



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۴ / شماره ۲ (پیاپی ۵۴) / تابستان ۱۴۰۴  
صفحه ۲۴۹ تا ۲۷۳

## حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با وجود کیفیت افشای اطلاعات مالی و فساد

جواد مقدم

دانشجوی دکتری تخصصی، گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
Javad\_moghaddam2002@yahoo.com

امید فرجی

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده‌گان فارابی دانشگاه تهران، دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
omid\_faraji@ut.ac.ir

علیرضا حیدرزاده هنزائی

استادیار، گروه مدیریت مالی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
a\_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

ملک تاج ملکی اسکویی

استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
m\_oskouei@iau-tnb.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۸/۲۷

### چکیده

بازده حقوق صاحبان سهام حساسیت بالایی به ایجاد تغییرات در قیمت سهام شرکت‌ها دارد. بنابراین موقعیت کلان کشور بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام اثرگذار است. عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به عنوان شرایط کلان اقتصادی، با ایجاد محیط ناپایدار، تصمیمات سرمایه‌گذاران، عرضه و تقاضای محصولات، حمایت دولت را در شرایط نامناسب قرار می‌دهد و منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. با این حال ایجاد محیط اطلاعاتی شفاف همچون، افشای گزارشگری شفاف و کاهش فساد می‌تواند نه تنها به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری آگاهانه کمک نماید، بلکه از عدم تقارن اطلاعات و پایداری شرایط ناشی از عدم قطعیت می‌کاهد و منجر به کاهش تاثیر منفی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی با حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. اما در نبود شواهد علمی و تجربی مناسب، پژوهش حاضر به بررسی حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با وجود کیفیت افشای اطلاعات مالی و فساد است. در همین راستا نمونه‌ای مشتمل بر ۱۶۴ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار طی بازه زمانی ۱۳۹۱ - ۱۴۰۰ انتخاب و آزمون شده است. نتایج با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره نشان داد که تورم، نسبت نقدینگی و شاخص جامع عدم قطعیت تاثیر منفی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام دارد. افشای گزارشگری مالی شفاف بر رابطه متغیرهای تولید ناخالص داخلی، نرخ ارز، نفت برنت و در نهایت شاخص جامع عدم قطعیت با حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر تعدیل کننده دارد. فساد نیز بر رابطه بین تورم و تولید ناخالص داخلی و نقدینگی با حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر تعدیلی دارد.

واژه‌های کلیدی: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام.

## ۱- مقدمه

در دو دهه گذشته حجم ادبیات در مورد عوامل تعیین‌کننده بازده سهام به سرعت رشد داشته است. چنین مطالعاتی از پرداختن به مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها تا گنجاندن متغیرهای عمده اقتصاد کلان که بر بازارهای سهام تأثیر می‌گذارد، متغیر است (رحمان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). در میان بسیاری از عوامل مؤثر بر بازده، عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU<sup>۲</sup>) طی سال‌های اخیر بیشتر مورد توجه بوده است. لذا این مطالعه به دنبال بررسی چنین مسأله‌ای است.

هدف هر شرکت، ایجاد حداکثر بازده برای سهامداران است. بازده حقوق صاحبان سهام مهمترین معیار سنجش میزان موفقیت شرکت‌ها در دستیابی به هدف مذکور می‌باشد. بازده حقوق صاحبان سهام با نسبت سود به ارزش حقوق صاحبان سهام به شرایط بازار سرمایه حساسیت بالایی دارد. رحمان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) بیان می‌نمایند، عدم تقارن اطلاعاتی و بازار ناقص با ایجاد شکاف قیمت سهام از ارزش بنیادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و این موضوع منجر به ایجاد حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. مطابق با نظر، بشیری‌منش و شهنازی (۱۴۰۱)، رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذار بطور قابل توجهی، نتایج بازار را تحریف و تغییر می‌دهد و در نتیجه قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد که این می‌تواند منجر به حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام شود. از طرفی دیگر مدیران امروزه در حال دست و پنجه نرم کردن با شرایط متلاطم اقتصادی برای رشد شرکت‌ها هستند. در سال‌های اخیر، بسیاری از شرکت‌ها برنامه‌های متفاوتی برای رشد خود دارند. تا راه را برای رقابت با سایر شرکت‌ها هموار کند. همه مدیران با استفاده از تصمیم‌گیری در شرایط نامطمئن به دنبال عملکرد مناسب هستند تا محیطی بسیار قابل اعتماد و انگیزه خوبی برای رشد و شکوفایی شرکت فراهم کنند. اما شرکت‌ها در محیطی با سیاست‌های اقتصادی در حال تغییر مکرر فعالیت می‌کنند. این عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، شرکت‌ها را به واکنش سریع و استراتژیک ترغیب می‌کند (کانگ و راتی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵) و می‌تواند پیامدهای کاملاً متفاوتی بر تصمیم‌گیری مدیران داشته باشد. استاو و همکاران<sup>۵</sup> (۱۹۸۳) عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی را به عنوان درجه ناتوانی در پیش‌بینی وضعیت آتی و رویدادهای آتی تعریف می‌کنند. لذا عدم قطعیت نسبت به سیاست‌های اقتصادی موجب عدم قطعیت فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده‌ی اقتصاد خواهد شد و به دنبال آن صاحبان سرمایه دیگر قادر به تصمیم‌گیری برای آینده از جمله سرمایه‌گذاری نبوده و بازار پول و بازار سرمایه با مشکل مواجه خواهد شد. در حقیقت عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی یک عامل تصادفی است که انتخاب شیوه عملکرد شرکت و عملکرد سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و این به نوبه خود بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام مؤثر است (ایگیوبال و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹).

<sup>1</sup> Rehman et al.

<sup>2</sup> Economic Policy Uncertainty

<sup>3</sup> Rehman et al

<sup>4</sup> Kang and Ratti

<sup>5</sup> Staw et al

<sup>6</sup> Iqbal et al

با این حال، شفافیت محیط اطلاعاتی همچون کیفیت گزارشگری مالی (ضیایی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹؛ ساهام<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱) و عدم فساد (کاراداس و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹؛ لاکاشمی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱)، می‌تواند به عنوان سازوکار تعدیلگر، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود. با وجود محیط اطلاعاتی شفاف و با سطح فساد کم، توان دسترسی گسترده به اطلاعات مربوط و قابل اتکا در مورد عملکرد مالی وضعیت مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خطرپذیری شرکت‌ها در اقتصاد بیشتر می‌شود (هوشی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴). لذا در چنین شرایطی اثرات نامطلوب نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی کمرنگ تر می‌شود (رحمان و همکاران، ۲۰۲۱). به طوری که اوزیلی<sup>۶</sup> (۲۰۲۱)، در مطالعه خود رابطه منفی بین عدم اطمینان سیاست‌های و کیفیت گزارشگری مالی نشان داد. همچنین برمی و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۲۱)، بین مدیریت سود به عنوان نماینده کیفیت گزارشگری مالی و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی رابطه مثبت نشان دادند. این رابطه مثبت بین عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی و مدیریت سود برای شرکت‌هایی که در صنایع حساس سیاسی فعالیت می‌کنند، برای شرکت‌هایی که در تنگناهای مالی بیشتری قرار دارند و در دوران رکود اقتصادی هستند، تقویت می‌شود.

مسئله فساد نیز می‌تواند به عنوان یکی از مسایل کلان در راستای شفافیت گزارشگری مالی مطرح شود. در این راستا ادبیات حسابداری در ارتباط با فساد ضعیف بوده و تحقیقات اندکی درباره این متغیر مهم انجام شده است (هوک و مونیوم، ۲۰۱۳). این در حالی است که رشته حسابداری با نقش اطلاعاتی و شفاف‌سازی اطلاعات و همچنین حسابرسی با اطمینان بخشی می‌توانند به عنوان یکی از پایه‌های کاهش فساد در سطح کلان مطرح شود (مالاگینو و همکاران، ۲۰۱۰). علیرغم توجه بیشتر به ادبیات فساد در رشته‌های بازرگانی در رشته حسابداری به این مفهوم کمتر پرداخته شده است (هوک و مونیوم، ۲۰۱۶). و این کمبود تحقیقات در این زمینه بسیار مهم می‌باشد همانطور که بروان و همکاران (۲۰۱۴) اشاره می‌کنند فرهنگ و مقررات قانونی همچون فساد بر خروجی گزارشگری مالی تأثیر می‌گذارد. دیروزو و همکاران (۲۰۰۷) بیان می‌دارند منابع اطلاعاتی و دسترسی به اطلاعات می‌توانند نقش مهمی در کاهش فساد داشته باشند. منابع اطلاعاتی گوناگون هستند دیروزو و همکاران (۲۰۰۷) از شاخص دسترسی به اطلاعات دیجیتال<sup>۸</sup> (DAI) به عنوان جانشین برای اطلاعات و از شاخص جهانی درک فساد (CPI)<sup>۹</sup> برای سنجش فساد استفاده نمودند. از سویی دیگر نتایج تحقیق نشانگر نقش مؤثر اطلاعات در بهبود وضعیت فساد دارد. همانطور که در بیانیه مفهومی هیئت استانداردهای حسابداری تأیید شده است حسابداری یک منبع اطلاعاتی می‌باشد (هیئت استانداردهای حسابداری<sup>۱۰</sup>، ۱۹۸۰) و در ارتباط با کیفیت اطلاعات حسابداری شکی وجود ندارد، بر همین اساس است که مالاگینو و همکاران (۲۰۱۰) به پیروی از دیروزو و همکاران (۲۰۰۷)

<sup>1</sup> Ziaei et al.

<sup>2</sup> Saham

<sup>3</sup> Karadas et al.

<sup>4</sup> Lakshmi et al.

<sup>5</sup> Hoshi et al

<sup>6</sup> Ozili

<sup>7</sup> Bermpei

<sup>8</sup> Digital Information Access Index (DAI)

<sup>9</sup> Corruption Perceptions Index (CPI)

<sup>10</sup> Accounting Standards Board

حسابداری را به عنوان یک منبع اطلاعاتی در نظر گرفته و به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در بهبود فساد پرداختند. لذا با توجه به ادبیات مطرح شده نمیتوان مساله فساد را از شفافیت گزارشگری مالی جدا دانست. بر این اساس می‌توان تصور کرد که افزایش فساد منجر به افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی شود و بدین ترتیب بر حساسیت بازدهی حقوق صاحبان تأثیر بگذارد.

با نگاهی به مطالعات گذشته که پیش‌تر نیز به آن‌ها اشاره شد می‌توان دریافت که تعداد زیادی از مطالعات بیانگر آن است که عدم قطعیت‌های اقتصادی ممکن است بر قیمت‌های تأثیر بگذارد. بررسی چنین مسئله‌ای نیاز به مطالعات بیشتری دارد. چراکه هدف مطالعه حاضر این است که حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی را بررسی نماید که در مطالعات گذشته به آن توجه نشده است.

مسئله دیگری که در مطالعات گذشته از نظرها مغفول مانده است، نقش شفافیت گزارشگری مالی و مسئله فساد است. شفافیت و کاهش فساد، سبب افزایش آگاهی و اطمینان سرمایه‌گذاران شده و انتظار می‌رود که کاهش هزینه سرمایه شرکت را به دنبال داشته باشد. لذا بازارها، به افشای داوطلبانه و شفاف‌سازی و همچنین فساد کمتر پاداش می‌دهند (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴؛ بارث و همکاران، ۲۰۱۰). از آنجائی که کمیت و کیفیت اطلاعات حسابداری برای توسعه اقتصادی و اجتماعی و جلوگیری از فساد بسیار مهم است و همچنین از سویی دیگر استانداردهای گزارشگری مالی چارچوبی برای افشاء اطلاعاتی اجباری فراهم می‌کنند می‌توان از این چارچوب‌ها برای کاهش نقش نا اطمینانی‌های سیاست‌های اقتصادی استفاده نمود (هوپ، ۲۰۰۳؛ لیوز و یوسکی، ۲۰۱۶). لذا ضرورت دارد تا نقش محیط اطلاعاتی همچون شفافیت گزارشگری مالی و فساد نیز در حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی مورد توجه قرار گیرد.

انجام چنین مطالعه‌ای به روشن‌تر شدن میزان حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی کمک می‌کند. بدین ترتیب سرمایه‌گذاران، فعالان بازار سرمایه و همچنین قانون‌گذاران بازار سرمایه همچون سازمان بورس می‌توانند تصمیمات سنجیده‌تری در این خصوص اتخاذ نمایند. علاوه بر این با روشن‌تر شدن نقش افشای گزارشگری مالی و فساد کلان، فعالان بازار سرمایه می‌توانند میزان حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را با دقت بالاتری پیش‌بینی نمایند. بنابراین در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه و فرضیه‌ها تدوین شده‌اند. سپس، روش پژوهش شامل نمونه پژوهش و مدل‌های پژوهش تدوین شده است. همچنین یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و برازش مدل‌های پژوهش گزارش شده است. بخش نهایی نیز به نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری است. در هر نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار به دنبال کسب بازده از سرمایه‌گذاری است و سعی دارد که از مقدار آتی بازده سهام شرکت‌ها، اطلاعاتی کسب کند. بازده حقوق صاحبان سهام یکی از نسبت‌های سودآوری است و که اطلاعاتی از میزان موفقیت شرکت در تحصیل بازده خالص فروش یا سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهد. بر اساس مدل ویلیام شارپ، عوامل مؤثر بر بازده به دو

دسته کلی شامل عوامل مؤثر داخلی در ارتباط با عملیات شرکت و تصمیم‌های گرفته شده در شرکت و عوامل بیرونی که خارج از اختیارات مدیریت شرکت بوده، طبقه‌بندی می‌شود (چهارم‌حالی و همکاران، ۱۳۹۸). رحمان و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌نمایند، عدم تقارن اطلاعاتی و بازار ناقص با ایجاد شکافت قیمت سهام از ارزش بنیادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و این موضوع منجر به ایجاد حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. چنگلین و همکاران (۲۰۲۳) بیان می‌کنند، عدم قطعیت اقتصادی بر اهرم شرکت، ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها در اقتصادهای نوظهور تأثیر می‌گذارد و این موضوع منجر به ایجاد حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود.

مدیران امروزه در حال دست و پنجه نرم کردن با شرایط متلاطم اقتصادی برای رشد شرکت‌ها هستند. در سال‌های اخیر، بسیاری از شرکت‌ها برنامه‌های متفاوتی برای رشد خود دارند. تا راه را برای رقابت با سایر شرکت‌ها هموار کند. همه مدیران با استفاده از تصمیم‌گیری در شرایط نامطمئن به دنبال عملکرد مناسب هستند تا محیطی بسیار قابل اعتماد و انگیزه خوبی برای رشد و شکوفایی شرکت فراهم کنند. اما شرکت‌ها در محیطی با سیاست‌های اقتصادی در حال تغییر مکرر فعالیت می‌کنند. این عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، شرکت‌ها را به واکنش سریع و استراتژیک ترغیب می‌کند (کانگ و راتی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵) و می‌تواند پیامدهای کاملاً متفاوتی بر تصمیم‌گیری مدیران داشته باشد. عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به عنوان منشاء حوادث و روندهای متغیری است که فرصت‌ها و تهدیدهایی را برای شرکت خلق می‌کند. استاو و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی را به عنوان درجه ناتوانی در پیش‌بینی وضعیت آتی و رویدادهای آتی تعریف می‌کنند. لذا عدم قطعیت نسبت به سیاست‌های اقتصادی موجب عدم قطعیت فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده ی اقتصاد خواهد شد و به دنبال آن صاحبان سرمایه دیگر قادر به تصمیم‌گیری برای آینده از جمله سرمایه‌گذاری نبوده و بازار پول و بازار سرمایه با مشکل مواجه خواهد شد. در حقیقت عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی یک عامل تصادفی است که انتخاب شیوه عملکرد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (ایگیوبال و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹).

امروزه تقریباً تمامی سازمان‌ها و واحدهای تجاری برای تولید و ارائه کالا و خدمات، تحت تأثیر عوامل محیطی، کالاهای خود را در آن به فروش می‌رسانند و عوامل مورد نیاز برای تولید کالا و خدمات خود را تأمین می‌کنند. در نتیجه این رابطه، عملیات و عملکرد سازمان‌ها به شدت تحت تأثیر عوامل خارج از شرکت قرار می‌گیرد و بر محیط آنها نیز تأثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر، تمامی سازمان‌ها و واحدهای تجاری به منظور کسب سود و تداوم فعالیت، ناگزیر با محیط عملیاتی خود در ارتباط هستند که در نتیجه این ارتباط، عملکرد و سودآوری آنها به شدت تحت تأثیر عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی قرار می‌گیرد (احسن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱).

عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی منجر به تغییر در رشد درآمد و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌شود. تا زمانی که شرکت‌ها در یک محیط بسیار ناپایدار فعالیت کنند، شجاعی و شعبانی (۱۳۹۰)

<sup>1</sup> Kang and Ratti

<sup>2</sup> Staw et al

<sup>3</sup> Iqbal et al

<sup>4</sup> Ahsan et al.

در زمینه بحران اقتصادی بیان می‌کنند که بحران اقتصادی منجر به ورشکستگی صنایع و کارخانجات در جوامع صنعتی شد. در دوره ای که اقتصاد حالت انقباضی به خود می‌گیرد و کوچک می‌شود، می‌توان بحران اقتصادی را متصور شد. از این رو، پیامدهایی همانند تولید بدون مشتری را به همراه دارد. سلطانی و صادقی (۱۳۹۵) معتقدند که بحران اقتصادی باعث کاهش و افت بازار سرمایه، کاهش تولید ناخالص داخلی، افزایش بدهی و افزایش نرخ بیکاری می‌شود.

عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی تأثیر مستقیمی بر رشد مالی شرکت‌ها دارد زیرا رشد شرکت و سرمایه‌گذاری‌های آتی ممکن است توسط سیاست‌های اقتصادی جدید مختل شود. شی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) استدلال می‌کنند که عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی می‌تواند شرکت‌ها را به توزیع چند سطحی عملیات تجاری خود هدایت کند. شرکت‌ها معمولاً استراتژی‌های تجاری مختلفی را برای کاهش هرگونه عدم اطمینانی که ممکن است بر عملیات تجاری آنها تأثیر بگذارد اتخاذ کنند (لیکر و رولت<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹؛ اونگزاکول و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱؛ چنگلین و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳؛ ماریا غنی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۳). عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی به دلیل طولانی شدن دوره برگشت سرمایه، سرمایه‌گذاری‌های شرکت را کاهش می‌دهد و در نتیجه رشد شرکت در زمان طولانی تری اتفاق می‌افتد (برنانکه<sup>۶</sup>، ۱۹۸۳؛ وانگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴). لذا انجام سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان می‌تواند ریسک بیشتری داشته باشد (میرزا و احسن<sup>۸</sup>، ۲۰۲۰). که این امر منجر به کاهش رشد عملکرد شرکت می‌گردد و بازده سهام را کاهش می‌دهد.

همچنین، تئوری گزینه‌های واقعی<sup>۹</sup> بیان می‌کند که شرکت‌هایی که با عدم اطمینان مواجه هستند، احتمال بیشتری دارد که سرمایه‌گذاری خود را تا رفع عدم اطمینان به تعویق بیندازند (بلوم و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۷؛ چنگلین و همکاران، ۲۰۲۳). در نتیجه، عدم قطعیت سیاست اقتصادی باعث می‌شود که جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها بی‌ثبات‌تر شود و ریسک نکول آنها بیشتر شود (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین قیمت سهام نیز بی‌ثبات‌تر می‌شود.

با همه این تفاسیر، رحمان و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌نمایند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر بازده حقوق صاحبان سهام از طریق چندین کانال تأثیر بگذارد. اولین کانال از طریق شرکت‌ها یا سرمایه‌گذاران است که ممکن است تصمیمات مهم خود مانند اشتغال، سرمایه‌گذاری، مصرف و پس‌انداز را تغییر داده یا به تأخیر بیندازند (گولن و یون<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۶). کانال دوم از طریق کانال‌های عرضه و تقاضا

<sup>1</sup> Shi et al.

<sup>2</sup> Laker and Roulet,

<sup>3</sup> Ongsakul et al.

<sup>4</sup> Chenglin Gao et al.

<sup>5</sup> Maria Ghani et al.

<sup>6</sup> Bermanke

<sup>7</sup> Wang et al.

<sup>8</sup> Mirza, Ahsan

<sup>9</sup> real options theory

<sup>10</sup> Bloom

<sup>11</sup> Gulen & Ion

است که منجر به افزایش هزینه‌های تأمین مالی و تولید می‌شود و این امر سرمایه‌گذاران را دلسرد می‌کند (گیلچاریست و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). ثالثاً، عدم قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است ارزش حمایت‌های دولت از بازارها را کاهش داده و ریسک بیشتری را در بازارهای مالی ایجاد کند (پاستور و ورونسی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). چهارم اینکه، عدم قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است به دلیل تأثیر بر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم، نرخ بهره و حق بیمه ریسک مورد انتظار منجر به انقباضات اقتصادی شود (پاستور و ورونسی، ۲۰۱۳). بنابراین عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند با کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام همراه است. لذا فرضیه اول به شرح زیر مطرح می‌شود:

**فرضیه اول:** عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معنادار دارد. افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بالا را از طریق کاهش افشای اطلاعات شرکت تشدید کند. هنگامی که عدم اطمینان زیاد وجود دارد، شرکت‌ها در مورد اینکه چه چیزی را افشا کنند و چه چیزی را افشا نکنند، دقت بیشتری می‌کنند. از آنجایی که افشای داوطلبانه پرهزینه است (ورکیا<sup>۳</sup>، ۱۹۸۳)، به خصوص اگر اطلاعات منفی باشد، مدیران ممکن است تمایلی به افشای اطلاعات بیشتر به بازار نداشته باشند (چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). بنابراین، ارزش انباشت اخبار منفی توسط مدیران ممکن است زمانی افزایش یابد که عدم اطمینان سیاست اقتصادی بالا باشد (لو و ژانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰). علاوه بر این، شرکت‌ها در صورت عدم اطمینان در مورد بازار تنها زمانی پیش‌بینی عملکرد خود را آشکار می‌کنند که پیش‌بینی عملکردشان آسان باشد و بر روند مثبت شرکت تأثیر گذار باشد (چن و همکاران، ۲۰۱۱).

در واقع، افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه را تشدید می‌کند و به نوبه خود، کارایی معاملات در بازار اوراق بهادار را مخدوش می‌کند (پاستور و ورونزی<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲)، تا جایی که انگیزه سرمایه‌گذاران را برای معامله اوراق بهادار کاهش می‌دهد. عدم اطمینان سیاست اقتصادی بالا منجر به افزایش عدم اطمینان ارزش شرکت، خروج معامله‌گران اوراق بهادار از بازار سرمایه می‌شود (ناگار و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۹؛ دباتا و ماهاکود<sup>۸</sup>، ۲۰۱۸). با اقتباس از این ادبیات و تئوری اقتصادی، انتظار می‌رود که شفافیت محیط اطلاعاتی شرکت به با بهبود عدم تقارن اطلاعاتی از شدت شرایط بد عدم اطمینان سیاست اقتصادی می‌کاهد.

پر واضح است که سرمایه‌گذاران از شوک‌های عدم قطعیت بیزارند، تا جایی که تقاضای آن‌ها برای اطلاعات مالی دقیق با افزایش عدم اطمینان محیطی افزایش می‌یابد (درچسلا<sup>۹</sup>، ۲۰۱۳). بنابراین، افشای اطلاعات احتمالاً در مواقع عدم اطمینان بالای سیاست برای یک شرکت سودمندتر خواهد بود (نگار و همکاران، ۲۰۱۹). تا جایی

<sup>1</sup> Gilchrist et al.

<sup>2</sup> Pastor & Veronesi

<sup>3</sup> Verrecchia

<sup>4</sup> Chen et al.

<sup>5</sup> Luo and Zhang

<sup>6</sup> Pastor and Veronesi

<sup>7</sup> Nagar et al

<sup>8</sup> Debata and Mahakud

<sup>9</sup> Drechsler

که مدیران به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعات و عدم اطمینان سرمایه‌گذار، اطلاعات بیشتری را در بازار سرمایه تولید می‌کنند.

افزایش شفافیت شرکت از طریق افزایش افشای اطلاعات به سرمایه‌گذاران بالقوه کمک می‌کند تا کیفیت اوراق بهادار شرکت را ارزیابی کنند، هزینه‌های مخاطره اخلاقی را کاهش دهند و به طور بالقوه جذابیت اوراق بهادار را در بازار سرمایه افزایش دهند. افزایش افشای شرکت و شفافیت به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بر اثرات منفی عدم تقارن اطلاعاتی غلبه کنند (لنگ و همکاران،<sup>۱</sup> ۲۰۱۲) و قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، افشای اطلاعات مکرر و با کیفیت، هزینه‌های سرمایه و هزینه‌های تجاری سرمایه‌گذاران بالقوه را کاهش می‌دهد (بالاکریشنان و همکاران، ۲۰۱۴).

فرضیه شناخت سرمایه‌گذار نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بالقوه ترجیح می‌دهند در سهام شفاف معامله کنند یا سرمایه‌گذاری کنند که به راحتی با هزینه‌های محدود قابل ارزیابی باشد (مرتون،<sup>۲</sup> ۱۹۸۷). اطلاعات خاص شرکت به سرمایه‌گذاران بالقوه کمک می‌کند تا سهام با کیفیت بالا را از سهام با کیفیت پایین با هزینه‌های پایین ارزیابی و متمایز کنند. در زمان‌های نامشخص، سرمایه‌گذاران با تغییر از اوراق بهادار سخت به ارزش به اوراق بهادار کم‌خطرتر و قابل پیش‌بینی‌تر، رفتار ریسک‌گریزی از خود نشان می‌دهند.

در حقیقت، فعالان بازار سرمایه برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه بیشتر به اطلاعات خاص شرکت وابسته هستند. افزایش شفافیت اطلاعات قیمت سهام را بهبود می‌بخشد، عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی اوراق بهادار را کاهش می‌دهد و تجارت آگاهانه اوراق بهادار را تشویق می‌کند. با توجه به مشکلاتی که سرمایه‌گذاران در ارزیابی کیفیت شرکت در محیط‌های نامشخص با آن مواجه هستند، شرکت‌های شفاف احتمالاً ارزش بالایی دارند و در دوره‌های افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سهام با ارزش بالاتری به فروش می‌رسد (لنگ و همکاران،<sup>۳</sup> ۲۰۱۲؛ شوئنفلد، ۲۰۱۷). افشای اطلاعات گسترده می‌تواند سفارشات خرید و حجم بالای گردش اوراق بهادار را در زمان‌های نامشخص افزایش دهد (لئوز و ورکیا،<sup>۴</sup> ۲۰۰۰). بنابراین کیفیت افشای اطلاعات شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از عدم اطمینان سیاست اقتصادی را کاهش دهد و تأثیر منفی عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد. لذا فرضیه دوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

**فرضیه دوم:** افشای گزارشگری مالی نقش تعدیلگر در رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد.

بررسی‌های اقتصادی انجام‌شده در سال‌های اخیر به روشنی ثابت می‌کند که فساد یکی از ترمزهای مهم رشد اقتصادی است. سازمان جهانی شفافیت بر مشکل فساد در بخش عمومی تمرکز نموده است و فساد را چنین تعریف می‌کند: «سوءاستفاده از قدرت مقامات عمومی در جهت کسب منافع خصوصی». رفتارهای فاسد شامل پرداخت‌هایی است که به مسئولان صورت می‌گیرد تا برخی رفتارهای خاص مورد نظر به منظور فرار از قانون یا

<sup>1</sup> Lang et al

<sup>2</sup> Merton

<sup>3</sup> Lang et al

<sup>4</sup> Leuz and Verrecchia



تسهیل امور و فعالیت‌های غیرقانونی انجام پذیرد. در برخی شرایط، پرداخت رشوه برای به‌دست آوردن خدماتی صورت گرفته که دریافت‌کننده رشوه از انجام آن منع شده است.

فساد ناشی از عوامل مختلف فرهنگی، اجتماعی، سیاسی، حقوقی و اقتصادی است. مطالعه‌های تجربی مربوط به علت‌های فساد تأیید می‌کنند که فساد نشانه بیماری از نوعی ضعف نهادی عمیق است. در واقع فساد را باید نوعی عارضه از ضعف بنیادین دولت به شمار آورد، نه عامل پایه‌ای یا تنها عامل تعیین‌کننده بیماری‌های جامعه. وینود (۲۰۰۰)، سه شرط لازم ایجاد فساد و تداوم آن را قدرت احتیاطی مجریان دولت، رانت‌های اقتصادی و نهاد‌های ضعیف معرفی می‌کند. ریشه‌های مفساد مالی و اقتصادی که اغلب در همه جا یکسان است، در فساد دولتی نهفته است که خود ناشی از دولت‌های بزرگ با قدرت زیاد برای توزیع منافع بین گروه‌های مختلف است.

در واقع، حکمرانی خوب به عنوان یک پیش‌شرط اساسی برای عملکرد مناسب بازارها و بنابراین ایجاد شرایط جذاب سرمایه‌گذاری است (مهرآرا و اسدیان، ۱۳۸۸)؛ بنابراین فساد که اغلب به عنوان پیامد محیط نهادی نامناسب تصور می‌شود و یکی از عوامل تعیین‌کننده حکمرانی خوب است از عوامل تأثیرگذار بر فضای سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود. فساد باعث کاهش انگیزه و انحراف سرمایه‌گذاری می‌شود چرا که رشوه باعث افزایش ریسک و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران و تخصیص نامناسب منابع می‌گردد. همچنین، فساد از طریق سیاست‌های ناسالم اقتصادی یا نهادی به دلیل حضور گروه‌های ذی‌نفع قدرتمند، تخصیص ناموزون هزینه‌ها، تصرف قانون و اختلال در سیاست‌گذاری توسط نخبگان ذی‌نفع شرکتی، غیبت حاکمیت قانون و حقوق مالکیت، مانع سرمایه‌گذاری می‌گردد (وینود<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰).

به طور کلی، فساد با ایجاد هزینه‌های بالا و عدم قطعیت موجب عدم جذابیت برای سرمایه‌گذاران شده و انگیزه‌های سرمایه‌گذاری را از بین می‌برد؛ در واقع، فساد برای جریان‌های سرمایه‌گذاری عامل تعیین‌کننده‌ای می‌باشد، به‌ویژه برای کشورهای در حال توسعه‌ای که دارای محیط نهادی و قانونی ضعیفی هستند. فساد اغلب به عنوان پیامد محیط نهادی نامناسب تصور و یکی از ابعاد مهم شفافیت نهادی قانونی و سیاسی یک کشور است؛ بنابراین تأثیر عمده‌ای بر ریسک و عدم قطعیت سیاسی و بار مقررات دارد. تعامل تصمیم‌گیرندگان بنگاه از یک طرف و نهادهایی که قادرند رانت‌های قانونی یا رشوه‌های غیرقانونی از بنگاه‌ها استخراج کنند از طرف دیگر موجب ایجاد فساد می‌شود. از آنجا که سرمایه‌گذاری از عوامل تعیین‌کننده رشد در یک اقتصاد محسوب می‌شود، کاهش انگیزه در این بخش، کاهش تولید و رشد اقتصادی را در دوره‌های بعد باعث خواهد شد. بنابراین وجود فساد منجر به عدم جذابیت سهام شرکت‌ها و تغییرات زیاد قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. با این تفاسیر، فساد در محیط عدم قطعیت سیاست اقتصادی به حساسیت هر چه بیشتر بازده حقوق صاحبان سهام منجر می‌شود. بنابراین فرضیه سوم نیز به شرح زیر است:

**فرضیه سوم:** فساد نقش تعدیلگر در رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد.

<sup>۱</sup> Vinod

## روش پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی، از نظر زمانی پس رویدادی و از نظر ماهیت، توصیفی از نوع همبستگی است که خواص و ویژگی‌های متغیرها و رابطه بین متغیرها را از طریق تحلیل رگرسیون بررسی می‌کند. گام بعدی پس از جمع‌آوری داده‌ها از نمونه‌های جامعه آماری، تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمایش فرضیه‌ها استفاده می‌شود. با توجه به حجم زیاد داده‌ها و نیاز به پردازش آنها، از نرم‌افزار اکسل و استاتا برای برآورد آمار توصیفی و پارامترهای مدل و تحلیل و استنباط آماری استفاده می‌شود. مدل پژوهش از طریق داده‌های پنل با کنترل اثرات صنعت به روش حداقل مربعات معمولی با خطای استاندارد مقاوم برآورد شده است. داده‌ها از صورت‌های مالی شرکت‌ها به صورت دستی جمع‌آوری شده است.

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ است که پس از اعمال محدودیت‌های زیر، ۱۶۴ شرکت بورسی از مجموع شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران باقی ماند که برای جامعه در دسترس مطالعه شدند.

- (۱) شرکت طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
- (۲) شرکت‌هایی که در تمام سال‌های پژوهش جزء شرکت‌های بورسی باشند.
- (۳) شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه باشند.
- (۴) اطلاعات و داده‌های آن‌ها در دسترس و قابل استفاده نباشد.

## مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیات پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌گردد که براساس پژوهش رحمان و همکاران (۲۰۲۱) و سایر مطالعات مرتبط با موضوع پژوهش تدوین شده است:

مدل (۱):

$$\Delta ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 AudOpinion_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 ATO_{i,t} + \beta_9 Conown_{i,t} + \beta_{10} Pvtown_{i,t} + \beta_{11} Inst_{i,t} + \beta_{12} AudType_{i,t} + \beta_k Industry_{i,t} + \beta_m Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل ۱، در صورتی که ضریب  $\beta_1$  معنادار باشد آنگاه فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

مدل (۲):

$$\Delta ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 DFR_{i,t} + \beta_3 EPU_{i,t} \times DFR_{i,t} + \beta_4 AudOpinion_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} ATO_{i,t} + \beta_{11} Conown_{i,t} + \beta_{12} Pvtown_{i,t} + \beta_{13} Inst_{i,t} + \beta_{14} AudType_{i,t} + \beta_k Industry_{i,t} + \beta_m Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل ۲، در صورتی که ضریب  $\beta_3$  معنادار باشد. آنگاه فرضیه‌های دوم تأیید می‌شود.

مدل (۳):

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 Corruption_{i,t} + \beta_3 EPU_{i,t} \times Corruption_{i,t} + \beta_4 AudOpinion_{i,t} \\ & + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} ATO_{i,t} \\ & + \beta_{11} Conown_{i,t} + \beta_{12} Pvtown_{i,t} + \beta_{13} Inst_{i,t} + \beta_{14} AudType_{i,t} \\ & + \beta_k Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل ۳، در صورتی که ضریب  $\beta_3$  معنادار باشد. آنگاه فرضیه‌های سوم تأیید می‌شود.

**متغیر وابسته:** حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام ( $\Delta ROE$ ): درصد تغییرات در بازده حقوق صاحبان سهام طی سال جاری و سال قبل (رحمان و همکاران، ۲۰۲۱).

**متغیر مستقل:** عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی (EPU): در این پژوهش بر اساس مطالعات سالم دزفولی و همکاران (۱۳۹۷)، برای محاسبه نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی از واریانس شرطی (گارچ) چهار معیار استفاده می‌شود.

۱- **نرخ تورم (Inf):** این متغیر بر اساس آمارهای بانک مرکزی بر اساس تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها (CPI) محاسبه می‌شود. بطوری که اختلاف شاخص سطح عمومی قیمت‌ها در سال جاری و سال قبل بر سطح عمومی قیمت‌ها در سال قبل تقسیم می‌شود تا نرخ تورم بدست آید.

۲- **نرخ رشد اقتصادی (GDP):** همانند نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی از رشد تولید ناخالص داخلی (اختلاف تولید ناخالص داخلی امسال و سال قبل، تقسیم بر تولید ناخالص داخلی سال قبل) محاسبه می‌شود.

۳- **نرخ ارز (EXR):** عبارت است از تغییرات نرخ ارز بازاری طی سال جاری و سال قبل، تقسیم بر نرخ ارز بازاری سال قبل.

۴- **رشد نقدینگی (Liq\_Growth):** این متغیر نیز از تغییرات حجم پول طی سال‌های متوالی محاسبه می‌شود و عبارت است از حجم نقدینگی امسال منهای سال قبل، تقسیم بر حجم نقدینگی سال قبل.

۵- **قیمت نفت برنت (OilP):** برابر است با بازدهی قیمت نفت برنت که در بانک اطلاعاتی قیمت نفت منتشر شده است.

در نهایت یک شاخص جامع از مجموع این معیارهای ایجاد و به صورت جداگانه با آن معیار جامع نیز فرضیه‌ها آزمون می‌شوند.

**متغیرهای تعدیلگر:** افشای گزارشگری مالی (DFR): برای اندازه‌گیری شفافیت گزارشگری مالی از معیار مدیریت سود استفاده شده است (شکوهی منش، ۱۴۰۰).

$$\text{رابطه ۲: } \frac{TCA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CF_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{CF_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{CF_{i,t+1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

TCA کل ارقام تعهدی، CF جریان نقد عملیاتی و A کل دارایی‌ها است. این مدل برای هر سال صنعت برآورد خواهد شد. در این راستا معکوس قدرمطلق جزء خطا به عنوان افشای گزارشگری مالی خواهد بود.

**فساد (Corruption):** برای اندازه‌گیری فساد در سطح کلان از شاخص حاکمیت جهانی که توسط بانک جهانی ارائه می‌شوند (هوک و مونیوم، ۲۰۱۶). این شاخص دارای شش بعد به شرح ذیل است: ۱- حق اظهار نظر و پاسخگویی ۲- شاخص اثر بخشی دولت ۳- شاخص کیفیت قوانین و مقررات ۴- شاخص حاکمیت قانون ۵- شاخص کنترل فساد ۶- شاخص ثبات سیاسی. از آنجا که مقادیر بزرگتر بیانگروضعیت مطلوب ابعاد است، این مقادیر در منفی ضرب و سپس جمع می‌شود.

**متغیرهای کنترلی:** متغیرهای کنترلی مطابق مطالعات محمدی و پورزمانی (۱۳۹۷)، رحمان و همکاران (۲۰۲۱) به شرح زیر است.

نوع گزارش حسابرس (AudOpinion): در صورتی که گزارش حسابرس غیرمقبول باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

اندازه شرکت (Size): عبارت است از لگاریتم طبیعی تعداد سهام ضرب در قیمت سهام. اهرم مالی (Lev): از نسبت بدهی بلندمدت به مجموع بدهی بلندمدت و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

رشد فروش (Growth): از نسبت تغییرات فروش به فروش سال قبل اندازه‌گیری می‌شود.

نسبت نقدینگی (Liq): از تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی جاری محاسبه می‌شود.

ارزش بازاری به دفتری (MB): عبارت است از نسبت ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن.

انحراف گردش دارایی‌ها (ATO): برابر است با فروش شرکت به نسبت گردش دارایی‌های شرکت.

تمرکز مالکیت (Conown): درصد سهام در اختیار سهامداران بزرگ شرکت است (حساس یگانه، ۲۰۰۶).

مالکیت خصوصی (Pvtown): اگر درصد سهام شرکت بالای ۵۰ درصد متعلق به شرکت خصوصی باشد یک در غیر این صورت صفر (محمدرضایی و همکاران، ۲۰۱۶).

سامداران نهادی (Inst): درصد سهامداران شرکت که بیش از ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارند.

نوع حسابرس (AudType): در صورتی که سازمان حسابرسی، به عنوان حسابرس شرکت باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

### یافته‌های پژوهش

در جدول (۱) آماره‌های توصیفی مرتبط با مدل‌ها درج شده است. لازم به ذکر است که جهت کاهش اثر مشاهدات پرت بر روی نتایج پژوهش، پنج درصد کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین داده‌های متغیرهای پیوسته، با اعداد نزدیک‌ترین مشاهدات به آن داده‌ها جایگزین شده است. نتایج آزمون همبستگی که گزارش نشده است نیز بیانگر عدم همبستگی بالائی بین متغیرهای مستقل است. مطابق با نتایج به دست آمده پنل الف، میانگین حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۰/۹۲۰ است که این نشان می‌دهد شرکت‌ها به صورت سالانه ۰/۹۲ درصد رشد در بازده حقوق صاحبان سهام خود داشته‌اند. همچنین، به علاوه، افشای گزارشگری مالی که از طریق معکوس قدر

مطلق باقیمانده مدل دیچو و دیچف به دست آمده است برابر با ۰/۱۲۸- می‌باشد. اطلاعات سایر متغیرها نیز در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (تعداد مشاهدات ۱۶۴۰)

پنل الف) متغیرهای گسسته								
متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	
حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام	0/920	0/840	40/804	-41/022	19/083	-0/124	3/200	
افشای گزارشگری مالی	-0/128	-0/102	-0/010	-0/389	0/101	-1/118	3/545	
اندازه شرکت	14/954	14/721	18/428	12/201	1/772	0/291	2/074	
اهرم مالی	0/065	0/031	0/281	0/001	0/079	1/531	4/285	
رشد فروش	0/343	0/285	1/226	-0/270	0/403	0/533	2/568	
نسبت نقدینگی	1/610	1/368	4/037	0/652	0/845	1/490	4/702	
ارزش بازاری به دفتری	4/130	2/637	15/698	0/758	3/857	1/796	5/489	
انحراف گردش دارایی‌ها	1/001	0/864	2/348	0/239	0/562	0/904	3/082	
تمرکز مالکیت	0/486	0/503	0/865	0/121	0/203	-0/008	2/395	
سامداران نهادی	0/695	0/735	0/937	0/274	0/186	-0/749	2/661	
پنل ب) متغیرهای پیوسته								
متغیر	درصد صفر		درصد یک		تعداد مشاهدات صفر			تعداد مشاهدات یک
نوع گزارش حسابرِس	55/850		44/150		916			724
مالکیت خصوصی	67/010		32/990		1099			541
نوع حسابرِس	81/280		18/720		1333			307

در جدول ۲، اطلاعات مرتبط با شاخص‌های عدم قطعیت سیاسی گزارش شده است. عدم قطعیت سیاست اقتصادی از ناپایمانی واریانس شرطی (گارچ) پنج شاخص تورم، رشد تولید ناخالص داخلی، رشد ارز، رشد نقدینگی، بازدهی قیمت نفت برنت به دست آمده است. سپس همه این شاخص‌ها جمع شده و یک شاخص جامع عدم قطعیت سیاست اقتصادی محاسبه شده است. نتایج نشان می‌دهد، ناپایمانی واریانس شرطی (گارچ) پنج شاخص تورم، رشد تولید ناخالص داخلی، رشد ارز، رشد نقدینگی، بازدهی قیمت نفت برنت به ترتیب برابر با ۰/۰۲۳، ۰/۰۰۴، ۰/۲۱۶، ۰/۱۲۸ و ۰/۲۷۹ می‌باشد. همچنین، شاخص جامع عدم قطعیت سیاست اقتصادی نشان می‌دهد، میانگین عدم قطعیت سیاست اقتصادی در دوره ۱۳۹۱-۱۴۰۰ برابر با ۰/۶۵۰ است. میانه این متغیر نزدیک به میانگین بوده و برابر با ۰/۵۹۴ است. بیشترین میزان عدم قطعیت سیاست اقتصادی برابر با ۱/۲۶۷ و کمترین میزان عدم قطعیت سیاست اقتصادی برابر با ۰/۴۳۸ می‌باشد.

جدول ۲: گزارشات شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی (مدل گارچ)

سال	تورم	رشد تولید ناخالص داخلی	رشد ارزش	رشد نقدینگی	بازدهی نفت برنت
1391	0/009	0/003	0/235	0/149	0/068
1392	0/014	0/000	0/210	0/157	0/097
1393	0/023	0/003	0/242	0/159	0/173
1394	0/030	0/006	0/273	0/163	0/116
1395	0/033	0/014	0/290	0/000	0/102
1396	0/026	0/001	0/302	0/078	0/147
1397	0/013	0/002	0/306	0/120	0/212
1398	0/024	0/003	0/000	0/142	0/515
1399	0/034	0/001	0/129	0/153	0/950
1400	0/028	0/003	0/177	0/156	0/412
میانگین	0/023	0/004	0/216	0/128	0/279
<b>ایجاد شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی با میانگین ابعاد</b>					
نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
Epu	0/650	0/594	1/267	0/438	0/229

برای اندازه‌گیری فساد در سطح کلان از شاخص حاکمیت جهانی که توسط بانک جهانی ارائه می‌شوند، استفاده شده است. در جدول ۳، اطلاعات مرتبط با شاخص حاکمیت جهانی برای هر یک از ابعاد گزارش شده است. از آنجا که مقادیر بزرگتر بیانگروضعیت مطلوب ابعاد است، این مقادیر در منفی ضرب و سپس جمع شده اند. نتایج نشان می‌دهد، به صورت میانگین فساد (شاخص حاکمیت جهانی) برای دوره ۱۳۹۱-۱۴۰۰، ۱۷۶/۰- می‌باشد. بیشترین میزان و کمترین میزان فساد (شاخص حاکمیت جهانی) برابر با ۲۳۲/۰- و ۱۱۸/۰- می‌باشد. با توجه به مقادیر حداقل و حداکثر و با توجه به میانه که نزدیک به میانگین است، می‌توان بیان کرد که میزان پراکندگی این مقادیر بسیار کم است.

نتایج آزمون فرضیه اول مبنی بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معنادار دارد، در جدول ۴ گزارش شده است. لازم به ذکر است، از آنجا که مقادیر مرتبط با واریانس شرطی (مدل گارچ) برای متغیرهای عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بسیار مقادیر کوچکی هستند، برای آزمون فرضیات با متغیرهای عدم قطعیت سیاست اقتصادی، حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام، بدون درصد وارد مدل شده است.

همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، در آزمون مدل مقدار احتمال آماره F در تمامی برآوردها برابر صفر است. پس فرض صفر در اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل‌ها معنادار می‌باشد. نتایج مربوط به ضریب

تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۱۶ تا ۱۵ درصد تغییرات متغیر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

جدول گزارشات شاخص حاکمیت جهانی

سال	کنترل فساد	حق اظهار نظر و پاسخگویی	انربخشی دولت	کیفیت قوانین و مقررات	حاکمیت قانون	ثبات سیاسی
1391	0/232	0/056	0/370	0/071	0/202	0/100
1392	0/284	0/052	0/289	0/062	0/164	0/114
1393	0/308	0/059	0/375	0/053	0/130	0/171
1394	0/313	0/079	0/481	0/067	0/183	0/176
1395	0/269	0/123	0/466	0/091	0/264	0/176
1396	0/207	0/128	0/447	0/106	0/274	0/148
1397	0/159	0/126	0/380	0/077	0/255	0/099
1398	0/139	0/121	0/332	0/067	0/245	0/057
1399	0/139	0/082	0/149	0/072	0/197	0/066
1400	0/135	0/092	0/183	0/048	0/178	0/075
<b>ایجاد شاخص فساد با معکوس میانگین ابعاد</b>						
نماد	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	
فساد	-0/176	-0/177	-0/232	-0/118	0/032	

بر اساس نتایج مشاهده می‌شود که ضریب متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تورم برابر با ۲/۹۸۹- می‌باشد و اماره t این متغیر ۵/۳۴۰- می‌باشد. بنابراین، متغیر تورم در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر منفی و معنادار دارد. پس عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تورم منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. همچنین، مشاهده می‌شود که ضریب متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نسبت نقدینگی برابر با ۰/۳۲۰- می‌باشد. اماره t این متغیر ۳/۸۱- می‌باشد. بنابراین، متغیر نسبت نقدینگی در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر منفی و معنادار دارد. پس عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نسبت نقدینگی منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. مضافاً، همانطور که مشاهده می‌شود، ضریب متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نفت برنت برابر با ۰/۰۶۱- می‌باشد. اماره t این متغیر ۲/۱۰۰- می‌باشد. بنابراین، متغیر نفت برنت در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر منفی و معنادار دارد. پس عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نفت برنت منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود.

در جدول ۴، ضریب متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تولید ناخالص داخلی برابر با ۰/۱۳۴ می‌باشد. اماره t این متغیر ۰/۱۲۰ می‌باشد. بنابراین، متغیر تولید ناخالص داخلی در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر مثبت و بدون معنادار دارد. پس عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تولید ناخالص داخلی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیری ندارد. به علاوه، مشاهده می‌شود که ضریب متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نرخ ارز برابر با ۰/۱۷۷ می‌باشد. اماره t این متغیر ۲/۴۷۰ می‌باشد. بنابراین، متغیر نرخ ارز در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر مثبت و معنادار دارد. پس عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نرخ ارز منجر به افزایش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. در نهایت، مشاهده می‌شود که ضریب متغیر جامع عدم قطعیت

سیاست اقتصادی برابر با ۰/۰۶۵- می‌باشد. آماره t این متغیر ۲/۳۸- می‌باشد. بنابراین، متغیر جامع عدم قطعیت سیاست اقتصادی در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر منفی و معنادار دارد. پس عدم قطعیت سیاست اقتصادی منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم مبنی بر افشای گزارشگری مالی نقش تعدیلگر در رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد، در جدول ۵ گزارش شده است. بر اساس نتایج مشاهده می‌شود که ضریب متغیر اثرات تعاملی افشای گزارشگری مالی ضرب در عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تورم برابر با ۴/۰۴۸- می‌باشد و آماره t این متغیر ۰/۶۹۰- می‌باشد. بنابراین، این متغیر در سطح احتمال ۹۵ درصد تاثیر معناداری ندارد. پس افشای گزارشگری مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تورم و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیری ندارد. افشای گزارشگری مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص نقدینگی و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام نیز تاثیری ندارد. با این حال افشای گزارشگری مالی اثرات عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر اساس تولید ناخالص داخلی، قیمت نفت برنت و شاخص کل بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می‌کند. اثرات نا اطمینان نرخ ارز بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را نیز تقویت می‌کند.

نتایج آزمون فرضیه سوم مبنی بر فساد نقش تعدیلگر در رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد، در جدول ۶ گزارش شده است. همانطور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود، ضریب متغیر اثرات تعاملی فساد و عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تورم برابر با ۹۲/۳۵۱- می‌باشد و آماره t این متغیر ۲/۹۷- می‌باشد. بنابراین، این متغیر در سطح احتمال ۹۰ درصد تاثیر معناداری دارد. پس فساد بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی با شاخص تورم و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر تقویت کننده دارد. بر اساس عدم قطعیت تولید ناخالص داخلی و نقدینگی نیز نتایج مشابه با تورم است. با این حال فساد بر رابطه عدم قطعیت نرخ ارز، قیمت نفت برنت و شاخص کل با حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام نقش تعدیلگر ندارد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
تورم	-2/989	***-5/34										
تولید ناخالص داخلی			0/134	0/120								
نرخ ارز					0/177	**2/47						
نسبت نقدینگی					-0/320	***-3/81						
نفت برنت					-0/061	**2/1						
شاخص جامع عدم قطعیت												***-2/38
نوع گزارش حسابرسان	0/006	0/520	0/010	0/810	0/010	0/800	0/011	0/920	0/008	0/660	0/008	0/670
اندازه شرکت	0/001	0/140	-0/004	-1/140	-0/002	-0/490	-0/004	-0/970	0/000	-0/060	-0/001	-0/170
اهرم مالی	-0/012	-0/160	0/010	0/130	0/006	0/070	0/018	0/230	0/007	0/100	0/010	0/120
رشد فروش	0/153	***10/19	0/162	***10/75	0/166	***11/12	0/164	***11/04	0/167	***11/14	0/166	***11/14



متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
نسبت نقدینگی	0/012	**2/11	0/012	**2/14	0/013	**2/37	0/014	**2/42	0/014	**2/37	0/014	**2/37
ارزش بازاری به دفتری	0/003	**1/99	0/003	1/550	0/005	**2/2	0/003	*1/8	0/004	**2/05	0/004	**2
انحراف گردش دارایی	0/031	**2/62	0/030	**2/54	0/030	**2/56	0/032	**2/7	0/031	**2/63	0/031	**2/66
تمرکز مالکیت	0/011	0/370	0/002	0/070	0/004	0/150	0/002	0/070	0/008	0/300	0/009	0/290
سامداران نهادی	-0/023	-0/690	-0/002	-0/060	-0/008	-0/240	-0/003	-0/080	-0/018	-0/530	-0/017	-0/520
مالکیت خصوصی	-0/013	-1/170	-0/013	-1/170	-0/013	-1/150	-0/012	-1/110	-0/013	-1/130	-0/013	-1/130
نوع حسابرس	0/018	*1/82	0/019	**1/99	0/019	*1/92	0/019	*1/91	0/018	*1/82	0/018	*1/82
مقدار ثابت	-0/052	-0/880	-0/066	-1/080	-0/146	**2/21	-0/040	-0/670	-0/108	*-1/74	-0/076	-1/270
صنعت	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.
ضریب تعیین	0/165	0/151	0/154	0/157	0/153	0/154	0/153	0/154	0/153	0/154	0/153	0/154
آماره f	14/950	12/600	12/870	13/590	12/500	12/580	12/500	13/590	12/870	12/500	12/580	12/580
احتمال آماره f	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000
	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)	(معناداری در سطح ۰/۰۰۱)

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
تورم	-2/913	**5/20										
تولید ناخالص داخلی												
نرخ ارز												
نسبت نقدینگی												
نفت برنت												
شاخص جامع عدم قطعیت												
افشای گزارشگری	0/187	**3/36	0/221	**3/97	0/212	**3/59	0/212	**3/44	0/198	**3/72	0/212	**3/71
افشای گزارشگری*تورم	-4/049	-0/690										
افشای گزارشگری*تولید ناخالص												
افشای گزارشگری*نرخ ارز												
افشای گزارشگری*نقدینگی												
افشای گزارشگری*نفت برنت												
افشای گزارشگری*شاخص کل نااطمینانی												
نوع گزارش حسابرس	0/007	0/600	0/009	0/740	0/010	**3/59	0/010	0/011	0/920	0/009	0/690	**3/71
اندازه شرکت	0/001	0/330	-0/004	-1/030	-0/001	1/590	-0/003	-0/870	0/000	0/120	-0/001	**2/33
اهرم مالی	-0/013	-0/160	0/013	0/170	0/006	0/800	0/020	0/250	0/006	0/070	0/009	0/720

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
رشد فروش	0/159	***10/48	0/163	***10/63	0/171	-0/290	0/168	***11/15	0/172	***11/33	-0/170	-0/030
نسبت نقدینگی	0/013	***2/37	0/013	***2/19	0/015	0/080	0/015	***2/67	0/015	***2/57	0/015	0/110
صنعت	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.
ضریب تعیین	0/173	0/165	0/164	0/166	0/164	0/164	0/166	0/164	0/164	0/164	0/164	0/164
آماره f	14/090	12/620	11/960	12/580	11/750	11/890	11/750	12/580	11/960	12/620	14/090	11/890
احتمال آماره f	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000
	(معناداری در سطح ۹۹٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
تورم	-4/787	***-7/81										
تولید ناخالص داخلی	-14/560	***-4/08										
نرخ ارز			0/031	0/380								
نسبت نقدینگی					-2/486	***-6/05						
نفت برنت							0/025	0/410				
شاخص جامع عدم قطعیت												-0/390
فساد	-1/702	***-6/58	-1/266	***-6/22	-0/840	***-4/42	0/802	***2/62	-0/736	***-3/46	-0/631	***-3/11
فساد * تورم	92/351-	***-2/97										
فساد * تولید ناخالص	-20/441	***-3/14										
فساد * نرخ ارز					8/366	0/380						
فساد * نقدینگی												***-6/16
فساد * نفت برنت												-0/518
فساد * شاخص کل نااطمینانی												-0/580
نوع گزارش حسابرس	0/003	0/250	0/007	0/530	-0/006	***-4/42	0/012	0/990	0/009	0/710	-0/008	***-3/11
اندازه شرکت	0/010	***2/53	0/002	0/620	0/005	***2/54	-0/002	-0/530	0/001	0/140	0/001	0/200
اهرم مالی	-0/025	-0/330	0/015	0/190	0/004	0/470	0/012	0/150	0/016	0/200	0/014	0/680
رشد فروش	0/173	***11/31	0/174	***11/21	0/180	1/270	0/167	***10/56	0/177	***11/5	0/177	0/300
نسبت نقدینگی	0/016	***2/86	0/014	***2/59	0/016	0/060	0/014	***2/57	0/015	***2/61	0/015	0/180
صنعت	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.
ضریب تعیین	0/193	0/170	0/165	0/180	0/161	0/161	0/161	0/161	0/161	0/161	0/161	0/161
آماره f	15/960	13/310	12/110	15/230	11/960	12/030	11/960	15/230	12/110	13/310	15/960	12/030
احتمال آماره f	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000
	(معناداری در سطح ۹۹٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۵٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)	(معناداری در سطح ۹۰٪)

## نتیجه‌گیری

یکی از مهمترین دیدگاه‌های تحلیلی مالی، تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی از دیدگاه سودآوری است. از آنجا که هدف هر واحد انتفاعی کسب سود است، وجود ابزارهایی که درک درستی از نحوه سودآوری شرکت ارائه دهند، به ارزیابی بهتر عملکرد شرکت یاری می‌رساند. پس لازم است، حساسیت بازده سرمایه نسبت به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بررسی شود. از طرفی محیط اطلاعاتی نیز می‌تواند این حساسیت را تضعیف یا تشدید نماید. بنابراین، از آنجایی که آگاهی از حساسیت بازده سرمایه برای حسابداران، پژوهشگران و تمام کسانی که با حوزه بازار سرمایه در ارتباط هستند، دارای اهمیت است و مطالعاتی در این زمینه برای بورس ایران انجام نشده است، مطالعه حاضر، به بررسی حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با وجود شفافیت مالی و فساد کشوری پرداخته است.

در راستای نتایج فرضیه اول عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی موجب عدم قطعیت فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده اقتصاد خواهد شد و به دنبال آن صاحبان سرمایه دیگر قادر به تصمیم‌گیری برای آینده از جمله سرمایه‌گذاری نبوده و بازار پول و بازار سرمایه با مشکل مواجه خواهد شد. بنابراین، عدم قطعیت سیاست اقتصادی با کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام همراه است. در رابطه با دلیل این امر نیز می‌توان بیان کرد که، در زمان عدم قطعیت اقتصادی، شرکت‌ها یا سرمایه‌گذاران به دلیل ناپایداری شرایط، تصمیمات مهم خود مانند اشتغال، سرمایه‌گذاری، مصرف و پس‌انداز را تغییر داده یا به تأخیر می‌اندازند. همچنین، عرضه و تقاضا در این دوره دارای ابهام است بنابراین، هزینه‌های تأمین مالی و تولید افزایش یافته و سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاری دلسرد می‌کند. در نهایت عدم قطعیت اقتصادی انقباضات اقتصادی در سطح کل ایجاد می‌کند که ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. به علاوه در این شرایط دولت نیز به مشکلات زیادی برخورد کرده لذا حمایت کمتری از صنایع می‌نماید و این ریسک بیشتری را در بازارهای مالی ایجاد می‌کند. در همین راستا، شجاعی و شعبانی (۱۳۹۰) بیان می‌کنند که بحران اقتصادی منجر به ورشکستگی شرکت‌ها در جوامع صنعتی شد. در دوره ای که اقتصاد حالت انقباضی به خود می‌گیرد و کوچک می‌شود، می‌توان بحران اقتصادی را متصور شد. از این رو، پیامدهایی همانند تولید بدون مشتری را به همراه دارد. سلطانی و صادقی (۱۳۹۵) معتقدند که بحران اقتصادی باعث کاهش و افت بازار سرمایه، کاهش تولید ناخالص داخلی، افزایش بدهی و افزایش نرخ بیکاری می‌شود. لذا مطابق با نتایج، در دوره نااطمینانی بالا، حساسیت به بازده سهام کمتر می‌گردد. این نتایج مطابق با مطالعات رحمان و همکاران (۲۰۲۱) نیز می‌باشد. این نتایج با مطالعات گولن و یون (۲۰۱۶)؛ پاستور و ورونسی (۲۰۱۲)؛ ایگیوبال و همکاران (۲۰۱۹)؛ احسن و همکاران (۲۰۲۱) و میرزا و احسن (۲۰۲۰) همراستا می‌باشد.

طبق نتایج فرضیه دوم افزایش شفافیت شرکت از طریق افزایش افشای اطلاعات به سرمایه‌گذاران بالقوه کمک می‌کند تا کیفیت اوراق بهادار شرکت را ارزیابی کنند، هزینه‌های مخاطره اخلاقی را کاهش دهند و به طور بالقوه جذابیت اوراق بهادار را در بازار سرمایه افزایش دهند. افزایش افشای و شفافیت به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بر اثرات منفی عدم تقارن اطلاعاتی غلبه کنند و قیمت گذاری نادرست سهام را کاهش می‌دهد. بعلاوه، افشای اطلاعات مکرر و با کیفیت، هزینه‌های سرمایه و هزینه‌های تجاری سرمایه‌گذاران بالقوه را کاهش می‌دهد. در

حقیقت، فعالان بازار سرمایه برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه بیشتر به اطلاعات خاص شرکت وابسته هستند. افزایش شفافیت اطلاعات قیمت سهام را بهبود می‌بخشد، عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی اوراق بهادار را کاهش می‌دهد و تجارت آگاهانه اوراق بهادار را تشویق می‌کند. با توجه به مشکلاتی که سرمایه‌گذاران در ارزیابی کیفیت شرکت در محیط‌های نامشخص با آن مواجه هستند، شرکت‌های شفاف احتمالاً ارزش بالایی دارند و در دوره‌های افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سهام با ارزش بالاتری به فروش می‌رسد. بنابراین کیفیت افشای اطلاعات شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از عدم اطمینان سیاست اقتصادی را کاهش دهد و تأثیر منفی عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد. این نتایج با مطالعات ناگار و همکاران (۲۰۱۹)؛ دباتا و ماهاکود (۲۰۱۸)؛ درچسپر (۲۰۱۳)؛ بالاکریشنان و همکاران (۲۰۱۴)؛ لنگ و همکاران (۲۰۱۲) و شوئنفلد (۲۰۱۷) همراستا می‌باشد.

در نهایت بر اساس نتایج فرضیه سوم می‌توان بیان کرد که فساد با ایجاد هزینه‌های بالا و عدم قطعیت موجب عدم جذابیت برای سرمایه‌گذاران شده و انگیزه‌های سرمایه‌گذاری را از بین می‌برد؛ در واقع، فساد برای جریان‌های سرمایه‌گذاری عامل تعیین‌کننده‌ای می‌باشد، به‌ویژه برای کشورهای در حال توسعه‌ای که دارای محیط نهادی و قانونی ضعیفی هستند. فساد اغلب به عنوان پیامد محیط نهادی نامناسب تصور و یکی از ابعاد مهم شفافیت نهادی قانونی و سیاسی یک کشور است؛ بنابراین تأثیر عمده‌ای بر ریسک و عدم قطعیت سیاسی و بار مقررات دارد. تعامل تصمیم‌گیرندگان بنگاه از یک طرف و نهادهایی که قادرند رانت‌های قانونی یا رشوه‌های غیرقانونی از بنگاه‌ها استخراج کنند از طرف دیگر، موجب ایجاد فساد می‌شود. از آنجا که سرمایه‌گذاری از عوامل تعیین‌کننده رشد در یک اقتصاد محسوب می‌شود، کاهش انگیزه در این بخش، کاهش تولید و رشد اقتصادی را در دوره‌های بعد باعث خواهد شد. بنابراین وجود فساد منجر به عدم جذابیت سهام شرکت‌ها و تغییرات زیاد قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. با این تفاسیر، فساد در محیط عدم قطعیت سیاست اقتصادی به حساسیت هر چه بیشتر بازده حقوق صاحبان سهام منجر می‌شود. در همین راستا، نگ و کیان (۲۰۰۴) نشان دادند، اگر رشوه‌خواری احتمال گرفتار شدن خودی را کاهش دهد، یک خودی انگیزه بیشتری برای سلب مالکیت یک فرد خارجی دارد. در نتیجه، فساد تأثیر قابل توجهی بر ایجاد حاکمیت شرکتی نامطلوب و بر ارزش‌گذاری نادرست شرکت دارد. در تحقیق حاضر فساد اثر معناداری بر رابطه بین عدم قطعیت اقتصادی و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام ندارد، از آنجا که فساد یک متغیر کلان است به نظر می‌رسد فساد جزئی از عدم قطعیت اقتصادی است و عملاً جزئی از ریسک سیستماتیک است که این ریسک سیستماتیک تأثیرگذار بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام است.

از آنجا که عدم قطعیت سیاست اقتصادی منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود، به دولت و سیاست‌گذاران پولی و مالی کشور پیشنهاد می‌شود، از اعمال سیاست‌هایی که موجب بروز ناطمینانی توری می‌شود، اجتناب کنند تا از این طریق با اتخاذ سیاست ارزی پایدار و سیاست تثبیت اقتصادی بتوانند نوسانات شرایط اقتصادی کشور را کاهش دهد. چرا که، نوسان و عدم قطعیت در شرایط اقتصادی با افزایش ناطمینانی و اختلال در قیمت‌های نسبی، به تضعیف انگیزه‌های سرمایه‌گذاری و هدایت منابع اقتصادی به سمت فعالیت‌های غیرمولد و سوداگرانه منجر می‌شود. از این رو، پیشنهاد می‌شود که اقداماتی مانند کاهش دخالت

مستقیم در اقتصاد و نزدیک شدن به سیاست‌گذاری ارشادی، انضباط هر چه بیشتر در سیاست‌های مالی، امن کردن محیط کسب و کار در کشور و استقلال بانک مرکزی به عنوان راه‌حلی برای کنترل عدم قطعیت سیاست اقتصادی در نظر گرفت.

همچنین از آنجا که افشای گزارشگری مالی رابطه بین عدم قطعیت اقتصادی و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را تضعیف می‌نماید، به قانون‌گذاران بازار سرمایه همچون سازمان بورس پیشنهاد می‌شود، قوانین سختگیرانه تری جهت افشای اطلاعات شرکتها لحاظ نمایند و حتی پیشنهاد می‌شود، شرکتها را براساس میزان شفافیت اطلاعاتشان رتبه بندی نمایند تا علاوه بر ایجاد رقابت بین شرکتها، سرمایه‌گذاران را از میزان شفافیت اطلاعات شرکتها آگاه نمایند. همچنین، علاوه بر این با روشن‌تر شدن نقش افشای گزارشگری مالی، فعالان بازار سرمایه می‌توانند میزان بازده حقوق صاحبان سهام را با دقت بالاتری پیش‌بینی نمایند. به سهامداران دارای نفوذ زیاد نیز پیشنهاد می‌شود با پیگیری‌های لازم و ایجاد قوانین سخت‌گیرانه تر، شفافیت بیشتری در خصوص وضعیت شرکتها ایجاد نماید و بر میزان صحت و دقت گزارش‌های ارائه شده آنان افزوده و درخواست نماید که شرکتها اطلاعات با کیفیت بالاتری را در اختیار بازار قرار دهند. علاوه بر این به سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌شود در کنار توجه به ریسک‌های مختلف باید به ریسک عدم ارائه اطلاعات شفاف همچون فساد نیز توجه نمایند و اغلب در حین سرمایه‌گذاری، اطلاعات بنیادین سهم را به عنوان مبنای تصمیم‌گیری خود قرار دهند و به تقلید رفتار آنان نپردازند چرا که این رفتار بدون منطق و اطلاعات بنیادین آنان، منجر به از دست دادن دارایی خود می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری به بحث فساد به صورت کلان توجه نمایند و در محاسبه ریسک سیستماتیک به فساد نیز اهمیت دهند و در صورت مشهود بودن فساد به صورت کلان در سرمایه‌گذاری‌هایی با دوره بازگشت کوتاه تر و ایجاد نقدینگی بالاتر و درنهایت مدیریت ریسک به دلیل برآورد ریسک سیستماتیک بیشتر بر مبنای فساد عمل نمایند تا کارآیی سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد و این موجب بهبود مدیریت عملکرد شرکت گردد.

#### فهرست منابع

- \* آقابابائی، محمدابراهیم، مدنی، سعید. (۱۴۰۰). بررسی احساسات سرمایه‌گذاران و همزمانی بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی، ۱۱(۳۴)، ۹۵-۱۱۵.
- \* بشیری منش، نازنین، شهنازی، حسین. (۱۴۰۱). تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و مدیران بر حساب قیمتی سهام در بازار سرمایه ایران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۵(۵۳)، ۱۵-۳۲.
- \* چهارمحالی، علی اکبر، زاهدی، جواد، محمدی، رضا. (۱۳۹۸). نقش ارزش بازار در رابطه بین بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام با قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۴)، ۱۷-۳۰.

- \* حاجیان نژاد، امین، امیری، هادی، خرم کوهی، علی. (۱۴۰۱). تحلیل تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴(۱)، ۲۰-۱.
- \* فروغی، داریوش، حیدری سورشجانی، زهرا. (۱۴۰۱). بیش‌ارزش‌گذاری شرکت و اقلام غیرعادی سود با تأکید بر مالکیت دولتی. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴(۳)، ۲۶-۱.
- \* Ali, A., & Gurun, U. G. (2009). Investor sentiment, accruals anomaly, and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(3), 415-431.
- \* Apergis, N., & Rehman, M. U. (2018). Is CAPM a Behavioral Model? Estimating Sentiments from Rationalism. *Journal of Behavioral Finance*, 19(4), 442-449.
- \* Badawi, A., & AlQudah, A. (2019). The impact of anti-corruption policies on the profitability and growth of firms listed in the stock market: Application on Singapore with a panel data analysis. *The Journal of Developing Areas*, 53.(1)
- \* Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- \* Beer, F., Hamdi, B., & Zouaoui, M. (2018). Investors' sentiment and accruals anomaly: European evidence. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 500-517.
- \* Borodina, S.D., Shvyrkov, O., 2010. Investing in BRIC Countries: Evaluating Risk and Governance in Brazil, Russia, India & China. London McGraw-Hill, New York.
- \* Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of empirical finance*, 11(1), 1-27.
- \* Chiang, M. C., Tsai, I. C., & Lee, C. F. (2011). Fundamental indicators, bubbles in stock returns and investor sentiment. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 82-87.
- \* Cooray, A., Schneider, F. (2018). Does corruption throw sand into or grease the wheels of financial sector development? *Publ. Choice* (1-2), 111.
- \* De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 98(4), 703-738.
- \* Gao, Y., Zhao, C., Sun, B., & Zhao, W. (2022). Effects of investor sentiment on stock volatility: New evidence from multi-source data in China's green stock markets. *Financial Innovation*, 8(1), 1-30.
- \* Gelos, R.G. and Wei, S.-J. (2006), Transparency and international investor behavior, IMF Working Paper 02/174
- \* Gao, Chenglin, and Takuji, W. Tsusaka. 2023. Economic Uncertainty and Firms' Capital Structure: Evidence from China. *Risks* 11: 66. <https://doi.org/10.3390/risks11040066>, 15-17
- \* Han, C., & Shi, Y. (2022). Chinese stock anomalies and investor sentiment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 73(1), 101739.
- \* Han, X., Sakkas, N., Danbolt, J., & Eshraghi, A. (2022). Persistence of investor sentiment and market mispricing. *Financial Review*, 57(1), 617-640.
- \* Ho, K. C., Yen, H. P., Lu, C., & Lee, S. C. (2023). Does information disclosure and transparency ranking system prevent the default risk of a firm?. *Economic Analysis and Policy*, 78, 1089-1105
- \* Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil, Scharfstein, David, 1991. Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese panel data. *Q. J. Econ.* 106, 33-60

- \* Islam, K., Bilal, A. R., Saeed, Z., Sardar, S., & Kamboh, M. H. (2023). Impact of government integrity and corruption on sustainable stock market development: linear and nonlinear evidence from Pakistan. *Economic Change and Restructuring*, 1-28
- \* Jiang, S., & Jin, X. (2021). Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model. *Economic Modelling*, 97(1), 298–306.
- \* Karadas, S., McAndrew, W., & Schlosky, M. T. T. (2019). Local corruption and local stock returns. *Journal of Financial Crime*.
- \* Karadas, S., McAndrew, W., Minh Tam, T.S., 2019. Local corruption and local stock returns. *J. Financ. Crime* 26 (4), 1065–1077.
- \* Lakshmi, G., Saha, S., & Bhattarai, K. (2021). Does corruption matter for stock markets? The role of heterogeneous institutions. *Economic modelling*, 94, 386-400.
- \* Leuz, C., Verrecchia, R.E., (2000). The economic consequences of increased disclosure. *J. Account. Res.* 38, 91–124 .
- \* Lin, C. B., Chou, R. K., & Wang, G. H. (2018). Investor sentiment and price discovery: Evidence from the pricing dynamics between the futures and spot markets. *Journal of Banking & Finance*, 90(1), 17–31.
- \* Lin, C., Morck, R., Yeung, B., & Zhao, X. (2023). What do we learn from stock price reactions to China's first announcement of anti-corruption reforms?. *The Journal of Finance and Data Science*, 9, 100096.
- \* Maria Ghani and Usman Ghan, 2023. Economic Policy Uncertainty and Emerging Stock Market Volatility, *JOURNAL OF Asia-Pacific Financial Markets*, 12-14
- \* Muguto, H. T., Muguto, L., Bhayat, A., Ncalane, H., Jack, K. J., Abdullah, S & Muzindutsi, P. F. (2022). The impact of investor sentiment on sectoral returns and volatility: Evidence from the Johannesburg stock exchange. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2158007.
- \* Naik, P. K., & Padhi, P. (2016). Investor sentiment, stock market returns and volatility: Evidence from National Stock Exchange of India. *International Journal of Management Practice*, 9(3), 213–237.
- \* Ng, D. and Qian, K. (2004), “Corruption and corporate governance”, mimeo, Cornell University, Ithaca, NY
- \* Qadan, M., & Aharon, D. Y. (2019). Can investor sentiment predict the size premium? *International Review of Financial Analysis*, 63(1), 10–26.
- \* Rehman, M. U. (2018). Do oil shocks predict economic policy uncertainty? *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 498, 123-136.
- \* Rehman, M. U., Sensoy, A., Eraslan, V., Shahzad, S. J. H., & Vo, X. V. (2021). Sensitivity of US equity returns to economic policy uncertainty and investor sentiments. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101392.
- \* Reis, P., & Pinho, C. (2020a). A new European investor sentiment index (EURsent) and its return and volatility predictability. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27(1), 100373.
- \* Renault, T. (2017). Intraday online investor sentiment and return patterns in the US stock market. *Journal of Banking & Finance*, 84, 25-40.
- \* Rothstein, B., & Varraich, A. (2017). *Making sense of corruption*. Cambridge: Cambridge University Press
- \* Rupande, L., Muguto, H. T., & Muzindutsi, P. F. (2019). Investor sentiment and stock return volatility: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1600233.

- \* Saham, P. (2021). How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk? Evidence from Indonesian listed Companies. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis* Vol, 8(1), 59-76.
- \* Sayim, M., & Rahman, H. (2015). The relationship between individual investor sentiment, stock return and volatility: Evidence from the Turkish market. *International Journal of Emerging Markets*, 10(3), 504–520.
- \* Shen, J., Yu, J., & Zhao, S. (2017). Investor sentiment and economic forces. *Journal of Monetary Economics*, 86(1), 1–21.
- \* Sprenger, C., & Lazareva, O. (2021). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Russian unlisted firms. *Journal of Comparative Economics*.
- \* Svensson, J. (2005). Eight questions about corruption. *Journal of Economic Perspective* 19(3): 19-42.
- \* Truong, L. D., Le, T. X., & Friday, H. S. (2022). The influence of information transparency and disclosure on the value of listed companies: Evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), 345..
- \* Vu, H., Tran, T.Q., Nguyen, T., Lim, S., 2018. Corruption, types of corruption and firm financial performance: new evidence from a transitional economy. *J. Bus. Ethics* (4), 847–858.
- \* Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2022). The conditional impact of investor sentiment in global stock markets: A two-channel examination. *Journal of Banking & Finance*, 138(1), 106458.
- \* Ziaei, M., Heirani, F., & Taftiyan, A. (2019). The impact of the quality of financial reporting on unusual fluctuations in stock returns. *JOURNAL OF MANAGEMENT AND ACCOUNTING STUDIES*, 7(01), 44-51.



## **The sensitivity of equity returns to economic policy uncertainly despite the quality of financial disclosures and corruption**

### **Javad Moghadam**

Ph.D. Student, Department of accounting, Faculty of Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.  
javad\_moghaddamm2002@yahoo.com

### **Omid Faraji**

Associate Professor of Accounting, Department of Financial Management and Accounting, College of Farabi, University of Tehran, Qom, Iran  
(Corresponding author)  
omid\_faraji@ut.ac.ir

### **Alireza Heidarzadeh**

Assistant Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.  
a\_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

### **Malektaj Maleki**

Assistant Professor, Department of accounting, Faculty of Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.  
m\_oskouei@iau-tnb.ac.ir

### **Abstract**

Return on equity is highly sensitive to changes in the stock price of companies. Therefore, the macro position of the country affects the sensitivity of the return on equity. Uncertainty of economic policies as macroeconomic conditions, by creating an unstable environment, investors' decisions, supply and demand of products, puts government support in inappropriate conditions and leads to a decrease in the sensitivity of equity returns. However, creating a transparent information environment such as transparent reporting disclosure and reducing corruption can not only help investors in making informed decisions, but also reduce information asymmetry and the stability of conditions caused by uncertainty and lead to reducing the negative impact of uncertainty. Economic policies are sensitive to return on equity. But in the absence of appropriate scientific and experimental evidence, the present research is to investigate the sensitivity of equity returns to the uncertainty of economic policies despite the quality of financial information disclosure and corruption. In this regard, a sample consisting of 164 companies admitted to the stock exchange during the period of 1391-1400 has been selected and tested. The results using multivariate regression method showed that inflation, liquidity ratio and comprehensive index of uncertainty have a negative effect on the sensitivity of equity return. The disclosure of transparent financial reporting has a moderating effect on the relationship between the variables of GDP, exchange rate, Brent oil and finally the comprehensive index of uncertainty with the sensitivity of return on equity. Corruption also has a moderating effect on the relationship between inflation and GDP and liquidity with the sensitivity of return on equity.

**Key words:** economic policy uncertainly, sensitivity of equity returns, quality of financial disclosures and corruption

