



Role of Information Disclosure Quality on the Relationship between Economic Policy Uncertainty and Stock Liquidity

Roya Darabi^{1*}, Sara Naseri Nasab²

1. Associate Professor of Accounting, Faculty of Economics and Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. *Corresponding Author
2. PhD student of Accounting, Faculty of Economics and Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

Received: 2023/05/19

Accepted: 2023/10/07

Abstract

Uncertainty of economic policy increases the information friction in the capital market due to disruption in future forecasting. As a result, the increase in information asymmetry reduces the tendency of investors to trade and affects liquidity. In this situation, managers respond to uncertainty shocks related to their company's information environment by providing more transparent information. This effect is especially greater for companies with weak information environments. Increasing the quality of the company's information disclosure helps the informed trading of securities so that the effects of information asymmetry caused by economic policy uncertainty and incorrect stock pricing are reduced. The purpose of this research was to investigate the role of information disclosure quality on the relationship between economic policy uncertainty and stock liquidity. The results of the research hypotheses test showed that there was a negative and significant relationship between economic policy uncertainty and stock liquidity; moreover, information disclosure quality reduced the negative effect of increasing economic policy uncertainty on stock liquidity.

Keywords: Information disclosure quality, Economic policy uncertainty, Stock liquidity.



نقش کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام

رویا دارابی^۱، سارا ناصری نسب^۲

۱. دانشیار حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
۲. دانشجوی دکترا حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۲۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۱۵

چکیده

عدم اطمینان سیاست اقتصادی به دلیل ایجاد اخلاص در پیش بینی آینده، اصطکاک اطلاعاتی را در بازار سرمایه افزایش می‌دهد. در نتیجه، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی ایجادشده، گرایش سرمایه‌گذاران را برای خرید و فروش کاهش داده و بر نقدشوندگی تأثیر می‌گذارد. در این شرایط، مدیران با ارائه اطلاعات شفاف‌تر به شوک‌های عدم قطعیت مربوط به محیط اطلاعاتی شرکت خود پاسخ می‌دهند. این تأثیر به‌خصوص برای شرکت‌هایی که محیط‌های اطلاعاتی ضعیفی دارند بیشتر است. افزایش کیفیت افشای اطلاعات شرکت به معامله آگاهانه اوراق بهادار کمک می‌کند تا اثرات عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نااطمینانی سیاست اقتصادی و قیمت‌گذاری نادرست سهام کاهش یابد. هدف این پژوهش بررسی نقش کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد: بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد و همچنین کیفیت افشای اطلاعات، تأثیر منفی افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد.

کلمات کلیدی: کیفیت افشای اطلاعات، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام.

پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی
پرتال جامع علوم انسانی

مقدمه

به‌طور کلی نقدشوندگی^۱ توانایی برای تعداد زیاد معامله با سرعت بالا در هزینه پایین و با اثر قیمتی کم توصیف می‌شود. نقدشوندگی سهام، اساس کارکردهای بازار سرمایه مانند کشف قیمت، جریان اطلاعات و تخصیص منابع است (چن و همکاران^۲، ۲۰۲۳)؛ و نشانه کیفیت، کارایی و سرزندگی شرکت‌ها و عاملی حیاتی برای عملکرد خوب بازار است (هندیجانی زاده^۳، ۲۰۲۳).

یکی از عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام، عدم قطعیت سیاست اقتصادی^۴ است که به‌عنوان یکی از نیروهای محرک نوسانات تجاری در نظر گرفته می‌شود و اثرات اقتصادی آن در چند سال اخیر به‌خصوص پس از بحران مالی در سال ۲۰۰۸، توجهات زیادی را به خود جلب کرده است. در این زمینه دولت‌ها به‌منظور توسعه اقتصاد و ثبات جامعه، اصلاحات مالی، نظارتی و سایر سیاست‌های نظارتی خود را تغییر دادند که فشار نزولی بازار را تا حدی کاهش داد، اما نوساناتی را نیز به همراه داشت (ژانگ و وانگ، ۲۰۲۳). نقدشوندگی سهام تا حدی توسط عدم تقارن اطلاعاتی در میان معامله‌گران تعیین می‌شود (ژو و همکاران^۵، ۲۰۲۳). در نتیجه استدلال می‌شود که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام -از طریق کانال اطلاعات- تأثیر منفی می‌گذارد. افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه را تشدید می‌کند و در جای خود، کارایی معاملات در بازار اوراق بهادار را مخدوش می‌کند (پاستور و ورونسی^۶، ۲۰۱۳) تا جایی که تمایل سرمایه‌گذاران را برای تجارت اوراق بهادار کاهش می‌دهد. عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا منجر به افزایش عدم قطعیت ارزش شرکت، خروج معامله‌گران اوراق بهادار از بازار سرمایه و کم شدن نقدشوندگی می‌شود (ناگار و همکاران^۷، ۲۰۱۹). در نتیجه انتظار بر این است که اثرات واقعی عدم اطمینان بالای سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام، برای شرکت‌هایی با محیط‌های اطلاعاتی ضعیف شدیدتر باشد (فنگرانگ و همکاران^۸، ۲۰۲۲).

موضوع دیگری که در این زمینه دارای اهمیت است، مبهم بودن نقش کیفیت افشای اطلاعات^۹ بر رابطه بین عدم قطعیت و نقدشوندگی است. شرکت‌ها ممکن است برای حفظ مزیت‌های رقابتی، شفافیت را کاهش دهند، اطلاعات منفی را سرکوب کنند و صورت‌های مالی را برای اجتناب از الزامات نظارتی در زمان‌های عدم اطمینان بالای سیاست‌های اقتصادی دستکاری کنند. (دسالگان و ژو^{۱۰}، ۲۰۲۱). همچنین افزایش در عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بالا را از طریق کاهش افشای اطلاعات شرکت تشدید کند. هنگامی که عدم اطمینان زیادی وجود دارد، شرکت‌ها در مورد اینکه چه چیزی را افشا کنند و چه چیزی را افشا نکنند، دقت بیشتری می‌کنند. افشای داوطلبانه پرهزینه است به‌خصوص اگر اطلاعات منفی باشد؛ مدیران ممکن است تمایلی به افشای اطلاعات بیشتر به بازار نداشته باشند (چن و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۱)؛ بنابراین، گزینه انباشت اخبار منفی توسط مدیران ممکن است در صورت عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا افزایش یابد (لو و ژانگ^{۱۲}، ۲۰۲۰). علاوه بر این، شرکت‌ها در صورت عدم اطمینان در مورد بازار احتمال کمتری دارند پیش‌بینی‌های سود خود را افشا کنند (کیم و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۶) و تنها زمانی پیش‌بینی سود خود را آشکار می‌کنند که پیش‌بینی عملکردشان مثبت باشد (چن و همکاران، ۲۰۱۱)؛ بنابراین، اینکه آیا شرکت‌ها اطلاعات بیشتری را در طول دوره‌های افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی افشا می‌کنند یا نه هنوز یک سؤال تجربی است که نیاز به بررسی بیشتر دارد.

ادبیات قبلی نشان می‌دهد که افشای اطلاعات، محیط اطلاعاتی شرکت و نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد؛ اما این موضوع که آیا افشای اطلاعات می‌تواند اثرات منفی افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش دهد یا خیر

1 Stock Liquidity

2 Chen et al

3 Hendijani Zadeh

4 Economic Policy Uncertainty (EPU)

5 Xu et al

6 Pastor and Veronesi

7 Nagar et al

8 Fengrong et al

9 Information Disclosure

10 Desalegn & Zhu

11 Chen et al

12 Luo and Zhang

13 Kim et al

تا اندازه‌ای مبهم است. از نظر تئوری، افزایش شفافیت اطلاعات، قیمت سهام را بهبود می‌بخشد، عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی اوراق بهادار را کاهش می‌دهد و تجارت آگاهانه اوراق بهادار را تشویق می‌کند. با توجه به مشکلی که سرمایه‌گذاران در ارزیابی کیفیت شرکت در محیط‌های نامشخص با آن مواجه هستند، شرکت‌های شفاف احتمالاً ارزش بالایی دارند و در دوره‌های افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سهام آنها نقدشوندگی بیشتری دارند (شوئنفلد، ۲۰۱۷).

مطابق با فرضیه شناسایی سرمایه‌گذار، با توجه به مشکلی که سرمایه‌گذاران در ارزیابی کیفیت شرکت در محیط‌های نامشخص با آن مواجه هستند، شرکت‌های شفاف احتمالاً ارزش بالایی دارند و در دوره‌های افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سهام آنها نقدشوندگی بیشتری دارند. همچنین افشای اطلاعات گسترده می‌تواند در زمان‌های نامشخص، اختلاف بین قیمت پیشنهاد فروش و قیمت را کم و حجم گردش اوراق بهادار را افزایش دهد؛ در نتیجه کیفیت افشای بالاتر، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز در جای خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیر آگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش و بدین ترتیب نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲). بنابراین، انتظار بر این است که کیفیت افشای اطلاعات شرکت، عدم تقارن اطلاعات ناشی از عدم اطمینان سیاست اقتصادی را کاهش دهد و تأثیر منفی عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش دهد.

با توجه به اینکه شواهد کمی در ادبیات قبلی در مورد مکانیسم‌های مؤثر برای کاهش اثرات اقتصادی نامطلوب شوک‌های عدم اطمینان برون‌زا وجود دارد، در این پژوهش نظر به این شکاف و اهمیت نقدشوندگی سهام بر عملکرد شرکت، این سؤال مورد بررسی قرار می‌گیرد که آیا کیفیت افشای اطلاعات اثرات منفی عدم اطمینان بالای سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا خیر؟

مبانی نظری

نقدشوندگی سهام

بازار سرمایه از منابع عمده تأمین مالی شرکت‌ها و دولت‌ها است و در تمام کشورهای دنیا به‌عنوان محلی مناسب برای سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود. شرط بقا و ادامه حیات بازار، وجود حداقلی از نقدشوندگی است. نقدشوندگی یکی از ابعاد مهم فرآیند تخصیص بهینه منابع تلقی می‌گردد و میزان نزدیکی دارایی مالی به پول نقد را بیان می‌کند. قابلیت نقدشوندگی یک دارایی از طریق قابلیت تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون تحمل زیان ارزیابی می‌شود. اوراق بهادار قابل معامله را می‌توان از طریق فروش کافی در بازار در هر زمان به وجه نقد تبدیل کرد (آشتاب و همکاران، ۱۴۰۱). همچنین نقدشوندگی بازار سهام را، توانایی بازار برای جذب حجم عظیمی از اوراق بهادار با هزینه اجرایی کمتر در مدتی کوتاه بدون تأثیر قابل توجه بر قیمت اوراق بهادار تعریف کرده‌اند؛ به عبارتی نقدشوندگی بازار را متأثر از حضور خریداران و فروشندگان علاقه‌مندی تلقی می‌کنند که توافق کرده‌اند تا مقدار مشخصی از اوراق بهادار را با قیمت اعلام شده بدون هیچ تأخیر زمانی مبادله کنند. وجود نقدشوندگی در بازار سرمایه برای یک معامله‌گر از اهمیت خاصی برخوردار است؛ زیرا نقدشوندگی سهام میزان بازدهی را تعیین کرده و در نتیجه به ابداع استراتژی‌های معاملاتی مناسب کمک می‌کند (رضایی و همکاران، ۱۴۰۱). به‌خصوص بحران مالی جهانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸ این واقعیت را - که نقدشوندگی پایین در بازارهای مالی به‌ویژه در دوره‌های حباب قیمتی و همچنین وجود شرایط نامطمئن در بازار می‌تواند پیامدهای مختلفی برای فعالان بازار و کل اقتصاد داشته باشد - نمایان کرد. با توجه به اهمیت نقدشوندگی برای بازار سرمایه، شناسایی عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی، به یکی از موضوعات مهم و جالب توجه برای فعالان بازار و تنظیم‌کنندگان بازار تبدیل شده است (آقابابایی و علیان، ۱۴۰۱).

عدم قطعیت سیاست اقتصادی

در حال حاضر اقتصاد جهان از عدم قطعیت‌های سیاست اقتصادی مداوم ناشی از بلایای طبیعی، سیاست و اخیراً همه‌گیری کرونا

رنج می‌برد. (گودل^۱، ۲۰۲۰)؛ در پاسخ به این عدم قطعیت‌ها، محققان توجه خود را به مطالعه اثرات اقتصادی واقعی شوک‌های عدم اطمینان بر بازارهای مالی افزایش داده‌اند (یانگ و همکاران^۲، ۲۰۲۰؛ دانگ و نگوین^۳، ۲۰۲۰). نااطمینانی وضعیتی است که وقایع آینده و یا احتمال رخ دادن آنها پیش بینی نشده است. در دنیای واقعی، اقتصاد سرشار از نااطمینانی عوامل اقتصادی است که به بروز ریسک و مخاطره در فضای تصمیم‌گیری عوامل اقتصادی منجر شده و رفتار آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نااطمینانی وقتی وجود دارد که یا اتفاقات آینده مشخص و معلوم نباشد و یا با وجود مشخص بودن اتفاقات آینده، احتمال آنها قابل پیش‌بینی نیست. به بیان دیگر، علت اصلی نااطمینانی نبود دانش پیش‌بینی است. در چنین وضعیتی تصمیم‌گیری برای آینده پیچیده و مشکل می‌شود (قربانی و همکاران، ۱۴۰۱).

دو جنبه ادراکی از عدم قطعیت مورد تاکید است؛ نخست ادراک واقع‌گرا و دوم قابلیت پیش‌بینی که هر دو در زمان واکنش در قبال سناریوهای عدم قطعیت جلوه می‌کنند؛ به طور خاص، منظور از نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، بی‌ثباتی است که غالباً با انحراف معیار معیارهای اقتصادی؛ مانند انحراف معیار تورم، رشد تولید ناخالص ملی، رشد عرضه پول، بسط اعتبارات داخلی و کسری بودجه دولت موردسنجش قرار می‌گیرد. این عدم قطعیت ناشی از قاعده رفتاری حاکم بر ارتباط بین متغیرهای اقتصادی است. در کنار تابع هدف، ساختار و محدودیت‌های مترتب بر آن وجود دارد. سیاست‌گذار در پی خلق شرایط بهینه برای تابع هدف است. هدف می‌تواند بیشینه نمودن رفاه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و سیاسی و نظایر آن باشد (مرادی و همکاران، ۱۴۰۱). محققان مختلف تأثیرات عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر توسعه اقتصاد کلان و رفتار عوامل اقتصاد خرد را بررسی کرده‌اند. در سطح کلان، عدم اطمینان بیشتر در سیاست اقتصادی به‌عنوان پیش‌بینی‌کننده قوی رکود اقتصادی در نظر گرفته می‌شود. افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی - برای توسعه اقتصاد واقع مناسب نیست و منجر به کاهش تولید ناخالص داخلی، سرمایه‌گذاری، مصرف و واردات و صادرات می‌شود. همچنین افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر مهمی بر نرخ وام در بازار مالی دارد (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲). در سطح خرد نیز، عدم اطمینان سیاست اقتصادی تغییراتی را در فعالیت‌های شرکت و تصمیم‌گیری ایجاد می‌کند و منجر به عدم اطمینان در سطح شرکت می‌شود (اشرف^۴، ۲۰۲۱).

کیفیت افشای اطلاعات

افشای اطلاعات، یکی از اصول حسابداری است و بر اساس این اصل، باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت‌های شرکت به نحو مناسب و به‌موقع، در اختیار گروه‌های مختلف استفاده‌کننده قرار گیرد؛ افشای اطلاعات در حسابداری به معنای ارائه اطلاعات مالی است و آن را دربرگیرنده اطلاعاتی می‌دانند که برای سرمایه‌گذار معمولی مفید واقع شود و موجب گمراهی خواننده نگردد (کیقبادی و همکاران، ۱۳۹۷).

تئوری نمایندگی، افشای اطلاعات را به‌عنوان مکانیزمی جهت اطمینان بخشی مدیران نسبت به ایفای وظیفه مباشرت و حمایت از سهامداران مطرح می‌کند. افشای اطلاعات می‌تواند منجر به کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود و همچنین به‌عنوان یکی از مؤثرترین روش‌های علامت‌دهی اطلاعات به شمار می‌آید (عامری و همکاران، ۱۴۰۰). کیفیت افشا، به سهولت مطالعه و تفسیر گزارش‌های مالی اشاره دارد. وقتی حجم اطلاعات، به‌موقع بودن و دقت اطلاعات افشاشده توان آگاهی‌دهندگی ایجاد کند و سرمایه‌گذاران درباره ارزش اوراق بهادار پس از دریافت اطلاعات به باور درستی برسند، اطلاعات افشاشده کیفیت بالایی دارند. ارائه تعریفی از کیفیت افشا که موردقبول همگان قرار گیرد کمی دشوار به نظر می‌رسد. مطابق نظر دیاموند و ورشیا^۵ (۱۹۹۱) کیفیت افشا عبارت است از میزان درستی باور سرمایه‌گذاران درباره ارزش اوراق بهادار پس از دریافت اطلاعات افشاشده در چارچوب قضیه بیز؛ به عبارت دیگر افشایی که توزیع پیوسته‌تری برای یک مجموعه احتمال‌های پیشین ایجاد

1 Goodell

2 Yang

3 Dang and Nguyen

4 Ashraf

5 Diamond, D. and Verrecchia,

نماید، از کیفیت بالاتری برخوردار است. کینگ^۱ (۱۹۹۶) هم معتقد است در غیاب مقررات ضد تقلب، کیفیت افشا را می‌توان به‌عنوان درجه‌ای از جانب‌داری مبتنی بر منفعت‌طلبی شخصی مدیران تعریف کرد (کردستانی و حسینی، ۱۳۹۲).

پیشینه پژوهش

ژانگ و همکاران (۲۰۲۳) در بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام نشان می‌دهند که هر چه عدم اطمینان سیاست اقتصادی بیشتر باشد، نقدشوندگی سهام پایین‌تر است که در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی مبهم، توجه سرمایه‌گذار، کمتر و توانایی مقاومت در برابر ریسک ضعیف‌تر، معنی‌دارتر است. علاوه بر این، تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را می‌توان با افزایش افشای داوطلبانه کاهش داد. ژانگ و وانگ^۲ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ثبات بانک: تحلیلی بر اساس اثرات واسطه‌ای شفافیت نشان می‌دهند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ثبات بانک‌ها تأثیر منفی دارد. شفافیت نقش واسطه‌ای جزئی بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و ثبات بانک ایفا می‌کند. فنگرانگ و همکاران (۲۰۲۲) در بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی، افشای اطلاعات و نقدشوندگی سهام نشان دادند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. همچنین مدیران با تولید اطلاعات بیشتر در مورد شوک‌های عدم قطعیت به محیط اطلاعاتی شرکت خود، پاسخ می‌دهند. علاوه بر این، کیفیت افشای اطلاعات بالا تأثیر منفی افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد. داش و مایترا^۳ (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام؛ شواهد از کشورهای G7، با آزمون علیت خطی و غیرخطی نشان می‌دهند که یک رابطه علی بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام وجود دارد. علاوه بر این، نقدشوندگی بازار سهام با عدم قطعیت در یک جهت تغییر می‌کند؛ درحالی‌که نقدشوندگی در جهت مخالف حرکت می‌کند. در مواقع آشفتگی یا بحران اقتصادی، رابطه بین عدم قطعیت سیاست و عدم نقدشوندگی قوی‌تر می‌شود و عدم نقدشوندگی منجر به عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی می‌شود. به‌طور کلی، یافته‌های آنها نشان می‌دهد که ویژگی شاخص اصلی (عدم نقدشوندگی) برای ارائه اطلاعات اقتصادی و در نتیجه برای مدیریت شرایط بازار و انتظارات سرمایه‌گذار مفید است. ناگار و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و افشای مدیریت نشان دادند: عدم قطعیت با افزایش شکاف پیشنهادی خرید و فروش کاهش واکنش قیمت سهام به غافلگیری سود مرتبط است. مدیران با افزایش افشای اختیاری خود به این عدم قطعیت پاسخ می‌دهند، اما این افشاها تنها تا حدی افزایش شکاف پیشنهاد و تقاضا را کاهش می‌دهند.

بنی مهد، بهمن و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان عدم قطعیت اقتصادی و مدیریت سود: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند: عدم قطعیت اقتصادی، رابطه مثبت و معناداری با مدیریت سود دارد؛ به‌عبارت‌دیگر در زمان افزایش انحراف معیار سود هر سهم، مدیران شرکت‌ها برای کنترل نوسان نامطلوب سود، بیشتر از ابزار مدیریت سود و در زمان کاهش انحراف معیار سود هر سهم، کمتر از ابزار مدیریت سود استفاده می‌کنند. قاسمی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی، نشان دادند که رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی معنی‌دار است و عدم اطمینان سیاست اقتصادی موجب تضعیف رابطه بین افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. قاسمی و همکاران (۱۴۰۰) در بررسی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری، نشان دادند که نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنادار دارد. به‌علاوه، نااطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری تأثیر منفی و معنادار دارد؛ اما شواهد قابل اتکایی مبنی بر تأثیر‌گذاری نااطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود یافت نشد. شاهرادی و طباطبایی نسب (۱۴۰۰) در بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه نااطمینانی اقتصادی و مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی نشان دادند در شرایط نااطمینانی اقتصادی، استفاده از شرکت‌های بزرگ حسابرسی و افزایش دوره تصدی، کاهش مدیریت

1 King

2 Zhang & Wang

3 Dash & Maitra

سود را به همراه دارد. علاوه بر این، ارائه گزارش حسابرسی غیراستاندارد تأثیر مستقیم نااطمینانی اقتصادی را بر مدیریت سود شرکت‌ها تقویت کرده است.

چارچوب نظری و ارائه فرضیه‌های پژوهش

عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام

مطالعات تجربی نشان داده‌اند که نااطمینانی سیاست اقتصادی بر سیاست تقسیم سود سهام (فاورق و احمد^۱، ۲۰۱۹)؛ ساختار سرمایه (کولاک^۲ و همکاران، ۲۰۱۷)؛ صدور سهام (جینز^۳، ۲۰۱۷)؛ ادغام و کسب (بونامی^۴ و همکاران، ۲۰۱۸)؛ نگهداشت وجه نقد (فان^۵ و همکاران، ۲۰۱۹) و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها (وانگ^۶ و همکاران، ۲۰۱۷) تأثیر می‌گذارد.

افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران را در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌دهد (پاستور و ورونزی^۷، ۲۰۱۳). تئوری گزینه‌های واقعی^۸ بیان می‌کند که در دوره‌های افزایش عدم اطمینان، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری‌های برگشت‌ناپذیر خود را کاهش می‌دهند یا تا زمانی که عدم قطعیت برطرف شود، سرمایه‌گذاری را به تأخیر می‌اندازند (گولن و یون^۹، ۲۰۱۵). در این شرایط، مدیران منفعت‌طلب ممکن است تمایلی به افشای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در بازار نداشته باشند تا از کاهش قیمت سهام جلوگیری کنند؛ بنابراین، افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار سرمایه تشدید می‌کند (گوش و اولسن، ۲۰۰۹). در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های آمریکایی، ناگار و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که عدم اطمینان سیاست اقتصادی، اصطکاک اطلاعاتی را در بازار سرمایه افزایش می‌دهد. افزایش عدم تقارن اطلاعاتی گرایش سرمایه‌گذاران را برای تجارت کاهش می‌دهد و بر نقدشوندگی سهام تأثیر منفی می‌گذارد. همچنین مطالعات مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی نشان می‌دهد که شکاف‌های اطلاعاتی در بازار سرمایه بر نقدشوندگی سهام شرکت تأثیر منفی می‌گذارد (ایلول و پاناییدس^{۱۰}، ۲۰۱۸). علاوه بر این مطالعات، در ایالات متحده (بکر و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۶) و در چین (لی و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۹) نشان می‌دهند که عدم اطمینان سیاست اقتصادی با افزایش نوسانات سهام مرتبط است. افزایش در نوسانات سهام، پیش‌بینی قیمت سهام را برای سرمایه‌گذاران دشوار می‌کند و سرمایه‌گذاران را از معامله منصرف می‌کند. همچنین، افزایش عدم اطمینان سیاست به کاهش قیمت سهام شرکت کمک می‌کند (پاستور و ورونزی، ۲۰۱۳). این مطالعات نشان می‌دهد که عدم اطمینان سیاست اقتصادی به طرق مختلف بر عملکرد بازار سهام تأثیر منفی می‌گذارد. دوونگ و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۹) نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی را مطالعه می‌کنند و شواهدی ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام تأثیر منفی می‌گذارد. نتایج مطالعات فنگران و همکاران (۲۰۲۲) نیز بیانگر نتایجی مشابه است؛ بنابراین، فرضیه اول به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه منفی وجود دارد.

-
1. Farooq & Ahmed
 2. Çolak
 3. Jens
 4. Bonaime
 5. Phan
 6. Wang
 7. Pastor and Veronesi
 8. real options theory
 9. Gulen and Ion
 10. Ellul and Panayides
 11. Baker et al
 12. Li et al
 13. Duong et al

کیفیت افشای اطلاعات، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام

فرض می‌شود که مدیران در پاسخ به شوک‌های عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی اطلاعات بیشتری تولید می‌کنند تا شکاف‌های اطلاعاتی بین خودی‌ها و شرکت‌کنندگان بازار را کم کنند. بر اساس تئوری‌های افشای اطلاعات، زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بین شرکت (معامله‌گران آگاه) و سرمایه‌گذاران بالقوه (معامله‌گران ناآگاه) افزایش می‌یابد، مدیران انگیزه‌های بیشتری برای افشای داوطلبانه بیشتری برای کاهش اصطکاک اطلاعاتی و عدم اطمینان سرمایه‌گذار دارند. سرمایه‌گذاران از شوک‌های عدم قطعیت بیزارند تا جایی که تقاضای آنها برای اطلاعات مالی دقیق با افزایش عدم اطمینان محیطی افزایش می‌یابد؛ بنابراین، افشای اطلاعات احتمالاً برای شرکت در مواقع عدم اطمینان بالای سیاست‌ها سودمندتر است (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹) تا جایی که مدیران در پاسخ به افزایش برون‌زا در عدم قطعیت سیاست اقتصادی، اطلاعات بیشتری را در بازار سرمایه برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و عدم اطمینان سرمایه‌گذار تولید می‌کنند.

همچنین اصطکاک بازار مالی باعث افزایش هزینه سرمایه و کاهش عرضه و جوجه سرمایه‌گذاری از سوی سرمایه‌گذاران بالقوه می‌شود (پاستور و ورونسی ۲۰۱۳). عدم تقارن اطلاعات ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی، دسترسی به سرمایه خارجی را- که برای تکمیل منابع ناکافی داخلی شرکت مورد نیاز است- کاهش می‌دهد. انتظار می‌رود تقاضای بالاتر برای اطلاعات مالی آینده‌نگرتر از شرکت‌ها، مانند سود مورد انتظار- زمانی که عدم اطمینان در مورد بازده دارایی‌ها افزایش می‌یابد- افزایش یابد؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران به گزارش‌های مدیریت قابل اعتماد در مواقع عدم اطمینان سیاست‌های شدید روی می‌آورند؛ زیرا رسانه‌ها و تحلیلگران مالی پیش‌بینی می‌کنند که دقت پیش‌بینی زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا باشد کاهش می‌یابد (بالوریا و مامو، ۲۰۱۷؛ یو و همکاران، ۲۰۲۰). بنابراین، شرکت‌ها احتمالاً اطلاعات بیشتری در مورد بازار از طریق پیش‌بینی‌های مدیریتی و بیانیه‌های مطبوعاتی ارائه می‌کنند تا عدم تقارن اطلاعات در سطح شرکت را به حداقل برسانند؛ در نتیجه، میزان عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، تصمیمات مربوط به کیفیت افشای اطلاعات مدیران را شکل می‌دهد. اگر سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالا باشد، مدیران احتمالاً افشای خود را- به عنوان یک استراتژی مدیریت ریسک برای بهبود اطلاعات قیمت سهام- افزایش می‌دهند (بیکر و همکاران ۲۰۱۶). انتخاب افشای اطلاعات بر معامله‌گران ناآگاه و آگاه تأثیر می‌گذارد، زیرا افزایش افشای شرکت، میزان اطلاعات عمومی در بازار را نسبت به اطلاعات خصوصی افزایش می‌دهد. کیفیت افشای بالا، مزیت‌های اطلاعاتی معامله‌گران آگاه را به هزینه معامله‌گران ناآگاه کاهش می‌دهد. انتشار مکرر و به موقع اطلاعات با اهمیت برای عموم، انگیزه‌های جستجوی اطلاعات خصوصی را کاهش می‌دهد و هزینه‌های جستجوی اطلاعات خصوصی را افزایش می‌دهد. افشای با کیفیت بالا هزینه‌های پردازش اطلاعات عمومی را کاهش می‌دهد و در نتیجه تجارت توسط معامله‌گران ناآگاه را افزایش می‌دهد؛ زیرا افشا، فضای بازی یکسانی را بین معامله‌گران ناآگاه و معامله‌گران آگاه ایجاد می‌کند.

همچنین در مورد تأثیر آن بر نقدشوندگی می‌توان گفت: کیفیت افشای بالاتر، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز در جای خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیر آگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش و بدین ترتیب نقد شوندگی بازار را افزایش می‌دهد (فنگرنگ و همکاران، ۲۰۲۲). هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی وجود دارد، مدیران ممکن است افشای بیشتری را برای کاهش تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام ارائه دهند؛ افزایش شفافیت شرکت از طریق افزایش افشای اطلاعات به سرمایه‌گذاران بالقوه کمک می‌کند تا کیفیت اوراق بهادار شرکت را ارزیابی کنند، هزینه‌های مخاطره اخلاقی را کاهش دهند و به طور بالقوه جذابیت اوراق بهادار را در بازار سرمایه افزایش دهند. افزایش افشای شرکت و شفافیت به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بر اثرات منفی عدم تقارن اطلاعاتی غلبه کنند و قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش می‌دهد. همچنین افشای مکرر و با کیفیت اطلاعات، هزینه‌های سرمایه و هزینه‌های تجاری سرمایه‌گذاران بالقوه را کاهش می‌دهد (بالاکریشان و همکاران، ۲۰۱۴). افزایش افشای اطلاعات، اختلاف بین قیمت پیشنهاد فروش و قیمت را کم و حجم گردش اوراق بهادار را

1 Baloria and Mamo

2 Yu

3 Balakrishnan et al

افزایش می‌دهد و شرکت‌های شفاف ارزش بالایی می‌یابند و دارای سهام نقدشونده بیشتری می‌شوند. چو و کیم^۱ (۲۰۲۰) نیز در مطالعه‌ای روی شرکت‌های آمریکایی نشان می‌دهند که تأثیر افشای افزایشی بر نقدشوندگی سهام برای شرکت‌هایی با افشای اخبار مثبت بیشتر از شرکت‌هایی با افشای اخبار منفی است.

علاوه بر این موارد، فرضیه شناسایی سرمایه‌گذار^۲ نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بالقوه ترجیح می‌دهند در سهام شفافی که به راحتی با هزینه‌های محدود قابل ارزیابی هستند، معامله کنند یا سرمایه‌گذاری کنند. اطلاعات خاص شرکت به سرمایه‌گذاران بالقوه کمک می‌کند تا سهام با کیفیت بالا را از سهام با کیفیت پایین با هزینه‌های پایین ارزیابی و متمایز کنند. (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲)؛ بنابراین، در زمان‌های نامشخص، سرمایه‌گذاران با تغییر از اوراق بهادار سخت با ارزش به اوراق بهادار کم ریسک تر و قابل پیش‌بینی‌تر، رفتار ریسک‌گریزی از خود نشان می‌دهند. از آنجایی که افزایش شفافیت باعث افزایش نقدینگی سهام می‌شود (شوئنفلد ۲۰۱۷)؛ انتظار بر این است که کیفیت افشای اطلاعات تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش دهد؛ بنابراین، فرضیه دوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی تأثیر معنی‌داری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر، از نظر هدف، کاربردی، از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی همبستگی و با توجه به استفاده از اطلاعات تاریخی، پس‌رویدادی است. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ای کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) می‌باشد و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزارهای EViews 10 استفاده شده است. داده‌های موردنیاز از طریق وبسایت کدال گردآوری شده و برای مطالعه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۹ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۰ می‌باشد نمونه پژوهش نیز به روش حذفی از میان آن دسته از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد که شرایط زیر را داشته باشند:

- ۱) شرکت تا قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد.
- ۲) به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت فراوان آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جزو شرکت‌های یادشده نباشد.
- ۳) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- ۴) اطلاعات مالی شرکت در بازه زمانی پژوهش در دسترس باشد.

متغیرها و مدل پژوهش

متغیر وابسته در این پژوهش نقدشوندگی سهام (Stock Liquidity) می‌باشد.

در این پژوهش، بنابر مطالعات سید نژاد فهیم و همکاران (۱۳۹۸) از نسبت روزهای باز معاملاتی (open days trading) به‌عنوان معیارهایی برای نقدشوندگی سهام استفاده شده است. موضوع توقف و بازگشایی نمادهای بورسی و فرابورسی معضلی است که مدت‌ها در بازار سرمایه ایران وجود داشته و سرمایه‌گذاران بورسی مخصوصاً سهامداران خرد- که سهام‌چندانی در تصمیمات کلان شرکت‌ها ندارند- قربانیان توقف بلندمدت نمادهای بورسی شده‌اند. این در حالی است که مسئولان بازار سرمایه سعی می‌کنند از کانال‌های مختلف سرمایه‌های خرد را به سمت بازار سرمایه هدایت کنند. رعایت نکردن دستورالعمل‌های سازمان بورس و ارائه اطلاعاتی مبهم از سوی شرکت - که به‌نوعی منجر به عدم تقارن اطلاعات و تغییرات زیاد و بی‌دلیل قیمت سهام می‌شود-

1. Cho and Kim

2. investor recognition hypothesis

....

باعث توقف نماد شرکت شده و سطح نقدشوندگی آن را کاهش می‌دهد. نسبت روزهای باز معاملاتی از تقسیم تعداد روزهای باز معاملاتی هر نماد بر کل تعداد روزهای معاملاتی در هر سال محاسبه می‌شود.

متغیر مستقل، در این پژوهش عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) می‌باشد.

در این پژوهش، برای اندازه‌گیری عدم قطعیت سیاست اقتصادی مطابق با پژوهش دشتکی و همکاران (۱۴۰۱) از ۴ معیار نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز و نرخ رشد اقتصادی استفاده شده است. دلیل انتخاب این موارد این است که تغییرات در آنها موجب اختلال در تصمیم‌گیری و ایجاد عدم قطعیت در پیش‌بینی روال برنامه ریزی آتی می‌شود. در این زمینه در مدل‌های پژوهش متغیرهای نااطمینانی سیاست اقتصادی بر اساس شاخص تحلیل مؤلفه اساسی (PCA) جمع‌بندی می‌شود. برای وزن دهی، ابتدا متغیرها در بازه صفر تا یک، نرمال‌سازی شده و سپس ماتریس ضریب همبستگی بین متغیرها محاسبه می‌شود. در ادامه مقادیر ویژه ماتریس ضریب همبستگی محاسبه شده و بردارهای ویژه تشکیل می‌شود و در نهایت وزن هر یک از متغیرها تعیین می‌شود.

$$EPU = 0.529 * \text{Inflation rate} - 0.329 \text{ Interest rate} + 0.601 \text{ Exchange rate} * \text{GDP}$$

متغیر تعدیلگر کیفیت افشای اطلاعات: (Disclosure) است:

امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته‌شده برای دوره‌های ۳، ۶، ۹، ۱۲ ماهه محاسبه و توسط سازمان بورس و اوراق بهادار از سال ۱۳۸۲ به بعد منتشر شده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می‌نماید. امتیازهای مذکور بر اساس میانگین وزنی معیارهای به‌موقع بودن و قابل‌اتکا بودن اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس محاسبه می‌شود. تأخیر در ارسال اطلاعات به بورس در مقایسه با مهلت‌های زمانی مقرر و تفاوت در سودهای محقق شده نسبت به پیش‌بینی‌ها برای محاسبه به‌موقع بودن و قابل‌اتکا بودن افشای اطلاعات استفاده می‌شود. (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۵؛ کیقبادی و همکاران، ۱۳۹۷)

همچنین تأثیر **متغیرهای کنترلی** زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت: (SIZE) لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال؛ (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲؛ دشتکی و همکاران، ۱۴۰۱).

سن شرکت: (AGE): برابر با تعداد سالهای پذیرش شرکت در بورس (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

بازده دارایی‌ها (ROA): سود قبل از بهره و مالیات بر مجموع دارایی‌ها (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲؛ موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۵).

مالکیت دولتی (STATE): نسبت سهام شرکت متعلق به دولت به کل سهام آن شرکت است (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

رشد فروش شرکت (LSALE): درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل (دشتکی و همکاران، ۱۴۰۱).

مدل آماری فرضیه اول:

$$\text{Stock Liquidity}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{AGE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{STATE}_{i,t} + \beta_6 \text{LSALE}_{i,t} + \beta_7 \text{RET}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

(۱) رابطه

مدل آماری فرضیه دوم:

$$\text{Stock Liquidity}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{Disclosure}_{i,t} + \beta_3 (\text{EPU}_{i,t} * \text{Disclosure}_{i,t}) + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{STATE}_{i,t} + \beta_8 \text{LSALE}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

(۲) رابطه

یافته‌های پژوهش آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی پژوهش که شمای کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد، در نگاره زیر نشان داده شده است:

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی				نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	میانگین	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۰/۹۸	۰/۳۲	۳/۶۳	-۱/۴۲	۰/۲۱	۰/۸۱	۰/۷۷	Stock Liquidity	نقدشوندگی سهام
۱/۰۷	-۰/۰۵	۱/۴۷	۱/۲۳	۰/۱۸	۰/۲۶	۰/۳۴	EPU	عدم قطعیت سیاست اقتصادی
۹۹/۰۶	۲۵/۸۳	۲/۶۱	-۰/۶۶	۱۸/۰۳	۷۸/۸۳	۷۴/۱۳	Disclosure	کیفیت افشای اطلاعات
۲۰/۷۵	۱۰/۵۲	۳/۸۷	۰/۸۳	۱/۶۴	۱۴/۴۶	۱۴/۷۱	SIZE	اندازه شرکت
۵۴	۲	۸/۹۹	۴/۶۸	۱/۲۲	۱۸	۱۹/۷۳	AGE	سن شرکت
۰/۴۴	۰/۰۵	۰/۵۳	۰/۶۳	۰/۱۳	۰/۱۲	۰/۱۴	ROA	بازده دارایی
۰/۹۹	۰	۰/۳۳	۱/۶۳	-۰/۳۸	۰/۵۷	۰/۴۸	STATE	مالکیت دولتی
۹/۱۱	-۰/۹۰	۵۰/۱۸	۴/۹۷	۰/۶۴	۰/۲۶	۰/۳۵	LSALE	رشد فروش

آزمون فرضیه اول پژوهش انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

نگاره ۲. آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه اول

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون
۰/۰۰۰	۱۱/۶۵	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰	۹/۲۸	آزمون هاسمن

با توجه به نگاره ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود و در نتیجه استفاده از روش پانل ارجحیت دارد؛ لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن انجام شود؛ نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

نگاره ۳. نتایج برآورد فرضیه اول پژوهش

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
EPU	-۰/۳۳	-۶/۵۵	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۰۱	۵/۱۰	۰/۰۰۰
AGE	-۰/۳۳	-۲/۰۹	۰/۰۳۶
ROA	۰/۷۶	۲/۱۴	۰/۰۳۸
STATE	۰/۱۳	۴/۲۸	۰/۰۰۰
LSALE	۱/۹۰	۱۱/۱۵	۰/۰۰۰
C (مقدار ثابت)	-۹/۱۲	-۱۰/۲۲	۰/۰۰۰
F مقدار		۱۸/۲۲	۰/۰۰۰
(R ²) ضریب تعیین		۰/۷۰۶۴	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۷۱۷	۱/۶۷

....

در بررسی معنی‌دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره ۳، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) یعنی معنی‌دار است، ضریب آن (۰/۳۲) منفی می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۶/۵۵- می‌باشد، این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ بنابراین بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد؛ در نتیجه فرضیه H₀ رد شده و فرض اول پژوهش تأیید می‌شود.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم: در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت، روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

نگاره ۴. آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه دوم

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۱۱/۶۵	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۵۰/۲۱	۰/۰۰۰

با توجه به نگاره ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی، آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

نگاره ۵. نتایج برآورد فرضیه دوم پژوهش

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
EPU	-۰/۲۲	-۳/۴۶	۰/۰۰۰
Disclosure	۰/۱۰	۷/۳۱	۰/۰۰۰
EPU* Disclosure	۰/۰۳	۲/۳۰	۰/۰۳۰
SIZE	۰/۱۱	۴/۰۹	۰/۰۰۰
AGE	-۰/۲۸	-۲/۰۵	۰/۰۳۸
ROA	۰/۷۹	۳/۸۲	۰/۰۰۰
STATE	۰/۱۴	۴/۳۲	۰/۰۰۰
LSALE	۱/۹۰	۱۵/۳۴	۰/۰۰۰
C (مقدار ثابت)	-۶/۰۹	-۹/۴۹	۰/۰۰۰
مقدار F		۱۲/۴۳	۰/۰۰۰
(R ²) ضریب تعیین		۰/۷۱۲۳	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۸۷۶	۱/۷۲

در بررسی معنی‌دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره ۴، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر EPU* Disclosure کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۳۰) یعنی معنی‌دار است، ضریب آن (۰/۰۳) مثبت می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۲/۳۰ می‌باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی تأثیر معنی‌داری دارد و در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این پژوهش به بررسی نقش کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام پرداخته شد؛ در مورد فرضیه اول، نتایج نشان داد که بر اساس تئوری انتخاب واقعی و همچنین با در نظر داشتن فرصت‌طلبی مدیران، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام از طریق کانال اطلاعات تأثیر منفی می‌گذارد. این تأثیر از آن جهت است که افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، منجر به تشدید عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه می‌شود و در جای خود، کارایی معاملات در بازار اوراق بهادار را مخدوش می‌کند که باعث می‌شود تمایل سرمایه‌گذاران برای تجارت اوراق بهادار کاهش یافته و در نتیجه تعداد معاملات و نقدشوندگی کاهش یابد. به علاوه در طی دوران عدم قطعیت، امکان سرمایه‌گذاری برگشت‌پذیر کاهش می‌یابد. این نتیجه همراستا با یافته‌های ژانگ و همکاران (۲۰۲۳)، فنگران و همکاران (۲۰۲۲)، دوونگ و همکاران (۲۰۱۹)، لی و همکاران (۲۰۱۹) و ناگار و همکاران (۲۰۱۹) است.

نتیجه فرضیه دوم، نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنی‌دار کیفیت افشای اطلاعات بر این رابطه است به نحوی که موجب تضعیف این رابطه منفی می‌شود که می‌توان این نقش را ناشی از کم شدن عدم تقارن اطلاعاتی با افزایش کیفیت افشا دانست. مطابق با این نتیجه، کیفیت افشای بالاتر، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز در جای خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیر آگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش و بدین ترتیب نقد شونگی بازار را افزایش می‌دهد. به علاوه مطابق فرضیه شناسایی سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاران بالقوه ترجیح می‌دهند در سهام شفاف‌تری که به راحتی با هزینه‌های محدود قابل ارزیابی هستند، معامله کنند که منجر به بهبود نقدشوندگی آن سهام می‌شود؛ به عبارتی با توجه به مشکلی که سرمایه‌گذاران در ارزیابی کیفیت شرکت در محیط‌های نامشخص با آن مواجه هستند، شرکت‌های شفاف احتمالاً ارزش بالایی دارند و در دوره‌های افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سهام نقدشوندگی بیشتری دارند. این نتیجه مطابق با یافته‌های فنگرانگ و همکاران (۲۰۲۲)، چو و کیم (۲۰۲۰) و شوئنفلد (۲۰۱۷) است.

یافته‌های این پژوهش شواهدی محکم، مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران نسبت به اعلامیه‌های مدیریت برای شرکت‌هایی با افشای اطلاعات بالا در دوره‌های عدم قطعیت شدید، واکنش نشان می‌دهند، ارائه می‌دهد و با مستند کردن اینکه افشای اطلاعات با کیفیت، باعث بهبود دقت پیش‌بینی تحلیلگران مالی در زمان افزایش عدم اطمینان می‌شود، به آگاهی بخشی سهامداران کمک می‌کند. بر این اساس پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار، موضوع افشا و کیفیت آن را با جدیت بیشتری به دلیل آگاهی بخشی آن مدنظر داشته باشد و الزامات سخت‌گیرانه‌تری نسبت به شرکت‌ها برای اجباری کردن افشا و کیفیت لازم و به موقع بودن آن تدوین کند و به تحلیلگران بازار سرمایه نیز پیشنهاد می‌شود کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها را در بازه‌های زمانی مشخص در زمان نااطمینانی بازار و به خصوص در شرایط نوسانات نرخ ارز و تورم در بازار سرمایه ایران به طور کامل مدنظر داشته باشند؛ چراکه عاملی مهم در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و جلوگیری از فرصت‌طلبی مدیران و در نتیجه بهبود حجم معاملات با امید افزایش نقدشوندگی و احتمالاً کسب بازده بیشتر است. به مدیران شرکت‌ها هم پیشنهاد می‌شود که با بهبود کیفیت افشای شرکت و افشای داوطلبانه، به سهامداران این علامت و اطمینان را بدهند که در شرایط نااطمینانی مانند نوسانات نرخ ارز، تورم و... سهام شرکت آنها که در اختیار سهامداران است، نسبت به سهام مشابه به دلیل کم شدن عدم تقارن اطلاعاتی و شفاف شدن محیط اطلاعاتی شرکت، دارای نقد شونگی بیشتری است و آنها را نسبت به خرید و نگهداری سهام امیدوار نمایند. همچنین پیشنهاد می‌شود که به دلیل احتمال تأثیر دیگر متغیرهای غیرمالی مانند عوامل حاکمیتی، زیست‌محیطی و اجتماعی در افشای اطلاعات (که در این پژوهش نادیده گرفته شده‌اند) پژوهش‌های آتی به بررسی نقش گزارشگری یکپارچه، افشای داوطلبانه اطلاعات و همچنین افشای زیست‌محیطی بر رابطه میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام بپردازند.

منابع

آشتاب، علی؛ محمدزاده، حمیده و زواری رضایی، اکبر (۱۴۰۱) بررسی تأثیر اندازه شرکت بر نقدشوندگی سهام با توجه به چرخه عمر شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۹ (۳۷)، ۱۱۷-۱۳۸

....

آقابابایی، محمدابراهیم؛ علییان، الهام (۱۴۰۱)، بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار و نوسان آن در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۲ (۱)، ۶۱-۸۰

بنی مهد، بهمن؛ رویایی، رمضانعلی و مشتاق کهنمویی، مسعود (۱۴۰۱) عدم قطعیت اقتصادی و مدیریت سود: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۴، ۵-۲۰

دشتکی، رقیه؛ قربانی، بهزاد؛ ریاحی، فرشید (۱۴۰۱) تأثیر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر هزینه تأمین مالی با تأکید بر ارتباطات سیاسی، فصلنامه اقتصاد کاربردی، ۱۲ (۴۳)، ۸۵-۱۰۰

رضایی، محمود؛ پناهیان، حسین؛ معدنچی زاج، مهدی و قدرتی، حسن (۱۴۰۱) تبیین عوامل مؤثر بر نقد شوندگی سهام با استفاده از الگوریتم ژنتیک و روش حداقل افزونگی و حداکثر ارتباط (MRMR)، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ش ۵۳، ۴۵-۷۱

سیدنژاد فهیم، سیدرضا؛ مشکی میاوقی، مهدی؛ چیرانی، ابراهیم؛ محفوظی، غلامرضا (۱۳۹۸) بررسی تأثیر معاملات غیرعادی معامله‌گران آگاه بر نقدشوندگی سهام، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۱۱، ش ۱، ۱۴۳-۱۶۹

شاهمرادی، نسیم و طباطبایی نسب، زهره (۱۴۰۰) بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه نااطمینانی اقتصادی و مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳ (۱)، ۶۷-۸۶

عامدی، حسین؛ کامیابی، یحیی و ملکیان، اسفندیار (۱۴۰۰) بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی، دانش حسابداری، ۱۲ (۲)، ۴۹-۶۵

قاسمی، قاسم؛ خدای پور، احمد و شمس‌الدینی، کاظم (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی، پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۳ (۶)، ۳۱-۵۲

قاسمی، قاسم؛ خدای پور، احمد و شمس‌الدینی، کاظم (۱۴۰۰) بررسی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری، دانش حسابداری مالی، ۸ (۳)، ۲۵-۴۷

قربانی، بهزاد؛ پورطاهر اقدم، فرزانه و رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۴۰۱) تأثیر محافظه‌کاری حسابرس و وجود عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر کیفیت سود، قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی، ۱ (۲)، ۱-۲۵

کردستانی، غلامرضا و حسینی، نیرالسادات (۱۳۹۲) بررسی رابطه‌ی بین کیفیت افشا و محتوای سود حسابداری، بررسی‌های حسابداری، دوره ۱، ش ۱، ۱۲۰-۱۳۹

کیقبادی، امیررضا؛ صدیق بهزادی، شادان؛ طهماسبی، سعید و سیف، سمیرا (۱۳۹۷) تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰ (۴۰)، ۶۹-۸۸

مرادی، فیض‌اله؛ عاقلی، لطفعلی؛ عساری آنرانی، عباس (۱۴۰۱) تأثیر نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی بر شدت انرژي در ایران، اقتصاد انرژي، سال ۱۸، ش ۷۲، ۲۷-۵۸

موسوی شیری، سیدمحمود؛ خلعتبری، حسن و فیروزبخت، مینا (۱۳۹۵) اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزشیابی سهام، پژوهش‌های مالی و حسابرسی، ۷ (۲۷)، ۷۳-۹۲

- Ashraf, B.N. (2021) Is Economic Uncertainty a Risk Factor in Bank Loan Pricing Decisions? International Evidence. *Risks* 2021, 9, 81, <https://doi.org/10.3390/risks9050081>
- Baker, S. R., Bloom, N., and Davis, J.S. (2016). Measuring economic policy uncertainty, *Quarterly Journal of Economics*, 131:1593–1636, DOI 10.3386/w21633
- Balakrishnan, Karthik and Billings, Mary Brooke and Kelly, Bryan T. and Ljungqvist, Alexander and Ljungqvist, Alexander, Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure (August 25, 2013). *Journal of Finance*, Forthcoming, NYU Working Paper No. 2451/31352, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2150035> 69:2237–2278

- Baloria, Vishal P. and Mamo, Kaleab, Policy Uncertainty and Analyst Performance (April 2, 2017). 2015 Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2533049> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2533049>
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531–558.
- Chen R, Liu Y, Jiang Y and Liu J (2023), Does ESG performance promote vitality of capital market? Analysis from the perspective of stock liquidity. *Front. Environ. Sci.* 11:1132845. doi: 10.3389/fenvs.2023.1132845
- Chen, S, Matsumoto, A.D., and Rajgopal, S. (2011) . Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop earnings guidance, *Journal of Accounting and Economics*, 51:134–150, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.006>
- Cho, H., and Kim, R. (2020). Asymmetric effects of voluntary disclosure on stock liquidity: evidence from 8 K filings. *Accounting and Finance*. doi:10.1111/acfi.12594.
- Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political uncertainty and IPO activity: Evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2523–2564.
- Dang, L.T., and Thi Minh Hue Nguyen, H.M.T. 2020. Liquidity risk and stock performance during the financial crisis, *Research in International Business and Finance*, 52:101165, DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101165
- Dash, Saumya Ranjan & Maitra, D (2021) Economic policy uncertainty and stock market liquidity: Evidence from G7 countries, *International Review of Finance*, Volume 21, Issue 2, 611–629, doi.org/10.1111/irfi.12277
- Desalegn, T.A.; Zhu, H. (2021) Does Economic Policy Uncertainty Affect Bank Earnings Opacity? Evidence From China. *J. Policy Model.* 2021, 43, 1000–1015, DOI: 10.1016/j.jpolmod.2021.03.006
- Diamond, D. and Verrecchia, R. (1991). “Disclosure, liquidity and the cost of capital”. *Journal of Finance*, 46: 1325–60.
- Duong, H.N and Nguyen, G, (2019). Impact of Policy Uncertainty on Stock Liquidity: Cross-sectional Effects and Economic Channels. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3088922>
- Ellul, A., and Panayides, M. (2018). Do financial analysts restrain insiders’ informational advantage? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53:203–241, DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109017000990>
- Farooq, O., & Ahmed, N. (2019). Dividend policy and political uncertainty: Evidence from the US presidential elections. *Research in International Business and Finance*, 48, 201–209.
- Fengrong, Wang, & Mbanyele, William & Muchenje, Linda, (2022). "Economic policy uncertainty and stock liquidity: The mitigating effect of information disclosure," *Research in International Business and Finance*, Elsevier, vol. 59(C). DOI:10.1016/j.ribaf.2021.101553
- Gulen, H., and Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment, *Review of Financial Studies* 29:523–564, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Hendijani Zadeh, Mohammad (2023) Stock liquidity and societal trust, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Volume 37, March 2023, 100731, <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100731>
- Jens, C. E. (2017). Political uncertainty and investment: Causal evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 563–579.
- Kim, K., Pandit, S., and Wasley, C. (2016). Macroeconomic uncertainty and management earnings forecasts, *Accounting Horizons* 30:157–172. <https://doi.org/10.2308/acch-51311>
- King, R. (1996). “Reputation Formation for Reliable Reporting: An Experimental Investigation”. *The Accounting Review*, 71 (3): 375–396.
- Li, Y., Ma, F, Zhang, Y., and Xiao, Z. (2019). Economic policy uncertainty and the Chinese stock market volatility: New evidence, *Applied Economics*, 51:5398–5410. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1613507>
- Luo, Y., and Zhang, C.(2020).Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51:101112, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101112>
- Nagar, V., Schoenfeld, J., and Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, 67:36–57, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.011>

....

- Pastor, L., and Veronesi, P. (2013), Uncertainty about government policy and stock prices, *Journal of Finance* 67:1219–1264, <https://www.jstor.org/stable/23261358>
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71–82.
- Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds, *Journal of Accounting and Economics*, 63:51-74. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.10.007>
- Wang, Y., Wei, Y., & Song, F. M. (2017). Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics & Finance*, 47, 176–200.
- Xu, Sheng and Li, Mingyang and Magnan, Michel and Guo, Qi, (2023) Private Meetings and Stock Liquidity: The Perspective of Fair Disclosure (April 5, 2023). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4410870> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4410870>
- Yang, Z. Yu, Y. Zhang, Y. Zhou, S. (2020). Policy uncertainty exposure and market value: evidence from China, *Pacific Basin finance. J.*, 57:101178, DOI: 10.1016/j.pacfin.2019.101178
- Yu, S., Zhang, J., and Qiu, M. (2020). Political uncertainty and analysts' forecasts: Evidence from China, *Finance Research Letters*, 36:101340, DOI: 10.1016/j.frl.2019.101340
- Zhang, R.; Wang, S. (2023). Economic Policy Uncertainty and Bank Stability: An Analysis Based on the Intermediary Effects of Opacity. *Sustainability* 2023, 15, 4084. <https://doi.org/10.3390/su15054084>
- Zhang, L., Chen, W. and Hu, N. (2023), "Economic policy uncertainty and stock liquidity: evidence from China", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 18 No. 1, pp. 22-44. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-06-2020-0625>

