

ارزیابی تاثیر نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام در ایران؛ پژوهش موردی شرکت‌های منتخب عضو بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۹/۲۲

تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۱/۲۶

کد مقاله: ۶۰۸۶۷

رضا نصیری^۱، حسن کارنامه حقیقی^{۲*}

چکیده

تغییرات سیاسی به طور مثال انتخابات ریاست جمهوری موجب خلق نااطمینانی سیاسی می شود. نااطمینانی سیاسی شوکی است که موجب کاهش یا افزایش ارتباطات سیاسی شرکت و همچنین نااطمینانی سیاسی کلان کشور می گردد. ارتباطات سیاسی نقش مهمی در بسیاری از فعالیت های اقتصادی ایفا می کند. این ارتباطات ممکن است برای یک شرکت بسیار کارآمد بوده یا بر خلاف این امر، گاهی اوقات می تواند مضراتی را برای شرکت همراه داشته باشد و در نهایت بر تصمیم های مدیریت در ارتباط با بازده غیرطبیعی سهام تاثیر گذار است. در این پژوهش به ارزیابی تاثیر نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام پرداخته شد. پژوهش حاضر بر مبنای هدف کاربردی و بر مبنای ماهیت توصیفی همبستگی است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است که مشاهدات شامل ۱۰۲۴ سال - شرکت می باشد در پژوهش حاضر برای تدوین ادبیات و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه ای استفاده گردید و به منظور جمع آوری داده های موردنظر از اطلاعات منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار اطلاع رسانی ره آورد نوین و دیگر منابع اینترنتی استفاده شد. برای تحلیل داده ها با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره با داده های تابلویی از نرم افزار ایویوز و اکسل استفاده شده است نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد نااطمینانی سیاسی از طریق تغییرات در ارتباطات سیاسی و نااطمینانی سیاسی کلان کشور بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت ها تاثیر منفی و معنادار دارد. به این معنا که در شرایط نااطمینانی سیاسی انتظار رشد بازده غیرطبیعی سهام وجود ندارد. نااطمینانی سیاسی موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده خواهد شد، به دنبال آن فعالان اقتصادی قادر به ترسیم چشم اندازی روشن و شفاف از آینده نخواهند بود.

واژگان کلیدی: نااطمینانی سیاسی، بازده سهام، بازده غیرطبیعی سهام، ارتباط سیاسی

۱- کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه شیخ بهایی

۲- عضو هیئت علمی دانشگاه شیخ بهایی (نویسنده مسئول) karnameh@shbu.ac.ir

به طور معمول سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار، بخش مهمی از اقتصاد کشور را شامل می شود و عموماً بخش زیادی سرمایه از طریق بازارهای سهام در سرتاسر جهان مبادله می گردد و اقتصاد کشور به شدت از عملکرد بازار سهام تاثیر می پذیرد. برای فردی که بر اساس فکر اقتصادی سرمایه گذاری می کند، سرمایه گذاری در دارایی هایی که بازده غیرثابت و نامعینی دارد، این انتظار را به وجود می آورد که بازده بیشتری نسبت به سرمایه گذاری های با بازده مطمئن و قطعی ایجاد کند. او انتظار دارد با سرمایه گذاری در سهام شرکت ها سود بیشتری از خرید دارایی های مالی با بازده ثابت بدست آورد. همچنین انتظار دارد خرید سهام شرکت هایی که بازده نامطمئن تری دارد به طور معمول بازده بیشتری نسبت به خرید سهام شرکت های با بازده نسبتاً مطمئن فراهم آورد. یکی از جریانهای اصلی در پژوهش های مالی، پیش بینی بازده غیرطبیعی سهام به وسیله داده های گذشته سری زمانی و شناسایی شاخص های مهم برای سطح بازده غیرطبیعی سهام و ایجاد یک الگو می باشد. در ادبیات مالی به این شاخص ها «عوامل نااطمینانی» گفته می شود (قالیباف و ایزدی، ۱۳۹۳).

با توجه به اینکه سرمایه گذاران بالقوه، بازار اوراق بهادار را مجموعه ای از اقشار و طیف های مختلف جامعه تشکیل می دهند، ایجاد بستری مناسب برای حضور گسترده و جلب اطمینان آن ها، استحکام بازار سرمایه و ژرفا بخشیدن به این بازار، یکی از بنیادی ترین ابزارهای توسعه اقتصادی را به وجود خواهد آورد. بدین منظور، انجام پژوهش های مختلف می تواند نقش مهمی در جلب اطمینان سرمایه گذاران داشته باشد. هدف از سرمایه گذاری در بازار سهام، کسب بازده مناسب می باشد و معمولاً سرمایه گذاران بر اساس ریسک و بازده تصمیم گیری می کنند. از آنجایی که متغیرهای خرد و کلان اقتصادی بازار اوراق بهادار را مستقیماً تحت تأثیر قرار می دهد، متغیرهای خرد اقتصادی نظیر سود حسابداری در ماهیت خود مربوط به شرکت هستند و متغیرهای کلان اقتصادی نظیر نرخ تورم، رشد اقتصادی، حجم پول و مانند آن ها بر روی همه اوراق بهادار اثر عمومی دارند (اسچوکنک^۱ و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین عوامل سیاسی می تواند بر مسائل اقتصادی تأثیر غیرمستقیم گذارد و باعث ایجاد رونق و رکود در بازار اوراق بهادار شود. بنابراین، جریان ها و دگرگونی های سیاسی را می توان به عنوان عوامل تأثیرگذار بر افراد برای سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار در نظر گرفت.

امنیت مهم ترین عنصر بوجود آورنده بازار سرمایه است. بررسی پیامدهای نااطمینانی سیاسی یکی از حوزه های نوظهور در پژوهش های حسابداری و مالی سالیان اخیر بوده است. نااطمینانی سیاسی می تواند از جابجایی دولت ها و تغییرات احتمالی در سیاست های آنها نشأت گرفته و فعالیت های برنامه ریزی شده و بروندادهای اقتصادی شرکت ها را تحت الشعاع قرار دهد. نااطمینانی در فضای سیاسی معمولاً در دوران انتخابات به اوج می رسد. "نااطمینانی"، صرف نظر از این که ریشه در چه مسأله ای دارد، عاملی مؤثر بر رفتار شرکت هاست. انتخابات ریاست جمهوری شاخصی برای نااطمینانی از نوع سیاسی محسوب می شود. برخی از پژوهش ها در سال های اخیر اثر رویداد مذکور را بر تصمیمات مدیران و عملیات شرکت ها پژوهش نموده اند. تصمیم گیری در مورد "تعدیل منابع" یکی از مهم ترین تصمیمات مدیران تلقی می شود که انتظار می رود به شکل آگاهانه از سوی مدیران تحلیل و اتخاذ گردد، چرا که این تصمیم میزان هزینه های شرکت و عملکرد آن را تعیین می کند. (فعال جو و صادقپور، ۱۳۹۴).

نااطمینانی سیاسی، مربوط به آن نوع از نااطمینانی است که دولت کشور میزبان، تغییرات ناگهانی در قواعد بازی مربوط به فعالیت موسسات تجاری ایجاد می کند. نظریه نااطمینانی سیاسی در ابتدا بر مبنای فرض یک ارتباط بنیادین خصمانه بین دولت و تجارت شکل گرفت. این فرض نشان می داد، بنگاه ها باید نیاز به ارزیابی دقیق فعالیت های بالقوه و بالفعل دولت ها که اثرات گوناگونی بر محیط تجاری کشورها دارد را مدنظر قرار دهند. دیدگاه جدید، نااطمینانی سیاسی را به عنوان یک ساختار وسیع مبتنی بر عوامل محیطی متعدد در نظر گرفته است که شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهند. معمولاً کشورها تجربه فشارهای داخلی و خارجی یا ترکیبی از آن ها را دارند. این فشارها می تواند منجر به ایجاد شرایطی گردد که فعالیت های تجاری را تحت تأثیر قرار دهد (فتحی و کبیری پور، ۱۳۹۱).

شرایط اقتصادی حاکم در کشور نیز با توجه به فشارهای داخلی و خارجی می تواند بر عملکرد شرکت ها تأثیر داشته باشد و فعالیت های تجاری آن ها را کاهش دهد. از این رو تجزیه و تحلیل شرایط اقتصادی، اساسی ترین رکن تجزیه و تحلیل بازده سهام شرکت ها در بازار بورس اوراق بهادار است. رکود اقتصادی، منجر به کاهش قابل ملاحظه ای در بازده سهام می گردد که از آن به عنوان بازده غیرطبیعی یاد می شود. بخش اقتصادی، وابسته به سایر بخش ها، مانند شرایط سیاسی یک کشور است. به عنوان مثال، به سختی می توان در کشورهایی که نظام دموکراتیک در آنجا برپا نشده است اوضاع سرمایه گذاری را مثبت ارزیابی نمود (باش و السافی، ۲۰۱۹). این فرایند در کشور ایران، همانند سایر کشورهای جهان صدق می کند. در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، متکی بودن اقتصاد به دولت و نیز نااطمینانی های سیاسی از مشکلات و موانع جدی در مسیر توسعه اقتصادی به شمار

1 Schuknecht
2 Bash, A., & Alsaifi, K

می‌روند. این شرایط با روی کار آمدن گروه‌ها و دولت‌های جدید و قرار گرفتن آن‌ها در مصدر قدرت، پیوسته دچار نوسان و تحول می‌شود. از طرفی شرکت‌های تحت تملک دولت، به دلیل برخورداری از شرایط خاص (اتصال سیاسی با دولت) هزینه‌های کمتری را از سوی دولت متحمل می‌شوند. به طبع این ارتباط، سیاست‌های دولت می‌تواند در صورت‌های مالی و بازده شرکت‌ها و در نتیجه در بازده غیرطبیعی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد (ایمانی برندق و هاشمی، ۱۳۹۷).

تأثیر پذیری بازده غیرطبیعی سهام از مسایل سیاسی انکار ناپذیر است. تغییرات در دیدگاه‌های اقتصادی ناشی از نااطمینانی سیاسی در بدنه حاکمیت، تأثیر ملموس و سریعی بر بازار اوراق بهادار می‌گذارد. اگر از دید سرمایه‌گذاران مقدار نااطمینانی به طور غیرقابل قبول در کشوری زیاد باشد، به طور معمول استفاده از ترندهای مالی برای جلب سرمایه موفق نخواهد شد. امروزه اقتصاد و جامعه جهانی همانند گذشته با سطح قابل توجهی از نااطمینانی‌های سیاسی روبه روست، اما آنچه واضح است این است که ماهیت آن‌ها تغییر شکل داده و هم اکنون نااطمینانی سیاسی یک پدیده بسیار پیچیده و چند بعدی است. بنابراین تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران نگران شرایط و تغییرات در محیط سرمایه‌گذاری هستند (متین فرد و همکاران، ۱۳۹۹). فرضیه این پژوهش عبارت است از:

نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار دارد.

۲- مبانی پژوهش

در دهه های اخیر ساختار دولت ایران، همواره شاهد حضور جریان‌ها و گروه‌های مختلف سیاسی بوده است. این جریان‌های سیاسی همواره در رابطه با مسائل سیاسی و اقتصادی دارای اختلاف نظر بوده و متاسفانه در برخورد با این مسائل، به جای توجه به منافع ملی، بیشتر به دنبال تأمین منافع حزبی بوده اند. بررسی این روند بخوبی پویایی و تغییرات مستمر در حوزه سیاسی کشور را نشان می‌دهد بطوریکه نوعی تبادل قدرت بین این جریان‌ها رخ داده که بسیاری از محققان از واژه هایی همچون چپ و راست و یا اصلاح طلب و اصول گرا برای نام‌گذاری این دولت‌ها استفاده می‌کنند که روی کار آمدن هر حزب یا جناح نااطمینانی‌های سیاسی را در پی داشته است. همچنین ارتباطات سیاسی که شرکت‌ها با توجه به این تغییرات سیاسی بدست می‌آورند می‌تواند برای یک شرکت بسیار کارآمد بوده یا بر خلاف این امر، گاهی اوقات می‌تواند مضراتی را همراه داشته باشد و در نهایت بر تصمیم‌های مدیریت در ارتباط با بازده غیرطبیعی سهام تأثیر گذار است.

در این بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش و تعاریف مربوط به متغیرهای پژوهش و ارتباط بین آن‌ها ارائه شده است.

۲-۱- نااطمینانی سیاسی

نااطمینانی سیاسی می‌تواند از جابجایی دولت‌ها و تغییرات احتمالی در سیاست‌های آنها نشأت گرفته و فعالیت‌های برنامه‌ریزی شده و برون‌دادهای اقتصادی شرکت‌ها را تحت‌الشعاع قرار دهد. نااطمینانی در فضای سیاسی معمولاً در دوران انتخابات به اوج می‌رسد. "نااطمینانی"، صرف‌نظر از این که ریشه در چه مساله‌ای دارد، عاملی مؤثر بر رفتار شرکت‌هاست (ساوانیپیتاک و همکاران، ۲۰۲۰). تغییرات سیاسی موجب خلق نااطمینانی سیاسی می‌شود. نااطمینانی‌های سیاسی، شوکی است که موجب کاهش یا افزایش روابط سیاسی شرکت می‌گردد که در نهایت می‌تواند بر ویژگی‌های مختلف شرکت‌ها از جمله بازده سهام شرکت‌ها اثر گذاری داشته باشد (متین فرد و همکاران، ۱۳۹۹).

مالکان شرکت‌ها در مواجهه با نااطمینانی‌های سیاسی، دارای‌های شرکت را ساختار بندی می‌کند تا احتمال زیان از جانب تغییرات سیاسی را به حداقل برسانند. شواهد اخیر از نبرت و همکاران (۲۰۱۱)، البو و همکاران (۲۰۱۳) و پیوتر و مسکی و ژانگ (۲۰۱۴) نشان دهنده اهمیت روابط سیاسی است و این که به طور طبیعی، شرکت‌ها توجه خاصی به نااطمینانی‌های سیاسی دارند و خود را برای آن موقعیت‌ها آماده می‌کنند.

نااطمینانی سیاسی ناشی از برگزاری انتخابات ریاست جمهوری به این علت که تغییرات وسیعی را در کشور به همراه خواهد داشت، به معنای فرصتی برای شرکت بوده تا مقامات جدید به احتمال قوی تغییراتی را در ارزش شرکت ایجاد کنند. بنابراین شرکت باید واکنشی تهاجمی به اقدامات و سیاست‌های مقامات تازه منصوب شده نشان بدهد تا از کمک مقامات با منابع دولتی مطمئن گردد. برای مثال، ممکن است یکی از مقامات تازه منصوب شده، قصد گسترش طرح‌های اقتصادی شهر را داشته باشد، در نتیجه این بهترین فرصت برای شرکت است که با واکنشی مثبت و سریع به چنین اقدامی از یارانه‌های دولتی به نام طرح اقتصادی، بهره‌برد. با انجام این امر، شرکت قادر خواهد بود تا حمایت دولتی را کسب نماید و از آن مهم‌تر روابط سیاسی پیشین خود را حفظ یا ارتقا دهد تا بدین طریق ارزش آینده شرکت افزایش یابد. بنابراین شرکت به طور فرصت طلبانه نیاز به وجه نقد بیشتری در دوره

نااطمینانی سیاسی دارد تا بتواند واکنش سریعی نسبت به این تغییرات نشان دهد. علاوه بر این، دوره های نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری یکی از شرایطی است که شرکت وجه نقد بیشتری را نگهداری می نماید تا محدودیت های مالی موقتی را که در اثر این نااطمینانی سیاسی پدید آمده، سپری کند. در واقع این شرایط همان محرک احتیاطی برای نگهداشت وجه نقد است. بنابراین به طور معمول و قابل انتظار در طی سال های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری، نااطمینانی سیاسی منجر به نگرش داشت بیشتر وجه نقد در شرکت ها می شود که آن هم در نهایت می تواند بر بازده سهام شرکت ها اثر گذار باشد (ژو و همکاران، ۲۰۱۶).

رابرت (۱۹۹۰) اولین مطالعه را در مورد تاثیر نااطمینانی سیاسی بر یک شرکت انجام داد و به بررسی واکنش های قیمت سهام به مرگ ناگهانی سناتور آمریکایی، هنری جکسون، در سال ۱۹۸۳ پرداخت. هنگامی که این سناتور از دنیا رفت، نااطمینانی سیاسی قیمت های سهام را پایین کشید. برتراند و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند، طی دوره بی ثبات انتخابات سیاسی، مدیران عامل دارای روابط سیاسی، سرمایه گذاری های خود را افزایش می دهند. فن و همکاران (۲۰۰۸) تاثیر اهرم شرکتی و قیمت سهام در چین را پس از دستگیری مقامات فاسد با روابط سیاسی در شرکت ها بررسی نمودند. نتایج نشان دهنده تاثیر منفی نااطمینانی سیاسی بر ارزش شرکت ها بود.

۲-۲- بازده غیرطبیعی سهام

بازده بازار نتیجه فرآیند مورد انتظار بازده سهام شرکت ها در هر دوره زمانی به شمار می رود. بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت i در دوره t با بازده بازار در همان دوره نشانگر بازده غیرطبیعی سهام شرکت i در دوره t است (کردستانی و آشتاب، ۱۳۸۹). از زمانی که تداوم بازده غیرطبیعی سهام طی دوره پس از اعلان سود توسط بال و براون^۱ (۱۹۶۸) مطرح شد، این پدیده مورد توجه بسیاری از محققان قرار گرفته است. تغییر قیمت سهام پس از اعلان سود همسو با تغییر سود غیرمنتظره، امری عادی محسوب می شود. یعنی اگر اعلان سود توام با خبر خوب باشد، قیمت سهام افزایش می یابد و بر عکس. ولی تداوم تغییر قیمت سهام و به تبع آن تداوم بازده غیرطبیعی سهام طی روزهای پس از اعلان سود، پدیده ای غیر عادی است و جزء موارد خلاف قاعده در بازار سرمایه تلقی می شود.

تداوم بازده غیرطبیعی سهام چند ماه پس از اعلان سود و گرایش آن به سمت سودهای غیرمنتظره، از چالش های پیش روی الگوی قیمت گذاری دارایی سرمایه ای و فرضیه بازار کارا است. طبق فرضیه بازار کارا در سطح نیمه قوی، قیمت سهام تمام اطلاعات موجود و در دسترس را منعکس می سازد. از این رو، قیمت ها با انتشار اخبار مربوط به سود بی درنگ تعدیل می شود. اما مساله این است که بازده غیرطبیعی در راستای سودهای غیرمنتظره چند ماه پس از اعلان سود نیز ادامه می یابد. بسیاری از تحقیقات پیشین به مساله تداوم بازده غیر طبیعی ناشی از سودهای غیرمنتظره مبتنی بر الگوی گام تصادفی فصلی متمرکز بودند، اما لیوانت و مندنهال^۲ (۲۰۰۶) و دوئل و همکاران^۳ (۲۰۰۶) متوجه تداوم بازده غیرطبیعی در جهت سود غیرمنتظره مبتنی بر الگوی پیش بینی سود شدند که موضوعی مستقل و حتی با اهمیت تر از تداوم بازده غیرطبیعی بر مبنای الگوی قبلی است.

هنوز درباره منشأ تداوم بازده غیرطبیعی سهام پس از اعلان سود، اتفاق نظری وجود ندارد. به نظر ایرز و همکارانش^۴ (۲۰۱۱)، حداقل بخشی از تداوم بازده غیرطبیعی را می توان به رفتار متفاوت سرمایه گذاران کوچک و بزرگ در بازار سرمایه نسبت داد. هنگام واکنش نسبت به اخبار مربوط به سود، سرمایه گذاران کوچک بر سود غیرمنتظره مبتنی بر الگوی گام تصادفی فصلی و سرمایه گذاران بزرگ بر سود غیرمنتظره مبتنی بر پیش بینی تحلیل گران اتکا می کنند. البته باید تأکید کرد که هر دو گروه سرمایه گذاران از نشان دادن واکنش کامل ناتوانند. بنابراین می توان انتظار داشت حجم معاملات سهام توسط سرمایه گذاران کوچک و بزرگی پس از اعلان سود به ترتیب تداوم بازده غیرطبیعی مربوط به سود غیرمنتظره مبتنی بر الگوی گام تصادفی فصلی و سود غیرمنتظره مبتنی بر پیش بینی تحلیل گران را تبیین کند. این انتظارات اساس فرضیه های پژوهش حاضر را تشکیل می دهد. یافته های حاصل از این پژوهش می تواند برای محققان و دست اندرکاران بازار سرمایه در شناخت ماهیت و منشأ تداوم بازده غیرطبیعی مرتبط با الگوی های مختلف تعیین سود غیرمنتظره، مفید باشد.

1 Ball and Brown
2 Livnat and Mendenhall
3 Doyle et al
4 Easley et al

۲-۳- روابط سیاسی و بازده سهام

واحدهای تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند، زیرا از این طریق تحت حمایت های دولت واقع می شوند. این روابط منافع زیادی نظیر تخفیف های مالیاتی و دسترسی آسان تر به اعتبارات را در پی خواهد داشت. لذا می توان بیان کرد، در نظام های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباطات سیاسی یک منبع مهم ارزش برای شرکت های دارای روابط محسوب می شود. شرکت های دارای روابط سیاسی، راحت تر به منابع سرمایه و مزایای دیگر از طریق ارتباطات خود دست می یابند. در این راستا برخی مدیران شرکت ها درصدد برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت و دولت با هدف رفع محدودیت های مالی با کمترین هزینه هستند (بوباگری^۱ و همکاران، ۲۰۱۲).

یکی از راه کارهای پیش روی دولت، جهت کنترل اقتصاد کشور، نفوذ در واحدهای اقتصادی است. نفوذ دولت در واحدهای اقتصادی، از طریق روابط سیاستمداران و یا مالکیت دولتی ایجاد می شود. نفوذ و حمایت سیاسی دولت را می توان از دو جنبه مزایا و معایب، مورد بررسی قرار داد. حمایت سیاسی دولت، ممکن است منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود. برای مثال، شرکت هایی که از ارتباط خوبی با دولت برخوردارند، مالیات کمتری می پردازند، سهم بازار بیشتری دارند، وام های بانکی با سهولت بیشتری برای آنان فراهم می شود، دولت در عرضه عمومی سهام، به آن ها کمک می کند و نسبت به سایر شرکت ها، آسان تر و با پرداخت هزینه کمتری از امتیازهای مهم بهره مند می شوند. اگرچه حمایت دولت، مزیت هایی مثل هزینه کمتر تأمین مالی را برای یک شرکت خاص به ارمغان می آورد، اما از طرف دیگر ممکن است منجر به ناکارایی عملکرد شرکت گردد (رهنمای رودپشتی و محسنی، ۱۳۹۷). شرکت های دارای ارتباطات سیاسی از منافع بودجه نرم^۲ بهره مند می گردند. بودجه نرم اشاره به جلب حمایت سیاسی و بهره مندی از مزایای این حمایت ها دارد. به نظر می رسد شرکت هایی که موفق می شوند حمایت های سیاسی را جلب نمایند، وجوه نقد کمتری نگهداری می کنند. زیرا مدیران این گونه شرکت ها یا می توانند نیازهای خود را با سطح اعتباری بالاتری که نیاز به پرداخت سریع وجه نقد ندارد، تهیه نمایند و یا در صورت نیاز به منابع مالی، در زمان کوتاه تری به این منابع دسترسی خواهند داشت. از این رو، جلب حمایت سیاسی مانع نگهداشت وجه نقد زیاد در شرکت می شود. همانطور که بیان شد ارتباطات سیاسی از طریق فراهم نمودن امکان دسترسی به منابع مالی جدید، تسهیل کننده سیاست های شرکت ها در زمینه توزیع سود نقدی است. با این حال این اثرگذاری فراتر هم خواهد رفت و آن هنگامی است که موضوع حضور دولت در قالب سرمایه گذار نهادی در بسیاری شرکت های بورسی، در کنار ارتباطات سیاسی دیده شود. بدین ترتیب ارتباط سیاسی به همراه حق رای ناشی از حضور به عنوان مالک نهادی، می تواند این اثرگذاری را تقویت کند.

سهامداران عمده شرکت های دارای مالکیت متمرکز، با استفاده از حق رأی خود می توانند شرکت را به توزیع جریان های نقدی اضافی به منظور کاهش هزینه های نمایندگی وادار کنند، تا جایگزینی برای نظارت آن ها باشد. از سوی دیگر، انگیزه سرمایه گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیت های نظارتی ایجاب می کند، این گروه از سرمایه گذاران، به جای نظارت مستقیم، با استفاده از قدرت رأی خود شرکت ها را به افزایش سود تقسیمی وادار کنند، تا هزینه های نمایندگی مربوط به جریان های نقدی آزاد کاهش یابد (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

موضوع دیگری که می تواند در تقویت نااطمینانی سیاسی و پیامدهای آن مورد توجه قرار گیرد، به پایین تر بودن ریسک شرکت های دارای ارتباط سیاسی نسبت به سایر شرکت ها بر می گردد. به گونه ای که از منظر سرمایه گذاران چنین شرکت هایی گزینه های مطمئن تری برای سرمایه گذاری محسوب می شوند.

شرکت های دارای حمایت های سیاسی نسبت به فشارهای بازار و رقابت های معمول حساس نیستند. این شرکت ها از ریسک کمتری نسبت به سایر شرکت ها برخوردار بوده و انتظارات سرمایه گذاران نسبت به نرخ بازده سرمایه گذاری نیز کمتر است. مسلماً این شرکت ها هنگام مواجهه با بحران های مالی از حمایت های مالی دولت برخوردار می شوند، از این رو احتمال ورشکستگی آن ها کمتر است (رهنمای رودپشتی و محسنی، ۱۳۹۷).

با توجه به موارد ذکر شده در ادبیات پژوهش و استدلال های مطرح شده در نهایت می توان گفت که در شرایط نااطمینانی سیاسی انتظار رشد بازده غیرطبیعی سهام وجود ندارد. نااطمینانی نسبت به سیاست های کلان موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده خواهد شد، به دنبال آن فعالان اقتصادی قادر به ترسیم چشم اندازی روشن و شفاف از آینده نخواهند بود. در واقع صاحبان سرمایه دیگر قادر به تصمیم گیری برای آینده از جمله سرمایه گذاری و یا مصرف نبوده و تولید و اشتغال را با مشکل روبرو خواهد ساخت. بدین لحاظ نااطمینانی سیاسی می تواند تاثیر معناداری بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت داشته باشد.

۲-۴- پیشینه پژوهش

۲-۴-۱- مطالعات داخلی

متین فرد و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی اثر ناطمینانی های سیاسی حاصل از سال های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری بر تصمیم های مدیریت در ارتباط با سطح و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد پرداختند. یافته های پژوهش حاکی از آن است که، ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد با حضور متغیر ناطمینانی سیاسی در سال های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری کاهش یافته است. شرکت ها، در واکنش به ناطمینانی های سیاسی تصمیم های خاصی در ارتباط با میزان نگهداشت وجه نقد گرفته، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش آن ها تحت تأثیر این موضوع قرار می گیرد.

امیری و پیرداده بیرانوند (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان ناطمینانی سیاست های اقتصادی و بازار سهام ایران با تکیه بر رویکرد تغییر رژیمی مارکف نشان دادند ناطمینانی در سیاست های اقتصادی موجب کاهش بازده بازار سهام می شود. همچنین ارتباط بین بازده بازار سهام و ناطمینانی سیاست های اقتصادی غیر خطی و اثر ناطمینانی بر بازده سهام در رژیم با نوسانات بالا قوی تر و پایدارتر است.

رهنمای رودپشتی و محسنی (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، سود نقدی تقسیمی افزایش می یابد.

خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان تأثیر ارتباطات سیاسی بر خطر سقوط قیمت سهام تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند ارتباطات سیاسی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت دارد. بدین معنا که مدیران از طریق ذخیره اخبار بد و عدم انتشار آن وضعیت شرکت را مساعد جلوه می دهند، این رفتار مدیران در بلند مدت منجر به سقوط قیمت سهام می گردد.

۲-۴-۲- مطالعات خارجی

اسوانیتکا و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان ارزش کنترل های خانوادگی در طول دوره های ناطمینانی سیاسی: شواهدی از کشور تایلند نشان دادند شرکت های خانوادگی تایلندی در مقایسه با شرکت های غیرخانوادگی در دوره عدم اطمینان سیاسی عملکرد ضعیفی داشته اند. این اثر زمانی آشکارتر می شود که بنگاه ها هزینه های نمایندگی زیادی را از سرمایه گذاران خارجی داشته باشند.

دوان و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت، همزمانی قیمت بانک ها و ناطمینانی سیاسی پرداختند. یافته ها نشان می دهد که عدم اطمینان سیاسی تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین حاکمیت در سطح کشور و همزمانی در بازده سهام بانک های سراسر کشور دارد. نتایج همچنین نشان می دهد که میزان عدم اطمینان سیاسی نیز با ویژگی های مختلف انتخاباتی و سیستم های سیاسی متفاوت است.

شانای و قیمر (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان آیا تمام سیاست محلی است؟ ریسک سیاسی منطقه ای در روسیه و در مورد شرکت های سهامی نشان دادند خطر سیاسی منطقه ای به میزان بیشتری نسبت به سراسر کشور و یا بین المللی تأثیر دارد و فرآیندهای سیاسی منطقه ای برای درک همزمانی بازگشت سرمایه با بازارهای گسترده تر بسیار حیاتی هستند.

هیلمر و لونکان (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان عدم اطمینان سیاسی و بازده سهام: شواهدی از بحران سیاسی برزیل نشان دادند ارتباطات سیاسی و قرار گرفتن سرمایه خارجی عواملی هستند که در هدایت ریسک سیاسی به قیمت های دارایی، افزایش هزینه سرمایه سهامداران در طول دوره های بی ثباتی سیاسی موثر هستند.

۳- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است. همچنین از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است زیرا از طرفی وضع موجود را توصیف می کند و از طرف دیگر با استفاده از تحلیل رگرسیون، همبستگی بین متغیرها را کشف می کند.

در این پژوهش از روش رگرسیونی داده های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل اطلاعات استفاده خواهد شد. تلفیق آمارهای سری زمانی با آمارهای مقطعی می تواند اطلاعات سودمندی برای تخمین الگوهای اقتصاد سنجی فراهم آورد. بر این اساس از آزمون اف لیمر به منظور تشخیص داده های ترکیبی استفاده می شود که اگر احتمال این آزمون زیر ۵ درصد باشد روش داده های تابلویی تایید می شود و آزمون دوم آزمون هاسمن هست به منظور تشخیص اثرات ثابت از اثرات تصادفی که اگر احتمال زیر ۵ درصد باشد

روش اثرات ثابت و اگر بالای ۵ درصد باشد روش اثرات تصادفی انتخاب می شود. برای برآورد الگو از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود و نرم افزار مورد استفاده در این پژوهش ایویوز^۱ می‌باشد.

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و نمونه به روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌شود. محدودیت‌ها شامل موارد زیر است:

- بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ همواره جزء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشند.
- این شرکت‌ها نباید جز شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه باشد.
- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان سال باشد.
- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.
- وقفه عملیاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

جدول ۱- روند انتخاب نمونه

۳۲۵	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۷
(۸۵)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۷-۹۰ در بورس فعال نبوده‌اند یا نماد آنها بیش از ۳ ماه بسته بوده‌است.
(۳۲)	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۹۰ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۳۸)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۴۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۷-۹۰ تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.
۱۲۸	تعداد شرکت‌های نمونه

بعد از مدنظر قراردادن کلیه معیارهای مطرح شده، تعداد ۱۲۸ شرکت از جامعه غربالگری شده، باقیمانده است که تمامی آن‌ها به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند. بنابراین با توجه به بازه زمانی ۸ ساله پژوهش (۱۳۹۷-۱۳۹۰) مشاهدات به ۱۰۲۴ سال-شرکت (۸ سال × ۱۲۸ شرکت) می‌رسد.

در پژوهش حاضر تأثیر نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام بررسی می‌شود. از بازده غیر طبیعی انباشته سهام CAR_t به عنوان متغیر وابسته استفاده شده و بازده غیر طبیعی به عنوان تفاوت بین بازده کل و بازده بازار ارزیابی می‌شود. به منظور محاسبه بازده غیر طبیعی سهام AR_t و بازده غیر طبیعی سهام انباشته CAR روابط زیر تعریف می‌شوند:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

$$CAR_i = \sum_{t=t-8}^{t+8} AR_{it} \quad (2)$$

دوره زمانی مورد پژوهش طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ و یک دوره ۸ ساله را نشان می‌دهد. که t سال ۱۳۹۰ و $t+8$ سال ۱۳۹۷ می‌باشد. به منظور محاسبه نااطمینانی ناشی از ارتباطات سیاسی از متغیر $PolCon$ و برای محاسبه نااطمینانی سیاسی کلان کشور از متغیر ADR استفاده می‌شود. انتظار می‌رود که نااطمینانی سیاسی بر بازده سهام تأثیر منفی و معنادار داشته باشد. ارتباطات سیاسی $PolCon$ متغیر مجازی است و در صورتی که درصد مالکیت مستقیم یا غیر مستقیم دولت و نهادهای دولتی در شرکت بیش از ۲۰ درصد باشد مقدار این متغیر برابر یک و در غیر این صورت صفر می‌گیرد. (رهنمای رودپشتی و محسنی ۱۳۹۷) شاخص نااطمینانی سیاسی کلان کشور نیز به صورت یک متغیر مجازی در نظر گرفته شده است به طوری که برای سال‌های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری (سال ۱۳۹۲ و ۱۳۹۶) ارزش یک و برای سایر سال‌ها ارزش صفر در نظر گرفته می‌شود (متین فرد و همکاران، ۱۳۹۹).

یک بردار از متغیرهای کنترل که می‌تواند بر بازده غیر طبیعی سهام تأثیر بگذارد و به طور بالقوه با متغیرهای اصلی توضیحی در ارتباط باشد، نیز به مدل اضافه می‌شود. سپس معادله ۳ تخمین زده می‌شود:

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PolCon_{it} + \alpha_2 ADR_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 QTobin_{it} + \alpha_6 Debt_{it} + \alpha_7 DIV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از ضرایب α_1 و α_2 استفاده می‌شود. مدل مذکور برگرفته از مقاله هیلیر و لونکان^۵، ۲۰۱۹ و متغیرهای کنترلی شامل:

1 Eviews
2 Cumulative Abnormal Returns
3 Abnormal Returns
4 Politically Connected
5 Hillier & Loncan

$$LIQ_{i,t} = \frac{1}{N_{it}} \sum_{j=1}^{N_{i,t}} \sqrt{\frac{|R_{ij}|}{Vol_{ij} \cdot P_{i,j-1}}}$$

اندازه شرکت (SIZE)
از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (رهنمای رودپشتی و محسنی، ۱۳۹۷).

نقدینگی سهام (LIQ)

معیار نقدینگی سهام به روش زیر محاسبه می‌شود (احمدپور و باغبان، ۱۳۹۳):

$$BA_i = \frac{AP - BP}{\frac{AP + BP}{2}}$$

Nit تعداد روزهای معاملاتی
Riz بازده سهام که به صورت تفاضل لگاریتم قیمتی زمان t و t-1 محاسبه می‌شود.

VOLij حجم معاملات سهام

Pij-1 قیمت پایانی سهام

اختلاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش به روش زیر محاسبه می‌شود:

i نمونه مورد بررسی

BA اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام

AP بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در هر روز

BP بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در هر روز

فرصت‌های رشد (QTobin)، ساختار سرمایه (بدهی / دارایی)، توزیع سود سهام می‌باشد.

انتظار می‌رود که اندازه شرکت بر بازده سهام تاثیر مثبت و معنادار داشته باشد.

انتظار می‌رود که نقدینگی سهام بر بازده سهام تاثیر منفی و معنادار داشته باشد.

انتظار می‌رود که فرصت‌های رشد بر بازده سهام تاثیر مثبت و معنادار داشته باشد.

انتظار می‌رود که ساختار سرمایه بر بازده سهام تاثیر منفی و معنادار داشته باشد.

انتظار می‌رود که توزیع سود سهام بر بازده سهام تاثیر مثبت و معنادار داشته باشد.

۴- یافته‌های پژوهش

در این بخش، ابتدا به ارایه آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش پرداخته شده است و در ادامه مانایی متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس به بررسی مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ی پژوهش پرداخته می‌شود. این بررسی با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده‌های تابلویی صورت خواهد گرفت. در پایان این قسمت نیز خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش ارائه شده است.

۴-۱- آمار توصیفی

در جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش آمده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرها

متغیر	توزیع سود سهام	ساختار سرمایه	فرصت‌های رشد	نقدینگی سهام	اندازه شرکت	نااطمینانی سیاسی	ارتباطات سیاسی	بازده سهام غیرطبیعی
نماد	DIV	DEBT	QTOBIN	LIQ	SIZE	ADR	POLCON	CAR
میانگین	۰,۰۴۲۲۷۵	۰,۵۷۰۲۹۴	۱,۴۲۴۷۵۹	۰,۱۵۸۸۴	۱۴,۱۴۹۰۵	۰,۳۳۰۰۰۱	۰,۷۰۰۲۲۹	۳,۴۶۷۳۷۲
میانه	۰,۰۸۹۸۰۸	۰,۵۸۵۴۹۴	۱,۴۱۱۴۷۷	۰,۱۰۸۶۴۶	۱۳,۹۴۲۷۱	۰	۱	۲,۳۴۶۵۸۳
حداکثر	۰,۱۲۰۳۰۱	۰,۸۷۵۷۷۶	۷,۷۸۷۲۶۶	۰,۴۳۴۹۴۴	۱۹,۳۷۴۳۱	۱	۱	۳۰,۳۹۷۳۹
حداقل	۰,۰۰۰۷۲۵	۰,۰۱۲۷۳۴	۰,۱۳۷۷۸	۰,۰۰۵۸۰۳	۱۰,۲۲۶۸۷	۰	۰	۰,۳۵۹۷۱۶
انحراف معیار	۲,۳۹۳۹۸۹	۰,۲۳۴۰۸۵	۰,۲۱۳۸۹	۰,۲۶۱۱۲۵	۱,۴۹۰۳۰۳	۰,۴۷۲۰۴۴	۰,۴۵۸۴۲	۵,۲۱۶۳۷۵
چولگی	۰,۹۹۶۳۹۴	۱,۷۳۹۳۰۳	-۱,۶۵۸۶۵	۱,۵۶۵۸۶۷	۰,۷۸۱۳۸۴	۰,۷۰۸۷۷۱	-۰,۸۷۴۰۶	۱,۱۸۰۳۴۶
کشیدگی	۲,۴۱۶۱۷۵	۲,۵۸۰۴۶۷	۲,۰۸۱۰۷۱	۲,۰۸۱۹۸۴	۳,۱۷۸۳۳۲	-۱,۵۰۱	۱,۷۶۳۹۸۲	۳,۸۷۰۹۳۸

منبع: یافته‌های پژوهش

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر بازده غیر طبیعی برابر با $3/46$ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر بازده غیر طبیعی برابر با $2/34$ 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. مقدار این پارامتر برای متغیر بازده غیر طبیعی برابر با $5/21$ می‌باشد. 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 چپ دارد. مثلاً ضریب چولگی متغیر بازده غیر طبیعی برابر با $1/18$ می‌باشد، یعنی این متغیر چولگی به راست دارد و به اندازه $1/18$ از مرکز تقارن انحراف دارد. پارامتر کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بیشتر از سه باشد، منحنی برجسته و اگر کمتر از سه باشد منحنی پهن می‌باشد. کشیدگی متغیر بازده غیر طبیعی برابر با $3/87$ می‌باشد که نسبت به توزیع نرمال برجسته تر است.

۲-۴- آمار استنباطی

آمار استنباطی شامل روش‌هایی است که با استفاده از آن‌ها، اطلاعات موجود در نمونه را به کل جامعه تعمیم می‌دهیم. مهم‌ترین هدف آمار، انجام استنباط‌هایی در مورد مشخصات جامعه، با توجه به اطلاعات موجود در نمونه است. معدودی از مسائل آماری در مرحله آمار توصیفی پایان می‌پذیرند، ولی بیشتر مسائل آماری شامل استنباط درباره مشخصه یک جامعه با استفاده از اطلاعات قابل دسترس در یک نمونه است. از طرف دیگر تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض‌های مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی‌توان از آن برای تصمیم‌گیری‌ها استفاده کرد. بنابراین در این پژوهش برای رسیدن به اهداف تدوین شده نیاز است داده‌های گردآوری شده تخمین زده و از مدلی استفاده گردد که این اهداف و رابطه آن‌ها را بیان نماید و این خود نیازمند انجام پیش‌آزمون‌های لازم برای تعیین نوع آزمون اصلی می‌باشد که در ادامه این پیش‌آزمون‌ها و آزمون اصلی انجام و سپس نتایج حاصله تحلیل می‌گردد.

۲-۴-۱- آزمون ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌های مدل بیان شده نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند، در عمل این فرض چندان صادق نیست و در بسیاری از نمونه‌ها به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، یادگیری در طی زمان و ... پدیده ناهمسانی واریانس وجود دارد. برای بررسی این مشکل آزمون‌هایی از قبیل آزمون وایت، آزمون پارک، آزمون گلجسر، آزمون گولدفلد-کوانت و آزمون بروش-پاگان توسط اقتصاددانان مختلف معرفی شده است. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در این پژوهش، از آزمون وایت استفاده شده که نتایج آن در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

آماره آزمون	احتمال	نتیجه
۱/۳۳	۰/۵۶۵۱	عدم ناهمسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج مندرج در جدول ۳ نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل پژوهش بیشتر از سطح خطای $0/05$ است. از این رو H_0 این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد نمی‌شود و نشان می‌دهد همسانی واریانس وجود دارد و در نتیجه روش تخمین مدل‌های مورد بررسی به صورت رگرسیون حداقل مربعات معمولی است.

۴-۲-۲- آزمون عدم خودهمبستگی

در این پژوهش به منظور بررسی عدم خودهمبستگی، از نرم‌افزار استتا^۱ و آزمون وولدریج^۲ استفاده شده و در صورتی که مدل دچار خودهمبستگی باشد، جهت رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۳ برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

جدول ۴- آزمون وولدریج

نتیجه	احتمال	آماره آزمون
عدم خودهمبستگی	۰/۵۶۷۹	۱/۵۳

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به این که آماره احتمال این آزمون در مدل بیشتر از سطح معنی‌داری ۵٪ است، مدل پژوهش خودهمبستگی ندارد.

۴-۲-۳- آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن

نتایج آزمون F لیمر در جدول ۵ برای مدل‌های پژوهش نشان داده شده است، برای تخمین این مدل‌ها، روش به‌کارگیری داده‌ها تلفیقی یا تابلویی است. با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود نتیجه آزمون هاسمن برای مدل پژوهش نشان می‌دهد داده‌ها از نوع اثرات ثابت هستند، مقدار احتمال مربوط به آماره آزمون هاسمن تا دو رقم اعشار نشان داده شده که این مقدار کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین مدل پژوهش بر روی متغیر موردنظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود.

جدول ۵- نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن مدل پژوهش

آزمون F لیمر			
مدل	آماره	احتمال	نتیجه
اول	۱۴,۵۰۵۴۷۹	۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن			
آماره	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
۱۵,۷۰۴۵۱۱	۷	۰,۰۲۸	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول ۵ نیز مشاهده می‌شود، نتایج حاکی از رد فرضیه صفر است. در نتیجه روش داده‌های تابلویی برای مدل پذیرفته می‌شود. بنابراین برای انتخاب از بین روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت و الگوی اثرات تصادفی، لازم است آزمون هاسمن انجام شود. همان‌طور که در جدول ۵ نیز مشاهده می‌شود، در مدل نتایج حاکی از عدم پذیرش فرضیه صفر است، در نتیجه روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت پذیرفته شده است.

۴-۲-۴- برآورد الگوی پژوهش

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم، به منظور تعیین به‌کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های پژوهش در ادامه ارائه می‌گردد. بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد.

مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۵ است، که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. بر اساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین و واتسون (۱/۷۵) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. همچنین ضریب تعیین برابر با ۰/۷۷ است که نشان می‌دهد ۷۷ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

1 Stata12
2 Wooldrige
3 Generalized least squares (GLS)

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه پژوهش (متغیر وابسته: بازده غیرطبیعی سهام)

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	C	۳,۰۱۰۰۴	۰,۷۶۹۹۲۱	۳,۹۰۹۴۹۷	۰,۰۰۰۱
ارتباطات سیاسی	POLCON	-۰,۶۲۵۴۳۶	۰,۳۰۸۴۶۸	-۲,۰۵۹۹۷۴	۰,۰۰۳۸
نااطمینانی سیاسی	ADR	-۰,۷۹۲۸۸۹	۰,۱۷۹۷۲۱	-۴,۴۱۱۷۷۷	۰
اندازه شرکت	SIZE	۰,۸۸۴۴۳۴	۰,۲۹۱۹۷۶	۳,۰۲۹۱۳۳	۰,۰۰۰۴
نقدینگی سهام	LIQ	۰,۰۴۳۴۰۴	۱,۳۶۵۹۴۹	۰,۰۳۱۷۷۶	۰,۷۸۸۱
فرصت‌های رشد	QTOBIN	-۰,۰۷۸۳۰۷	۰,۱۰۳۵۸۸	-۰,۷۵۵۹۴۷	۰,۶۳۳۸
ساختار سرمایه	DEBT	-۰,۱۸۶۷۹	۰,۵۰۹۴۹۹	-۰,۳۶۶۶۱۵	۰,۶۴۴۲
توزیع سود سهام	DIV	۰,۲۱۱۵۲۴	۰,۱۰۱۱۰۸	۲,۰۹۲۰۶	۰,۰۲۸۴
آماره F		۹,۵۹۱۹۷۱	معناداری آماره F		۰
آزمون دوربین واتسون		۱,۷۵۱۱۶۷	ضریب تعیین		۰,۷۷۵۳۹۳

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نشان می‌دهد که نااطمینانی سیاسی (ADR) بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت‌ها تاثیر منفی و معناداری دارد. نااطمینانی سیاسی نقش مهمی در بسیاری از فعالیت‌های اقتصادی ایفا می‌کند. این شرایط نااطمینانی ممکن است برای یک شرکت بسیار کارآمد بوده یا برخلاف این امر، گاهی اوقات می‌تواند مضراتی را برای شرکت همراه داشته باشد. تغییرات سیاسی به طور مثال انتخابات ریاست جمهوری موجب خلق نااطمینانی سیاسی می‌شود. نااطمینانی سیاسی شوکی است که موجب کاهش یا افزایش ارتباطات سیاسی شرکت و همچنین نااطمینانی سیاسی کلان کشور می‌گردد و در نهایت بر تصمیم‌های مدیریت در ارتباط با بازده غیرطبیعی سهام تأثیرگذار است.

۳-۴- خلاصه نتیجه آزمون فرضیه پژوهش

جدول شماره (۴-۶) نشان دهنده ی نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش به طور خلاصه است.

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه ی پژوهش

نتیجه	عنوان فرضیه
رد نمی‌شود	نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد.

۵- بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت‌ها تاثیر منفی و معناداری دارد. نااطمینانی سیاسی نقش مهمی در بسیاری از فعالیت‌های اقتصادی ایفا می‌کند. تغییرات سیاسی به طور مثال انتخابات ریاست جمهوری موجب خلق نااطمینانی سیاسی می‌شود. نااطمینانی سیاسی شوکی است که موجب کاهش یا افزایش ارتباطات سیاسی شرکت و همچنین نااطمینانی سیاسی کلان کشور می‌گردد. ارتباطات سیاسی نقش مهمی در بسیاری از فعالیت‌های اقتصادی ایفا می‌کند. این ارتباطات ممکن است برای یک شرکت بسیار کارآمد بوده یا برخلاف این امر، گاهی اوقات می‌تواند مضراتی را برای شرکت همراه داشته باشد و در نهایت بر تصمیم‌های مدیریت در ارتباط با بازده غیرطبیعی سهام تأثیرگذار است. همچنین مالکان شرکت، در مواجهه با نااطمینانی‌های سیاسی، دارایی‌های شرکت را ساختار بندی می‌کنند تا احتمال زیان از جانب تغییرات سیاسی را به حداقل برسانند. در نهایت می‌توان گفت که در شرایط نااطمینانی سیاسی انتظار رشد بازده غیرطبیعی سهام وجود ندارد. نااطمینانی سیاسی موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده خواهد شد، به دنبال آن فعالان اقتصادی قادر به ترسیم چشم اندازی روشن و شفاف از آینده نخواهند بود. در واقع صاحبان سرمایه دیگر قادر به تصمیم‌گیری برای آینده از جمله سرمایه گذاری و یا مصرف نبوده و تولید و اشتغال را با مشکل روبرو خواهد ساخت. بدین لحاظ نااطمینانی سیاسی می‌تواند تاثیر معناداری بر بازده غیرطبیعی سهام شرکت داشته باشد. نتایج این پژوهش منطبق بر پژوهش هیلبر و لونکان (۲۰۱۹) است.

- قالیباف اصل، حسن و ایزدی، محسن (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین ریسک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران: اثر شتاب و ریسک نقدشوندگی. *دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی*؛ ۲۱ (۷): ۸۴-۱۰۳.
- فعالجو، حمیدرضا و صادقپور، عسل (۱۳۹۴). بررسی تاثیر شاخص ریسک کشوری بر بازده بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۳ (۱۰): ۴۹-۷۸.
- فتحی، سعید و کبیری پور، وحید (۱۳۹۱). بررسی ابعاد مختلف ریسک سیاسی و تاثیر آن بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی، *بررسی های بازرگانی*، ۵۲: ۳۴-۲۰.
- ایمانی برندق، محمد و هاشمی، طاهر (۱۳۹۷). بررسی تأثیر عوامل سیاسی بر مدیریت سود، *مجله دانش حسابداری*، ۱۸ (۷۱): ۷۷-۹۰.
- متین فرد، مهران و اولی، محمدرضا و میناب، مریم (۱۳۹۹). بررسی تأثیر ناطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجه نقد، *دانش حسابداری* ۱۱ (۴۰): ۱۱۳-۱۳۴.
- مقدم، عبدالکریم و مقدم حسین، واحد، (۱۳۹۵). بررسی تأثیر نوسانات قیمت نفت بر بازده غیرعادی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۲۹: ۱-۲۲.
- جنانی محمد حسن، کنعانی و علی آبادی ذلیخا، (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین هزینه های سیاسی و بازده غیر عادی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری*.
- رضازاده، جواد و اکبر شاهی، احمد (۱۳۹۲). شناسایی عوامل مؤثر بر تداوم بازده غیرعادی سهام پس از اعلان سود، *مجله سازمان حسابداری*، ۲: ۲۳-۷.
- صمدی، سعید و بیانی، عذرا (۱۳۹۰). بررسی ارتباط متغیرهای کلان اقتصادی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *علوم اقتصادی*، ۵ (۱۶): ۹۱-۱۱۱.
- برادران حسن زاده، رسول و اسپوکه، جلال، (۱۳۸۹). بررسی عوامل موثر بر بازده غیرعادی کوتاه مدت شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علمی راهبردی*، ۹ (۴۷): ۴۲۳-۴۴۰.
- جبارزاده کنگرلویی، سعید و عسگری محمدرضا (۱۳۸۹). شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، *مجله حسابداری مالی*، ۲ (۵): ۹۴-۱۱۹.
- راعی، رضا و پویان فر، احمد (۱۳۸۹). مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، تهران: سمت.
- Schuknecht, L.J. & Von Hagen, G. & Wolswijk A. (2009). "Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada". *European Journal of Political Economy*, 25 (3): 371-384
 - Bash, A., & Alsaifi, K. (2019). Fear from uncertainty: An event study of Khashoggi and stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 23: 54-58.
 - Anthony Chen and James Jianxin Gong (2019). Accounting comparability, ifnancial □ reporting quality, and the pricing of accruals", *Advances in Accounting* . 45.
 - Hillier, D., & Loncan, T. (2019). Political uncertainty and stock returns: evidence from the Brazilian political crisis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54: 1-12.
 - Shanaev, S., & Ghimire, B. (2019). Is all politics local? Regional political risk in Russia and the panel of stock returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 21: 70-82.
 - Yunsen Chen, and Deqiu Chen, and Weimin Wang, and Dengjin Zheng (2018) "Political uncertainty and ifrms' information environment: Evidence fro □ China", □ *Journal of Accounting and Public Policy*, 37: 39 □64.
 - Shen, C. H., Bui, D. G., & Lin, C. Y. (2017). Do political factors affect stock returns during presidential elections?. *Journal of International Money and Finance*, 77: 180-198.
 - Wisniewski, T. P. (2016). Is there a link between politics and stock returns? A literature survey. *International Review of Financial Analysis*, 47: 15-23.