

## بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

دکتر مهدی دسینه

استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (نویسنده مسئول).

M.Dasineh@gmail.com

محمد هادی حسینی سارانی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران.

mhadihosseinis@yahoo.com

محمود جنگ‌آور

کارشناسی ارشد گروه حسابداری، واحد بوشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، بوشهر، ایران.

Mahmood\_jangavar@yahoo.com

### چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر شناسایی رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگر مالکیت دولتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۴۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش، داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین ۳ استخراج و توسط نرم‌افزار اکسل تلخیص و طبقه‌بندی شده و پس از محاسبه متغیرها، در نهایت از طریق نرم‌افزار Eviews با استفاده از رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. با این حال، شواهدی مبنی بر نقش تعدیلی مالکیت دولتی بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت یافت نشد. در نتیجه، نتایج پژوهش حاضر پیامدهای گسترده‌ای برای سیاست‌گذاران دارد.

**واژگان کلیدی:** نااطمینانی سیاست اقتصادی، ریسک‌پذیری، مالکیت دولتی.

### مقدمه

گروه سیاسی حاکم بر اقتصاد ایران قبل و بعد از انقلاب همواره فراتر از محدوده کلاسیک ایفای نقش کرده است و به همین دلیل آثار مثبت و منفی بسیاری بر اقتصاد بر جای گذاشته است که ارزیابی و شناسایی نحوه تأثیرگذاری عملکرد دولت برای برنامه‌ریزی و اصلاح اشتباهات گذشته و عملکرد بهتر در آینده ضروری به نظر می‌رسد. تغییرات سیاست‌های اقتصادی دولت گاه اثر مثبت و گاه اثر منفی بر شرکت‌ها و فعالیت‌های تجاری آن‌ها دارد. اما، آنچه که مهم است تغییرات مداوم و غیرقابل پیش‌بینی این سیاست‌ها است که همواره اثر مخربی بر فعالیت‌های تجاری در سطح شرکت‌ها خواهد داشت. قابل پیش‌بینی بودن سیاست‌های اقتصادی و کاهش نااطمینانی آن‌ها باعث بهبود محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها می‌شود. مطالبی که ذکر شد، مقدمه‌ای جهت نشان دادن ضرورت پژوهش در مورد بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگر مالکیت دولتی می‌باشد که در این پژوهش به آن پرداخته می‌شود. از این‌رو، این پژوهش به دنبال پر کردن شکاف اطلاعاتی در خصوص این موضوع

می‌باشد که در دوره‌های نامطمئن سیاست اقتصادی، ریسک‌پذیری شرکت بیشتر می‌شود یا کمتر و همچنین، پژوهش حاضر به بررسی نقش مالکیت دولتی در این رابطه به‌عنوان متغیر تعدیلگر می‌پردازد. در ادامه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده و سپس، روش، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری آورده شده است.

## مبانی نظری

هر فعالیتی خصوصاً در حوزه اقتصاد با گونه‌ای از ریسک یا مخاطره همراه است. هر فعالیتی که احتمال انجام آن با موفقیت صد در صد روبه‌رو نباشد، دارای ریسک بوده و بهترین راه مقابله با آن مدیریت ریسک می‌باشد. مدیریت ریسک روش منطقی شناسایی، تجزیه و تحلیل، ارزیابی، انعکاس و کنترل کلیه ریسک‌هایی است که ممکن است دارایی‌ها، منابع و یا فرصت‌های افزایش سود را تهدید کند. به عبارت دیگر، مدیریت ریسک مجموعه تدابیر و فرایندهایی است که از طریق آن شرکت در مقابل انواع ریسک‌ها از خود واکنش نشان داده و باعث موفقیت و پایداری در عملکرد شرکت می‌گردد (پاکیزه و همکاران، ۱۳۹۵). یکی از عوامل مهمی که سبب می‌شود تا افراد در شرایط تقریباً مشابه تصمیمات متفاوتی بگیرند، نگرش متفاوتی است که آن‌ها نسبت به ریسک دارند. به طور کلی افراد را بر حسب نگرشی که به ریسک دارند به سه گروه تقسیم می‌کنند: ریسک‌گریز، خنثی به ریسک و ریسک‌پذیر (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳). ریسک شرکت می‌تواند به عنوان احتمال یک تأثیر منفی در آینده بر موقعیت‌های اقتصادی شرکت تعریف شود. در چارچوب فعلی، مدیریت ریسک به یک بخش اساسی از کنترل سازمان‌های داخلی و حاکمیت شرکتی، و یک عنصر اساسی از حوزه کسب و کار تبدیل شده است (میری قهدریجانی و اربابیان، ۱۳۹۷).

بسیاری از نتایج پژوهش‌های گذشته (از جمله، تران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹؛ وارال-یاواس<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰)، مؤید تأثیرگذاری نااطمینانی سیاست اقتصادی بر فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌ها می‌باشد. با این وجود، در پژوهش‌های گذشته توجه کمی به رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت شده است و نتایج متضادی به‌دست آمده است. تأثیر نااطمینانی سیاست اقتصادی بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت عمدتاً شامل دو جنبه می‌باشد. از یک‌سو، نتایج برخی پژوهش‌ها حاکی از تأثیرگذاری منفی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت می‌باشد (وارال-یاواس، ۲۰۲۰). نااطمینانی سیاست اقتصادی منجر به بیشتر شدن عدم تقارن اطلاعات بین بانک‌ها و شرکت‌ها می‌شود که همین موضوع به نوبه خود باعث افزایش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها و بی‌ثباتی جریان نقدی آتی آن‌ها می‌شود (تران، ۲۰۱۹). در نظریه سنتی اختیارات واقعی تأکید بر این است که نااطمینانی سیاست اقتصادی منجر به افزایش ارزش اختیار می‌شود، به طوری که شرکت‌ها به‌طور فعال سرمایه‌گذاری و کسب را تا زمانی که نااطمینانی کاهش یابد، به تعویق می‌اندازند. حتی برخی از پژوهش‌ها (از جمله، بونایم و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸) به این نتیجه رسیدند که نااطمینانی سیاست اقتصادی نه‌تنها منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود، بلکه مانع سطح ریسک‌پذیری آن‌ها از طریق تقویت محدودیت‌های مالی و زیان‌های موردانتظار نیز می‌شود (ژانگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱). در واقع، از آنجایی که تغییرات سیاست منبع اصلی نااطمینانی در هر اقتصادی می‌باشد، بنابراین، نااطمینانی سیاست اقتصادی باید رابطه منفی با سرمایه‌گذاری شرکت داشته باشد (وو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰). برای مثال، کانگ و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که نااطمینانی سیاست اقتصادی نسبت به نااطمینانی در سطح شرکت بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر قابل توجه بیشتری دارند، حتی در دوران رکود اقتصادی.

<sup>1</sup> Tran

<sup>2</sup> Vural-Yavas

<sup>3</sup> Bonaimé et al.

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

<sup>5</sup> Wu et al.

<sup>6</sup> Kang et al.

جئونگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۲)، نیز بیان می‌کنند که شرکت‌ها سرمایه‌گذاری بلندمدت خود را در طی دوره نااطمینانی سیاست کاهش می‌دهند. گالن و یون<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، نشان دادند که رابطه منفی بین سطح نااطمینانی سیاست اقتصادی و مخارج سرمایه‌ای برقرار است. آنها بیان می‌کنند که شرکت‌ها با درجه بالای سرمایه‌گذاری برگشت‌ناپذیر یا وابسته شدید به هزینه‌های دولت به تغییرات سیاست بسیار حساس است.

برخی دیگر از پژوهش‌های گذشته نشان دادند که ریسک‌پذیری شرکت با افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، افزایش می‌یابد. بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۳</sup>، ریسک با بازده رابطه مثبتی دارد و ریسک‌پذیری بایستی فرصت آتی را برای شرکت به همراه داشته باشد. در واقع، تقریباً تمامی فعالیت‌های تجاری، شامل ریسک‌هایی می‌باشد؛ این بدان معنا است که هر فرصت سرمایه‌گذاری نمی‌تواند بدون ریسک‌پذیری دستاوردی داشته باشد (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۱). از آنجا که محیط داخلی و خارجی همیشه در حال تغییر هستند، شرکت‌ها بایستی موقعیت استراتژیک اولیه خود را با نااطمینانی سیاست اقتصادی سازگار کنند (میرزا و احسن<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). اکثر شرکت‌ها با استراتژی‌های جسورانه، ماجراجویانه و نوآورانه هستند و اغلب خود را از طریق ایجاد فرصت‌هایی به منظور رقابت در محیط در حال تغییر، با نااطمینانی سیاست اقتصادی سازگار می‌کنند. هنگامی که محیط سیاست اقتصادی خارجی نامطمینان‌تر می‌شود، شرکت‌ها با شتاب فزاینده توسعه، ممکن است از چنین نااطمینانی به‌عنوان فرصت به نفع خود استفاده کنند. در واقع، در این شرایط که دیگران برای کسب توسعه و بازده بیشتر مردد هستند، این شرکت‌ها بهتر می‌توانند سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند. رودریک<sup>۵</sup> (۱۹۹۱)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها در بازارهای نوظهور زمانی که تغییرات سیاست را تجربه می‌کنند تا زمانی که نااطمینانی رفع شود، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند. کولاتیلاکا و پروتی<sup>۶</sup> (۱۹۹۸)، بیان کردند که نااطمینانی می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های شرکت را تحت رقابت ناقص تقویت کند. زیرا تصمیم اولیه سرمایه‌گذاری یک شرکت می‌تواند به‌عنوان فرصت‌های رشد نسبت به سایر رقبا شناخته شود که همین موضوع مزیت رقابتی شرکت را ارتقا می‌بخشد. علاوه بر این، کولاتیلاکا و پروتی (۱۹۹۸)، اظهار داشتند که تصمیم اولیه سرمایه‌گذاری می‌تواند به افزایش سهم بازار شرکت کمک کند و سودآوری بیشتری را در پی داشته باشد. گرنادیر<sup>۷</sup> (۲۰۰۲)، نیز نشان داد که شرکت‌ها به دلیل رقابت بین همتایان، ممکن است نتوانند منتظر بنشینند و مجبور به سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص صفر شوند. وو و لی<sup>۸</sup> (۲۰۱۷)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها هر چه با نااطمینانی بالاتری مواجه باشند، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه بیشتری خواهند داشت (وو و همکاران، ۲۰۲۰). در نهایت، وو و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهش خود نشان دادند که رابطه مثبت معناداری بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. در نهایت، برخی پژوهش‌ها (از جمله، میرزا و احسن، ۲۰۲۰؛ چتجاتاماردا و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹)، نشان دادند که نااطمینانی سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر مثبت دارد. برای مثال، چتجاتاماردا و همکاران (۲۰۱۹)، متوجه شدند که نااطمینانی سیاست اقتصادی منجر به مشوق‌های قوی‌تری برای ریسک‌پذیری می‌شوند. میرزا و احسن (۲۰۲۰) نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که موقعیت استراتژیک شرکت و نااطمینانی سیاست اقتصادی تأثیر مثبت معنادار بر ریسک‌پذیری شرکت دارد.

<sup>1</sup> Jeong

<sup>2</sup> Gulen and Ion

<sup>3</sup> Capital Asset Pricing Model (CAPM)

<sup>4</sup> Mirza and Ahsan

<sup>5</sup> Rodrik

<sup>6</sup> Kulatilaka and Perotti

<sup>7</sup> Grenadier

<sup>8</sup> Vo and Le

<sup>9</sup> Chatjuthamarda et al.

یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سهامداران هستند. از این‌رو، عموماً این‌گونه تصور می‌شود که ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف در این ساختار انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (محمدزاده سالطه و همکاران، ۱۳۹۷). ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول برحسب دو متغیر شامل سهامداران درونی و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران دولت از بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود (نوروزی نصر و همکاران، ۱۳۹۸). در زمینه نااطمینانی سیاست اقتصادی، به دلیل خاص بودن مکانیسم‌های حاکمیت داخلی، تصمیم‌گیرندگان شرکت‌های دولتی توجه بیشتری به توسعه پایدار دارند و تمایلی به ریسک‌پذیری ندارند. از یک‌سو، نگاه سیاسی به شرکت‌های دولتی بیان می‌کند که عملیات شرکت‌های دولتی معمولاً توسط اهداف سیاسی و اجتماعی مانند حفظ سطح اشتغال و توسعه منطقه‌ای محدود می‌شود. بنابراین، بعید به نظر می‌رسد که شرکت‌های دولتی در پروژه‌های ریسکی به منظور بازده بالاتر سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر، نگاه مدیریتی به شرکت‌های دولتی بیان می‌کند که به دلیل نبود مکانیسم‌های تشویقی در شرکت‌های دولتی، تصمیم‌گیرندگان شرکت‌های دولتی فاقد اشتیاق برای انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری ریسکی در طول دوره فرآیند نااطمینانی سیاست اقتصادی می‌باشند. بنابراین، ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۱).

### پیشینه پژوهش

در میان پژوهشگران داخلی می‌توان به چندین پیشینه اشاره کرد که برای نمونه، رضایی (۱۴۰۰)، پژوهشی با عنوان «بررسی ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ استفاده شده است، به طوری که پس از اعمال محدودیت‌های موردنظر در این پژوهش، نمونه نهایی متشکل از ۱۱۷ شرکت انتخاب گردید. پس از اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چندمتغیره برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. آزمون‌ها نیز با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews مبتنی بر تکنیک داده‌های تلفیقی صورت پذیرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این در حالی است که یافته‌های پژوهش از عدم تأثیر معنادار کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت حکایت دارد. همچنین، وفائی فر (۱۳۹۹)، پژوهشی با عنوان «قدرت مدیرعامل، ریسک‌پذیری شرکت‌ها با نقش سهامداران بزرگ» انجام داد. نمونه آماری پژوهش ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ می‌باشد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که از دیدگاه ریسک کل، بین قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این رابطه تحت تأثیر حضور سهامداران دولتی به سمت منفی سوق پیدا می‌کند. همچنین سایر یافته‌ها نشان می‌دهد که سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت متغیر موثری نیست. افزون بر این، سلطانی‌نسب (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر انتخاب مؤسسه حسابرسی بر ریسک‌پذیری بانک» انجام داد. قلمرو مکانی این پژوهش بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ بوده است. در این تحقیق، انتخاب مؤسسه حسابرسی متغیر مستقل و ریسک‌پذیری متغیر وابسته در نظر گرفته شد. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۵ بانک به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمبر، آزمون هاسمن و آزمون جارک- برا و

سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های پژوهش (نرم‌افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج نشان داد انتخاب موسسه حسابرسی بر ریسک‌پذیری بانک تأثیرگذار است. به گونه ای که با انتخاب مؤسسات حسابرسی بزرگ (سازمان حسابرسی)، ریسک‌پذیری بانک‌ها کاهش می‌یابد. به‌علاوه، صراط‌نهایی (۱۳۹۸)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی و افشای مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه ناطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی و افشای مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری متغیر عدم قطعیت از متغیر رشد ناخالص تولید ملی و روش گارچ (واریانس شرطی تعمیم یافته) استفاده شده است، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی توسط شاخص هلدن و همچنین از شاخص افشای اختیاری برای اندازه‌گیری متغیر افشای مدیریت استفاده گردیده است. برای آزمون فرضیات، آزمون‌های رگرسیونی ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته که نتایج حاصل نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنی‌دار بین متغیر مستقل و متغیرهای وابسته پژوهش می‌باشد.

علاوه بر این، می‌توان به چندین پژوهش خارجی اشاره کرد که برای نمونه، ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان «رابطه ناطمینانی سیاست اقتصادی با ریسک‌پذیری شرکت: نقش مالکیت دولتی» به بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنژن چین طی سال‌های ۲۰۱۹-۲۰۰۶ پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که ناطمینانی سیاست اقتصادی رابطه مثبت قابل توجهی با ریسک‌پذیری شرکت دارد. همچنین، نتایج پژوهش حاکی از تأثیرگذاری مالکیت دولتی بر رابطه بین ناطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت می‌باشد و شرکت‌های با مالکیت دولتی در پاسخ به افزایش ناطمینانی سیاست اقتصادی، تمایل بیشتری به اجتناب از ریسک دارند. همچنین، هوانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان «نااطمینانی سیاست اقتصادی و تغییر مدیرعامل» به بررسی شرکت‌های چینی طی دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از این می‌باشد که ناطمینانی سیاست اقتصادی می‌تواند تغییر مدیران را تحت تأثیر قرار دهد و اینکه میزان و جهت تأثیر بستگی به توانایی تحمل چنین شوک‌هایی توسط شرکت‌ها دارد. به عبارتی، ناطمینانی سیاست اقتصادی می‌تواند منجر به افزایش تغییر مدیران شود. علاوه بر این، نتایج نشان داد که ریسک‌پذیری شرکت و دوگانگی نقش مدیر تا حدی رابطه مثبت بین ناطمینانی سیاست اقتصادی و تغییر مدیرعامل را کاهش می‌دهد. به‌علاوه، حسن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان «قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ریسک‌پذیری بانک» به بررسی نمونه نهایی متشکل از ۶۷۹۸ مشاهده سال-بانک ایالات متحده طی دوره زمانی ۱۹۹۴ الی ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بانک‌ها با قابلیت مقایسه بیشتر صورت‌های مالی با ریسک‌پذیری کمتر بانک‌ها رابطه معنادار دارد. همچنین، نتایج نشان داد که رابطه منفی بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ریسک‌پذیری برای شرکت‌هایی که مشکلات نمایندگی و خطر اخلاقی شدیدتری دارند، برجسته‌تر می‌باشد. علاوه بر این، نتایج بیانگر قوی‌تر بودن رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ریسک‌پذیری بانک برای بانک‌های کوچک‌تر نسبت به بانک‌های بزرگ‌تر می‌باشد. در نهایت، شواهد حاکی از آن بود که نقش قابلیت مقایسه صورت‌های مالی در محدود کردن ریسک‌پذیری در دوره‌های بدون بحران مالی جهانی برجسته‌تر از دوره بحران مالی جهانی می‌باشد. افزون بر این، وو و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان «نااطمینانی سیاست اقتصادی و سرمایه گذاری شرکت در استرالیا» به بررسی ۲۶۲۷ مشاهده سال-شرکت طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۷ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبت معناداری بین ناطمینانی سیاست اقتصادی و سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد که این رابطه برای شرکت‌هایی که دفتر مرکزی آنها واقع در ایالت‌های کوچک، شرکت‌های با

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

<sup>2</sup> Hasan et al.

دارایی‌های نامشهود بیشتر، جریان نقدی عملیاتی و نگهداشت وجه نقد بالاتر، سود و اهرم بالاتر، اما شرکت‌های با پرداخت سود سهام کمتر، برجسته‌تر می‌باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به هدف و مبانی نظری که در بخش‌های قبل تشریح شد، فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شود:  
فرضیه اول: بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معنادار وجود دارد.  
فرضیه دوم: مالکیت دولتی در رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت نقش تعدیلی دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پس از گردآوری داده‌های مورد نیاز پژوهش، جهت محاسبه و آماده‌سازی متغیرها از نرم‌افزار آفیس ۲۰۱۶ استفاده می‌گردد و برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون‌های F لیمر و هاسمن<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. همچنین برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون برازش شده از آماره فیشرف (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و برای آزمون معنی‌داری هر یک از متغیرهای مستقل از آزمون (t) استیودنت استفاده می‌شود. همچنین برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل، از آزمون ولدریج استفاده می‌شود. همچنین از نرم‌افزار Eviews ۱۰ برای تحلیل آزمون‌های فوق، همبستگی بین متغیرها و رگرسیون خطی چندمتغیره و سایر آزمون‌ها استفاده می‌شود.

### الگو و متغیرهای پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، از الگوهای رگرسیونی چندمتغیره زیر استفاده می‌شود:

برای آزمون فرضیه اول از رابطه (۱) استفاده شد:  
رابطه (۱)

$$\text{Risk}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \beta_3 \text{Fixasrt}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{Sharer}_{it} + \beta_7 \text{Tobin Q}_{it} + \beta_8 \text{Age}_{it} + \beta_9 \text{GDP}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم از رابطه (۲) استفاده شد:  
رابطه (۲)

$$\text{Risk}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{EPU}_{it} \times \text{State}_{it} + \beta_3 \text{State}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{Fixasrt}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{GROWTH}_{it} + \beta_8 \text{Sharer}_{it} + \beta_9 \text{Tobin Q}_{it} + \beta_{10} \text{Age}_{it} + \beta_{11} \text{GDP}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### متغیر مستقل

نااطمینانی سیاست اقتصادی (EPU): در این پژوهش برای سنجش نااطمینانی سیاست اقتصادی به پیروی از پژوهش هیبتی و همکاران (۱۳۹۶)، از روش واریانس شرطی استفاده شده است. برای برآورد نااطمینانی برخی متغیرهای کلیدی در اقتصاد کلان از روش واریانس شرطی در رویکرد الگوهای سری زمانی استفاده می‌شود. مدل رگرسیونی پیش‌بینی کننده سری‌های زمانی به صورت رابطه (۳) می‌باشد:

<sup>1</sup> Hausman

$$Y_{j,t+1} = \phi_{y,j}(L)Y_{j,t} + \gamma_{F,j}(L)\hat{F}_t + \gamma_{w,j}(L)W_t + \sigma_{jt+1} + \varepsilon_{jt+1} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در اینجا:

$Y_{j,t+1}$ : جملات توضیح دهنده خود رگرسیون برداری برای عامل  $z$  و دوره  $t+1$  (در مدلی جداگانه برآورد خواهد شد)؛  
 $\gamma_{F,j}(L)\hat{F}_t$  و  $(L)Y_{j,t}$ : عوامل پیش بینی کننده ای برای عامل  $z$  و دوره  $t$  (مجموعه ای از عامل های پیش بینی کننده ای هستند که برای لحاظ تغییرات قابل پیش بینی در مدل میانگین شرطی به کار رفته اند).  
 این عامل ها شامل  $(\hat{F}_t = (\hat{F}_{1t}, \dots, \hat{F}_{rt}))$  و  $W_t$  می شوند، که  $W_t$  از مربع عامل از  $\hat{F}_t$  و عامل های موجود در مجذور داده ها،  $X_{it}^2$  تشکیل می شود.

این جملات مربع در  $W_t$  برای احاطه اثرات احتمالی غیرخطی و هر اثری که نوسان شرطی ممکن است روی تابع میانگین شرطی داشته باشد، به کار می روند (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۶). متغیرهای کلیدی در اقتصاد کلان در جدول ۱ قابل مشاهده است:

جدول (۱): متغیرهای کلیدی در اقتصاد کلان جهت محاسبه نااطمینانی سیاست اقتصادی

تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه	کشاورزی، جنگلداری و ماهیگیری
تولید ناخالص داخلی بدون نفت	شاخص بهای تولیدکننده - ساخت صنعت
ارزش افزوده گروه نفت	شاخص بهای تولیدکننده - خدمات
ارزش افزوده خدمات	شاخص بهای مسکن اجاره ای در مناطق شهری ایران
ارزش افزوده کشاورزی	اسکناس و مسکوک در دست اشخاص
ارزش افزوده گروه صنایع و معادن	سپرده های دیداری
هزینه های مصرف خصوصی	پول
هزینه های مصرف دولتی	سپرده های غیر دیداری
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص کل	نقدینگی
هزینه های مصرف خصوصی و دولتی	بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی
صادرات کالاها و خدمات	بدهی بخش غیردولتی به سیستم بانکی
ارزش افزوده گروه صنایع و معادن	واگذاری دارای بهای سرمایه ای -
ارزش افزوده صنعت و معدن	درآمدهای مالیاتی
ارزش افزوده ساختمان	پرداخت های هزینه ای - جاری
شاخص کل تولید کارگاه های بزرگ صنعتی	هزینه های مصرف دولتی
شاخص کل اشتغال کارکنان کارگاه های بزرگ صنعتی	تملک دارایی های سرمایه ای
شاخص کل دستمزد کارگاه های بزرگ صنعتی	مجموع مخارج
درصد سرمایه گذاری بخش خصوصی در ساختمان های مناطق شهری	مجموع درآمدها
سرمایه گذاری بخش خصوصی در ساختمان های شروع شده مناطق شهری	نرخ ارز بازار آزاد
قیمت نفت خام سبک ایران	پول ملی برحسب دلار آمریکا
قیمت نفت خام سنگین ایران	واردات کالاها و خدمات
قیمت نفت خام وست تگزاس اینترمدییت	صادرات غیرنفتی - ارزش دلاری
قیمت جهانی نفت خام برنت	شاخص کل قیمت سهام
شاخص کل بهای کالاها و خدمات مصرفی	شاخص سهام در بخش مالی
شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی - کالاها	شاخص سهام در بخش صنعت
شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی - خدمات	شاخص ۵۰ شرکت برتر
شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی - آب، برق، گاز	شاخص قیمت و بازده نقدی
شاخص کل بهای تولیدکننده	

متغیرهای فوق از سایت بانک مرکزی، مرکز آمار ایران و بانک داده‌های اقتصادی و مالی استخراج می‌شود.

### متغیر وابسته

ریسک‌پذیری شرکت (Risk): این متغیر به پیروی از پژوهش نحی و همکاران (۱۳۹۹)، با استفاده از انحراف استاندارد بازده سهام قابل اندازه‌گیری می‌باشد.

### متغیر تعدیلگر

مالکیت دولتی (State): میزان مالکیت دولتی که به پیروی از پژوهش ملکیان و نیکروان فرد (۱۳۹۴)، به صورت مجموع سهام در اختیار سهامداران دولتی تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت محاسبه می‌گردد.

### متغیرهای کنترلی

اهرم مالی (LEV): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، نسبت بدهی به دارایی‌های شرکت می‌باشد؛  
دارایی‌های مشهود (Fixassrt): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها می‌باشد؛

اندازه شرکت (SIZE): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت می‌باشد؛  
رشد شرکت (GROWTH): این متغیر به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، با استفاده از درصد تغییر در فروش قابل اندازه‌گیری است؛

تمرکز مالکیت (Sharer): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، برای اندازه‌گیری تمرکز مالکیت از درصد سهام در اختیار پنج مالک عمده استفاده شده است؛

سودآوری شرکت (Tobin Q): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، برای اندازه‌گیری سودآوری شرکت از شاخص Q توبین استفاده شده است؛

سن شرکت (Age): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، برای اندازه‌گیری سن شرکت از تعداد سال‌های از زمان تأسیس شرکت تا سال پژوهش استفاده شده است؛

تولید ناخالص داخلی (GDP): به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، برای اندازه‌گیری آن از لگاریتم تولید ناخالص داخلی استفاده شده است.

### جامعه آماری و نمونه پژوهش

کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه‌ی آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. در این پژوهش، برای اینکه نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف منظم استفاده شده است. برای این منظور، ۴ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را داشته باشد، به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده است.

۱- شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد.

۲- به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، واسطه‌گری‌های مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تفاوت فراوان ماهیت آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت برگزیده از صنایع یادشده نباشد.

۳- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد و طی بازه زمانی مورد مطالعه، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشد.

۴- صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌ها در بازه زمانی مذکور به‌گونه‌ای کامل در وب‌گاه بورس اوراق بهادار موجود باشد.



در ادامه، با توجه به ۴ معیار بیان شده، ۱۴۸ شرکت دارای شرایط لازم شناخته شد.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی به مجموعه‌ای از معیارها گفته می‌شود که می‌توانند مشخصات کلی از اطلاعات جمع‌آوری شده را برای پژوهشگر ارائه دهند. باید توجه داشت که از آماره‌های توصیفی نمی‌توان نتایج را به حالات کلی تعمیم داد بلکه فقط برای ارائه یک دید کلی از پژوهش، از این معیارها استفاده می‌شود.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای مدل

متغیرها	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
سن شرکت	AGE	۳/۶۳۳	۳/۷۴۰	۴/۲۵۰	۲/۳۰۰	۰/۳۷۲۱
نااطمینانی سیاست اقتصادی	EPU	۰/۰۷۲	۰/۰۶۵	۰/۱۵۷	۰/۰۱۳	۰/۰۵۰
دارایی‌های مشهود	FIXASSRT	۰/۲۵۵	۰/۲۱۰	۰/۹۷۰	۰/۰۰۰	۰/۱۸۰
رشد شرکت	GROWTH	۰/۳۲۰	۰/۲۳۰	۶/۵۹۰	-۰/۹۱۰	۰/۵۵۸
تولید ناخالص داخلی	GDP	۱۶/۳۹۹	۱۶/۳۰۰	۱۷/۳۵۰	۱۵/۶۷۰	۰/۴۹۱
اهرم مالی	LEV	۰/۵۹۰	۰/۵۸۰	۳/۸۵۰	۰/۰۳۰	۰/۲۷۴
سودآوری شرکت	TOBINQ	۲/۱۴۳	۱/۵۹۰	۸/۷۹۰	۰/۵۸۰	۱/۴۸۰
مالکیت دولتی	STATE	۰/۰۸۰	۰/۰۰۰	۰/۷۴۰	۰/۰۰۰	۰/۱۳۹
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۵۲۸	۱۴/۳۱۵	۲۰/۷۷۰	۱۰/۳۵۰	۱/۶۳۷
تمرکز مالکیت	SHARER	۰/۷۴۵	۰/۷۹۰	۱/۰۰۰	۰/۰۳۰	۰/۱۸۱
ریسک پذیری شرکت	RISK	۰/۱۵۷	۰/۱۴۰	۰/۹۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶

با نگاهی به جدول ۲، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، تولید ناخالص داخلی GDP با مقدار ۱۶/۳۹۹ دارای بالاترین میانگین و نااطمینانی سیاست اقتصادی EPU با مقدار ۰/۰۷۲ دارای کمترین میانگین می‌باشد. همچنین اندازه شرکت SIZE با مقدار ۱/۶۳۷ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری برخوردار است، که نشان‌دهنده این موضوع است که اندازه اکثر شرکت‌ها از میانگین، فاصله زیادی دارد و نااطمینانی سیاست اقتصادی EPU با مقدار ۰/۰۵۰ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری برخوردار است.

### نااطمینانی سیاست اقتصادی EPU با استفاده از GARCH

کلیه ۵۵ متغیرهای مستقل اقتصادی در ۷ گروه تقسیم‌بندی شده‌اند، که پس از انجام آزمون گارچ و تجزیه و تحلیل‌های لازم مقادیر واریانس شرطی گارچ محاسبه شده است. گروه اول مربوط به متغیرهای تولید ناخالص داخلی، ارزش افزوده، شاخص کل تولید، اشتغال، دستمزد، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است. گروه دوم مربوط به متغیرهای قیمت نفت خام سبک و سنگین است. گروه سوم مربوط به متغیرهای شاخص کل بهای کالاها و خدمات مصرفی، شاخص کل بهای تولید کننده، شاخص بهای مسکن است. گروه چهارم مربوط به متغیرهای پول، سپرده‌های دیداری، سپرده‌های غیردیداری، نقدینگی است. گروه پنجم مربوط به متغیرهای هزینه‌ها، بدهی بخش دولتی و غیردولتی، هزینه‌های مصرفی، مخارج، درآمدهای مالیاتی، درآمدها است. گروه ششم مربوط به متغیرهای صادرات، واردات، نرخ ارز، پول ملی است گروه هفتم مربوط به شاخص کل قیمت، شاخص سهام، شاخص ۵۰ شرکت برتر، شاخص قیمت و بازده نقدی است، که در این پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۹ مورد آزمون قرار گرفته‌اند.

## آزمون داده‌های ترکیبی

### آزمون F لیمر

به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج F لیمر، در صورتی که احتمال آماره F بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده کرد. در غیر این صورت از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود.

جدول (۳): آزمون F لیمر

آزمون F لیمر			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
روش تابلویی	۰/۰۰۰	۱/۶۱۶	اول
روش تابلویی	۰/۰۰۰	۱/۶۷۲	دوم

همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود احتمال آماره هر دو مدل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تابلویی پذیرفته شده است.

### آزمون هاسمن

برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	آماره $\chi^2$	احتمال	نتیجه آزمون
اول	۲۲/۲۵۶	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود (روش اثرات ثابت مناسب است)
دوم	۲۲/۵۶۲	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود (روش اثرات ثابت مناسب است)

نتایج جدول ۴، بیانگر آن است که در دو مدل بایستی از روش اثرات ثابت استفاده کرد.

### آزمون همسانی واریانس

در این پژوهش از آزمون بروش - پاگان - گادفری در نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس می‌باشد که اگر احتمال آماره بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر پذیرفته می‌شود. نتایج جدول ۵ حاکی از آن است که در این پژوهش واریانس‌ها همسان می‌باشد.

جدول (۵): بررسی همسانی واریانس مدل

مدل	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
اول	۱/۷۹۲	۰/۰۶۵	همسانی واریانس
دوم	۱/۶۲۸	۰/۰۹۳	همسانی واریانس

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### آزمون فرضیه اول

در مدل رگرسیونی با توجه به مقادیر احتمال نسبت به رد یا عدم رد فرضیه صفر تصمیم گرفته شد. اگر احتمال آماره t برای متغیرهای مستقل کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی‌شود.

**فرضیه اول:** بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معنادار وجود دارد. با توجه به جدول ۶، در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره  $F$  و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره  $t$  استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین  $R^2$  برای بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شد.

جدول (۶): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدأ	-۰/۴۰۳۲	۰/۱۱۸۹	-۳/۳۸۹۱	۰/۰۰۰۷
نااطمینانی سیاست اقتصادی	۰/۱۱۷۸	۰/۰۵۸۰	۲/۰۲۹۲	۰/۰۴۲۶
اهرم مالی	۰/۰۰۱۴	۰/۰۱۴۱	۰/۰۹۹۹	۰/۹۲۰۴
دارایی‌های مشهود	۰/۰۱۴۳	۰/۰۲۱۸	۰/۶۵۷۹	۰/۵۱۰۷
اندازه شرکت	-۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۷۴	-۱/۲۰۰۷	۰/۲۳۰۰
رشد شرکت	۰/۰۳۰۳	۰/۰۰۴۳	۶/۹۵۵۹	۰/۰۰۰۰
سودآوری شرکت	۰/۰۱۰۱	۰/۰۰۲۰	۴/۹۱۱۶	۰/۰۰۰۰
سن شرکت	-۰/۱۹۸۸	۰/۰۵۸۲	-۳/۴۱۵۷	۰/۰۰۰۷
تولید ناخالص داخلی	۰/۰۸۳۴	۰/۰۱۵۰	۵/۵۳۸۶	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	F آماره	F معناداری آماره	آماره دوربین - واتسن
۰/۳۳۴۹	۰/۲۵۷۰	۴/۳۰۱۴	۰/۰۰۰۰	۲/۲۴۹۶

مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۳۳۴۹ می‌باشد که نشان می‌دهد ۳۳/۴۹٪ تغییرهای متغیر وابسته (ریسک‌پذیری شرکت) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است. با توجه به جدول ۶ ضریب متغیر نااطمینانی سیاست اقتصادی ۰/۱۱۷۸ می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره  $t$  برای نااطمینانی سیاست اقتصادی برابر ۰/۰۴۲۶ می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در نتیجه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معنادار وجود دارد. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

**فرضیه دوم:** مالکیت دولتی در رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت نقش تعدیلی دارد.

جدول (۷): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدأ	-۰/۴۰۸۶	۰/۱۲۱۵	-۳/۳۶۰۶	۰/۰۰۰۸
نااطمینانی سیاست اقتصادی	۰/۱۴۶۸	۰/۰۶۳۱	۲/۳۲۶۹	۰/۰۲۰۱
نااطمینانی سیاست اقتصادی در مالکیت دولتی	-۰/۴۲۷۷	۰/۳۴۵۹	-۱/۲۳۴۶	۰/۲۱۶۵
مالکیت دولتی	۰/۰۳۷۵	۰/۰۳۴۶	۱/۰۸۴۹	۰/۲۷۸۱
اهرم مالی	۰/۰۰۰۷	۰/۰۱۴۲	۰/۰۵۵۹	۰/۹۵۵۴
دارایی‌های مشهود	۰/۰۱۴۵	۰/۰۲۱۸	۰/۶۶۷۹	۰/۵۰۴۳
اندازه شرکت	-۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۷۵	-۱/۲۰۲۱	۰/۲۲۹۵

رشد شرکت	۰/۰۳۰۳	۰/۰۰۴۳	۶/۹۶۱۸	۰/۰۰۰۰
سودآوری شرکت	۰/۰۰۹۹	۰/۰۰۲۰	۴/۷۹۸۰	۰/۰۰۰۰
سن شرکت	-۰/۲۰۵۵	۰/۰۵۸۴	-۳/۵۱۶۴	۰/۰۰۰۵
تولید ناخالص داخلی	۰/۰۸۵۲	۰/۰۱۵۲	۵/۵۹۱۸	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	F آماره	F معناداری آماره	آماره دوربین - واتسن
۰/۳۳۵۷	۰/۲۵۶۸	۴/۲۵۶۴	۰/۰۰۰۰	۲/۲۴۵۴

با توجه به جدول ۷، ضریب متغیر تعاملی نااطمینانی سیاست اقتصادی در مالکیت دولتی  $0/4277$  - می باشد که منفی است و احتمال آماره  $t$  برای نااطمینانی سیاست اقتصادی برابر  $0/2165$  می باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر تأیید می شود. در نتیجه مالکیت دولتی در رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت نقش تعدیلی ندارد. لذا فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته مردود می شود.

### بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش، دو فرضیه آزمون شده است. هدف اصلی از انجام پژوهش که در قالب فرضیه های پژوهش مطرح شده، بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت با نقش تعدیلگر مالکیت دولتی است. نتایج پژوهش حاضر حاکی از آن است که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی با افزایش ریسک پذیری شرکت همراه می باشد. این نتایج تقریباً متضاد نتایج پژوهش ها در بازارهای توسعه یافته است. استدلال بر این است که شرکت ها در بازارهای در حال توسعه زمانی که تغییرات سیاست را تجربه می کنند تا زمانی که نااطمینانی رفع شود، سرمایه گذاری بیشتری دارند. به عبارتی، شرکت ها اغلب خود را از طریق ایجاد فرصت هایی به منظور رقابت در محیط در حال تغییر، با نااطمینانی سیاست اقتصادی سازگار می کنند. در واقع، زمانی که محیط سیاست اقتصادی خارجی نامطمئن تر می شود، شرکت ها ممکن است از چنین نااطمینانی به عنوان فرصت به نفع خود استفاده کنند و برای ایجاد مزیت رقابتی، سرمایه گذاری خود را افزایش دهند و حتی پروژه های سرمایه گذاری با ریسک بالا را انتخاب کنند تا از این طریق بتوانند در دوره نااطمینانی کسب بازده بیشتری نسبت به سایر رقبا داشته باشند. نتایج فرضیه اول پژوهش، با نتایج پژوهش های ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)؛ میرزا و احسن (۲۰۲۰)؛ چجتااماردا و همکاران (۲۰۱۹) هم خوانی دارد. با این حال، شواهدی مبنی بر نقش تعدیلی مالکیت دولتی بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت یافت نشد. این موضوع شاید به این خاطر باشد که سهامداران دولتی به دلیل اطمینانی که از موقعیت بالای استراتژیک شرکت دارند، از این رو، احساس نیازی به دخالت در امور تصمیم گیری های سرمایه گذاری و میزان پذیرش ریسک مدیران نمی بینند. نتایج فرضیه دوم پژوهش، با نتایج پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) هم خوانی ندارد. نتایج پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، حاکی از تأثیرگذاری مالکیت دولتی بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت می باشد و شرکت های با مالکیت دولتی در پاسخ به افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، تمایل بیشتری به اجتناب از ریسک دارند. نتایج پژوهش حاضر پیامدهای گسترده ای برای سیاست گذاران دارد. از آنجایی که ریسک پذیری شرکت ها ارتباط نزدیکی با اقتصاد واقعی دارد، دولت بایستی به تأثیر بالقوه تعدیل سیاست بر عملکرد شرکت ها توجه کند و زمانی که دولت وظایف کنترل کلان را انجام می دهد، بایستی تا حد امکان سیاست جدید بلندمدت و پایدار باشد. در پژوهش حاضر از مالکیت دولتی به عنوان متغیر تعدیلگر استفاده شده است. در حالی که، چندین متغیر تعدیلگر بالقوه دیگر مانند سایر مالکیت ها، ویژگی های مدیریتی، وضعیت مالی شرکت، عدم تقارن اطلاعات و کیفیت افشاء وجود دارد که می تواند رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. لذا، پژوهشگران آتی می توانند از این متغیرهای تعدیلگر در پژوهش خود

استفاده کنند. مهم‌ترین محدودیتی نیز که در این پژوهش وجود داشت، نبود یک بانک اطلاعاتی منسجم جهت دسترسی به اطلاعات مربوط به نااطمینانی سیاست اقتصادی برای برخی شرکت‌ها است.

## منابع

- ✓ پاکیزه، کامران، منطقی، خسرو، نوبخت، وحید، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر ریسک‌پذیری بانکهای تجاری خصوصی در ایران، فصلنامه پژوهشهای پولی-بانکی، دوره ۹، شماره ۲۷، صص ۱۰۹-۱۳۰.
- ✓ رضایی، ابوالحسن، (۱۴۰۰)، بررسی ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایاننامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت-مالی، گروه مدیریت، مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی.
- ✓ سلطانی‌نسب، عباس، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر انتخاب مؤسسه حسابرسی بر ریسک‌پذیری بانک، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، مؤسسه آموزش عالی پیام-گلپایگان.
- ✓ صراط‌نهایی، بهنام، (۱۳۹۸)، تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی و افشای مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت-مدیریت مالی و مدیریت ریسک، گروه حسابداری و مدیریت مالی، مؤسسه آموزش عالی ارشاد دماوند.
- ✓ محمدزاده سالطه، حیدر، قادر داداش‌زاده، موید اصل، معصومه، (۱۳۹۷)، تأثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول بر مدیریت واقعی سود با تأکید بر ساختار مالکیت، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۱۴۷-۱۷۰.
- ✓ میری قهدریجانی، نازنین، اربابیان، علی اکبر، (۱۳۹۷)، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر گزارشگری ریسک، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۱۱۱-۱۳۶.
- ✓ نوروزی نصر، حسین، مرادزاده فرد، مهدی، شکر، اعظم، (۱۳۹۸)، تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۲، صص ۲۳-۴۶.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، طاهری، زهرا، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۱، صص ۱۰۹-۱۲۶.
- ✓ وفائی‌فر، شیرزاد، (۱۳۹۹)، قدرت مدیرعامل، ریسک‌پذیری شرکت‌ها با نقش سهامداران بزرگ، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد صفادشت.
- ✓ Bonaime, A., Gulen, H., Ion, M., (2018), "Does Policy Uncertainty Affect Mergers and Acquisitions?", J. Financ. Econ. 129 (3), 531-558. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>.
- ✓ Chatjuthamarda, P., Wongboonsin, P., Kongsompong, K., Jiraporn, P., (2019), "Does Economic Policy Uncertainty Influence Executive Risk-Taking Incentives?", Finance res. Lett. 101385 <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101385>.
- ✓ Grenadier, R. S. (2002), "Option Exercise Games: An Application to the Equilibrium Investment Strategies of Firms", Review of Financial Studies 15 (3): 691-721.
- ✓ Gulen, H., and M. Ion. (2015), "Policy Uncertainty and Corporate Investment", The Review of Financial Studies 29 (3), 523-564.
- ✓ Hasan, M. M., Cheung, A. (W. K.), Taylor, G. (2020), "Financial Statement Comparability and Bank Risk-Taking", Journal of Contemporary Accounting and Economics, Vol. 16, Iss. 3, PP. 1-22.
- ✓ Huang, H., Liu, H., Yang, B. (2021), "Economic Policy Uncertainty and Executive Turnover", China Journal of Accounting Research, 14 (1), 83-100.

- ✓ Jeong, B. (2002), "Policy Uncertainty and Long-run Investment and Output across Countries", *International Economic Review* 43: 363–392.
- ✓ Kang, W., K. Lee, and R. A. Ratti. (2014), "Economic Policy Uncertainty and Firm-level Investment", *Journal of Macroeconomics* 39 (PA): 42–53.
- ✓ Kulatilaka, N., and E. Perotti. (1998), "Strategic Growth Options", *Management Science* 44 (8): 1021–1031.
- ✓ Mirza, S.S., Ahsan, T., (2020), "Corporates' Strategic Responses to Economic Policy Uncertainty in China", *Bus. Strateg. Environ.* 29 (2), 375–389. <https://doi.org/10.1002/bse.2370>.
- ✓ Rodrik, D. (1991), "Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries", *Journal of Development Economics* 36: 229–242.
- ✓ Tran, Q.T., (2019), "Economic Policy Uncertainty and Corporate Risk-Taking: International Evidence", *J. Multinat. Financ. Manag.* 52, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100605>.
- ✓ Vo, L., and H. Le. (2017), "Strategic Growth Option, Uncertainty, and R&D Investment", *International Review of Financial Analysis* 51: 16–24.
- ✓ Vural-Yavas., C., (2020), "Corporate Risk-Taking in Developed Countries: the Influence of Economic Policy Uncertainty and Macroeconomic Conditions", *J. Multinat. Financ. Manag.* 54, 1–21. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2020.100616>.
- ✓ Wu, Ji, Zhang, Jing, Zhang, Shiyu & Liping Zou (2020), "The Economic Policy Uncertainty and Firm Investment in Australia", *Applied Economics*, DOI:10.1080/00036846.2019.1710454
- ✓ Zhang, W., Zhang, X., Tian, X., Sun, F. (2021), "Economic Policy Uncertainty Nexus with Corporate Risk-Taking: The Role of State Ownership and Corruption Expenditure", *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 65, 1-15, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101496>