقیق

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از سال ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۳ در بورس فعال بوده‌اند. هم‌چنین، برای آزمون فرضیه‌های این بخش نمونه تحقیق بر اساس چارچوب زیر گزینش شد که در نهایت، ۱۲۵ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند:

- شرکت در صنعت واسطه‌گری مالی نباشد. زیرا ساختار سرمایه این موسسات متفاوت می‌باشد.
- شرکت در ابتدای سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- نماد شرکت در دوره تحقیق، وقفه با اهمیت نداشته باشد (بیش از ۳ ماه در تابلوی بورس متوقف نباشد).
- داده‌های شرکت قابل دسترسی باشد.
- تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است.
- تعداد شرکت‌هایی که طی بازه ۸۹-۹۳ تغییر سال مالی داده‌اند.

توسعه مدل‌های رگرسیونی و اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش از مدل رگرسیونی زیر برای بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش استفاده شده است:

$$CG_{it} = \beta_0 + \beta_1 CURRENCY_{it} + \beta_2 INFLATION_{it} + \beta_3 INTREST_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 LEVERAGE_{it} + \beta_6 FCF_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا داریم:

متغیر وابسته:

- CG_{it} : حاکمیت شرکتی. برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی از مدل ارائه شده توسط سویونگ (۲۰۱۱) استفاده می‌شود که به صورت مدل زیر می‌باشد:

$$CG_{it} = -0.404 IQ_{it} - 0.567 BDS_{it} + 0.115 CONWON_{it}$$

CG_{it} : حاکمیت شرکتی؛

IQ_{it} : مالکیت نهادی. برابر است با میزان سهام در اختیار شرکت‌ها به کل سهام شرکت؛

BDS_{it} : اندازه هیئت مدیره. برابر است با نسبت اعضای تعداد کل اعضای هیئت مدیره شرکت؛

$CONWON_{it}$: بلوک سهامداران عمده. برابر است با میزان سهام در اختیار سهامداران عمده به کل سهام شرکت‌ها؛

متغیرهای مستقل:

➤ $CURRENCY_{it}$: نرخ ارز (نرخ برابری دلار به ریال) که توسط بانک مرکزی اعلام می‌شود؛

➤ $INFLATION_{it}$: نرخ تورم که به صورت سالانه در نظر گرفته شده است؛



$INTREST_{it}$: نرخ بهره (سود بانکی) که براساس نرخ سود علی الحساب سپرده های بانک های دولتی در نظر گرفته شده است؛

GDP_{it} : تولید ناخالص داخلی؛

متغیرهای کنترلی:

$LEVERAGE_{it}$: اهرم مالی. برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی شرکت؛

FCF_{it} : جریان وجه نقد آزاد. به پیروی تر لن و پلسن (۱۹۸۹) از مدل زیر برای اندازه گیری جریان نقد آزاد استفاده می شود:

$$FCF_{it} = INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}$$

INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک؛

TAX_{it} : کل مالیات پرداختی شرکت؛

$INTEP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت؛

$PSDIV_{it}$: سود سهام داران ممتاز پرداختی؛

$CSDIV_{it}$: سود سهامداران عادی پرداختی؛

در انتها عدد به دست آمده تقسیم بر درآمد حاصل از فروش می شود؛

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت. برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی کل شرکت؛

$GROWTH_{it}$: رشد فروش. برابر است با اختلاف فروش سال جاری و سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل؛

یافته ها

در این بخش، شاخص های مرکزی هم چون میانگین و شاخص های پراکندگی همانند انحراف معیار ارائه می گردد. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
حاکمیت شرکتی	CG	۶۲۵	-15.01982	-15.96950	8.663042	-39.42140	13.43317
نرخ ارز	CURRENCY	۶۲۵	17596.00	12260.00	27994.00	10364.00	7404.656
نرخ تورم	INFLATION	۶۲۵	22.78000	21.50000	34.70000	12.40000	8.664278
نرخ بهره	INTREST	۶۲۵	16.10000	15.00000	22.00000	12.50000	3.295053
تولید ناخالص داخلی	GDP	۶۲۵	3090.658	3043.000	3299.990	2945.290	143.5362
اهرم مالی	LEVERAGE	۶۲۵	0.636931	0.656891	0.997606	0.012733	0.199010
جریان نقد آزاد	FCF	۶۲۵	0.061732	0.003499	1.089146	-1.369317	0.414712
اندازه شرکت	SIZE	۶۲۵	13.73264	13.59696	18.45456	10.03122	1.370138
رشد شرکت	GROWTH	۶۲۵	0.243726	0.199312	2.732825	-0.931048	0.395193

با توجه به اینکه تعداد کل شرکت ها در دوره بررسی شامل ۱۲۵ شرکت در دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ بوده که در مجموع تعداد مشاهدات ۶۲۵ سال- شرکت می باشد. با توجه به شاخص های ارائه شده در جدول (۴-۱) مشاهده می شود که میانگین به دست آمده برای متغیر حاکمیت شرکتی (-15.01982) می باشد. علاوه بر این، میانه به دست آمده برای نرخ ارز (12260.00) بوده و حداکثر مقدار به دست آمده برای نرخ تورم (34.70000) است. هم چنین، میانگین اهرم مالی شرکت ها (0.636931) بوده و اندازه شرکت دارای حداقل (10.03122) می باشد. در نهایت، مقدار منفی به دست آمده



برای حداقل رشد شرکت (0.931048-) نشان می‌دهد در دوره بررسی یکی از شرکت‌ها در سال مشخصی دارای رشد منفی بوده است.

مانایی متغیرهای تحقیق (آزمون ریشه واحد)

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته^۱ (نوع فیشر) استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می‌دهد. در صورتی که فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد در مقادیر سری رد گردد می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه، مانا هستند و در غیر این صورت باید از روش‌هایی چون تفاضل‌گیری، رگرسیونی بر روی زمان و یا تبدیلات باکس و کاکس استفاده نمود. نتایج این آزمون برای متغیرهای کمی پژوهش در جدول ۴-۲ ارائه شده است:

جدول (۲) نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	آماره دیکی فولر	سطح معناداری
حاکمیت شرکتی	CG	-7.138777	0.0000
اهرم مالی	LEVERAGE	-10.60705	0.0000
جریان نقدی آزاد	FCF	-22.85171	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	-5.582617	0.0000
رشد شرکت	GROWTH	-10.24678	0.0000

8

همان‌طور که جدول (۲) نشان می‌دهد، سطوح معناداری تمامی آزمون‌های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچک‌تر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل

پیش از تخمین مدل رگرسیونی تحقیق، آزمون‌های تشخیصی به منظور تعیین معناداری اثرات مقطعی مدل انجام شده است. جدول (۳) یافته‌های مربوط به این آزمون‌ها را نشان می‌دهد.

جدول (۳) نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن

آزمون	آماره	سطح معناداری	نتایج
چاو (F لیمر)	1.116556	0.2166	تلفیقی
هاسمن	-	-	-

باتوجه به سطح معناداری آزمون چاو جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل رگرسیونی تحقیق، که بزرگ‌تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده، فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری اثرات مقطعی در مدل تحقیق رد نشده و می‌توان پذیرفت که مدل رگرسیونی این بخش باید به روش داده‌های تلفیقی تخمین زده شود. با توجه به نتیجه به دست آمده، دیگری نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد.

¹Augmented Dickey Fuller



۴-۴-۲- نتایج برآورد ضرایب تاثیر در مدل

جدول (۴) خلاصه یافته‌های این مدل را نشان می‌دهد.

جدول (۴) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

متغیر مستقل	نماد	بتا	انحراف	آماره ت	سطح	VIF	نتیجه
عرض از مبدا	β	0.003504	0.001760	1.991010	0.0468	-	تایید
نرخ ارز	CURRENCY	0.000144	4.21E-05	3.421665	0.0006	3.513741	تایید
نرخ تورم	INFLATION	0.040884	0.036132	1.131539	0.2579	3.547693	رد
نرخ بهره	INTREST	0.106797	0.122090	0.874736	0.3818	5.858583	رد
تولید ناخالص	GDP	0.000506	0.003776	0.133906	0.8935	7.163181	رد
اهرم مالی	LEVERAGE	4.099215	0.789087	5.194885	0.0000	1.035584	تایید
جریان نقدی آزاد	FCF	-4.19E-	1.08E-07	-3.898989	0.0001	1.106495	تایید
اندازه شرکت	SIZE	-	0.129908	-15.77163	0.0000	1.146850	تایید
رشد شرکت	GROWTH	-	0.432331	-3.878996	0.0001	1.056705	تایید
ضریب تعیین تعدیل		0.607082			دوربین-واتسون	1.848109	
آماره F		36.40357			آماره آزمون آرچ	0.414305	
سطح معناداری		0.000000			سطح معناداری آزمون	0.5853	

9

▪ نتایج آزمون اثرات متغیرهای مستقل:

فرضیه اول: با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ ارز بر حاکمیت شرکتی مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر پایین‌تر از 0/05 می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد شده و می‌توان گفت بین نرخ ارز با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای 0/05 تایید می‌شود. ضمن اینکه علامت ضریب به دست آمده مثبت می‌باشد که نشان می‌دهد این ارتباط مستقیم می‌باشد.

فرضیه دوم: با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ تورم بر حاکمیت شرکتی مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر بالاتر از 0/05 می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد نشده و می‌توان گفت بین نرخ تورم با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای 0/05 رد می‌شود.

فرضیه سوم: با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ بهره بر حاکمیت شرکتی مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر بالاتر از 0/05 می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد شده و می‌توان گفت بین نرخ بهره با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای 0/05 رد می‌شود.

فرضیه چهارم: با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ تولید ناخالص داخلی بر حاکمیت شرکتی مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر بالاتر از 0/05 می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد نشده و می‌توان گفت بین نرخ تولید ناخالص داخلی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای 0/05 رد می‌شود.



▪ نتایج آزمون‌های نیکویی برازش مدل:

بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول $0/05$ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم‌چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد که $0/607082$ درصد از تغییرات موجود در حاکمیت شرکتی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل تبیین می‌گردد.

آزمون مفروضات اولیه رگرسیونی

- نتایج برآورد آماره دوربین و اتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره با مقدار $1/848109$ دارد. از آن‌جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی 2 قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت.
 - مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می‌شود، کوچک‌تر از مقدار بحرانی 10 به دست آمده‌اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.
 - نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون F که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از $0/05$ می‌باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می‌باشد.
- از این رو می‌توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اول: بین نرخ ارز با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.

با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ ارز بر حاکمیت شرکتی در جدول (۴) مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر پایین‌تر از $0/05$ می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد شده و می‌توان گفت بین نرخ ارز با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای $0/05$ تایید می‌شود. ضمن اینکه علامت ضریب به دست آمده مثبت می‌باشد که نشان می‌دهد این ارتباط مستقیم می‌باشد. به عبارت دیگر می‌توان گفت با افزایش نرخ ارز، حاکمیت شرکتی افزایش پیدا می‌کند.

فرضیه دوم: بین تورم با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.

با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ تورم بر حاکمیت شرکتی در جدول (۴) مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر بالاتر از $0/05$ می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد نشده و می‌توان گفت بین نرخ تورم با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای $0/05$ رد می‌شود.

فرضیه سوم: بین نرخ بهره با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.

با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ بهره بر حاکمیت شرکتی در جدول (۴) مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر بالاتر از $0/05$ می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد شده و می‌توان گفت بین نرخ بهره با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای $0/05$ رد می‌شود.



فرضیه چهارم: بین تولید ناخالص داخلی با حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد.

با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای اثر متغیر نرخ تولید ناخالص داخلی بر حاکمیت شرکتی در جدول (۴) مشاهده می‌شود سطح معناداری به دست آمده برای این متغیر بالاتر از 0/05 می‌باشد، بنابراین فرض مخالف رد نشده و می‌توان گفت بین نرخ تولید ناخالص داخلی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود.

مقایسه با پژوهش‌های دیگر

بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد پژوهش‌های مشخصاً مشابهی انجام نگرفته است. بنابراین در اینجا به برخی از این پژوهش‌ها که به نوعی با پژوهش حاضر مشابه می‌باشند اشاره می‌شود. عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۴)، نشان دادند ارتباط معناداری بین نرخ بهره و نرخ ارز و سیاست تقسیم سود وجود دارد. این در حالی است که نتایج تحقیق حاکی از عدم ارتباط معناداری بین نرخ تورم و سیاست تقسیم سود است. رحمانی و همکاران (۱۳۹۳)، اعلام کردند متغیرهای حسابداری شامل اندازه شرکت، رشد شرکت و نسبت بدهی‌ها از نوع اطلاعات حسابداری و متغیرهای رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ سود بانکی، تورم، تغییرات قیمت نفت خام و تغییرات نرخ ارز از نوع متغیرهای کلان دارای ارتباط معناداری می‌باشند. یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۲)، نشان دادند بین متغیرهای کلان اقتصادی (بهای نفت، نرخ ارز و تورم) و ارزش افزوده اقتصادی (به عنوان معیار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها) ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد. ترابی و همکاران (۱۳۹۰)، دریافتند تولید ناخالص داخلی، حجم پول و حجم نقدینگی از متغیرهای اثرگذار کلیدی بر بازدهی سهام محسوب می‌شوند. سجادی و همکاران (۱۳۸۹)، اظهار داشتند ضرایب نرخ رشد نقدینگی و نرخ تورم، با نرخ رشد شاخص کل قیمت در سطح اطمینان نود درصد معنی‌دار و رابطه منفی دارند و معناداری ضرایب درآمد نفتی، نرخ ارز و نرخ سود واقعی بانکی، در سطح اطمینان نود درصد، رد شد. در پژوهش‌های خارجی، باراکات و همکاران (۲۰۱۶)، نشان دادند رابطه‌ی علی در مصر میان شاخص بازار و شاخص قیمت مصرف‌کننده، نرخ مبادله، تأمین پول و نرخ بهره وجود دارد. پیردزیوچ و همکاران (۲۰۰۷)، پیش‌بینی‌های نوسان بازار سهام که بر داده‌های اقتصاد کلان واقعی و اصلاح‌شده مبتنی بودند را مقایسه نمودند. مشخص شد که ارزش اقتصادی و آماری پیش‌بینی‌های نوسان، که بر داده‌های اقتصاد کلان واقعی و به‌موقع مبتنی بوده‌اند، با ارزش پیش‌بینی‌های مبتنی بر داده‌های اقتصاد کلان اصلاح شده مشابه است.

منابع

- اعتمادی، حسین. رسائیان، امیر. کردتبار، حسین (۱۳۸۹)، رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام، مجله توسعه و سرمایه، دوره ۳، شماره ۵، صص ۳۱-۵۹.
- آگهی اسکوئی، افشین. ملکی، محمدحسن (۱۳۹۳)، بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۹۶-۷۵.
- پیرائی، خسرو و شهسوار، محمدرضا (۱۳۸۸)، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی. سال ۹. شماره ۱: ۲۱-۳۸.
- رحمانی، علی. پیکارچو، کامبیز. عزیزی، منصوره (۱۳۹۳)، رابطه بتای بازار سهام با متغیرهای کلان اقتصادی و اطلاعات حسابداری، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره دهم، صص ۴۷-۶۶.



- رستمی، محمدرضا. برخورداری، فرناز (۱۳۹۳) "بررسی تاثیر ریسک های مالی و بی ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود: مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، سال دوم، شماره ۶، صص ۴۹-۶۸.
- صادقی، حسین. رحیمی، پریسا. سلمانی، یونس (۱۳۹۳)، تأثیر عوامل کلان اقتصادی و نظام راهبری بر درماندگی مالی شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق)، دوره جدید، سال بیست و یکم، شماره ۸.
- عرب مازار یزدی، محمد. خوری، مهدی (۱۳۹۴) " بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " دانش حسابرسی- سال چهاردهم، صص ۱۲۰-۱۳۲.
- کریم زاده، سعید دابی. شریفی رنایی، حسین. قاسمیان مقدم، لطفعلی (۱۳۹۲) " اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بانک ها " مجله اقتصادی شماره های ۱۱ و ۱۲ ، بهمن و اسفند ۱۳۹۲ ، صفحات ۶۵-۹۰.
- ناجی میدانی، علی اکبر. شاکری، سیده زهرا. کبری بطا، فاطمه (۱۳۹۲) " تأثیر متغیرهای کلان پولی بر قیمت سهام شرکتهای گروه خودرو و ساخت قطعات پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران " دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق) دوره جدید، سال بیستم ، شماره ۵
- یعقوب نژاد، احمد، خباززاده، محمد اسمعیل، ۱۳۹۲ ، رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی (بهای نفت، نرخ ارز و تورم) و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات کمی در مدیریت، سال چهارم، شماره اول، صص ۱-۲۰.
- Bhargava, Alok (2014) " Firms' fundamentals, macroeconomic variables and quarterly stock prices in the US " Journal of Econometrics, pp130-152.
- Hernandez Tinoco, Mario, Nick Wilson (2013) " Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables " International Review of Financial Analysis 30 .394-419
- JACOB, SAJIT (2015) " Effects of macro economic forces on corporate governance reere or mance of Indian companies: An exploratory study.
- Norfian Alifiah, Mohd (2013) " Prediction of financial distress companies in the trading and services sector in Malaysia using macroeconomic variables " Procedia - Social and Behavioral Sciences 129 .90 - 98
- Ramadan Barakat, Mahmoud, H. Elgazzar, Sara & Khaled M. Hanafy (2016) " Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets " International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 1; 2016.