

بررسی عوامل موثر بر عدم قطعیت سرمایه گذاران سهام بر اساس عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی

محمد رضا سماعی باغبادرانی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران
samaeiimohammadreza@gmail.com

محسن دستگیر

استاد گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران (نویسنده مسوول)
dastmw@yahoo.com

رحمان ساعدی

استادیار گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران
saedi.rahman@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۳/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۷/۲۱

چکیده

هدف: پژوهش حاضر به بررسی عوامل موثر بر عدم قطعیت سرمایه گذاران سهام بر اساس عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی می‌پردازد.
روش‌ها: پژوهش حاضر توصیفی-همبستگی بوده و جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده است که تعداد ۱۰۷ شرکت بین سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۴۰۰ مبنای تحلیل فرضیه‌ها قرار گرفتند. آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی و به کمک نرم افزار StatPlus صورت پذیرفت.
یافته‌ها: نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر حجم معاملات سرمایه گذاران اثر معکوس دارد. همچنین با افزایش عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی، نوسانات معاملات سرمایه گذاران کاهش پیدا می‌کند. و بهبود عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی می‌تواند منجر به بهبود کشف قیمت معاملاتی شود.
نتیجه‌گیری: هر میزان عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی افزایش پیدا کند، احتمال اینکه حجم معاملات کاهش یابد، وجود دارد. بنابراین بهبود در عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی می‌تواند منجر به بهبود حجم معاملات شده و آنرا افزایش دهد. همچنین با توجه به رابطه معکوس عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی و نوسانات معاملات، می‌توان نتیجه گرفت هرچقدر عدم اطمینان در عوامل کلان اقتصادی بیشتر شود، دامنه نوسان معاملات پایین تر خواهد بود و عدم اطمینان شرایط اقتصادی، تأثیری در کشف قیمت معاملات ندارد.
واژه‌های کلیدی: عدم قطعیت سرمایه گذاران، عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی، حجم معاملات، نوسان معاملات، کشف قیمت معاملاتی.

۱- مقدمه

یک شرکت تأثیر می گذارد. دواک و همکاران^۳ (۲۰۰۳) بیان کردند، علاوه بر مسایل مربوط به شرکتها، به دلیل ویژگیهای خاص مربوط به زیرساخت اقتصادی، سیاسی و حقوقی، به تفاوت‌های موجود در بازارهای سرمایه در میان کشورها نیز باید توجه شود. این پدیده بر چگونگی استفاده از ارقام حسابداری و تفسیر توسط کاربران حسابداری در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. با توجه به این زمینه، مجموعه‌ای از تحقیقات ثابت برای درک اینکه چگونه ویژگی‌های هر کشور و بازارهای سرمایه آن تفاوت‌هایی را در محتوا و زمان بیانیه مالی ایجاد می‌کند، مطرح شده است.

باسو^۴ (1997) و مطالعات بعدی (بال و همکاران^۵، 2000؛ بیور و همکاران^۶، 2012) شواهدی از عدم تقارن زمانی برای شرکت‌های آمریکایی پیدا کردند. این می‌تواند در صورتی رخ دهد که سود محافظه کارانه باشد، در آن خبر خوب سود پس از یک تغییر مثبت در ارزش اقتصادی منعکس می‌شود، باسو (1997) و اغلب مطالعات بعدی عدم تقارن زمانی را به عنوان مدرک محافظه‌کاری تفسیر می‌کنند. صرف‌نظر از اینکه سود یک شرکت عدم تقارن زمانی را نشان می‌دهد، سود به شدت تغییر در منبع اقتصاد شرکت را زمانی که شرکت اخبار بد دارد، منعکس می‌کند. باسو (1997) این دیدگاه را اتخاذ می‌کند که بازده سهام، منعکس‌کننده تغییر در وضعیت اقتصادی شرکت است و بنابراین، یک شرکت وقتی دارای بازده مثبت (منفی) است، اخبار خوب (بد) دارد. از این رو، باسو (1997) به اندازه‌گیری عدم تقارن زمانی با ضریب بزرگ‌تر برای بازده منفی در رگرسیون بازده می‌پردازد.

مطالعات تجربی در مورد تأثیر عدم قطعیت اقتصاد کلان در ساختار سرمایه شرکت‌ها یافته‌های مشابهی را گزارش می‌دهد. به عنوان مثال، بارون و همکاران^۷ (1998) به تأثیر عدم قطعیت خاص شرکتی در اقتصاد پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌ها محتاط هستند و زمانی که عدم قطعیت بیشتری در محیط اقتصاد کلان وجود دارد، کمتر وام می‌گیرند. شرکت‌ها بگونه‌ای رفتار می‌کنند که انتظار کاهش درآمدها و کمبود بالقوه جریان‌های نقدی را دارند. گلایان و رشید^۸ (۲۰۱۴) تأثیر عدم قطعیت خاص شرکت و اقتصاد کلان در ساختار سرمایه شرکت‌های انگلستان را مورد بررسی قرار می‌دهند. آن‌ها همچنین گزارش می‌دهند که شرکت‌ها از اعمال نفوذ کمتری در طول زمان نوسانات بالا استفاده می‌کنند. عدم قطعیت در اقتصاد

سود به عنوان نتیجه نهایی فرآیند حسابداری، تحت تأثیر انتخاب رویه‌های مختلف حسابداری توسط مدیریت قرار می‌گیرد. امکان انتخاب رویه‌های حسابداری به مدیریت فرصت می‌دهد تا در مورد زمان شناخت و اندازه‌گیری هزینه‌ها و درآمدها تصمیم‌گیری کند. باید انتظار داشت، مدیران شرکت‌های بورسی در پیش‌بینی‌های خود نهایت دقت را به عمل آورند.

پیش‌بینی‌های سود هر سهم در سرمایه‌گذاری‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. اهمیت این پیش‌بینی به میزان انحراف بستگی دارد. هر چه میزان این انحراف کمتر باشد، پیش‌بینی از دقت بیشتری برخوردار است به منظور این‌که سود گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت به استفاده‌کنندگان کمک کند و سرمایه‌گذاران با اتکا به اطلاعات سود، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، ارائه اطلاعات باید به نحوی باشد که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن کند و در سنجش و پیش‌بینی توان سودآوری مؤثر باشد. انتظار می‌رود عدم قطعیت درباره عملکرد عملیاتی آتی یک شرکت تأثیر بر نوسان ارزش بازار آن داشته باشد.

از طرفی نبود اطلاعات کافی و وجود عدم قطعیت در بازار سرمایه ممکن است بر واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره شرکت‌ها تأثیر بگذارد. در شرایط عدم قطعیت، سرمایه‌گذاران درباره جریان‌های نقد آتی شرکت‌ها اطلاعات کافی ندارند. در این شرایط دریافت سیگنال اطلاعاتی نظیر اعلام سود ممکن است سبب تجدید نظر در باورهای پیشین سرمایه‌گذاران درباره وضعیت آتی شود و زمینه یادگیری (کسب آگاهی) را فراهم کند (پرمیتی و اسمیت^۱، ۲۰۲۰). در این راستا، راجاگوپال و ونکاتاجالام^۲ (۲۰۱۱) بین دلایل عدم قطعیت درباره سودآوری شرکت (یعنی عدم قطعیت درباره جریان‌های نقدی آتی از دیدگاه عملیاتی در مقابل اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی آتی ناشی از کیفیت اطلاعات حسابداری) تمایز قائل می‌شوند و تأیید می‌کنند که حتی با در نظر گرفتن نوسان عملکرد عملیاتی، کیفیت سود پایین‌تر با نوسان بالاتر غیرمتمعارف بازارهای سهام ارتباط دارد. وقتی اطلاعات اعلام سود شرکت با کیفیت باشد ریسک غیر سیستماتیک مرتبط با اطلاعات گزارش شده (که کیفیت اطلاعات ارائه شده متغیر جانشین آن است) بر ایجاد انتظار در بازیگران بازار درباره عدم قطعیت آتی (به طور کلی، یعنی عدم قطعیت اطلاعات و عدم قطعیت عملکرد) سهام

⁵ Bal et al⁶ Beaver et al⁷ Barron et al⁸ Caglayan, and Rashid¹ Premti & Smith² Rajagopal and Wankatachalam³ Daouk et al⁴ Basu

۲- مبانی نظری و بسط فرضیه ها

تحقیقات قبلی از حجم معاملات و نوسانات بازده سهام به عنوان معیارهای عدم توافق و عدم قطعیت سرمایه گذاران حول انتشار اخبار درآمد استفاده می کنند (بیور 1968، کیم و ورچیا^۳ 1991، بارث^۴ و همکاران، ۲۰۲۰).

بیور (1968) توضیح می دهد در حالی که حجم نشان دهنده تغییرات در موقعیت اوراق بهادار سرمایه گذاران است، نوسان سرمایه، تغییرات در باورهای اجماع سرمایه گذاران در مورد ارزش شرکت را منعکس می کند. افزایش حجم معاملات در اعلامیه های سود نشان دهنده عدم توافق بیشتر سرمایه گذاران در ارتباط با اخبار سود است زیرا عدم توافق بیشتر احتمال تجارت سرمایه گذاران را افزایش می دهد.

هنگامی که سرمایه گذاران اخبار سود را دریافت می کنند، مفاهیم این اخبار را برای تصمیمات سرمایه گذاری شان پردازش می کنند، یعنی خرید، نگهداری یا فروش سهام شرکت و براساس آن قیمت و تجارت. با این حال، این تصمیمات می تواند اثرات متفاوتی بر حجم و نوسانات داشته باشد. اگر سرمایه گذاران دارای عقاید یا اولویت های نامتجانس باشند، پس می توان حجم داد و ستد را بعد از توافق در مورد ارزش شرکت بدست آورد. اگر سرمایه گذاران عقاید یا اولویت های همگنی داشته باشند، آنگاه اجماع در مورد ارزش شرکت می تواند در تجارت اول حاصل شود، که منجر به تغییر قیمت می شود، اما اساسا هیچ حجمی ندارد. همچنین ممکن است که اعلامیه های درآمد انتظارات سرمایه گذاران فردی را تغییر دهد، به عنوان مثال، حجم تجارت وجود خواهد داشت، اما هیچ تغییری در عقاید اجماع در مورد ارزش شرکت وجود ندارد، به عنوان مثال، هیچ تغییری در قیمت وجود ندارد و بنابراین، هیچ فراریت وجود نخواهد داشت. همچنین، هولتاوون و ورکشیا (1990) نشان می دهند که هم حجم و هم بی ثباتی تحت تاثیر عدم توافق و عدم قطعیت سرمایه گذار هستند.

باووم و همکاران^۵ (۲۰۰۹) به تاثیر عدم قطعیت خاص شرکتی در اقتصاد پرداختند. یافته های آن ها نشان می دهد که شرکتها محتاط هستند و زمانی که عدم قطعیت بیشتری در محیط اقتصاد کلان وجود دارد، کم تر وام می گیرند. شرکتها بگونه ای رفتار می کنند که انتظار کاهش درآمدها و کمبود بالقوه جریان های نقدی را دارند.

گلایان و رشید^۶ (۲۰۱۴) تاثیر عدم قطعیت خاص شرکت و اقتصاد کلان در ساختار سرمایه شرکت های انگلستان را مورد

کلان ممکن است به عنوان یک چالش بزرگ برای شرکتها برای تصمیم گیری در مورد تصمیمات شرکت مطرح شود. به عنوان مثال، نه تنها عدم قطعیت در اقتصاد کلان بر تصمیمات شرکتها در زمینه تولید و سرمایه گذاری تأثیر می گذارد، بلکه در عین حال توانایی شرکتها برای فرموله کردن تصمیمات تأمین مالی صحیح نیز ممکن است تحت تأثیر قرار گیرد. با توجه به اثرات نامطلوب بالقوه عدم قطعیت اقتصاد کلان بر شرکتها در کشورهای مختلف یا مناطق، رشد اقتصادی این کشورها یا مناطق نیز ممکن است به طور معکوسی تحت تأثیر قرار گیرد (چن^۱، 2010).

از جمله مهمترین اطلاعات حسابداری مورد توجه ذی نفعان، سود و زیان واحدهای تجاری است. سرمایه گذاران بیشترین توجه خود را به سود خالص به عنوان آخرین قلم اطلاعاتی صورت سود و زیان معطوف می نمایند. به منظور این که سود گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت به استفاده کنندگان کمک کند و با اتکا به اطلاعات سود، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، ارائه اطلاعات باید به نحوی باشد که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن کند و در سنجش و پیش بینی توان سودآوری مؤثر باشد. لذا تحقیق و بررسی عوامل مؤثر بر عدم قطعیت سرمایه گذاران می تواند در بهبود بازار سرمایه مؤثر باشد. همچنین وجود عدم قطعیت در بازار سرمایه و در بین سرمایه گذاران که در تحقیقات انجام شده از جمله تحقیق بارث و همکاران بوسیله حجم معاملات، کشف قیمت معاملاتی و نوسان قیمت سهام در آستانه اعلام سود بررسی و اندازه گیری شده است می تواند بر ارزش بازار شرکت ها، حجم و میزان سرمایه گذاری ها و پیش بینی جریان های نقدی تاثیر داشته باشد. همچنین تحقیقات قبلی از حجم معاملات و نوسانات بازده سهام به عنوان معیارهای عدم قطعیت سرمایه گذار استفاده می کند. (بیور ۲۰۱۲؛ باروون 1998). همچنین، هولتاوون و ورکشیا^۲ (۱۹۹۰) نشان می دهند که هم حجم و هم بی ثباتی تحت تاثیر عدم توافق و عدم قطعیت سرمایه گذار هستند. لذا تحقیق و بررسی عوامل مؤثر بر عدم قطعیت سرمایه گذاران می تواند در بهبود بازار سرمایه مؤثر باشد. بدین منظور تحقیق حاضر در صدد پاسخ به پرسش زیر است:

آیا عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر عدم قطعیت سرمایه گذار سهام (حجم معاملات، نوسانات معاملات، کشف قیمت معاملاتی) مؤثر است؟

⁴ Barth et all

⁵- Baum et all

⁶- Caglayan, and Rashid

¹ chen

² Holthausen, and. Verrecchia

³ Kim and verchia

بررسی قرار می‌دهند. آن‌ها همچنین گزارش می‌دهند که شرکت‌ها از اعمال نفوذ کم‌تری در طول زمان نوسانات بالا استفاده می‌کنند. عدم قطعیت در اقتصاد کلان ممکن است به عنوان یک چالش بزرگ برای شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری در مورد تصمیمات شرکت مطرح شود. به عنوان مثال، نه تنها عدم قطعیت در اقتصاد کلان بر تصمیمات شرکت‌ها در زمینه تولید و سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، بلکه در عین حال توانایی شرکت‌ها برای فرموله کردن تصمیمات تأمین مالی صحیح نیز ممکن است تحت تأثیر قرار گیرد. با توجه به اثرات نامطلوب بالقوه عدم قطعیت اقتصاد کلان بر شرکت‌ها در کشورهای مختلف یا مناطق، رشد اقتصادی این کشورها یا مناطق نیز ممکن است به طور معکوسی تحت تأثیر قرار گیرد (چاو و همکاران، ۲۰۱۸).

محمدی و باغومیان (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر تغییرات عوامل کلان اقتصادی بر خطای پیش‌بینی سود توسط مدیران شرکت‌ها پرداختند. تجزیه و تحلیل موشکافانه پژوهش‌های مرتبط با پیش‌بینی سود توسط مدیران و به ویژه پژوهش‌های انجام‌شده در ایران، حاکی از عدم توجه کافی و مناسب پژوهشگران به تأثیر متغیرهای عمده اقتصادی بر خطای پیش‌بینی سود می‌باشد که مقاله حاضر در پی پر کردن این خلا پژوهشی است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی پژوهش شامل سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. از میان جامعه آماری ۸۰ شرکت به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شده است. تحلیل یافته‌های پژوهشی با استفاده از رگرسیون چندگانه نشان می‌دهد که از میان متغیرهای کلان اقتصادی که مورد بررسی قرار گرفته‌اند (شامل تغییرات نرخ ارز، تغییرات تورم، تغییرات نقدینگی، تغییرات تراز تجاری و تغییرات تولید ناخالص داخلی)، تنها میان تغییرات تولید ناخالص داخلی و تغییرات نرخ ارز با خطای پیش‌بینی سود توسط مدیران رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، سایر متغیرهای بررسی‌شده (شامل تغییرات تورم، تغییرات نقدینگی و تغییرات تراز تجاری) رابطه معناداری با خطای پیش‌بینی سود توسط مدیران ندارند. نتایج پژوهش حاضر حاکی از این است که متغیرهای کلان اقتصادی می‌توانند بر دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران تأثیر بگذارد.

طهماسبی و جلیلان (۱۳۹۷) به بررسی ویژگی‌های شرکت و ارتباط آن با کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد با توجه به اینکه فرصت رشد با پایداری سود نسبت منفی و معنادار دارد، پس شرکت‌های با نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری (فرصت رشد) بالاتر شرکت‌های ارزشی هستند که صرف ارزش دارند و در آینده سود‌های بالاتر نسبت به شرکت

های با فرصت رشد پایین تر ایجاد می‌کنند. در فرضیه دوم بین ریسک تجاری و پایداری سود تأثیر مثبت و معنی داری وجود دارد. پس شرکت‌های دارای ریسک تجاری بالاتر نسبت به ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده کمتر دارند. در فرضیه سوم با توجه به رابطه منفی و معنی دار میتوان گفت که با افزایش اقلام تعهدی میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود افزایش و با کاهش اقلام تعهدی نیز میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود افزایش می‌یابد. در فرضیه چهارم بین فرصت‌های رشد و کیفیت اقلام تعهدی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. پس با افزایش فرصت‌های رشد (سودآوری) کیفیت اقلام تعهدی کاهش می‌یابد. در فرضیه پنجم بین ریسک تجاری و اقلام تعهدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع می‌توان برای سرمایه‌گذاران، کیفیت اقلام تعهدی را درجه نزدیکی سود شرکت با میزان جریان‌های نقدی ایجاد شده تعریف کرد. سالم دزفولی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر معیارهای عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی (دستکاری فعالیت‌های واقعی) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد معیارهای عدم اطمینان اقتصادی (رشد تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، نرخ ارز و نرخ بهره) تأثیر مثبت و معناداری بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که معیارهای عدم اطمینان اقتصادی (رشد تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، نرخ ارز و نرخ بهره) تأثیر مثبت و معناداری بر مدیریت سود واقعی (هزینه اختیاری غیرعادی، هزینه تولید غیر عادی و جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی) دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر اخبار خوب و بد موجود در اعلان همزمان سود میان‌دوره و سود پیش‌بینی شده سالانه بر واکنش بازار سهام به این اخبار و تأثیر محافظه کاری در سود میان‌دوره ای و پیش‌بینی مدیریت و همچنین تأخیر در اعلان بر واکنش بازار سهام به اعلان همزمان این سود پرداخته‌اند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری محافظه کاری، از مدل تعدیل شده باسو توسط شروف و ونکتارامان (۲۰۱۳) استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش نشان می‌دهد در سطح مشخصی از اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالانه، تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار همزمان سود میان‌دوره ای و پیش‌بینی‌های سود سالانه خوب و بد وجود ندارد، اما اضافه شدن اثر تأخیر در اعلان همزمان سود میان‌دوره ای و پیش‌بینی سود سالانه، موجب افزایش (کاهش) شدت واکنش بازار به اخبار خوب (بد) می‌شود. از نتایج

مطالعه نشان می دهد که ارتباط ارزش اطلاعات حسابداری تحت تاثیر توانایی سرمایه گذاری در منابع با ارزش است. روش تحقیق به صورت کمی و اقتصادسنجی اجرا شده است. این نمونه شامل شرکت های غیر مالی که بین سال های ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۴ در بورس سهام استکهلم پذیرفته شده اند، مورد بررسی قرار گرفتند. آن ها دریافتند هنگام کنترل ویژگی های مختلف سود های پایدار و ناپایدار، تفاوت ناگهانی ایجاد می شود. شرایط اقتصادی در قالب سطوح سرمایه گذاری و انتظارات رشد این تفاوت را بوجود می آورد. بنابراین، مقیاس ارزش می تواند به طور قابل ملاحظه ای تحت تاثیر شرایط اقتصادی قرار گیرد.

بارث و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی عدم تقارن زمانی اطلاعاتی های سود و عدم قطعیت سرمایه گذاران پرداختند. این مطالعه نشان می دهد که عدم تقارن زمانی سود در انعکاس اخبار خوب و بد، با کاهش اطمینان سرمایه گذاران در اعلامیه های سود همراه است. این یافته ها نشان می دهد که هزینه بالقوه عدم تقارن زمانی، به نیاز سرمایه گذاران برای تقسیم سود به اجزای اخبار خوب و بد برای ارزیابی پیامدهای اعلامیه سود برای تصمیمات سرمایه گذاری، به پیچیدگی افزوده است. یافته ها نشان می دهد عدم تقارن زمانی به تاخیر انداختن قیمت در اعلامیه های سود را به همراه داشته و عدم تقارن زمانی سود باعث تغییر در حجم معاملات می شود. همچنین آن ها (بارث و همکاران) یک رابطه مثبت بین عدم تقارن زمانی و بازده سهام در طول دوره اعلام سود پس از واکنش قیمت اولیه به اعلامیه پیدا می کنند، که با عدم قطعیت ارزیابی سازگار است.

بنابراین فرضیه های اول تا سوم تحقیق به شرح زیر ارائه شده اند:

- ۱) عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر حجم معاملات سرمایه گذاران تاثیر مثبت دارد.
- ۲) عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر نوسانات معاملات سرمایه گذاران تاثیر مثبت دارد.
- ۳) عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر کشف قیمت معاملاتی سرمایه گذاران تاثیر مثبت دارد.

۳- روش تحقیق

۳-۱- نوع پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف جزء پژوهش های کاربردی و از نظر نحوه جمع آوری داده ها جزء مطالعات توصیفی همبستگی و با توجه به اینکه بر اساس داده های تاریخی است در زمره مطالعات پس رویدادی قرار می گیرد.

دیگر اینکه، در شرکت هایی با محافظه کاری بیشتر، میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد)، کاهش (افزایش) می یابد. احدی سرکانی و رحمتی (۱۴۰۰) به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال های بین ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ بوده است. در این پژوهش بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. نتایج تحقیق نشان داد ریسک سقوط قیمت یک سهام معین با افزایش عدم قطعیت در سیاست اقتصادی افزایش می یابد. تاثیر عدم قطعیت در سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام با افزایش در بتای بازده عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می یابد. بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام انباشته در سطح بازار رابطه مثبت و با اهمیتی وجود دارد.

رهنمای رودپشتی و قربانی (۱۴۰۰) به بررسی رابطه تأثیر محافظه کاری حسابرسان با وجود عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. محافظه کاری حسابرسان با استفاده از مدل چونگ و همکاران (۲۰۰۳) و بر اساس بسط معیار باسو (۱۹۹۷) و بکارگیری رتبه بندی مؤسسات حسابرسی منطبق با دستورالعمل طبقه بندی مؤسسات حسابرسی و اشخاص موضوع ماده ۱۰ دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه و ارزیابی گردید. برای عدم قطعیت سیاست اقتصادی نیز از انحراف استاندارد میانگین بازده قیمت سهام شرکت در طی سال مالی استفاده گردید. همچنین به منظور سنجش کیفیت سود از اقلام تعهدی اختیاری مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۵) استفاده شد. در این راستا تعداد ۱۵۰ شرکت از شرکت های حاضر در بورس در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ به روش حذف سیستماتیک انتخاب گردید. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که محافظه کاری حسابرسان اثر مستقیم و عدم قطعیت سیاست های اقتصادی اثر معکوس بر کیفیت سود دارد؛ به عبارت دیگر، محافظه کاری حسابرسان منجر به افزایش کیفیت سود و عدم قطعیت سیاست های اقتصادی منجر به کاهش کیفیت سود شرکت ها می شود.

آتله و همکاران^۱ (۲۰۱۳) به بررسی پایداری سود، شرایط اقتصادی و ارتباط ارزش اطلاعات حسابداری پرداختند. این

^۱ Atle et all

۳-۲-۳-جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در نمونه تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک استفاده شده است.

بر این اساس نمونه آماری تحقیق با توجه به ضوابط ذیل انتخاب گردیده است:

- شرکت‌های مورد نظر جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، نهاد های پولی، بانکی و هلدینگ نباشند.
 - پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد.
 - سهام آن‌ها در طی دوره تحقیق، دارای وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه نبوده باشد. شرکت های مورد نظر، در طی دوره تحقیق، تغییر سال مالی نداده باشند.
 - شرکت های مورد مطالعه در قلمرو زمانی تحقیق، در عضویت بورس اوراق بهادار تهران بوده باشند.
 - تمامی اطلاعات مورد نیاز شرکت های مورد بررسی در طی سال های ۱۴۰۰-۱۳۸۸، در دسترس باشند
- پس از اعمال شرایط بالا، ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باقی مانده اند.

۳-۳-۳-متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آن ها

۳-۳-۱-متغیر وابسته

عدم قطعیت سرمایه‌گذار سهام (حجم معاملات، نوسانات معاملات و کشف قیمت معاملات)

در پژوهش حاضر از ۳ سنججه جهت اندازه گیری عدم قطعیت سرمایه گذاران بهره گرفته شد که عبارت اند از:

الف) حجم معاملات

نسبت متوسط حجم روزانه معاملات در دوره اعلام اولیه یا باقیمانده به متوسط حجم روزانه معاملات در دوره قبل از اعلام.

ب) نوسانات معاملات

نسبت متوسط نوسانات روزانه در دوره اعلام اولیه یا باقیمانده به متوسط نوسان روزانه در دوره پیش از اعلام.

ج) کشف قیمت معاملات

تعداد سهام خریداری شده منهای تعداد سهام فروخته شده توسط شرکت در مدت اعلامیه باقیمانده، تقسیم بر تعداد سهام موجود شرکت در پایان سال.

۳-۳-۲-متغیر مستقل

عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی

بر اساس تحقیق چاو (۲۰۱۸) نوسان نرخ رشد صادرات به عنوان یک پیش بینی برای عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی است. (لی و راجان^۱، ۲۰۱۵؛ آیزنمان و ماریون^۲، ۱۹۹۹). که از انحراف معیار این متغیر بدست می آید.

۳-۳-۳-متغیرهای کنترلی

Leverage (نسبت اهرم مالی): از طریق نسبت بدهی به دارایی های شرکت محاسبه می گردد.

size (اندازه شرکت): از لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت استفاده شده است.

Bm (فرصت های سرمایه گذاری): از طریق نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام محاسبه می شود.

Cfo (جریان نقدی): از طریق نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی ها محاسبه می شود.

Bhown (مالکیت سهامداران عمده): به عنوان درصد سهام تعریف می شود متعلق به سهامدارانی است که مالکیت آنها بیش از ۵ درصد از حقوق صاحبان سهام است.

Dr (بازدهی منفی): اگر R منفی باشد برابر است با ۱ و در غیر این صورت ۰ است.

Asqret (بازده غیر عادی): معمولاً برای آزمون بازده غیر نرمال شرکت، بر اساس مدل فاما و فرنچ^۳ (۱۹۹۲، ۱۹۹۳) با توجه به فاکتور سه عاملی، میزان بازده سهام محاسبه می شود، سپس تفاوت بین بازده واقعی شرکت از بازده بازار محاسبه شده و بازده تجمعی این مقیاس به عنوان بازده غیر عادی سهام شرکت، بدست می آید.

این متغیر از تفاوت بین بازده بازار و بازده سهام شرکت، بدست آمده است:

$$AR_{it} = MR_{it} - SR_{it}$$

MR_{it} : نشان دهنده بازده بازار است.

SR_{it} : نشان دهنده بازده سهام است.

AR_{it} : بازده غیر عادی ماهانه شرکت را نشان می دهد.

CAR_{it} : بازده تجمعی غیر عادی شرکت در طول یک سال را نشان می دهد.

³ Fama and French

¹ Lee and Rajan

² Izenman and Maruon

برای آزمون فرضیه ها از مدل های زیر استفاده خواهد شد:

مدل اول:

$$ABRAT_1 = B + B_1 EPU_{it} + B_2 Controls_{it} + E_i$$

مدل دوم:

$$ABRAT_2 = B + B_1 EPU_{it} + B_2 Controls_{it} + E_i$$

مدل سوم:

$$ABRAT_3 = B + B_1 EPU_{it} + B_2 Controls_{it} + E_i$$

حجم معاملات): ABRAT₁

نسبت متوسط حجم روزانه معاملات در دوره اعلام اولیه یا باقیمانده به متوسط حجم روزانه معاملات در دوره قبل از اعلام است.

(نوسانات معاملات): ABRAT₂

نسبت متوسط نوسانات روزانه معاملات در دوره اعلام اولیه یا باقیمانده به متوسط نوسان روزانه معاملات در دوره پیش از اعلام.

ABRAT₃ (کشف قیمت معاملات):

تعداد سهام خریداری شده منهای تعداد سهام فروخته شده توسط شرکت در مدت اعلامیه باقیمانده، تقسیم بر تعداد سهام موجود شرکت در پایان سال.

EPU (عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی):

بر اساس تحقیق چاو (۲۰۱۸) نوسان نرخ رشد صادرات به عنوان یک پیش بینی برای عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی است. (لی و راجان، ۲۰۱۵؛ آیزنمان و ماریون، ۱۹۹۹). که از انحراف معیار این متغیر بدست می آید.

۳-۳-۵- روش جمع آوری داده ها و ابزار تحقیق

داده های مرتبط با ادبیات و مبانی نظری تحقیق با استفاده از روش کتابخانه ای شامل کتب، مجلات، مقالات، پایان نامه ها و وب سایت ها جمع آوری و جهت گردآوری اطلاعات مورد نیاز جهت تحلیل فرضیه های تحقیق از داده های بورس اوراق بهادار با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین بهره گرفته شد. همچنین آزمون فرضیه های تحقیق به کمک نرم افزار StatPlus صورت پذیرفت.

۳-۳-۶- روش تحلیل فرضیه ها

۱) شاخص های توصیفی مورد استفاده در تحقیق: برای توصیف از شاخص های گرایش مرکزی و پراکندگی استفاده می گردد و ویژگی های متغیرهای مورد مطالعه به زبان آمار بیان می شود. اندازه های گرایش مرکزی با شاخص های میانگین، میانه و نما و اندازه های پراکندگی با شاخص های انحراف

$$CAR_{it} = \sum_{m=1}^m AR_{it}$$

همچنین برای ارزیابی بازده غیر عادی سهام نیز از معیار اضافی بازده غیر عادی سهام استفاده شده است که این بازده سهام غیر

عادی ترکیبی ($CCAR_{it}$) می باشد. که بر این اساس بازه غیر عادی سه ماهه بعد از پایان سال مالی را نشان می دهد.

$$CCAR_{it} = \prod_{m=1}^m (1 + AR_{it})$$

$Disp$ (نوسانات در آمدی): انحراف معیار پیش بینی درآمد سال

جاری به قیمت ابتدای سال.

$Beta$: ریسک سیستماتیک (B):

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{(\sigma_m)^2} = \frac{\sigma_i \cdot \sigma_m \cdot \rho_{im}}{(\sigma_m)^2} = \frac{\sigma_i \cdot \rho_{im}}{\sigma_m}$$

که در آن $COV(R_i, R_m)$ عبارت است از کوواریانس بین بازده ورقه بهادار و بازده پرتفوی بازار، یعنی:

$$COV(R_i, R_m) = \frac{[(R_{it} - \bar{R}_i)(R_{mt} - \bar{R}_m)]}{n-1}$$

و $(\sigma_m)^2$ معرف واریانس بازده پرتفوی بازار، $\rho_{i,m}$ ضریب

همبستگی بین بازده ورقه بهادار نام و بازده پرتفوی بازار، σ_i

انحراف استاندارد بازده ورقه بهادار نام و σ_m انحراف استاندارد بازده پرتفوی بازار است

$inst$ (سرمایه گذاران نهادی): درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی در پایان سال مالی.

$floss$ (زیان شرکت): شاخصی که اگر شرکت در سال گذشته ضرر را گزارش کند، برابر با ۱ است و در غیر این صورت ۰ می باشد.

$Dnchange$ (تغییرات سود خالص): تغییر سود خالص سال جاری منهای سود خالص سال قبل تقسیم بر سود خالص سال جاری.

۳-۳-۴- مدل پژوهش

چارچوب نظری متغیرهای مهم را در وضعیتی که مرتبط با مسئله پژوهش است شناسایی و مشخص می کند و پیوند این متغیرها را به گونه ای ارائه می دهد و روابط موجود بین متغیرهای مستقل، متغیرهای وابسته و متغیرهای تعدیل کننده و مداخله گر (چنانچه وجود داشته باشد) روشن می شود. (سکارن، ۱۳۸۶).

نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. متغیر کشف قیمت معاملاتی بیشترین عدم تقارن و متغیر فرصت های سرمایه گذاری کمترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند. میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می نامند. متغیر کشف قیمت معاملاتی بیشترین برجستگی و متغیر فرصت های سرمایه گذاری کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد.

استاندارد، واریانس و ضرایب چولگی و کشیدگی بررسی و معرفی می گردد. (۲) آزمون های استنباطی مورد استفاده در تحقیق: تحقیق در یک زمینه خاص غالباً به چند روش می تواند مورد بررسی قرار داد. اگر چنین باشد، در ابتدا مطالعات توصیفی و همبستگی ممکن است به اجرا درآیند و در ادامه مطالعات علی و تطبیقی. ابتدا با استفاده از ابزار آمار توصیفی به تجزیه و تحلیل داده ها می پردازیم و در ادامه برای آزمون فرضیه ها از تحلیل رگرسیون و همبستگی استفاده می شود؛ بدان معنا که ابتدا اطلاعات مورد نیاز برای انجام آزمون محاسبه و سپس آزمون های رگرسیون برای مطالعه متغیرها، صورت می پذیرد.

۴- یافته ها

۴-۱ یافته های توصیفی

در بین متغیرها مالکیت سهامداران عمده دارای کمترین و متغیر اندازه شرکت بیشترین میزان پراکندگی را دارا می باشند. که

جدول (۴-۱) آمار توصیفی متغیرهای مدل ها

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
حجم معاملات سرمایه گذاران	ABRATI	0.031	0.023	0.179	0.003	0.026	2.26	8.90
نوسانات معاملات سرمایه گذاران	ABRAT2	0.098	0.077	0.928	0.008	0.082	3.47	23.43
کشف قیمت معاملاتی	ABRAT3	0.020	0.013	0.790	-0.099	0.077	4.47	34.32
بازده غیر عادی	ASQRET	0.138	0.108	1.049	0.000	0.118	1.82	9.20
عدم تقارن زمانی	ATC	0.024	0.036	0.945	-0.796	0.259	-0.26	3.58
ریسک سیستماتیک	BETA	-0.383	-0.226	7.086	-2.953	0.595	0.25	23.06
مالکیت سهامداران عمده	BHOWN	0.158	0.163	0.315	0.085	0.022	1.99	20.6
فرصت های سرمایه گذاری	BM	5.865	5.908	7.478	4.085	0.677	-0.05	2.54
جریان نقدی	CFO	0.145	0.125	0.804	-0.718	0.171	0.41	5.45
نوسانات درآمدی	DISP	0.213	0.226	0.242	0.000	0.035	-2.39	9.91
تغییرات سود خالص	DNCHANGE	0.531	0.289	1.871	-0.209	0.544	0.98	3.58
عوامل کلان اقتصادی	EPU	0.650	0.635	4.026	0.087	0.259	3.43	33.14
سرمایه گذاران نهادی	INST	0.372	0.381	0.622	0.158	0.045	-0.49	9.63
اهرم مالی	LEVERAGE	0.624	0.622	1.795	0.078	0.214	0.87	6.57
اندازه شرکت	SIZE	14.008	13.861	19.313	10.228	1.484	0.68	3.73

جدول ۴-۲ آمار توصیفی متغیرهای مجازی

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد عدد یک	تعداد عدد صفر	جمع مشاهدات
بازدهی منفی	DR	۶۷۳	۷۱۸	۱۳۹۱
زیان شرکت	FLOSS	۱۷۲	۱۲۱۹	۱۳۹۱

۳-۴- آزمون های مربوط به فروض کلاسیک رگرسیون

جهت آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق از آزمون جارک-برا استفاده می شود. فرض صفر در این آزمون نرمال بودن متغیرها است که اگر مقدار سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر پذیرفته می شود و متغیر نرمال است.

جدول زیر نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای مدل ها را نشان می دهد. همانطور که مشاهده می شود برای همه متغیرها مقدار سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد می شود و متغیرها نرمال نیستند. با توجه به زیاد بودن تعداد مشاهدات، طبق قضیه حد مرکزی نرمال نبودن توزیع داده ها مشکلی در برازش رگرسیون ایجاد نمی کند.

جدول ۳-۴- نتایج آزمون نرمال بودن متغیرها

متغیر	آماره	سطح معنی داری
حجم معاملات سرمایه گذاران	3212.63	0.00
نوسانات معاملات سرمایه گذاران	27000.87	0.00
کشف قیمت معاملاتی	61501.24	0.00
بازده غیر عادی	3005.20	0.00
عدم تقارن زمانی	36.40	0.00
ریسک سیستماتیک	23351.88	0.00
مالکیت سهامداران عمده	18902.84	0.00
فرصت های سرمایه گذاری	12.84	0.00
جریان نقدی	387.52	0.00
نوسانات درآمدی	4093.89	0.00
تغییرات سود خالص	245.12	0.00
عوامل کلان اقتصادی	55415.02	0.00
سرمایه گذاران نهادی	2605.97	0.00
اهرم مالی	919.32	0.00
اندازه شرکت	138.55	0.00

۲-۴- آزمون تشخیص همخطی

در این تحقیق برای بررسی همخطی متغیرهای مستقل از معیار عامل تورم واریانس یا *VIF* استفاده می شود. اگر مقدار *VIF* کمتر از ۱۰ باشد، متغیر مستقل عامل همخطی نیست. مقادیر معیار

VIF برای متغیرهای مستقل ۹ مدل در جدول زیر ارائه شده است. همانطور که مشاهده می شود مقادیر *VIF* برای همه متغیرها کمتر از مقدار ۱۰ است که نشان می دهد مشکل همخطی وجود ندارد.

جدول (۴-۴) مقادیر *VIF*

متغیر	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	نتیجه
<i>ATC</i>	۱.۰۱	۱.۰۱	۱.۰۱	عدم وجود همخطی
<i>bm</i>	1.38	1.38	1.38	عدم وجود همخطی
<i>size</i>	1.30	1.30	1.30	عدم وجود همخطی
<i>dr</i>	1.17	1.17	1.17	عدم وجود همخطی
<i>floss</i>	1.15	1.15	1.15	عدم وجود همخطی
<i>leverage</i>	1.13	1.13	1.13	عدم وجود همخطی
<i>asqret</i>	1.09	1.09	1.09	عدم وجود همخطی
<i>bhown</i>	1.03	1.03	1.03	عدم وجود همخطی
<i>inst</i>	1.03	1.03	1.03	عدم وجود همخطی
<i>disp</i>	1.02	1.02	1.02	عدم وجود همخطی

نتیجه	مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	متغیر
عدم وجود همخطی	1.01	1.01	1.01	<i>dnichange</i>
عدم وجود همخطی	1.01	1.01	1.01	<i>cfo</i>
عدم وجود همخطی	1.01	1.01	1.01	<i>beta</i>

جدول (۴-۶) نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه

فرعی اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	<i>cons</i>	0.0237	0.0013	18.2600	0.0000
عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی	<i>epu</i>	-0.0029	0.0005	-5.8600	0.0000
اهرم مالی	<i>leverage</i>	-0.0064	0.0005	12.9000	0.0000
اندازه شرکت	<i>size</i>	-0.0002	0.0001	-3.0600	0.0020
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	<i>bm</i>	0.0017	0.0002	10.2700	0.0000
جریان نقدی	<i>cfo</i>	-0.0099	0.0005	18.3900	0.0000
مالکیت سهامداران عمده	<i>bhown</i>	-0.1004	0.0287	-3.5000	0.0000
بازدهی منفی	<i>dr</i>	0.0012	0.0002	5.8300	0.0000
بازده غیر عادی	<i>asqret</i>	-0.0077	0.0008	-9.4800	0.0000
نوسانات درآمدی	<i>disp</i>	-0.0607	0.0286	-2.1200	0.0340
ریسک سیستماتیک	<i>beta</i>	-0.0022	0.0002	14.5000	0.0000
سرمایه‌گذاران نهادی	<i>inst</i>	0.0950	0.0286	3.3300	0.0010
زبان شرکت	<i>floss</i>	0.0052	0.0003	15.5200	0.0000
تغییرات سود خالص	<i>dnichange</i>	-0.0002	0.0002	-0.9700	0.3300
ضریب تعیین مدل		۰.۰۲		آماره F	۱۲۶.۴۲
احتمال آماره F		۰/۰۰۰			

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد.

با توجه به جدول ۴-۱۷ و مقدار احتمال آماره t برای متغیر عوامل کلان اقتصادی (*epu*) که برابر ۰.۰۰۰۰ می‌باشد و کمتر از

۴-۳-۲- انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌ها

قبل از برازش مدل جهت آزمون فرضیات، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) بررسی شود، که شامل آزمون‌های F لیمر و هاسمن می‌باشد که در ادامه هر یک بررسی می‌شود.

۴-۳-۱- آزمون F لیمر

برای بررسی نتایج F لیمر، در صورتی که احتمال آماره F بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده کرد. در غیر این صورت از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. خلاصه نتایج آزمون F لیمر در جدول (۴-۵) ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود مقدار احتمال در هر ۸ مدل بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود (با توجه به پذیرفته شدن روش داده‌های تلفیقی، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود).

جدول (۴-۵) آزمون F لیمر

مدل	آزمون F لیمر	
	احتمال	آماره F لیمر
۱	۰.۵۶	۰.۹۷
۲	۰.۶۱	۰.۹۵
۳	۰.۵۲	۰.۹۹
۴	۰.۵۵	۰.۹۸
۵	۰.۶۴	۰.۹۴
۶	۰.۵۱	۰.۹۹
۷	۰.۵۶	۰.۹۷
۸	۰.۶۳	۰.۹۵
۹	۰.۵۲	۰.۹۹

۴-۴-۱- نتایج بررسی فرضیه اول تحقیق

نتایج برازش مدل جهت آزمون فرضیه فرعی اول در جدول (۴-۶) ارائه شده است.

برای آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره زیر استفاده می‌گردد.

$$ABRATI_{it} = B + B_1 EPU_{t-0} + B_2 Controls_{it} + E_{it}$$

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد.

با توجه به جدول ۴-۷ و مقدار احتمال آماره t برای متغیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی (epu) که برابر ۰.۰۰۰ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰.۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر نوسانات معاملات سرمایه گذاران) رد می‌شود و در نتیجه عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر نوسانات معاملات سرمایه گذاران تأثیر معنی داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی دوم پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی منفی می‌باشد، نتیجه می‌شود عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر نوسانات معاملات سرمایه گذاران تأثیر منفی دارد.

مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۰۲ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۲ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

سطح خطای ۰.۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر حجم معاملات سرمایه گذاران) رد می‌شود و در نتیجه عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر حجم معاملات سرمایه گذاران تأثیر معنی داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی اول پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی منفی می‌باشد، نتیجه می‌شود عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر حجم معاملات سرمایه گذاران تأثیر منفی دارد.

مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۰۲ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۲ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

۴-۴-۲- آزمون فرضیه فرعی دوم

نتایج برازش مدل جهت آزمون فرضیه فرعی دوم در جدول (۴-۷) ارائه شده است.

برای آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره زیر استفاده می‌گردد.

$$ABRAT2_{it} = B + B_1 EPU_{it} + B_2 Controls_{it} + E_i$$

جدول (۷-۴) نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه فرعی دوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	cons	0.1781	0.0052	34.5000	0.0000
عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی	epu	-0.0124	0.0020	-6.2700	0.0000
اهرم مالی	leverage	-0.0092	0.0020	-4.6900	0.0000
اندازه شرکت	size	-0.0053	0.0003	-18.4900	0.0000
فرصت های سرمایه گذاری	bm	0.0077	0.0007	11.8100	0.0000
جریان نقدی	cfo	0.0203	0.0021	9.5200	0.0000
مالکیت سهامداران عمده	bhown	-0.8338	0.1144	-7.2900	0.0000
بازدهی منفی	dr	-0.0157	0.0008	-19.3900	0.0000
بازده غیر عادی	asqret	-0.0216	0.0033	-6.6300	0.0000
نوسانات درآمدی	disp	-0.4038	0.1139	-3.5500	0.0000
ریسک سیستماتیک	beta	0.0030	0.0006	4.9700	0.0000
سرمایه گذاران نهادی	inst	0.5194	0.1137	4.5700	0.0000
زیان شرکت	floss	0.0013	0.0013	0.9500	0.3430
تغییرات سود خالص	dnichange	-0.0061	0.0007	-8.9000	0.0000
ضریب تعیین مدل		۰.۰۲	آماره F		
احتمال آماره F		۰/۰۰۰			

۴-۳- آزمون فرضیه فرعی سوم

نتایج برازش مدل جهت آزمون فرضیه فرعی سوم در جدول (۴-۸) ارائه شده است.

برای آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره زیر استفاده می‌گردد.

$$ABRAT_{3it} = B + B_1 EPU_{t0} + B_2 Controls_{it} + E_i$$

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد.

با توجه به جدول ۴-۹ و مقدار احتمال آماره t برای متغیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی (epu) که برابر ۰.۰۰۰ می‌باشد

باشد و کمتر از سطح خطای ۰.۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر کشف قیمت معاملاتی سرمایه گذاران) رد می‌شود و در نتیجه عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر کشف قیمت معاملاتی سرمایه گذاران تأثیر معنی داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی نهم پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی منفی می‌باشد، نتیجه می‌شود عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر کشف قیمت معاملاتی سرمایه گذاران تأثیر منفی دارد.

مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۰۲ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۲ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

جدول (۸-۴) نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه فرعی سوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	cons	-0.0597	0.0376	-1.5900	0.1120
عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی	epu	-0.1985	0.0144	-13.7800	0.0000
اهرم مالی	leverage	0.2303	0.0143	16.1300	0.0000
اندازه شرکت	size	-0.0420	0.0021	-20.3200	0.0000
فرصت های سرمایه گذاری	bm	0.1005	0.0048	21.0700	0.0000
جریان نقدی	cfo	-0.1600	0.0155	-10.3000	0.0000
مالکیت سهامداران عمده	bhown	0.6050	0.8321	0.7300	0.4670
بازدهی منفی	dr	0.0618	0.0059	10.5100	0.0000
بازده غیر عادی	asqret	0.3258	0.0237	13.7600	0.0000
نوسانات درآمدی	disp	1.1067	0.8287	1.3400	0.1820
ریسک سیستماتیک	beta	-0.0008	0.0044	-0.1900	0.8520
سرمایه گذاران نهادی	inst	-0.7703	0.8274	-0.9300	0.3520
زیان شرکت	floss	0.0347	0.0096	3.6100	0.0000
تغییرات سود خالص	dnichange	-0.0107	0.0050	-2.1300	0.0330
ضریب تعیین مدل		۰.۰۲		آماره F	۱۰۲.۱۸
احتمال آماره F		۰/۰۰۰			

بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی بر حجم معاملات سرمایه گذاران اثر معکوس دارد. در واقع هر میزان عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی افزایش پیدا کند، احتمال اینکه حجم معاملات کاهش یابد، وجود دارد. بنابراین بهبود در عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی می‌تواند منجر به بهبود حجم معاملات شده و آن را افزایش دهد. در واقع در شرایط عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی، سرمایه گذاران

کمتری اقدام به سرمایه گذاری می‌کنند و این امر باعث کاهش حجم معاملات سرمایه گذاران می‌شود.

همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد با توجه به معنی داری رابطه منفی بین عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی و نوسانات معاملات سرمایه گذاران می‌توان نتیجه گرفت با افزایش عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی، نوسانات معاملات سرمایه گذاران کاهش پیدا می‌کند. در واقع در شرایط عدم اطمینان اقتصادی، سرمایه گذاری کمتر و دامنه نوسانات قیمت نیز در سطح پایین قرار می‌گیرد.

فهرست منابع

احدی سرکانی، سید یوسف و رحمتی، ناهید. (۱۴۰۰)، بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری بهار ۱۴۰۰، دوره هفتم، شماره ۱ صفحه ۳۵۰ تا ۳۶۵

رهنما رودپشتی، فریدون، قربانی، بهزاد و پورطاهر اقدم، فرزانه. (۱۴۰۱). تأثیر محافظه کاری حسابرس و وجود عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر کیفیت سود. قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری و حسابرسی-1, 1(2), 25. doi: 10.30495/jdaa.2022.693138
سالم دزفولی، بابک، صالحی، اله کرم، نصیری، سعید، و جرجرزاده، علیرضا. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۸(۳۰)، ۹۵-۱۱۵. SID. <https://sid.ir/paper/385412/fa>

طهماسبی، فرزاد و جلیلیان، امید. (۱۳۹۷). ویژگی های شرکت و ارتباط آن با کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، همایش بین المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد دانش بنیان، مشهد، موسسه تعاونی دانش بنیان کمراوش، <https://www.civilica.com/Paper-1-MAKECONF-1-MAKECONF-35.html>

فروغی، داریوش، آقابیک زاده، مهدی و دستگیر، محسن. (۱۳۹۶). تاثیر محافظه کاری و تأخیر در افشای اخبار همزمان سودهای میان دوره ای و پیش بینی سودهای سالانه بر واکنش بازار سهام. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۴(۲): ۱۷۳-۱۹۶.

محمدی، حجت، باغومیان، رافیک و نقدی، سجاد. (۱۳۹۵). نوسان های متغیرهای کلان اقتصادی و پیش بینی سود توسط مدیران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*, 13(50), -. doi: 10.22054/qjma.2020.6012.1226
Atle Leif Beisland, Mattias Hamberg Earnings sustainability, economic conditions and the value relevance of accounting information, *Scandinavian Journal of Management*, Volume 29, Issue 3, September 2013, Pages 314-324

[Aizenman](#) and [Nancy Marion](#) (nancy.p.marion@dartmouth.edu) *Review of International Economics*, 1999, vol. 1, issue 2, 145-63

Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting*

در فرضیه سوم عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی و کشف قیمت معاملاتی مورد بررسی قرار گرفته اند که وجود رابطه معنی دار و معکوس بین این دو متغیر مشخص گردید. نتایج نشان داد در شرایط عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی، کشف قیمت با کندی صورت می گیرد. در واقع بهبود عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی می تواند منجر به بهبود کشف قیمت شده و تسریع در کشف قیمت بوجود آید.

به عبارت دیگر بر اساس فرضیه های تأیید شده می توان گفت کاهش و مدیریت عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی می تواند باعث بهبود اهرم مالی، فرصت های سرمایه گذاری، جریان نقدی، کاهش بازدهی منفی، بهبود بازدهی غیر عادی، کاهش نوسانات درامدی و ریسک سیستماتیک شود. البته باید به این نکته حائز اهمیت اشاره شود که عوامل کلان اقتصادی همواره در اختیار حکمرانی و مدیران کلان کشور می باشند و از اختیار مدیران مالی شرکت ها خارج است. بنابراین بهبود شرایط عمومی اقتصاد می تواند بر سرمایه گذاری در بورس اثر گذاشته و هم نوسانات را کاهش داده و هم حجم معاملات را افزایش دهد. ضمن اینکه اثر مثبتی بر کشف قیمت بر جا می گذارد.

پیشنهاد های تحقیق

مدیران شرکت ها متناسب با شرایط اقتصاد کلان کشور، روش های تأمین مالی مناسب با کمترین میزان هزینه را انتخاب نمایند.

پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی، نقش و تاثیر عوامل کلان اقتصادی دیگر نظیر تورم، بر عدم قطعیت سرمایه گذاران بررسی گردد.

نتایج حاصل از این تحقیق در زمینه نوسان قیمتی سهام می توانند به عنوان یک راهنمای خوب و مهم برای مدیران شرکت و سرمایه گذاران مورد استفاده قرار بگیرند تا آن ها بتوانند تصمیمات سرمایه گذاری و تأمین مالی مناسب را اتخاذ نمایند.

از آنجایی که وضعیت اقتصادی کشور با عملکرد بازار بورس رابطه ای نزدیک داشته و عملکرد بورس نیز به نحوه رفتار سهامداران بستگی دارد، بنابراین لزوم برگزاری کلاس های آموزشی جهت آشناتر کردن سهامداران با مباحث سرمایه گذاری و انتخاب سهم بسیار لازم و ضروری به نظر میرسد.

- and Economics 29 (1): 1-51.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Ball, R., and P. Brown. (2001). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 9, Pp. 159-178.
- Barth, M., Landsman, W., Raval, v (2020). Asymmetric Timeliness and the Resolution of Investor Disagreement and Uncertainty at Earnings Announcements. Vol. 95, No. 4, 23-50.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 3-37.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1)
- Beaver, W. (2012). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6 (Supplement): 67-92.
<https://doi.org/10.2307/2490070>
- Baum, C.F., Stephan, A. and Talavera, O. (2009), "The effects of uncertainty on the leverage of nonfinancial firms", *Economic Inquiry*, Vol. 47 No. 2, pp. 216-225.
- Barron, O. E., and P. S. Stuerke. 1998. Dispersion in analysts' earnings forecasts as a measure of uncertainty. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 13 (3): 245-270.
<https://doi.org/10.1177/0148558X9801300305>
- Caglayan, M., & Rashid, A. (2014). The response of firms' leverage to risk: evidence from UK public versus nonpublic manufacturing firms. *Economic Inquiry*, 52(1), 341-363.
<https://doi.org/10.1111/ecin.12042>
- [Fama, E. F.; French, K. R. \(1992\). "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *The Journal of Finance*. 47 \(2\): 427. doi:10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x. JSTOR 2329112.](#)
- Rajgopal S and Venkatachalam M (2011) Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics* 51: 1-20.
- Holthausen, R. W., and R. Verrecchia. 1990. The effect of informedness and consensus on price and volume behavior. *The Accounting Review* 65 (1): 191-208.
- Kim, J. B., Lee, J. J., & Park, J. C. (2011). Audit quality and the market value of cash holdings: The case of office-level auditor industry specialization. *Auditing. A Journal of Practice & Theory*, 34(2), 27-57.
- Li Liua, Qigui Liub,*, Gary Tianc, Peipei Wang.(2020). Government connections and the persistence of profitability Evidence from Chinese listed firms, *Emerging Markets Review* 36 (2018) 110-129
- Premti and Garrett Smith, (2020), Earnings management in the pre-IPO process: Biases and predictors, *Research in International Business and Finance*, 52, (C)



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 16/ No. 63/ Autumn 2027

Investigating the factors affecting the uncertainty of stock investors based on the uncertainty of macroeconomic factors

Mohammadreza Samai Baghbadrani

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan ,Iran
samaeiireza@yahoo.com

Mohsen Dastgir

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan ,Iran
corresponding author
dastmw@yahoo.com

Rahman Saedi

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan ,Iran
saedi.rahman@yahoo.com

Abstract

The current research examines the factors affecting the uncertainty of stock investors based on the uncertainty of macroeconomic factors. The current research is descriptive-correlational and the statistical population of the research was the member companies of the Tehran Stock Exchange, which numbered 107 companies between 1388 and 1400 as the basis for the hypothesis analysis. The research hypotheses were tested using the ordinary least squares method and with the help of StatPlus software. The results of the hypothesis test show that the uncertainty of macroeconomic factors has a negative effect on the volume of investors' transactions. In fact, whenever the uncertainty of macroeconomic factors increases, there is a possibility that the volume of transactions will decrease. Therefore, the improvement in the uncertainty of macroeconomic factors can lead to an improvement in the volume of transactions and increase it. Also, considering the significance of the relationship between the uncertainty of macroeconomic factors and the volatility of investors' transactions, it can be concluded that as the uncertainty of macroeconomic factors increases, the volatility of investors' transactions decreases. In fact, in the conditions of economic uncertainty, investment is less and the range of price fluctuations is also at a low level. Also, the improvement of the uncertainty of macroeconomic factors can lead to the improvement of transaction price discovery.

