



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۷ / شماره ۱ (پیاپی ۶۵) / بهار ۱۴۰۷  
صفحه ۲۵ تا ۴۶

## بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی با تأکید بر نقش محدودیت مالی: آزمون تئوری اقتصاد سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران

مرضیه مهدی پور

نویسنده مسئول، کارشناس ارشد گروه حسابداری، واحد مسجد سلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجد سلیمان ایران.

mahdipoormaryam53@gmail.com

محمد رضا نظاری

کارشناس ارشد گروه حسابداری، واحد مسجد سلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجد سلیمان ایران.

mohammadrezanazzari440@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۰۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۲۶

### چکیده

در سال‌های برگزاری انتخابات، با افزایش عدم اطمینان سیاسی اعتباردهندگان، سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت افزایش می‌یابد و در نتیجه شرکت‌ها برای جبران بدهی اعتباردهندگان، وام‌های بیشتری از بانک‌ها درخواست می‌نمایند. با توجه به اهمیت موضوع لذا این پژوهش به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی با تأکید بر نقش محدودیت مالی (آزمون تئوری اقتصاد سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ با استفاده از اطلاعات ۱۱۵ شرکت منتخب پرداخته است. نتایج پژوهش نشان داد که بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی (استقراض از سیستم بانکی) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که موید تئوری اقتصاد سیاسی است. به عبارتی نتایج بیانگر این واقعیت است که در سال‌های برگزاری انتخابات در ایران، عدم اطمینان سیاسی بالا، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را تشدید می‌نماید و در نتیجه اعتباردهندگان به دلیل ناطمینانی سیاسی خود در طول این سال‌ها، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها دارند و حتی در مواردی ممکن است که سرمایه‌گذاران به انجام خود را در برخی از شرکت‌ها لغو نمایند که این موارد در نهایت شرکت را با کمبود نقدینگی و محدودیت مالی مواجه می‌نماید و شرکت برای تأمین نقدینگی مورد نیاز خود، تسهیلات بیشتری را از بانکها دریافت می‌کند و این رابطه در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بیشتری هستند، تشدید می‌شود. علاوه بر این شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی بیشتر، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجوه نقد افزایش می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** عدم قطعیت سیاسی، انتخاب منابع بدهی، محدودیت مالی، تئوری اقتصاد سیاسی.

## ۱- مقدمه

تأمین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر شرکت است. بدون دسترسی به منابع تأمین مالی، توان رشد شرکت‌ها در معرض خطر قرار می‌گیرد؛ زیرا در زمان حاضر، محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و اگر در موقع نیاز، شرکتی منابع لازم را از بازار مالی تأمین نکند، مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب خواهد شد؛ از این رو اتخاذ سیاست‌های درست تأمین مالی، یکی از جنبه‌های مهم تصمیم‌گیری مدیران به شمار می‌رود (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷). از طرفی نیز ابهامات و اخبار ناگوار پیرامون شاخص‌های اقتصاد کلان همواره توسط سرمایه‌گذاران و مدیران زیر نظر نگه داشته می‌شود، زیرا می‌تواند باعث تغییر عدم تقارن اطلاعاتی و سطح افشای اطلاعات مدیریت شوند. یکی از معیارهایی که می‌تواند باعث ایجاد این ابهامات شود، نااطمینانی سیاسی می‌باشد. بنابراین تصمیم‌گیرندگان کلان اقتصادی با اتخاذ سیاست‌ها بر بازار سرمایه اثر می‌گذارند. نااطمینانی در سیاست‌گذاری‌ها هم بر سیاست‌های داخلی و هم بر روابط متقابل بین المللی کشورها تاثیر می‌گذارد. این موضوع که انواع نااطمینانی در سیاست‌گذاری‌های دولت تاثیر بسیار زیادی بر بازارهای مالی و همچنین بر کل اقتصاد دارد، غیر قابل انکار می‌باشد (کریمی و بحری، ۱۳۹۵). شرکت‌ها در شرایط نااطمینانی سیاسی ممکن است که نیاز به وجه نقد بیشتری داشته باشند و اقدام به تأمین مالی بیشتری نمایند که در چنین مواقعی، یکی از بهترین راه‌ها برای تأمین مالی، دریافت وام و تسهیلات از بانک‌ها و سایر موسسات مالی و اعتباری است. انتظار می‌رود که نااطمینانی سیاسی موجب افزایش بدهی‌های بانکی شرکت‌ها شود (حمیدی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). بدهی‌های بانکی نسبت به سایر بدهی‌ها مزیت دارد؛ زیرا تغییر ساختار بدهی در مورد وام‌های دریافت شده از بانک نسبت به سایر بدهی‌ها آسان‌تر صورت می‌پذیرد. به همین دلیل است که شرکت‌ها با توجه به مشکلات متعدد وام‌های دریافتی از بانک‌ها اعم از عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، هنوز هم اینگونه بدهی‌ها را به بدهی‌های عمومی ترجیح می‌دهند؛ بنابراین انتظار می‌رود که در دوره‌هایی که انتخابات در ایران برگزار شده است، میزان وام‌های دریافت شده شرکت‌ها از بانک‌ها افزایش قابل توجهی داشته باشد؛ زیرا در طول سال‌هایی که انتخابات در ایران برگزار می‌شود، عدم اطمینان سیاسی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شدت آفت می‌کند. (چنفلد و والمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). دولت و نهادهای شبه دولتی در ایران در ساختار مالکیت و مدیریت شرکت‌ها از نقش مهمی برخوردار هستند و به دلیل برخورداری آن‌ها از منابع مالی و نفوذ سیاسی، ساختار مالکیت در ایران تا اندازه زیادی محدود به دولت و نهادهای شبه دولتی می‌باشد، لذا استفاده از نظریه اقتصاد سیاسی برای شرح رفتار متغیرهای اقتصادی و مالی از توجه کافی برخوردار است. اقتصاد سیاسی به پدیده‌هایی اشاره می‌کند که در کانون توجه رشته‌های اقتصاد و سیاست قرار دارد (دیدار و همکاران، ۱۳۹۸). اقتصاد سیاسی به دنبال توضیح روابط متقابل اقتصاد و سیاست بر یکدیگر می‌باشد. فرضیه بنیادی در این نظریه این است که، در قلمرو سیاست نیز همانند قلمرو اقتصاد، افراد و واحدهای تصمیم‌گیرنده، به دنبال حداکثر کردن توابع هدف خود با توجه به محدودیت‌ها می‌باشند (جیانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). بنابراین، عدم اطمینان سیاست‌هایی که با عدم تقارن اطلاعات بالاتر همراه است، بر ساختار

<sup>۱</sup> - Hamdi, et al

<sup>۲</sup> - Schoenfeld, and Wellman

<sup>۳</sup> - Jianga et al

بدهی‌ها تأثیر می‌گذارد. لذا اعتباردهندگان، در طول سال‌های برگزاری انتخابات به دلیل عدم اطمینان در مورد جریان نقدی آتی شرکت‌ها، نرخ بازده بالاتری را از شرکت طلب می‌نمایند و حتی ممکن است از سرمایه‌گذاری خود منصرف شوند و خواستار دریافت اصل مبلغ سرمایه خود شوند که همه این موارد منجر به افزایش میزان استقرار شرکت‌ها خواهد شد (کائو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). از سوی دیگر، بر اساس تئوری جریان نقد جنسن (۱۹۸۶)، نااطمینانی سیاسی موجب تشویق شرکت به انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد شد؛ زیرا هر چه میزان سرمایه‌گذاری شرکت بیشتر باشد، ریسک نااطمینانی شرکت با دستیابی به دارایی‌های کم‌خطرتر کاهش می‌یابد. بنابراین، شواهد قابل توجهی در برخی پژوهش‌ها وجود دارد که نشان می‌دهد نااطمینانی سیاسی موجب افزایش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها خواهد شد. به طور کلی شرکت‌ها برای تامین وجوه لازم برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، اقدام به دریافت وام می‌نمایند، بنابراین می‌توان گفت که نااطمینانی سیاسی که در طول سال‌های برگزاری انتخابات رخ می‌دهد موجب افزایش بدهی‌های بانکی شرکت‌ها خواهد شد (اندرسون و گارسیا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). از طرفی، به دلیل تحریم‌های کشورهای غربی علیه ایران وضعیت مالی شرکت‌های ایرانی عاملی منفی در جهت جذب منابع مالی و اعتبارات محسوب می‌گردد. شرکتی که دارای منابع وجه نقد پایین و کم توان در جهت ایجاد وجه نقد مورد نیاز خود جهت فعالیت‌های تجاری باشد، دارای نوعی محدودیت و موانه در جهت رسیدن به اهداف کلان خود خواهد بود، چون وجه نقد یکی از مهمترین اقلام تشکیل دهنده دارایی‌های جاری هر شرکتی است که نقش مهمی در فرآیند اجرای عملیات شرکت‌ها دارد (توکلی معظم و همکاران، ۱۳۹۸). با مروری بر ادبیات تحقیق مشخص گردید که پژوهش‌های اندکی در این زمینه صورت گرفته است. به نحوی که ژاکسیا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان سیاسی منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام و نوآوری پایین‌تر شرکت خواهد شد. حمدی و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که میزان وام‌های دریافت شده از بانک در طول سال‌های برگزاری انتخابات افزایش می‌یابد و همچنین در شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر، رابطه مذکور تقویت می‌شود. ادبیات و پیشینه پژوهش فوق نشان می‌دهد که تا کنون در ایران به این موضوع توجه نشده است و با وجود اهمیت فزاینده اطلاعات مربوط به تامین مالی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و جامعه و همچنین اهمیت محدودیت مالی برای سهامداران، شواهدی از پژوهش‌های تجربی در این زمینه به چشم نمی‌خورد از این‌رو، با توجه به این که تاکنون پژوهشی در زمینه عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب نوع بدهی و نقش محدودیت مالی بر آن در ایران انجام نگرفته است و این تحقیق جزء نخستین پژوهش‌هایی است که به این موضوع می‌پردازد و با توجه به متفاوت بودن شرایط سیاسی-اجتماعی و اقتصادی کشور ما با سایر کشورها؛ لذا انجام این پژوهش می‌تواند به راه‌های شناخت و توسعه تجاری بازار سرمایه و شکوفایی اقتصاد کشور از طریق توسعه سرمایه‌گذاری‌ها و هدایت مطلوب‌تر سرمایه‌گذاری‌ها به انجام برسد. این امر مستلزم کاهش محدودیت مالی از طریق افزایش نقدینگی شرکت‌ها و حمایت دولت از بازار سرمایه امکان پذیر می‌شود. بررسی این پژوهش به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش کمک می‌کند. ابتدا، مطالعه حاضر بینش جدیدی در مورد

<sup>1</sup> - Cao, et al.

<sup>2</sup> - Anderson, et al.

<sup>3</sup> -Zhaoxia

ادبیات در حال رشد در زمینه عدم اطمینان شرایط سیاسی-اقتصادی و مباحث کلان اقتصادی فراهم می‌کند و طرح این سوال که عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر انتخاب منابع بدهی شرکت‌ها اثرگذار است یا خیر، بدون پاسخ مانده است. دوم یافته‌های این مطالعه، تاثیر نظریه اقتصاد سیاسی را به صورت مستقیم بر انتخاب منابع بدهی شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌دهد که تاکنون به صورت جامع بدین شکل پژوهشی صورت نگرفته است. با توجه به این مطالب لذا پژوهش حاضر به منظور پاسخگویی به سوال ذیل بنا گردیده است: آیا عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی تاثیر معناداری دارد؟ آیا محدودیت مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی اثر معناداری دارد؟

### پیشینه‌ی پژوهش

#### پیشینه پژوهش خارجی

علی حیدر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) پژوهشی تحت عنوان «ساختار حاکمیتی، محدودیت‌های مالی و عملکرد شرکت‌ها» انجام دادند. در این پژوهش ۸۲۳۲ مشاهده براساس سال-شرکت در مورد شرکت‌های ۸۱ کشور جهان انجام گرفت و تاثیر حاکمیت شرکتی بر محدودیت‌های مالی با توجه به نقش تعدیل‌کننده عملکرد شرکت‌ها بررسی شد. نتایج پژوهش نشان داد، هر قدر ساختار حاکمیتی شرکت‌ها از نظر اندازه چابک، از نظر مالکیت پراکنده و از کمتر دارای دوگانگی وظیفه‌ای باشند، می‌توان انتظار داشت محدودیت‌های مالی شرکت‌ها کاهش یابد. همچنین مشخص گردید، با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها به دلیل عملکردهای مطلوب شرکت‌ها می‌توان انتظار داشت ارتباط منفی ساختارهای حاکمیتی با محدودیت‌های بیشتر تقویت می‌گردد.

گرومن<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) پژوهشی تحت عنوان «سواد مالی و رفتارهای مالی: شواهدی بر بازارهای نوظهور در کشورهای آسیای میانه» انجام دادند. در این پژوهش از حضور مشاوران بازار بورس، حساب‌برسان، حسابداران و مدیران مالی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه کشورهای آسیای میانه به عنوان جامعه‌ی هدف استفاده شده است. ابزار پژوهش پرسشنامه بود و نتایج نشان داد، گرچه در بازارهای این کشورها سطح سواد مالی بالاست، اما سطح استنباط و ادراک مفهومی مباحث مالی بسیار پایین است و این موضوع در رفتارهای مالی به خوبی خود را نشان می‌دهد، رفتارهایی که بیشتر تابع تصمیمات احساسی و جمعی است تا تصمیمات آینده‌نگرانه مبتنی بر بینش‌های مالی.

عمران و سبوی<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر عدم قطعیت اقتصادی ناشی از قیمت نفت بر وجه نقد با تاکید بر نقش محدودیت مالی و با استفاده از اطلاعات شرکت‌های بزرگ بین‌المللی در بیش از ۸۹ کشور برای دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۷ پرداختند. نتایج نشان داد که بر اساس انگیزه احتیاطی پول نقد؛ عدم اطمینان اقتصادی تاثیر مثبتی بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد و شدت این رابطه در شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی هستند بیشتر است.

1 Ali Haider  
2 Grohmann  
3 - Alomran and Isubaici

جوادی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر سطح نگهداشت وجه نقد با تاکید بر نقش محدودیت مالی در بورس اوراق بهادار آمریکا طی بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۸ پرداختند. این پژوهش که با استفاده از اطلاعات ۱۹۰ شرکت انجام گرفت نشان داد که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، بین عدم اطمینان اقتصادی و سطح نگهداشت وجه نقد یک رابطه منفی و معنادار مشاهده شد. همچنین در شرایطی که شرکت‌ها سطح نگهداشت وجه نقد خود را کاهش می‌دهند محدودیت مالی منجر به تشدید رابطه بین عدم اطمینان اقتصادی و سطح نگهداشت وجه نقد می‌شوند.

حمید و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی تاثیر عدم اطمینان سیاسی بر انتخاب منابع بدهی پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۱۸۸ شرکت از شرکت‌های چندملیتی و بین‌المللی در سراسر جهان را طی بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۵ استخراج و تجزیه و تحلیل نمودند. نتایج پژوهش نشان داد که بین عدم اطمینان سیاسی ناشی از انتخابات و نسبت وام‌های بانکی (تامین مالی)، رابطه مثبتی وجود دارد و شدت این رابطه در سال‌های برگزاری انتخابات شدیدتر است. علاوه بر این، این رابطه در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند شدیدتر است.

ژاکسیا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین عدم اطمینان سیاسی، هزینه حقوق صاحبان سهام و نوآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان پرداختند. بدین منظور از اطلاعات ۱۵۷۰ شرکت طی بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۷ استفاده گردید. نتایج نشان داد که عدم اطمینان سیاسی منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام و نوآوری پایین‌تر شرکت خواهد شد.

حمدی و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی تاثیر عدم اطمینان سیاسی بر انتخاب منابع بدهی با تاکید بر نقش محدودیت مالی در سال‌های انتخابات ریاست جمهوری پرداختند. بدین منظور از اطلاعات ۱۷۰ شرکت فرانسوی طی بازه زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که میزان وام‌های دریافت شده از بانک در طول سال‌های برگزاری انتخابات افزایش می‌یابد و همچنین در شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر، رابطه مذکور تقویت می‌شود.

### پیشینه داخلی پژوهش

فتاحی (۱۴۰۲) در پژوهشی به بررسی توانایی مدیریت و اعتبار تجاری: با تاکید بر نقش رتبه بندی اعتباری و محدودیت مالی پرداختند. یافته‌ها نشان داد که توانایی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر اعتبار تجاری دارد. علاوه بر این، این نتایج در شرکت‌های دارای رتبه اعتباری پایین‌تر و در شرکت‌های دارای محدودیت بالاتر، قوی‌تر است. به این معنا که در شرکت‌های دارای رتبه اعتباری پایین‌تر و در شرکت‌های دارای محدودیت بالاتر، توانایی مدیریت نقش پررنگ‌تری در نجات شرکت‌ها از وضعیت‌های بحرانی دارد. بر اساس این یافته‌ها می‌توان گفت که اعتباردهندگان از توانایی مدیریت شرکت‌های مشتری یا اعتبارگیرنده استقبال می‌کنند و بنابراین، مایل به ارائه اعتبار به آن‌ها هستند.

1- Javadi et al

2 - Hamdi , et al

3 -Zhaoxia

دستی نژاد و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهشی به ارزیابی پیشران‌های لنگر ذهنی سرمایه‌گذاران بر اساس محدودیت ناشی از ابزارهای مالی مشتقه پرداختند. نتیجه کسب شده گویای این واقعیت است به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران احتمالاً بر خطاهای ادراکی خود در تصمیم‌گیری آگاه نیستند، همواره با وجود استرس و موقعیت‌های عدم اطمینان در تصمیم‌گیری، از مبنای عقلانیت محدود برای تصمیم‌گیری استفاده می‌نمایند و باتوجه به اینکه معیار عدم مقایسه‌پذیری به عنوان یکی از محدودیت‌های ابزارهای مالی مشتقه در بازار ایران تقریباً حاکم است، این موضوع باعث می‌گردد تا پیشران‌های شناختی در شکل‌گیری لنگر ذهنی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش ایفا نماید.

متین فرد و چهارم‌حالی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی (شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف‌کننده) بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در همین راستا اطلاعات مالی ۱۳۵ شرکت، طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ به روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه آماری تحقیق استخراج و بررسی شد. نتایج نشان داد که رابطه منفی و معناداری میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف‌کننده با متغیر سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

اسماعیلی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی اندازه‌گیری عدم اطمینان در نگهداشت وجه نقد ناشی از عدم تطابق سیاست‌های کلان اقتصادی و سیاست‌های حسابداری در بورس تهران پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۸۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ از طریق داده‌های ترکیبی مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که تطابق سیاست‌های مالیاتی، روش‌های ارزیابی موجودی کالای و روش‌های تجدید ارزیابی شرکت‌ها و سیاست‌های پولی انقباضی دولت‌ها بر کاهش عدم اطمینان در نگهداشت وجه نقد موثر هستند. همچنین تطابق سیاست‌های تامین مالی در شرکت‌ها و سیاست‌های مالی انقباضی دولت‌ها بر کاهش عدم اطمینان در نگهداشت وجه نقد موثر هستند.

غلامی و حسنی (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر [عدم اطمینان سیاسی](#) بر تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۱۴۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که در طول سال‌های برگزاری انتخابات، تمایل شرکت‌ها به دریافت وام از بانکها افزایش می‌یابد. همچنین در طول سال‌های برگزاری انتخابات، میزان وام‌های دریافت‌شده از بانک‌ها در شرکت‌هایی با [شفافیت اطلاعات مالی](#) کمتر یا با محدودیت‌های مالی بیشتر، افزایش می‌یابد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و سوالات پژوهش مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شوند:

**فرضیه اول:** عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی تاثیر معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** محدودیت مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

این نوع پژوهش از نظر نوع هدف، کاربردی و از نظر شیوه انجام و ماهیت، از نوع پژوهش های توصیفی و از نظر فلسفه جزء پژوهش های اثباتی حسابداری است. از نظر فرآیند اجرا از نوع پژوهش های کمی و از نظر منطق اجرا نیز جزء پژوهش های با رویکرد قیاسی و استقرایی بوده، به این معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، اسنادکاو، وبگاه های اینترنتی و مقاله ها به روش قیاسی و جمع‌آوری اطلاعات شرکت‌های فعال در بورس تهران برای رد یا قبول فرضیه ها به صورت استقرایی انجام می‌گیرد. و از نظر بعد زمانی نیز از نوع پژوهش های طولی - گذشته نگر بوده و از اطلاعات تاریخی شرکت های نمونه استفاده می‌شود. برای برآورد مدل رگرسیون و آزمون فرضیه های پژوهش از روش اقتصادسنجی داده های ترکیبی استفاده می‌شود. اطلاعات مورد نیاز بانک اطلاعاتی رهاورد نوین و وبگاه الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است.

جامعه آماری پژوهش را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. نمونه این پژوهش شامل شرکت هایی است که اطلاعات مالی آنها برای سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ در دسترس بوده و سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. همچنین جزء موسسات مالی، بانک ها، بیمه ها و شرکت های سرمایه گذاری نباشد. علاوه بر این در پایان مشاهدات پرت (صدک اول و صدک ۹۹ تمام مشاهدات) و نیز تمام شرکت هایی که داده های آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس نبوده حذف شدند. پس از اعمال محدودیت های فوق تعداد ۱۱۵ در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ جهت بررسی، انتخاب شدند.

### اندازه گیری متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته: انتخاب منابع بدهی (*BankLoans*)

به پیروی از پژوهش حمید و همکاران (۲۰۲۰) و حمدی و همکاران (۲۰۲۰) به منظور اندازه‌گیری انتخاب منابع بدهی از نسبت میزان وام‌های دریافت شده از بانک‌ها توسط شرکت استفاده شده است که در این پژوهش از نسبت مجموع مبالغ وام‌های شرکت (کلیه وام‌هایی که شرکت از بانک‌ها و سایر موسسات مالی تحت عنوان وام دریافت کرده است) به ارزش دفتری بدهی‌های شرکت بدست می‌آید.

رابطه (۱)

$$BankLoans_{it} = \frac{\text{میزان وام‌های دریافتی از بانک ها}}{\text{مجموع ارزش دفتری بدهی}}$$

#### متغیر مستقل: عدم قطعیت سیاسی (*PolconUncert*)

در این پژوهش، عدم قطعیت سیاسی در طول سال‌هایی که انتخابات در ایران برگزار شده است، به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. از آنجایی که در این پژوهش انتظار می‌رود که در طول سال‌هایی که انتخابات در ایران برگزار شده است، عدم اطمینان سیاسی نیز وجود داشته باشد؛ بنابراین به منظور عملیاتی کردن این متغیر، از یک متغیر مجازی استفاده می‌کنیم؛ بدین صورت که اگر در طول یک سال انتخابات ملی در ایران برگزار شده باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌پذیرد و از این طریق اثرات عدم اطمینان سیاسی در هر سال با توجه به

برگزاری یا عدم برگزاری انتخابات در ایران ترتیب اثر داده می‌شود. انتخاباتی که در ایران از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ صورت گرفته است به شرح زیر می‌باشد (غلامی و حسینی، ۱۳۹۹). بنابراین سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۶ و ۱۳۹۹ عدد یک تعلق می‌گیرد و برای سایر سال‌های زمانی تحقیق عدد صفر تعلق می‌گیرد.

### متغیر تعاملی: محدودیت مالی (KZ)

برای تمیز شرکت‌های محدود در تأمین مالی، از شاخص محدودیت در تأمین مالی KZ استفاده شده است. لی<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) با بسط مطالعه کپلن و زینگلاس<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) بر روی معیارهای شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی، شاخصی را ارائه نموده‌اند که بر اساس آن می‌توان شرکت‌هایی را که در تأمین مالی محدودیت دارند را شناسایی نمود. بر اساس این شاخص، شرکت‌هایی را که دارای بیشترین مقدار حاصل از این شاخص باشند، دارای بیشترین محدودیت در تأمین مالی ارزیابی می‌شوند (حمیدی و همکاران، ۲۰۲۰ و تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸).

رابطه (۲)

$$KZ_{it} = -1.002CFO_{it} + 0.383 * MTB_{it} + 3.139Leve_{it} - 39.368Div_{it} - 1.315C_{it}$$

که در آن:

KZ = محدودیت در تأمین مالی

CFO = جریان وجه نقد حاصل از عملیات

MTB = نسبت کیوتوبین

Leve = نسبت اهرمی

Div = سود سهام پرداختی

C = موجودی نقد

بر اساس شاخص KZ فوق، شرکت‌هایی که از یک سو دارای جریان‌های نقدی، سود تقسیمی و مانده وجه نقد کمتری هستند و از سوی دیگر دارای نسبت کیوتوبین و نسبت اهرمی بزرگ‌تری می‌باشند، بالاترین KZ و در نتیجه بیشترین محدودیت در تأمین مالی را دارند. با توجه به تفاوت شرایط اقتصادی و تجاری ایران با کشور آمریکا و کشورهای اروپایی امکان استفاده از ضرایب حاصل از شاخص فوق وجود ندارد؛ بنابراین در این پژوهش از شاخص KZ بومی شده در پژوهش تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) استفاده می‌شود. KZ بومی شده بر اساس شرایط اقتصادی ایران در پژوهش تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در رابطه زیر نشان داده شده است.

رابطه (۳)

$$KZ_{it} = 17.330 - 37.486C_{it} - 15.216DIV_{it} + 3.394Leve_{it} - 1.402MTB_{it}$$

که در آن:

<sup>۱</sup> - Li

<sup>۲</sup> - Kaplan & Zingales

$KZ$  = محدودیت در تأمین مالی بومی شده

$C$  = موجودی نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها

$Div$  = سود سهام پرداختی تقسیم بر کل دارایی‌ها

$Leve$  = نسبت اهرمی تقسیم بر کل دارایی‌ها

$MTB$  = نسبت کیوتوبین

پس از محاسبه مقادیر  $KZ$  برای هر شرکت- سال، مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شود که شرکت- سال‌های حاضر در پنجک چهارم و پنجک را شرکت- سال‌های دچار محدودیت مالی شناسایی کرد. اگر شرکت دچار محدودیت مالی باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص  $KZ$  وارد نموده و مقدار  $KZ$  محاسبه می‌شود. با مرتب کردن مقادیر از کوچک‌ترین (پنجک اول) به بزرگ‌ترین (پنجک آخر)، مطابق جدول می‌توان شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی را تعیین نمود. در این پژوهش همان‌طور که جدول (۱) نشان می‌دهد از روش ایجاد متغیرهای مصنوعی (دو وجهی) جهت تمیز شرکت‌های دارای محدودیت از سایرین استفاده شده است (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷).

جدول (۱): روش تمیز شرکت‌های محدود در تأمین مالی با استفاده از شاخص  $KZ_1$

پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم	احتمال محدودیت مالی
صفر تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪	
شرکت‌هایی که در این پژوهش به عنوان محدودیت مالی در نظر گرفته شده‌اند.					

منبع: لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷

### متغیرهای کنترلی

#### اندازه‌ی شرکت ( $SIZE$ )

برای تعیین اندازه شرکت از معیارهای مختلفی مانند لگاریتم ارزش مجموع دارایی‌ها، مجموع فروش، تعداد کارکنان، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت استفاده می‌شود. استفاده از لگاریتم برای از بین بردن حالت غیرخطی بودن داده‌های مربوط به اندازه شرکت می‌باشد به پیروی از پژوهش حمید و همکاران (۲۰۲۰) و حمدی و همکاران (۲۰۲۰) از لگاریتم مجموع دارایی‌ها به عنوان اندازه شرکت استفاده می‌شود:

رابطه (۴)

$$SIZE_{it} = \text{Log}(\text{Assets}_{it})$$

#### مالکیت نهادی ( $Instown$ )

سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند کنترل کنندگان موثری باشند چرا که سرمایه‌گذاران نهادی منابع و توانایی لازم را به منظور نظارت صحیح بر تصمیمات مدیریتی دارا هستند. ادعا شده است که مالکیت نهادی باعث کاهش تضادهای

نمایندگی و کاهش سطح بدهی می‌شود (مارک برادشاو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزاء دولت است (بهرامی و همکاران، ۱۳۹۹).

### زیان شرکت (*Loss*):

زیان دهی شرکت یک متغیر مجازی و به صورت دو وجهی (با کد های صفر و یک) که از صورت سود و زیان قابل استخراج است. اگر شرکت زیان ده باشد عدد یک و اگر شرکت سودده باشد عدد صفر اختصاص می‌یابد (مائو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲).

### نسبت ارزش بازار به دفتری (*MB*)

تئوری بازار کار بیان می‌کند که شرکتهایی که با فرصت سرمایه‌گذاری بیشتری روبرو هستند، میزان بدهی کمتری دارند. لذا برای کنترل اثر مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت بر نسبت منابع بدهی از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است (حمیدی و همکاران، ۲۰۲۰):

رابطه (۵)

$$MB_{it} = \frac{Market\ Value_{it}}{Book\ Value_{it}}$$

*Market Value*: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و *Book Value*: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

### سودآوری (*ROA*)

به پیروی از پژوهش حمیدی و همکاران (۲۰۲۰) و حمید و همکاران (۲۰۲۰) این نسبت از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید:

رابطه (۶)

$$ROA_{it} = \frac{Earning_{it}}{ASSETS_{it}}$$

*Earning*: سود خالص

*ASSETS*: کل دارایی می‌باشد.

<sup>1</sup> - Mark Bradshaw, et al

<sup>2</sup> - Mao et al

### آهرم مالی (Leve)

این متغیر نشان می‌دهد چه بخشی از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام تأمین مالی شده است. در این پژوهش از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها برای محاسبه آهرم مالی استفاده شده است:

رابطه (V)

$$LEVE_{it} = \frac{DEBT_{it}}{ASSETS_{it}}$$

DEBT: کل بدهی

ASSETS: کل دارایی می‌باشد.

### کیفیت حسابرسی (AQ)

کیفیت حسابرسی متغیر مجازی صفر و یک بوده که در صورتی که حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد، یک، و در غیر اینصورت مقدار صفر را اختیار می‌کند (ایزدی نیا و امینی، ۱۳۹۷).  
به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش حمید و همکاران (۲۰۲۰) و حمدی و همکاران (۲۰۲۰) از مدل رگرسیونی چندمتغیره زیر استفاده شده است:

$$BankLoans_{it} = \alpha + \beta_1 PolconUncert_{it} + \beta_2 KZ_{it} + \beta_3 KZ_{it} * PolconUncert_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEVE_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 Instown_{it} + \beta_9 Loss_{it} + \beta_{10} AQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل متغیر وابسته انتخاب منابع بدهی می‌باشد.  $\alpha$  جزء ثابت معادله رگرسیون است. ضریب  $\beta_1$  در مدل حاکی از تاثیر عدم قطعیت سیاسی بر تامین منابع بدهی است. انتظار بر این است که ضریب مذکور در مدل مثبت باشد به عبارتی مطابق مبانی نظری و مفاهیم حسابداری و پیشینه تحقیق انتظار می‌رود هر چه عدم قطعیت سیاسی بیشتر باشد میزان استقراض شرکت افزایش یابد. ضریب  $\beta_2$  نیز حاکی از تاثیر محدودیت مالی بر تامین منابع مالی است. انتظار می‌رود که محدودیت مالی باعث افزایش تامین منابع مالی شود. ضریب  $\beta_3$  نشان دهنده اثر تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاسی و تامین منابع مالی است.  
که در این مدل‌ها:

BankLoans: تامین منابع مالی (وابسته)، PolconUncert: عدم قطعیت سیاسی، KZ: محدودیت مالی، leve: آهرم مالی، ROA: بازده دارایی، SIZE: اندازه شرکت، MB: نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت، Instown: مالکیت نهادی، Loss: زیان شرکت، AQ: کیفیت حسابرسی شرکت و  $\varepsilon$  جز اخلال مدل می‌باشند.

### آماره های توصیفی

در جدول (۲) اولین پارامتر میانگین حسابداری است. میانگین حسابداری کمیته است که مقدار متوسط و یا به عبارت دیگر مرکز ثقل داده‌های به دست آمده را نشان می‌دهد. دومین پارامتر میانه است. میانه عددی است که ۵۰٪ افراد

بالا را از ۵۰٪ افراد پایین در یک توزیع جدا می‌کند. این پارامتر نیز برای کلیه متغیرها ارائه شده است. سایر پارامترها نظیر میزان حداکثر و حداقل نیز برای متغیرها ارائه شده است. این دو پارامتر حدود داده‌های گردآوری شده را نشان می‌دهد و بیان می‌کند داده‌ها از چه مقداری آغاز و به چه مقداری ختم می‌شوند؛ به عبارتی این پارامترها دامنه‌ی تغییرات داده‌ها را به نمایش می‌گذارند. انحراف معیار نیز مقیاسی برای پراکندگی است که هرچه مقدار آن کوچکتر باشد، نشانه‌ی آن است که گروه مورد مطالعه از لحاظ ویژگی مورد سنجش متجانس می‌باشد. این معیار نیز برای کلیه متغیرها ارائه شده است. همانطور که در جدول (۲) نشان داده شده است میانگین متغیر تامین منابع مالی به عنوان متغیر وابسته در شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های مورد آزمون ۰.۵۳ بوده است به عبارت دیگر نسبت تسهیلات دریافتی از بانک‌ها به مجموع بدهی‌ها ۰.۵۳ بوده است. علاوه بر این به طور میانگین ۰.۳۳ از سهام شرکت‌های نمونه در دست مالکان نهادی بوده است. همچنین میانگین اهرم مالی ۰.۵۹ بوده که نشان می‌دهد به طور متوسط ۰.۵۹ دارایی‌های شرکت‌ها می‌تواند بدهی‌ها را تسویه و ۰.۴۱ باقی مانده به عنوان حقوق صاحبان سهام باقی خواهد ماند. میانگین سودآوری آنها نیز ۰.۳۴ بوده و بیشترین نرخ بازدهی ناشی از دارایی‌ها ۰.۸۵ و کمترین آن نیز ۰.۳۰- بوده است که حاصل زیان ده بودن شرکت در طی یک سال بوده است. میانگین نسبت ارزش بازار به دفتری نیز ۲.۷۴ و حاکی از بالا بودن ارزش روز قیمت سهام شرکت‌های نمونه نسبت به ارزش اسمی آنها است و با توجه به تورم و ایجاد فاصله بین قیمت اسمی و قیمت بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران این موضوع منطقی است.

جدول (۲): آماره های توصیفی پژوهش

متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
تامین منابع بدهی	۰.۵۳	۰.۵۶	۰.۷۵	۰.۰۴	۰.۱۴	۰.۰۹
اندازه شرکت	۶.۷۲	۶.۵۸	۹.۲۶	۴.۴۶	۰.۷۳	۰.۲۵
سودآوری	۰.۳۴	۰.۳۳	۰.۸۵	-۰.۳۰	۰.۰۸	۰.۱۴
اهرم مالی	۰.۵۹	۰.۶۳	۰.۸۷	۰.۰۵	۰.۱۶	۰.۰۵
نسبت ارزش بازار به دفتری	۲.۷۴	۲.۳۶	۶.۷۵	۱.۱۰	۰.۱۵	۰.۲۱
مالکیت نهادی	۰.۳۳	۰.۲۳	۰.۹۵	۰.۱۰	۰.۲۱	۰.۱۱
مشاهدات	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

میان‌ه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میان‌ه متغیرهای تامین منابع بدهی و مالکیت نهادی به ترتیب ۰.۵۶ و ۰.۲۳ ۴.۵۴ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای پژوهش، سودآوری و اندازه شرکت به ترتیب دارای

کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به سمت چپ است. متغیر اهرم مالی کمترین عدم تقارن و متغیر اندازه شرکت بیشترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند.

آمار توصیفی متغیرهای کیفی (کد ۰ و ۱)

متغیرهای کیفی	فراوانی کد ۱	فراوانی کد ۰	درصد فراوانی کد ۱	درصد فراوانی کد ۰
عدم قطعیت سیاسی	۳۴۵	۴۶۰	۰.۴۳	۰.۵۷
محدودیت مالی	۳۱۵	۴۹۰	۰.۳۹	۰.۶۱
کیفیت حسابرسی	۲۹۴	۵۱۱	۰.۳۶	۰.۶۴
زیان شرکت	۱۵۱	۶۵۴	۰.۱۹	۰.۸۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

متغیرهایی که به دو مقدار صفر و یک محدود می‌شوند آمار توصیفی آنها به صورت میانگین و میانه و ... کارایی نداشته و مفهومی را بیان نمی‌کند. این متغیرها باید از نظر تعداد فراوانی و درصد فراوانی بررسی شوند. لذا فراوانی تعداد مشاهدات که در بازه زمانی برگزاری انتخابات و عدم قطعیت سیاسی بوده از مجموع ۸۰۵ مشاهده ؛ تعداد ۳۴۵ مشاهده می‌باشند که به آنها کد ۱ اختصاص داده شد و درصد فراوانی آنها نیز حدوداً ۰.۴۳ می‌باشد. به عبارت دیگر حدود ۰.۴۳ از مشاهدات طی بازه زمانی برگزاری انتخابات مختلف دولتی بوده است. همچنین فراوانی شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار گرفته‌اند از مجموع ۸۰۵ مشاهده تعداد ۲۹۴ مشاهده بوده که درصد فراوانی آنها ۰.۳۶ می‌باشد. و سایر شرکت‌ها با فراوانی ۵۱۱ و درصد فراوانی ۰.۶۴ توسط سایر موسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس اوراق بهادار مورد حسابرسی سالانه قرار گرفته‌اند. علاوه بر این شرکت‌هایی که در یک سال زیان داشته‌اند از مجموع ۸۰۵ مشاهده تعداد ۱۵۱ مشاهده بوده که به آنها کد ۱ اختصاص یافت و درصد فراوانی آنها نیز ۰.۱۹ بوده است و سایر شرکت‌ها که دارای سود بودند با فراوانی ۶۵۴ و درصد فراوانی ۰.۸۱ بوده است. علاوه بر این شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی هستند از مجموع ۸۰۵ مشاهده تعداد ۳۱۵ مشاهده بوده که درصد فراوانی آنها نیز ۰.۳۹ بوده و سایر شرکت‌ها با فراوانی ۴۹۰ و درصد فراوانی ۰.۶۱ دچار محدودیت مالی نیستند.

پژوهش فتاحی (۱۴۰۲) به بررسی توانایی مدیریت و اعتبار تجاری : با تاکید بر نقش رتبه بندی اعتباری و محدودیت مالی پرداخت. همچنین در پژوهش اسماعیلی و همکاران (۱۴۰۰) به اندازه گیری شدت عدم اطمینان در نگهداشت وجوه نقد ناشی از عدم تطابق سیاست های کلان اقتصادی و سیاست های حسابداری پرداختند. که در پژوهش فتاحی میانگین متغیر اندازه شرکت ۱۴.۴۶ می باشد و نیز در پژوهش اسماعیلی و همکاران (۱۴۰۰) میانگین همین متغیر ۱۳/۹۴۱ می باشد ، در حالی در پژوهش حاضر میانگین همین متغیر ۶.۷۲ هست ، که این اختلاف ، با توجه به نحوه اندازه گیری این متغیر ، ناشی از تعداد نمونه آماری و میزان دارایی های هر دو پژوهش

هست و همچنین در پژوهش فتاحی و اسمعیلی و همکاران شرکت‌هایی که به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند ، بیشتر شرکت‌های بزرگ می‌باشد در حالی که در پژوهش حاضر، شرکت‌هایی که به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند شرکت‌های بزرگ و متوسط و کوچک می‌باشند. علت دیگر که باعث چنین تغییراتی شده است ، تجدید ارزیابی دارایی‌ها ثابت و تحصیل دارایی‌های جدید و افزایش نرخ تورم می‌باشد . همچنین میانگین متغیر اهرم مالی در پژوهش فتاحی ۰.۵۵ می‌باشد و میانگین همین متغیر در پژوهش اسماعیل و همکاران ۰/۶۰ می‌باشد ، در حالی میانگین همین متغیر در پژوهش حاضر ۰.۵۹ هست ، که نشان دهنده توانایی شرکت‌های هر دو پژوهش در بازپرداخت بدهی‌های است و نیز نشان دهنده استفاده از انواع ابزارهای مالی یا بدهی برای افزایش نرخ بازده بالقوه سرمایه‌گذاری است . همچنین میانگین متغیر سودآوری در پژوهش فتاحی ۰.۱۵ می‌باشد ، و میانگین همین متغیر در پژوهش اسماعیل و همکاران ۰/۴۰ می‌باشد در حالی که میانگین همین متغیر در پژوهش حاضر ۰.۳۴ می‌باشد ، که نشان دهنده میزان سودآوری عملکرد شرکت‌های می‌باشد .

### نتایج آزمون پایایی متغیرها

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها بایستی پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گیرد. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. وجود متغیرهای ناپایا در مدل سبب می‌شود تا آزمون‌های تی استیودنت و فیشر از اعتبار لازم برخوردار نباشند و کمیت‌های بحرانی ارائه شده توسط توزیع‌های مذکور، مقادیر صحیحی برای انجام آزمون‌های آماری نباشند از موم پایایی با استفاده از روش‌های آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) ، آزمون ریشه واحد فیشر، دیکی فولر تعمیم یافته ، ایم پسران و شین، و آزمون ریشه واحد فیشر فلیپس پرو (۲۰۰۱) انجام شده است. نتایج آزمون پایایی متغیرها در جدول (۳) به شرح زیر نشان می‌دهد که سطح خطای تمامی متغیرها کمتر از ۵٪ درصد بوده و متغیرهای پژوهش پایا می‌باشند؛ بنابراین، فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها رد می‌شود. و استفاده از متغیرها در برآورد مدل‌های پژوهش، منجر به رگرسیون کاذب نمی‌شود. همچنین از آنجایی که متغیرهای محدودیت مالی، عدم قطعیت سیاسی، زیان شرکت و کیفیت حسابرسی به دو مقدار صفر و یک محدود می‌شوند دارای خاصیت پایایی می‌باشد.

جدول (۳): نتایج آزمون پایایی متغیرها

متغیرها	لوین، لین و چو		ایم پسران و شین		فیشر، فلیپس پرو	
	آماره	p.v	آماره	p.v	آماره	p.v
تامین منابع بدهی	-۲۷.۷۳	۰.۰۰	-۴.۸۴	۰.۰۰	۳۱۵.۲	۰.۰۰
اندازه شرکت	-۴۴.۹۶	۰.۰۰۰	-۶.۹۰	۰.۰۰	۳۵۳.۴	۰.۰۰۰
سودآوری	-۲۱.۱۷	۰.۰۰۰	-۱.۹۵	۰.۰۴	۲۸۵.۱	۰.۰۰۰
اهرم مالی	-۲۸.۰۵	۰.۰۰۰	-۵.۳۲	۰.۰۰۰	۳۳۷.۱	۰.۰۰۰

متغیرها	لوین، لین و چو		ایم پسران و شین		فیشر، فلیپس پرو	
	آماره	p.v	آماره	p.v	آماره	p.v
نسبت ارزش بازار به دفتری	-۴۳.۱۰	۰.۰۰۰	-۶.۷۰	۰.۰۰۰	۳۷۶.۷	۰.۰۰۰
مالکیت نهادی	-۲۸.۹۱	۰.۰۰۰	-۸.۲۴	۰.۰۰۰	۴۵۸.۹	۰.۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

### نتیجه‌ی آزمون مدل پژوهش:

نتایج مدل پژوهش به شرح جدول (۴) بیان شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح داده های تابلویی

$BankLoans_{it} = \alpha + \beta_1 PolconUncert_{it} + \beta_2 KZ_{it} + \beta_3 KZ_{it} * PolconUncert_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEVE_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 Instown_{it} + \beta_9 Loss_{it} + \beta_{10} AQ_{it} + \epsilon_{it}$				
شرح	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	-۰.۰۱	-۳.۵۱	۰.۰۰	---
عدم قطعیت سیاسی	۰.۰۵	۲.۱۳	۰.۰۳	۱.۶۶
محدودیت مالی	۰.۰۳	۲.۴۸	۰.۰۱	۱.۸۱
عدم قطعیت سیاسی* محدودیت مالی	۰.۱۰	۳.۵۹	۰.۰۰	۲.۴۹
اندازه شرکت	۰.۰۷	۲.۰۵	۰.۰۴	۱.۳۰
اهرم مالی	۰.۰۸	۲.۰۳	۰.۰۴	۱.۰۳
سودآوری	۰.۰۲	۲.۵۹	۰.۰۰	۱.۲۷
نسبت ارزش بازار به دفتری	-۰.۰۳	-۲.۶۹	۰.۰۰	۱.۰۸
مالکیت نهادی	-۰.۰۵	-۴.۹۶	۰.۰۰	۱.۰۱
زیان شرکت	۰.۰۷	۲.۹۹	۰.۰۰	۰.۱
کیفیت حسابرسی	-۰.۰۳	-۱.۷۲	۰.۰۸	۱.۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده R <sup>2</sup>	۰.۶۰			
F رگرسیون (سطح خطا)	۲۳۲.۶۳ (۰.۰۰۰)			
دوربین واتسون	۲.۰۳			

منبع: یافته های پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، معنی داری آماره فیشر (۲۳۲.۶۳) در سطح ۵٪ حاکی از معنی داری کلی مدل برآورد شده است بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R<sup>2</sup>) ۰.۶۰ است. این عدد نشان

می‌دهد که تقریباً ۰.۶۰ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۰.۴۰ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. مقدار آماره دوربین واتسون (۲.۰۳) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست (نرمال آن باید بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد). مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل با هم مشکل همخطی شدید ندارند.

**فرضیه اول:** "عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی تاثیر معناداری دارد."

با توجه به نتایج جدول (۴) آماره  $t$  مربوط به متغیر مستقل عدم قطعیت سیاسی و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲.۱۳ و ۰.۰۳ بوده و ضریب آن نیز ۰.۰۵ می‌باشد. به عبارتی با ۰.۰۱ افزایش در عدم قطعیت سیاسی میزان انتخاب منابع بدهی (تامین مالی از طریق بانک) ۰.۰۵ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر عدم قطعیت سیاسی تاثیر معناداری بر انتخاب منابع بدهی داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر عدم قطعیت سیاسی مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و معنی داری بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی وجود دارد.

**فرضیه دوم:** محدودیت مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی تاثیر معناداری دارد."

برای تایید یا رد این فرضیه ابتدا ضریب محدودیت مالی بررسی می‌شود. همانطور که مشخص است ضریب متغیر مزبور ۰.۰۳ و در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز معنادار است که نشان می‌دهد با افزایش محدودیت مالی میزان انتخاب منابع بدهی (تامین مالی از طریق بانک) افزایش می‌یابد. حال به ضریب عدم قطعیت سیاسی توجه می‌شود که این ضریب نیز ۰.۰۵ بوده که در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز مورد تایید قرار گرفته و نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاسی باعث افزایش تامین مالی و استقراض از طریق سیستم بانکی می‌شود. در مرحله بعد ضریب متغیر (محدودیت مالی \* عدم قطعیت سیاسی) در مدل مورد بررسی قرار می‌دهیم؛ این ضریب ۰.۱۰ و آماره  $t$  استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب ۳.۵۹ و ۰.۰۰ بوده است که نشان از تایید فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. در واقع محدودیت مالی زمانی که در عدم قطعیت سیاسی ضرب می‌شود اثر تعاملی ایجاد می‌کند و باعث می‌شود تا تاثیر مثبت عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی از ۰.۰۵ به ۰.۱۰ افزایش می‌یابد لذا محدودیت مالی باعث تشدید و افزایش رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی می‌شود.

## نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

### نتایج آزمون فرضیه‌ی اول

در فرضیه‌ی اول به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی پرداخته شد. نتایج تحقیق بر اساس داده‌های ترکیبی حاکی از آن بود که عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی تاثیر مثبت و معناداری داشته و

در نتیجه، فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شد. به عبارتی شرکت‌ها در شرایط نااطمینانی سیاسی نیاز به وجه نقد بیشتری داشته و اقدام به تامین مالی بیشتری می‌نمایند که در چنین مواقعی، یکی از بهترین راه‌ها برای تامین مالی، دریافت وام و تسهیلات از بانک‌ها و سایر موسسات مالی و اعتباری می‌باشد. نتایج یافته‌های مربوط به این فرضیه با نتایج تحقیق حمید و همکاران (۲۰۲۰)، حمدی و همکاران (۲۰۲۰)، چنفلد و والمن (۲۰۱۹)، اندرسون و گارسیا (۲۰۱۹)، غلامی و حسنی (۱۳۹۹) همخوانی دارد.

### نتایج آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم به بررسی نقش تعاملی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی پرداخته شد. نتایج تحقیق بر اساس داده‌های ترکیبی حاکی از آن بود که محدودیت مالی رابطه بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی را تشدید نموده و شدت رابطه مثبت بین آنها را افزایش می‌دهد و در نتیجه، فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شد. به عبارتی در شرایطی که شرکت‌ها با عدم قطعیت سیاسی مواجه باشند و همزمان دچار محدودیت مالی نیز باشند شدت نیاز به تامین مالی از طریق سیستم بانکی با شدت بیشتری صورت می‌گیرد. نتایج یافته‌های مربوط به این فرضیه با نتایج تحقیق حمید و همکاران (۲۰۲۰)، حمدی و همکاران (۲۰۲۰)، و غلامی و حسنی (۱۳۹۹) همخوانی دارد.

### بحث و نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی با تاکید بر نقش محدودیت مالی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ با استفاده از اطلاعات ۱۱۵ شرکت منتخب پرداخته است. نتایج پژوهش نشان داد که بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی (استقراض از سیستم بانکی) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که موید تئوری اقتصاد سیاسی است. همچنین نتایج نشان داد محدودیت مالی باعث افزایش و تشدید رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی می‌شود. به عبارتی نتایج بیانگر این واقعیت است که در سال‌های برگزاری انتخابات در ایران، عدم اطمینان سیاسی بالا، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را تشدید می‌نماید و در نتیجه اعتباردهندگان به دلیل نااطمینانی سیاسی خود در طول این سال‌ها، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها دارند و حتی در مواردی ممکن است که سرمایه‌گذاران به انجام شده خود را در برخی از شرکت‌ها لغو نمایند که این موارد در نهایت شرکت را با کمبود نقدینگی و محدودیت مالی مواجه می‌نماید و شرکت برای تامین نقدینگی مورد نیاز خود، تسهیلات بیشتری را از بانکها دریافت می‌کند و این رابطه در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بیشتری هستند، تشدید می‌شود. علاوه بر این شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی بیشتر، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجوه نقد افزایش می‌دهند، زیرا محدودیت‌های مالی یک نوع رقابت بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به وجود آورده، با وجود ریسک جریان‌های وجوه نقد آتی، باعث ایجاد انگیزه جهت اقدام برای پس اندازهای احتیاطی می‌شود. به علاوه نوسانات در جریان‌های نقدی شرکت می‌تواند بر میزان بازده غیرعادی شرکت موثر باشد. بنابراین در طول سال‌های برگزاری انتخابات، میزان وام‌های دریافت شده توسط شرکت‌های

دارای محدودیت مالی بیشتر می‌شود؛ زیرا به طور عادی شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر، تمایل به نگهداری وجه نقد بیشتری دارند، بنابراین در طول سال‌های برگزاری انتخابات که نااطمینانی سیاسی در بین شرکت‌ها موج می‌زند و میزان بدهی‌های بانکی شرکت‌ها افزایش می‌یابد، شرکت‌هایی که محدودیت مالی بیشتری دارند، وام بیشتری نیز دریافت می‌کنند. یافته‌های پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های عمران و سبویی (۲۰۲۲)، جوادی و همکاران (۲۰۲۱)، حمید و همکاران (۲۰۲۰) و غلامی و حسنی (۱۳۹۹) همخوانی دارد.

شرکت‌ها تمایل زیادی به برقراری ارتباط با دولت دارند؛ زیرا منافع نظیر دسترسی آسان به منابع خارجی در زمان تامین مالی با کمترین هزینه را خواهند داشت. شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی توانایی تامین مالی با هزینه پایین تری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند؛ اما به نظر می‌رسد شرکت‌های ارتباطات سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران در این هدف با مشکل مواجه‌اند؛ زیرا شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به دلیل وجود بدهی زیاد در ساختار سرمایه و مسائل مرتبط با گزارشگری مالی، درگیر مسائل تضاد نمایندگی‌اند. از این رو اعتباردهندگان با توجه به ریسک شرکت، نرخ بهره بالاتری طلب می‌کنند. همچنین، رتبه اعتباری شرکت از موضوعات با اهمیت در زمان تامین مالی است که اعتبار دهندگان به آن توجه دارند. هر چه رتبه اعتباری شرکت بالاتر باشد، ریسک اعتباری کمتر خواهد شد. به طور کلی، با توجه به پایین تر بودن رتبه اعتباری در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، ریسک اعتباری آنها بالاتر است. از این رو اعتبار دهندگان برای تامین مالی شرکت، نرخ بهره بالاتری طلب می‌کنند؛ در نتیجه، هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی نسبت به سایر شرکت‌ها بالاتر است؛ اما با وجود بالا بودن ریسک اعتباری در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، این شرکت‌ها در تامین مالی از طریق بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت نسبت به سایر شرکت‌ها موفق‌ترند (اندرسون و همکاران، ۲۰۱۹). عدم قطعیت سیاست اقتصادی به انگیزه‌های ریسک‌پذیری قویتر منجر می‌شود؛ یعنی زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا می‌رود، انگیزه سرمایه‌گذاری شرکت عمدتاً انتظارات فرصت است تا ریسک‌گریزی. هرچه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر می‌شود شرکت‌ها به منظور تطبیق با بازار، دستیابی به عملکرد مطلوب و استفاده از فرصت‌های سودآوری تمایل بیشتری به پذیرش ریسک دارند. به مفهومی بهتر، شرکت‌ها در بازارهای نو ظهور زمانی که تغییرات سیاست را تجربه می‌کنند تا زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی رفع شود، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند. شرکت‌ها به منظور دستیابی به مزیت رقابتی اغلب خود را با عدم قطعیت سیاست اقتصادی سازگار می‌کنند و سرمایه‌گذاری خود را افزایش می‌دهند، حتی به منظور کسب بازده بیشتر نسبت به سایر رقبا اقدام به انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ریسک بالا می‌کنند.

### پیشنهاد‌های کاربردی پژوهش

(۱) با توجه به نتایج پژوهش که نشان داد عدم قطعیت سیاسی باعث افزایش تسهیلات و تامین مالی از طریق سیستم بانکی می‌شود لذا به سرمایه‌گذاران و سهامداران پیشنهاد می‌شود تا به شرایط کلان اقتصادی و مسایل سیاسی از جمله انتخابات کشوری و تاثیر این مسایل بر نحوه تامین مالی شرکت‌ها اهمیت بیشتری دهند.

- ۲) با توجه به نتایج به دست آمده از این پژوهش پیشنهاد می‌شود که اعضای هیات مدیره، سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه در طول سال‌های برگزاری انتخابات نظارت بیشتری بر سطح بدهی‌های بانکی شرکت داشته باشند تا مدیران نتوانند در طول این دوران سطح نگهداشت وجه نقد خود را با استفاده از دریافت وام بیش از حد مورد نیاز نگه دارند و مانع از بروز بیش سرمایه‌گذاری (عدم کارایی سرمایه‌گذاری) شوند.
- ۳) به مدیران پیشنهاد می‌شود که در راستای شفافیت هر چه بیشتر اطلاعات مالی تلاش نمایند تا بتوانند علاوه بر دریافت وام از بانکها از سایر روش‌های تامین مالی نیز بهره گیرند.
- ۴) در نهایت به مدیران پیشنهاد می‌شود که در صورت وجود هرگونه محدودیت مالی در شرکت (به خصوص در طول سال‌های برگزاری انتخابات) با دریافت وام بیشتر از بانک، شرایط مالی خود را بهبود بخشند و وجه نقد مورد نیاز خود را تامین نمایند تا نااطمینانی سیاسی آنها نسبت به شرایط کشور موجب شدیدتر شدن بحران آنها نشود.
- ۵) با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران و سهامداران توصیه می‌شود تا قبل از هرگونه تصمیم‌گیری به شرایط مالی شرکت‌ها توجه بیشتری نموده و شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی هستند را شناسایی و سپس سرمایه‌گذاری نمایند چرا که وجود محدودیت مالی در شرکت به معنای افزایش دریافت تسهیلات و استقراض خواهد بود که ممکن است در آینده بازپرداخت آنها با مشکل مواجه شده و بر سودآوری و قیمت سهام اثر منفی بگذارد.
- ۶) دولت می‌تواند در مواجهه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی، تصمیماتی را اتخاذ کند که به دنبال کاهش عدم قطعیت و افزایش پایداری اقتصادی باشد. فعالان اقتصادی می‌توانند توانایی خود در شناسایی خطرات و فرصت‌های بالقوه، اجتناب از عدم قطعیت‌های (بد) و درک کامل و استفاده از عدم قطعیت‌های (خوب) برای دستیابی به هدف نهایی عملیات پایدار و به حداکثر رساندن ارزش را بهبود بخشند.

#### فهرست منابع

- اسماعیلی، حامد؛ رضایی، فرزین؛ محمدی، فاضل. (۱۴۰۰)، اندازه‌گیری عدم اطمینان در نگهداشت وجوه نقد ناشی از عدم تطابق سیاست‌های کلان اقتصادی و سیاست‌های حسابداری؛ دانش حسابداری، سال ۲۱، ش ۸۲، ۴۷۶-۴۴۷.
- توکلی معظم؛ نرگس، جعفری، سیده محبوبه، شفیعی، سارا. (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر محدودیت مالی طی چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۲، ش ۱۳، صص ۱۳۴-۱۱۹.
- فتاحی، یاسین (۱۴۰۲). توانایی مدیریت و اعتبار تجاری: با تاکید بر نقش رتبه بندی اعتباری و محدودیت مالی، نشریه پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۹۳-۱۲۶.

دیدار، حمزه؛ قادری، بهمن و کفعمی، مهدی. (۱۳۹۸)، رابطه بین هزینه‌های سیاسی و شکاف مالیاتی با رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۸، شماره ۴ - شماره پیاپی ۳۲، صفحه ۱۶۱-۱۹۴

دشتی نژاد، معصومه، ایمانی برندق، محمد، رستمی، وهاب، محمدی، علی (۱۴۰۲). ارزیابی پیشران‌های لنگر ذهنی سرمایه‌گذاران بر اساس محدودیت ناشی از ابزارهای مالی مشتقه، فصلنامه دانش حسابداری، دوره ۱۴، شماره ۲، صص ۲۵-۵۱.

غلامی، رضا و حسنی، محمدعلی، ۱۳۹۹، تأثیر عدم اطمینان سیاسی بر انتخاب منابع بدهی‌های شرکت، هجدهمین همایش ملی حسابداری ایران

کریمی، صدیقه و بحری، سجاده. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر قدرت مالی، اقلام تعهدی و سودآوری بر بدهی‌های بانکی شرکتها، کنفرانس بین‌المللی مهندسی صنایع و مدیریت، تهران، دبیرخانه دائمی کنفرانس

لاری دشت بیاض، محمود؛ صالحی، مهدی؛ سخاوت پور، مریم. (۱۳۹۷). بررسی رابطه محدودیت مالی، ساختار دارایی‌ها و تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، ش ۱، صص ۱۹۶-۱۸۱.

متین فرد، مهران و چهارم‌حالی، علی اکبر. (۱۴۰۱). بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ش ۴۱، دوره ۱۱، صص ۵۱۱-۵۲۷.

Anderson, C. W., and L. Garcia-Feijo. (2019). "Empirical Evidence on Capital Investment, Growth Options, and Security Returns." *The Journal of Finance* 61 (1): 171-194.

Ali Haider, Z., Liu, M., Wang, Y., Zhang, Y. (2017). Government ownership, financial constraint, corruption, and corporate performance: International evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, doi: [http:// dx. doi. org/ 10. 1016/ j. intfin.2017.09.012](http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2017.09.012)

Alomran, Abdulaziz Ahmed and Bader, Jawid, Alsubaiei, (2022). Oil price uncertainty and corporate cash holdings: Global evidence, *International Review of Financial Analysis*, V 81, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102115>

Cao, W., Duan, X., Uysal, V. (2013). Does Political Uncertainty affect Capital Structure Choices?, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 55, No. 8, PP. 50-66

Dai, L., Ngo, P.T.H., 2019. Political Uncertainty and Accounting Conservatism. Working paper, University of New South Wales (UNSW), available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2196224](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2196224)

Hamdi, B., Lobna, B., M. Shahid E c, Rui Z. (2020). Political uncertainty and the choice of debt sources, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, J. Int. Financ. Markets Inst. Money* 64 (2020) 101142

Hamdi, H., Lobna, B., Shahid, E and Zhong, R. (2020). Political uncertainty and the choice of debt sources, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 2, PP. 202-234.

Grohmann, A. (2017). Financial literacy and financial behavior: Evidence from the emerging Asian middle class, *Pacific-Basin Finance Journal* 48; 129-143.

Javadi, Siamak, Mohsen, Mollagholam, ali, Ali, Nejadmalayeri. (2021) "Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty" *International Review of Financial Analysis*, Volume 77, , PP 1-19.. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101859>

Jianga .H, , Yuanyuan ,L, Honghui Z, Donghua .Z.(2019), Benefits of Downward Earnings Management and Political Connection: Evidence from Government Subsidy and Market Pricing, International Journal of Accounting, journal homepage: [www.elsevier.com/locate/intacc](http://www.elsevier.com/locate/intacc).

Schoenfeld, G and Wellman, L. ( 2019). Political uncertainty and financial market uncertainty in an Australian context. , J. Int. Financial Markets, Instit. Money 32, 415–435.

**Investigating the effect of political uncertainty on the choice of debt sources with an emphasis on the role of financial constraints: a test of political economy theory in Tehran Stock Exchange.**

**Marzieh Mahdipoor**

Corresponding author, Senior Expert of Accounting Department, Suleiman Mosque Branch, Islamic Azad University, Suleiman Mosque, Iran.  
mahdipoormaryam53@gmail.com

**Mohammad Reza nazzari**

Senior Expert of Accounting Department, Suleiman Mosque Branch, Islamic Azad University, Suleiman Mosque, Iran.  
mohammadrezanazzari440@gmail.com

**Abstract**

In the years of holding elections, with the increase in the political uncertainty of the creditors, the level of information asymmetry in the company increases, and as a result, the companies request more loans from the banks to compensate the debts of the creditors. Due to the importance of the topic, this research has investigated the effect of political uncertainty on the choice of debt sources, emphasizing the role of financial constraints (testing the theory of political economy) in the Tehran Stock Exchange during the period from 2016 to 2022, using the information of 115 selected companies. The results of the research showed that there is a positive and significant relationship between political uncertainty and the choice of debt sources (borrowing from the banking system), which confirms the theory of political economy. In other words, the results show the fact that in the years of holding elections in Iran, high political uncertainty aggravates the problem of information asymmetry and as a result, creditors are less willing to lend due to their political uncertainty during these years. They have investments in companies and even in some cases, they may cancel their investments in some companies, which will eventually make the company face a lack of liquidity and financial constraints, and the company to provide its required liquidity, it receives more facilities from banks, and this relationship is intensified in companies that have more financial restrictions. In addition to these companies with more financial restrictions, they increase the maintenance of their cash balances in response to the increase in the fluctuations of cash flows.

**Keywords:** political uncertainty, choice of debt sources, financial constraint, political economy theory.