

## بررسی نقش میانجی کیفیت گزارشگری مالی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه گذاری شرکت

الهام الماسی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.  
almasi13751004@gmail.com

دکتر علی جعفری

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی واحد، بناب، ایران. (نویسنده مسئول).  
jafari.ali.iau@gmail.com

شماره ۷۹ / بهار ۱۴۰۲ (جلد دوم) / صص ۹۹-۱۱۸  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره ششم)

### چکیده

یکی از عواملی که می‌تواند مستقیماً بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اثر بگذارد، عدم قطعیت سیاست اقتصادی است. علاوه بر این، ممکن است عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی، به طور غیرمستقیم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اثر بگذارد. از این رو، هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت با تاکید بر نقش میانجی کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه‌ای متشکل از ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ در نظر گرفته شد. داده‌های مربوط به مدل‌های پژوهش گردآوری گردید و با استفاده از نرم‌افزار اکسل مرتب‌سازی شد و محاسبات اولیه بر روی داده‌های خام جهت رسیدن به متغیرهای اصلی پژوهش انجام پذیرفت. داده‌های نهایی جهت تجزیه و تحلیل بر اساس مدل‌های مفهومی شده پژوهش به نرم‌افزار نسخه دوازدهم نرم-افزار ایویوز<sup>۱</sup> منتقل شدند. پس از آن و قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش و پردازش نهایی مدل‌ها، به بررسی و تحلیل آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. نتایج نشان داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌دار و مثبت و بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر معنی‌دار و معکوس دارد. همچنین، عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد.

**واژگان کلیدی:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه‌گذاری شرکت، کیفیت گزارشگری مالی.

### مقدمه

تحولات سیاسی اخیر در سراسر جهان منجر به افزایش شدید عدم اطمینان سیاست اقتصادی شده است. رویدادهایی مانند نتیجه همه‌پرسی برگزیت<sup>۲</sup> و جنگ تجاری بین ایالات متحده و چین نشان‌دهنده افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی جهانی است. به‌ویژه ایالات متحده، از سال ۲۰۰۰، دوره‌ای آشفتگی از عدم اطمینان سیاست اقتصادی را نیز به دلیل ساختار سیستم سیاسی خود تجربه کرده است. عدم اطمینان در مورد سیاست‌های مهم اقتصادی مانند مقررات، مالیات، سیاست پولی و بودجه دولت در فعالیت‌های تجاری تاثیر می‌گذارد (بیکر و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). در نتیجه، یک بدنه

<sup>1</sup> Eviews

<sup>2</sup> Brexit

<sup>3</sup> Baker et al

در حال رشد ادبیات تاثیر عدم اطمینان در مورد سیاست اقتصادی بر نتایج شرکت را بررسی می‌کند. برخی از مقالات تاثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت (گلن و یون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶)، نگهداشت وجه نقد (وانگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴) و عملکرد بازار بورس (لیو و ژانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵) را بررسی می‌کنند. با توجه به تحولات دنیای امروز، کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات زیادی مواجه هستند، حل مشکلات اقتصادی نیازمند راه‌کارهای مناسب برای استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی است. از آنجایی که سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین مولفه‌های تقاضای سال به سال است و نقش بسیار تعیین کننده‌ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، درک رفتار سرمایه‌گذاران برای اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی بسیار حائز اهمیت بوده است. (فرید و قدک فروشان، ۱۳۹۷). سرمایه‌گذاری مستقیم موتور رشد تولید ناخالص داخلی در کشورها محسوب، و بر عملکرد اقتصاد ملی تأثیر می‌گذارد (ژنگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). با این حال، عدم تقارن اطلاعاتی، مشکل اصلی و عامل ناکارآمدی سرمایه‌گذاری است. و پیامدهای اقتصادی منفی بسیاری مانند هدر رفت منابع و کاهش سود را به همراه دارد. در نتیجه توانایی توسعه پایدار اقتصاد ملی را نیز کاهش می‌دهد. (چن و زی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱). فلذا، چگونگی به حداقل رساندن سرمایه‌گذاری ناکارآمد به یک موضوع مهم بدل شده است (ژانگ و یو<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰). مطالعات انجامی نشان داده‌اند که رفتار مدیران بر سرمایه‌گذاری ناکارآمد تأثیر می‌گذارد، اما در مورد نحوه همبستگی آنها اختلافاتی وجود دارد. محققین تحقیقات زیادی از منظر حقوق مدیریت انجام داده‌اند. با این حال، چنین تحقیقاتی مبتنی بر فرض همگنی مدیریت در اقتصاد نئوکلاسیک، ناهمگونی مدیران را در نظر نمی‌گیرد. برای حل این موضوع، برخی آزمون‌های تجربی را در زمینه پیشینه مدیریت انجام می‌دهند (جیانگ<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹). برخی از مطالعات نتیجه می‌گیرند که مدیران شایسته سیگنال مثبتی به بازار می‌فرستند، که نشان می‌دهد کسب و کار به خوبی پیش می‌رود، که این امر عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. سایر تحقیقات نشان می‌دهند که مدیریت شایسته انگیزه‌ها و فرصت‌های بیشتری برای ایجاد یک حکمرانی تجاری برای تشدید یک سرمایه‌گذاری دارد (پان و لی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶). ادبیات موجود شواهد تجربی را مستند می‌کند که نشان می‌دهد عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند با کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رشد اقتصادی را کاهش دهد. آیزمنن و ماریون<sup>۹</sup> (۱۹۹۳) از اولین کسانی هستند که رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و تولید ناخالص داخلی سرانه واقعی را برای ۴۶ کشور در حال توسعه از سال ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۵ بررسی می‌کنند. آنها به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان سیاست اقتصادی می‌تواند با سرمایه‌گذاری بر رشد اقتصادی تأثیر گذار باشد. مطالعات جدیدتر نشان می‌دهد که کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در طول بحران مالی جهانی اخیر ناشی از عدم اطمینان فزاینده در سیاست‌ها است (بیکر و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۳؛ گلن و یون<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۳؛ جولینو و یوک<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۲).

کیفیت گزارشگری مالی نقش مهمی در افزایش کیفیت تصمیمات اقتصادی سرمایه‌گذاران دارد. ادبیات موجود نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات و مشکلات انتخاب نامطلوب را کاهش دهد. در نتیجه، با

<sup>1</sup> Gulen and Ion

<sup>2</sup> Wang et al

<sup>3</sup> Liu and Zhang

<sup>4</sup> Xing, Hua, Xi, Haobin, Wang, Haijun

<sup>5</sup> Chen, Yunsen, Xie, Deren

<sup>6</sup> Zhang, Runyu, Yu, Mingyang

<sup>7</sup> Jiang

<sup>8</sup> Pan, Qianjin, Li, Xiaonan

<sup>9</sup> Aizenman and Marion

<sup>10</sup> Baker et al

<sup>11</sup> Gulen and Ion

<sup>12</sup> Julio and Yook

افزایش نقدینگی بازار و کاهش هزینه سرمایه بر بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد (لوئیز و ویسوکا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). مطالعات دیگر اثرات واقعی کیفیت گزارشگری مالی را از نظر سرمایه‌گذاری و استفاده از منابع در نظر می‌گیرند. در این حالت، گزارشگری مالی به روند تصمیم‌گیری شرکت‌ها باز می‌گردد. بنابراین، کیفیت آن می‌تواند تصمیمات مدیریتی را بهبود بخشد (لامبرت و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷)، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری (به عنوان مثال، بیدل و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹؛ بدرتچر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳) به نتایج اقتصادی بهتر کمک می‌کنند. عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عملکرد بنگاه‌ها تأثیر می‌گذارد (جولیو و یوک<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶) و باعث عدم تقارن اطلاعات می‌شود این می‌تواند بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد (نگار و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹). بنابراین، سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت با نقش میانجی کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران تا چه اندازه تأثیر دارد؟ به عبارت دیگر، نقش کیفیت گزارشگری مالی در میزان تأثیرگذاری عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت چیست؟

عدم اطمینان سیاست اقتصادی<sup>۷</sup> به عدم توانایی شرکت در قضاوت دقیق و در نظر گرفتن چگونگی تغییر سیاست اقتصادی یک کشور یا منطقه در طول فرآیند توسعه، از جمله عدم اطمینان در مورد سیاست‌های مالی، پولی و تجاری اشاره دارد (بیکر، بلوم و دیویس<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶). اقتصاد ایران در مرحله توسعه و انتقال است و در نتیجه، عدم اطمینان در مورد سیاست اقتصادی در حال افزایش است. عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر محیط کلان شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بنابراین بحث در مورد تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر تصمیمات و رفتارهای سطح شرکت بسیار حیاتی و ضروری است (ژانگ، هان، پن و دیویس<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵). به عنوان مثال، برخی از محققان نشان دادند که عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر بازده بازار (چن، ژیانگ و تانگ<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷) و همچنین سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر منفی دارد (وانگ، چین و هانگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۴). دایمر و ارسان<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۷)، پژوهشی را بر اساس داده‌های کشورهای برزیل، روسیه، هند و چین از سال ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ انجام داده و به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان سیاست اقتصادی با نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت دارد. به علاوه، وقتی شرکت‌ها با عدم اطمینان سیاست اقتصادی بالا مواجه می‌شوند، تمایل بیشتری دارند که نسبت بدهی خود را کاهش دهند (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۵). با توجه به اهمیت موضوع و وجود خلاء پژوهشی، به نظر می‌رسد انجام پژوهش در این زمینه ضروری است.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تحقیق در مورد رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکتی و عدم قطعیت بی‌نتیجه بوده است. نظریه کلاسیک نایت<sup>۱۳</sup> (۱۹۲۱) بر این نکته تأکید دارد که کارآفرینان توانایی شناسایی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان و

<sup>1</sup> Leuz and Wysocki

<sup>2</sup> Lambert et al

<sup>3</sup> Biddle et al

<sup>4</sup> Badertscher et al

<sup>5</sup> Julio and Yook

<sup>6</sup> Nagar et al

<sup>7</sup> Economic policy uncertainty

<sup>8</sup> Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J

<sup>9</sup> Zhang, G., Han, J., Pan, Z., Huang, H

<sup>10</sup> Chen, J., Jiang, F., Tong, G

<sup>11</sup> Wang, Y., Chen, C.R., Huang, Y.S

<sup>12</sup> Demir and Ersan

<sup>13</sup> Knight

کسب سود از طریق یکپارچه سازی منابع را دارند. بنابراین، عدم اطمینان منبع اصلی سود شرکت است. علاوه بر این، با فرض رقابت کامل، بازگشت ثابت به مقیاس و هزینه تعدیل متقارن، مدل های اقتصادی توسعه یافته توسط هارتمن<sup>۱</sup> (۱۹۷۲) و آبل<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) نشان می دهند که سطح بالاتری از عدم قطعیت، حاشیه سود مورد انتظار سرمایه را افزایش می دهد و در نتیجه سرمایه گذاری را افزایش می دهد. آبل و بلانچارد<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) شواهد تجربی برای این ادعا ارائه نموده اند. از سوی دیگر، کابالرو<sup>۴</sup> (۱۹۹۱) استدلال می کند که در صورت کاهش مفروضات هارتمن (۱۹۷۲) و آبل (۱۹۸۳)، سرمایه گذاری های سرمایه زمانی کاهش می یابد که عدم قطعیت افزایش می یابد. استدلال های گزینه های واقعی به همین نتیجه می رسند. ماهیت برگشت ناپذیری پروژه های سرمایه گذاری یا هزینه های کاهش یافته، شرکت ها را مجبور می کند تفاوت سود بین سرمایه گذاری های فعلی و آینده را بسنجند. هر چه درجه عدم قطعیت بیشتر باشد، بازده مورد انتظار برای سرمایه گذاری آتی بیشتر است، بنابراین مقدار بیشتری در گزینه انتظار وجود دارد. در نتیجه، شرکت ها هزینه های سرمایه گذاری فعلی خود را کاهش می دهند. شواهد اضافی در سطح صنعت و در سطح شرکت، از این ادعا پشتیبانی می کند (وانگ و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). به عنوان یکی از انواع عدم قطعیت، عدم قطعیت سیاست تأثیر قابل توجهی بر رفتار سرمایه گذاری شرکت دارد. عدم قطعیت سیاست می تواند هزینه های مورد انتظار را افزایش دهد و سرمایه گذاری و تولید بلندمدت را کاهش دهد (جونگ<sup>۶</sup>، ۲۰۰۲). به ویژه در کشورهای در حال توسعه، جایی که کارآفرینان معمولی به تغییرات سیاست واکنش نشان می دهند و عقلانیت آن ها از افزایش سرمایه گذاری جلوگیری می کند تا زمانی که عدم قطعیت مرتبط با اصلاح سیاست از بین برود. مدل نظری و یافته های تجربی پاستور و ورونزی<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) نشان می دهد که عدم قطعیت سیاست، ارزش حمایت های ارائه شده توسط دولت برای بازارها را کاهش می دهد و در نتیجه منجر به نوسانات بیشتر در قیمت سهام می شود. جولین و یوک<sup>۸</sup> (۲۰۱۲) دریافتند که در سال های انتخابات، سرمایه گذاری شرکت ها به طور متوسط ۴.۸ درصد کاهش می یابد در مقایسه با سال های بدون انتخابات ریاست جمهوری. دورنف (۲۰۱۲) مستند می کند که قیمت سهام در سال های انتخاباتی دارای سر و صدای بیشتری است که باعث می شود سرمایه گذاری شرکت ها نسبت به تغییرات قیمت سهام حساس نباشد. علاوه بر این، عدم قطعیت انتخابات منجر به تخصیص ناکارآمد سرمایه می شود و عملکرد شرکت را به خطر می اندازد. گولن و یون<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) با استفاده از شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیکر و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که سطوح بالاتر عدم اطمینان سیاست اقتصادی سرمایه گذاری شرکت را کاهش می دهد. به طور خاص، عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه گذاری شرکت، تلاش نوآوری و عملکرد را کاهش می دهد (اقبال و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۰). همچنین دسترسی شرکت ها به منابع مالی را کاهش می دهد و چنین دسترسی را گران تر می کند (فرانسیس و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۴؛ بوردو و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۶؛ خو<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۰).

<sup>1</sup> Hartman

<sup>2</sup> Abel

<sup>3</sup> Abel and Blanchard

<sup>4</sup> Caballero

<sup>5</sup> Wang et al

<sup>6</sup> Jeong

<sup>7</sup> Pastor and Veronesi

<sup>8</sup> Julio and Yook

<sup>9</sup> Gulen and Ion

<sup>10</sup> Iqbal et al

<sup>11</sup> Francis et al

<sup>12</sup> Bordo et al

<sup>13</sup> Xu et al

کیفیت گزارشگری مالی نقش حیاتی در افزایش کیفیت تصمیمات اقتصادی سرمایه گذاران دارد. ادبیات موجود نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات و مشکلات انتخاب نامطلوب کاهش دهد. در نتیجه، کیفیت گزارشگری مالی با افزایش نقدینگی بازار و کاهش هزینه سرمایه بر بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. مطالعات دیگر اثرات واقعی کیفیت گزارشگری مالی را از نظر سرمایه گذاری و استفاده از منابع در نظر می‌گیرند. در این مورد، گزارشگری مالی به فرآیند تصمیم‌گیری شرکت بازخورد می‌دهد. بنابراین، کیفیت آن می‌تواند تصمیمات مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و به نتایج اقتصادی بهتر کمک کند. به این دلایل، یک جریان رو به رشد ادبیات به بررسی عوامل تعیین کننده کیفیت گزارشگری مالی می‌پردازد. اکثر این تحقیقات از دستکاری سود به عنوان نماینده‌ای برای کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌کنند (برمپی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). عدم قطعیت اقتصادی به عدم اطمینانی اطلاق می‌شود که از شرایط عمومی اقتصادی و چرخه تجاری ناشی می‌شود. اگرچه نااطمینانی سیاسی و اقتصادی مرتبط است، اما عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی ناامنی در مورد سیاست‌های اقتصادی دولت است. عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عملیات و عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌کند (نگار و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). با توجه به اینکه عدم قطعیت بیشتر سیاست‌های اقتصادی، عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش می‌دهد، همچنین ظرفیت مدیران را برای پنهان کردن مدیریت سود افزایش می‌دهد. بنابراین، انگیزه مدیران برای افزایش سود گزارش شده زمانی افزایش می‌یابد عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاست. این می‌تواند بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. از این رو، بررسی اثر مسائل مربوط به عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر دستکاری سود منطقی می‌باشد (برمپی و همکاران، ۲۰۲۲). مطالعات قبلی نشان می‌دهد که گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر می‌تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی که باعث خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب می‌شود، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. به عنوان مثال، به خوبی ثابت شده است که اطلاعات گزارشگری مالی توسط سهامداران برای نظارت بر مدیران مورد استفاده قرار می‌گیرد و منبع مهمی از اطلاعات خاص شرکت برای سرمایه‌گذاران است. اگر گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر توانایی سهامداران را برای نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مدیریتی افزایش دهد، می‌تواند با کاهش مخاطرات اخلاقی با کارایی سرمایه‌گذاری همراه باشد.

### پیشینه پژوهش

برمپی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲)، در پژوهشی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی را بر کیفیت گزارشگری مالی شرکتهای آمریکایی در طی سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۱۵ بررسی کردند. نتایج نشان دادند که رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مدیریت سود برای شرکتهایی که در زمینه‌های حساس سیاسی، برای بنگاه‌های دارای بحران مالی بیشتر و در دوره‌های رکود اقتصادی فعالیت می‌کنند، تقویت می‌شود. ما همچنین شواهدی ارائه دادند که افزایش محدودیت‌های مالی رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مدیریت سود را تسهیل می‌کند. این نتایج حاکی از آن است که مدیران قصد دارند در صورت بالا بودن عدم قطعیت سیاست اقتصادی، وضعیت مالی بهبود یافته شرکت را در اختیار افراد خارجی قرار دهند. چن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی رابطه بین توانایی مدیریتی و سرمایه‌گذاری ناکارآمد و همچنین تأثیرات کنترل داخلی بر آنها را با استفاده از عدم تقارن اطلاعاتی و تئوری نمایندگی بر اساس داده‌های شرکت

<sup>1</sup> Bermpei et al

<sup>2</sup> Nagar et al

<sup>3</sup> Bermpei et al

<sup>4</sup> Chen et al

های بورسی شانگهای و شنژن طی سال های ۲۰۱۲-۲۰۱۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان دادند که توانایی مدیریتی سرمایه گذاری ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد همچنین کنترل داخلی رابطه بین توانایی مدیریتی و سرمایه گذاری بیش از حد را محدود می کند اما رابطه بین توانایی مدیریتی و سرمایه گذاری کمتر را ارتقا می دهد. آسیری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، در مطالعه ای به بررسی این سوال که آیا اجتناب مالیاتی با کارایی سرمایه گذاری مرتبط است؟ در طی دوره ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۶، آنها به این نتیجه رسیدند که بین فعالیت های اجتناب از مالیات شرکت ها و ناکارآمدی سرمایه گذاری رابطه مثبت وجود دارد. علاوه بر این، مقایسه صورت های مالی و رقابت بازار محصول بر رابطه بین فعالیت های اجتناب از مالیات شرکت ها و ناکارآمدی سرمایه گذاری تأثیر می گذارد. جینگو و هونگلیانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در مطالعه ای رابطه بین رقابت بازار محصول و کارایی سرمایه گذاری را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که بهبود رقابت در بازار محصول برای بهبود کارایی سرمایه گذاری سازمانی مفید است. رقابت در بازارهای خارجی همچنین می تواند با مهار مشکلات نمایندگی و بهبود اثربخشی مشوق ها، بازده سرمایه گذاری را بهبود بخشد. در عین حال، برای شرکت های دولتی، بهبود رقابت در بازار محصول نقش بیشتری در بهبود بهره وری سرمایه گذاری ایفا می کند. ژنگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی رابطه فعالیت های اجتناب از مالیات و کارایی سرمایه گذاری پرداختند و عنوان کردند که فعالیت های اجتناب از مالیات تمایل به تشدید میزان عدم تقارن اطلاعات در داخل و خارج از شرکت دارد و باعث ایجاد مشکلات نمایندگی خواهد شد. عدم تقارن اطلاعات و مشکلات نمایندگی دلایل مهم سرمایه گذاری ناکارآمد هستند؛ بنابراین، استدلال کردند که هرچه میزان اجتناب مالیاتی بالاتر باشد، کارایی سرمایه گذاری پایین تر است. گودرزی فراهانی و علی اکبر (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر روش های تأمین مالی بخش صنعت بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به منظور بررسی رابطه بین متغیرهای تحقیق از روش داده های ترکیبی استفاده گردید. نمونه آماری مورد استفاده در این مطالعه مربوط به ۷۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۹-۱۳۹۰ بوده است. نتایج بدست آمده از مدل برآورد شده نشان دهنده این موضوع بوده است که نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد. نتایج نشان داد که متغیرهای نقدینگی، نسبت بدهی و اهرم مالی تأثیر منفی بر سرمایه گذاری و متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی های اثرگذاری مثبتی داشته اند. بر این اساس می توان بیان کرد که برای کارا بودن سرمایه گذاری دو معیار باید مورد توجه قرار گیرد اول جمع آوری منابع تأمین مالی و دوم انتخاب و اجرای سرمایه گذاری به طور صحیح. صراف و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه گذاری با تأکید بر مقایسه صورت های مالی و رقابت در بازار محصول با استفاده از نمونه ای متشکل از ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۰ پرداختند برای تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و سایت کدال داده های خام را استخراج و سپس در اکسل طبقه بندی و در نهایت داده ها در نرم افزار ایویوز و به روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته به آزمون فرضیه های پرداختند. نتایج نشان داد که اجتناب مالیاتی می تواند منجر به افزایش انحراف از سطح مورد انتظار سرمایه گذاری و ناکارآمدی سرمایه گذاری شود و در صورت مداخله قابلیت مقایسه صورت های مالی و رقابت در بازار محصول، این رابطه تعدیل می شود. قابل مقایسه بودن صورتهای مالی این رابطه را تضعیف و رقابت را در بازار محصول آن را تشدید می کند. حسینی و کاشفی نیشابوری (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش داده های ترکیبی برای بازه

<sup>1</sup> Asiri et al

<sup>2</sup> Jingyu & Hongliang

<sup>3</sup> Zheng

زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۰ است. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی اثر مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد به طوری که اگر توانایی مدیریتی یک واحد افزایش یابد کارایی سرمایه‌گذاری ۰.۰۰۵٪ واحد افزایش می‌یابد؛ ریسک سقوط قیمت سهام معیار اول سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری اثر منفی بر خطر سقوط سهام دارد به طوری که اگر ریسک سقوط قیمت سهام معیار اول سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری یک واحد افزایش یابد خطر سقوط سهام به ترتیب ۰.۸٪ و ۱.۵۴٪ واحد کاهش می‌یابد؛ ریسک سقوط قیمت سهام معیار دوم سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری اثر منفی معنادار بر خطر سقوط سهام دارد. به طوری که اگر ریسک سقوط قیمت سهام معیار دوم سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری یک واحد افزایش یابد خطر سقوط سهام به ترتیب ۰.۷٪ و ۱.۸۱٪ واحد کاهش می‌یابد. خدای پور و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با استفاده از نمونه ای متشکل از ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶، تأثیر توانایی مدیریتی بر رابطه اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان دادند که با افزایش اجتناب مالیاتی، در سطح توانایی مدیریت پایین، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش نمی‌یابد، در حالی که در سطح توانایی مدیریت بالا، تأثیر مثبت کارایی سرمایه‌گذاری بر افزایش اجتناب مالیاتی تأیید می‌شود. ملکی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی نقش کیفیت کنترل داخلی در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و پس از حذف محدودیت‌ها ۷۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. محدوده زمانی پژوهش حاضر بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ است. برای بررسی فرضیه از روش رگرسیون پانلی و از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت کنترل داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. ممبینی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه‌گذاری شرکت‌های هلدینگ پرداختند. به منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از پرسشنامه و برای تعیین روایی و پایایی آن از پیش‌آزمون استفاده شد. برای سنجش روایی پرسشنامه از روش روایی تشخیصی (DV) با استفاده از شاخص میانگین واریانس استخراج شده (AVE) و برای تعیین پایایی از آلفای کرونباخ استفاده شد. پژوهشگران ضمن مرور کامل مبانی نظری و با انتخاب اعضای نمونه آماری به روش تصادفی از بین مدیران شرکت‌های هلدینگ در کشور، فرضیه‌های پژوهش را با استفاده از روش مدل‌یابی معادلات ساختاری (SEM) و رگرسیون مورد سنجش قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد عوامل درون‌زا (شامل توانمندی فنی، فرایندی و عملیاتی) و عوامل برون‌گرا (شامل ریسک و بازده و بازار) بر مدیریت و اثربخشی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های هلدینگ تأثیرگذار است. از نتایج حاصل از این تحقیق در شرکت‌های هلدینگ برای تصمیم‌گیری در حوزه‌های مدیریتی استفاده شد.

### شیوه پژوهش

این پژوهش از لحاظ رویکرد، طبیعت گرایانه و از لحاظ هدف پژوهش، از نوع کاربردی و از لحاظ ماهیت، اصیل (دست اول) و از نظر ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی و از لحاظ روش شناخت، توصیفی از نوع همبستگی است و در زمره پژوهش‌های شبه‌تجربی و پس‌رویدادی قرار دارد. همچنین، این پژوهش از نظر نوع استدلال، قیاسی-استقرایی و از لحاظ بعد زمان، گذشته‌نگر و از نظر طول زمانی داده‌ها، روش ترکیبی (طولی-مقطعی) و به لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات، اسنادکاو و کتابخانه‌ای می‌باشد. همچنین از کتابخانه‌ای به منظور فراهم‌سازی پیشینه و مبانی نظری پژوهش و برای گردآوری داده‌های مورد نیاز پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی شامل یادداشت‌ها و صورت‌های مالی استخراجی از سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین استفاده خواهد گردید. در پایان و پس از پردازش توسط نرم‌افزار اکسل، برای تحلیل فرضیات از روش رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نسخه دوازدهم نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است.

## فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش و با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل مطرح می‌شوند.

فرضیه اول: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد.

فرضیه دوم: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیری دارد.

فرضیه سوم: عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش با توجه به امکان دسترسی و قابلیت اتکای اطلاعات شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است. همچنین، برای تعیین حجم نمونه معیارهایی به شرح جدول زیر تعیین گردیده است. بنابراین، هر شرکتی که دارای شرایط مذکور باشد، انتخاب و سایرین حذف می‌گردد. شیوه انتخاب نمونه به شرح زیر ارائه شده است.

### جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت‌ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت‌ها و شرایط
۴۰۵۶	۵۰۷	کل شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۴۰۰
(۵۹۲)	(۷۴)	حذف شرکت‌های پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از سال مالی ۱۳۹۳
(۴۲۴)	(۵۳)	حذف شرکت‌های که طی سال‌های مالی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی داشته باشند.
(۷۶۸)	(۹۶)	حذف شرکت‌های غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه (برای وجود یکنواختی میان شرکت‌های مورد آزمون، فقط شرکت‌هایی بررسی شده‌اند که پایان سال مالی آن‌ها، ۲۹ اسفند ماه بوده است.)
(۶۸۰)	(۸۵)	شرکت‌های در دست بررسی، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت آن‌ها متفاوت است.
(۴۴۸)	(۵۶)	حداقل ۶ ماه از سال بازده ماهانه داشته باشند و داده‌های لازم آنها در دسترس باشد.
۱۱۴۴	۱۴۳	تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت‌ها و شرایط

بنابراین، شرکت‌هایی که حائز شرایط فوق نباشند، از نمونه آماری به شمار نیامدند که با توجه به شرایط بالا از بین ۵۰۷ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران (بورسی و فرا بورسی)، تعداد اعضای نمونه آماری تعریف می‌شود. با توجه به رعایت شرایط یاد شده بالا و با استفاده از حذف سیستماتیک (غربال‌گری) از بین شرکت‌های واجد شرایط تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

## مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیات پژوهش از مدل‌های عملیاتی زیر استفاده خواهد شد:

### مدل آزمون فرضیه اول:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 AGE_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### مدل آزمون فرضیه دوم:

$$FQR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 AGE_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t}$$

### مدل آزمون فرضیه سوم:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 FQR_{i,t} + \alpha_3 EPU_{i,t} * FQR_{i,t} + \alpha_4 AGE_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



## که در آن:

**متغیر وابسته - سرمایه گذاری (کارایی سرمایه گذاری) (INV):** کارایی سرمایه گذاری عمدتاً با مدل حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری، مدل حاشیه‌ای کیوتوبین و مدل ریچاردسون اندازه‌گیری می‌شود. مدل حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری نمی‌تواند تشخیص دهد که سرمایه گذاری ناکارآمد ناشی از سرمایه گذاری بیش از حد است یا کمتر از سرمایه گذاری است اگرچه مدل حاشیه‌ای کیوتوبین این مشکل را حل می‌کند، اما قادر به اندازه‌گیری درجه انحراف سرمایه گذاری ناکارآمد نیست. مدل ریچاردسون با اندازه‌گیری این شکاف را پر می‌کند. بنابراین بسیار مورد استفاده قرار می‌گیرد. این مقاله از مدل ریچاردسون برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه گذاری استفاده می‌کند. برای برآورد سرمایه گذاری مورد انتظار با استفاده از روش رگرسیون، سطح واقعی سرمایه گذاری را به عنوان متغیر وابسته و عوامل اصلی مؤثر بر کارایی سرمایه گذاری را به عنوان متغیرهای مستقل در نظر می‌گیریم. باقیمانده‌ها نشان دهنده میزان انحراف شرکت از سرمایه گذاری بهینه است. باقیمانده مثبت نشان دهنده بیش از حد سرمایه گذاری است، در حالی که منفی نشان دهنده کاهش سرمایه گذاری است. انتخاب و اندازه‌گیری متغیرها در مدل نیز از آن استخراج شده است لیو و همکاران (۲۰۱۴). مدل تفصیلی به شرح زیر است در این پژوهش کارایی سرمایه گذاری بر اساس قدر مطلق باقیمانده مدل زیر اندازه‌گیری می‌شود.

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TobinQ_{it-1} + \alpha_2 LEV_{it-1} + \alpha_3 CASH_{it-1} + \alpha_4 AGE_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it-1} + \alpha_6 RETURNS_{it-1} + \alpha_7 INV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

## که در آن:

**INV:** شاخص سرمایه‌گذاری شرکت است و با استفاده از مخارج سرمایه‌ای اندازه‌گیری می‌شود. مخارج سرمایه‌ای عبارت است از مخارج صرف شده برای خرید دارایی‌های مولد و جدید که جهت محاسبه آن از نسبت خالص جریان نقد سرمایه گذاری به میانگین کل دارایی‌ها استفاده می‌شود. خالص جریان نقد سرمایه گذاری برابر است با مخارج تحصیل و تعمیرات اساسی دارایی‌های ثابت منهای وجوه دریافتی حاصل از فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات که از بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد استخراج می‌شود.

**TobinQ:** ارزش بازار شرکت تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام که عملکرد بازار را نشان می‌دهد.

**LEV:** کل بدهی‌ها در پایان سال تقسیم بر کل دارایی‌ها در پایان سال که توانایی پرداخت بدهی را نشان می‌دهد.

**CASH:** وجه نقد (از نسبت وجه نقد بر کل دارایی‌ها در پایان سال) نشان دهنده جریان‌های نقدی است.

**AGE:** سن (لگاریتم طبیعی سال‌های ذکر شده) سن‌های فهرست شده را نشان می‌دهد.

**SIZE:** اندازه (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال) نشان دهنده مقیاس شرکت است.

**RETURNS:** بازده (بازده سالانه سهام با در نظر گرفتن سرمایه‌گذاری مجدد سود نقدی) به ترتیب نشان دهنده بازده سهام است (چین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱).

**متغیر مستقل - عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU):** متغیر مستقل در این پژوهش عدم قطعیت سیاست اقتصادی است که مطابق پژوهش‌های زراء نژاد و معتمدی (۱۳۹۱) مقدم و سزاور (۱۳۹۴)، باغومیان و همکاران (۱۳۹۵)، شکرخواه و قاصدی دیزجی (۱۳۹۵) برای اندازه‌گیری آن از چهار معیار (نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز و رشد اقتصادی) که در این پژوهش به دلیل اهمیت نرخ بهره از این روش استفاده خواهد شد.

<sup>1</sup> Chen, Suyun, Li, Zongze, Han Binbin Ma, Hengyun

**نرخ بهره (Interest Rate):** بهره مبلغی است که از طرف قرض گیرنده به قرض دهنده برای استفاده از منابع مالی قرض دهنده در یک دوره زمانی مشخص، پرداخت می شود (فرجی، ۱۳۸۲). بهره در واقع قیمت پول و پاداشی است که به وام دهندگان (پس اندازکنندگان) پرداخت می شود تا آنها را ترغیب کند از وجوه نقد خود جدا شوند. در تجزیه و تحلیل پولی، نرخ بهره نقشی اساسی و کلیدی به عهده دارد، زیرا عنصر اساسی در سازوکار اثرگذاری سیاست های پولی به شمار می آید. از سوی دیگر، نرخ های بهره درآمدها و تفاوت آن با نرخ های بهره سپرده ها، میزان جذب سپرده ها و وام ها در بانک ها را تحت تأثیر قرار می دهد و از این طریق بر فرآیند خلق پول اثر می گذارد. نرخ بهره به عنوان یک عامل مالی در نهادهای اقتصادی نقش کلیدی دارد. از آنجا که در تصمیم گیری های مدیران، پول نقش کلیدی برعهده دارد، تغییرات نرخ بهره از اهمیت ویژه برخوردار است. منبع این متغیر هم از آمار منتشر شده توسط بانک مرکزی می باشد که معمولاً در دسترس و توسط شورای پول و اعتبار تصویب می شود که به شرح زیر محاسبه می شود.

$$\Delta \text{Interest Rate}_{it} = \frac{\text{Interest Rate}_{it} - \text{Interest Rate}_{it-1}}{\text{Interest Rate}_{it-1}}$$

که در آن:

$\Delta \text{Interest Rate}_{it}$  تغییرات نرخ بهره در سال جاری t.

$\text{Interest Rate}_{it}$  نرخ بهره در سال جاری t.

$\text{Interest Rate}_{it-1}$  نرخ بهره در سال قبل t-1 (شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵).

**متغیر میانجی - کیفیت گزارشگری مالی (FQR):** بررسی ادبیات مربوطه نشان دهنده وجود معیارها و مدل های گوناگون جهت اندازه گیری و ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی می باشد، از اینرو در این پژوهش جهت اندازه گیری بهتر کیفیت گزارشگری مالی به دو دلیل، از مدل کیفیت ارقام تعهدی کازنیک (۱۹۹۹)، استفاده شد. اولاً ارقام تعهدی عامل اصلی پیش بینی جریان های نقدی آتی هستند و اگر در برآزش آنها میزان خطا کمتر باشد، سودها نشانه بهتری از جریان های نقدی آتی خواهند بود که این موضوع، می تواند دال بر کیفیت باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). ثانیاً، نتایج مطالعات داخلی حاکی از مناسب بودن نتایج این مدل در ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است به طوری که سجادی و همکاران (۱۳۹۱) و یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۱) به ترتیب چهار و شش مدل اصلی از مدل های ارقام تعهدی را به تفکیک هر صنعت، از نظر معناداری و قابلیت پیش بینی کنندگی مورد بررسی قرار داده و ادعا نموده اند مدل کازنیک (۱۹۹۹) بهینه ترین مدل برای ارزیابی کیفیت ارقام تعهدی است. مدل زیر نشان دهنده مدل کازنیک می باشد:

$$TACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 [\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}] + \alpha_2 PPE_{it} + \alpha_3 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق TACC ارقام تعهدی کل،  $\Delta REV$  تغییر در درآمد فروش در سال t نسبت به سال قبل،  $\Delta REC$  تغییر در حسابهای دریافتی سال t نسبت به سال قبل، PPE بهای تمام شده اموال، ماشین آلات و تجهیزات،  $\Delta CFO$  تغییر در جریانهای نقدی عملیاتی سال t نسبت به سال قبل، e عوامل باقیمانده و اندیس i و t به ترتیب نشاندهنده شرکت و سال است، متغیرهای مدل فوق جهت هم مقیاس سازی بر مجموع دارایی های انتهای دوره تقسیم شده است. مدل فوق برای هر سال - شرکت برآزش شد، جهت تعیین کیفیت گزارشگری مالی از باقیمانده مدل فوق استفاده خواهد شد.

برای اندازه‌گیری ارقام تعهدی کل نیز از مدل ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۵) استفاده خواهد شد آنها ارقام تعهدی کل را به سه دسته کلی ارقام تعهدی سرمایه در گردش، ارقام تعهدی عملیاتی غیرجاری و ارقام تعهدی مالی تقسیم می‌کنند که این مفهوم در رابطه زیر ارائه شده است:

$$TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN$$

که در مدل  $TACC$ ،  $R$ ،  $T$ ، بیانگر ارقام تعهدی کل است، که با رویکرد ترازنامه‌ای از مجموع سه جزء دیگر ارقام تعهدی (ارقام تعهدی عملیاتی غیر جاری، ارقام تعهدی سرمایه در گردش، ارقام تعهدی مالی)، بدست می‌آید و اجزای تشکیل دهنده آن نیز بدین شرح می‌باشند  $\Delta NCO$  بیانگر میزان ارقام تعهدی عملیاتی غیرجاری میباشد که برابر است با تغییر خالص دارایی‌های عملیاتی غیرجاری سال  $t$  نسبت به سال قبل؛  $\Delta WC$  بیانگر میزان ارقام تعهدی سرمایه در گردش می‌باشد که برابر است با تغییر سرمایه در گردش غیرنقدی سال  $t$  نسبت به سال قبل؛  $\Delta FIN$  بیانگر میزان ارقام تعهدی مالی می‌باشد که برابر است با تغییر خالص دارایی‌های مالی سال  $t$  نسبت به سال قبل می‌باشد. نحوه اندازه‌گیری خالص دارایی‌های عملیاتی غیرجاری، سرمایه در گردش غیرنقدی و خالص دارایی‌های مالی بدین صورت است؛ جهت اندازه‌گیری خالص دارایی‌های عملیاتی غیرجاری از مجموع دارایی‌ها غیر جاری و تسهیلات مالی بلندمدت، مجموع سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و بدهی‌های غیرجاری کسر می‌گردد؛ جهت اندازه‌گیری سرمایه در گردش غیرنقدی از مجموع دارایی‌های جاری و تسهیلات مالی کوتاه‌مدت، مجموع وجه نقد، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بدهی‌های کوتاه‌مدت کسر می‌گردد؛ جهت اندازه‌گیری خالص دارایی‌های مالی نیز از مجموع سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و سرمایه‌گذاری بلندمدت، مجموع تسهیلات مالی کوتاه‌مدت، تسهیلات مالی بلند مدت کسر می‌گردد (اسدی و همکاران، ۱۳۹۷).

### متغیرهای کنترلی

به پیروی از پژوهش لیو و همکاران (۲۰۱۴)، متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی پیشنهاد می‌شود.  
**سن شرکت (Age):** سن شرکت را از لگاریتم طبیعی فاصله زمانی تاریخ تا عرضه شرکت در بورس تا زمان حال را (برحسب سال) اندازه‌گیری می‌کنند.

**اهرم مالی (LEV):** اهرم مالی بالا به دلیل تامین مالی خارج از شرکت است و چنین مبالغی در صورت سوء استفاده ممکن است آثار زیانباری بر ارزش شرکت داشته باشد. مبالغی که بشکل وام وارد شرکت میشود، ممکن است در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی مصرف شود و کارایی سرمایه‌گذاری کاهش یابد. در این پژوهش از نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

**اندازه شرکت (SIZE):** با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت برآورد شده است.

**بازده دارایی‌ها (ROA):** در شرکتهای سودآور مدیران تمایل دارند تا عملکرد خود را بیش از حد نشان دهند. بنابراین، پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را انتخاب می‌کنند، زیرا این پروژه‌ها در کوتاه مدت خوبی برای مدیران دارد در حالی که در بلند مدت به ضرر سهامداران است. از این رو استدلال می‌شود که شرکتهای سودآور بیشتر مستعد ناکارایی سرمایه‌گذاری باشند. در این پژوهش از نسبت درآمد عملیاتی (سود قبل از بهره و مالیات) به کل دارایی‌ها بدست می‌آید (لیو و همکاران، ۲۰۱۴). در تمامی موارد فوق با استفاده از دارایی‌های ابتدای دوره مقیاس زدایی شده است.

## یافته های پژوهش

قبل از تحلیل آماری داده‌های تحقیق، لازم است داده‌های متغیرهای مورد استفاده در تحقیق توصیف شوند. این کار اقدامی در جهت الگوی حاکم و پایه و اساس روابط بین متغیرهاست. لذا قبل از تحلیل فرضیات، متغیرهای تحقیق موردی مورد بررسی قرار می‌گیرد که نتایج آن در جدول ۲ به شرح زیر ارائه شده است.

جدول (۲): توصیف متغیرهای کمی تحقیق

متغیرهای پژوهش	سرمایه‌گذاری	عدم قطعیت سیاست اقتصادی	کیفیت گزارشگری مالی	سنس شرکت	اهرم مالی	اندازه شرکت	بازده دارایی‌ها	شرکت	
								تعداد	سال شرکت
	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳		
	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴		
میانگین	۰.۰۴۶	۰.۰۶۲	۰.۰۱۰	۲.۹۸۷	۰.۵۵۳	۱۴.۸۴۴	۰.۱۶۰		
میانه	۰.۰۲۶	۰.۰۰۰	-۰.۰۱۶	۲.۹۹۵	۰.۵۵۳	۱۴.۶۰۵	۰.۱۲۸		
ماکزیمم	۰.۵۹۸	۰.۶۲۹	۰.۸۵۷	۳.۹۸۸	۱.۳۶۳	۲۱.۳۲۸	۰.۶۹۳		
مینیمم	۰.۰۰۰	-۰.۲۱۰	-۱.۵۷۱	۱.۹۴۵	۰.۰۳۱	۱۱.۱۱۶	-۰.۴۰۴		
انحراف معیار	۰.۰۶۰	۰.۲۴۹	۰.۱۷۰	۰.۳۷۴	۰.۲۱۰	۱.۵۹۲	۰.۱۷۱		
چولگی	۳.۳۳۷	۱.۲۲۸	۰.۳۷۵	۰.۳۰۲	۰.۱۱۶	۰.۸۱۹	۰.۵۰۹		
کشیدگی	۱۹.۹۴۶	۳.۶۳۹	۱۲.۲۸۵	۳.۰۹۳	۳.۱۶۳	۴.۲۵۱	۳.۳۹۲		

جدول ۲ نشان‌دهنده پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت جداگانه می‌باشد. این جدول نشان‌دهنده آمار توصیفی تمامی داده‌های متغیرهای کمی تحقیق مورد استفاده در سطح شرکت‌های نمونه آماری است. آمار توصیفی متغیرها شامل شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین، میانه) و شاخص‌های پراکندگی (مانند ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، کشیدگی، چولگی و واریانس) برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ می‌باشد. مهمترین شاخص مرکزی معمولاً میانگین بوده که شاخص اصلی برای مرکزیت داده‌ها محسوب می‌شود. برای نمونه این مقدار برای متغیر بازده دارایی‌ها برابر ۰.۱۶۰ بوده که نشان می‌دهد که نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی‌های شرکت‌های نمونه آماری ۱۶ درصد است و بیشترین این مقدار برای شرکت نوش مازندران در سال ۱۳۹۹ با مقدار ۰.۶۹۳ و کمترین مقدار آن برای شرکت‌های دوده صنعتی پارس در سال ۱۳۹۵ و پارس خودرو در سال ۱۳۹۷ با مقدار -۰.۴۰۴ است. در بخش شاخص‌های پراکندگی هم معمولاً انحراف معیار متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد. این شاخص نشان‌دهنده میزان پراکندگی از میانگین نمونه مورد آزمون می‌باشد. برای نمونه بیشترین این شاخص برای متغیر اندازه شرکت برابر با (۱.۵۹۲) می‌باشد. که نشان‌دهنده بیشترین فاصله این متغیر از مرکزیت داده مورد نظر است. در نهایت با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده در این تحقیق (داده‌های تلقیقی - دیتا پانل) تعداد مشاهدات بر اساس دوره و تعداد شرکت ۱۱۴۴ سال - شرکت می‌باشد.

## آمار استنباطی

### آزمون نرمال بودن

با اینکه نرمال بودن بودن متغیرهای تحقیق یکی از پیش شرط‌های رگرسیون می‌باشد ولی از نظر گجراتی می‌توان این شرط را در قالب متغیر وابسته مطرح نموده و یا حتی در نظر گرفته نشود. در آزمون جاک برا اگر سطح معنی‌داری

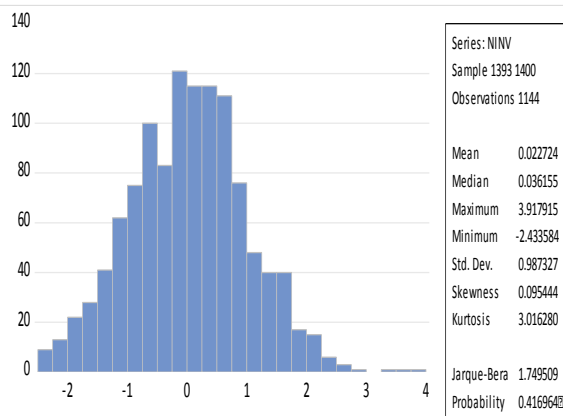
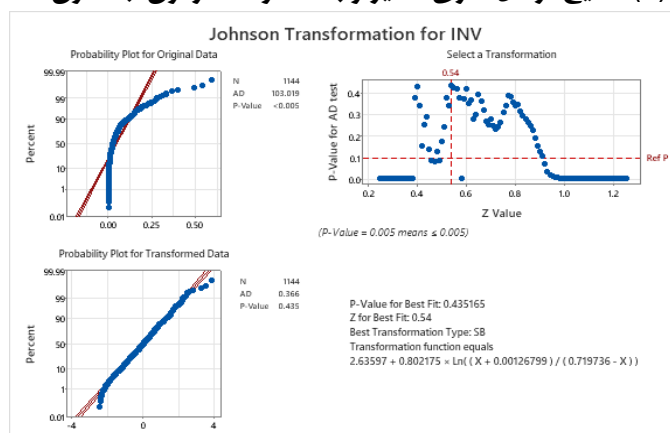
متغیرهای تحقیق بیشتر از ۵٪ باشد متغیر مورد نظر نرمال بوده و در غیر این صورت نرمال نمی‌باشد. روش‌های مختلفی برای نرمال کردن وجود دارد که عبارتند از: توابع نمایی یا لگاریتمی، مثلثاتی، معکوس و... که در این میان آزمونی تحت عنوان جانسون در نرم‌افزار مینی‌تب وجود دارد که روش‌های ذکر شده را انجام داده و بهترین آنها را انتخاب کرده و تحت عنوان متغیر نرمال خروجی ارائه می‌دهد. در صورت عدم نرمال‌سازی متغیر وابسته که منجر به نرمال شدن مدل می‌شود. با استفاده از قضیه حد مرکزی با توجه با تعداد مشاهدات بیشتر فرض نرمال بودن متغیرهای تحقیق را می‌پذیریم.

جدول (۳): آزمون تشخیص توزیع نرمال جاکو برا

نام متغیر	سطح معناداری جاکو برا	تفسیر
سرمایه‌گذاری	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
کیفیت گزارشگری مالی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
سن شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۰.۱۴۶	توزیع نرمال دارد
اندازه شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده دارایی‌ها	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

در جدول ۳، با توجه به نتایج آزمون جاکو برا سطح معنی‌داری تمام متغیرها کمتر از پنج درصد بوده فلذا از توزیع نرمال بهره نمی‌برند بنابراین با استفاده از آزمون تبدیلات جانسون نسبت به نرمال‌سازی متغیر وابسته سرمایه‌گذاری اقدام می‌نمائیم که نتایج آن در نمودار ۱ ارائه گردیده است.

نمودار (۱): نتایج نرمال‌سازی متغیر وابسته توسط آزمون جانسون



نمودار ۱ نشان دهنده نتایج نرمال سازی متغیر وابسته تحقیق یعنی اعتبار تجاری است با توجه به این نمودار مقدار  $P=VALUE$  به دست آمده بیشتر از ۰.۰۵ بوده بنابراین متغیر وابسته با استفاده از روش های مجاز نرمال سازی (مانند توابع لگاریتمی، معکوس، مثلثاتی و...) نرمال گردید. بنابراین فرض نرمال بودن متغیرهای تحقیق را می پذیریم.

### آزمون مانایی متغیرها

در یک رگرسیون ممکن است با وجود ضریب تعیین تعدیل شده بالا، آماره ضرایب نیز بیشتر شود که در این حالت می گوئیم رگرسیون کاذب ایجاد شده، این امر باعث استنباط های غلط در مورد میزان ارتباط بین متغیرها ایجاد شود. برای جلوگیری از این استنباط های غلط می توان از آزمون لوین، لین و چو، آزمون هریس و... استفاده کرد. نتایج این آزمون در جدول ۴ خلاصه و عرضه می گردد. با توجه به نتایج جدول ۴ سطح معنی داری تمامی متغیرها کمتر از پنج درصد است فلذا متغیرهای تحقیق ایستا و مانا می باشند. و رگرسیون کاذب در تحقیق ایجاد نمی شود.

جدول (۴): نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	آماره z	سطح معناداری	نتیجه
سرمایه گذاری	-۲۸.۲۲۳	۰.۰۰۰	مانا است
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	-۶۱.۳۸۹	۰.۰۰۰	مانا است
کیفیت گزارشگری مالی	-۲۱.۰۳۹	۰.۰۰۰	مانا است
سن شرکت	-۸۶.۹۷۱	۰.۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۸.۵۵۹	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۵.۳۸۴	۰.۰۰۰	مانا است
بازده دارایی ها	-۶.۴۴۶	۰.۰۰۰	مانا است

### تحلیل فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد.

جدول (۵): تخمین نهایی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت

$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 AGE_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰.۱۵۸	۰.۰۵۴	۲.۹۱۰	۰.۰۲۲
سن شرکت	۰.۱۲۵	۰.۰۶۹	۱.۸۱۳	۰.۱۱۶
اندازه شرکت	-۰.۰۲۳	۰.۰۲۸	-۰.۸۴۴	۰.۴۲۶
اهرم مالی	۰.۳۳۸	۰.۲۸۵	۱.۱۸۵	۰.۲۷۴
بازده دارایی ها	۱.۳۳۹	۰.۲۶۸	۴.۹۸۶	۰.۰۰۱
C (عرض از مبدا)	-۰.۴۰۸	۰.۴۵۲	-۰.۹۰۲	۰.۳۹۶
ناهمسانی واریانس	۸۸۳۱.۷۹۴ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون		۱.۸۲۶
ضریب تعیین	۰.۰۴۰	نوع آزمون		هاسن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۰۳۵	آماره (سطح معنی داری)		(۰.۰۶۸)۱۰.۲۶۶ (۰.۰۰۰)۴.۸۳۰
معنی داری آماره فیشر	(۰.۰۰۰)۹.۵۰۴	نوع رگرسیون		پانل - اثرات تصادفی

سطح معناداری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، بنابراین نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین کننده اثرات آن می‌باشد. بنابراین آزمون هاسمن انجام شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن در بیشتر از ۵ درصد بوده، لذا رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل- اثرات تصادفی) است. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۵ متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۲۲) و ضریب ۰.۱۵۸ است، از این رو عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌دار و مستقیمی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی-ها بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌دار و مستقیمی دارد. آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای تحقیق با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۸۲۶ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. همچنین مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۳.۵ درصد نشان‌دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۸۸۳۱.۷۹۴ - ۰.۰۰۰) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

#### فرضیه دوم: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیری دارد.

سطح معناداری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، بنابراین نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین کننده اثرات آن می‌باشد. بنابراین آزمون هاسمن انجام شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن در کمتر از ۵ درصد بوده، لذا رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل- اثرات ثابت) است.

#### جدول (۶): تخمین نهایی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی

FQR <sub>i,t</sub> = α <sub>0</sub> + α <sub>1</sub> EPU <sub>i,t</sub> + α <sub>2</sub> AGE <sub>i,t</sub> + α <sub>3</sub> SIZE <sub>i,t</sub> + α <sub>4</sub> LEV <sub>i,t</sub> + α <sub>5</sub> ROA <sub>i,t</sub>				
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	-۰.۱۱۹	۰.۰۰۸	-۲.۳۳۳	۰.۰۲۰
سن شرکت	-۰.۱۴۱	۰.۰۳۰	-۴.۶۱۸	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۰۴۳	۰.۰۰۶	۶.۸۹۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	-۰.۴۹۴	۰.۰۲۸	-۱۷.۲۷۸	۰.۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰.۲۶۷	۰.۰۲۷	۹.۷۴۸	۰.۰۰۰
C (عرض از مبدا)	۰.۰۲۴	۰.۰۵۸	۰.۴۱۸	۰.۶۷۶
ناهمسانی واریانس	۱۰.۸۶۹.۵۳ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون		۲.۰۹۱
ضریب تعیین	۰.۶۷۹	نوع آزمون		اف لیمر
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۶۳۲	آماره (سطح معنی‌داری)		هاسمن
معنی‌داری آماره فیشر	۱۴.۳۸۶ (۰.۰۰۰)	نوع رگرسیون		پانل - اثرات ثابت

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۶ متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۰۲۰) و ضریب -۰.۱۱۹ است، از این رو عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی سن شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی و بازده دارایی‌ها بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر دارند. آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای تحقیق با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲.۰۹۱ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. همچنین مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۶۳.۲ درصد

نشان‌دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- $10.869.53$ ) $((0.000.0))$  در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه سوم:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد  
**جدول (۷):** تخمین نهایی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت

شرکت				
$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 FQR_{i,t,i,t} + \alpha_3 EPU_{i,t} * FQR_{i,t,i,t} + \alpha_4 AGE_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰.۱۶۱	۰.۰۵۵	۲.۸۹۱	۰.۰۲۳
کیفیت گزارشگری مالی	-۰.۰۲۶	۰.۱۱۶	-۰.۲۲۷	۰.۸۲۶
عدم قطعیت سیاست اقتصادی * کیفیت گزارشگری مالی	۰.۱۶۳	۰.۱۲۴	۰.۰۹	۰.۶۲۶
سن شرکت	۰.۱۲۴	-۰.۰۲۳	۱.۸۱۲	۰.۱۱۲
اندازه شرکت	-۰.۰۲۳	۰.۰۲۷	-۰.۸۳۶	۰.۴۳۰
اهرم مالی	۰.۳۳۴	۰.۳۱۶	۱.۰۵۵	۰.۳۲۶
بازده دارایی‌ها	۱.۳۵۰	۰.۲۶۳	۵.۱۱۵	۰.۰۰۱
C (عرض از مبدا)	-۰.۴۱۴	۰.۴۴۸	-۰.۹۲۴	۰.۳۸۶
ناهمسانی واریانس	۱۶۶۷۱.۰۴ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون	۱.۸۲۷	
ضریب تعیین	۰.۰۴۰	نوع آزمون	اف لیمر	هاسمن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۰۳۴	آماره (سطح معنی‌داری)	۴.۸۲۱ (۰.۰۰۰)	(۰.۱۲۷)۱۱.۲۵۸
معنی‌داری آماره فیشر	۶.۷۸۵ (۰.۰۰۰)	نوع رگرسیون	پانل - اثرات تصادفی	

سطح معناداری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، بنابراین نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین کننده اثرات آن می‌باشد. بنابراین آزمون هاسمن انجام شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن در بیشتر از ۵ درصد بوده، لذا رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل - اثرات تصادفی) است. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۷ متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی در کیفیت گزارشگری مالی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۸۲۶) و ضریب  $-0.026$  است، از این رو عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌دار و مستقیمی دارد. آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای تحقیق با استفاده از آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱.۸۲۷ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. همچنین مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۳.۴ درصد نشان‌دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- $16671.04$ ) $((0.000.0))$  در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

## بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش میانجی کیفیت گزارشگری مالی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه‌ای



متشکل از ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ در نظر گرفته شد. در ادامه داده‌های مربوط به مدل‌های پژوهش گردآوری شده و با استفاده از نرم‌افزار Exeel مرتب‌سازی شده و محاسبات اولیه بر روی داده‌های خام جهت رسیدن به متغیرهای اصلی پژوهش انجام پذیرفت. داده‌های نهایی جهت تجزیه و تحلیل بر اساس مدل‌های مفهومی شده پژوهش به نرم‌افزار Eviews منتقل شدند. پس از آن و قبل از آزمون فرضیه-های پژوهش و پردازش نهایی مدل‌ها به بررسی و تحلیل آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی بود، لذا با استفاده از آزمون‌های تشخیصی انتخاب روش برازش همچون آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، اقدام به انتخاب روش برازش مناسب برای مدل مربوط به هر یک از فرضیه‌های پژوهش گردید. که نتایج حاصله بشرح زیر ارائه گردیده است.

**فرضیه اول:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۵ متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۲۲) و ضریب ۰.۱۵۸ است، از این رو عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معنی‌دار و مستقیمی دارد. نظریه کلاسیک نایت<sup>۱</sup> (۱۹۲۱) بر این نکته تاکید دارد که کارآفرینان توانایی شناسایی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان و کسب سود از طریق یکپارچه‌سازی منابع را دارند. بنابراین، عدم اطمینان منبع اصلی سود شرکت است. علاوه بر این، با فرض رقابت کامل، بازگشت ثابت به مقیاس و هزینه تعدیل متقارن، مدل‌های اقتصادی توسعه‌یافته توسط هارتمن<sup>۲</sup> (۱۹۷۲) و آبل<sup>۳</sup> (۱۹۸۳) نشان می‌دهند که سطح بالاتری از عدم قطعیت، حاشیه سود مورد انتظار سرمایه را افزایش می‌دهد و در نتیجه سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. آبل و بلانچارد<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) شواهد تجربی برای این ادعا ارائه نموده‌اند. از سوی دیگر، کابالرو<sup>۵</sup> (۱۹۹۱) استدلال می‌کند که در صورت کاهش فروضات هارتمن (۱۹۷۲) و آبل (۱۹۸۳)، سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌زمانی کاهش می‌یابد که عدم قطعیت افزایش می‌یابد. استدلال‌های گزینه‌های واقعی به همین نتیجه می‌رسند. ماهیت برگشت‌ناپذیری پروژه‌های سرمایه‌گذاری یا هزینه‌های کاهش‌یافته، شرکت‌ها را مجبور می‌کند تفاوت سود بین سرمایه‌گذاری‌های فعلی و آینده را بسنجند. هر چه درجه عدم قطعیت بیشتر باشد، بازده مورد انتظار برای سرمایه‌گذاری آتی بیشتر است، بنابراین مقدار بیشتری در گزینه انتظار وجود دارد. در نتیجه، شرکت‌ها هزینه‌های سرمایه‌گذاری فعلی خود را کاهش می‌دهند. شواهد اضافی در سطح صنعت و در سطح شرکت، از این ادعا پشتیبانی می‌کند نتایج این فرضیه بر همراستا مبانی نظری پژوهش و تحقیقات برمایی و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۲)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) است.

**فرضیه دوم:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۶ متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۷۳۱) و ضریب ۰.۰۰۷ است، از این رو عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد. کیفیت گزارشگری مالی نقش حیاتی در افزایش کیفیت تصمیمات اقتصادی سرمایه‌گذاران دارد. ادبیات موجود نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات و مشکلات انتخاب نامطلوب کاهش دهد. در نتیجه، کیفیت گزارشگری مالی با افزایش نقدینگی بازار و کاهش هزینه سرمایه بر بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. مطالعات دیگر اثرات

<sup>1</sup> Knight

<sup>2</sup> Hartman

<sup>3</sup> Abel

<sup>4</sup> Abel and Blanchard

<sup>5</sup> Caballero

<sup>6</sup> Bermpei et al

واقعی کیفیت گزارشگری مالی را از نظر سرمایه گذاری و استفاده از منابع در نظر می گیرند. در این مورد، گزارشگری مالی به فرآیند تصمیم‌گیری شرکت بازخورد می‌دهد. بنابراین، کیفیت آن می‌تواند تصمیمات مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و به نتایج اقتصادی بهتر کمک کند. اگرچه نااطمینانی سیاسی و اقتصادی مرتبط است، اما عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی ناامنی در مورد سیاست‌های اقتصادی دولت است. عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عملیات و عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌کند (نگار و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). با توجه به اینکه عدم قطعیت بیشتر سیاست‌های اقتصادی، عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش می‌دهد، همچنین ظرفیت مدیران را برای پنهان کردن مدیریت سود افزایش می‌دهد. بنابراین، انگیزه مدیران برای افزایش سود گزارش شده زمانی افزایش می‌یابد عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاست. این می‌تواند بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. نتایج این فرضیه بر خلاف مبانی نظری پژوهش و تحقیقات برمپی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) است.

**فرضیه سوم:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۷ متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی در کیفیت گزارشگری مالی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۸۲۶) و ضریب  $-0.026$  است، از این رو عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر می‌تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی که باعث خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب می‌شود، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. به عنوان مثال، به خوبی ثابت شده است که اطلاعات گزارشگری مالی توسط سهامداران برای نظارت بر مدیران مورد استفاده قرار می‌گیرد و منبع مهمی از اطلاعات خاص شرکت برای سرمایه‌گذاران است. اگر گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر توانایی سهامداران را برای نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مدیریتی افزایش دهد، می‌تواند با کاهش مخاطرات اخلاقی با کارایی سرمایه‌گذاری همراه باشد. نتایج این فرضیه بر خلاف مبانی نظری پژوهش و تحقیقات برمپی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) است.

### محدودیت‌های انجام پژوهش

در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر می‌باشد، لیکن به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت‌های زمانی پژوهش می‌باشد.

- نخستین محدودیت ویژگی خاص تحقیق نیمه تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی متداول است. به بیان دیگر عدم امکان بی‌اثر کردن متغیرهای دیگری که کنترل آنها خارج از دسترس محقق است و امکان تأثیر گذاری آنها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیرهایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران شرکت‌ها و غیره،
- از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است، لذا در صورت استفاده از اطلاعات تعدیل شده تورمی ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی به دست آمده باشد.

<sup>1</sup> Nagar et al

<sup>2</sup> Bermpei et al

<sup>3</sup> Bermpei et al

- عدم ثبات شرایط اقتصادی و سیاسی: تغییر در شرایط اقتصادی و سیاسی در سال‌های مورد مطالعه ممکن است بر نتایج پژوهش تاثیر بگذارد. بورس اوراق بهادار تهران به شدت تحت تاثیر شرایط اقتصادی و سیاسی است و به همین دلیل فعالان بازار سرمایه نسبت به این تغییرات واکنش نشان می‌دهند.
- نمونه‌گیری در این تحقیق (با توجه در دسترس بودن اطلاعات)، محدود به ۱۴۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است، لذا برای تعمیم نتایج آن به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط رعایت شود.

## منابع

- ✓ اسدی، غلامحسین، نادری نورعینی، مهدی، سرفراز، منصور، (۱۳۹۷)، نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی، دانش حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۳۱-۱۵۰.
- ✓ حسینی، نگین، کاشفی نیشابوری، محمدرضا، (۱۴۰۰)، توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر ارزش شرکت، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۱۰۳-۱۲۶.
- ✓ خدای پور، احمد، رحیمی، علیرضا، فروغی، عارف، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر توانایی مدیریتی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۴، صص ۱۱۱-۱۳۴.
- ✓ شکرخواه، جواد، قاصدی دیزجی، کیوان، (۱۳۹۵)، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۵۱، صص ۸۷-۱۲۰.
- ✓ صراف، فاطمه، علی اکبری، محمد، عظیمی، علی، (۱۴۰۰)، اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر مقایسه‌پذیری صورت‌های مالی و رقابت در بازار محصول، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۸۰، صص ۱۱۳-۱۳۲.
- ✓ گودرزی فراهانی، یزدان، محرابیان، علی اکبر، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر روش‌های تامین مالی بخش صنعت بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد کاربردی، دوره ۱۱، شماره ۳۷، صص ۱-۱۹.
- ✓ ملکی، محسن، صفوی هیر، سیده المیرا، نظیری، پیمان، (۱۳۹۹)، نقش کیفیت کنترل داخلی در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۳۳، صص ۶۲-۷۲.
- ✓ ممبینی، حسین، صادقی شریف، سید جلال، شهریار، محمدرضا، نوروش، ایرج، (۱۳۹۸)، بررسی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه‌گذاری شرکت‌های هلدینگ، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۸، شماره ۳۲، صص ۳۳۱-۳۴۶.
- ✓ Asiri M., Al-Hadi A., Taylor G., & Duong L. (2020). Is Corporate tax avoidance associated with Investment efficiency?. The North American Journal of Economics and Finance 101143.
- ✓ Badertscher B, Shroff N, White H (2013) Externalities of public firm presence: evidence from private firms' investment decisions. J Fin Econ 109:682-706.
- ✓ Baker SR, Bloom N, Davis SJ (2016) Measuring economic policy uncertainty. Quart J Econ 131:1539-1636.
- ✓ Bermpei, T., Kalyvas, A. N., Neri, L., & Russo, A. (2022). Does economic policy uncertainty matter for financial reporting quality? Evidence from the United States. Review of Quantitative Finance and Accounting, 58(2), 795-845.
- ✓ Biddle G. C, Hilary G, Verdi R. S. (2009). How does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency?. Journal of Accounting And Economics 48, Pp. 112-131.

- ✓ Chen ,J. ,Jiang ,F. ,Tong ,G. ,(2017). Economic policy uncertainty in China and stock market expected returns. *Account. Finance* 57 (5) ,1265–1286.
- ✓ Chen ,Suyun ,Li ,Zongze ,Han Binbin Ma ,Hengyun(2021) ,Managerial ability ,internal control and investment efficiency ,*Journal of Behavioral and Experimental Finance* 31 (2021) 100523.
- ✓ Chen ,Yunsen ,Xie ,Deren(2011). Network location ,independent director governance and investment efficiency. *Manage. World* (07) ,113–127 (in Chinese).
- ✓ Gulen H ,Ion M (2016) Policy uncertainty and corporate investment. *Rev Financ Studies* 29(3):523–564.
- ✓ Jeong, B., (2009). Policy uncertainty and long-run investment and output across countries. *Int. Econ. Rev.* 43, 363–392.
- ✓ Jingyu ,W. ,& Hongliang ,Z. (2019). An Empirical Research on the Relationship between Product Market Competition and Investment Efficiency. *Journal of Finance and Economics* ۴۵ ,(10) ,125-137.
- ✓ Julio B ,Yook Y (2016) Political uncertainty and cross-border flows of capital. *J Int Econ* 103:13–26.
- ✓ Julio, B., Yook, Y., 2012. Political uncertainty and corporate investment cycles. *J. Financ.* 67, 45–83.
- ✓ Leuz C ,Wysocki PD (2016) The economics of disclosure and financial reporting regulation: evidence and suggestions for future research. *J Account Res* 54:525–622
- ✓ Liu L ,Zhang T (2015) Economic policy uncertainty and stock market volatility. *Financ Res Lett* 15:99–105.
- ✓ Nagar V, Scoenfeld J, Wellman L (2019) The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosure. *J Account Econ* 67:36–57
- ✓ Pan ,Qianjin ,Li ,Xiaonan ,(2016). Managers' ability institutional investors and over-investment of enterprise. *Mod. Manag. Sci.* (03) ,106–108 .
- ✓ Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 227-243.
- ✓ Wang ,Y. ,Chen ,C.R. ,Huang ,Y.S. ,(2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from China. *Pac. Basin Financ. J.* 26 ,227–243.
- ✓ Xing ,Hua ,Xi ,Haobin ,Wang ,Haijun ,(2020). Will managers' political to inefficient experience lead investment in state-owned enterprises? *J. Shanghai Univ. Finance Econ.* 22 (5) ,33–48 .
- ✓ Zhang ,G. ,Han ,J. ,Pan ,Z. ,Huang ,H. ,(2015). Economic policy uncertainty and capital structure choice: evidence from China. *Econ. Syst.* 39 (3) ,439–457.
- ✓ Zhang ,Runyu ,Yu ,Mingyang,(2020). Social capital ,debt constraint and nonefficient investment—evidence from Chinese listed family firms. *Manage. Rev.* 32 (12) ,61–76.
- ✓ Zheng ,M. (2019 ,July). Tax Avoidance Activities and Investment Efficiency. In 4th International Conference on Humanities Science ,Management and Education Technology (HSMET 2019). AtlantisPress.