

## تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری

نیلوفر شیرزاده

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه دانش البرز، آبیگ، ایران.  
niloufarshirzadeh@gmail.com

### چکیده

دستیابی و حفظ انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها ارزشمند است، زیرا به آن‌ها اجازه می‌دهد برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود را حتی در مواجهه با شوک‌های منفی دنبال کنند. در واقع، انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها زمانی ارزشمندتر است که محدودیت‌های تامین مالی الزام‌آورتر می‌شوند و مانع تحقق برنامه‌های سرمایه‌گذاری‌شان می‌شوند. پیامدهای محدودیت‌های مالی برای تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌گذاری‌ها را می‌توان به عنوان اثر هزینه بالاتر و در دسترس بودن محدود تامین مالی خارجی برای شرکت‌ها در نظر گرفت. بنابراین شرکت‌ها در مواجهه با عدم اطمینان و خطرات ورشکستگی افزایش یافته در نتیجه، زمانی که دسترسی آنها به منابع خارجی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی محدود است، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند. از این رو با توجه به مطالب فوق این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که آیا عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟ جامعه آماری تحقیق ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که بین بازه زمانی، ۱۱ سال متوالی از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مشخص گردید بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد همچنین در دیگر یافته‌های تحقیق مشخص گردید عدم قطعیت سیاست اقتصادی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تعدیل می‌نماید.

**کلیدواژه:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی، کیفیت گزارشگری مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری.

### مقدمه

امروزه مرز موجود بین گرایش‌های علمی برداشته شده و علوم مختلف به دلیل پیچیدگی و بار علمی زیاد در یکدیگر ادغام شده و یا مکمل هم گشته‌اند. حسابداری در قرن حاضر برخلاف گذشته، دانشی توصیفی تحلیلی است که معاملات و رویدادهای دارای اثر مالی بر واحدهای اقتصادی را توصیف و تحلیل می‌کند. در جهان امروز ردپای رفتار انسانی در تهیه و ارائه گزارش‌های مالی ثابت شده است. از مهم‌ترین ویژگی‌های شرکت‌های سهامی تفکیک مالکیت از مدیریت است و گزارش‌های مالی، منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به شمار می‌روند که مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان برای رفع نیازهای خود از آن‌ها استفاده می‌کنند. از آنجایی که اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده‌کنندگان قرار نمی‌گیرد (برزگر، ۱۴۰۰). اطلاعات حسابداری به‌عنوان محصول تعامل بین سیستم حسابداری درونی و سیستم گزارشگری بیرونی شرکت، وضعیت مالی و عملکرد شرکت را نشان می‌دهد و نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران دارد.

گزارشگری مالی، کارکردهای قیمت‌گذاری و نظارتی دارند. نقش گزارشگری مالی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به طور عمده به دلیل کارکرد قیمت‌گذاری اطلاعات حسابداری است. کیفیت بالای گزارشگری مالی که سرمایه‌گذارانی با اطلاعات مربوط فراهم می‌کند، به آن‌ها در قیمت‌گذاری صحیح‌داری‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک می‌کند و زیان‌هایی که ممکن است سرمایه‌گذاران به علت قیمت‌گذاری اشتباه یا تصمیم‌گیری اشتباه برای سرمایه‌گذاری متحمل شوند را کاهش می‌دهد (رازمنش و سوری، ۱۴۰۰). استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی همواره به قابل اتکا بودن و مفید بودن اقلام تعهدی به دیده تردید می‌نگرند؛ چراکه مدیران قادرند با به کارگیری روش‌های گوناگون حسابداری به شکل قانونی و در چهارچوب اصول پذیرفته‌شده حسابداری، سود شرکت را دستخوش تغییر و هم راستا با تمایلات شخصی خود کنند (نیکبخت و احمدخانی، ۱۳۹۷). از طرفی از مدیران واحدهای تجاری انتظار می‌رود که صورت‌های مالی را به صورت صحیح و منصفانه ارائه کنند، ولی با توجه به جدایی مدیریت از مالکیت و شکل‌گیری رابطه نمایندگی، این احتمال وجود دارد که مدیریت واحد انتفاعی خواسته یا ناخواسته با دستکاری سود، وضعیت شرکت را متفاوت با آنچه که هست، جلوه دهد. لذا ممکن است سود واقعی و سود گزارش شده در صورت‌های مالی باهم مغایرت داشته باشند و رویدادی تحت عنوان مدیریت سود رخ دهد. طبق بررسی‌های انجام شده بر روی کیفیت سود، اقلام تعهدی اختیاری نقش مهمی در کیفیت سود دارند. مدیران با توجه به انگیزه‌های مختلف برای سود می‌توانند با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری به اهدافشان برای افزایش یا کاهش سود دست یابند (بهار مقدم و همکاران، ۱۳۹۴). اقلام تعهدی اختیاری، یعنی اقلامی که مدیریت می‌تواند آن‌ها را دستکاری کند. حسابداری تعهدی حق انتخاب قابل توجهی به مدیران در تعیین سود در دوره‌های زمانی متفاوت اعطا می‌کند. در واقع، مدیران در سیستم حسابداری تعهدی با گزینه‌هایی در مورد تشخیص درآمدها و هزینه‌ها روبه‌رو هستند. تغییرات سود مبتنی بر اقلام تعهدی، استفاده از اختیارات مجاز حسابداری و گزارشگری به منظور دست‌یابی به اهداف مهم است. در نتیجه بحث کیفیت گزارشگری به یکی از موضوعات مورد توجه پژوهش‌های حرفه‌ای و علمی تبدیل گردیده است (زارعی و قاسمی، ۱۳۹۵).

شرایط و محیط اقتصادی تأثیر زیادی بر وضعیت مالی و عملیاتی شرکت‌ها دارد و در ادبیات اقتصاد مالی به اهمیت و بحث این موضوع بارها اشاره شده است. آمارهای موجود نیز حاکی از این است که بورس‌های اوراق بهادار پیشرفته در کشورهایی که به لحاظ اقتصادی در شرایط نسبتاً مناسبی به سرمایه‌برند، قرار دارند و این امر تأثیرپذیری شرکت‌ها از وضعیت اقتصاد کشور را تأیید می‌نماید. مسئله ثبات در سیاست‌های اقتصادی دولت برای کشورهای در حال توسعه و از جمله ایران دوچندان است، چراکه این کشورها دارای بازارهای مالی نامنظمی بوده و تغییر در سیاست‌های دولت می‌تواند متغیرهای کلان اقتصادی و از این‌رو بازارهای مالی و به‌خصوص بازار سرمایه این کشورها و سیاست‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را با مشکلات متعددی مواجه سازد (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶). بازار سرمایه و در رأس آن بورس اوراق بهادار ارتباط نزدیکی با ساختارهای اقتصادی کشور دارد. یکی از مسائلی که پیرامون بازارهای سرمایه مطرح است، چگونگی تعامل و تأثیرپذیری متقابل این رکن با دیگر ارکان نظام‌های اقتصادی که معمول به‌عنوان متغیرهای خرد و کلان اقتصادی مطرح می‌شوند به بیان ساده می‌توان گفت، بنگاه‌های اقتصادی به‌عنوان بخشی از اقتصادهای کنونی، همانند سایر عوامل محیطی به‌طور پیوسته در معرض تغییر و تعامل با ابعاد مختلف است و برای شناخت هر چه بهتر آن‌ها باید عوامل مختلفی را مورد توجه قرارداد. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان عوامل تأثیرگذار بر فعالیت بنگاه‌های اقتصادی را در دودسته تقسیم‌بندی نمود: الف) عوامل درونی (خرد) عواملی هستند که تحت کنترل مدیریت بنگاه‌ها قرار دارند، از قبیل مسائل مدیریتی و پرسنلی، ساختار مالی شرکت، تقاضا برای محصول شرکت و ... ب) عوامل بیرونی (کلان) عواملی هستند که تحت کنترل مدیریت بنگاه‌ها نمی‌باشند، مانند عوامل سیاسی، حقوقی،

فرهنگی، اجتماعی، اقتصادی و تکنولوژیکی که در این تحقیق عوامل کلان اقتصادی شامل نرخ تورم، نرخ ارز، رشد اقتصادی و نرخ بهره بانکی مدنظر می‌باشد که در چند سال اخیر به شدت تحت تأثیر عوامل سیاسی بوده و نوسانات زیادی داشته است (شکر خواه و قاصدی ۱۳۹۵).

در رویکرد مبتنی بر نظریه گزینه‌های واقعی استاندارد، سرمایه‌گذاری مستقل از تصمیم تامین مالی به عدم قطعیت پاسخ می‌دهد (به عنوان مثال، در محیط مودیلیانی-میلر). با این حال، تئوری مدرن مالی و اقتصاد کلان، بر نقش محدودیت‌های مالی، ناشی از اطلاعات نامتقارن، هزینه‌های مبادله و سایر اصطکاک‌ها تأکید می‌کند (جورجیا و امانیول<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). در حضور اصطکاک‌های بازار سرمایه، محدودیت‌های مالی باعث تغییر ارزش گزینه‌های رشد شرکت‌ها در شرایط عدم قطعیت و همچنین زمان‌بندی بهینه اجرای آنها می‌شود. تحقیقات موجود نشان می‌دهد که محدودیت‌های مالی به دلیل بسیاری از عوامل متفاوت از جمله هزینه بالاتر تامین مالی خارجی، سهمیه‌بندی اعتبار و افزایش میزان پس‌اندازهای احتیاطی، اشتهای ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (پانوسی و پاپانیکولاو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ بولتون و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). تحلیل‌های اخیر بر توانایی شرکت‌ها برای تعدیل تامین مالی خود به شیوه‌ای سریع و کم هزینه به منظور پاسخ به شوک‌های نقدینگی و مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری متمرکز است. شواهد نظرسنجی نشان می‌دهد که دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی در میان مهم‌ترین عواملی است که تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌ها را هدایت می‌کند (گراهام و هاروی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱). برای دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی، شرکت‌ها از روش‌های مختلفی از جمله استراتژی‌های اهرم محافظه‌کارانه (مارکیکا و مورا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰)، سیاست‌های نگهداری وجه نقد بالا (دی آنجلو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۸)، و همچنین استراتژی‌های پرداخت انعطاف‌پذیر و پوشش ریسک مانند (بونامی و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴)، استفاده می‌کنند. صرف نظر از روش مورد استفاده، دستیابی و حفظ انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها ارزشمند است، زیرا به آن‌ها اجازه می‌دهد برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود را حتی در مواجهه با شوک‌های منفی دنبال کنند. در واقع، انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها زمانی ارزشمندتر است که محدودیت‌های تامین مالی الزام‌آورتر می‌شوند و مانع تحقق برنامه‌های سرمایه‌گذاری‌شان می‌شوند (فراندو و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷).

از منظر نظری، پیامدهای محدودیت‌های مالی برای تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه شرکت‌ها را می‌توان به عنوان اثر هزینه بالاتر و در دسترس بودن محدود تامین مالی خارجی برای شرکت‌ها در نظر گرفت. به عنوان مثال، گرین والد و استیگلیتز (۱۹۹۰)، مدلی را ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد شرکت‌ها در مواجهه با عدم اطمینان و خطرات ورشکستگی افزایش یافته در نتیجه، زمانی که دسترسی آنها به منابع خارجی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی محدود است، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند. بولتون و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۱) مدلی را توسعه دادند که نشان می‌دهد شرکت‌ها در کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند تا در صورت مواجهه با محدودیت‌های تامین مالی خارجی به طور موثر ریسک را پوشش دهند. بولتون و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۹) نقش هزینه‌های مالی خارجی بالا در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکتی را بررسی می‌کند و یک مدل نظری ارائه می‌کند که نشان می‌دهد وقتی شرکت‌ها با هزینه‌های

<sup>1</sup> Georgios C, Emmanouil N

<sup>2</sup> Panousi and Papanikolaou

<sup>3</sup> Bolton et al

<sup>4</sup> Graham and Harvey

<sup>5</sup> Marchica and Mura

<sup>6</sup> DeAngelo et al

<sup>7</sup> Bonaimé et al

<sup>8</sup> Ferrando et al

<sup>9</sup> Bolton et al

<sup>10</sup> Bolton et al

مالی خارجی بالا و وجوه داخلی ناکافی مواجه می‌شوند، تمایل دارند سرمایه‌گذاری را به تاخیر بیندازند، زیرا از هزینه‌های بالاتر تامین مالی خارجی جلوگیری می‌کنند. به اولویت آنها تبدیل می‌شود. هر یک از این مقالات به توضیح اینکه چرا محدودیت‌های مالی بالاتر با ریسک گریزی بیشتر در تصمیمات بودجه بندی سرمایه شرکت ها مرتبط است کمک می‌کند (جورجیا و امانیول، ۲۰۲۱). با توجه به مطالب فوق هدف از تحقیق بررسی این موضوع است که آیا عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر دارد؟

### پیشینه تحقیق

امین عشایری (۱۴۰۰)، در بررسی ارتباط میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۶ تا انتهای سال ۱۳۹۶ انجام دادند در نهایت در تخمین مدل مشخص شد که تنها شاخص عرضه پول ناشی از سیاست بانک مرکزی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر گذار نیست که آن نیز به دلیل همخطی بین متغیرهای مستقل که سیاست های اقتصادی هستند رخ داده است. از سوی دیگر عرضه پول ناشی از صادرات نفتی، تسهیلات اعطایی شبکه بانکی، عرضه ی اوراق قرضه و عرضه سهام شرکت های دولتی در بورس اوراق بهادار بر ریسک سقوط قیمت سهام دارای تاثیر معنی دار میباشند.

صبوری و کریم پور (۱۴۰۰)، در بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) بین سالهای ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ و به مدت ۵ سال انتخاب نموده و با روش حذفی و به تعداد ۹۰ شرکت انتخاب شد. برای تجزیه و تحلیل داده های آماری از روش داده های پانل دیتا استفاده شد؛ با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، یافته های پژوهش نشان می دهد فرضیه اصلی مورد تأیید قرار گرفته است و مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر مشترک و معناداری دارد. با نتایج بدست آمده مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثر مستقیم و مثبت دارد اما ویژگی های شرکتی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثری معکوس و منفی دارد.

برزگر (۱۴۰۰)، تاثیر قابلیت مقایسه حسابداری بر کیفیت گزارشگری مالی و ارقام تعهدی اختیاری را در دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار داد. یافته های حاصل از پژوهش بیانگر این است که قابلیت مقایسه منجر به افزایش کیفیت صورت‌های مالی می‌شود بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که ارقام تعهدی اختیاری بر بازده سهام تاثیر مستقیم دارد ولی سرمایه‌گذاران در هنگام قابلیت مقایسه به ارقام تعهدی اختیاری توجه‌ای نمی‌کنند و تاثیری بر سرمایه‌گذاری آنان و بازده سهام ندارد پس می‌توان گفت که فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

رازممنش و سوری (۱۴۰۰)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیلگر مالکیت خانوادگی را طی بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج با استفاده از روش رگرسیون چندگانه حاکی از این است که رابطه مثبتی بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار است؛ علاوه بر این، نتایج فرضیه دوم نشان دهنده تأثیر مثبت مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد.

شماخی و نوذری نوبر (۱۴۰۰)، رابطه عدم قطعیت سیاست های اقتصادی، هزینه سرمایه و نوآوری شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد بین عدم اطمینان سیاست های اقتصادی، هزینه سرمایه و نوآوری شرکت رابطه مستقیم معناداری وجود دارد.

پاکیزه و جویباری (۱۳۹۲)، در بررسی تاثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ و با نمونه مشتمل بر ۱۰۰ شرکت و روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته به این نتایج رسیدند که عامل غیربنیادی قیمت سهام شرکت ها در بازار سرمایه تاثیری مثبت و معنادار بر روی میزان سرمایه گذاری شرکت ها دارد.

هسو و یانگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی در طول همه گیری COVID-19 را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می دهد که کیفیت گزارش های مالی شرکت ها در طول همه گیری پایین تر بوده است. به طور خاص، شرکت ها از طریق فعالیت های واقعی در طول همه گیری درگیر مدیریت درآمد بیشتری شده اند. همچنین هیئت مدیره بزرگتر به کاهش تأثیر منفی COVID-19 بر کیفیت گزارشگری مالی کمک می کند، اگرچه هیچ اثر کاهنده ای برای استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل پیدا نشد. این مقاله شواهد بیشتری در مورد تأثیر COVID-19 بر کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از یک تنظیم قوی در سطح کشور ارائه می دهد.

ترینه و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)، کیفیت گزارشگری مالی و سیاست تقسیم سود: شواهد جدید از سطح بین المللی را مورد تحلیل قرار دادند. نتایج حاکی از این است که کیفیت گزارشگری مالی پس از کنترل مشخصات شرکت و کشور، پرداخت سود سهام را افزایش می دهد. همچنین کانال های مختلفی را بررسی میشود که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و پرداخت سود سهام را تعدیل می کند. یافته نشان می دهد که ارتباط مثبت بین گزارشگری مالی با کیفیت بالا و پرداخت سود سهام زمانی که شرکت ها مشکلات جریان نقدی آزاد دارند، با عدم تقارن اطلاعاتی شدید روبرو هستند و در کشورهایی با حقوق حمایت از سهامداران اقلیت ضعیف تر واقع شده اند، بیشتر آشکار می شود. جالب توجه است، ما شواهدی پیدا شد که کیفیت گزارش دهی بالا، پرداخت سود سهام شرکت ها را افزایش می دهد، حتی زمانی که این شرکت ها در حال حاضر بیش از حد به سهامداران خود پرداخت می کنند. با این حال، زمانی که شرکت ها از سطح بهینه پرداخت سود سهام فراتر می روند، این رابطه ضعیف تر می شود. یافته ها پس از چندین بررسی استحکام ثابت باقی می ماند، بنابراین اثربخشی شفاف تر افشای اطلاعات مالی را در کاهش عدم تقارن اطلاعات مربوط به هزینه های نمایندگی داخلی شرکت ها و روابط آنها با طرف های خارجی برجسته می کند.

جورجیا و امانیول (۲۰۲۱)، در بررسی اینکه چگونه کیفیت گزارشگری مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت تحت عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر می گذارد. از مجموعه داده جامعی استفاده کردند که شرکت های ایالات متحده را برای دوره ۱۹۸۳-۲۰۱۹ پوشش می داد. نتایج آنها به یک رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری دارد.

ساندپ دوله و همکاران (۲۰۲۱)، در تحقیقی به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و قابلیت مقایسه صورت های مالی شرکت های سهام عام ایالت متحده بین بازه زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۹ و با نمونه مشتمل بر ۳۷۱۳۰ (سال-شرکت) انجام دادند. نتایج نشان داد که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و قابلیت مقایسه صورتهای مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

هوانگ و ترن<sup>۳</sup> (۲۰۲۱)، در تحقیقی به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر سرمایه گذاری سرمایه فکری فکری پرداختند. که نتایج تجزیه و تحلیل نشان می دهد که تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر

<sup>1</sup> Hsua and Yang

<sup>2</sup> Trinh et al

<sup>3</sup> Hoang and Tran

سرمایه‌گذاری سرمایه‌فکری به صورت مقطعی متفاوت است. این تنها در شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های دارای محدودیت مالی

برجسته است، که نشان می‌دهد چنین شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری سرمایه‌فکری را در طول دوره‌های افزایش یافته عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی کاهش یا به تاخیر می‌اندازند. عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به طور قابل توجهی بر سرمایه‌گذاری سرمایه‌فکری در شرکت‌های کوچک و شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی کمتر تأثیر نمی‌گذارد. یافته‌های ما به طور کلی با مطالعات موجود در ادبیات مطابقت دارد و پس از مجموعه‌ای از تست‌های استحکام و درون‌زایی از نظر کیفی بدون تغییر باقی می‌ماند.

چین و های وو (۲۰۲۱)، به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر چسبندگی هزینه‌های شرکت‌های ایالت متحده آمریکا پرداختند که نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و چسبندگی هزینه‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

### فرضیه تحقیق

فرضیه ۱: بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه ۲: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.

### روش تحقیق

تحقیق مورد نظر بر اساس هدف که به دنبال پاسخگویی و ارائه راهکارها در جهت تصمیم‌گیری می‌باشد کاربردی می‌باشد. از طرفی دیگر با توجه به این که این تحقیق باعث شناخت بیشتر شرایط موجود شده و در آن رابطه بین متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد که تحقیق مورد بررسی از نوع تحلیل رگرسیون می‌باشد. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط نظیر کدال استخراج گردیده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین قلمرو زمانی شامل ۱۱ سال متوالی از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است که بررسی فرضیه‌های تحقیق با استفاده از داده‌های واقعی این سال‌ها انجام خواهد شد. که پس از اعمال محدودیت ۱۲۰ شرکت انتخاب گردید.

### اندازه‌گیری متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش

#### کیفیت گزارشگری مالی

**تعریف عملیاتی (FRQ):** در ادبیات پژوهشی معیارها و مدل‌های زیادی برای اندازه‌گیری و ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی ارائه شده‌اند؛ اما درباره بهترین معیار یا مدل اتفاق نظر وجود ندارد؛ از این رو، در این پژوهش مشابه پژوهش‌های مهرانی و همکاران (۱۳۹۳)، زارعی و قاسمی (۱۳۹۵)، و ظاهری عبده‌وند و همکاران (۱۴۰۰)، برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل تعدیل شده جونز و بر مبنای اقلام تعهدی اختیاری استفاده شده است. به این منظور ابتدا کل اقلام تعهدی از رابطه (۱) به دست می‌آید: (ظاهری عبده‌وند و همکاران، ۱۴۰۰).

$$TA_{it} = E_{it} - CFO_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در این رابطه:

$E_{it}$ : سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$

$CFO_{it}$ : جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$

پس از محاسبه کل ارقام تعهدی، عوامل  $\alpha_1 \alpha_2 \alpha_3$  به منظور تعیین ارقام تعهدی غیراختیاری، از طریق رابطه ۲ برآورد می‌شوند:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۲})$$

که در این رابطه داریم:

$TA_{it}$ : کل ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$  ✓

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  بین سال  $t$  و سال  $t-1$  ✓

$\Delta REC_{it}$ : تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  بین سال  $t$  و سال  $t-1$  ✓

$PPE_{it}$ : ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$  ✓

$A_{it-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$  ✓

$\varepsilon_{it}$ : جملات خطا ✓

پس از محاسبه عوامل  $\alpha_1 \alpha_2 \alpha_3$  طبق فرمول ذیل، ارقام تعهدی غیراختیاری با استفاده از مدل جونز تعدیل شده در دوره‌ی آزمون را از رابطه ۳ به دست می‌آوریم:

$$NDA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left[ \frac{1}{A_{it-1}} \right] + \alpha_2 \left[ \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} \right] + \alpha_3 \left[ \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right] \quad (\text{رابطه ۳})$$

که در آن:

$NDA_{it}$ : ارقام تعهدی غیراختیاری شرکت  $i$  بین سال  $t$  ✓

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  بین سال  $t$  و سال  $t-1$  ✓

$\Delta REC_{it}$ : تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  بین سال  $t$  و سال  $t-1$  ✓

$PPE_{it}$ : ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$  ✓

$A_{it-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$  ✓

در مرحله آخر ارقام تعهدی اختیاری از طریق رابطه ۴ محاسبه می‌شود:

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - NDA_{it} \quad (\text{رابطه ۴})$$

با توجه به پژوهش‌های پیشین اشاره شده، در این پژوهش از قدر مطلق ارقام تعهدی اختیاری به عنوان معیار کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده و در نهایت برای به کارگیری آن در آمار استنباطی از قرینه آن استفاده شده است؛ بنابراین، ارزش‌های بالاتر برای این مقدار نشان دهنده کیفیت بالاتر گزارشگری مالی است (ظاهری عبده و همکاران، ۱۴۰۰).

## تصمیمات سرمایه گذاری

تصمیمات سرمایه گذاری از طریق شاخص زیر محاسبه میشود:

$$TDA_{i,t} = \frac{TD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

که در آن :  $TDA_{it}$  : نسبت بدهی به مجموع دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $TD_{it}$  : بیانگر مجموع بدهی های کوتاه مدت و بلندمدت شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $TA_{it}$  : جمع دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$  می باشد (جین ، ۲۰۲۱).

### عدم قطعیت سیاست اقتصادی

در این تحقیق متغیر مستقل عدم قطعیت سیاست های اقتصادی است که مطابق با پژوهش های پیشین از معیار نوسانات نرخ تورم که از آمار و اطلاعات بانک مرکزی و یا مرکز آمار جمهوری اسلامی ایران به صورت سالانه قابل استخراج هست استفاده میگردد (شایان ذکر است که برای محاسبه نوسانات هرکدام از متغیرهای زیر نرخ سال جاری منهای نرخ سال قبل شده و تقسیم بر سال جاری می گردد). (شکر خواه و قاصدی، ۱۳۹۵)

### متغیرهای کنترلی

نام اختصاری	نحوه محاسبه	نام متغیر
LEV	استقراض ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی های شرکت	اهرم مالی شرکت (leverage)
SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت	اندازه شرکت (size)
ROA	درآمد خالص تقسیم بر کل دارایی ها	قابلیت سودآوری دارایی های مشهود (profitability, tangible assets)
PPE	نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات بر کل دارایی ها	دارایی های مشهود (Tangible assets)
growth	ارزش بازار سهام، تقسیم بر ارزش دفتری سهام	فرصت های رشد (growth opportunities)
CFOvol	انحراف معیار وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی (نسبت به سه سال قبل) تقسیم بر مجموع دارایی ها	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی (the volatility of cash flow from operations)
CF	از تقسیم جریان نقد عملیاتی بر مجموع دارایی ها	جریان نقد عملیاتی

### یافته های تحقیق

### توصیف آماری متغیرها

#### جدول (۱): شاخص های توصیفی متغیرها

انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	
۰.۱۴	۰.۰۹	۰.۴۷	۰.۲۹	۰.۲۸	عدم قطعیت سیاست اقتصادی
۰.۲۶	۰.۰۳	۱.۵۲	۰.۵۶	۰.۵۷	تصمیمات سرمایه گذاری
۰.۱۳	-۱.۰۴	۰.۷۵	-۰.۰۱	-۰.۰۷	کیفیت گزارشگری مالی
۰.۱۴	-۰.۳۹	۰.۷۳	۰.۱۰	۰.۱۲	نسبت جریان نقد عملیاتی
۵.۱۳	۰.۷۲	۲۰.۸۲	۳.۵۵	۵.۴۳	فرصت رشد
۰.۱۹	۰.۲۳	۰.۹۲	۰.۵۹	۰.۵۸	اهرم مالی
۰.۰۵	۰.۰۰	۰.۳۷	۰.۰۵	۰.۰۶	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی
۰.۱۴	-۰.۰۸	۰.۴۳	۰.۱۱	۰.۱۴	سودآوری
۱.۴۱	۱۲.۳۲	۱۷.۸۰	۱۴.۳۸	۱۴.۵۷	اندازه شرکت
۰.۱۸	۰.۰۰	۰.۹۷	۰.۲۰	۰.۲۷	دارایی مشهود



### یافته‌های تحقیق

با نگاهی به جدول ۱ مشاهده می‌شود که میانه و میانگین متغیرها فاصله زیادی باهم ندارند و هر چه قدر به هم نزدیک باشد توزیع آن‌ها به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. در بین متغیرها اندازه شرکت با مقدار (۱۴/۵۷) دارای بیشترین میانگین و متغیر کیفیت گزارشگری مالی با مقدار (-۰/۰۷) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی با مقدار (۰/۰۵) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین پراکندگی است و متغیر فرصت رشد با مقدار (۵/۱۳) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان‌های شدیدتری دارد است.

### آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد<sup>۱</sup> استفاده شده است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چپو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	-۱۰/۲۱	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۲۱/۹۴	۰/۰۰۰۰	مانا
فرصت رشد	-۱۳۶/۵۰	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	-۱۰/۰۴	۰/۰۰۰۰	مانا
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	-۲۵/۱۶	۰/۰۰۰۰	مانا
سودآوری	-۸/۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۳/۴۱	۰/۰۰۰۰	مانا (مرتب اول)
دارایی مشهود	-۶/۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا
تصمیمات سرمایه گذاری	-۱۸/۵۱	۰/۰۰۰۰	مانا
کیفیت گزارشگری مالی	-۱۶/۵۵	۰/۰۰۰۰	مانا

### یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

### آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون همسانی واریانس

آزمون وایت	مقدار آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اول تحقیق	۳/۲۶	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس
مدل دوم تحقیق	۴/۳۱	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

### یافته‌های تحقیق

<sup>1</sup> Unit Root Test

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) خواهد بود.

### انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای مشخص کردن نوع مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

مدل	آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
مدل اول	۷/۴۸	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date
مدل دوم	۸/۲۱	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date

نتایج خروجی آزمون F نشان می‌دهد فرضیه صفر مدل رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می‌شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود. خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آزمون هاسمن	آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
مدل اول	۴۴/۶۹	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت
مدل دوم	۵۲/۲۲	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت

### بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۶): نتایج تخمین فرضیه اول تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	-۰.۱۱۰۰۵۸	۰.۰۵۰۰۱۸	-۲.۲۰۰۳۶۲	۰.۰۲۸۰	-
کیفیت گزارشگری مالی	۰.۰۱۹۰۷۷	۰.۰۰۲۵۴۸	۷.۴۸۷۹۱۳	۰.۰۰۰۰	۱.۱۳۶۵۶۸
نسبت جریان نقد عملیاتی	۰.۱۷۳۱۶۶	۰.۰۱۱۸۸۸	۱۴.۵۶۵۹۹	۰.۰۰۰۰	۱.۴۱۶۳۰۸
فرضیه رشد	۰.۰۰۰۶۳۲	۰.۰۰۰۲۵۵	۲.۴۷۲۶۵۶	۰.۰۱۳۶	۱.۰۸۵۴۴۸
اهرم مالی	-۰.۰۷۷۲۹۳	۰.۰۱۷۳۷۰	-۴.۴۴۹۸۴۵	۰.۰۰۰۰	۲.۱۳۵۵۱۴
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	-۰.۰۱۱۳۶۱	۰.۰۳۳۷۶۳	-۰.۳۳۶۴۹۲	۰.۷۳۶۶	۱.۰۳۳۸۵۷
سودآوری	۰.۰۵۰۸۸۳	۰.۰۱۹۷۶۵	۲.۵۷۴۳۳۷	۰.۰۱۰۲	۲.۹۰۰۰۳۴

۱.۱۱۲۴۶۶	۰.۰۰۰۰	۵.۲۳۶۶۶	۰.۰۰۳۲۰۵	۰.۰۱۶۷۸۱	اندازه شرکت
۱.۱۶۳۳۷۰	۰.۰۰۰۰	-۱۰.۷۶۳۶۰	۰.۰۱۶۹۹۷	-۰.۱۸۲۹۴۶	دارایی مشهود
-	۰.۰۰۰۰	۱۰.۷۲۴۶۴	۰.۰۳۱۶۶۹	۰.۳۳۹۶۴۱	AR(1)
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
			۰/۶۸		ضریب تعیین
			۰/۶۴		ضریب تعیین تعدیل شده
			۱۶/۱۳		آماره F
			۰/۰۰		سطح معناداری F
			۱/۸۹		دوربین واتسون

### یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۶۸ درصد متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۴ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون دوربین واتسون در بازه قابل قبول (۱/۵ تا ۲/۵) نبود اقداماتی در راستای رفع این مشکل انجام گردید که یکی از روش‌های رایج اضافه کردن وقفه مرتبه اول متغیر وابسته به عنوان متغیر توضیحی در مدل بود که بعد اضافه کردن (AR(1)) دوباره تخمین انجام پذیرفت که در همانطور که مشاهده می‌گردد دوربین واتسون چون مقدار آن ۱/۸۹ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر کیفیت گزارشگری مالی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

همچنین متغیرهای کنترلی نسبت جریان نقد عملیاتی، فرصت رشد، اهرم مالی، سودآوری، اندازه شرکت و دارایی مشهود با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. اما نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت ندارد.

فرضیه دوم: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری دارد.

### جدول (۶): نتایج تخمین فرضیه دوم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	۰.۰۹۵۳۶۳	۰.۰۲۲۵۳۳	۴.۲۳۲۱۴۹	۰.۰۰۰۰	-
کیفیت گزارشگری مالی	-۰.۲۷۳۴۱۶	۰.۰۹۷۳۴۸	-۲.۸۰۸۶۵۱	۰.۰۰۵۱	۱.۰۱۷۴۹۱
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	-۱.۳۴۲۷۶۴	۰.۲۰۶۱۵۹	-۶.۵۱۳۲۵۳	۰.۰۰۰۰	۱.۱۵۱۶۱۶
عدم قطعیت سیاست اقتصادی *	۰.۰۱۷۷۱۵	۰.۰۰۴۸۱۵	۳.۶۷۹۳۷۵	۰.۰۰۰۳	۱.۱۴۹۳۶۴

					کیفیت گزارشگری مالی
۱.۱۳۲۲۸۰	۰.۰۱۹۴	۲.۳۴۳۳۰۳	۰.۰۱۹۸۹۱	۰.۰۴۶۶۱۱	نسبت جریان نقد عملیاتی
۱.۱۵۳۶۸۶	۰.۳۰۵۶	۱.۰۲۵۴۳۸	۰.۰۳۰۴۷۹	۰.۰۳۱۲۵۵	فرصد رشد
۱.۰۳۳۱۹۲	۰.۸۴۶۹	۰.۱۹۳۱۴۰	۰.۰۲۲۳۹۴	۰.۰۰۴۳۲۵	اهرم مالی
۱.۰۳۳۸۵۷	۰.۰۰۴۹	۲.۸۲۱۶۹۷	۰.۰۰۷۸۸۹	۰.۰۲۲۲۶۱	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی
۲.۹۰۰۰۳۴	۰.۸۷۱۳	۰.۱۶۲۰۲۳	۰.۰۲۱۶۷۳	۰.۰۰۳۵۱۱	سودآوری
۱.۱۱۲۴۶۶	۰.۰۰۰۴	۳.۵۴۷۴۳۱	۰.۰۱۸۷۴۷	۰.۰۶۷۲۱۴	اندازه شرکت
۱.۱۶۳۳۷۰	۰.۴۷۶۱	۰.۷۱۲۹۸۱	۰.۰۰۳۵۰۳	۰.۰۰۲۴۹۸	دارایی مشهود
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
			۰/۶۶		ضریب تعیین
			۰/۶۲		ضریب تعیین تعدیل شده
			۱۷/۱۳		آماره F
			۰/۰۰		سطح معناداری F
			۱/۸۸		دوربین واتسون

### یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۶۶ درصد متغیر تصمیمات سرمایه گذاری توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۲ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۸۸ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تعاملی عدم قطعیت سیاست اقتصادی\* کیفیت گزارشگری مالی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با تصمیمات سرمایه گذاری شرکتدارد لذا فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

### بحث و نتیجه گیری

از آنجاکه شرکت‌ها و بنگاه‌های تولیدی نقش بسزایی در شکوفایی اقتصادی هر کشوری دارند؛ لذا شناخت فاکتورها و عواملی که باعث رشد و توسعه آن‌ها می‌شود، اهمیت زیادی دارد و بررسی شاخص‌های کلان اقتصادی بر فرآیند عملیاتی آن‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است. حال این که کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، از درجه بالایی از بی‌ثباتی شاخص‌های کلان اقتصادی به‌ویژه در سال‌های اخیر به جهت تنش‌های سیاسی پیرامون کشور، برخوردار می‌باشد. در این کشورها نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره و سایر متغیرهای مهم کلان نسبت به اقتصادهای پیشرفته و صنعتی، نوسان بیشتری داشته و این نوسانات نیز به نوبه خود، محیط نامطمئن را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کرده و باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نتوانند به سهولت و با اطمینان در مورد سرمایه‌گذاری آتی تصمیم‌گیری کنند.

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عنوان مولد جریان‌های نقدی، نقش بسزایی در عملکرد بلندمدت، ارزش آتی شرکت‌ها و همچنین توسعه کشورها دارد. از این رو، شناخت محرک‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است. در این پژوهش پیامدهای ناشی از انحراف قیمت سهام از عوامل بنیادین آن در بازار سرمایه بر روی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی می‌شود. انحراف قیمت سهام شرکت‌ها از عوامل بنیادی آن به پدیده ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر می‌گردد. اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران و عدم تقارن اطلاعاتی، از مصادیق عمده بازار ناقص است که از عوامل اساسی بروز ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه است. از این رو هدف این تحقیق بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری است. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد همچنین در دیگر یافته‌های تحقیق مشخص گردید که عدم قطعیت سیاست اقتصادی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌نماید که نتایج تحقیق با نتایج تحقیق جورجیا و امانیول (۲۰۲۱)، مطابقت دارد. هر پژوهشی که انجام می‌شود ممکن است با محدودیت‌هایی همراه باشد که باعث کند شدن روند انجام پژوهش گردد که در این پژوهش می‌توان به محدودیت‌های ذیل اشاره کرد: تحلیل گران، ذی نفعان و در حالت کلی کسانی که از یافته‌های این پژوهش استفاده می‌کنند در تسری آن به شرکت‌های غیر بورسی محتاط تر عمل کنند. از آنجایی که بازه زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱، در عمومیت دادن یافته‌های پژوهش به سال‌های قبل و بعد از بازه زمانی اشاره شده باید احتیاط لازم عمل شود. از آنجایی که نمونه آماری پژوهش و شرکت‌های موجود در این نمونه سال مالی این شرکت‌ها منتهی به آخر سال هست در بسط دادن یافته‌های پژوهش به دیگر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

## منابع

- ✓ برزگر، معصومه، (۱۴۰۰)، تاثیر قابلیت مقایسه حسابداری بر کیفیت گزارشگری مالی و اقلام تعهدی اختیاری، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۴، صص ۳۴-۴۷.
- ✓ پاکیزه، کامران، بشیری جویباری، مهدی، (۱۳۹۲)، تاثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۱، شماره ۳، صص ۸۱-۹۸.
- ✓ رازمنش، فاطمه، سوری، ابوزر، (۱۴۰۰)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، نقش تعدیلگر مالکیت خانوادگی، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۵۳، صص ۳۱-۴۷.
- ✓ زارعی، علیرضا، قاسمی، معصومه، (۱۳۹۵)، اثر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر کیفیت گزارشگری مالی، بررسی‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۴۶-۶۴.
- ✓ عشایری آسو، امین، (۱۴۰۰)، بررسی ارتباط میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۷۷، صص ۱۰۸-۱۳۶.
- ✓ شکرخواه، جواد، قاصدی، کیوان، (۱۳۹۵)، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی مدیران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۵۱، صص ۸۷ تا ۱۲۰.
- ✓ شماخی، حمیدرضا، نوذری نوبر، ناصر، (۱۴۰۰)، رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، هزینه سرمایه و نوآوری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۸، صص ۱۴۴-۱۵۵.

- ✓ صبوری، نرگس، کریم پور، عنایت، (۱۴۰۰)، بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری سال ۵، شماره ۶۶، صص ۱۱۹-۱۳۶.
- ✓ ظاهری عبده وند، سمیه، مقدم، عبدالکریم، تامرادی، علی، (۱۴۰۰)، تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۱، صص ۸۷-۱۰۸.
- ✓ مهرانی، کاوه، بیک بشرویه، سلمان، شهیدی، زهره، (۱۳۹۳)، رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۴، شماره ۱، صص ۱-۱۹.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، احمدخان بیگی، مصطفی، (۱۳۹۷)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی، رویکردیکپارچه، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۵، شماره ۳، صص ۳۳۳-۳۵۵.
- ✓ Bolton, P. , Chen, H. , Wang, N. , 2011. A unified theory of Tobin's q, corporate investment, financing, and risk management. *J. Finance* 66, 1545–1578 . Bolton, P. , Wang, N. , Yang, J. , 2019. Investment under uncertainty with financial constraints. *J. Econ. Theory* 184, 1–58 .
- ✓ Bonaimé, A .A . , Hankins, K.W. , Harford, J. , 2014. Financial flexibility, risk management, and payout choice. *Rev. Finance Stud.* 27, 1074–1101 .
- ✓ DeAngelo, H. , Gonçalves, A.S. , Stulz, R.M. , 2018. Corporate deleveraging and financial flexibility. *Rev. Finance Stud.* 31, 3122–3174 .
- ✓ Ferrando, A. , Marchica, M. , Mura, R. , 2017. Financial flexibility and investment ability across the Euro area and the UK. *Eur. Finance Manag.* 23, 87–126 .
- ✓ Georgios C, Emmanouil N. (2021). Investment, firm-specific uncertainty, and financial flexibility, *Journal of Economic Behavior and Organization* 192 (2021) 25–35
- ✓ Graham, J.R. , Harvey, C.R. , 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *J. Finance Econ.* 2-3, 187–243 .
- ✓ Hoang. Khanh and Tran. Thanh Tat. (2021). Policy uncertainty and intellectual capital Investment, *Applied Economics Letters*, DOI: 10.1080/13504851.2021.1934383.
- ✓ Hsu, Yu-Lin., Yang, Ya-Chih. (2022). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic, *Finance Research Letters*, <https://doi.org/10.1016/j.frl>
- ✓ Jin, Xiaolin & Wu, Hai. (2021). Economic policy uncertainty and cost stickiness. *Management Accounting Research.* 52. 100750. 10.1016/j.mar.2021.100750.
- ✓ Marchica, M. , Mura, R. , 2010. Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Finance Manag.* 39, 1339–1365 .
- ✓ Panousi, V. , Papanikolaou, D. , 2012. Investment, idiosyncratic risk, and ownership. *J. Finance* 67, 1113–1148 .
- ✓ Sandip Dhole, Li Liu, Gerald J. Lobo, Sagarika Mishra, (2021). Economic policy uncertainty and financial statement comparability, *Journal of Accounting and Public Policy*, Volume 40, Issue 1, 2021, 106800, ISSN 0278-4254,
- ✓ Trinh, Q., Haddad, Ch., Tran, K,Th. (2022). Financial reporting quality and dividend policy: New evidence from an international level, *International Review of Financial Analysis*, 80,