

تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت

دانیال دالوند

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.
dalvand.danial93@yahoo.com

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).
f.khoshkar@hnhk.ac.ir

دکتر مجید مرادی

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.
m.moradi@hnhk.ac.ir

چکیده

هدف این پژوهش مطالعه‌ی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد. قابل ذکر است بازده زمانی در این پژوهش محدود به سال‌های ۱۳۹۱-۱۴۰۰ می‌باشد، همچنین این پژوهش دارای یک فرضیه اصلی می‌باشد. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته است و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. نتایج بدست آمده نشان داد عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معکوس و معنی داری دارد؛ یعنی افزایش عدم قطعیت سیاست های اقتصادی سبب کاهش ورود جریان‌های نقدی به سمت سرمایه‌گذاری می‌شود.

واژگان کلیدی: عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه‌گذاری شرکت، عمر شرکت، اهرم مالی و اندازه شرکت.

مقدمه

از عناصر مهم بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران هستند. هدف غائی هر سرمایه‌گذار از به جریان انداختن سرمایه خود، کسب حداکثر سود و بازدهی از آن می‌باشد. برای اینکه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در داراییهای مالی ترغیب شوند، باید بازدهی این داراییها، از سایر گزینه‌ها بیشتر باشد (مهرانی و بهرامفر، ۱۳۹۳). ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آن شرکت است؛ لذا مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند (فازاری، ۲۰۲۱). در فصل اول پس از بیان مسئله پژوهش به طرح سؤال و موضوع پژوهش و به بیان اهمیت و ضرورت پژوهش خواهیم پرداخت. همچنین اهداف پژوهش را بیان کرده و در ادامه به مدل مفهومی و فرضیه‌های پژوهش نیز اشاره شده است. همچنین به روش پژوهش و روش گردآوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات اشاره خواهد شد و بالاخره در پایان این فصل تعاریف واژه‌ها و اصطلاحات تنظیم شده است.

تشریح و بیان مسئله

سرمایه گذاری شرکتی در تئوری مالی شرکتی، از عوامل مختلفی تأثیر می پذیرد که شناخت این عوامل در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه گذاری شرکت ها حائز اهمیت است. از جمله این عوامل می توان به تأخیر پروژه و هزینه های تعدیل آن، انتظارات مربوط به هزینه ها و دریافت های آینده، ریسک و ارزیابی بازاری پروژه اشاره کرد که در نظریه کیو تو بین، این عوامل در نظر گرفته شده است. فرض عمده در تئوری های سنتی نظیر کیو تو بین، اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری در محیطی مطمئن و با قطعیت است. به علاوه، برگشت ناپذیر بودن مخارج سرمایه گذاری و با تأخیر صورت گرفتن آن، به دلیل انتظار دستیابی به اطلاعات جدید، در این تئوری ها لحاظ نشده است. به بیان دیگر، سرمایه گذاری ها هزینه های به حساب رفته هستند و نمی توان آنها را بازگرداند. افزون بر این، سرمایه گذاری ها در انتظار برای دستیابی به اطلاعات جدید در خصوص قیمت ها، هزینه ها و سایر شرایط بازار با تأخیر انجام می شوند. از این رو، عدم قطعیت مسیر سرمایه گذاری را منحرف می کند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

از طرفی دیگر عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر معناداری می گذارد. عدم قطعیت سیاستی می تواند هزینه های مورد انتظار را افزایش و سرمایه گذاری و بازده بلندمدت را کاهش دهد (جنونگ، ۲۰۰۲). به ویژه در کشورهای در حال توسعه، تا زمانی که عدم قطعیت مرتبط با سیاست رفع نشود، عوامل اقتصادی به تغییرات سیاستی واکنش نشان می دهند و رفتار عقلایی آنها مانع افزایش سرمایه گذاری می شود (رودریک، ۲۰۱۱). مدل نظری و یافته های تجربی پاستور و ورونسی (۲۰۱۱) نشان می دهد عدم قطعیت سیاست های اقتصادی باعث می شود که ارزش حمایت های ارائه شده دولت برای بازارها کاهش پیدا کند. آکرون، دمیر، دیزاستبان و گارسیاگومز (۲۰۱۹) با استفاده از تکنیک GMM و بررسی داده های ۳۰۵ شرکت در آمریکا طی دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ نشان دادند که عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت ها اثر منفی و معناداری دارد. در مطالعه ابیدو (۲۰۱۹) علیت از نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی به بی ثباتی عملکرد شرکت تأیید شد؛ بدین معنا که عدم قطعیت متغیرهای اقتصادی موجب شده است که رفتار شاخص های عملکردی شرکت تهای مورد بررسی بی ثبات شود. عباس، احمد و حسین (۲۰۱۹) با بررسی اثر عدم قطعیت سیاسی و اقتصادی بر سرمایه گذاری، نشان دادند که محیط باثبات سیاسی و اقتصادی، بر سرمایه گذاری اثری مثبت و معناداری می گذارد.

بنابراین هدف اصلی این پژوهش اینست که بدانیم، آیا نااطمینانی اقتصادی می تواند با اختلال در سیستم قیمت ها، نقدینگی را به سمت فعالیت های غیرمولد هدایت کند و موجب کاهش ورود نقدینگی به سمت تولید و در نتیجه کاهش سرمایه گذاری شرکت شود یا خیر؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش های داخلی

متین فرد و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. شواهد تجربی بدست آمده از آزمون فرضیه های تحقیق حاکی از آن است که، رابطه منفی و معناداری میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف کننده با متغیر سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد. همچنین همین نتیجه میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی با یک سال تأخیر با نگهداشت وجه نقد به دست آمد.

صبوری و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تغییر رفتار مدیریتی مدیران با توجه به متغیر میانجی ریسک درونی و بیرونی، نشان دادند عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تغییر رفتار

مدیریتی مدیران با توجه به متغیر میانجی ریسک درونی و بیرونی تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین، مدیران شرکتها م بیایست برای تقویت رفتار مدیران اجرایی در اتخاذ تصمیمات به دو مولفه ریسک درونی و بیرونی ریسک شرکتی و راهبردی توجه نمایند تا بتوانند عدم قطعیت سیاست اقتصادی را مدیریت نمایند.

قزلباش و همکاران (۱۴۰۰) به تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر قیمت گذاری وام‌های بانکی پرداختند. بدین منظور سنجش عدم قطعیت اقتصادی در سطح کلان از روش گارچ (GARCH) و از طریق نوسانات بازار سهام انجام شده است. مدل مورد استفاده در این پژوهش، پنل بین بانکی برای داده‌های ۱۴ بانک در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ است. نتایج نشان می‌دهد که قیمت گذاری وام‌های بانکی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر منفی می‌پذیرد.

صوری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) پرداختند. با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، یافته های پژوهش نشان می دهد فرضیه اصلی مورد تأیید قرار گرفته است و مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر مشترک و معناداری دارد. با نتایج بدست آمده مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثر مستقیم و مثبت دارد اما ویژگی های شرکتی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثری معکوس و منفی دارد. به عبارتی دیگر، عدم قطعیت سیاست اقتصادی به میزان ۱۰/۷۹ باعث افزایش ساختار سرمایه و ویژگی های شرکتی به میزان ۵/۲۰ منجر به کاهش آن می شود که با پژوهش شیائو و کیو در سال ۲۰۲۱، همراستا می باشد.

گودرزی فراهانی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر روش های تأمین مالی بخش صنعت بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند تایج 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.

پورموسی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر نقدینگی شرکت بر رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه گذاری شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان می دهد محدودیت مالی بر کارایی و کم سرمایه گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و همچنین جریان وجوه نقد آزاد نیز رابطه بین محدودیت های مالی و کارایی سرمایه گذاری را تشدید می کند.

لونی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکتی پرداختند و نشان دادند که اثر شاخص ترکیبی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و همچنین اثر تمامی متغیرهای عدم قطعیت سیاست اقتصادی منفی و معنادار است. همچنین نتایج حاکی از تأثیرگذاری بیشتر نااطمینانی سیاست پولی بر سرمایه گذاری شرکتی نسبت به نااطمینانی سیاست مالی بود.

قاسمی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری پرداختند و نشان دادند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه گذار تأثیر مثبت و معنادار دارد. به علاوه، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین شواهد قابل اتکایی مبنی بر تأثیرگذاری عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه گذار به شگفتی سود به طور معنادار یافت نشد.

ارباب و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر بازدهی شرکت های پتروشیمی در شرایط متفاوت بازار پرداختند و نشان دادند که هرگونه عدم قطعیت سیاست اقتصادی در بازار نزولی، اثر منفی بیشتری را بر

بازدهی شرکت‌های پتروشیمی با سرمایه کمتر می‌گذارد. شدت این اثر با صعودی شدن بازار سرمایه کاهش می‌یابد. همچنین شرکت‌هایی که سرمایه بیشتری دارند کمترین تأثیر را از عدم قطعیت سیاست اقتصادی خواهند داشت. متین فرد و چهارم‌حالی (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اجتناب مالیاتی پرداختند و نشان دادند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مبنای شاخص‌های اندازه‌گیری تورم، شاخص بازده بازار سهام و نرخ تولید ناخالص داخلی بر اجتناب مالیاتی تأثیر مثبت و معناداری دارد. نصرافهانی و رجبی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی شاخص‌های کلان اقتصادی و ریسک سیاسی بر بازده سهام شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند که نااطمینانی تورم و نرخ ارز تأثیر منفی و معناداری بر بازدهی سهام شرکت دارد. در سطح کلان، تورم و نرخ ارز به عنوان یکی از متغیرهای اصلی نقش قابل توجهی در عملکرد اقتصادی دارد. تورم و نرخ ارز، اول از همه بر وظایف پول اثر می‌گذارد و موجب ناکارایی ارزشی پول شرکت و در نهایت کاهش بازدهی شرکت می‌شود. همچنین، ریسک سیاسی تأثیر منفی و معناداری بر بازدهی سهام شرکت دارد. شکری و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن معیار کمبود جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که سود تقسیمی با احتمال ۹۵ درصد و معیار کمبود جریان نقد با احتمال ۹۹ درصد بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارد.

پیشینه پژوهش‌های خارجی

وانگ و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد اولاً، یک اثر سرکوب‌کننده افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود دارد. با این حال، زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی پایین است، اثر ارتقاء دهنده قابل توجهی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و به تدریج با افزایش سطح عدم اطمینان کاهش می‌یابد. ثانیاً، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا یک اثر ترویجی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد.

یان و کان (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت: شواهدی از چین، با استفاده از یک نمونه فصلی از شرکت‌های بورسی غیرمالی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۲۰، یک رابطه U شکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت‌ها اثبات کردند. بنابراین یافته‌های آنها زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی در محدوده مناسبی باشد، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بعید است که شرکت‌ها را وادار به افزایش سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی کند. در مقابل، ریسک عملیاتی ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار بالا باعث می‌شود شرکت‌ها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی داشته باشند. علاوه بر این، نشان دادند که زمانی که شرکت‌ها غیردولتی هستند، محدودیت‌های تامین مالی کمتری دارند یا در مناطق بازاری پایین‌تر واقع شده‌اند، این اثر بیشتر قابل توجه است.

ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداختند و با استفاده از داده‌های شرکت‌های چینی نشان دادند که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، ریسک‌پذیری شرکت‌ها را ترغیب می‌کند. همچنین نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها را از طریق توسعه مالی سازی افزایش می‌دهد. از طرفی رقابت در بازار محصول اثر انتظار فرصت عدم قطعیت سیاست اقتصادی را تقویت می‌کند و تأثیر مثبت بر رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها دارد.

شیائو و کیو (۲۰۲۱) به بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت ها پرداختند. نتایج آنها نشان می دهد عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت به صورت مشترک در شکل گیری تأمین مالی و بدهی یا ساختار سرمایه شرکت ها موثر هستند. همچنین نشان دادند اثرات حاشیه ای عدم قطعیت سیاست اقتصادی نمی تواند در تأمین مالی و بدهی ثابت باشد؛ بسیاری از شاخص های ویژگی های شرکتی نیز با تأمین مالی و اهرم مالی رابطه مثبت و منفی متفاوتی دارند در صورتی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی با ساختار سرمایه و تأمین مالی بدهی رابطه معکوس دارد.

ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی با ریسک پذیری شرکت و نقش مالکیت دولتی و مخارج فساد پرداختند و نشان دادند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به طور قابل توجهی با ریسک پذیری شرکت ها در چین همبستگی مثبت دارد. علاوه بر این، مالکیت دولتی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکتی تأثیر می گذارد و شرکت های دولتی تمایل بیشتری برای اجتناب از خطرات در پاسخ به افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارند. مخارج فساد نیز به طور مثبت بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت تأثیر می گذارد و در مقایسه با شرکت های دولتی، شرکت های غیردولتی انگیزه بیشتری برای پاسخ به افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق هزینه های فساد دارند. علاوه بر این، کمپین مبارزه با فساد چین به شدت بر اثرات فوق تأثیر می گذارد.

تران (۲۰۲۱) به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر هزینه بدهی تامین مالی پرداخته است و با استفاده از اطلاعات نمونه ای از ۱۶۳۲۴۳ سال شرکت در ۱۷ کشور، نشان داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به طور مثبت بر هزینه تأمین مالی بدهی تأثیر می گذارد و این تأثیر در طول بحران مالی جهانی از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۰۹ قوی تر است. علاوه بر این، مشخص شد که هزینه تأمین مالی بدهی شرکت های بزرگ کمتر تحت تاثیر عدم قطعیت سیاست های اقتصادی است.

جوادی و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی، هزینه های نمایندگی و نگهداشت وجه نقد پرداختند و با استفاده از اطلاعات شرکت های فعال در ۱۹ کشور نشان دادند که یک رابطه منفی و معناداری بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت وجه نقد وجود دارد. همچنین، این مطالعه نشان می دهد کاهش نگهداشت وجه نقد با توانایی سهامداران برای وادار کردن مدیران به تخلیه وجوه نقد که به طور مداوم در چارچوب نمایندگی است، تعدیل می شود. به طور کلی، نتایج نشان می دهد که کاهش دارایی های نقدی به کاهش مشکلات نمایندگی در مواجهه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی کمک می کند و بر اهمیت ویژگی های حکمرانی کشور در امور مالی شرکت تأکید می کند.

یوسفی و یانگ (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان انعطاف پذیری مالی و عدم قطعیت سیاست اقتصادی: شواهدی از رفتار شرکت و ارزش شرکت، نشان انعطاف پذیری مالی می تواند رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و فعالیت ریسک پذیر شرکت را کاهش دهد. دوم، انعطاف پذیری مالی اثر منفی قطعیت سیاست اقتصادی بر پرداخت های سهام را تعدیل می کند. سوم، نتایج آنها نشان می دهد که انعطاف پذیری مالی ارزش شرکت را در مواجهه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می دهد.

یان و ژانگ (۲۰۲۰) تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در سطح بتا و در سطح بازار را بررسی نمودند. شواهد تجربی را ارائه می دهیم که نشان می دهد شرکت ها با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی احتمالاً سقوط قیمت سهام را تجربه می کنند

کائو، سان و گو (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر نامتقارن بودن نااطمینانی قیمت نفت بر سرمایه گذاری در شرکت پرداختند. نتایج حاکی از نامتقارن بودن نااطمینانی قیمت نفت بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بهتر بود.

عباس، احمد و حسین (۲۰۱۹) با بررسی اثر عدم قطعیت سیاسی و اقتصادی بر سرمایه گذاری، نشان دادند که محیط باثبات سیاسی و اقتصادی، بر سرمایه گذاری اثری مثبت و معناداری می گذارد.

کریشنان و ژانگ (۲۰۱۹) به بررسی تغییرات سرمایه گذاری بر کیفیت حسابرسی با تأکید بر نقش چرخش حسابرسی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می دهند که چرخش حسابرس بر ارتباط تغییرات سرمایه گذاری و کیفیت حسابرسی تاثیرگذار است.

مانوز (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان نقدشوندگی و سرمایه گذاری شرکت رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه گذاری شرکتی بررسی نمود. یافته های ایشان حاکی از آن بود که حجم معاملات با سرمایه گذاری شرکتی رابطه معنادار و مثبتی دارد. این رابطه برای شرکت هایی که برای تأمین مالی از انتشار سهام در مقابل تأمین مالی از طریق بدهی استفاده می کند، قوی تر است.

مکنیکولز و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر مدیریت سود بر سرمایه گذاری شرکت پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مدیریت سود، اطلاعات استفاده شده توسط افراد درگیر در تصمیم های سرمایه گذاری شرکت ها را تحریف می نماید و می تواند در قالب سرمایه گذاری های ناکارا منجر به تحمیل هزینه های مستقیمی به سرمایه گذاران شود.

روش شناسی پژوهش

حوزه این پژوهش در بازار سرمایه است و از لحاظ روش شناسی با توجه به عنوان پژوهش، از نوع علی پس رویدادی میباشد این نوع تحقیقات برای کسب اطلاع از رابطه بین متغیرها انجام می پذیرد. در این نوع پژوهشها پژوهشگر میخواهد بداند که آیا بین دو گروه از اطلاعات رابطه و همبستگی وجود دارد یا خیر و در صورت وجود ارتباط به دنبال بررسی میزان و چگونگی (مثبت یا منفی) تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته است. لذا پژوهش حاضر از نظر روش توصیفی و از نوع همبستگی است. گردآوری ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش به صورت کتابخانه ای با مراجعه به کتب و مجموعه مقالات صورت پذیرفت و به منظور جمع آوری داده های لازم جهت محاسبه متغیرها از صورتهای مالی و یادداشت های مندرج در سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و لوح فشرده ره آورد نوین استفاده گردید. بعد از جمع آوری داده های لازم محاسبات متغیرها در نرم افزار اکسل صورت گرفت و سپس جهت آزمون فرضیه های پژوهش و تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزارهای EVIEWS استفاده شد.

جامعه آماری و روش انتخاب نمونه

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. در این پژوهش برای اینکه نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است به تعداد ۱۴۶ شرکت بصورت نمونه انتخاب گردید و تعداد مشاهدات به ۱۱۶۸ سال شرکت مشخص گردید، عبارتی برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتیکه شرکتهای کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و مابقی حذف میشوند.

۱) شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد.

۲) به دلیل ماهیت خاص فعالیتهای شرکتهای هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانکها، مؤسسات مالی و سرمایه گذاری و تفاوت قابل ملاحظه آنها با شرکتهای تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکتهای یاد شده نباشد.

۳) سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

- ۴) در طی دوره زمانی پژوهش به طور فعال در بورس حضور داشته باشد (نماد معاملاتی آنها طی یک سال، بیش از ۶ ماه متوقف نشده باشد).
- ۵) اطلاعات مالی شرکتها در دسترس باشد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد
آماري ذيل جهت تجزيه و تحليل مورداستفاده قرار ميگيرد:
مدل آماري فرضيه اول:

$$INVEST_{it} = B_0 + B_1 EPU_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SGR_{it} + \beta_6 FV_{it} + \epsilon_{it}$$

اجزای مدل فوق عبارتند از:

INVEST: سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت i در سال t؛

EPU: عدم قطعیت سیاست اقتصادی در شرکت i در سال t؛

Size: اندازه شرکت i ام در سال t؛

LEV: اهرم مالی شرکت i ام در سال t؛

ROA: سودآوری شرکت در شرکت i در سال t؛

SGR: رشد پایدار شرکت در شرکت i در سال t؛

FV: ارزش شرکت i ام در سال t؛

ϵ_{it} : خطای معادله رگرسیون؛ و

β : ارزش ارتباطی متغیرها.

متغیرها

متغیر وابسته

متغیر وابسته متغیری است که پژوهشگر به آن علاقه‌مند است و برعکس متغیر مستقل در اختیار محقق نیست و نمی‌تواند در آن تصرف یا دست‌کاری به عمل آورد. در تعریف آن باید گفت متغیری است که از متغیر مستقل تأثیر می‌پذیرد و بر اثر تغییرات آن تغییر می‌کند، بنابراین هدف محقق تشریح یا پیش‌بینی تغییرپذیری در آن است.

سرمایه‌گذاری شرکت

از تقسیم خالص سرمایه‌گذاری در دوره t+1 (مانده سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت در سال t+1) تقسیم بر میانگین کل دارایی‌ها در آخر سال t محاسبه می‌گردد (حقیقت شهرستانی و همکاران، ۱۳۹۹).

متغیر مستقل

متغیر مستقل متغیری است که از طریق آن متغیر وابسته تبیین و پیش‌بینی می‌شود، این متغیر توسط پژوهشگر اندازه‌گیری، دست‌کاری یا انتخاب می‌شود تا تأثیر رابطه‌ی آن با متغیر دیگر اندازه‌گیری شود. در واقع متغیر مستقل به‌گونه‌ای

مثبت یا منفی بر متغیر وابسته اثر می‌گذارد یعنی هرگونه افزایش یا کاهش در متغیر مستقل می‌تواند موجب افزایش یا کاهش در متغیر وابسته شود، پس دلیل تغییر در متغیر وابسته را باید در متغیر مستقل جست‌وجو کرد. در یک تحقیق غیرآزمایشی متغیر مستقل به‌وسیله محقق دست‌کاری نمی‌شود ولی متغیری است که از پیش وجود دارد و فرض شده است که بر متغیر وابسته اثر دارد.

عدم قطعیت سیاست اقتصادی

روش برای تعیین معیاری از نااطمینانی، بر مبنای محاسبه مقادیر انحراف معیار غیرشرطی متغیرها است. انتخاب گشتاور مرکزی مرتبه دوم به عنوان معیاری از نااطمینانی اغلب به دلیل ارتباط نزدیک بین نوسان و نااطمینانی است. به پیروی از بلانچاردوسیمون (۲۰۰۱) و جیوانونی و دیاس‌تتا (۲۰۰۸) انحراف معیار رشد GDP برای محاسبه نااطمینانی اقتصادی استفاده می‌شود (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۶) از انحراف معیار ۵ ساله رشد تولید ناخالص داخلی GDP به‌عنوان معیار نااطمینانی اقتصادی استفاده می‌شود.

متغیرهای کنترل

متغیری است که به شیوه‌ای در پژوهش کنترل می‌شود. یادگیری زبان و تدریس زبان یک فرآیند خیلی پیچیده است. در یک مطالعه امکان لحاظ کردن تک تک متغیرها وجود ندارد. بنابراین، متغیرهایی که بطور خاص در یک مطالعه اندازه‌گیری نمی‌شوند، در بین نمونه‌ها ثابت، خنثی یا توزیع شده نگهداری شده یا حذف می‌شوند؛ بدینوسیله از تاثیر و سوگیری بر متغیرهای دیگر جلوگیری می‌شود.

سودآوری شرکت.

سود خالص بر کل داراییها.

اهرم مالی.

از طریق تقسیم نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.
اندازه شرکت.

لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.

ارزش شرکت (FV)

برای اندازه‌گیری آن از شاخص کیوتوبین استفاده می‌شود. نسبت کیوتوبین معیاری است که برای سنجش ارزش آفرینی شرکت‌ها به کار می‌رود هرچه قدر این نسبت بیشتر باشد به معنی ارزش بیشتر بازار یک شرکت در بازار سهام است (کاشانی پور و رسائیان، ۱۳۸۸) که برابر است با:
(ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

رشد پایدار شرکت (SGR)

که بر اساس رابطه زیر محاسبه می‌شود

$$SGR = ROE (1 - DPR)$$

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام.

DPR: نسبت سود تقسیمی.

روش‌های پژوهش

روش‌های پژوهش در علوم رفتاری را معمولاً با توجه به دو ملاک هدف و نیز ماهیت و روش تقسیم‌بندی می‌کنند (حافظنیا، ۱۳۹۲).

برازش مدل فرضیه اول پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی به مجموعه‌ای از فنون و روش‌های آماری اطلاق می‌شود که به منظور ساماندهی (خلاصه و تنظیم نمودن) داده‌ها از طریق جدول‌های توزیع فراوانی، نمایش داده‌ها از طریق رسم نمودارها و بیان خصوصیت‌ها و ویژگی‌های مهم داده‌ها از طریق معیارهای آماری، به توصیف داده‌های حاصل از تمام عنصرهای مجموعه موردبررسی (جامعه) یا بخشی از آن (نمونه) می‌پردازد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	علامت اختصاری	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
سرمایه گذاری شرکت	INVEST	۰,۳۱	۰,۲۶	۰,۲۱	۰,۷۹	۲,۷۰	۰,۰۴	۰,۷۹
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	۴,۱۴	۴,۱۶	۰,۶۶	۰,۱۶	۱,۵۲	۳,۳۶	۵,۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴,۸۲۵	۱۴,۵۶۶	۱,۴۹	۰,۶۵	۲,۷۳	۱۲,۵۹	۱۸,۱۸
اهرم مالی	LEV	۰,۶۹	۰,۶۶	۰,۲۴	۰,۳۰	۲,۴۳	۰,۲۷	۱,۲۱
سودآوری شرکت	ROA	۰,۱۴	۰,۱۲	۰,۱۳	۰,۶۱	۲,۴۷	-۰,۰۵	۰,۴۴
ارزش شرکت	FV	۲,۳۶	۱,۷۱	۱,۵۵	۱,۵۸	۴,۵۷	۱,۰۰۵	۶,۲۷
رشد پایدار شرکت	SGR	۰,۰۸	۰,۰۶	۰,۱۲	۰,۳۸	۳,۲۷	-۰,۱۷	۰,۳۷

منحنی نرمال استاندارد یک منحنی است که میانگین آن صفر و انحراف معیار آن برابر یک باشد. یعنی اگر همه داده‌های آماری یکسان باشند انحراف معیار برابر با یک است. اما داده‌ها معمولاً از توزیع نرمال برخوردار نیستند. از میان شاخص‌های مرکزی، مهمترین آنها میانگین است که بیانگر قطعه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. از آنجایی که میزان چولگی توزیع نرمال برابر با صفر است، چولگی نزدیک به صفر، نرمال بودن توزیع داده‌ها را بیان می‌کند. همچنین اگر چولگی متغیری از ۲- کوچک‌تر و از ۲ بزرگ‌تر باشد، آن توزیع متغیر مطلقاً نرمال نخواهد بود. شکل توزیع داده‌ها را از مقدار میانگین، میانه و مقایسه‌ی آن‌ها نیز می‌توان حدس زد. اگر مقدار میانگین از میانه به اندازه‌ی قابل توجهی بزرگ‌تر باشد، داده‌ها چوله به راست و در حالت برعکس چوله به چپ هستند. مقدار انحراف معیار، کمینه و بیشینه نیز پراکندگی داده را نشان می‌دهد. هر چه مقدار انحراف معیار کمتر باشد، داده‌ها حول میانگین متغیر متمرکزترند. پراکندگی کمتر میزان اعتماد به مقدار میانگین را افزایش می‌دهد و در حالت برعکس کاهش. در واقع اگر انحراف معیار بزرگ باشد، داده‌های حول میانگین نیستند و دور از میانگین پراکنده‌اند. همچنین کشیدگی معیاری از تیزی منحنی در نقطه ماکزیمم است. (کشیدگی توزیع نرمال برابر ۳ است) در حالت کلی چنانچه چولگی و کشیدگی به ترتیب نزدیک به صفر و ۳ نباشند داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند.

بررسی همبستگی متغیرهای تحقیق

برای برآورد نوع و میزان رابطه‌ی یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر از ضریب همبستگی استفاده می‌شود. برای هر یک از ضرایب همبستگی مقدار احتمال نیز محاسبه شده است، مقدار احتمال محاسبه‌شده بیانگر معنی‌دار بودن یا بی‌معنی

بودن همبستگی بین دو متغیر است. اگر ضریب همبستگی میان دو متغیر بیشتر از ۷۰ درصد باشد می توان چنین استنباط نمود که بین آن دو متغیر همبستگی شدید وجود دارد. یکی از پیش فرضهای مدل رگرسیون خطی عدم وجود همبستگی شدید میان جملات توضیحی (متغیرهای مستقل و کنترلی) آن بصورت جفتی می باشد. اگر مقدار احتمالی محاسبه شده از ۰/۰۵ کمتر باشد فرض صفر در سطح ۹۵٪ اطمینان رد می شود و فرض H_1 پذیرفته می شود یعنی بین متغیرها همبستگی وجود دارد. در غیر این صورت اگر از ۰/۰۵ بیشتر باشد فرض H_0 پذیرفته می شود و فرض H_1 رد می گردد؛ و این یعنی بین متغیرها همبستگی وجود ندارد.

H_0 : همبستگی میان متغیرها وجود ندارد.

H_1 : همبستگی میان متغیرها وجود دارد.

جدول (۲): ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای تحقیق

SGR	FV	ROA	LEV	SIZE	EPU	INVEST	ضریب همبستگی
						۱	INVEST
						-	
					۱	-۰,۰۱۵ (۰,۵۵۹)	EPU
					-		
				۱	۰,۰۸۶ (۰,۰۰۱)	۰,۱۱۵ (۰,۰۰۰)	SIZE
				-			
			۱	۰,۱۲۲ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۰۲ (۰,۹۱۸)	-۰,۰۳۷ (۰,۱۶۱)	LEV
			-				
		۱	-۰,۳۵۳ (۰,۰۰۰)	۰,۲۲۵ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۰۵ (۰,۸۳۰)	-۰,۰۲۵ (۰,۳۴۹)	ROA
		-					
	۱	۰,۴۴۰ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۵۳ (۰,۰۴۳)	۰,۰۳۶ (۰,۱۷۴)	۰,۳۲۲ (۰,۰۰۰)	۰,۰۱۹ (۰,۴۶۲)	FV
	-						
۱	۰,۲۳۵ (۰,۰۰۰)	۰,۳۸۸ (۰,۰۰۰)	۰,۰۳۷ (۰,۱۶۲)	۰,۱۰۳ (۰,۰۰۰)	۰,۰۳۴ (۰,۲۰۰)	-۰,۰۳۵ (۰,۱۸۹)	SGR
-							

بر اساس یافته های جدول همبستگی، ضریب همبستگی میان متغیرهای تحقیق، پایین تر از ۷۰ درصد است. در نتیجه مشکل همبستگی بالا میان جملات توضیحی مدلهای تحقیق وجود ندارد و پیش فرض عدم وجود همبستگی شدید میان جملات توضیحی این مدلها تایید می شود.

بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

در این تحقیق جهت برآورد مانایی متغیرها از آزمونولین لین و چو بهره گرفته شده است. در این آزمون با رد H_0 عدم مانایی یا ریشه واحد رد می شود و مانایی پذیرفته می شود. در جدول ۳ نتایج آزمون فوق ارائه شده است.

جدول (۳): آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	متغیر
متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۷,۷۸	INVEST
متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۴,۰۰۵	EPU
متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۵,۱۲	SIZE
متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۱۴,۶۲	LEV

متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۱۰,۸۵	ROA
متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۱۸,۴۳	FV
متغیر ماناست	۰,۰۰۰	-۱۳,۶۹	SGR

بر مبنای نتایج ارائه شده در جدول فوق، بررسی مقادیر آماره‌های آزمون لوین، لین و چاو و سطح معنی داری آن‌ها نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح ۹۵ درصد مانا هستند بطوری که سطح معنی داری همه آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ می باشد.

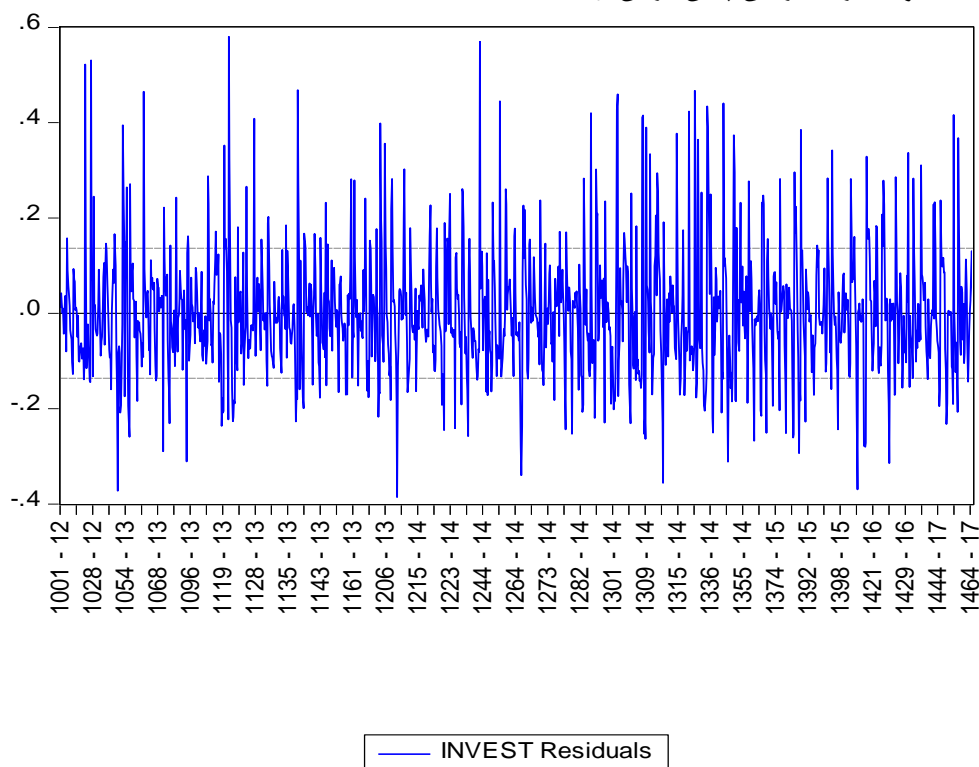
برازش مدل مربوط به فرضیه اول پژوهش

بررسی پیش فرض‌های رگرسیونی

جهت قابلیت اتکای برآورد رگرسیونی ضروری است پیش فرض‌های رگرسیونی برقرار باشند. این پیش فرض‌ها عبارت اند صفر بودن میانگین خطاها، عدم وجود ناهمسانی واریانس‌ها در مدل، عدم وجود خودهمبستگی سریالی، عدم وجود هم‌خطی و نرمال بودن باقیمانده خطاها می‌باشد. در صورتی که تمامی این پیش فرض‌ها برقرار باشد، می‌توان برآورد رگرسیونی انجام داد.

صفر بودن میانگین خطاها

اگر مدل از تصریح مناسبی برخوردار باشد (یعنی تعداد و نوع متغیرهای مدل، مناسب باشند و شکل تبعی مدل صحیح باشد) این فرض برقرار خواهد بود و عدم برقراری آن به تصریح نامناسب بودن مدل رگرسیون قابل انتساب است. این فرض به طور معمول آزمون نمی‌شود. همچنین اگر یک جمله ثابت در رگرسیون لحاظ گردد این پیش فرض به راحتی حاصل می‌شود و هرگز نقض نمی‌شود. به این خاطر در مدل رگرسیونی جمله ثابت (عرض از مبدا) لحاظ شده است. علاوه بر این به شیوه بصری نیز این پیش فرض ارائه شده است:



عدم وجود خودهمبستگی

برای کشف خودهمبستگی سریالی از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. مقدار آماره‌ی این آزمون بین صفر و چهار قرار دارد. چنانچه این آماره در بازه‌ی $1/5$ و $2/5$ قرار گیرد یعنی خودهمبستگی بین خطاها وجود ندارد. در غیر این صورت خودهمبستگی وجود دارد و باید از این بایت در مدل تصحیحی به کار گرفته شود تا این پیش فرض نیز برقرار شود.

جدول (۴): نتایج آزمون دوربین واتسون فرضیه اول

آماره‌ی آزمون	نتیجه‌ی آزمون	نتیجه‌گیری
۲,۰۴	پذیرش فرض صفر	همبستگی بین خطاها وجود ندارد

بر اساس مقدار آماره‌ی دوربین- واتسون برای این مدل، فرض صفر در مدل پذیرفته شده است، زیرا مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برای آن‌ها بین $1/5$ و $2/5$ می‌باشد. پس بین خطاهای این مدل همبستگی وجود ندارد.

عدم وجود همخطی

هم خطی نشان دهنده آن است که یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. در این پژوهش جهت آزمون همخطی از مقدار VIF (عامل افزایش واریانس) استفاده می‌شود. چنانچه این متغیر پایین تر از ۱۰ باشد، یعنی همخطی بین متغیرها کم است و رگرسیون به دست آمده معتبر است.

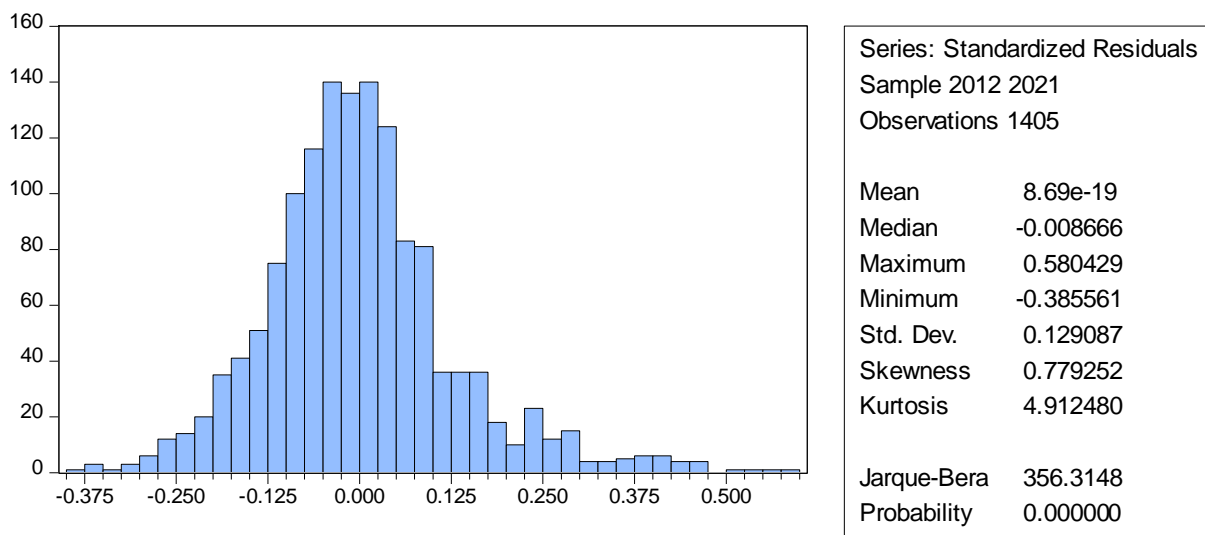
جدول (۵): مقادیر عامل افزایش واریانس برای فرضیه اول پژوهش

متغیر	VIF
EPU	۱,۱۱۹
SIZE	۱,۱۲۷
LEV	۱,۱۹۶
ROA	۱,۴۵۰
FV	۱,۲۷۳
SGR	۱,۰۲۴

مطابق با نتایج جدول بالا، تمام مقادیر کوچک‌تر از ۱۰ و بین ۱ و ۲ هستند، به همین دلیل هم خطی بین متغیرها در مدل وجود ندارد.

نرمال بودن باقیمانده مدل

در پانل دیتا نرمال بودن باقیمانده جملات خطا انجام می‌شود. در این روش زمانی که حجم داده‌ها زیاد است و سایر فروض کلاسیک برقرارند حتی اگر توزیع جمله خطا نرمال نباشد، ضرایب برآورد شده از دو ویژگی سازگاری و حداقل واریانس برخوردارند و در نتیجه نتایج قابل اتکا هستند.



در آزمون بالا، آماره بدست آمده برابر با (۳۵۶,۳۱) و سطح معنادار آزمون جاکو برا است (۰,۰۰۰) که کم تر از ۵ صدم است، که در نتیجه نشان دهنده رد فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع جمله خطای رگرسیون است. با این وجود به دلیل رفع مشکلات دیگر مفروضات کلاسیک و بالا بودن حجم مشاهدات، نرمال بودن توزیع باقیمانده ها، موضوع قابل اعتنایی نیست. همچنین با توجه به اینکه نمودار هستوگرام باقیمانده شبیه شکل زنگوله است و متقارن است؛ این فرض با اغماض مورد قبول قرار می گیرد.

آزمون ناهمسانی واریانس فرضیه اول

یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند. در این پژوهش از آزمون آماری وایت برای کشف همسانی واریانس استفاده می شود.

جدول (۶): نتایج آزمون همسانی واریانس برای مدل اول پژوهش

نتیجه	احتمال	آماره F
رد فرض صفر	۰,۸۳۵	۰,۷۳۵

معنی داری آماره F بیانگر آن است که فرض صفر آزمون (مبنی بر همسانی واریانسها) تایید می شود. بنابراین، نیازی به انجام تصحیح لازم (در ماتریس کوواریانس) وجود ندارد.

تحلیل پانلی مدل

در مباحث تحلیل پانلی سه نوع مدل بدون اثرات ثابت، با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی وجود دارد که از آزمون های مختلف برای تشخیص مدل مناسب استفاده می شود.

جدول (۷): نتایج آزمون چاو یا لیمر مدل اول

آزمون اثرات	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۱۴,۶۱	۱۴۰,۱۲۵	۰,۰۰۰	رد فرض صفر استفاده از مدل پانل

با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که مقدار P-Value این آزمون کمتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۰۰)، همسانی عرض از مبدأها رد شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن در جدول زیر مشاهده می‌شود.

جدول (۸): نتایج آزمون هاسمن مدل اول

آماره آزمون X^2	درجه آزادی	P-Value	نتیجه آزمون
۶۲,۰۱	۶	۰,۰۰۰	رد فرض صفر پانل با اثرات ثابت

همچنین با توجه به نتایج حاصل از آزمون هاسمن، از آنجایی که مقدار P-Value این آزمون نیز کمتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۰۰)، بنابراین در برآورد می‌بایست روش اثرات ثابت بکار برده شود.

برآورد فرضیه پژوهش

عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد.

جدول (۹): نتایج برآورد مدل اول

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
EPU	-۰,۰۱۲۹	-۲,۱۲۸	۰,۰۳۳
SIZE	۰,۰۷۹	۱۲,۷۵۰	۰,۰۰۰
LEV	۰,۰۷۴	۳,۳۲۳	۰,۰۰۰
ROA	-۰,۱۷۷	-۳,۳۴۹	۰,۰۰۰۸
FV	-۰,۰۰۸	-۲,۵۷	۰,۰۱۰
SGR	-۰,۰۶۴	-۱,۷۱۱	۰,۰۸۷
C (مقدار ثابت)	-۰,۸۱۱	-۹,۰۷۶	۰,۰۰۰۰
مقدار F	۱۴,۶۶	مقدار احتمال F	۰,۰۰۰
ضریب تعیین (R^2)	۰,۶۲۹۹	دوربین واتسون	۲,۰۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۵۸۷۰		

معناداری کل مدل

مقدار آماره F و مقدار احتمال آن نشان دهنده معنی دار بودن کل مدل است. اگر مقدار احتمال برای این آماره پایین تر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر عدم وجود رابطه‌ی معنی‌دار رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. فرض صفر و فرض مقابل معنی‌داری مدل به صورت زیر می‌باشد.

H_0 : مدل معناداری وجود ندارد.

H_1 : مدل معناداری وجود دارد.

با توجه به سطح معنی‌داری آماره F (۰,۰۰۰) می‌توان گفت که معناداری کل مدل تایید می‌شود.

باتوجه به مطالب فوق یعنی هر چه قدر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر شود سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود و برعکس این در حالی است که مدیران شرکت‌ها باید برتی‌یه سرمایه‌گذاری با بازده خوب باید همه عوامل اقتصادی و داخلی را در نظر بگیرند تا بتوانند یک برنامه ریزی و تصمیم‌گیری درست در سرمایه‌گذاری داشته باشند.

ضریب تعیین

ضریب تعیین مدل نشان می دهد که ۶۲/۹۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز نشان می دهد که ۵۸/۷۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق تبیین می شود که سطح بالایی است.

نحوه تصمیم گیری برای رد یا پذیرش فرضیه

بر اساس نتایج جدول سطح معنی داری (P-Value) آماره t مربوط به متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی کمتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۳۳) معنی دار است، ضریب آن (۰/۰۱۲ -) می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۲/۱۲۸- می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد. بنابراین می توان نتیجه گرفت عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معکوس و معنی داری دارد؛ در نتیجه فرضیه تحقیق تایید می شود.

پیشنهادهای پژوهش

پیشنهادهای کاربردی برگرفته از نتایج پژوهش

- مطابق با یافته های فرضیه تحقیق، به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود که نرخ رشد تولید ناخالص داخلی کشور و نوسانات آنرا در سالهای مختلف مد نظر داشته باشند؛ چرا که می تواند معیار از ورود نقدینگی به شرکتها و احتمال تاثیر گذاری بر وجوه مورد نیاز برای سرمایه گذاری شرکتها و یا کارایی سرمایه گذاری باشد.
- به مدیران شرکتها پیشنهاد می شود که منابع مورد نیاز شرکتها را برای اختصاص به سرمایه گذاری در طی چندین سال پیش بینی نمایند؛ چرا که با افزایش عدم قطعیت، امکان کاهش وجوه نقد دسترس آنها و در نتیجه احتمال به مخاطره افتادن طرحهای سرمایه گذاری بلندمدت افزایش می یابد.
- با توجه به نوسان زیاد تولید ناخالص داخلی در ایران و عدم قطعیت ناشی از آن به مسئولان دولتی در سطح کلان پیشنهاد می شود با اتخاذ سیاستهای مناسب ضمن افزایش ثبات اقتصادی و کاهش نوسانها، به ایجاد نهادها و ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش آشفتگیهای اقتصاد کلان و اعمال مدیریت ریسک در این رابطه اقدام کنند.
- با توجه به اینکه آمارهای مربوط به رشد تولید ناخالص داخلی، متناقض است و در این تحقیق به آمارهای جهانی که بر حسب دلار آمریکا محاسبه شده است و همچنین نظر به نقش علامت دهی این آمارها در کمک به فعالان بازار سرمایه و مدیران، پیشنهاد می شود که درگاه آمار ملی و همچنین دیگر نهادهای مسئول، شفافیت بیشتری در زمینه ارائه آمارهای قابل اتکا و متناسب با معیارهای جهانی داشته باشند.

پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

با توجه به اینکه در این تحقیق تنها از شاخص تولید ناخالص داخلی استفاده شده است، پیشنهاد می شود تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی با معیارهای دیگری مانند نرخ تورم، عرضه پول و... نیز بر سرمایه گذاری شرکت مورد بررسی قرار گیرد.

با توجه به اینکه میان صنایع مختلف بورس عدم قطعیت سیاست اقتصادی می تواند منجر به افزایش درآمد و یا کاهش آن شود، پیشنهاد می شود که این تحقیق به تفکیک میان صنایع مختلف مانند خودرو، فولاد و ... بررسی شود.

با توجه به اینکه شرکتهای با مالکیت دولتی و همچنین شرکتهای با سطح بالای مالکان نهادی محدودیت مالی کمتری دارند، پیشنهاد می شود رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی با سرمایه گذاری با توجه به نقش تعدیلگر این متغیرها بررسی شود.

منابع

- ✓ آشنا، ملیحه، لعل خضری، حمید، (۱۴۰۰)، همبستگی پویای نوسان نرخ ارز، صادرات و واردات با نااطمینانی سیاست اقتصادی جهانی، فصلنامه علمی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، سال ۱۰، شماره ۳۷، صص ۱۳۵-۱۶۷.
- ✓ ارباب، حمیدرضا، آماده، حمید، امینی، امین، (۱۴۰۰)، تاثیر نااطمینانی سیاستهای اقتصادی بر بازدهی شرکتهای پتروشیمی در شرایط متفاوت بازار، پژوهشهای اقتصادی ایران، دوره ۲۶، شماره ۸۸، صص ۱۹۱-۲۲۱.
- ✓ ایزری، مهدی، دستگیر، محسن، قلی پور، علی، (۱۳۹۸)، بررسی و تجزیه و تحلیل روش های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، صص ۷۳-۸۹.
- ✓ بختیاری، صادق، (۱۳۹۴)، اقتصاد کلان، اصفهان، انتشارات دانشگاه اصفهان، صص ۱۹۹-۲۰۰.
- ✓ بنی فاطمه، سید مهدی، (۱۴۰۰)، سرمایه گذاری شرکتی و عدم قطعیت سیاست های اقتصادی، همایش: کنفرانس بین المللی جهش علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- ✓ پورموسی، علی اکبر، شریف زاده دربان، ستی، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر نقدینگی شرکت بر رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه گذاری، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره چهارم، شماره ۳۹، صص ۵۳-۶۴.
- ✓ توتونچیان، ایرج، (۱۳۹۹)، پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری، تهران، توانگران، ص ۴۱۷.
- ✓ حقیقت شهرستانی، مهدی، دستگیر، محسن، سروش یار، افسانه، (۱۳۹۹)، تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر نوسانات آتی بازده سهام با در نظر گرفتن اثر تعدیلی محافظه کاری حسابداری، فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، دوره ۱۳۹۹، شماره ۴۳، صص ۱۹-۳۱.
- ✓ خامسی، سید مهدی، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران و نرخ دلار در ایران، کنفرانس بین المللی نوآوری در مدیریت کسب و کار و اقتصاد، تهران.
- ✓ درونبوش، رودریگر، فیشر، استانلی، (۱۳۹۱)، اقتصاد کلان، محمدحسین تیزهوش تابان، تهران، سروش، ص ۲۹۷.
- ✓ صبوری، نرگس، کریم پور، عنایت، (۱۴۰۰)، بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال پنجم، شماره ۶۶، صص ۱۱۹-۱۳۶.
- ✓ قزلباش، عسل، کاویانی، میثم، (۱۳۹۹)، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و قیمت گذاری وام‌ها، مجله اقتصادی (دوماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی)، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۲۵-۳۸.
- ✓ کارگزار، رضا، (۱۳۹۹)، تعریف سرمایه گذاری و انواع سرمایه گذاران، مجله الکترونیک ایرانیان، شرکت گسترش سرمایه گذاری (سهامی عام) ایرانیان.
- ✓ کردیچه، حمید، (۱۳۸۵)، اقتصاد کلان، همدان، انتشارات نور علم، ص ۹۳.
- ✓ کاظمی، حسین، حیدری، عباس، (۱۳۹۸)، رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری، دانش مالی و تحلیل اوراق بهادار، دوره ۵، شماره ۴، صص ۳-۲۹.
- ✓ گرجی، ابراهیم، (۱۳۹۹)، اقتصاد کلان تئوریه‌ها و سیاست‌گذاری‌های اقتصادی، تهران، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، ص ۵۴.

- ✓ گودرزی فراهانی، یزدان، محرابیان، علی اکبر، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر روش‌های تأمین مالی بخش صنعت بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله اقتصاد کاربردی، دوره ۱۱، شماره ۳۷، صص ۱-۱۹.
- ✓ قربانی، بهزاد، پورطاهرآقدم، فرزانه، رهنما رودپشتی، فریدون، (۱۴۰۱)، تأثیر محافظه‌کاری حسابرس و وجود عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر کیفیت سود، قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱-۲۵.
- ✓ قجر، محمد، حاضر، منوچهر، بنداری، مهرداد، (۱۳۹۳)، مبانی مدیریت سرمایه.
- ✓ قاسمی، قاسم، خدای‌پور، احمد، شمس‌الدینی، کاظم، (۱۴۰۰)، بررسی نااطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری، دانش حسابداری مالی، دوره ۸، شماره ۳، صص ۲۵-۷۴.
- ✓ شکری، عقیل، پاک دل مغالو، عبدالله، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن معیار کمبود جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۵۹، صص ۱-۱۳.
- ✓ صبوری، نرگس، ابراهیمی، عباس، کشت‌ورز، مصیب، (۱۴۰۱)، در بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تغییر رفتار مدیریتی مدیران با توجه به متغیر میانجی ریسک درونی و بیرونی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۶، شماره ۸۴، صص ۲۲۱۸-۲۲۳۳.
- ✓ صبوری، نرگس، کریم‌پور، عنایت، (۱۴۰۰)، بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگیهای شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۱۳۶-۱۱۹.
- ✓ لونی، سمیه، عباسیان، عزت‌اله، حاجی، غلامعلی، (۱۴۰۰)، اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۳۲، شماره ۲، صص ۲۶۸-۲۴۹.
- ✓ متین‌فرد، مهران، چهارمحالی، علی اکبر، (۱۴۰۱)، بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال یازدهم، شماره چهل و یکم، صص ۵۱۱-۵۲۷.
- ✓ مرادی، فیض‌اله، عاقلی، لطفعلی، عساری آنرانی، عباس، (۱۴۰۱)، تأثیر نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی بر شدت انرژی در ایران، اقتصاد انرژی، سال ۱۸، شماره ۷۲، صص ۲۷-۵۸.
- ✓ علیفری، ملیحه، (۱۴۰۱)، تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مسئولیت اجتماعی شرکتی با تأکید بر نقش واسط‌های سرمایه‌فکری و تحقیق و توسعه، مجله مطالعات توسعه اجتماعی ایران، سال چهاردهم، شماره چهارم، صص ۴۱-۵۹.
- ✓ نصرافهانی، اعظم، رجبی، مصطفی، (۱۳۹۸)، تأثیر نااطمینانی شاخص‌های کلان اقتصادی و ریسک سیاسی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی مهندسی صنایع، بهره‌وری و کیفیت.
- ✓ Akron, S., Demir, E., Díez-Esteban, J. M. & García-Gómez, C. D. (2020). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from the U.S. hospitality industry. *Tourism Management*, 77, 104019.

- ✓ Abaidoo, R. (2019). Corporate performance volatility and adverse macroeconomic conditions: A causal interaction perspective. *Journal of Financial Economic Policy*, 11(4), 533-547.
- ✓ Abaidoo, R. (2019). Corporate performance volatility and adverse macroeconomic conditions: A causal interaction perspective. *Journal of Financial Economic Policy*, 11(4), 533-547.
- ✓ Abbas, A., Ahmed, E., Husain, F. (2019). Political and Economic Uncertainty and Investment Behaviour in Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 58(3), 307-331.
- ✓ Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- ✓ Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-76.
- ✓ Cao, H., Sun, P., & Guo, L. (2020). The Asymmetric Effect of Oil Price Uncertainty on Corporate Investment in China: Evidence From Listed Renewable Energy Companies. *Frontiers in Energy Research*, 8-47.
- ✓ Deqing Wang , Tianqi Liu , Xuemei Li, Yi Huang, and Yuanhang Zhou(2022), Identifying the Dynamic Influence of Economic Policy Uncertainty on Enterprise Investment Using Functional.
- ✓ Data Analysis, *Mathematical Problems in Engineering*, Volume (2022), Article ID 7822710, 15 pages, <https://doi.org/10.1155/2022/7822710>.
- ✓ Deng, M., 2019. The effects of economic policy uncertainty on enterprise performance. *J. Indus. Technol. Econom.* 38 (2), 97-106.
- ✓ Fazzari, S.R., (2021), "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and zingales. *The Quarterly Journal of Economics*", 115, 595-705.
- ✓ Gulen, H., Ion, M., 2016. Policy uncertainty and corporate investment. *Rev. Financ. Stud.* 29, 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>.
- ✓ Huang, H. Liu, H. Yang. B. (2021). Economic policy uncertainty and executive turnover. *China Journal of Accounting Research* 14 (2021) 83-100.
- ✓ Ji, Y., Wang, X., Tan, Y., Huang, Y., 2018. Economic Policy Uncertainty, Implicit Guarantee and Divergence of Corporate Leverage Rat. *J. China Econ. Q.* 17 (2), 449-470
- ✓ Jeong, B. (2002). Policy uncertainty and long-run investment and output across countries. *International Economic Review*, 43, 363-392.
- ✓ Javadi, S. Mollagholamali, M. Nejadmalayeri, A. Al-Thaqeb, S. (2021). Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis* 77, 101859.
- ✓ Krishnan, G., & Zhang, J. (2019). Do investors perceive a change in audit quality following the rotation of the engagement partner?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(2), 146-168.
- ✓ Kaya O, 2018. Economic policy uncertainty in Europe, deutsche bank research
- ✓ McNichols, M.F. & Stubben, S.R. (2010). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6): 1571-1603
- ✓ Pastor, L. & Veronesi, P. (2011). Political uncertainty and risk premia. *NBER Working Paper*, 17464.
- ✓ Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: International evidence. *North American Journal of Economics and Finance* 57 (2021) 101419.
- ✓ Xiao-Ming Li, Mei Qiu. (2021). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance* 110 (2021) 102279.
- ✓ Yan. Luo. Chenyang. Zhang. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance* 51 (2020).

- ✓ Yan ,Zhao, & Su, Kun, 2022. "Economic policy uncertainty and corporate financialization: Evidence from China," *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 82(C).
- ✓ Yousefi, Hamed ,Kenneth Yung (2021) Financial flexibility and economic policy uncertainty: Evidence from firm behavior and firm value, <https://doi.org/10.1002/jcaf.22521>.
- ✓ Zhang, C., Yang, C., Liu, C. (2021). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: Loss aversion or opportunity expectations. *Pacific-Basin Finance Journal* 69; 101640.
- ✓ Zhang, W., Zhang, X., Tian, X., Sun, F., (2021). Economic policy uncertainty nexus with corporate risk-taking: the role of state ownership and corruption expenditure. *Pac.-Basin Financ. J.* 65, 101496.