

بررسی تأثیر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر کارایی سرمایه گذاری‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نوع مقاله: پژوهشی

زیبا قوسی^۱

جعفر حقیقت^۲

سجاد نقدی^۳

حسین اصغرپور^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۶/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۹/۳

چکیده

یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه ی سرمایه گذاری است؛ اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله ی توسعه ی سرمایه گذاری، افزایش کارایی از جمله مسائل با اهمیت است. پژوهش حاضر با هدف تأثیر نااطمینانی سیاست های اقتصادی بر کارایی سرمایه گذاری های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. تحقیق حاضر از لحاظ هدف یک تحقیق کاربردی است. از نظر روش گردآوری داده‌های مورد نیاز یک تحقیق توصیفی-همبستگی است و چون به بیان روابط علت و معلولی بین متغیرهای تحقیق می‌پردازد از نوع علی پس از وقوع می‌باشد. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین در راستای تحلیل تکانه های سیاست های کلان اقتصادی از مدل تصحیح خطای برداری ساختاری استفاده شده است. داده های گردآوری شده با استفاده از نرم افزار Excel طبقه بندی شده و تمامی متغیرهای مورد نیاز برای تحلیل از همین نرم افزار محاسبه شد. سپس تجزیه تحلیل های آماری متغیرهای پژوهش به کمک نرم افزارهای Eviews و JMulTi انجام شده است. به منظور بررسی اثرات

^۱ دانشجوی دکتری اقتصاد واحد بین المللی پردیس ارس دانشگاه تبریز، اقتصاد مالی، تبریز، ایران
Zibaghosi@gmail.com

^۲ استاد دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه تبریز، علوم اقتصادی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
jhaghighat79@gmail.com

^۳ دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران
S.nagdi@tabrizu.ac.ir

^۴ استاد دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه تبریز، علوم اقتصادی، تبریز، ایران
Asgharpur@tabrizu.ac.ir

مابین متغیرها از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری SVAR استفاده شد. مدل و آزمون‌های آماری مرتبط با استفاده از نرم افزار EViews مورد تحلیل قرار گرفته است.

واژه‌های کلیدی: ناطمینانی، سیاست‌های اقتصادی، کارایی سرمایه گذاری.

طبقه بندی JEL: G32, E60, D81, C23

مقدمه

با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری در ایران، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از مسائل بسیار با اهمیت محسوب می‌شود. واحدهای تجاری زمانی کارا در سرمایه‌گذاری تعریف می‌شوند که همه پروژه‌هایی را که ارزش خالص مثبت دارند؛ انتخاب کنند. بنابراین در شرایطی که هیچ‌گونه اصطکاکی مثل انتخاب ناسازگار یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری غیرکارا، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش خالص مثبت می‌باشد. بعلاوه سرمایه‌گذاری ناکارا شامل انتخاب پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی منفی نیز می‌شود (الهایی و اسکندر، ۱۳۹۶). رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع دارند. گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد. گزارش‌های مالی بایستی اطلاعات لازم برای ارزیابی وضعیت مالی و بنیه اقتصادی بنگاه، ارزیابی عملکرد و توان سودآوری، ارزیابی چگونگی تامین مالی و مصرف وجوه نقد، ارزیابی چگونگی ایفای مسئولیت مباشرت مدیریت و انجام تکالیف قانونی و فراهم کردن اطلاعات مکمل برای درک بهتر اطلاعات مالی ارائه شده و پیش‌بینی وضعیت آتی را فراهم نماید (لم و همکاران، ۲۰۱۸). سرمایه‌گذاری شرکتی در تئوری مالی شرکتی، از عوامل مختلفی تأثیر می‌پذیرد که شناخت این عوامل در ارزیابی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها حائز اهمیت است. در شرایطی که بنگاه‌ها اغلب در خصوص زمان، محتوا و تأثیر احتمالی تصمیم‌های مربوط به سیاست‌های اقتصادی با عدم اطمینان زیادی روبه‌رو هستند، موضوع بررسی پیامدهایی که از عدم قطعیت مرتبط با سیاست‌های اقتصادی نشئت می‌گیرد، مهم جلوه می‌نماید (کوپتا و مودیس، ۲۰۲۱). سیاست‌های اقتصادی به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار، نقش معناداری در بازارهای مالی، بازار سهام و تعیین قیمت‌داری‌های این بازار ایفا می‌کند. دلایل مختلفی مبنی بر تقابل بین ثبات سیاست‌های اقتصادی و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود دارد، به گونه‌ای که نااطمینانی نسبت به سیاست‌های اقتصادی موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده اقتصاد خواهد شد و به دنبال آن صاحبان سرمایه دیگر قادر به تصمیم‌گیری برای آینده از جمله سرمایه‌گذاری نبوده و بازار پول و بازار سرمایه با مشکل مواجه خواهد شد. بحران مالی ۲۰۰۸ که موجب سقوط قیمت مسکن و سهام در بازارهای جهانی شد یک نمونه عینی از این اثرگذاری است. به این صورت که بحران مالی موجب کاهش شدید ثروت بخش خصوصی و بروز نااطمینانی

عوامل اقتصادی نسبت به آینده شد و این امر خود کاهش شدید سرمایه‌گذاری و مصرف بخش خصوصی در اقتصادهای بازار جهانی را به دنبال داشت. در نتیجه کاهش شدید تقاضای اقتصاد موجب کاهش شدید تولید و افزایش نرخ بیکاری در اقتصاد جهانی شد (بروداستاک و فیلیز ۲۰۲۱). بازارهای مالی به عنوان یکی از اساسی‌ترین بازارها در هر کشوری است. شرایط این بازارها به شدت بر بخش‌های واقعی اقتصاد اثرگذار بوده و از سایر بخش‌ها نیز تأثیر می‌پذیرند. بازارهای پول و سرمایه به عنوان ارکان اصلی بخش مالی، وظیفه تأمین منابع را برای بخش حقیقی اقتصاد بر عهده دارند. از طرف دیگر کارایی بخش مالی موجب تخصیص بهینه منابع کمیاب به فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. تخصیص بهینه منابع به نوبه خود، پسانداز و سرمایه‌گذاری بهینه و به تبع آن رشد اقتصاد ملی را در پی دارد. یکی از مهمترین اجزای بازارهای مالی؛ بازار سهام است، بازار سهام یکی از کانال‌های مهم سرمایه‌گذاری در دنیا به شمار می‌رود. اقتصاددانان بر این باورند که بازارهای مالی کارا و بالاخص بازار سهام نقش کلیدی در توسعه و رشد اقتصادی کشورها دارد؛ به این صورت که سرمایه‌گذاران به امید دستیابی به ثروت بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند (جامازی و الوی، ۲۰۲۰). از سوی دیگر اهمیت مطالعه و پژوهش در حوزه‌ی شرکت‌ها به افراد سرمایه‌گذار کمک می‌کند، زیرا افراد در تجزیه و تحلیل‌هایی که انجام می‌دهند در نهایت امید دارند با توجه به ریسک سرمایه‌گذاری، بازده متناسب با آن را بدست آورند، تجزیه و تحلیل مناسب عوامل گوناگون می‌تواند باعث مدیریت بهتر سرمایه‌ی آنها و افزایش ثروت سرمایه‌گذار شود. بنابراین هدف اصلی تحقیق حاضر پاسخ به این سؤال می‌باشد که آیا نااطمینانی در سیاست‌های کلان اقتصادی موجب تغییر در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سهام شده یا خیر؟

۱- مبانی نظری

۱-۱- متغیرهای کلان اقتصادی و کارایی سرمایه‌گذاری:

سیاست‌های اقتصادی یک کشور، در برگیرنده سیاست‌گذاری‌های مختلفی همچون سیاست پولی، سیاست مالی، سیاست درآمدی، سیاست بازرگانی و سیاست ارزی است. هرکدام از این سیاست‌ها، اهداف خاص خود را دنبال می‌کنند؛ تا جامعه بتواند به اهداف کلان اقتصادی؛ یعنی رشد، توسعه و رفاه اجتماعی دست یابد (ملکیان و عدیلی، ۱۳۹۵). ولی از آنجا که اهداف سیاست پولی با اهداف سیاست مالی و سیاست بازرگانی یکسان و هماهنگ نیستند، تضادها و مغایرت‌هایی میان اهداف مختلف اقتصادی به وجود می‌آید؛ که عملاً رسیدن به آرمان‌های اقتصادی را دشوار می‌سازد:

کارآیی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (واعظ و رشیدی باغی، ۱۳۹۴). بنابراین شناسایی عوامل تأثیرگذار بر کارآیی سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد. زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کارا تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد که هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است (لم و همکاران، ۲۰۱۸). یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه‌ی سرمایه‌گذاری است؛ اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله‌ی توسعه‌ی سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی از جمله مسائل با اهمیت است (مهرآذین و همکاران، ۱۳۸۸).

به طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی، ۲۰۰۶) و (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹)، علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مکیان و رئیس، ۱۳۹۴).

ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، بر عهده‌ی مدیران است. مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی، طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی رد شود (بیدل و هیلاری، ۲۰۱۵). بطور مفهومی، کفایت سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). عدم کفایت سرمایه‌گذاری ریشه در نظریه‌ی نمایندگی و نظریه‌ی اقتصاد اطلاعات و مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. به عبارتی دیگر، در بازار سرمایه‌ی کامل، تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مستقل از

یکدیگر نیستند و کاستی‌های (نقایص) بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، عدم کفایت سرمایه‌گذاری فرآیند‌های سرمایه‌گذاری بیش (کم تر) از حد را به وجود می‌آورند (عربی و لطفی، ۱۳۹۸). با وجود این مسائل، همه‌ی طرح‌های با ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری کم تر از حد) و برخی از طرح‌ها با ارزش فعلی خالص منفی رد نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری بیش از حد).

به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی ایجاد می‌کند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش (کم تر) از حد می‌شود. فرآیند سرمایه‌گذاری بیش از حد ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران، رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های همسو نمودن منافع سهام‌داران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان‌های نقد آزاد استفاده نموده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد منتهی می‌شود (ثقفی و عرب‌مازار یزدی، ۱۳۸۹).

۲-۱- عدم اطمینان در سیاست‌های کلان اقتصادی

• سیاست پولی

سیاست پولی مجموعه تدابیری است که بانک مرکزی برای تغییر در حجم پول و نقدینگی در راستای تثبیت اوضاع اقتصادی اعمال می‌کند. مسئولیت اخذ تصمیمات سیاست پولی و اجرای آن‌ها بر عهده بانک مرکزی است. از سیاست‌های پولی (و همچنین از سیاست‌های مالی) عموماً به‌عنوان سیاست‌های مدیریت تقاضا یاد می‌شود. چراکه این سیاست‌ها، مدیریت و کنترل تقاضا را موردبررسی قرار می‌دهند. اجرای سیاست‌های پولی از نظر تاریخی ملازم و همزمان با شناخت نقش و اهمیت پول در اقتصاد بوده است. مادام که پول، عمدتاً در نقش وسیله مبادله ظاهر می‌شد و پول فلزی رایج، فلز گران‌قیمت (طلا و نقره) بود، سیاست‌گذاری پولی به حد و حصر قابل کنترل و برنامه‌ریزی استخراج این فلزات (و یا به‌دست آوردنشان از طریق جنگ، غارت و غیره) منحصر می‌شد؛ لیکن بعد از ظهور فنّ بانکداری و قدرت عظیمی که بانک‌ها در ایجاد پول تحریری از خود نشان دادند، لزوم برنامه‌ریزی پولی یا سیاست‌گذاری در زمینه پول، به‌طور روزافزونی احساس گردید. بنابراین لازم بود از یک سو تقاضای پول و از سوی دیگر عرضه آن، تحت ضابطه و کنترل درآید. همچنین، بانک‌های مرکزی و مقامات پولی با استفاده از ابزارهای پولی و برای دسترسی به اهداف اصلی اقتصادی، از دو گروه سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی استفاده می‌کنند. در

سیاست های انقباضی، مقامات پولی (بانک مرکزی) با کاهش حجم پول، از طریق محدود نمودن پایه پولی و یا کاهش ضریب فزاینده پولی، سعی در کاهش میزان تقاضای کل اقتصادی دارند و در سیاست های انبساطی، هدف بانک مرکزی، افزایش حجم پول و کاهش رشد نرخ بهره و در نهایت افزایش حجم تقاضای کل در اقتصاد است (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰).

• سیاست مالی:

در اقتصاد و علوم سیاسی؛ سیاست مالی از مجموعه درآمد دولت (مالیات) و هزینه برای تأثیر گذاری در اقتصاد استفاده می کند. دو ابزار اصلی سیاست مالی، مالیات و مخارج دولت است. تغییرات در سطح و ترکیب مالیات و مخارج دولت می تواند متغیرهای زیر را در اقتصاد تحت تأثیر قرار دهد:

✓ تقاضای کل و سطح فعالیت های اقتصادی

✓ الگوی تخصیص منابع

✓ توزیع درآمد

به بیان دیگر، سیاست مالی عبارت است از استفاده از مخارج و فعالیت های درآمدزای دولت برای رسیدن به اهداف خاص. مثلاً برای تحقق اهدافی همچون اشتغال کامل و تثبیت قیمت ها دولت می تواند تصمیم های مربوط میزان و منبع درآمد خود را تغییر دهد. هنگامی که دولت بیش از حجم مخارجش مالیات می گیرد، باعث تقلیل جریان درآمدی و در نتیجه باعث کاهش تقاضای کل می شود؛ و زمانی که بیش از درآمدهای مالیاتی خود خرج می کند در آمد ملی و در اثر آن تقاضای کل را ازدیاد می بخشد (ارمان و همکاران، ۲۰۰۸).

۲- پیشینه پژوهش

۲-۱- بررسی مطالعات داخلی

- مهرآرا و اسکویی (۱۳۹۷) با استفاده از روش محدودیت های بلندمدت بلانچارد و کاه ، اقدام به شناسایی تکانه های ساختاری برای کشورهای ایران، عربستان، کویت و اندونزی نمودند. برای این منظور، در این پژوهش، براساس آماری به صورت سری زمانی ۱۹۶۰-۲۰۰۳ توابع عکس العمل آنی و تجزیه واریانس محاسبه شده اند. نتایج بدست آمده از این پژوهش نشان داد که درجه برون زایی قیمت نفت در عربستان و کویت نسبت به ایران و اندونزی پایین تر است و تکانه های نفتی مهمترین عامل نوسانات تولید ناخالص داخلی در ایران و عربستان است. با وجودی که در دو کشور اندونزی و کویت، واردات، عامل اصلی نوسانات تولید است و آن را به ساز و کارهای صحیح اقتصادی

دو کشور کویت و اندونزی نسبت داده اند، اثر تکانه مثبت قیمت نفت بر روی واردات، تولید ناخالص داخلی و شاخص‌های قیمت‌ها در همه کشورها مثبت بوده و سبب افزایش آن‌ها شده است.

- سعیدی وامیری (۱۳۹۵) به بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی ایران با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۷ ساله و با استفاده از داده‌های فصلی پرداختند. نتایج بررسی حاکی از عدم رابطه معنادار بین شاخص مصرف کننده و نرخ ارز بازار آزاد با شاخص کل بورس بوده است ولی قیمت نفت خام با شاخص کل بورس رابطه معنادار ولی معکوس را نشان می‌دهد.

۲-۲- بررسی مطالعات خارجی

- گجر و سایتیم (۲۰۱۷)، ارتباط بین بازده سهام و متغیرهای اقتصاد کلان را با به کارگیری رویه خودرگرسیون برداری چند متغیره در طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۲۰۰۰ برای کشور نروژ مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که بازده سهام نسبت به تغییرات افزایشی نرخ بهره واکنش منفی نشان می‌دهد. همچنین وابستگی زیاد نروژ به نفت در بازار سهام نمایان است، به طوری که بازده سهام به طور منطقی و مثبت نسبت به تغییرات قیمت نفت واکنش نشان می‌دهد.

- چن، رول و راس (۲۰۱۵)، به بررسی ارتباط میان برخی متغیرهای اقتصادی و رفتار بازار سهام در بورس نیویورک در فاصله زمانی ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۶ پرداختند. در این مطالعه تاثیر ریسک سیستماتیک بر روی شاخص بازار سهام مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که مصرف سرانه واقعی و شاخص قیمت نفت دارای تاثیر معنی داری بر بازار سهام نبوده است. آنها نشان دادند که افزایش تورم در کوتاه مدت موجب کاهش قیمت سهام شده و در بلندمدت با قیمت سهام رابطه مثبت دارد.

۳. فرضیات تحقیق

مهمترین فرضیه‌های مورد بررسی در این مطالعه به شرح زیر می‌باشد:

۱. نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی موجب کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.
- ۱-۱ افزایش نرخ تورم موجب کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.
- ۱-۲ افزایش نرخ بیکاری موجب کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.
- ۱-۳ افزایش نرخ بهره موجب کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.
- ۱-۴ افزایش عرضه پول موجب کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.
- ۱-۵ اخبار منفی اقتصادی موجب کاهش کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.

۴. روش شناسی تحقیق

این تحقیق، از نوع تحقیقات شبه تجربی و پس رویدادی است و در حوزه ی تحقیقات اثباتی مالی و اقتصادی قرار دارد که با اطلاعات واقعی صورت گرفته است. اطلاعات واقعی از گزارش های مالی (صورت های مالی و یادداشت های پیوست و اطلاعات سایت بانک مرکزی ایران) استخراج شد. این تحقیق از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی است و از بعد روش شناخت از نوع تحقیقات توصیفی است که به شیوه همبستگی صورت گرفته است. در این پژوهش با توجه به نوع داده ها و روش های تجزیه و تحلیل موجود، از روش «داده های ترکیبی/تلفیقی» استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات نیز از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. همچنین در راستای تحلیل تکانه های سیاست های کلان اقتصادی از مدل تصحیح خطای برداری ساختاری استفاده شده است. داده های گردآوری شده با استفاده از نرم افزار Excel طبقه بندی شده و تمامی متغیرهای مورد نیاز برای تحلیل از همین نرم افزار محاسبه شد. سپس تجزیه تحلیل های آماری متغیرهای پژوهش به کمک نرم افزارهای Eviews و JMulTi انجام شده است. به منظور بررسی اثرات مابین متغیرها از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری SVAR استفاده شد. مدل و آزمون های آماری مرتبط با استفاده از نرم افزار EViews مورد تحلیل قرار گرفته است. اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق از طریق بانک اطلاعاتی شرکت های بورسی تهران در سایت کدال و داده های مرکز آمار ایران و روزنامه های کشور جمع آوری شده و پس از استخراج داده های تحقیق با استفاده از نرم افزار صفحه گسترده Excel به محاسبه متغیرها و پردازش آنها پرداخته و به منظور بررسی ویژگی های آماری متغیرهای تحقیق، آزمون ریشه واحد، آزمون هم انباشتگی و قابلیت پیش بینی وجود روند خطی یا غیرخطی در متغیرهای تحقیق از نرم افزار Eviews استفاده شده است. بمنظور توصیف داده ها از شاخص های آمار توصیفی مانند میانگین، انحراف معیار و ... استفاده شد. از آنجایی که نوع مطالعه حاضر از نوع توصیفی می باشد، هیچگونه مقایسه و تحلیل آماری در آن پیش بینی نمی شود.

۵. نتایج و تجزیه و تحلیل یافته ها

۵-۱- یافته های پژوهش

- اندازه گیری شاخص نااطمینانی سیاست های اقتصادی دولت:

قدم اول در تخمین مدل، برآورد شاخص نااطمینانی سیاست های اقتصادی دولت است. همان گونه که بحث شد، این شاخص از زیرشاخص های، تورم، نرخ سود، نرخ ارز، رشد اقتصادی، سیاست

پولی و مالی تشکیل شده است. پس از محاسبات مربوط به جداسازی روند از چرخه در هریک از متغیرهای که با روش هودریک پرسکات انجام گرفته است، باید وزن هریک از زیرشاخص‌ها را در شاخص ترکیبی نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی به دست آورد.

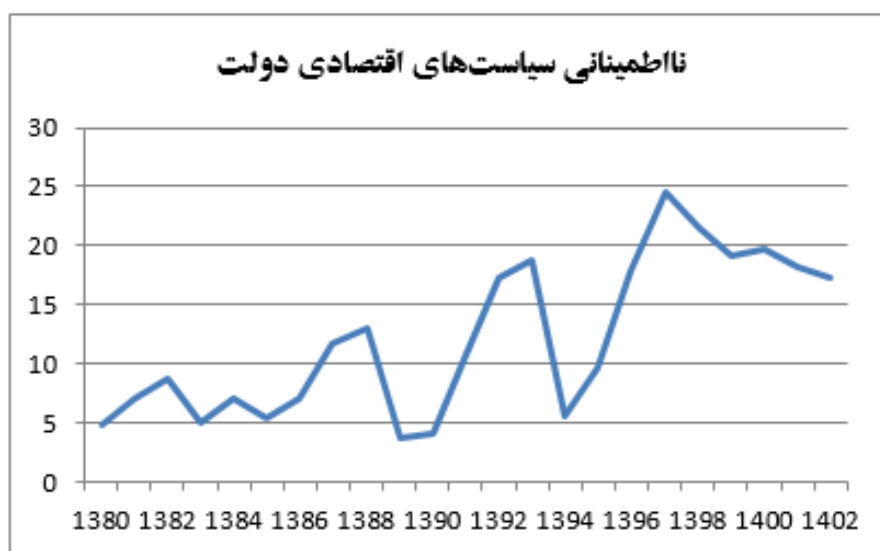
جدول (۱): اهمیت نسبی متغیرها در شاخص ترکیبی نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت

نام متغیر	اهمیت نسبی متغیرها	اهمیت نسبی بخش‌ها
رشد اقتصادی	۱۶	۴۹
نرخ ارز آزاد	۱۸	
تورم	۱۵	
نسبت تغییرات مانده‌ی بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها به تولید ناخالص ملی	۵	۳۳
نسبت سپرده کوتاه‌مدت به بلندمدت	۴	
نسبت مانده سپرده بانکی به تولید ناخالص ملی	۴	
نسبت مسکوک و اسکناس به حجم پول	۳	
نرخ سود تسهیلات واقعی	۸	
نسبت پول به نقدینگی	۹	
درآمد نفتی به تولید ناخالص ملی	۵/۵	۱۸
نسبت مخارج دولت به تولید ناخالص ملی	۷/۵	
نسبت درآمدهای مالیاتی به تولید ناخالص ملی	۵	
جمع کل	۱۰۰	۱۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۱) اهمیت نسبی اجزای شاخص کل را به تفکیک متغیرهای منتخب در روش رگرسیون عناصر دورانی نشان می‌دهد. بر اساس وزن‌های به‌دست‌آمده، بخش شاخص‌های کلان بیشترین تأثیر را در ایجاد نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت دارد. بعد از آن بخش پولی و مالی دولت بیشترین تأثیرات بعدی را دارند. در میان متغیرها؛ نرخ ارز آزاد و نرخ رشد اقتصادی

بیشتر تأثیر را بر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت دارد، بعد از آن تورم و نسبت پول به نقدینگی و نرخ سود تسهیلات واقعی بیشترین تأثیر را بر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت در اقتصاد ایران دارند. بر اساس نتایج حاصل از محاسبه شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت همان گونه که در نمودار (۱) مشاهده می‌شود، ظرفیت نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت بالا است. بر اساس نتایج بیشترین سطح عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت در اقتصاد ایران مربوط سال ۱۳۹۲ و ۱۳۹۷، ۱۳۹۳، ۱۳۹۸ است. همچنین کمترین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت مربوط به سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۳، ۱۳۸۵، ۱۳۸۹ است؛ بنابراین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت در دهه ۹۰ بالا بوده است و پایین‌ترین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت در دهه ۸۰ رخ داده است.



نمودار (۱): نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت ایران

منبع: یافته‌های تحقیق

– آزمون ریشه واحد:

مطابق آنچه در قسمت قبل بیان شد، عدم اطمینان متغیرهای تورم، نرخ سود تسهیلات، نرخ ارز، رشد اقتصادی، سیاست پولی و مالی با استفاده از فیلتر هودریک-پرسکات استخراج شد و سپس شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اصلی متغیرهای مذکور،

ایجاد گردید. به منظور پرهیز از رگرسیون کاذب در برآورد مدل‌های مورد مطالعه، لازم است ابتدا پایایی متغیرهای تحقیق بررسی گردد. چنانچه متغیرهای تحقیق پایا باشند، مشکل رگرسیون کاذب در برآورد وجود نخواهد داشت. برای بررسی پایایی متغیرهای مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه از آزمون‌های ایم، پسران و شین (IPS) و فیلپس-پرون-فیشتر (PPF) استفاده شد. از آن-جا که متغیرهای نااطمینانی برای تمام مقاطع (شرکت‌ها) یکسان هستند، حالتی شبیه به یک سری زمانی دارند؛ بنابراین از آزمون‌های پایایی ویژه متغیرهای سری زمانی نظیر دیکی-فولر تعمیم‌یافته (ADF) و فیلپس-پرون (PP) برای این متغیرها استفاده گردید. نتایج آزمون‌های پایایی در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲) : نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق

نام آزمون		نام متغیر
PPF	IPS	
۸۰/۲۱ (۰/۰۰)	-۲/۹۰ (۰/۰۰)	INV
۵۵/۶۱ (۰/۰۰)	-۱/۸۷ (۰/۰۴)	CF
۵۷/۲۲ (۰/۰۰)	-۱/۹۱ (۰/۰۴)	Q
۶۷/۵۲ (۰/۰۰)	-۳/۰۲ (۰/۰۰)	SIZE
۷۲/۵۵ (۰/۰۰)	-۲/۵۴ (۰/۰۰)	Lev
نام آزمون		نام متغیر
PP	IPS	
-۵/۱۱ (۰/۰۰)	-۶/۶۸ (۰/۰۰)	GDP
-۵/۱۳ (۰/۰۰)	-۶/۰۲ (۰/۰۰)	GROW
-۵/۷۳	-۵/۹۹	VOL

(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	
-۴/۹۳	-۴/۸۰	OPU
(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	
-۶/۱۱	-۵/۰۵	EPU
(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	

منبع: یافته ای پژوهش

* اعداد نشان دهنده آماره آزمون و اعداد داخل پرانتز بیانگر مقدار احتمال است.

با توجه به نتایج جدول (۲) ملاحظه می شود تمام متغیرها در سطح پایا هستند؛ یعنی فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده است.

۲-۵- نتایج برآورد مدل:

نتایج برآورد مدل های تحقیق با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) در جدول (۳) تا جدول (۶) ارائه شده است.

$INV_{it} = \alpha_i + \theta_1 INV_{it-1} + \beta_1 OPU_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 Q_{it} + \beta_6 CF_{it} + \beta_7 GDP_{it} + u_{it}$	(۱)
--	-----

جدول (۳): نتایج تخمین مدل ۱ به روش گشتاور تعمیم یافته

ارزش احتمال	مقدار آماره t	خطای استاندارد	ضرایب تخمینی	متغیرهای مستقل
۰,۰۰۵۵	۲,۷۸۶۷۷۵	۰,۰۱۰۴۸۲	۰,۰۲۹۲۱۲	t-1INV
۰,۰۵۲۲	-۱,۹۴۵۲۸۱	۰,۰۰۶۱۶۲	-۰,۰۱۱۹۸۶	OPU
۰,۰۰۰۰	۵,۴۹۵۹۷۵	۰,۰۱۳۴۸۸	۰,۰۷۴۱۲۹	CF
۰,۰۰۰۰	۵,۷۶۹۰۳۵	۰,۰۱۳۴۲۱	۰,۰۷۷۴۲۴	SIZE
۰,۰۰۶۲	۲,۷۴۶۷۶۰	۰,۰۱۰۴۱۴	۰,۰۲۸۶۰۴	Q
۰,۰۰۵۲	-۲,۸۰۷۷۱۸	۰,۰۰۷۸۹۳	-۰,۰۲۲۱۶۲	LEV

GROW	۰,۲۱۸۹۸۶	۰,۰۸۹۱۹۴	۲,۴۵۵۱۷۶	۰,۰۱۵۹
GDP	۰,۱۴۴۸۸۶	۰,۰۲۱۵۷۴	۶,۷۱۵۸۲۸	۰,۰۰۰۰
R ²	۰,۹۰۸۵۳۳	$\bar{R}^2$	۰,۸۲۸۵۰۰	

منبع: یافته‌های تحقیق

$INV_{it} = \alpha_i + \theta_1 INV_{it-1} + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 Q_{it} + \beta_6 CF_{it} + \beta_7 GDP_{it} + u_{it}$	(۲)
--	-----

جدول (۴): نتایج تخمین مدل ۲ به روش گشتاور تعمیم یافته

ارزش احتمال	مقدار آماره t	خطای استاندارد	ضرایب تخمینی	متغیرهای مستقل
۰,۰۲۷۴	۲,۲۱۲۲۸۷	۰,۰۹۵۱۱۳	۰,۲۱۰۴۱۸	INVt-1
۰,۰۰۰۰	-۴,۸۹۹۴۵۶	۰,۰۱۲۱۳۶	-۰,۰۵۹۴۵۸	EPU
۰,۰۵۲۲	۱,۹۴۵۲۸۱	۰,۰۰۶۱۶۲	۰,۰۱۱۹۸۶	CF
۰,۰۳۰۶	۲,۱۶۷۹۳۸	۰,۰۱۲۳۲۱	۰,۰۲۶۷۱۱	SIZE
۰,۰۱۶۴	۲,۴۰۶۶۲۲	۰,۰۳۰۱۵۸	۰,۰۷۲۵۷۸	Q
۰,۰۵۳۴	-۱,۹۳۵۴۷۱	۰,۰۰۶۱۸۵	-۰,۰۱۱۹۷۰	LEV
۰,۰۰۰۰	۷,۲۱۱۱۰۳	۰,۰۰۴۱۰۶	۰,۰۲۹۶۱۱	GROW
۰,۰۰۰۰	۷,۲۱۱۱۰۳	۰,۰۰۴۸۰۴	۰,۰۳۴۶۴۵	GDP
۰,۸۵۶۵		$\bar{R}^2$	۰,۹۲۳۶	R ²

منبع: یافته‌های تحقیق

$INV_{it} = \alpha_i + \theta_1 INV_{it-1} + \beta_1 OPU_{it} + \beta_2 OPU * VOL_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 GDP_{it} + u_{it}$	(۳)
---	-----

جدول (۵): نتایج تخمین مدل ۳ به روش گشتاور تعمیم یافته

ارزش احتمال	مقدار آماره t	خطای استاندارد	ضرایب تخمینی	متغیرهای مستقل
۰,۰۱۷۴	۲,۳۸۵۲۷۵	۰,۰۷۲۵۳۶	۰,۱۷۳۰۱۹	INV _{t-1}
۰,۰۰۲۸	-۳,۰۰۷۷۶۲	۰,۰۳۱۰۹۸	-۰,۰۹۳۵۳۷	OPU
۰,۰۰۰۰	-۵,۵۹۴۰۳۱	۰,۰۱۹۷۰۲	-۰,۱۱۰۲۱۴	OPU*VOL
۰,۰۰۰۹	۳,۳۳۶۸۷۸	۰,۰۰۵۱۶۵	۰,۰۱۷۲۳۵	CF
۰,۰۷۶۹	۱,۷۷۲۳۶۲	۰,۰۰۵۰۰۲	۰,۰۰۸۸۶۵	SIZE
۰,۰۱۶۵	۲,۳۹۶۹۳۴	۰,۰۲۲۴۲۵	۰,۰۵۳۷۵۲	Q
۰,۰۰۷۷	-۲,۶۷۵۵۰۲	۰,۰۰۴۸۲۲	-۰,۰۱۲۹۰۱	LEV
۰,۰۰۰۱	۴,۰۲۵۸۳	۰,۰۲۱۹۸۳	۰,۰۸۸۴۲۷	GROW
۰,۰۰۰۰	۴,۲۵۰۰۰۱	۰,۰۰۶۴۰۸	۰,۰۲۷۲۳۵	GDP
۰,۸۱۲۵		$\bar{R}^2$	۰,۸۵۶۹	R^2

منبع: یافته های تحقیق

$INV_{it} = \alpha_i + \theta_1 INV_{it-1} + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 EPU * VOL_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 GDP_{it} + u_{it}$	(۴)
---	-----

جدول (۶): نتایج تخمین مدل ۴ به روش گشتاور تعمیم یافته

ارزش احتمال	مقدار آماره t	خطای استاندارد	ضرایب تخمینی	متغیرهای مستقل
۰,۰۲۰۱	۲,۳۲۴۰۵۸	۰,۰۸۵۱۴۶	۰,۱۹۷۸۸۵	INV _{t-1}
۰,۰۰۰۰	-۷,۶۱۵۷۷۳	۰,۰۱۰۱۶۱	-۰,۰۷۷۳۸۴	EPU
۰,۰۰۰۰	-۶,۷۱۵۸۲۸	۰,۰۲۱۵۷۴	-۰,۱۴۴۸۸۶	EPU*VOL
۰,۰۲۷۴	۲,۲۰۵۹۶۸	۰,۰۱۰۲۹۸	۰,۰۲۲۷۱۷	CF
۰,۰۰۳۹	۲,۹۰۱۵۲۱	۰,۰۰۹۶۴۱	۰,۰۲۷۹۷۳	SIZE
۰,۰۰۰۲	۳,۶۶۳۲۲۲	۰,۰۰۰۳۱۷	۰,۰۰۱۱۶۱	Q
۰,۰۰۰۰	-۴,۲۵۰۰۰۱	۰,۰۰۶۴۰۸	-۰,۰۲۷۲۳۵	LEV
۰,۰۰۰۰	۵,۳۱۷۷۹۱	۰,۰۲۰۲۷۱	۰,۱۰۷۷۹۹	GROW
۰,۰۰۱۵	۳,۱۹۵۶۴۲	۰,۰۲۷۹۳۷	۰,۰۸۹۲۷۸	GDP
۰,۸۴۲۵		$\bar{R}^2$	۰,۸۷۵۴	R^2

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج برآورد مدل‌های مورد مطالعه، وقفه اول متغیر سرمایه‌گذاری شرکتی (در هر چهار مدل) تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد؛ بدین معنی که با ثبات سایر عوامل، هرچقدر سرمایه‌گذاری شرکت در سال قبل بالاتر باشد، این متغیر در سال جاری نیز بالا خواهد بود. به عبارت دیگر، در بررسی رفتار سیکلی و وقفه‌ای متغیر وابسته، وقفه اول آن تأثیرگذار است.

به طور کلی عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، ریسک پروژه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شرکتی می‌گردد؛ به‌ویژه آن که در وضعیت تورمی که ارزش پول کاهش می‌یابد، نرخ‌های بهره اسمی برای پس‌انداز و ذخایر پایین است. در این حالت، سرمایه‌گذاری برای ارز، املاک، طلا و غیره، نرخ سود تسهیلات بیشتری را در مقایسه با حفظ ذخایر در سیستم بانکی فراهم می‌کند. این امر منجر به کاهش تمایل به پس‌انداز شده و وجوه در دسترس برای سرمایه‌گذاری در سیستم بانکی را کاهش می‌دهد و در نتیجه سرمایه‌گذاری شرکتی کاهش می‌یابد. مطابق نتایج مطالعه، عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی می‌تواند سطح فعالیت‌های اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد و از این طریق سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تغییر دهد. عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، می‌تواند تقاضای کل را به صورت مستقیم و غیرمستقیم تحریک

نماید و این به نوبه خود ممکن است موجب تغییر درآمد قابل تصرف، توزیع درآمد و سطح قیمت‌ها گردد. با توجه به ساختار اقتصاد ایران، افزایش سطح قیمت‌ها، به جای آن که تولید ناخالص داخلی را افزایش دهد، موجب رکود بیشتر و بالارفتن دوباره قیمت و در نتیجه پایین آمدن سطح سرمایه‌گذاری می‌شود؛ اما از آن‌جا که عمده بنگاه‌ها برای تأمین مالی به منابع بانکی وابسته هستند، عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی موجب محدود شدن عرضه اعتبارات بانکی و در نتیجه کاهش بیشتر در سرمایه‌گذاری شرکتی می‌گردد.

همچنین نتایج حاکی از اثر مثبت Q توبین بر سرمایه‌گذاری شرکتی است که با افزایش ارزش Q ، جایگزینی سرمایه به طور نسبی ارزان‌تر شده و منجر به افزایش سرمایه‌گذاری شرکتی می‌گردد. ضریب مثبت و معنادار اندازه شرکت نیز نشان دهنده این موضوع است که شرکت‌های بزرگتر، می‌توانند عکس‌العمل‌های مناسب‌تری نسبت به شرکت‌های کوچکتر در مواجهه با عدم اطمینان بروز دهند. در نهایت، اثر مثبت جریان نقدی و اثر منفی اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری شرکتی بیانگر این است که محدودیت‌های تأمین مالی می‌تواند فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش دهد؛ بدین روی، شرکت‌هایی که جریان نقدی بیشتر و اهرم مالی کمتری دارند، می‌توانند بر محدودیت‌های تأمین مالی غلبه کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتری نمایند.

۵-۳- نتایج آزمون آرلانو و باند

صحت اعتبار نتایج الگوهای برآورد شده مطابق نتایج آزمون آرلانو و باند (۱۹۹۱) در جدول (۷) تأیید می‌گردد. فرض صفر در آزمون همبستگی پسماندها، عدم همبستگی اجزاء اخلاص است؛ بر این اساس، اجزاء اخلاص باید دارای همبستگی سریالی مرتبه اول بوده اما دارای همبستگی سریالی مرتبه دوم نباشند. همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌گردد، در تمامی مدل‌ها، فرض صفر در $AR(1)$ رد می‌شود؛ به عبارت دیگر، وجود همبستگی سریالی مرتبه اول تأیید می‌گردد و فرض صفر در $AR(2)$ مبنی بر عدم همبستگی سریالی مرتبه دوم، رد نمی‌شود. بنابراین، عدم همبستگی سریالی مرتبه دوم تأیید می‌شود.

جدول (۷): آزمون همبستگی سریالی پسماندهای مدل

نوع آزمون	مدل (۱) با متغیر توضیحی OPU	مدل (۲) با متغیر توضیحی EPU	مدل (۳) با متغیر توضیحی OPU*VOL	مدل (۴) با متغیر توضیحی EPU*VOL
-----------	-----------------------------------	-----------------------------------	---------------------------------------	---------------------------------------

AR(1)	-۲/۰۰ (۰/۰۴)	-۲/۱۳ (۰/۰۳)	-۲/۲۰ (۰/۰۲)	-۲/۲۶ (۰/۰۲)
AR(2)	-۱/۴۴ (۰/۱۴)	-۱/۴۶ (۰/۱۴)	-۱/۴۸ (۰/۱۳)	-۱/۳۸ (۰/۱۵)

* اعداد نشان‌دهنده آماره آزمون و اعداد داخل پرانتز بیانگر مقدار احتمال است.

۶. جمع بندی و نتیجه گیری

۶-۱- خلاصه نتایج

وجود اطمینان در محیط اقتصادی کشورهای در حال توسعه نظیر ایران از اهمیت زیادی برخوردار است. کشور ایران طی سال‌های اخیر همواره با کسری بودجه دولت مواجه بوده و در این راستا جهت حل این مشکل، سیاست‌های شتاب زده فراوانی در حوزه پولی و مالی توسط دولت و مقامات پولی کشور اتخاذ شده است. هرچند که سیاست‌های پولی و مالی مناسب و با برنامه ریزی و قابل پیش بینی، می‌تواند اثر مثبتی بر فعالیت‌های اقتصادی داشته باشد؛ اما سیاست‌های اقتصادی غیرقابل پیش بینی موجب سردرگمی فعالان اقتصادی شده و اثر روانی منفی بر شکل‌گیری انتظارات و میل به سرمایه‌گذاری ایجاد می‌نماید.

در این تحقیق تأثیر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۲ بررسی گردید. فرضیه‌های تحقیق که محقق به دنبال بررسی آن‌ها در این تحقیق بود، به صورت ذیل بود:

فرضیه اصلی:

- ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی موجب کاهش میزان سرمایه‌گذاری در بورس تهران می‌گردد.
- تلاطم بازار موجب افزایش تأثیر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر میزان سرمایه‌گذاری در بورس تهران می‌گردد.

به منظور بررسی فرضیه‌های تحقیق، ابتدا با استفاده از فیلتر هودریک-پرسکات، عدم اطمینان هریک از متغیرهای مطالعه محاسبه شد و الگوی مورد مطالعه یک بار با ورود هریک از متغیرهای عدم اطمینان حاصل از تورم، نرخ سود تسهیلات، نرخ ارز، رشد اقتصادی، سیاست پولی و مالی برآورد گردید. در ادامه، با رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی متغیرهای مذکور و ایجاد شاخص ترکیبی

عدم اطمینان سیاست های اقتصادی، اثر عدم اطمینان شاخص سیاست های اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکتی با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته بررسی گردید.

نتایج حاصل از برآورد مدل های مورد مطالعه نشان داد اثر شاخص ترکیبی ناطمینانی سیاست های اقتصادی و همچنین اثر تمامی متغیرهای عدم اطمینان بر سرمایه گذاری شرکتی منفی و معنادار است؛ به بیان دیگر افزایش عدم اطمینان ناشی از سیاست های اقتصادی و متغیرهای اقتصاد کلان، سرمایه گذاری شرکت ها را کاهش می دهد. این نتیجه مطابق با یافته های آتلا، آرنزی و بلویسی (۲۰۰۳)، وانگ، چن و هوآنگ (۲۰۱۴) و هم چنین صفدری و پورشهایی (۱۳۸۸) و رحیمی و حری (۱۳۹۴) است. عدم اطمینان اقتصادی، نقدینگی را به سمت دارایی های مالی هدایت می کند و با کاهش نقدینگی از بخش تولید، سرمایه گذاری شرکتی را کاهش می دهد؛ به علاوه از آن جا که عدم اطمینان اقتصادی، پیش بینی سودآوری را در محیط های تجاری و غیرتجاری مشکل می کند، سبب اختلال در سیستم قیمت ها، تصمیم گیری در زمینه تولید و سرمایه گذاری می گردد.

بنابراین فرضیه اصلی تحقیق مطابق با نتایج تحقیق تأیید می گردد.

همچنین با توجه به تأثیر مثبت وقفه اول متغیر وابسته بر سرمایه گذاری شرکتی، این نتیجه حاصل می شود که بهبود وضعیت سرمایه گذاری شرکتی امری زمانبر است؛ از این رو، در برنامه ریزی برای اخذ نتایج مناسب، حداقل بیش از یک سال نیاز به زمان است. از سوی دیگر، نتایج مطالعه حاکی از اثر مثبت و معنادار جریان نقدی، Q توبین و اندازه شرکت و اثر منفی و معنادار نسبت بدهی بر سرمایه گذاری شرکتی است که این نتایج مطابق با یافته های کلاری، پاول و ریث (۲۰۰۷) و وانگ، چن و هوآنگ (۲۰۱۴) می باشد.

این نتایج نشان می دهد که با افزایش ارزش Q ، جایگزینی سرمایه به طور نسبی ارزان تر شده و منجر به افزایش سرمایه گذاری شرکتی می گردد. هم چنین شرکت های بزرگتر، می توانند عکس العمل های مناسب تری نسبت به شرکت های کوچکتر در مواجهه با عدم اطمینان بروز دهند و محدودیت های تأمین مالی می تواند فرصت های سرمایه گذاری شرکت را کاهش دهد؛ بدین روی، شرکت هایی که جریان نقدی بیشتر و اهرم مالی کمتری دارند، می توانند بر محدودیت های تأمین مالی غلبه کرده و اقدام به سرمایه گذاری بیشتری نمایند.

همان طور که اشاره شد اهرم مالی و جریان های نقدی از عواملی هستند که می تواند توان مدیران را در تخصیص منابع، تحت تأثیر قرار داده و در واکنش مدیران نسبت به اطلاعات جدید، تفاوت ایجاد نماید؛ به گونه ای که ارزش انتظار برای بنگاه های با محدودیت مالی بیشتر، کاهش یافته و تمایل این گونه شرکت ها به سرمایه گذاری افزایش می یابد. به عبارت دیگر، شرکت های با

محدودیت مالی کمتر، آرامش مالی بیشتری دارند و با در اختیار داشتن سرمایه کافی، ریسک کمتری را متحمل می‌شوند.

۶-۲- پیشنهادها

- با توجه اهمیت نقدینگی و نرخ بهره در تاثیرگذاری بر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت ایران باید توجه داشت که مسیر نوسانات در این سه متغیر به کاهش درآمدهای ارزی دولت ناشی از تحریم‌ها مربوط می‌شود، لذا لازم است دولت با صرفه جویی‌ها اقتصادی در زمان تحریم‌ها تا جای ممکن از پولی کردن کسری بودجه جلوگیری به عمل آورد و مسیرهای جایگزین یعنی چاپ اوراق قرضه را به عنوان مسیری جبران کسری انتخاب کند و در صورتی که به اجبار، مسیر پولی کردن تورم انتخاب شد، لازم است ضریب فزاینده پولی با کاهش قدرت وادام دهی بانک‌ها کنترل شود تا اثرات تورمی آن کمتر باشد و بدین صورت عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت در بخش پولی و تورم کمتر افزایش یابد. همچنین باید توجه داشت که قسمت زیادی از افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت در اقتصاد ایران (از مسیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت در بخش مالی، ارزی و پولی دولت) به عدم موفقیت جامعه ایرانی در درونزا کردن اقتصاد و پایداری آن برمی‌گردد.

- کشور ایران دارای درجه بالای ناطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی هست. مخارج مصرفی بالا، نقدینگی و سایر متغیرهای کلان اقتصادی نسبت به اقتصاد کشورهای صنعتی بیشتر در معرض تکانه‌ها و ناطمینانی بوده و اثرات این ناطمینانی و تداوم آنها می‌تواند در بخش‌های متفاوت اقتصادی منجر به شکل‌گیری مشکلات ساختاری بیشتری در کشور گردد. ناطمینانی در این شاخص‌ها از طریق ایجاد ریسک و ناطمینانی، با تأثیر بر سرمایه‌گذاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران، بر بازار سهام اثر می‌گذارد. ناطمینانی در این شاخص‌ها تأثیر مهمی در سرمایه‌گذاری و تولید در کشور خواهد داشت و بنابراین دارای اهمیت بسیار بالایی برای مسئولین اقتصادی کشور است. با توجه به متفاوت بودن زیر ساخت‌ها، الگوها و شرایط اقتصادی کشور ایران، مطالعه مجزای نحوه تأثیرپذیری بازار ایران از ناطمینانی سیاست‌های پولی دولت، سیاست‌های مالی دولت، سیاست‌های ارزی دولت و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های کلان کشور، دید درستی از چگونگی تغییرات در بازار سهام ایران در اثر این نوسانات ارائه دهد.

- از عواملی که در اثرگذاری عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی مهم شمرده می‌شوند، ماهیت شوک‌های وارده بر اقتصاد است. کشورهایی که تحت شوک‌های پولی داخلی (کشورهای در حال توسعه) هستند، بهتر است از نظام نرخ ارز ثابت منفعت برند. در این

کشورها عرضه‌ی پول به طور خودکار با تغییر در تقاضای پولی وفق می‌یابد، بدون اینکه بر بخش حقیقی اقتصاد اثر بگذارد. یکی دیگر از عواملی که در مورد عملکرد نوسانات نرخ ارز و نظام ارزی مورد توجه قرار می‌گیرد، میزان ارتباط کشورها با بازار سرمایه جهانی و درجه‌ی باز بودن اقتصاد است.

- با توجه به تأثیر منفی عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی، لازم است دولت و بانک مرکزی با اتخاذ سیاست‌های مناسب ضمن کاهش نوسانات، نسبت به ایجاد نهادها و ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش آشفتگی‌های اقتصاد کلان و اعمال مدیریت ریسک در این رابطه اقدام نمایند.

منابع

۱. آقای، م. احمدیان؛ و.؛ (۱۳۹۶). تأثیر پیچیدگی و پویایی محیطی بر رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی. مجله علمی- پژوهشی دانش حسابداری مالی. دوره ۴. ش ۴. پیاپی ۱۵. صفحه ۱ تا ۲۲.
۲. اقبالی، ع. حلافی، ح. گسگری، ر.؛ (۱۳۹۳). بررسی رابطه میان مخارج دولتی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (مطالعه موردی ایران)، پژوهشنامه‌ی اقتصادی، پژوهشکده امور اقتصادی، شماره ۱۲.
۳. الهائی، س. اسکندر، ه.؛ (۱۳۹۶). اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۹ (۵۹): ۵۹ تا ۶۲.
۴. بادآور نهندي، ی. تقی زاده خانقاه، و.؛ (۱۳۹۴). ارتباط بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر. مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۸، پاییز ۹۳، صفحه ۱۱۳ تا ۱۴۰.
۵. بادآور نهندي، ی. قادری، ص. بهشتی نهندي، ر.؛ (۱۳۹۲). تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی - سال بیست و یکم، شماره ۶۸، زمستان، صفحات ۶۵.
۶. ثقفی، ع. عرب مازار یزدی، م. (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۶)، زمستان ۸۹.
۷. جبارزاده کنگرلویی، س. عسگری، م.؛ (۱۳۸۹)، شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۵.
۸. حسن تاش، س.؛ (۱۳۹۷)، مسائل سیاسی و اقتصادی انرژی، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی.
۹. حلافی، حمیدرضا، اقبالی، علیرضا و گسگری، ریحانه؛ (۱۳۹۷)، بررسی انحراف نرخ ارز از مسیر تعادلی خود، پژوهشنامه‌ی اقتصادی، پژوهشکده امور اقتصادی، شماره ۱۴.
۱۰. شریفی زمانی، ح. غلامرضایی، م. زارعی، ا.؛ (۱۳۹۲)، تحلیل تصحیح خطای برداری ساختاری (SVEC) از تأثیرات شوکهای نفتی بر شاخص‌های کلان اقتصادی در ایران، فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، شماره ۱۶.
۱۱. شهبازی، ک. حسینی، ا. محمدزاده، ن.؛ (۱۳۹۲)، تأثیر شوکهای قیمت نفت بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران: رهیافت (SVAR)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۸.

۱۲. قنواتی، م. (۱۳۹۱)، تأثیر تکانه های نفتی بر متغیرهای کلان اقتصادی در ایران، دانشگاه ارومیه، پایان نامه کارشناسی ارشد علوم اقتصادی.
۱۳. محمودآبادی، ح. رجایی، س.؛ (۱۳۹۴). ارزیابی رابطه های بین هزینه های نمایندگی و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری. شماره ۱۵.
۱۴. محمودی، س.؛ (۱۳۹۸)، بررسی اثرات کوتاه مدت و بلند مدت شوک های قیمتی نفت بر تراز تجاری ایران، دانشگاه فردوسی مشهد، پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد.
۱۵. مدرس، ا. حصارزاده، ر. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار. سال اول. شماره دو. ص ۸۵-۱۱۶.
۱۶. مرادزاده فر، م. فرج زاده، م. کرمی، ش. عدل زاده، م. (۱۳۹۴). بررسی رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، صص. ۹۷ تا ۱۱۶.
۱۷. مهرآذین، ع. زنده دل، ا. دامن افشار، ن.؛ (۱۳۸۸). ارتباط عدم تقارن اطلاعاتی با کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. دانشجوی کارشناس ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.
۱۸. مهرآرا، م. مکی نیری، م. (۱۳۸۸)، بررسی روابط غیرخطی میان درآمدهای نفتی و رشد اقتصادی با استفاده از روش حد آستانه ای (مورد ایران)، مجله مطالعات اقتصاد انرژی، شماره ۲۲.
۱۹. مهرگان، ن. سلیمانی، ی.؛ (۱۳۹۸)، نوسانات قیمت نفت و رشد پایدار اقتصادی: مطالعه موردی ایران و ژاپن، فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۱۲۵-۱۰۷.
۲۰. واعظ، س. رشیدی باغی، م.؛ (۱۳۹۴). تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری. مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز ۱۹۵-۱۶۷، صفحه های ۳/۶۷، پیاپی ۱۳۹۴ دوره ی ششم، شماره ی دوم، پاییز و زمستان.
21. Abhyankar, A., Xu, B., Wang, J. (2021), Oil price shocks and the stock market: Evidence from Japan. *Energy Journal* 34.
22. Aliyu, s. (2019), impact of oil price shock and exchange rate volatility on economic growth in nigeria: an empirical investigation, *research journal of international studies*, vol. 11, pp.4-15.
23. Broadstock, d, and filis, g.(2014), oil price shocks and stock market returns: new evidence from the united states and china.

24. Broadstock, D.C., Cao, H., Zhang, D. (2018), Oil shocks and their impact on energy related stocks in China. *Energy Economics* 34, 1888-1895
25. Elyasiani, E., Mansur, I., Odusami, B. (2015), Oil price shocks and industry stock returns. *Energy Economics* 33.
26. Healy, P.M. & Wahlen, A. (2017), " Investment efficiency and future stock returns: Test of naïve investor Hypothesis", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 15, No. 2.
27. Huang, r.d., masulis, r.w. And h.r. Stoll, (2022), energy shocks and financial markets, *journal of futures markets*, vol. 16, no. 1, pp. 1-27.
28. Jones, c. M., kaul, g., (1996), oil and the stock market, *journal of finance* 51, pp. 463-491.
29. Kang, W., Ratti, R. A. (2013), Oil shocks, policy uncertainty and stock market return. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 26.
30. Mei, Cheng & Dan Dhaaliwal (2020), "Does Investment Efficiency Improve After the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting", *ournal of Accounting and Economics*, Vol. 56, PP.1-18.
31. Meilani Purwanti, Aceng Kurniawan, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn>.
32. Mork, K.A., Olsen, O., Mysen, H.T. (2021), Macroeconomic responses to oil price increases and decreases in seven OECD countries. *Energy Journal* 15.
33. O' neil, t. J., j. Penm, and r. D. Terrell (2018), the role higher oil prices: a case of major developed countries, *research in finance* 24, pp. 287-299.
34. Park, j. And r. A. Ratti, (2015), oil price shock markets in the u.s. And 13 european countries, *energy economics* 30.
35. Sadorsky, p., (2019), oil price shocks and stock market activity. *Energy economics* 21, pp.449-469.
36. Sadorsky, p., (2017), the macroeconomic determinants of technology stock price volatility; *review of financial economics*, vol. 12, issue 2, pp. 191-205.
37. Tatevik Z, David L, and Ximing W, (2022), Interdependence of oil prices and stock market indices: A copula approach, *Energy Economics*.

38. Verdi, Rodrigo.s,(2019), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", Working Paper, Sloan School of Management, MIT.
39. Xu, Xiaodong and Zhang, Tianxi (2016). Corporate governance, free cash flow and ineffective investment in China. *Journal of Finance and Economics*, 35 (10): 47-58.
40. Yue Liu, L.E., Luo, (2020), "Institutional Ownership Composition and Investment efficiency", pp. 1-39.

