

## تاثیر شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

دکتر خسرو مرادی شهزادی

استادیار گروه مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران. (نویسنده مسئول).  
shahdadikh@gmail.com

مریم درینی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران.  
amiroo.m.b84@gmail.com

### چکیده

این پژوهش با هدف تاثیر شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) طی سال های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. روش پژوهش از نوع همبستگی است. در این پژوهش جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل داده اند. که به روش حذف سیستماتیک ۸۰ شرکت انتخاب شد. نتایج این پژوهش در خصوص فرضیه اول نشان میدهد که شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام تأثیر مستقیم و معنی داری دارد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی و ارزش دفتری بر ارزش بازار بر نوسانات قیمت سهام تأثیرگذار بودند. همچنین تجزیه و تحلیل در خصوص فرضیه دوم نشان داد که شرایط نااطمینانی سیاسی بر سودآوری شرکت ها تأثیر معکوس و معنی داری دارد. متغیرهای کنترلی نقدینگی، اهرم مالی و سود تقسیمی اثر معکوس و معنی داری بر سودآوری مشاهده شد. متغیرهای بازده دارایی، بازده سهام، عملکرد شرکت اثر معناداری نداشتند.

**واژگان کلیدی:** نااطمینانی سیاسی، نوسانات قیمت سهام، سودآوری، بورس اوراق بهادار تهران.

### مقدمه

مدل سازی و پیش بینی نوسان های بازار سهام مورد توجه محققان، مشارکت کنندگان بازار مالی و سیاست گذاران است، زیرا نوسانات ورودی کلیدی قیمت گذاری مشتقات، پوشش ریسک، انتخاب پرتفوی و مدیریت ریسک است (می و همکاران، ۲۰۱۸). نوسانات قیمتی، نوساناتی که ثبات در قیمت ها وجود ندارد و از قیمت اصلی انحراف گرفته باشد. به عنوان مثال، یک سرمایه گذار ریسک گریزی بالایی دارد، زمانی که بازار آتی را با نوسانات بزرگتر پیش بینی می کند، وزن بیشتری در دارایی های آزاد خود می گذارد. مشابه این سرمایه گذار، سیاست گذاران نیز برنامه هایی را برای کاهش ریسک مربوطه انجام خواهند داد. با این حال، پیش بینی دقیق نوسانات هنوز یک کار دلهره آور است. همانطور که می دانیم، ایالات متحده (ایالات متحده آمریکا) بزرگترین اقتصاد جهان است که برای اقتصاد جهانی اهمیت بسیار زیادی دارد. طبیعتاً عدم اطمینان ایالات متحده ممکن است نه تنها بر بازار خود تأثیر بگذارد، بلکه بر بازارهای بین المللی نیز تأثیر بگذارد (می و همکاران، ۲۰۱۸). در طی سال ها شرایط گوناگونی بر قیمت سهام، تأثیر گذار بوده است. این شرایط که به عنوان شرایط نااطمینانی سیاسی شناخته می شود، بیشتر بر قیمت ها تأثیر خود را نشان میدهد. سوالی که در این پژوهش مورد بررسی است این می باشد که آیا شرایط نااطمینان سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری تأثیر دارد یا خیر؛ عموماً شرایط

<sup>1</sup> Mei D. Zeng Q. Zhang Y. & Hou. W

نااطمینان سیاسی به سبب جنگ، آشوب، پیامدهای ناگوار برای یک فرد سیاسی، یا انتخابات ریاست جمهوری و در شرایط کنونی افزایش دلار و شرایط برجام بر نوسانات قیمتی تاثیرگذار بوده است. در این شرایط افراد سرمایه گذار نسبت به سرمایه گذاری دچار تردید هستند. چرا که، این احتمال وجود دارد قیمت سهام به شدت ریزش پیدا کند و سرمایه گذاران دچار زیان مالی شوند. از طرفی این شرایط به دلیل عدم ثبات ممکن است یک بازدهی کاذب داشته باشد و افراد سرمایه گذار از این فرصت استفاده کرده و به یک بازدهی کوتاه مدت دست پیدا کنند. در این شرایط شرکت هایی موفق هستند که شرایط نااطمینان سیاسی را بتوانند کنترل کنند و این اطمینان به سرمایه گذران بدهند که دارایی آن ها حفظ می شود. علاقه فزاینده ای به پیامدهای عدم اطمینان سیاست اقتصادی برای قیمت گذاری دارایی ها وجود دارد. پاستور و ورونزی<sup>۱</sup> (۲۰۱۳، ۲۰۱۲) از اولین کسانی هستند که استدلال کردند که قیمت سهام در صورت بالا بودن شرایط نااطمینان سیاسی، کاهش می یابد. آن ها حدس می زنند که سرمایه گذاران در صورت افزایش شرایط نااطمینان سیاسی، برای نگهداری سهام، غرامت بیشتری را طلب می کنند، زیرا عدم اطمینان از عملکرد و سودآوری آینده شرکت ها در طول دوره های شرایط نااطمینان سیاسی بالا افزایش می یابد. بنابراین، زمانی که شرایط نااطمینان سیاسی افزایش می یابد، قیمت سهام به طور همزمان کاهش می یابد، که منجر به بازده مورد انتظار آینده بالاتری می شود که به سرمایه گذارانی که مایل به نگهداری دارایی های پرخطر در دوره های بالای شرایط نااطمینان سیاسی هستند، جبران می کند (لوئو و ژانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

با توجه به توضیحات ارائه شده این پژوهش با هدف مطالعه تاثیر شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) می پردازد. بنابراین سوال زیر مطرح می گردد:  
آیا شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری شرکت ها تاثیر دارد؟

### نااطمینانی سیاسی اقتصادی، نوسانات قیمتی و سودآوری شرکت ها

تأثیر عدم اطمینان بر فعالیت های اقتصادی و بازارهای مالی مدت هاست که مورد توجه بسیاری از محققان بوده است. بحران مالی جهانی ناشی از بحران شرایط مالی در شرکت ها در ایالات متحده در سال ۲۰۰۷ باعث تسهیل بیشتر دانشگاهیان، صنایع و دولت ها شد تا به تأثیر عدم اطمینان بر اقتصاد واقعی توجه بیشتری داشته باشند. با توجه به تأثیر عدم قطعیت، علاوه بر تحلیل اقتصادی در سطح ملی، ادبیات عمدتاً بر تصمیم گیری شرکت تمرکز دارد. تأثیر تغییر در سیاست ها و سیستم های اقتصادی و سیاسی مستقیماً بر تصمیمات توزیع سود سهام تأثیر می گذارد و شرکت ها را برای تصمیم گیری محتاطتر می کند. بنابراین، چه بر سیاست های اقتصادی و چه بر رفتار شرکت ها، تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار ارزشمند است. اکثر ادبیات قبلی تنها یک شاخص سیاست واحد را بدون در نظر گرفتن سیاست یا عدم اطمینان سازمانی انتخاب کردند. با توجه به عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود، اکثر محققان تنها بر ساختار داخلی شرکت تمرکز کردند و به ندرت تأثیر شرایط کلان اقتصادی را در نظر گرفتند. در خارج از کشور، جنسن فرضیه جریان نقدی آزاد را بر اساس آژانس پیشنهاد کرد و معتقد بود که سود سهام نقدی بیشتری را می توان با تمرکز سهام پرداخت کرد و هزینه های نمایندگی را کاهش داد. بعدها بسیاری از محققان مانند فاما و فرنچ عواملی مانند سودآوری، مقیاس شرکت و ساختار سهام را در بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود معرفی کردند. پس از بحران مالی، بسیاری از محققان تأثیر عدم اطمینان اقتصاد کلان را بر بنگاه ها مشاهده کردند. علاوه بر این، با معرفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی، تحقیقاتی نیز در مورد تأثیر آن بر فعالیت های شرکتی انجام شد. پاستور و ورونزی از دیدگاه سهامداران

<sup>1</sup> Pastor, L., & Veronesi, P.

<sup>2</sup> Yan Luo, Chenyang Zhang

دریافتند که افزایش عدم قطعیت سیاست های اقتصادی قضاوت در مورد توسعه شرکت را برای سرمایه گذاران دشوار می کند و در نتیجه سرمایه گذاری مستقیم در شرکت ها را کاهش می دهد. تحقیقات داخلی از حرکات رسمی برای اندازه گیری عدم اطمینان سیاسی و بررسی تأثیر آن بر رفتار شرکت استفاده کرده است. لی و همکاران استدلال کرد که عدم اطمینان سیاسی شرکت ها را به کاهش قابل توجهی از پرداخت سود سهام سوق می دهد (لیو، لی، ژانگ، ۲۰۱۸).

### مروری بر پژوهش های پیشین

ژیا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با موضوع اینکه آیا بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نوآوری مالی وابستگی وجود دارد به بررسی پرداختند. این مطالعه از هر دو مدل تأخیر توزیع شده اتورگرسیو خطی و غیرخطی (ARDL) برای ارزیابی ارتباط بلندمدت و کوتاه مدت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نوآوری مالی استفاده می کند. نتایج حاکی از وجود ارتباط بلندمدت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نوآوری مالی را نشان می دهد. علاوه بر این، نتایج آزمون والد هم در بلندمدت و هم در کوتاه مدت، اثرات نامتقارن از عدم قطعیت سیاست اقتصادی تا نوآوری مالی را آشکار می کند. با توجه به تأثیر نامتقارن عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نوآوری مالی، این مطالعه مستند می کند که شوک های مثبت و منفی در عدم قطعیت سیاست اقتصادی در بلندمدت با نوآوری مالی مرتبط هستند اما برای اثرات کوتاه مدت ناچیز هستند. علاوه بر این، نوآوری مالی اندازه گیری شده توسط سرمایه گذاری تحقیق و توسعه، ارتباط مثبتی با شوک ها در عدم قطعیت سیاست اقتصادی نشان می دهد، که دلالت بر این دارد که عدم اطمینان باعث نوآوری در اقتصاد می شود. با اشاره به اثرات علیت، این مطالعه فرضیه بازخورد را فاش می کند، یعنی علیت دو طرفه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نوآوری مالی در همه کشورهای نمونه حاکم است.

لی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نوسانات بازار سهام چین: شواهد جدید پرداختند. نتایج تخمین زده شده در نمونه نشان می دهد که بالا و پایین شدن عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی می تواند منجر به نوسانات قابل توجهی بالا در بازار سهام برای چین شود. دوم، نتایج تخمینی خارج از نمونه این ادعا را تایید می کند که شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی برای پیش بینی نوسانات مفید است. علاوه بر این، در مقایسه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی به تنهایی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی جهت دار می تواند اطلاعات مفیدتری را ارائه دهد که می تواند دقت پیش بینی را افزایش دهد. سوم، ما به طور تجربی مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی جهت دار در پیش بینی نوسانات بازار سهام چین زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی و عدم قطعیت سیاست اقتصادی در همان ماه افزایش می یابند موثرتر است.

تران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سیاست تقسیم سود بانکی پرداختند. به نظر می رسد بانک های بزرگ بیشترین تأثیرات را تجربه می کنند. با این حال، در صورت عدم اطمینان، بانک ها در زمان بحران بیشتر از زمان عادی سود سهام خود را افزایش می دهند و این تأثیر با بانک هایی که در معرض مشکلات نمایندگی بالاتر و ارزش فرانشیز پایین هستند، تقویت می شود.

گوئو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی پایداری سازمانی: عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه گذاری سازمانی و سودآوری پرداختند. نتایج نشان می دهد که هر چه قطعیت سیاست اقتصادی قوی تر باشد، این سیاست برای ارتقای رفتار سرمایه گذاری شرکت و بهبود سودآوری شرکت مفیدتر است. بنابراین، برای تضمین توسعه اقتصادی عادی،

<sup>1</sup> Jia, Z., Mehta, A. M., Qamruzzaman, M., & Ali, M.

<sup>2</sup> Li, T., Ma, F., Zhang, X., & Zhang, Y

<sup>3</sup> Tran, D.V

<sup>4</sup> Guo, A., Wei, H., Zhong, F., Liu, S., & Huang, C.

دولت باید تغییرات در سیاست های اقتصادی را تا حد امکان محدود کند. انجام این کار برای ارتقای رفتار سرمایه گذاری و بهبود سودآوری شرکت ها حیاتی است.

پژویان و مسکینی (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر نااطمینانی سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) پرداختند. نتایج نشان میدهد که رشد اقتصادی رابطه معناداری با نوسانات مثبت و منفی ندارد و نرخ ارز رابطه مثبت و معناداری با نوسانات بالا و پایین دارد، از طرفی رشد اقتصادی رابطه مثبت و معناداری با چولگی منفی بازده سهام دارد و نرخ ارز رابطه منفی و معناداری با چولگی منفی بازده سهام دارد. همچنین نتایج در پژوهش حاضر نشان می دهد ضرب مالکیت دولتی در رشد اقتصادی رابطه معناداری با نوسانات بالا و پایین ندارد و ضرب مالکیت دولتی در نرخ ارز رابطه منفی و معناداری با نوسانات بالا و پایین دارد.

نصیر و کارنامه حقیقی (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی ارزیابی تاثیر نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام در ایران؛ پژوهش موردی شرکتهای منتخب عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان میدهد نااطمینانی سیاسی از طریق تغییرات در ارتباطات سیاسی و نااطمینانی سیاسی کالن 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.

آشنا، لعل خضری (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی موضوعی با عنوان همبستگی پویای شاخص نااطمینانی سیاست اقتصادی جهانی با نوسان بازارهای سهام، ارز و سکه در ایران: کاربرد الگوی M-GARCH رهیافت DCC پرداختند. با استفاده از داده های ماهانه شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران، قیمت سکه طلا و نرخ ارز برای دوره زمانی فروردین ۱۳۸۱ تا اسفند ۱۳۹۸، همبستگی متغیرهای ذکر شده در ایران با شاخص نااطمینانی سیاست اقتصادی جهانی بوسیله الگوی همبستگی شرطی پویای گارچ (DCC-GARCH) بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که نوسانات سیاست اقتصادی جهانی اثر معنی دار بر نوسانات بازار سهام، سکه طلا و ارز دارد. این شاخص به طور کلی اثر مثبت بر نوسان قیمت سکه طلا دارد (به جز دوره ۱۳۸۳-۱۳۸۶)، و بر نوسان بازار سهام و ارز نیز اثر مثبت و هم اثر منفی دارد. بنابراین، شاخص نااطمینانی اقتصاد جهانی در پیش بینی نوسانات این بازارها مفید است و می تواند پیش بینی نوسانات سهام، طلا و ارز را بهبود بخشد.

شاه مرادی، طباطبایی نسب (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه نااطمینانی اقتصادی و مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تحلیل نتایج حاکی از آن است که در شرایط نااطمینانی اقتصادی، استفاده از شرکت های بزرگ حسابرسی و افزایش دوره تصدی، کاهش مدیریت سود را به همراه دارد. علاوه بر این، ارائه گزارش حسابرسی غیراستاندارد تأثیر مستقیم نااطمینانی اقتصادی را بر مدیریت سود شرکت ها تقویت کرده است.

## ابزار گردآوری اطلاعات

بخش ادبیات و همچنین مبانی نظری این پژوهش از تحقیقات و پژوهش های کاربردی صورت گرفته است؛ به منظور سنجش متغیرهای این تحقیق از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سایت ره آورد استفاده شده است.

## روش پژوهش

روش پژوهش این تحقیق از نوع توصیفی و همبستگی است و با عنایت به اینکه داده های این پژوهش ترکیبی از صنایع، شرکت ها و سال های مختلف است، لذا روش آماری این تحقیق نیز بر اساس رگرسیون مبتنی بر داده های پنل می باشد و با نرم افزار ایویوز ۱۲ انجام شده است.

## فرضیه های پژوهش

- ۱- شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام تأثیر معنی داری دارد.
- ۲- شرایط نااطمینانی سیاسی بر سودآوری شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

## جامعه آماری و تعداد نمونه

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۵ ساله طی سال های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ می باشد؛ که به روش حذف سیستماتیک ۸۰ شرکت انتخاب شد.

## مدل های تحلیلی تحقیق و بیان متغیرها

مدل رگرسیون اول- براساس مطالعات لوئو و ژانگ (۲۰۱۹) می باشد.

شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام تأثیر معنی داری دارد.

$$\text{Volatility} = \alpha_0 + \beta_1 \text{EPU} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{BM} + \beta_6 \text{RET} + \varepsilon$$

مدل رگرسیون دوم- بر اساس مطالعات هیلیر، لانگان<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) می باشد.

شرایط نااطمینانی سیاسی بر سودآوری تأثیر معنی داری دارد.

$$\text{Profitability} = \alpha_0 + \beta_1 \text{EPU} + \beta_2 \text{Liquidity} + \beta_3 \text{QTobin} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{DIV} + \varepsilon$$

## نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

### متغیرهای وابسته:

**Volatility:** نوسان قیمتی سهام می باشد- از قیمت پایانی آخر سال استفاده می نمایم- سپس انحراف معیار ۵ سال گذشته قیمت سهام محاسبه می نمایم. در آخر لگاریتم گرفته می شود.

**Profitability:** سودآوری می باشد- از تقسیم سود کسر بهره و مالیات بر دارایی کل محاسبه می گردد.

### متغیر مستقل:

**EPU:** شرایط نااطمینان سیاسی می باشد- جهت سنجش عدم قطعیت سیاسی از ضریب تغییرات فروش استفاده می شود. چرا که هرچه نوسانات فروش شرکتی بیشتر باشد محیط فعالیت آن با عدم اطمینان بیشتری همراه است (مقصودی، ۱۳۹۹)

### متغیرهای کنترلی:

**SIZE:** اندازه شرکت می باشد، از لگاریتم طبیعی دارایی های کل محاسبه می شود.

**LEV:** اهرم مالی می باشد، از تقسیم بدهی کل بر دارایی کل به دست می آید.

<sup>1</sup> Hillier, D., & Loncan, T

ROA: بازده دارایی می باشد، از تقسیم سود خالص بر دارایی کل محاسبه می شود.  
BM: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار می باشد، از تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار محاسبه می شود.  
RET: بازده سهام می باشد. منظور از بازده سهام عبارت است از: تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره ی سهام به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام، مانده: مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره ضربدر ۱۰۰.  
Liquidity: نسبت نقدینگی می باشد، از تقسیم دارایی جاری بر بدهی جاری به دست می آید.  
QTobin: کیوتوبین به منظور عملکرد شرکت به کار می رود، نحوه محاسبه: (ارزش بازار+ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر دارایی کل.  
DIV: سود تقسیمی می باشد، از مقدار سود نقدی مصوبه هیأت مدیره در صورت های مالی استخراج می شود.

## یافته‌های پژوهش آماره توصیفی

جدول (۱): آماره توصیفی

انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	
۰,۵۳	۰,۹۷	۴,۲۱	۲,۹۷	۲,۹۳	نوسانات قیمت سهام
۰,۱۹	-۱,۰۶	۰,۶۸	۰,۱۳	۰,۱۶	سودآوری
۰,۷۸	۳,۴۵	۸,۱۱	۵,۸۴	۵,۹۴	نااطمینانی سیاسی
۱,۵۱	۱۱,۳۶	۲۰,۷۶	۱۴,۷۰	۱۴,۹۹	اندازه شرکت
۰,۲۹	۰,۰۳	۴,۰۰	۰,۵۲	۰,۵۴	اهرم مالی
۰,۱۸	-۱,۰۶	۰,۶۷	۰,۱۲	۰,۱۴	بازده دارایی
۰,۳۲	-۱,۹۶	۱,۶۹	۰,۲۵	۰,۳۳	ارزش دفتری صاحبان سهام بر ارزش بازار
۰,۰۷	-۰,۰۵	۰,۳۱	۰,۰۴	۰,۰۶	بازده سهام
۰,۰۴	۰,۰۰۰۶	۰,۲۶	۰,۰۲	۰,۰۴	نقدینگی
۵۰,۰۴	-۹۶,۳۷	۱۰۱,۳۹	۵,۱۲	۵,۰۵	عملکرد شرکت
۰,۱۲	۰,۰۰	۰,۶۶	۰,۰۵	۰,۰۹	سود تقسیمی

## آزمون نرمال بودن متغیرها

یکی از آزمون‌هایی که عموماً قبل از آزمون رگرسیون انجام می‌گردد، بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش است. در این آزمون اگر نرمال بودن متغیرها برقرار نباشد، نتایجی که از رگرسیون حاصل می‌شود امکان دارد صحیح نباشد، به طوریکه نتایج درستی ارائه نمیشود. در این پژوهش از چولگی و کشیدگی به منظور نرمال بودن متغیرهای وابسته استفاده شده است. اگر مقادیر چولگی و کشیدگی متغیرها بین صفر تا ۶ باشد، متغیرها از توزیع نرمال کافی برخوردارند؛ در غیر این صورت باید نرمال سازی شوند.

جدول (۲): آزمون نرمال بودن متغیرهای حجم نمونه ۸۰ شرکت

متغیرها	چولگی	کشیدگی	نتیجه
نوسانات قیمت سهام	-۰,۴۱	۳,۴۷	نرمال است.
سودآوری	-۰,۵۶	۶,۱۱	نرمال است.

با توجه به جدول ۲ نتایج نشان می دهد که متغیر نوسانات قیمت سهام و سودآوری، مقادیر چولگی و کشیدگی بین صفر تا ۶ است لذا این متغیرها نرمال هستند.

آزمون لیمر و آزمون هاسمن

این آزمون به منظور این که مشخص گردد آیا به کارگیری از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر اثربخش یا کارایی لازمه را دارد یا خیر، از آزمون F لیمر و به جهت این که مشخص شود کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) در راستای تخمین صحیح‌تر است از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول (۳): آزمون لیمر

مدل	آزمون اثرات	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل فرضیه اول	F دوره	۴,۷۳	۷۹,۳۱	۰,۰۰	مدل داده های تابلویی (فرضیه اول)
مدل فرضیه دوم	F دوره	۲,۲۳	۷۹,۳۱	۰,۰۰	مدل داده های تابلویی (فرضیه دوم)

جدول (۴): آزمون هاسمن

مدل فرضیه اول	مدل اثرات ثابت	خلاصه آزمون	آماره کای اسکوتر	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل فرضیه اول	مدل اثرات ثابت	۲۱,۸۳	۶	۰,۰۰	اثرات ثابت	اثرات ثابت
مدل فرضیه دوم	مدل اثرات ثابت	۱۵,۳۵	۵	۰,۰۰	اثرات ثابت	اثرات ثابت

آزمون فرضیه ها

آزمون فرضیه اول

هدف از آزمون فرضیه اول یافتن پاسخ این سوال است: آیا شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام تأثیر معنی داری دارد یا خیر؟

جدول (۵): نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	۶,۳۶	۷,۰۵	۰,۰۰	
شرایط نااطمینان سیاسی	EPU	۰,۰۹	۳,۵۸	۰,۰۰	مستقیم و معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۱۹	۳,۵۵	۰,۰۰	مستقیم و معنی دار
اهرم مالی	LEV	۰,۵۱	۲,۹۲	۰,۰۰	مستقیم و معنی دار
بازده دارایی	ROA	-۰,۳۱	-۱,۱۸	۰,۲۳	بی معنی
ارزش دفتری بر ارزش بازار	BM	۰,۲۶	۲,۶۵	۰,۰۰	مستقیم و معنی دار
بازده سهام	RET	۰,۳۳	۱,۱۴	۰,۲۵	بی معنی
ضریب تعیین مدل				۰,۵۵	

۱,۶۱	دوربین واتسون
۲۵,۶۴	آماره F
(۰/۰۰۰۰)	(P-Value)

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد، کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر (۰,۰۰) و کمتر از (۰,۰۵) می‌باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که (۰,۵۵) از نوسانات قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص می‌شود که سطح معنی داری برای متغیر شرایط نااطمینان سیاسی برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می‌باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین شرایط نااطمینان سیاسی و نوسانات قیمت سهام تایید می‌شود. بنابر این فرضیه اول تایید می‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر شرایط نااطمینان سیاسی (۰,۰۹) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی نوسانات قیمت سهام وجود دارد. یعنی با افزایش یک واحدی شرایط نااطمینان سیاسی، نوسانات قیمت سهام به میزان (۰,۰۹) افزایش می‌یابد.

در خصوص متغیر کنترلی پژوهش، اندازه شرکت، با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر اندازه شرکت برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می‌باشد و از لحاظ معنی داری تایید می‌گردد. مثبت بودن ضریب اندازه شرکت (۰,۱۹) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی نوسانات قیمت سهام وجود دارد. یعنی با افزایش یک واحدی اندازه شرکت، نوسانات قیمت سهام نیز به میزان (۰,۱۹) افزایش می‌یابد.

در خصوص متغیر کنترلی پژوهش، اهرم مالی، با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر اهرم مالی برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می‌باشد و از لحاظ معنی داری تایید می‌گردد. مثبت بودن ضریب اهرم مالی (۰,۵۱) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی نوسانات قیمت سهام وجود دارد. یعنی با افزایش یک واحدی اهرم مالی، نوسانات قیمت سهام نیز به میزان (۰,۵۱) افزایش می‌یابد.

در خصوص متغیر کنترلی پژوهش، ارزش دفتری بر ارزش بازار، با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر ارزش دفتری بر ارزش بازار برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می‌باشد و از لحاظ معنی داری تایید می‌گردد. مثبت بودن ضریب ارزش دفتری بر ارزش بازار (۰,۲۶) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی نوسانات قیمت سهام وجود دارد. یعنی با افزایش یک واحدی ارزش دفتری بر ارزش بازار، نوسانات قیمت سهام نیز به میزان (۰,۲۶) افزایش می‌یابد.

دیگر متغیرهای کنترلی نظیر بازده دارایی و بازده سهام با توجه به اینکه سطح معنی داری این متغیرها بیش از سطح معنی داری پژوهش حاضر (۰,۰۵) می‌باشد؛ لذا ارتباط معنی داری بین این متغیرها و متغیر وابسته یافت نمی‌شود.

مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۶۱ و در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ می‌باشد لذا فرض همبستگی بین خطاها رد می‌گردد و می‌توان از رگرسیون استفاده نمود.

### نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

هدف از آزمون فرضیه دوم یافتن پاسخ این سوال است: آیا تعداد اعضای هیأت مدیره بر ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد یا خیر؟

#### جدول (۶): نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: سودآوری					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	۰,۱۷	۳,۸۸	۰,۰۰	
شرایط نااطمینان سیاسی	EPU	-۰,۰۲	-۳,۰۱	۰,۰۰	معکوس و معنی دار



نقدینگی	Liquidity	-۰,۲۰	-۲,۰۱	۰,۰۴	معکوس و معنی دار
عملکرد شرکت	QTOBIN	-۰,۰۰۰۱	-۱,۲۵	۰,۲۱	بی معنی
اهرم مالی	LEV	-۰,۳۲	-۱۸,۰۳	۰,۰۰	معکوس و معنی دار
سود تقسیمی	DIV	-۰,۵۹	-۱۳,۱۵	۰,۰۰	معکوس و معنی دار
ضریب تعیین مدل					
۰,۷۳					
دوربین واتسون					
۱,۷۷					
آماره F					
۱۱۹,۲۷					
(P-Value)					

نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد، کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر (۰,۰۰) و کمتر از (۰,۰۵) می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید میشود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که (۰,۷۳) از سودآوری توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص میشود که سطح معنی داری برای متغیر شرایط نااطمینان سیاسی برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین شرایط نااطمینان سیاسی و سودآوری تایید می شود. بنابر این فرضیه دوم تایید میگردد. منفی بودن ضریب متغیر شرایط نااطمینان سیاسی (-۰,۰۲) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی سودآوری وجود دارد. به طوری که شرایط نااطمینان سیاسی به میزان (-۰,۰۲) بر سودآوری تاثیر منفی خواهد گذاشت و سودآوری شرکت را کاهش می دهد.

در خصوص متغیر کنترلی پژوهش، متغیر نقدینگی، با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر نقدینگی برابر با (۰,۰۴) و از (۰,۰۵) کمتر می باشد و از لحاظ معنی داری تایید می گردد. منفی بودن ضریب متغیر نقدینگی (-۰,۲۰) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی سودآوری وجود دارد. به طوری که با کاهش یک واحدی نقدینگی، سودآوری به میزان (-۰,۲۰) کاهش می یابد.

در خصوص متغیر کنترلی پژوهش، متغیر اهرم مالی، با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر اهرم مالی برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می باشد و از لحاظ معنی داری تایید می گردد. منفی بودن ضریب متغیر اهرم مالی (-۰,۳۲) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی سودآوری وجود دارد. به طوری که با کاهش یک واحدی اهرم مالی، سودآوری به میزان (-۰,۳۲) کاهش می یابد.

در خصوص متغیر کنترلی پژوهش، متغیر سود تقسیمی، با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر سود تقسیمی برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می باشد و از لحاظ معنی داری تایید می گردد. منفی بودن ضریب متغیر سود تقسیمی (-۰,۵۹) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی سودآوری وجود دارد. به طوری که با کاهش یک واحدی سود تقسیمی، سودآوری به میزان (-۰,۵۹) کاهش می یابد.

مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۷۷ و در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ می باشد لذا فرض همبستگی بین خطاها رد میگردد و می توان از رگرسیون استفاده نمود.

## بحث و نتیجه گیری

این پژوهش به مطالعه تاثیر شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) پرداخته شده است. نتایج به دست آمده از فرضیه اول مشخص نشان میدهد که شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام تأثیر معنی داری دارد. نتایج فرضیه دوم حاکی از آن بود که شرایط نااطمینانی سیاسی بر سودآوری تأثیر معنی داری دارد.

امروزه تحریم ها و برخی شرایط در کشور بر نوسانات قیمت سهام نقش دارند. شواهد نشان می دهد برخی از این عوامل شامل افزایش ناگهانی قیمت دلار، وجود تحریم ها، انتخابات ریاست جمهوری، مذاکرات برجام و یا اتفاقات ناگوار برای افراد سیاسی نوساناتی را در بورس وجود داشته است. در این شرایط افزایش ناگهانی قیمت ها بیشتر از وضعیت کاهش قیمت ها مشاهده گردد. هرچند این افزایش قیمت سهام به صورت موقتی بوده اما برخی سهامداران به لحاظ شرایط روانی بازار اقدام به خرید سهام می نمایند. بعد دیگر، شرایط نااطمینانی سیاسی بر سودآوری شرکت ها تاثیر منفی خواهد گذاشت؛ این تاثیر منفی سبب می شود که سرمایه گذاران به سمت سهام هایی واکنش نشان دهند که در بازار سیر صعودی داشته است و بدین ترتیب برخی شرکت ها با کاهش سودآوری مواجه خواهند شد. در این شرایط مدیران باید بتوانند شرایط را به نحوی تغییر دهند که افراد سرمایه گذار بتواند با کمترین ریسک اقدام به سرمایه گذاری نماید. با توجه به اینکه این شرایط طی سال های اخیر در کشور وجود داشته است برخی از این شرکت ها با به کارگیری مشاوران مالی و اقتصادی متخصص شرایط را به نوعی کنترل نموده اند. چرا که شرکت نسبت به مالکان سهام دارای تعهد است و بایستی به سمت هدفی حرکت کند که میزان سودآوری کاهش نیابد، شرایط نااطمینان سیاسی بتوان کنترل نمود و قیمت سهام از ثبات بیشتری برخوردار باشد. نتایج این پژوهش مطابق با تحقیقات خارجی لی و همکاران (۲۰۲۰)، تران (۲۰۲۰)، گوئو و همکاران (۲۰۲۰)، لیو، لی، ژانگ (۲۰۱۸) می باشد.

## منابع

- ✓ آشنا، ملیحه، لعل خضری، حمید، (۱۳۹۹)، همبستگی پویای شاخص نااطمینانی سیاست اقتصادی جهانی با نوسان بازارهای سهام، ارز و سکه در ایران: کاربرد الگوی M-GARRCH رهیافت DCC، نشریه مدل سازی اقتصاد سنجی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۴۷-۱۷۲.
- ✓ پژوهشگران، علی، مسکینی، کبری، (۱۳۹۹)، تاثیر نااطمینانی سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه مطالعات نوین کاربردی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دوره ۳، شماره ۱، صص ۲۶-۴۵.
- ✓ شاه مرادی، نسیم، طباطبایی نسب، زهره، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه نااطمینانی اقتصادی و مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۱، صص ۶۷-۸۶.
- ✓ مقصودی، شبنم، (۱۳۹۹)، پایان نامه، بررسی رابطه بین عدم اطمینان سیاسی و نگهداشت وجه نقد شرکت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس.
- ✓ نصیری، رضا، کارنامه حقیقی، حسن، (۱۳۹۹)، ارزیابی تاثیر نااطمینانی سیاسی بر بازده غیرطبیعی سهام در ایران، پژوهش موردی شرکت های منتخب عضو بورس اوراق بهادار تهران، نشریه مطالعات کاربردی در علوم مدیریت و توسعه، دوره ۵، شماره ۸، ص ۲۱.
- ✓ Guo, A., Wei, H., Zhong, F., Liu, S., & Huang, C. (2020). Enterprise sustainability: Economic policy uncertainty, enterprise investment, and profitability. *Sustainability*, 12(9), 3735.
- ✓ Hillier, D., & Loncan, T. (2019). Political uncertainty and stock returns: Evidence from the Brazilian political crisis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54, 1-12.
- ✓ Jia, Z., Mehta, A. M., Qamruzzaman, M., & Ali, M. (2021). Economic Policy uncertainty and financial innovation: Is there any affiliation? *Frontiers in Psychology*, 12, 1781.

- ✓ Li, T., Ma, F., Zhang, X., & Zhang, Y. (2020). Economic policy uncertainty and the Chinese stock market volatility: Novel evidence. *Economic Modelling*, 87, 24-33. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.07.002>.
- ✓ Liu, Q. M., Lee, C. C., & Zhang, R. (2018, December). Economic policy uncertainty and firms' cash dividend policies. In 3rd International Conference on Education, E-Learning and Management Technology (EEMT 2018) (Vol. 29, pp. 515-519).
- ✓ Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The journal. Of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- ✓ Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101112>.
- ✓ Mei, D., Zeng, Q., Zhang, Y., & Hou, W. (2018). Does US Economic Policy Uncertainty matter for European stock markets volatility? *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 512, 215-221.
- ✓ Tran, D.V (2020). Economic policy uncertainty and bank dividend policy. *Int Rev Econ* 67, 339–361 (2020). <https://doi.org/10.1007/s12232-020-00344-y>.

