

Investigating of Economic Policy Uncertainty on Information Asymmetry, Investors' Reaction To Earnings Surprises and Management Disclosures

Ghasem Ghasemi

Ph.D. Student, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran, ghasem_ghasemi@iaus.ac.ir

Ahmad Khodamipour

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran, khodamipour@uk.ac.ir

Kazem Shamsadini

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran, kshams@uk.ac.ir

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to investigate the effect of economic policy uncertainty, information asymmetry, and investor reaction on surprise earnings and voluntary disclosure.

Method: The study is a descriptive, correlational and post-event research that was conducted in 138 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2009-2018. The variables were extracted from the website of the Statistics Center and the Economic and Financial Database of the Ministry of Economy, as well as the new revenue software and the report of the Board of Directors, and analyzed by multiple regression method.

Results: The study showed that economic policy uncertainty has a positive and significant effect on the asymmetry of investor information. In addition, economic policy uncertainty has a negative and significant effect on voluntary disclosure. There was also no credible evidence that economic policy uncertainty had a significant effect on the investor's response to earnings surprises.

Conclusion: The transient negative effect of economic policy uncertainty on voluntary disclosure of management reflects the opportunistic view of company managers that causes economic policy uncertainty to be used to achieve the personal interests of managers.

Contribution: In addition to developing the literature on economic policy uncertainty and the reaction of investors to surprise profits, this study also prompted financial and economic policymakers to seek to stabilize and create a safe investment environment, which one of the basic conditions is the economic development of the country.

Keywords: Voluntary Disclosure, Economic Policy, Information Asymmetry, Economic Uncertainty, Investors' Reaction.

Research Article

Journal of Financial Accounting Knowledge, Vol.8, NO.3, Fall 2021, 25-47

DOI: 10.30479/jfak.2021.15243.2848

Received on 31 March, 2021 Accepted on 25 July, 2021

Copyright© 2021, Ghasemi, Khodamipour & Shamsadini

Publisher: Imam Khomeini International University. 

بررسی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری

قاسم قاسمی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه باهنر کرمان، ghasem_ghasemi@iaus.ac.ir

احمد خدامی‌پور*

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه باهنر کرمان، ایران (نویسنده مسئول) khodamipour@uk.ac.ir

کاظم شمس‌الدینی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه باهنر کرمان، ایران. kshams@uk.ac.ir

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی تاثیر نااطمینانی سیاست اقتصادی، عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذار بر شگفتی سود و افشای اختیاری است.

روش: این پژوهش از نوع توصیفی، همبستگی و پس‌رویدادی است که در ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. متغیرها از سایت مرکز آمار و بانک داده‌های اقتصادی و مالی وزارت اقتصاد و همچنین نرم‌افزار ره‌آورد نوین و گزارش هیئت‌مدیره استخراج شده و به روش رگرسیون چندگانه مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است.

یافته‌های پژوهش: پژوهش نشان داد که نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنادار دارد. به علاوه، نااطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین شواهد قابل اتکایی مبنی بر تأثیرگذاری نااطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود به طور معنادار یافت نشد.

نتیجه‌گیری: تأثیرگذار منفی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری مدیریت بیانگر دیدگاه فرصت‌طلبی مدیران شرکت می‌باشد که موجب می‌شود نااطمینانی سیاست اقتصادی در جهت رسیدن به منافع شخصی مدیران استفاده شود.

دانش‌افزایی: این پژوهش علاوه بر این که باعث توسعه ادبیات نااطمینانی سیاست اقتصادی و واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود شده، همچنین باعث شد سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی به دنبال ایجاد ثبات و خلق فضای مطمئن سرمایه‌گذاری، که یکی از شرایط اساسی پیشرفت اقتصادی کشور است، گردد.

واژگان کلیدی: افشای اختیاری، سیاست اقتصادی، عدم تقارن اطلاعاتی، نااطمینانی اقتصادی، واکنش سرمایه‌گذار.

مقاله پژوهشی

* فصلنامه علمی دانش حسابداری مالی، مقاله پژوهشی، دوره ۸، شماره ۳، پیاپی ۳۰، پاییز ۱۴۰۰، ۲۵-۴۷

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۱/۱۱ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۴۰۰/۵/۳

ناشر: دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) 

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به اطلاعات منتشره‌ی شرکت‌ها تکیه کرده و میزان کمی و کیفی و زمان ارائه این اطلاعات نشان دهنده‌ی قدرت و ضعف بازار است. عدم تقارن اطلاعات نوعی از بازار را به تصویر می‌کشد که در آن فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری در اختیار دارد. تئوری که اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش را توضیح می‌دهد بر مبنای رفتار بهینه یک معامله‌گر در شرایط غیرمطمئن می‌باشد. در این تئوری، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اوراق بهادار از اختلاف قیمت خرید اوراق بهادار و بالاترین قیمتی که همان اوراق به فروش رفته است به دست می‌آید. هر چه اطلاعات محرمانه بیشتر باشد، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیشتر و بازده سرمایه‌گذاران فاقد اطلاعات محرمانه به ویژه افراد غیر خودی کمتر می‌باشد. (ناگار و همکاران^۱، ۲۰۱۹: ۳۶). سرمایه‌گذاران آگاه، بر مبنای اطلاعاتی خصوصی مبادله می‌کنند. این مبادلات به صورت عدم توازن غیرمعمول در جریان سفارش‌ها منعکس می‌شود؛ بنابراین، حدود عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را می‌توان به عنوان احتمال این که یک سفارش خرید یا فروش خاص، ناشی از وجود یک سرمایه‌گذار با اطلاعاتی خصوصی باشد، توصیف کرد (براون و هایلجیست^۲، ۲۰۰۷: ۴۴۶). حال این‌که، افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از ابزارهای مهم مدیران به منظور انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد مالی به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد ذینفع بوده و یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی است. زمانی که مدیران اولویت‌های روشن در مورد انتخاب‌های گزارشگری مالی خود دارند، استدلال بر این است که از نااطمینانی در مورد یک مسأله افشاء برای توصیه افشای نفع شخصی تا زمانی که خروجی افشای آن‌ها توجیه‌پذیر باشد، استفاده می‌نمایند (بابازاده، ۱۳۹۷: ۱۵). از سوی دیگر، دستیابی به ثبات اقتصادی پایدار و مقاوم ساختن اقتصاد از آثار سوء شوک‌های مثبت و منفی یکی از اولویت‌های اصلی سیاست‌گذاران اقتصادی می‌باشد. بی‌ثباتی مالی موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی از تحولات آینده می‌شود که بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی تأثیر منفی خواهد گذاشت. از این رو ثبات مالی از طریق کاهش قابل توجه نااطمینانی و پیشبرد برنامه‌ریزی بلندمدت، کمک بسیاری به توسعه و بالندگی اقتصادی خواهد کرد (رستمی‌پور، ۱۳۹۷: ۲).

برخی پژوهش‌ها (برای نمونه، کیم و ورچیا، ۱۹۹۴: ۴۱) به این نتیجه رسیدند که افشای اختیاری می‌تواند اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران و در نتیجه تصمیم‌های اشتباه سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. در چنین شرایطی، مدیران افشای اختیاری اضافی منتشر نمی‌کنند. احتمال دیگری که وجود دارد این است که ممکن است مزایای افشای اضافی از هزینه‌های آن برای شرکت یا هزینه‌های خصوصی مدیران کمتر باشد (برنارد^۳، ۲۰۱۶: ۳۰۶). هم‌چنین، مدیران ممکن است بر این باور باشند که نااطمینانی سیاست اقتصادی به زودی برطرف خواهد شد (گراهام و همکاران^۴،

۲۰۰۵: ۵)، یا این که ممکن است آن‌ها به دلایل دیگر در خصوص بهبود محیط اطلاعاتی شرکت نگران نباشند. در تمام مواردی که بیان شد، مدیران در پاسخ به نااطمینانی سیاست اقتصادی، افشای اختیاری اضافی ندارند (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹: ۳۹). در مجموع می‌توان بیان کرد که نااطمینانی سرمایه‌گذار در خصوص ارزش شرکت منجر به جمع‌آوری اطلاعات خصوصی توسط سرمایه‌گذاران و همچنین انتخاب‌های افشای اختیاری مدیران می‌شود. لازمه بهبود تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذار جهت کسب سود مورد انتظار، شفافیت و اطمینان از سیاست‌های اقتصادی کشور است. کمبود و فقدان اطلاعاتی و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی باعث بالا رفتن هزینه انجام معاملات و ریسک سرمایه‌گذار خواهد شد از این رو نبود شفافیت و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی از جمله عوامل مهم شکست‌های اخیر بازار و واکنش‌های منفی سرمایه‌گذار عنوان شده است. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی کمتر باشد در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود کمتر خواهد شد. درک پیامدهای اقتصادی محیط اطلاعاتی شرکت مهمترین موضوع در تحقیقات حسابداری است. از طرفی، شواهد کمی در مورد ارتباط بین واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود با توجه به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت وجود دارد. لذا سؤال اصلی این پژوهش آن است که: آیا بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، واکنش سرمایه‌گذار، عدم تقارن اطلاعاتی و افشای اختیاری مدیریت رابطه‌ای وجود دارد؟

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌ها

نااطمینانی اقتصادی علل و ریشه‌های مختلفی از جمله سیاست‌های مالی و پولی ناکارآمد می‌تواند داشته باشد. علاوه بر علل اقتصادی، علل سیاسی از جمله بی‌اعتمادی مردم نسبت به تصمیمات اقتصادی نیز می‌تواند عاملین اقتصادی را در شرایط نامطمئن قرار دهد (احمدیان، ۱۳۹۵: ۲۸). دولت‌ها برای تأمین هدف‌های خود از جمله رشد و توسعه اقتصادی، افزایش اشتغال، مبارزه با تورم و رفاه جامعه از ابزارها و سیاست‌های اقتصادی استفاده می‌کنند. استفاده از ابزارهای اقتصادی برای رسیدن به اهداف اقتصادی معین را سیاست اقتصادی می‌گویند (رحمانی، ۱۳۸۹: ۶). ناگار و همکاران (۲۰۱۹: ۳۶) در پژوهش خود نشان دادند که نااطمینانی سیاست اقتصادی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه دارد. (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹: ۳۸). این موضوع مؤید مدل سرمایه‌گذار آگاه پاستور و ورونسی^۳ (۲۰۱۲) می‌باشد. دلیل دیگری که می‌توان بیان کرد این است که نااطمینانی سیاست اقتصادی می‌تواند عاملی برای افشای اطلاعات اضافی از سوی مدیریت شود که در این صورت دقت اطلاعات عمومی نسبت به اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران افزایش یافته و در نتیجه نااطمینانی سیاست اقتصادی نمی‌تواند تأثیر قابل توجهی بر عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشد. لذا، رابطه‌ی بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی دارای ابهام می‌باشد (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹: ۳۸). علاوه بر این، پاستور و ورونسی

(۲۰۱۲: ۱۲۲۰) استدلال می‌کنند که شرکت‌های مختلف دارای افشاءهای متفاوتی برای ناطمینانی سیاست اقتصادی هستند. در نتیجه، شرکت‌ها به‌طور متفاوت تحت تأثیر ناطمینانی سیاست اقتصادی قرار می‌گیرند. تا حدی که ناطمینانی سیاست اقتصادی می‌تواند منجر به افزایش عدم-تقارن اطلاعاتی شود، به همان حد می‌تواند زیان وارده به معامله‌گران ناآگاه را در نتیجه‌ی معامله با معامله‌گران آگاه افزایش دهد. این موضوع می‌تواند باعث شود که معامله‌گران ناآگاه به ندرت معامله کنند یا حتی از بازار خارج شوند (چوردیا و همکاران^۴، ۲۰۰۸: ۲۵۰). زیرا، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران ناآگاه یا کم‌اطلاع، نگران مبادله با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی یا اطلاعات بیشتر هستند. لذا، عدم تقارن اطلاعاتی و انتخاب نادرست، تعداد سهامی که سرمایه‌گذاران ناآگاه متمایل به مبادله آن‌ها هستند را کاهش می‌دهد (لیوز و ویسوکي^۵، ۲۰۰۶: ۱۹۲). اگر قبلاً معامله‌گران آگاه به‌واسطه معامله با معامله‌گران ناآگاه سود کرده باشند، حال همین معامله‌گران آگاه با انتشار اطلاعات عمومی جدید مانند افشای سود کمتر معامله می‌کنند (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹: ۳۸).

افشای سود می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و ناطمینانی سرمایه‌گذاران را کاهش داده و از این طریق تأثیر ناطمینانی سیاست اقتصادی را خنثی کند. برخی از سرمایه‌گذاران نیز ممکن است در پاسخ به ناطمینانی سیاست اقتصادی و افشای سود، با کسب اطلاعات بیشتر، جسورانه‌تر در بازار رفتار کنند (کیم و ورچیا^۶، ۱۹۹۴: ۴۳). در این خصوص، انتظار بر این است که افزایش ناطمینانی سیاست اقتصادی منجر به افزایش واکنش سرمایه‌گذاران به افشای سود شود. شگفتی سود می‌تواند به‌عنوان شاخصی برای اندازه‌گیری افشای سود در نظر گرفته شود (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹: ۳۹). از طرفی، ناطمینانی سرمایه‌گذار در خصوص ارزش شرکت یکی از دلایل اصلی فعالیت‌های مدیریتی می‌باشد (ورچیا^۷، ۲۰۰۱: ۱۱۹). در واقع، مدیران در پاسخ به عدم تقارن اطلاعات دست به افشاء می‌زنند (ناگار و همکاران، ۲۰۱۹: ۳۶). کیفیت اطلاعات می‌تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار دهد. از طرفی که کیفیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، که نشانه‌ی آن تغییر دادن رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران ناآگاه یا بی‌اطلاع است (براون و هایلجیست، ۲۰۰۷: ۴۴۶). مدیران ممکن است از طریق افشای اختیاری بتوانند تأثیر نامطلوب ناطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار را کاهش دهند تا سرمایه‌گذاران درک بهتری از شرکت داشته باشند (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶: ۱۵۹۵). این افشای اختیاری اضافی می‌تواند جایگزینی برای کسب اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران باشد و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار ناشی از ناطمینانی سیاست اقتصادی را کاهش دهد. مدیران تا حدی که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش هزینه‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران یا هزینه سرمایه شرکت شود دست به افشای اختیاری می‌زنند (بالاکریشنا و همکاران^۸، ۲۰۱۴: ۲۲۴۰). علاوه بر این، به مدیران بر اساس قیمت سهام پاداش تعلق می‌گیرد و در نتیجه مدیران

خواستار درک بهتر و هم‌چنین واکنش بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به شگفتی‌های مثبت سود می‌باشند (ناگار و همکاران، ۲۰۰۳: ۲۸۴). با این حال، این نااطمینانی سرمایه‌گذار در خصوص ارزش شرکت به دلیل تعارض منافع شخصی بین سرمایه‌گذاران و مدیران، می‌تواند به نفع مدیران باشد و در نتیجه تصمیم‌مدیریتی را برای افشاء تحت تأثیر قرار دهد (کر، ۲۰۰۱: ۴۴۲).

بدون شک ثبات اقتصادی و خلق فضای مطمئن در اقتصاد کلان، یکی از شرایط اساسی پیشرفت اقتصادی کشور محسوب می‌شود (عادلی و فریدونی، ۱۳۹۷: ۸۹). در واقع، ثبات اقتصاد کلان و روشن بودن جهت کلی سیاست‌های اقتصادی، فضای مناسبی را برای فعالیت‌های عاملان اقتصادی و بخش خصوصی فراهم می‌کند (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۵: ۲۲۴). کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، از درجه بالایی از نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی برخوردار هستند. در این کشورها نرخ ارز، قیمت سهام و سایر متغیرهای کلان نسبت به اقتصادهای پیشرفته و صنعتی بیشتر در حال نوسان بوده و این نوسان‌ها نیز به نوبه خود محیط نامطمئنی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کرده و باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نتوانند به سهولت و بااطمینان بیشتر در مورد سرمایه‌گذاری آتی تصمیم‌گیری کنند و احياناً متحمل زیان‌های وسیعی می‌شوند (محسنی زنوزی و همکاران، ۱۳۹۴: ۱۰۹). در کشورهای در حال توسعه دولت‌ها باید بسیار مراقب باشند تا در سیاست‌ها و تصمیماتشان ثبات بیشتری اعمال کنند. زیرا بازارهای مالی و سرمایه‌ای آن‌ها نسبت به کشورهای پیشرفته ضعیف‌تر است و نظم کمتری دارد و بی‌ثباتی و تغییر در این سیاست‌های دولت باعث ایجاد مشکلات زیادی در بازار بورس و متغیرهای اقتصادی می‌گردد (دریاباری، ۱۳۹۵: ۳). علاوه بر این، نااطمینانی سیاست اقتصادی در سطح شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (بیکر و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۶: ۱۵۹۵).

در پژوهش‌های مختلف از انواع متفاوت نااطمینانی به‌عنوان مهم‌ترین چالش در مدل‌سازی سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و اثربخشی آن‌ها نام برده شده است (گیانونی^{۱۳}، ۲۰۰۷: ۱۱۲). پاستور و ورونسی (۲۰۱۲) تنها مورد سرمایه‌گذاران آگاه را در نظر می‌گیرند. در واقع، پاستور و ورونسی (۲۰۱۲) یک مدل ارائه داد که در آن دولت به‌طور تصادفی سیاست اقتصادی خود را بر اساس فقط شرایط اقتصاد کلان تغییر می‌دهد، و هر شرکت به تنهایی نااطمینانی سیاست دولت را به‌عنوان چیزی خارج از فعالیت‌های خود شرکت و ارزش بازار در زمان محاسبه تابع واکنش تلقی می‌کند. نااطمینانی سیاست اقتصادی در این مدل به‌عنوان منبع خارجی نااطمینانی برای هر شرکت خاص در نظر گرفته می‌شود. اما این پژوهش می‌تواند این مورد را به‌طور مفهومی توسعه دهد. به عبارتی، شواهد غیرمستقیم بسیاری در رابطه به کسب اطلاعات خصوصی وجود دارد. گائو و هوانگ^{۱۴} (۲۰۱۶: ۵۲۱) متوجه شدند که صندوق‌های بیمه با لابی‌گری می‌توانند سودهای غیرعادی را در سهام حساس به سیاست کسب کنند. کریستنسن و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۷: ۸۷) نیز به این نتیجه رسیدند که پیشنهاد‌های تحلیلگر در شرکت‌های کارگزاری با روابط سیاسی نسبت

به شرکت‌های کارگزاری بدون روابط سیاسی سودآورتر می‌باشند. هم‌چنین، بردلی و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۸: ۱) دریافتند که مشتریان تحلیل‌گران با دسترسی به اطلاعات خصوصی سیاسی جسورانه‌تر سهام خرید و فروش می‌کنند. جاگولینزر و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۸) نیز بیان می‌کنند که دسترسی به سیاست منجر به افزایش سود معاملات می‌شود.

رحمانی (۱۳۸۹)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ناطمینانی حاصل از سیاست‌های اقتصادی دولت بر رشد اقتصادی» پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی دولت باعث کاهش رشد اقتصادی در دوره مورد بررسی شده است. به‌طوری‌که در مدل‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت اثر این شاخص بر رشد اقتصادی منفی و معنادار است. بر این اساس می‌توان به دولت پیشنهاد کرد که جهت افزایش رشد اقتصادی می‌تواند از طریق ایجاد ثبات رویه در اجرای سیاست‌های اقتصادی و ایجاد محیط باثبات و امن اقتصادی در جامعه عمل کند. پیرایی و دادور (۱۳۹۰)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر تورم بر رشد اقتصادی در ایران با تأکید بر ناطمینانی» پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که تأثیر تورم بر رشد اقتصادی منفی می‌باشد. میرزایی و همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان «بررسی ناطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ ارز، تورم) بر روی ریسک اعتباری مشتریان حقوقی بانک تجارت» پرداختند. این نتیجه حاصل شد که، اثر ناطمینانی نرخ ارز و تورم بر روی ریسک اعتباری بانک تجارت مثبت و معنی‌دار می‌باشد. شمس و سلیمانی اشرفی (۱۳۹۲)، در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد. هم‌چنین رابطه معناداری نیز بین ارزش معاملات و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. در واقع می‌توان بیان نمود افزایش حد نوسان می‌تواند باعث افزایش کارایی بازار و تقارن اطلاعاتی گردد. ثقفی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان «رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط ناطمینانی محیطی» پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای مدیریت سود و عدم قطعیت محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی یک رابطه معنادار داشته و منجر به افزایش آن می‌شوند. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش نشان داد که عدم قطعیت محیطی منجر به تضعیف رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. یآوری و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «ناطمینانی نسبت به سیاست‌های پولی و آثار اقتصادی آن» پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که افزایش عدم قطعیت در سیاست‌های پولی، افزایش نوسانات در این متغیرهای اقتصادی را به دنبال خواهد داشت. کامیابی و بوژمهرانی (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان «بررسی اثر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر افشای اختیاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی (استقلال، تخصص مالی، تجربه، مدت تصدی سمت اعضای کمیته

حسابرسی و همچنین اندازه (تعداد اعضای) کمیته حسابرسی) با افشای اختیاری توسط شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. مرفوع و حسنی‌الفار (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان «رابطه کیفیت ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط عدم اطمینان محیطی» پرداختند. نتایج نشان داد که عدم اطمینان محیطی منجر به تضعیف رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌شود. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین عدم اطمینان محیطی و عدم تقارن اطلاعاتی از یک سو، و رابطه منفی و معنادار بین کیفیت ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی از سوی دیگر است. بابازاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی با عنوان «بررسی اثرات دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی و سیاست‌های افشای اطلاعات شرکت در تصمیم‌گیری‌های افشای مدیران» پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی بر تصمیم‌گیری‌های افشای مدیران اثر معنی‌داری دارد. همچنین، دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی در تصمیم‌گیری‌های افشای اختیاری مدیران تأثیر معنی‌داری دارد و دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی در تصمیم‌گیری‌های افشای اجباری مدیران تأثیر معنی‌داری ندارد. کریم‌زاده (۱۳۹۸)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر سطح افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار» پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد سطح افشای اجباری بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مستقیم و معناداری دارد. بررسی فرضیه‌های فرعی نشان داد سطح افشای اجباری بر هزینه نمایندگی و شکاف قیمتی نسبی تأثیر معکوس و معناداری دارد و تأثیر سطح افشای اجباری اطلاعات بر تعداد دفعات گردش سهام؛ مستقیم و معنادار می‌باشد. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد اهرم مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معکوس و معناداری دارد و اندازه شرکت و فرصت‌های رشد بر بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

برگرو^{۱۸} (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان «حساسیت سود سهام به عوامل اقتصادی و ریسک بلندمدت» پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد هر چقدر میزان عدم قطعیت اقتصادی در بلندمدت بیشتر شود، سود سهام کاهش یافته و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس تغییر می‌یابد. از سوی دیگر، افزایش ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک در بلندمدت بر کاهش سود سهام تأثیرگذار خواهد بود. بروگارد و دتزل^{۱۹} (۲۰۱۵)، در پژوهشی به بررسی آثار عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی دولت بر قیمت دارایی‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که ۱ درصد افزایش در عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی سبب کاهش ۲/۹ درصدی درآمدهای بازار شده و علاوه بر این، افزایش ۱۸ درصدی در تغییرات بازار را به دنبال داشته است. همچنین، این عدم قطعیت باعث می‌شود که مجموع جریان‌های نقدی، به‌ویژه سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به سطوح پایین‌تری منتقل شود. البته این کاهش سرمایه‌گذاری پس از یک فصل مجدداً به سطح اولیه خود باز خواهد گشت. شین و او^{۲۰} (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر رابطه بین افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی در کره» پرداختند. به این نتیجه رسیدند که بین افشای اختیاری و عدم تقارن

اطلاعاتی رابطه معنادار مثبت وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی (متغیر تعدیلگر) بر رابطه بین افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه معنادار منفی وجود دارد. ناگار و همکاران (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان «اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار و افشای اختیاری» پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی با اختلاف‌های قیمت خرید و فروش و کاهش واکنش‌های قیمت سهام به شگفتی‌های سود رابطه دارد. مدیران به این عدم قطعیت به وسیله افزایش افشای اختیاری پاسخ می‌دهند، اما این افشاءها فقط تا حدی افزایش اختلاف قیمت خرید و فروش را کاهش می‌دهد. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که عدم قطعیت سیاست اقتصادی دولت بخش مهمی از محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها و تصمیم‌های افشای اختیاری مدیران می‌باشد.

گروه‌های 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 شرکت‌ها می‌شود. لذا، با توجه به اهمیت موضوع، شناخت نحوه تأثیرگذاری نااطمینانی سیاست اقتصادی و شدت و جهت آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین افشای اختیاری مدیریت ضروری به نظر می‌رسد. حال با توجه به توضیحات بیان مسئله و سؤال اساسی پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

۱- نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۲- نااطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود تأثیر منفی و معناداری دارد.

۳- نااطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری مدیریت تأثیر منفی و معناداری دارد.

۳- روش‌شناسی

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده‌های اولیه و خام مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و اطلاعات اقتصادی ایران از مرکز آمار ایران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی-استقرایی صورت خواهد گرفت. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. تحقیق همبستگی یکی از انواع

تحقیقات توصیفی است. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل‌های رگرسیونی چندگانه خواهد شد. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ی کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی - همبستگی قلمداد می‌شود. در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره (به شرح زیر) با استفاده از داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده می‌شود.

۳-۱. مدل آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش سه مدل به شرح زیر وجود دارد:

مدل آزمون فرضیه اول:

$$\text{Information Asymmetry}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{S. D. of Returns}_{i,t} + \beta_3 \text{Trading volume}_{i,t} + \beta_4 \text{Market Value}_{i,t} + \beta_5 \text{Stock price}_{i,t} + \beta_6 \text{Returns}_{i,t} + \beta_7 \text{Market to Book}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Institutional Ownership}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$\text{Returns}[-1, +1\text{day}]_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{S. D. of Returns}_{i,t} + \beta_3 \text{Trading volume}_{i,t} + \beta_4 \text{Market Value}_{i,t} + \beta_5 \text{Stock price}_{i,t} + \beta_6 \text{Returns}_{i,t} + \beta_7 \text{Market to Book}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Institutional Ownership}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه سوم:

$$\text{Disclosure}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{S. D. of Returns}_{i,t} + \beta_3 \text{Trading volume}_{i,t} + \beta_4 \text{Market Value}_{i,t} + \beta_5 \text{Stock price}_{i,t} + \beta_6 \text{Returns}_{i,t} + \beta_7 \text{Market to Book}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Institutional Ownership}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل‌های فوق:

$\text{Information Asymmetry}_{i,t}$: عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار شرکت i در روز t ;

$\text{Returns}[-1, +1\text{day}]_{i,t}$: واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود شرکت i در روز t ;

$\text{Disclosure}_{i,t}$: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در روز t ;

$\text{EPU}_{i,t}$: نااطمینانی سیاست اقتصادی شرکت i در روز t ;

$\text{S. D. of Returns}_{i,t}$: نواسانات بازده سهام شرکت i در روز t ;

$\text{Trading volume}_{i,t}$: حجم معاملات شرکت i در روز t ;

$\text{Market Value}_{i,t}$: ارزش شرکت i در روز t ;

$\text{Stock price}_{i,t}$: قیمت سهام شرکت i در روز t ;

$\text{Returns}_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در روز t ;

$\text{Market to Book}_{i,t}$: ارزش بازار به دفتری شرکت i در روز t ;

$\text{ROA}_{i,t}$: بازده دارایی‌ها شرکت i در روز t ;

$\text{Leverage}_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در روز t ;

Institutional Ownership_{it}: مالکیت نهادی شرکت i در روز t :

۳-۲. نحوه‌ی محاسبه‌ی متغیرها

متغیرهای وابسته و کنترلی پژوهش به شرح زیر قابل محاسبه می‌باشند:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار (*Information Asymmetry*): برای کمی کردن این متغیر از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می‌گردد. این مدل توسط ونکاتش و چیانگ^{۲۱} (۱۹۸۶) برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از معیار زیر بهره گرفته شد.

$$\text{Percent Quoted Spreads}_{it} = 100 \times \frac{(\text{ASK}_{it} - \text{BID}_{it})}{(\text{ASK}_{it} + \text{BID}_{it})/2}$$

که در آن:

$\text{Percent Quoted Spreads}_{it}$: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت

i در روز t :

ASK_{it} : میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در روز t :

BID_{it} : میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در روز t :

طبق مدل بالا، هرچه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدرمطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۲. واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود ($\text{Returns}[-1 + 1\text{day}]$): در این پژوهش برای سنجش واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود به پیروی از پژوهش ناگار و همکاران (۲۰۱۹)، از میانگین بازده ۱ روز قبل و یک روز بعد از اعلان سود استفاده می‌شود.

۳. افشای اختیاری مدیریت (*Disclosure*): برای محاسبه نمره افشای اختیاری در هر شرکت، ابتدا چک لیستی از موارد افشای داوطلبانه با توجه به پژوهش پورحیدری و حسین‌پور (۱۳۹۱)، موارد افشای اختیاری در صورت‌های مالی و سایر ارزش‌های شرکت‌های داخلی و خارجی تهیه گردید. به‌طورکلی، شاخص افشای اختیاری به‌صورت زیر محاسبه گردیده است:

$$VD = \frac{\sum_{i=1}^n d_i}{n}$$

که در آن:

$VD_{i,t}$: نمره افشای اختیاری شرکت i در دوره t :

d_i : اگر مورد بررسی شده، افشاء شده باشد معادل ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود؛

n : تعداد موارد مورد بررسی شده که معادل ۶۰ تا می‌باشد.

۴. نااطمینانی سیاست اقتصادی (EPU): منظور از نااطمینانی سیاست اقتصادی، بی ثباتی است که در اثر تغییر سیاست های اقتصادی دولت بوجود می آید. این بی ثباتی غالباً توسط ضریب پراکندگی شاخص های اقتصادی (هیبتی و همکاران از شاخص هایی بدین شرح استفاده نمودند؛ تولید ناخالص ملی، تولید صنعتی و سری های زمانی مرتبط با آن، انرژی، شاخص های قیمت، متغیرهای پولی و اعتباری، متغیرهای مالی دولت، نرخ ارز و تجارت خارجی و همچنین بازار سهام) سنجیده می شود. برای برآورد نااطمینانی برخی متغیرهای کلیدی در اقتصاد کلان از روش واریانس شرطی در رویکرد الگوهای سری زمانی استفاده می شود (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۶: ۹۷۹). مدل رگرسیونی پیش بینی کننده سری زمانی به شرح زیر می باشد:

$$y_{j,t+1} = \phi_{y,j}(L)y_{j,t} + \gamma_{F,j}(L)\hat{F}_t + \gamma_{W,j}(L)W_t + \sigma_{jt+1} + \varepsilon_{jt+1}$$

که در آن :

$y_{j,t+1}$: جملات توضیح دهنده خود رگرسیون برداری برای عامل j و دوره $t+1$.

$y_{j,t}(L)$ و $\gamma_{F,j}(L)\hat{F}_t$: عوامل پیش بینی کننده ای برای عامل j و دوره t

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: ۹۷۹).

۵. نواسانات بازده (S.D. of Returns): برای سنجش این متغیر از انحراف معیار ماهیانه بازده سهام استفاده خواهد شد.

۶. حجم معاملات (Trading volume): برای سنجش این متغیر از لگاریتم حجم ریالی معاملات سهام استفاده خواهد شد.

۷. ارزش شرکت (Market Value): برای سنجش این متغیر از لگاریتم ارزش ریالی سهام (ارزش ریالی سهام یک شرکت از حاصل ضرب تعداد سهام آن شرکت در ارزش بازار یا جاری یک سهم به دست می آید) استفاده خواهد شد.

۸. قیمت سهام (Stock price): برای سنجش این متغیر از لگاریتم ارزش ریالی قیمت سهام استفاده خواهد شد.

۹. بازده سهام (Returns): برای سنجش این متغیر از بازده سهام طی دوره استفاده خواهد شد.

۱۰. ارزش بازار به دفتری (Market to Book): برای سنجش این متغیر از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام استفاده خواهد شد.

۱۱. بازده دارایی ها (ROA): برای سنجش این متغیر از نسبت سود خالص به کل دارایی ها استفاده خواهد شد.

۱۲. اهرم مالی (Leverage): برای سنجش این متغیر از نسبت کل بدهی به کل دارایی ها استفاده خواهد شد.

۱۳. مالکیت نهادی (Institutional Ownership): برای سنجش این از درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی استفاده خواهد شد.

۴- یافته‌ها

یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و استنباطی به شرح زیر است:

۴-۱. نتایج آمار توصیفی

همان‌طور که در نمایه‌ی زیر مشاهده می‌شود، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، حجم معاملات با مقدار ۱۷/۵۶۸۳ دارای بالاترین میانگین و واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود با مقدار ۰/۰۱۰۲ - دارای کمترین میانگین می‌باشد. هم‌چنین حجم معاملات با مقدار ۲/۳۲۱۳ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری بیشتری برخوردار است، که نشان‌دهنده این موضوع است که حجم معاملات اکثر شرکت‌ها از میانگین، فاصله زیادی دارد و واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود با مقدار ۰/۰۱۹۶ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است. طبق نتایج میزان میانگین حجم معاملات، ۱۷/۵۶۸۳ می‌باشد که بدان معناست که به طور متوسط حجم معاملات حدود ۱۷ می‌باشند. بیشترین چولگی مربوط به متغیر اهرم مالی با مقدار ۱/۸۶۱۶ و کمترین چولگی مربوط به متغیر حجم معاملات با مقدار ۰/۲۷۲۵ - می‌باشد و بیشترین مقدار کشیدگی مربوط به واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود با مقدار ۲۶/۱۷۷۴ و کمترین مقدار کشیدگی مربوط به متغیر مالکیت نهادی با مقدار ۱/۴۵۵۰ - می‌باشد.

جدول (۱) - خلاصه‌ی نتایج آمار توصیفی متغیرها اصلی پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمترین	بیشترین
افشای اختیاری مدیریت	۰/۴۷۱۷	۰/۴۷۰۰	۰/۰۷۴۶	-۰/۴۴۲۸	-۰/۴۱۱۲	۰/۲۸۰۰	۰/۶۸۰۰
ناطمینانی سیاست اقتصادی	۰/۰۲۸۳	۰/۰۱۶۲	۰/۰۲۸۷	۱/۴۸۸۷	۱/۲۷۹۸	۰/۰۰۲۳	۰/۱۰۰۹
عدم تقارن اطلاعاتی	۲/۶۲۵۶	۲/۷۲۰۰	۱/۳۱۲۱	۰/۷۷۱۹	۹/۰۰۲۳	۰/۰۲۰۰	۱۶/۹۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۴۴۵۰	۰/۴۳۰۰	۰/۳۳۱۳	۰/۰۵۳۴	-۱/۴۵۵۰	۰/۰۰۰۰	۰/۹۹۰۰
اهرم مالی	۰/۵۹۸۳	۰/۶۰۰۰	۰/۲۲۹۵	۱/۸۶۱۶	۱۲/۸۷۲۹	۰/۰۶۰۰	۲/۶۳۰۰
ارزش بازار به دفتری	۲/۱۸۷۱	۲/۰۰۰۰	۱/۳۷۸۰	۰/۰۷۵۹	۱/۰۵۰۳	۳/۳۰۰۰	۶/۲۱۰۰
ارزش شرکت	۱۳/۸۳۵۳	۱۳/۷۳۰۰	۱/۷۲۷۲	۰/۳۷۴۰	۰/۶۴۱۳	۶/۶۰۰۰	۱۹/۵۲۰۰
واکنش به شگفتی سود	۰/۰۱۰۲	۰/۰۱۰۰	۰/۰۱۹۶	۰/۸۲۴۳	۲۶/۱۷۷۴	۰/۱۶۰۰	۰/۱۷۰۰
بازده سهام	۰/۰۲۷۰	۰/۰۲۰۰	۰/۰۴۹۶	۱/۷۴۵۱	۱۱/۰۷۵۸	۰/۱۰۰۰	۰/۵۶۰۰
بازده دارایی‌ها	۰/۱۱۰۴	۰/۱۰۰۰	۰/۱۳۶۰	۰/۱۶۲۲	۲/۷۹۶۴	۰/۶۱۰۰	۰/۶۳۰۰
نوسانات بازده	۰/۱۳۵۷	۰/۱۲۰۰	۰/۰۸۲۵	۱/۸۱۱۶	۸/۲۷۱۷	۰/۰۱۰۰	۰/۹۱۰۰
قیمت سهام	۸/۲۶۰۰	۸/۲۱۵۰	۰/۸۷۷۴	۰/۲۵۶۸	-۰/۴۲۰۹	۶/۱۹۰۰	۱۱/۰۱۰۰
حجم معاملات	۱۷/۵۶۸۳	۱۷/۵۹۰۰	۲/۳۲۱۳	-۰/۲۷۲۵	۰/۴۰۵۸	۸/۷۰۰۰	۲۳/۹۹۰۰

۴-۲. پیش آزمون‌های انجام شده

الف - آزمون F لیمر؛ با توجه به این‌که داده‌های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال - شرکت) می‌باشند و داده‌های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می‌باشد، لذا 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. احتمال آماره هر سه مدل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تابلویی پذیرفته شده است.

ب- آزمون هاسمن؛ برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون بیانگر آن است که بجز مدل اول که از روش اثرات تصادفی استفاده می‌گردد، در سایر مدل‌ها بایستی از روش اثرات ثابت استفاده کرد.

ج- آزمون هم خطی؛ در این پژوهش برای بررسی وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل از آزمون VIF استفاده شده است. اگر آماره VIF برای متغیرها کمتر از ۱۰ باشد بین متغیرهای توضیحی مشکل هم خطی وجود نخواهد داشت. نتایج نشان داد که آماره VIF برای تمام متغیرهای پژوهش در مدل کمتر از ۱۰ است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرها وجود ندارد.

د- آزمون پایایی؛ بر اساس آزمون ریشه واحد چنانچه معناداری آماره آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر به شرح زیر رد می‌شود و فرض مخالف تأیید می‌گردد؛ یعنی متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش پایا هستند. سطح معناداری آزمون مانایی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که فرضیه وجود ریشه واحد رد می‌شود لذا فرضیه مانا بودن متغیرهای پژوهش برقرار است.

۳-۴. نتایج نهایی آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش سه فرضیه وجود دارد، که نتایج آن به شرح ادامه می‌باشند:

نتایج آزمون فرضیه‌ی اول

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۶۰۶۰ می‌باشد که نشان می‌دهد ۶۰٪ تغییرهای متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است. ضریب متغیر نا اطمینانی سیاست اقتصادی ۰/۱۰۶۹۰۸ می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره t برای نا اطمینانی سیاست اقتصادی برابر ۰/۰۰۰۰ می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در نتیجه نا اطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنادار دارد. سرانجام عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین - واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب دوربین - واتسون (۱/۵۲۲۶) بین اعداد ۱،۵ تا ۲،۵ نشان دهنده نبودن خودهمبستگی باقیمانده‌ها می‌باشد. جهت آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیون زیر استفاده گردید.

$$\text{Information Asymmetry}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{S. D. of Returns}_{i,t} + \beta_3 \text{Trading volume}_{i,t} + \beta_4 \text{Market Value}_{i,t} + \beta_5 \text{Stock price}_{i,t} + \beta_6 \text{Returns}_{i,t} + \beta_7 \text{Market to Book}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Institutional Ownership}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۲) - خلاصه‌ی نتایج آماری آزمون مدل و فرضیه پژوهش

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدا	-۰/۳۹۶۱۶	۰/۰۳۸۹۸۳	-۱۰/۱۶۲۴۹	-/۰۰۰۰
ناطمینانی سیاست اقتصادی	۰/۱۰۶۹۰	۰/۰۰۸۱۴۳	۱۳/۱۲۷۵۱	-/۰۰۰۰
نوسانات بازده	-۰/۲۳۵۰۵۴	۰/۰۰۳۳۳۱۷	۷/۰۰۵۴۹۰۴	-/۰۰۰۰
حجم معاملات	-۰/۴۳۷۱۳۹	۰/۰۰۱۴۵۶۰	۳۰/۰۰۲۲۵۲	-/۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۴۵۷۵۵	۰/۰۰۲۰۱۴۷	۲/۲۷۱۰۸۳	-/۰۰۲۳۳
قیمت سهام	-۰/۲۱۸۹۹۱	۰/۰۰۳۹۳۴۵	۵/۵۶۵۹۴۹	-/۰۰۰۰
بازده سهام	۱/۳۰۶۱۲۷	۰/۰۰۵۴۷۳۶۴	۲/۳۸۶۲۱۳	-/۰۰۱۷۲
ارزش شرکت	-۰/۱۹۸۴۱۳	۰/۰۰۲۰۷۶۱	۹/۵۵۶۸۲۳	-/۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	-۰/۵۲۱۸۰۶	۰/۰۰۲۶۶۰۸۵	۱/۹۶۱۰۵۳	-/۰۰۵۰۱
اهرم مالی	-۰/۱۹۷۲۳۷	۰/۰۰۱۳۳۴۱۱	۱/۴۷۸۴۱۳	-/۰۰۱۳۹۵
مالکیت نهادی	-۰/۱۳۸۲۴۷	۰/۰۰۷۶۹۹۷	۱/۷۹۵۴۸۰	-/۰۰۷۲۸
ضریب تعیین	۰/۰۶۰۳۱	F آماره	آماره دوربین - واتسن	
	۰/۰۶۰۶۰	۲۱۰/۶۲۹۴	۱/۵۲۲۶	

با توجه به نتایج فرضیه اول ناطمینانی باعث جمع‌آوری اطلاعات خصوصی توسط برخی سرمایه‌گذاران می‌شود. فعالیت‌های تجاری این سرمایه‌گذاران موجب عدم تقارن اطلاعاتی در فرآیند قیمت‌گذاری می‌شود. از طرفی چارچوب ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی که نوسان عوامل اقتصادی خاص شرکت را به دنبال خواهد داشت، به احتمال بیشتری نتایج ارزیابی مدیریت را تحت‌الشعاع خود قرار داده که این مسأله بر نوع اطلاعات ارائه شده توسط مدیران و هم‌چنین نوع گزارشگری آن‌ها تاثیر مثبتی خواهد داشت، این موضوع در تایید فرضیه‌ی اول بیان شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم

با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آماره F که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۵۲۷۹ می‌باشد که نشان می‌دهد ۵۲/۷۹٪ تغییرهای متغیر وابسته (واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است. ضریب متغیر ناطمینانی سیاست اقتصادی ۰/۰۰۴۶۷۸ - می‌باشد که منفی است و احتمال آماره t برای ناطمینانی سیاست اقتصادی برابر ۰/۵۶۷۹ می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌شود. در نتیجه ناطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود تأثیر منفی دارد ولی معنادار نیست. سرانجام عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین - واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب دوربین - واتسون (۱/۹۱۱۷) بین اعداد

۱.۵ تا ۲.۵ نشان دهنده نبودن خودهمبستگی باقیمانده‌ها می‌باشد. جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل رگرسیون زیر استفاده گردید.

$$\text{Returns}[-1, +1\text{day}]_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{S. D. of Returns}_{it} + \beta_3 \text{Trading volume}_{it} + \beta_4 \text{Market Value}_{it} + \beta_5 \text{Stock price}_{it} + \beta_6 \text{Returns}_{it} + \beta_7 \text{Market to Book}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} + \beta_9 \text{Leverage}_{it} + \beta_{10} \text{Institutional Ownership}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۳) - خلاصه‌ی نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۴۲۴۵۶	۰/۰۰۵۸۹۸	۷/۱۹۸۸۵۴	۰/۰۰۰۰
نااطمینانی سیاست اقتصادی	۰/۰۰۴۶۷۸-	۰/۰۰۸۱۸۸	۰/۵۷۱۲۹۷-	۰/۵۶۷۹
نوسانات بازده	۰/۰۰۴۵۳۹-	۰/۰۰۳۴۴۶	۱/۳۱۷۱۵۸-	۰/۱۸۸۰
حجم معاملات	۰/۰۰۳۱۲۶-	۰/۰۰۰۱۸۸	۱۶/۶۱۹۹۴-	۰/۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	E-05۷/۸۶	۰/۰۰۰۲۳۲	۰/۳۳۸۴۲۴	۰/۷۳۵۱
قیمت سهام	۰/۰۰۰۳۴۰	۰/۰۰۰۴۵۰	۰/۷۵۵۹۸۱	۰/۴۴۹۸
بازده سهام	۰/۰۰۹۸۱۶-	۰/۰۰۵۲۷۵	۱/۸۶۰۷۰۴-	۰/۰۶۳۰
ارزش شرکت	E-05۵/۴۰	۰/۰۰۰۳۴۳	۰/۱۵۷۴۸۲	۰/۸۷۴۹
بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۷۵۹۲-	۰/۰۰۲۶۱۲	۲/۹۰۶۷۰۵-	۰/۰۰۳۷
اهرم مالی	۰/۰۰۱۴۴۸-	۰/۰۰۱۸۳۹	۰/۷۸۷۵۰۶-	۰/۴۳۱۱
مالکیت نهادی	۰/۰۰۲۸۱۰	۰/۰۰۱۲۵۹	۲/۲۳۱۴۶۹	۰/۰۲۵۸
ضریب تعیین	۰/۴۷۱۶	F آماره	F معناداری آماره	آماره دوربین - واتسن
۰/۵۲۷۹	۹/۳۷۲۸	۰/۰۰۰۰	۱/۹۱۱۷	

با توجه به نتایج فرضیه دوم مبنی بر عدم تأثیرگذاری نااطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود، شگفتی سود می‌تواند به عنوان شاخصی برای اندازه‌گیری افشای سود در نظر گرفته شود. در واقع، شرکت‌ها با داشتن حاکمیت شرکتی قوی توانسته‌اند تأثیرگذاری منفی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار را خنثی کنند. از این رو، شرکت‌ها می‌توانند با ایجاد سازوکار نظارتی قوی از جمله انتخاب حسابرسان مناسب، افشای سود باکیفیت‌تر داشته باشند. بنابراین، با ایجاد چنین شرایطی نااطمینانی سیاست اقتصادی نمی‌تواند واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود را تحت تأثیر قرار دهد. هر چند که، انتظار بر این بود که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی منجر به کاهش واکنش سرمایه‌گذاران به افشای عمومی سود شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۷۵۷۱ می‌باشد که نشان می‌دهد ۷۵/۷۱٪ تغییرهای متغیر وابسته (افشای اختیاری مدیریت) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است. ضریب متغیر نااطمینانی سیاست اقتصادی ۰/۰۳۷۵۷۵- می‌باشد که منفی است و احتمال آماره t برای نااطمینانی سیاست اقتصادی برابر ۰/۰۶۲۳ می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۱۰ است. بنابراین فرض صفر پذیرفته نمی‌شود. در نتیجه نااطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری مدیریت تأثیر منفی و معنادار دارد. در

نتیجه فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۰ درصد تأیید می‌شود. سرانجام عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین - واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب دوربین - واتسون (۱/۵۳۲۳) بین اعداد ۱,۵ تا ۲,۵ نشان دهنده نبودن خودهمبستگی باقیمانده‌ها می‌باشد. جهت آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل رگرسیون زیر استفاده گردید.

$$\text{Disclosure}_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{S. D. of Returns}_{i,t} + \beta_3 \text{Trading volume}_{i,t} + \beta_4 \text{Market Value}_{i,t} + \beta_5 \text{Stock price}_{i,t} + \beta_6 \text{Returns}_{i,t} + \beta_7 \text{Market to Book}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Institutional Ownership}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۴) - خلاصه‌ی نتایج آماری آزمون مدل سوم پژوهش

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدا	۰/۴۶۵۷۰۸	۰/۰۱۴۰۴۱	۳۳/۱۶۸۳۳	۰/۰۰۰۰
نا اطمینانی سیاست اقتصادی	۰/۰۳۷۵۷۵-	۰/۰۲۰۱۳۹	۱/۸۶۵۸۱۰-	۰/۰۶۲۳
نوسانات بازده	۰/۰۰۴۸۳۲	۰/۰۰۷۳۹۲	۰/۶۵۳۶۱۷	۰/۵۱۳۵
حجم معاملات	۰/۰۰۰۵۹۶	۰/۰۰۰۴۱۷	۱/۴۲۹۲۱۱	۰/۱۵۳۲
ارزش بازار به دفتری	۰/۰۰۱۳۹۲-	۰/۰۰۰۵۸۸	۲/۳۶۶۳۶۳-	۰/۰۱۸۱
قیمت سهام	۰/۰۰۱۶۵۷-	۰/۰۰۱۰۷۸	۱/۵۳۷۴۱۶-	۰/۱۲۴۴
بازده سهام	۰/۰۰۱۹۲۲۷	۰/۰۱۳۰۵۰	۱/۴۷۳۳۲۱	۰/۱۴۰۹
ارزش شرکت	E-05/۵۸	۰/۰۰۰۹۱۴	۰/۰۹۳۷۸۲	۰/۹۲۵۳
بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۰۱۵۲	۰/۰۰۷۲۲۸	۰/۰۲۰۹۶۸	۰/۹۸۳۳
اهرم مالی	۰/۰۱۰۹۵۴	۰/۰۰۵۰۷۴	۲/۱۵۹۰۳۹	۰/۰۳۱۰
مالکیت نهادی	۰/۰۰۹۹۱۶	۰/۰۰۳۲۰۸	۳/۰۹۰۶۳۴	۰/۰۰۲۰
ضریب تعیین	۰/۷۵۷۱			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۵۱۹			
F آماره	۱۸۷/۰۴۷۵			
F معناداری آماره	۰/۰۰۰۰			
آماره دوربین - واتسن			۱/۵۳۵۴	

با توجه به نتایج فرضیه سوم اطلاعات مفید و مربوط تهیه شده از طریق افشای اختیاری، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد و سایر استفاده‌کنندگان از افشای اطلاعات شرکت را در موقعیت مناسب‌تری برای تخصیص منابع اقتصادی قرار می‌دهد. از آنجائی که افشای اختیاری، افشای فراتر از تعهدات قانونی است که توسط نهادهای قانون‌گذار وضع شده است؛ در گزارشگری مالی شرکت‌ها سطوح متفاوتی از میزان افشای اطلاعات مشاهده می‌شود که این موضوع تا حدودی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی خواهد شد. ولی در شرایط ناطمینانی سیاست اقتصادی مدیران ترجیح می‌دهند اطلاعات اختیاری را کمتر افشاء نمایند، چرا که آن‌ها نگران تصمیم‌هایی هستند که در این شرایط توسط سرمایه‌گذاران گرفته می‌شود و این تصمیم‌ها می‌تواند بر ارزش و عملکرد شرکت تأثیر منفی داشته باشد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های فرضیه اول نشان داد که بین ناطمینانی سیاست اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار رابطه مثبت معناداری وجود دارد. کارایی بازارهای اوراق بهادار، منوط به اطلاعات عمومی موجود است که شامل اطلاعات ارائه شده در صورت‌های مالی و سایر اطلاعات افشاشده توسط شرکت که به‌طور عمده نتیجه تحلیل مدیران است می‌باشد. نخستین عاملی که تمام سرمایه‌گذاران باید مدنظر قرار دهند شرایط ناطمینانی است. سرمایه‌گذاران با این امید

دارایی‌ها را خریداری می‌کنند که انتظار دارند در طول چند دوره بعد بازده کسب کنند. با افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، بسیاری از شرکت‌ها تغییرات عمده‌ای را در رویه‌های گزارشگری مالی خود ایجاد می‌کنند. بنابراین نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرگذار خواهد بود. به عبارتی، شرایط بازار حاکی از این است که بسیاری از تصمیمات سرمایه‌گذاری با احتمالی از عدم تقارن اطلاعاتی اتخاذ می‌شود. نتیجه کلی به‌دست‌آمده از این فرضیه در مقایسه با نتیجه به‌دست‌آمده از ناگار و همکاران (۲۰۱۹) همسو می‌باشد. با توجه به نتایج فرضیه اول مبنی بر تأثیرگذاری مثبت نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار، دولت‌ها باید بسیار مراقب باشند تا در سیاست‌ها و تصمیماتشان ثبات بیشتری اعمال کنند. زیرا بازارهای مالی و سرمایه‌ای آنها نسبت به کشورهای پیشرفته ضعیف‌تر است و نظم کمتری دارد و بی‌ثباتی و تغییر در این سیاست‌های دولت باعث ایجاد مشکلات زیادی در بازار بورس و شرکت‌ها از جمله افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در پی آن کاهش ارزش شرکت می‌گردد.

فرضیه دوم نشان داد که بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود رابطه منفی وجود دارد ولی معنادار نیست. محیط اطلاعاتی از جمله مهمترین عواملی است که در پژوهش‌های پیشین مورد بررسی قرار گرفته و مستند شده است که این محیط، با ارائه اطلاعات با کیفیت و کمیت بالا قدرت پیش‌بینی سرمایه‌گذاران را نسبت به سود را افزایش می‌دهد. اطلاعات مربوط به سود یکی از کانال‌های مهم ارتباطی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران است، که چگونگی ارائه اطلاعات نقش قابل توجهی بر درک بهتر سرمایه‌گذاران داشته و موجب واکنش منطقی نسبت به این اطلاعات خواهد شد. اطلاعات مالی نقش قابل توجهی بر ارزیابی سهامداران داشته و موجب واکنش منطقی آنها می‌گردد. استفاده‌کنندگان اطلاعات به‌ویژه سرمایه‌گذاران با توجه به اطلاعات منتشره از سوی شرکت‌ها اقدام به برنامه‌ریزی آینده می‌کنند و تصمیماتی در خصوص خرید سهام شرکت‌ها اتخاذ می‌نمایند که نتایج این تصمیم‌گیری‌ها هم بر بازدهی فرد سرمایه‌گذار و هم بر ارزش بازار سهام اثرگذار می‌باشد. مسلماً این واکنش بر اکثر شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود و عوامل مختلفی می‌تواند تفاوت واکنش سرمایه‌گذاران را نشان دهد که مهمترین آن اطلاعات قابل اتکا و قابل اطمینان می‌باشد. بنابراین، واکنش سرمایه‌گذاران تحت تأثیر نااطمینانی‌های موجود در بازار از جمله نااطمینانی سیاست اقتصادی قرار می‌گیرند. نتیجه کلی به‌دست‌آمده از این فرضیه در مقایسه با نتیجه به‌دست‌آمده از ناگار و همکاران (۲۰۱۹) همسو نمی‌باشد. ناگار و همکاران (۲۰۱۹)، در پژوهش خود نشان داد که نااطمینانی سیاست اقتصادی با کاهش واکنش‌های قیمت سهام به شگفتی‌های سود رابطه دارد. یافته‌های فرضیه سوم نشان داد که بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و افشای اختیاری مدیریت رابطه منفی معناداری وجود دارد. نااطمینانی سرمایه‌گذار در خصوص ارزش شرکت یکی از دلایل

اصلی فعالیت‌های مدیریتی می‌باشد. در واقع، مدیران در پاسخ به عدم تقارن اطلاعاتی دست به افشاء می‌زنند. کیفیت اطلاعات می‌تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از طرقی که کیفیت اطلاعات عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، تغییر دادن رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران ناآگاه یا بی‌اطلاع است. مدیران ممکن است از طریق افشای اختیاری بتوانند تأثیر نامطلوب نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار را کاهش دهند تا سرمایه‌گذاران درک بهتری از شرکت داشته باشند. این افشای اختیاری اضافی می‌تواند جایگزینی برای کسب اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران باشد و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار ناشی از نااطمینانی سیاست اقتصادی را کاهش دهد. مدیران تا حدی که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش هزینه‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران یا هزینه سرمایه شرکت شود دست به افشای اختیاری می‌زنند. علاوه بر این، به مدیران بر اساس قیمت سهام پاداش تعلق می‌گیرد و در نتیجه مدیران خواستار درک بهتر و همچنین واکنش بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به شگفتی‌های مثبت سود می‌باشند. در مجموع می‌توان بیان کرد که نااطمینانی سرمایه‌گذار در خصوص ارزش شرکت منجر به جمع‌آوری اطلاعات خصوصی توسط سرمایه‌گذاران و همچنین انتخاب‌های افشای مدیران می‌شود. نتیجه کلی به‌دست‌آمده از این فرضیه در مقایسه با نتیجه به‌دست‌آمده از ناگار و همکاران (۲۰۱۹) همسو نمی‌باشد. ناگار و همکاران (۲۰۱۹)، در پژوهش خود نشان داد که مدیران به این نااطمینانی به‌وسیله افزایش افشای اختیاری پاسخ می‌دهند، اما این افشاءها فقط تا حدی افزایش اختلاف قیمت خرید و فروش را کاهش می‌دهد.

یادداشت‌ها

- 1.Nagar et al.
- 2.Brown and Hillegeist
- 3.Pastor and Veronesi
- 4.Chordia et al.
- 5.Leuz and Wysocky
- 6.Kim and Verrecchia
- 7.Verrecchia
- 8.Balakrishnan et al.
9. Core
10. Bernard
- 11.Graham et al.
- 12.Baker et al.
- 13.Giannoni
- 14.Gao and Huang
- 15.Christensen et al.
- 16.Bradley et al.
- 17.Jagolinzer et al.
- 18.Bergeron
19. Brogaard and Detzel
- 20.Shin and Oh
- 21.Venkatesh and Chiang

کتابنامه

احمدیان، سمیرا. (۱۳۹۵). اثرات سیاست پولی بر رشد اقتصادی در شرایط نااطمینانی تورم در اقتصاد ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته علوم اقتصادی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان.

- بابازاده، امید. (۱۳۹۷). بررسی اثرات دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی و سیاست‌های افشای اطلاعات شرکت در تصمیم‌گیری‌های افشای مدیران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ماکو.
- پورحیدری، امید؛ حسین پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها. چشم‌انداز مدیریت مالی. ۵(۲): ۹-۲۸.
- پیرایی، خسرو؛ دادور، بهاره. (۱۳۹۰). تأثیر تورم بر رشد اقتصادی در ایران با تأکید بر نااطمینانی. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی. ۱۱(۱): ۶۷-۸۰.
- ثقفی، علی؛ مرادی جز، محسن؛ سهرابی، حسینعلی. (۱۳۹۳). رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط نااطمینانی محیطی. مجله دانش حسابداری. ۵(۱۷): ۷-۲۷.
- دریاباری، محمدجواد. (۱۳۹۵). تأثیر عدم‌اطمینان سیاست‌های پولی و مالی بر بازار بورس. گروه مهندسی صنایع (گرایش مهندسی مالی)، مؤسسه آموزش عالی کوشیار (غیرانتفاعی-غیردولتی).
- رحمانی، لیلان. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر نااطمینانی حاصل از سیاست‌های اقتصادی دولت بر رشد اقتصادی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی (گروه اقتصاد)، دانشگاه شهید بهشتی.
- رستمی‌پور، بهمن. (۱۳۹۷). اثرات حاکمیت شرکتی بر روی ثبات مالی بانک‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران، دلالت‌هایی برای بهبود و تقویت ثبات مالی کشور در راستای اقتصاد مقاومتی (مطالعه موردی افشا و شفافیت). پایان‌نامه کارشناسی ارشد معارف اسلامی و اقتصاد گرایش اقتصاد مالی، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع).
- شمس، شهاب‌الدین؛ سلیمانی اشرفی، ماریه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۲(۳): ۶۹-۸۲.
- عادل، امیدعلی؛ فریدونی، نصراله. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی بر ریسک نقدینگی بانک‌های اسلامی (مطالعه موردی: بانک‌های توسعه‌ای). مجله اقتصادی. ۷(۸): ۸۷-۱۱۳.
- کامیابی، یحیی؛ بوژمهرانی، احسان. (۱۳۹۶). بررسی اثر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر افشای اختیاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی. ۱۷(۶۷): ۱۴۷-۱۶۳.
- کریم‌زاده، سعید. (۱۳۹۸). تأثیر سطح افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، گروه مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهریار.
- محسنی زنوزی، جمال‌الدین؛ حیدری، حسن؛ طالبی، فرزانه. (۱۳۹۴). تأثیر سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها و نااطمینانی آن در ایران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی. ۳(۱): ۱۰۷-۱۳۰.
- مرفوع، محمد؛ حسنی‌القار، مسعود. (۱۳۹۶). رابطه کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط عدم‌اطمینان محیطی. دانش حسابرسی. ۱۷(۶۸): ۱۴۹-۱۶۸.
- میرزایی، حسین؛ فلیحی، نعمت؛ مشهدیان ملکی، محمدرضا. (۱۳۹۱). بررسی نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ ارز، تورم) بر روی ریسک اعتباری مشتریان حقوقی بانک تجارت. اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه). ۶(۱۸): ۱۱۳-۱۳۷.

هیبتی، رضا؛ شجری، هوشنگ؛ صمدی، سعید. (۱۳۹۵). اندازه‌گیری ناطمینانی در اقتصاد کلان. فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی. ۲۵۰-۲۲۳: (۲۸)۹.

یاوری، کاظم؛ سحابی، بهرام؛ عاقلی، لطفعلی؛ شفیعی، سعید. (۱۳۹۵). ناطمینانی نسبت به سیاست‌های پولی و آثار اقتصادی آن. فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق). ۹۶-۶۹: (۱)۱۳.

References

- Ahmadian, Samira (2016) The effects of monetary policy on economic growth in the context of inflation uncertainty in the Iranian economy. Master Thesis in Economics, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University. (In Persian)
- Babazade, Omid (2018) Investigating the effects of rational investors 'views and company information disclosure policies on managers' disclosure decisions. Master Thesis, Islamic Azad University, Mako Branch. (In Persian)
- Baker, S., Bloom, N., Davis, S. (2016). Measuring economic policy uncertainty. Q. J. Econ. 131 (4): 1593–1636.
- Bergeron, C. (2013) Dividend sensitivity to economic factors, stock valuation, and long-run risk, Finance Research Letters. 10 (4): 184–195.
- Bernard, D. (2016). Is the risk of product market predation a cost of disclosure? J. Account. Econ. 62 (2): 305–325.
- Bradley, D., Gokkaya, S., Liu, X., Michaely, R. (2018). Is Washington Policy Research Valuable to Capital Markets? Working Paper.
- Brogaard, J., Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. Management Science. 61 (1): 3–18.
- Brown, S. and Hillegiest, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. Review of Accounting Studies. 12 (1): 443–477.
- Chordia, T., Roll, R., Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. J. Financ. Econ. 87 (2): 249–268.
- Christensen, D., Mikhail, M., Walther, B., Wellman, L. (2017). From k street to Wall Street: political connections and stock recommendations. Account. Rev. 92 (3): 87–112.
- Core, J. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. J. Account. Econ. 31 (1): 441–456.
- Daryabari, Mohammadjavad (2016) The effect of monetary and fiscal policy uncertainty on the stock market. Department of Industrial Engineering (Financial Engineering), Kushiar Higher Education Institute (non-profit-non-governmental) (In Persian).
- Gao, M., Huang, J. (2016). Capitalizing on Capitol Hill: informed trading by hedge fund managers. J. Financ. Econ. 121 (3): 521–545.
- Giannoni, M. (2007). Dose model uncertainty justify caution? Robust optimal monetary policy in a forward-looking model. Macroeconomic Dynamics. 6(1): 111–144.
- Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. J. Account. Econ. 40 (3): 3–73.

- Hibati, Reza; Shajari, Houshang; Samadi, Saeed (2016). Measuring Uncertainty in Macroeconomics. *Monetary-Banking Research Quarterly*, 9(28):233-250.(In Persian)
- Jagolinzer, A., Larcker, D., Ormazabal, G., Taylor, D.J. (2018). Political Connections and the Informativeness of Insider Trades. *Political Connections and the Informativeness of Insider Trades*. Working Paper
- Kamyabi, Yahya; Bojmehrani, Ehsan. (2017). Investigating the effect of the characteristics of the audit committee on the voluntary disclosure of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Auditing Knowledge*.17 (67): 147–163. (In Persian)
- Karimzadeh, Saeed. (2019). The effect of information disclosure level on information asymmetry in companies listed on the stock exchange. Master Thesis in Accounting, Department of Management and Accounting, Islamic Azad University, Shahrriar Branch. (In Persian)
- Kim, O., Verrecchia, R. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *J. Account. Econ.* 17(4): 41–67.
- Leuz, C. and P. Wysocky (2006). Capital Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation. Working Paper, [Online]. www.tfmsl.ca
- Marfo, Mohammad; Hasani alghar, Masoud (2017) The relationship between the quality of accruals and information asymmetry in conditions of environmental uncertainty. *Auditing Knowledge*.17 (68): 149–168. (In Persian)
- Mirzaei, Hossein; Falihi, 15- Nemat; Mashhadian Maleki, Mohammad Reza. (2012). Investigating the uncertainty of macroeconomic variables (exchange rate, inflation) on the credit risk of legal customers of Tejarat Bank. *Financial Economics (Financial Economics and Development)* .6 (18): 113–137. (In Persian)
- Mohseni Zanozi, Jamaluddin; Heydari, Hassan; Talebi, Farzaneh. (1394). the Impact of Fiscal Policy on Asset Prices and Its Uncertainty in Iran. *Journal of Asset Management and Financing*.3 (1): 107–130. (In Persian)
- Nagar, V., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *J. Account. Econ.* 34(3): 283–309.
- Nagar, V., Schoenfeld, J., Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*. 67 (4): 36–57.
- Pastor, L., Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *J. Finance* 67 (4): 1219–1264.
- Pirayi, Khosro; Dadvar, Bahareh (2011) The Impact of Inflation on Economic Growth in Iran with Emphasis on Uncertainty. *Quarterly Journal of Economic Research*. 11 (1): 67–80. (In Persian)
- Pourheydari, Omid; Hasanpour, Hamzeh (2012) Investigating the relationship between mandatory and voluntary disclosure with the value of companies' shares. *Financial Management Outlook*. 5(2): 9-28. (In Persian)
- Rahmani, Leila (2010). Investigating the effect of uncertainty resulting from government economic policies on economic growth. Master Thesis in

- Economics, Faculty of Economics and Political Science (Department of Economics), Shahid Beheshti University. (In Persian)
- Rostamipour, Bahman. (2018). The effects of corporate governance on the financial stability of banks listed on the Tehran Stock Exchange, implications for improving and strengthening the financial stability of the country in the direction of a resilient economy (Case study of disclosure and transparency). Master Thesis in Islamic Education and Economics, majoring in Financial Economics, Faculty of Islamic Education and Economics, Imam Sadeqh University. (In Persian)
- Saghafi, Ali; Moradijaz, Mohsen; Sohrabi, Hosseinali (2014) The relationship between earnings management and information asymmetry in conditions of environmental uncertainty. *Journal of Accounting Knowledge*. 5 (17): 7–27. (In Persian)
- Shams, Shahabuddin; Soleimani Ashrafi, Marie. (2013). Investigating the relationship between price fluctuation limits and information asymmetry in companies listed on the Tehran Stock Exchange. 2 (3): 69–82. (In Persian)
- Shin, H., Oh, H. (2017). The Effect of Accruals Quality on the Association between Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Korea. *The Journal of Applied Business Research*. 33 (1): 223–236.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *J. Account. Econ.* 32(2): 97–180.
- Yavari, Kazem; Sahabi, Bahram; Aqili, Lotfali; Shafi'i, Saeed (2016). Uncertainty about monetary policy and its economic effects. *Quantitative Economics Quarterly (Former Economic Studies)*. 13 (1): 69–96. (In Persian)