



Uncertainty in Economic Policy and Corporate Risk-taking: Product Market Competition, Financial Friction, and Financialization

Mohammad Omid Akhgar* 

*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran. E-mail: m.o.akhgar@gmail.com

Zanyar Sajjadi 

Assistant Prof., Department of Accounting., Faculty of Humanities and Social Sciences, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran. E-mail: zanyar.sajjadi@uok.ac.ir

Nader Rasoli Kordestani 

M.A., Department of Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran. E-mail: kurdetani2148@gmail.com

Abstract

Objective

In recent years, the volatility of macroeconomic variables and the opacity surrounding the general direction of government economic policies have fostered an environment of uncertainty for the country's economic activities. The occurrence of economic policy uncertainty makes it more difficult for companies to secure financial resources, and they may not be able to support high-risk and high-yield investment projects due to a lack of funds. Companies become more risk-averse due to the shock of economic policy uncertainty. This relationship is valid under the criteria of unstable risk and profit volatility, regardless of whether the macroeconomic conditions are favorable or not. The effect of economic policy uncertainty on corporate risk-taking is also affected by product market competition and financial friction. Accordingly, the main purpose of this study is to identify the relationship between economic policy uncertainty and corporate risk-taking with the moderating role of product market competition and financial friction and the mediating role of financialization among the listed companies at the Tehran Stock Exchange.

Methods

This research is practical in terms of its objective. It employs descriptive-correlational research methodology, utilizing regression and correlation techniques to explore the relationship between variables. Thus, in terms of reasoning, it falls within the realm of inductive research. In this way, in terms of reasoning, it is placed in the group of inductive research. Additionally, this study embodies a positive theory, as conclusions are drawn based on the examination and testing of existing data. To achieve the goal of the research, 142 companies were selected as available samples from 2010 to 2019, and a

total of 1,420 companies were examined for analysis. The uncertainty of economic policy was calculated using the seasonal economic indicators available on the Central Bank of Iran website for the Iranian years 1378 to 1399 (1999 to 2020). Ordinary least squares regression, Sobel test, and Panel data were used to test the research hypotheses.

Results

According to the achieved results, there is a positive and significant relationship between economic policy uncertainty and corporate risk-taking. However, no evidence was found to indicate the moderating role of product market competition and financial friction on the relationship between economic policy uncertainty and corporate risk-taking. There is a negative and significant relationship between the uncertainty of economic policy and financialization, and as the uncertainty of economic policy increases, the level of financial assets in companies decreases. By entering financialization as a mediating variable in the main model, the mediating role is not confirmed.

Conclusion

As the findings showed, economic policy uncertainty leads to stronger risk-taking motivations i.e. when economic policy uncertainty is high, the motivation of the firm to invest is mainly opportunity expectations rather than risk aversion. The greater the uncertainty of economic policy, the more companies tend to accept risk to adapt to the market, achieve optimal performance, and use profitable opportunities. As economic policy uncertainty increases, the level of financial assets in companies decreases. In other words, companies are not separated from their main activities and are focused on investing and creating profitability in their main activities.

Keywords: Financial friction, Product market competition, Corporate risk-taking, Economic policy uncertainty, Financialization.

Citation: Mohammad Omid, Akhgar; Sajjadi, Zanyar & Rasoli Kordestani, Nader (2023). Uncertainty in Economic Policy and Corporate Risk-taking: Product Market Competition, Financial Friction, and Financialization. *Accounting and Auditing Review*, 30(4), 614- 658. (in Persian)

Accounting and Auditing Review, 2023, Vol. 30, No.4, pp. 614- 658
Published by University of Tehran, Faculty of Management
<https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2023.363421.1008845>
Article Type: Research Paper
© Authors

Received: August 09, 2023
Received in revised form: October 12, 2023
Accepted: November 13, 2023
Published online: January 20, 2024





عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت: نقش رقابت بازار محصول،

اصطکاک مالی و مالی شدن

محمدامید اخگر*

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران. رایانامه: m.o.akhgar@gmail.com

زانبار سجادی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران. رایانامه: zanyar.sajjadi@uok.ac.ir

نادر رسولی کردستانی

کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران. رایانامه: kurdetani2148@gmail.com

چکیده

هدف: وجود نوسان متغیرهای کلان اقتصادی و شفاف نبودن مسیر کلی سیاست‌های اقتصادی دولت، در سال‌های اخیر، محیط نامانی را برای فعالیت‌های اقتصادی کشور ایجاد کرده است. بروز عدم قطعیت سیاست اقتصادی، تأمین منابع مالی را برای شرکت‌ها دشوارتر می‌کند و ممکن است به دلیل کمبود بودجه، نتوانند از پروژه‌های سرمایه‌گذاری پُریسک و پُربازده حمایت کنند. شرکت‌ها با شوک عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، ریسک‌گریزتر می‌شوند. این رابطه تحت معیارهای ریسک ناپایدار و نوسان سود، صرف‌نظر از مساعد بودن یا نبودن شرایط کلان اقتصادی معتبر است. تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت نیز تحت تأثیر رقابت بازار محصول و اصطکاک مالی است. بر این اساس هدف اصلی پژوهش حاضر، شناسایی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگری رقابت بازار محصول و اصطکاک مالی و نقش میانجیگری مالی شدن در شرکت‌هایی پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: این پژوهش از جنبه هدف کاربردی است و از نظر نحوه استنباط فرضیه‌های پژوهش، در زمره پژوهش‌های توصیفی - هم‌بستگی قرار دارد؛ زیرا برای تعیین ارتباط بین متغیرها، از تکنیک‌های رگرسیون و هم‌بستگی استفاده می‌شود. بدین ترتیب از حیث استدلال در گروه پژوهش‌های استقرایی قرار می‌گیرد. همچنین، این پژوهش از نوع تئوری اثباتی است؛ زیرا نتیجه‌گیری از طریق آزمایش داده‌های موجود انجام می‌شود. به منظور دست‌یافتن به هدف پژوهش، تعداد ۱۴۲ شرکت به‌عنوان نمونه در دسترس، طی بازه زمانی سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ انتخاب شد و در مجموع، تحلیل‌ها روی ۱۴۲۰ سال - شرکت انجام گرفت. برای محاسبه عدم قطعیت سیاست اقتصادی، از شاخص‌های فصلی اقتصادی سایت بانک مرکزی ایران، مربوط به سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۹ استفاده شد. آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و آزمون سوبل و داده‌های ترکیبی انجام گرفت.

یافته‌ها: بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ با این حال شواهدی یافت نشد که بیانگر نقش تعدیلگری رقابت بازار محصول و اصطکاک مالی، بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت باشد. بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن، رابطه منفی و معناداری وجود دارد که با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سطح دارایی مالی در شرکت‌ها کاهش می‌یابد. با وارد کردن مالی شدن به‌عنوان متغیر میانجی در مدل اصلی، نقش میانجیگری تأیید نشد.

نتیجه‌گیری: مطابق یافته‌ها، عدم قطعیت سیاست اقتصادی به انگیزه‌های ریسک‌پذیری قوی‌تر منجر می‌شود؛ یعنی زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش یابد، انگیزه سرمایه‌گذاری شرکت، به‌طور عمده، انتظارات فرصت است تا ریسک‌گریزی. هر چه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر می‌شود، شرکت‌ها به‌منظور تطبیق با بازار، دستیابی به عملکرد مطلوب و استفاده از فرصت‌های سودآوری، تمایل بیشتری به پذیرش ریسک دارند. با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سطح دارایی‌های مالی در شرکت‌ها کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، شرکت‌ها از فعالیت اصلی خود جدا نمی‌شوند و روی سرمایه‌گذاری و ایجاد سودآوری در فعالیت‌های اصلی متمرکز می‌شوند.

کلیدواژه‌ها: اصطکاک مالی، رقابت بازار محصول، ریسک‌پذیری شرکت، عدم قطعیت سیاست اقتصادی، مالی شدن.

استناد: اخگر، محمدمامد؛ سجادی، زانبار و رسولی کردستانی، نادر (۱۴۰۲). عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت: نقش رقابت بازار محصول، اصطکاک مالی و مالی شدن. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۰(۴)، ۶۱۴-۶۵۸.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۱۸

تاریخ ویرایش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۸/۲۲

تاریخ انتشار: ۱۴۰۲/۱۰/۳۰

doi: <https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2023.363421.1008845>

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴۰۲، دوره ۳۰، شماره ۴، صص. ۶۱۴-۶۵۸

ناشر: دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© نویسندگان

مقدمه

در ادبیات مالی برای ریسک تعاریف متعددی وجود دارد که از جمله به‌عنوان خطر، زیان، پیامدهای نامساعد، احتمال عدم دستیابی به بازده مورد انتظار یا به‌عنوان رویدادهای آتی بالقوه که سازمان را در جهت دستیابی به هدف‌های راهبردی، عملیاتی و مالی تحت تأثیر قرار می‌دهد، تعریف شده است (نمازی و میمند ابراهیمی، ۱۴۰۰). ریسک‌پذیری شرکت عبارت از میزان عدم اطمینان نسبت به‌پیش‌بینی جریان‌های نقدی و منافع آتی مورد انتظار شرکت در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌های جدید است (رایت، فریس و آواستی^۱، ۱۹۹۶؛ آقایی، نوروزی، بیات و محب‌خواه، ۱۳۹۷). در رابطه با سرمایه‌گذاری، ریسک سرمایه‌گذاری دربرگیرنده ریسک‌های خاص شرکت است (محمودآبادی و زمانی، ۱۳۹۵) که ریسک دارایی (سرمایه‌گذاری) عبارت است از تغییر احتمالی بازده آتی ناشی از دارایی می‌باشد و هرچه تغییرپذیری بیشتر باشد ریسک آن دارایی بیشتر خواهد بود (هیوب^۲، ۱۹۹۸). ریسک نشئت گرفته از سیاست‌های اتخاذ شده عوامل کلان اقتصادی کشور، مانند خصوصی‌سازی، تولید ناخالص داخلی، تورم و غیره و همچنین سیاست‌های اعمال شده در سطح شرکت، از جمله شیوه‌های تأمین مالی، قابلیت رشد شرکت، سیاست‌های نقدینگی و غیره است (میرزائی، ختائی و قنبری، ۱۳۹۳؛ دارابی، سرایی و تقوی قاسم آباد، ۱۴۰۰).

عدم قطعیت سیاست اقتصادی به‌معنای عدم توانایی در پیش‌بینی قطعی چگونگی تغییرات سیاست‌های اقتصادی دولت بر اساس عوامل اقتصادی است که یکی از مهم‌ترین محیط‌های عملیاتی برای شرکت‌ها، محیط اقتصاد کلان می‌باشد؛ تغییرات مکرر در سیاست‌های اقتصادی محیط عملیات شرکت را پیچیده، بی‌ثبات و پیش‌بینی آن را دشوار می‌سازد. درنهایت چنین تغییراتی می‌تواند بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر بگذارد (گولن و ایون^۳، ۲۰۱۶؛ ژانگ^۴ و همکاران، ۲۰۲۱). به عبارتی افزایش عدم قطعیت سیاست‌های کلان اقتصادی، انتظارات دقیق روند سیاست‌های آتی را برای شرکت‌ها دشوار می‌سازد که بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. سطح ریسک‌پذیری شرکت، نشان‌دهنده ترجیح ریسک شرکت‌ها هنگام سرمایه‌گذاری است. هرچه سطح ریسک‌پذیری شرکت بالاتر باشد؛ به این معناست که شرکت‌ها هنگام سرمایه‌گذاری، تمایل بیشتری به انتخاب پروژه‌های مخاطره‌آمیز دارند. انتخاب منطقی و ریسک‌پذیری برای شرکت‌ها اهمیت زیادی دارد. سطح بالاتر ریسک‌پذیری به شرکت‌ها کمک می‌کند سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه را افزایش دهند و مزیت رقابتی بلندمدت خود را افزایش دهند (هیلاری، هوی و کی^۵، ۲۰۰۹؛ لی و یو^۶، ۲۰۱۲).

گوپتا و کریشنامورتی^۷ (۲۰۱۸) بر این باورند شاخص‌های کلان اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر خواهند گذاشت که با شناسایی فرصت‌های بالقوه عدم قطعیت آینده، شرکت‌ها از عدم اطمینان «بد» اجتناب می‌کنند و از عدم اطمینان «خوب» برای دستیابی به کسب سود و ایجاد ارزش استفاده می‌کنند (سگال، شالیاستویچ و یارون^۸، ۲۰۱۵؛ ون^۹

1. Wright, Ferris & Awasthi
2. Hube
3. Gulen & Ion
4. Zhang
5. Hilary, Hui & K
6. Li & Yu
7. Gupta & Krishnamurti
8. Segal, SHaliastvoich & Yaron
9. Wen

و همکاران، ۲۰۲۱). در ایران، به‌عنوان کشوری درحال توسعه که به‌دلیل نوسان‌های شدید متغیرهای اقتصادی و وجود عدم قطعیت سیاست اقتصادی، بخش خصوصی آن تمایل کمتری جهت ورود به عرصه اقتصادی دارند. عوامل مهمی مانند ساختار سیاسی، قیمت نفت، بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی سهم مهمی در ایجاد عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارند و طراحی سیاست‌های دولت باهدف افق زمانی نامحدود و ترجیح منافع کوتاه‌مدت بر بلندمدت باعث ایجاد تشدید آن می‌شود. زمانی که نوسان متغیرهای اقتصادی که از نظر سودآوری و هزینه سرمایه‌گذاری، به ایجاد بی‌اطمینانی در سرمایه‌گذاری منجر می‌شود، شرکت‌های ریسک‌گریز اقدام به کاهش سطح سرمایه‌گذاری می‌کنند و نیز شرکت‌های ریسک‌پذیر سرمایه‌های بازگشت‌ناپذیر را تقلیل می‌دهند (لونی، عباسیان و حاجی، ۱۴۰۰).

تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت نیز تحت تأثیر رقابت بازار محصول و اصطکاک مالی است (ژانگ، یانگ و لیو^۱، ۲۰۲۱). ریسک‌پذیری به‌منظور حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها و سوق دادن آن‌ها به‌سمت رشد بیشتر اقتصادی نقش بااهمیتی ایفا می‌نماید. شرکت‌ها در بازار رقابتی برای افزایش و حفظ جایگاه خود و ایجاد موانع برای ورود رقبا از استراتژی‌های گوناگونی بهره می‌جویند و تعیین هر استراتژی بیان‌گر پذیرش سطح متفاوتی از ریسک است که به شیوه‌های مختلفی بر ریسک اختصاصی (غیرسیستماتیک) شرکت تأثیر می‌نهد (نگوین^۲، ۲۰۱۱). یکی از عوامل قابل توجه و تأثیرگذار بر توان رقابتی شرکت‌ها، اصطکاک مالی که به‌معنای محدودیت مالی است و واحدهای اقتصادی برای ایجاد و توسعه روزافزون، نیازمند تأمین منابع مالی قابل ملاحظه‌ای هستند که بیشتر از عهده آن‌ها خارج است. اصطکاک مالی از تأمین مالی موردنیاز شرکت‌ها با استفاده از منابع خارجی برای ایجاد سرمایه‌گذاری‌های مطلوب جلوگیری می‌نماید و در تبادلات مالی تداخل ایجاد می‌نماید که منجر به افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری و کاهش رشد اقتصادی می‌شود (سولو^۳، ۱۹۵۶؛ اعتمادی و احمدی‌گورجی، ۱۳۹۴؛ راجی‌زاده، تائبی نقندری و زینلی، ۱۴۰۰).

یافته‌های پژوهشی مالی نشان می‌دهد که شرکت‌ها با شوک عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی ریسک‌گریزتر می‌شوند. برای مثال ون و همکاران^۴ (۲۰۲۱) نتیجه گرفت شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی در مواجهه با شوک‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی، ریسک‌گریزی می‌کنند. همچنین وورال یاواش^۵ (۲۰۲۰) در پژوهشی به چنین نتیجه مشابهی دست‌یافت و بیان داشت که این رابطه، تحت معیارهای ریسک ناپایدار و نوسان سود، صرف‌نظر از مساعد بودن یا نبودن شرایط کلان اقتصادی معتبر است. علاوه بر این، سطح رقابت در صنعت یک عامل مهم تعدیل‌کننده اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت است. شرکت‌های فعال در صنایع متمرکز ریسک‌پذیری خود را کاهش می‌دهند؛ برعکس، شرکت‌هایی که در صنایع بسیار رقابتی فعالیت می‌کنند، بدون توجه به شرایط بازار، ریسک‌پذیری خود را با شوک عدم قطعیت سیاست اقتصادی تغییر نمی‌دهند. با این حال، محدودیت مالی بر ریسک‌گریزی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. در واقع، زمانی که چشم‌انداز اقتصاد کلان نامطلوب است، شرکت‌های دارای محدودیت مالی ریسک‌پذیری را در تمامی سطوح رقابت کاهش می‌دهند. از سوی دیگر، شرایط مطلوب بازار سهام، مدیران شرکت‌های دارای محدودیت مالی را تشویق می‌کند و تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

1. Zhang, Yang & Liu
2. Nguyen
3. Solow
4. Wen et al
5. Vural-Yavas

اصطلاح مالی‌شدن در چند دهه اخیر در توصیف نظام یا فرایندهای اقتصادی تدوین‌شده در پی آن است که تمام ارزش‌های قابل‌مبادله (مشهود، نامشهود، آتی، کنونی و غیره) با ابزار مالی یا به مشتقی از ابزار مالی بدل شود (صداقت، ۱۳۸۹). مالی‌شدن به‌معنای افزایش نقش انگیزه‌های مالی، بازارهای مالی، بازیگران مالی و نهادهای مالی در عملکرد اقتصادی داخلی و بین‌المللی است. عموماً منعکس‌کننده اندازه، قوانین و نفوذ فزاینده بخش مالی است (اپستاین و جایادف^۱، ۲۰۰۵). کریپنر^۲ (۲۰۰۵) مالی‌شدن را به‌عنوان الگویی از انباشت تعریف می‌کند که در آن سود عمدتاً از طریق کانال‌های مالی به‌جای تجارت و تولید کالا به‌دست می‌آید (ساویر^۳، ۲۰۱۳) که اهمیت و تسلط رو به رشد بازار مالی و نهادهای مالی در اقتصاد کلان را برجسته می‌کند (دور و همکاران^۴، ۲۰۰۲؛ اورهنگازی^۵، ۲۰۰۸).

مالی‌شدن شرکت، یک تصمیم سرمایه‌گذاری است که تصمیم می‌گیرد چگونه سبد سرمایه‌گذاری را با دارایی‌های فیزیکی و دارایی‌های مالی بسازد (ژو^۶ و همکاران، ۲۰۲۳) پدیده مالی‌شدن باعث کاهش سرمایه‌گذاری ثابت در شرکت‌های غیرمالی از طریق ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مالی و هزینه‌های ناشی از تأمین مالی می‌شود (فتحی، آذربایجانی و تقوی‌زاده یزدی، ۱۳۹۲). نگوین، کیم و پاپاناستاسیو (۲۰۱۸) نشان می‌دهد که استفاده از مشتقات مالی یک شرکت با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. شرکت‌ها سعی می‌کنند با استفاده از مشتقات مالی که ابزار مهم مدیریت ریسک است، از خود در برابر عدم قطعیت سیاست‌های فزاینده محافظت کنند (وورال یاواش، ۲۰۲۰).

رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت به‌طور فزاینده‌ای به موضوعی مورد توجه و اهمیت برای پژوهشگران، سیاست‌گذاران و شرکت‌ها تبدیل شده است. با توجه به اینکه کشور ایران در حال حاضر با بحران‌های اقتصادی از جمله تحریم‌های اقتصادی، رشد منفی اقتصاد، نوسان‌های نرخ ارز، بی‌ارزش شدن پول ملی، نبود اعتماد به نهادهای رسمی، بحران نقدینگی، بحران بدهی‌های دولت و غیره مواجهه می‌باشد و بخصوص شدت بحران اقتصادی در ایران به خاطر خروج آمریکا از برجام در سال ۱۳۹۷ از طرفی شروع ویروس کرونا در انتهای سال ۹۸، در طول چند سال اخیر بر بازار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها تأثیر نهاده است (اخگر، سجادی و حاجی میرزائی، ۱۴۰۰؛ میر، ۱۳۹۹؛ رضایی، ۱۳۹۷؛ طاهری نمهیل، ۱۳۹۹). این موضوع رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها را تحت تأثیر قرارداد و آن‌ها را با عدم قطعیت سیاست اقتصادی مواجهه ساخت. بنابراین تحقیق در مورد رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت در تعیین پیامدهای رشد اقتصادی بسیار مهم است. با درک اینکه چگونه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، می‌توان بینش‌هایی در رابطه با نحوه تصمیم‌گیری کسب‌وکارها برای سرمایه‌گذاری به‌دست آورد. سپس سیاست‌گذاران می‌تواند سیاست‌هایی را برای ایجاد یک محیط اقتصادی طراحی کنند که کسب‌وکارها را به ریسک و سرمایه‌گذاری تشویق می‌کند و درنهایت رشد اقتصادی را ارتقا می‌دهد. جدا از بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت، از طرفی سهم حاشیه‌ای این مطالعه عمدتاً از طریق دو

1. Epstein & Jayadev
2. Krippner
3. Sawyer
4. Dore et al
5. Orhangazi
6. Zhu

جنبه زیر منعکس شده است. نقش مالی شدن به عنوان متغیر میانجی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت حائز اهمیت است که مالی شدن، شامل تمرکز فزاینده بر ابزارهای مالی و استفاده از ابزارهای مالی برای مدیریت ریسک و افزایش سرمایه است که باعث ایجاد فرصت‌های جدید برای شرکت‌ها می‌شود، این امر همچنین منجر به افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌شود که پیش‌بینی دقیق شرایط بازار آینده را برای کسب‌وکارها چالش‌برانگیز می‌کند از این حیث، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت از دیدگاه دارایی‌های مالی بررسی می‌کند؛ دوم اینکه عدم قطعیت سیاست اقتصادی یک چالش برای رقابت بازار محصول است که ممکن است باعث شود شرکت‌ها با ریسک‌های بیشتری در بازار مواجه شوند و از طرفی در شرایط عدم قطعیت، به دلیل محدودیت‌های مالی، ممکن است هزینه‌های سرمایه‌افزایش و رشد اقتصادی کاهش یابد که در این پژوهش اثر تعدیل‌کننده رقابت بازار محصول و اصطکاک مالی را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و درک تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت را گسترده می‌نماید.

در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش مطرح و روش‌های به کار گرفته شده برای آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود. در پایان نیز، پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری درباره موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

مبانی نظری فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

فرضیه اول: عدم قطعیت سیاست اقتصادی با ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد.

ریسک‌پذیری شرکت بیشتر با مبادله بین جریان نقدی و ریسک‌های نامطمئن در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود (آچاریا، آمیهود و لیتوف^۱، ۲۰۱۱؛ لومپکین و دس^۲، ۱۹۹۶). به عبارتی ریسک‌پذیری شرکت، سطحی از ریسک است که یک شرکت تمایل دارد در صورت عدم اطمینان آینده، به دنبال کسب سودهای بالا بپذیرد. ریسک‌پذیری شرکت، منعکس‌کننده نگرش ریسک شرکت در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است. هر چه سطح ریسک‌پذیری شرکت بالاتر باشد، احتمال انتخاب پروژه‌های پر ریسک با ارزش فعلی خالص مورد انتظار مثبت در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود (کاساوکیا و سوه^۳، ۲۰۱۷). رفتار ریسک‌پذیری شرکت می‌تواند از سطوح ریسک «ایمن» (برای مثال، سپرده‌گذاری پول در بانک‌ها) تا سطوح با ریسک بالا (برای مثال، سرمایه‌گذاری در فناوری‌های ناشناخته یا آوردن محصولات جدید به بازارهای جدید) گسترش یابد. شرکتی با سطح ریسک‌پذیری بالاتر نشان می‌دهد که احتمال کمتری دارد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک و بازده بالا را رها کند. همچنین، سودهای آتی مورد انتظار با عدم قطعیت اجتناب‌ناپذیر عامل تعیین‌کننده برای ریسک‌پذیری شرکت است (آچاریا، آمیهود و لیتوف، ۲۰۱۱؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۲۱). در سال‌های اخیر، با افزایش عدم قطعیت اقتصادی در جهان، موضوع ریسک‌پذیری توجه گسترده‌ای را به خود جلب کرده است (لی و یانگ^۴، ۲۰۱۵). که یکی از موارد مهم پیشرفت اقتصادی کشور، وجود فضای مطمئن در

1. Acharya, Amihud & litov
2. Lumpkin & Dess
3. Casavecchia & Suh
4. Li & Yang

اقتصاد کلان و ثبات اقتصادی می‌باشد (عادلی و فریدونی، ۱۳۹۷). شفافیت در سیاست‌های کلی اقتصادی و ثبات کلان، محیط امنی را برای فعالیت‌های فعالان اقتصادی فراهم می‌نماید (واعظ و درسه، ۱۳۹۷). عدم قطعیت سیاست اقتصادی زمانی اتفاق می‌افتد که یک‌نهاد اقتصادی نمی‌تواند دقیقاً پیش‌بینی کند که آیا، چه زمانی و چگونه دولت سیاست اقتصادی فعلی خود را تغییر خواهد داد (گولن و یون، ۲۰۱۶). عدم قطعیت بر تمام بخش‌های اقتصادی، کم‌وبیش تأثیر می‌نهد چراکه عدم قطعیت مفهومی گسترده است که مربوط به پدیده‌های سطح کلان مانند رشد تولید ناخالص داخلی و سطح خرد مانند نرخ رشد بنگاه‌ها و نیز سایر رویدادها مانند انتخابات، جنگ و تغییرات آب‌وهوایی است (اهیر، بلوم و فورسری^۱، ۲۰۲۰؛ روشن، ۱۳۹۹). با تأثیر بسزایی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رفتار اقتصاد یک کشور و سایر نهادهای بازار، در زمان بحران مالی، سیاست اقتصادی در مقایسه با عدم قطعیت در اقتصادی واقعی، نسبتاً بالاتری از عدم قطعیت اقتصادی را به خود اختصاص می‌دهد (بیکر، بلوم و دیویس^۲، ۲۰۱۶). سطوح عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در دوران رکود، می‌تواند به‌طور قابل‌توجهی افزایش یابد چون سیاست‌گذاران تلاش می‌کنند اقتصاد را تثبیت کنند و رشد را تحریک کنند. در متقابل، در دوره‌های رونق، اقتصاد به تعدیل یا مداخله زیادی نیاز ندارد (پاستور و ورونزی^۳، ۲۰۱۳؛ صبوری، ابراهیمی و کشاورز، ۱۴۰۱).

عدم قطعیت سیاست اقتصادی یک ریسک سیستماتیک در سطح کلان است که شرکت‌ها نمی‌توانند از آن اجتناب کنند. شرکت‌ها ممکن است محافظه‌کارتر باشند و زمانی که عدم قطعیت خارجی بالاست، ممکن است در رفتارهای مدیریت ریسک فعال درگیر شوند. با انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری پایدار، سطح ریسک کلی شرکت می‌تواند در یک محدوده معقول و قابل‌تحمل کنترل شود. علاوه بر این، عدم قطعیت ممکن است از طریق تأثیرگذاری بر نگرش ریسک مدیریت و انتظارات زیان، بر رفتار تصمیم‌گیری ریسکی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارد. هنگامی که عدم قطعیت خارجی بالا باشد، انتظارات مدیریت برای آینده بدبینانه‌تر است، درحالی‌که تصمیمات سرمایه‌گذاری و الگوهای رفتاری محافظه‌کارتر و پایدارتر هستند؛ در نتیجه پروژه‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک و پربازده را می‌توان به راحتی رها کرد (ژانگ، یانگ و لیو، ۲۰۲۱).

دسینه، حسینی و جنگاور (۱۴۰۱) در پژوهشی به شناسایی رابطه بین نا اطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگر مالکیت دولتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین نا اطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با این حال، شواهدی مبنی بر نقش تعدیلی مالکیت دولتی بر رابطه بین نا اطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت یافت نشد. ژانگ، یانگ و لیو (۲۰۲۱) پژوهشی با استفاده داده‌های پانلی شرکت‌های چینی پذیرفته‌شده در بورس از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۹ با عنوان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت: زیان‌گریزی یا انتظارات فرصت انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر مثبت معناداری بر ریسک‌پذیری شرکت دارد. وقتی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا می‌رود، انگیزه

1. Ahir, Bloom & Furceri
2. Baker, Bloom & Davis
3. Pastor & Veronesi

سرمایه‌گذاری شرکت، عمدتاً انتظارات فرصت است تا ریسک‌گریزی. ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی نقش مالکیت دولتی و مخارج فساد در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به‌طور قابل‌توجهی با ریسک‌پذیری شرکت در چین هم‌بستگی مثبت دارد. ون و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با استفاده از داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس چین در دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۸، به بررسی چگونه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر می‌گذارد پرداختند. نتایج تجربی این پژوهش نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند به‌طور قابل‌توجهی ریسک‌پذیری شرکت را کاهش دهد. وورال یاواش (۲۰۲۰) در پژوهشی با استفاده از ۷۴۹۷۴ مشاهدات سالانه شرکت که ۱۵ کشور اروپایی توسعه‌یافته را در بازه زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۷ پوشش می‌دهد، به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد که با افزایش شوک‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی، ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد. لانگ^۱ (۲۰۱۹) در پژوهشی با استفاده از داده‌های مربوط به شرکت‌های چین، به مطالعه تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی به‌طور قابل‌توجهی سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. ترن^۲ (۲۰۱۹) پژوهشی با عنوان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت شواهد بین‌المللی طی دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۶ با استفاده از داده‌های تحقیق شامل ۱۵۱۴۸۳ مشاهدات از ۱۶۲۷۴ شرکت منحصربه‌فرد در ۱۸ کشور به روش تحلیل داده‌های پانل انجام داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی با ریسک‌پذیری شرکت‌ها رابطه منفی دارد.

فرضیه دوم: رقابت بازار محصول، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل می‌نماید. بگس و بتشینیز^۳ (۲۰۰۷) بیان می‌نمایند رقابت در بازار محصول به‌عنوان معیار کلیدی جهت ارزیابی درجه موفقیت کشورها، صنایع و بنگاه‌ها در میدان‌های رقابتی، اقتصادی، تجاری و سیاسی محسوب می‌شود (رازمش، ۱۴۰۱). رقابت‌پذیری، فرایندی است که هر شرکتی تلاش می‌کند تا از طریق عملکردی بهتر، از دیگری پیشی گیرد (سلیمان خان و پورزمانی، ۱۳۹۶، رازمش، ۱۴۰۱). حفظ و بقای شرکت‌ها در محیط رقابتی، شرکت‌ها را مجبور به کسب مزیت رقابتی می‌نماید چون که کسب مزیت رقابتی به‌منزله قدرت بازاری شرکت‌هاست (عباس زاده، ۱۳۹۳، محمدی رضانی و همکاران، ۱۴۰۱). شرکت‌ها به‌عنوان یک موضوع مهم، به مزیت رقابتی در طول دوره‌های تکاملی صنعت توجه دارند. دو مزیت رقابتی وجود دارد: ۱. مزیت رقابتی موقت که در مدت‌زمان محدود، به سود بالا منجر می‌شود؛ ۲. مزیت رقابتی پایدار که به بهره‌وری و شایستگی‌های شرکت اشاره دارد، قابل تقلید نیست، برای مشتریان مهم است و عملکرد شایسته و رقابت‌پذیری به ارمغان می‌آورد (حسینی و شمس، ۱۳۹۳؛ بهبودی، غیورباغبانی و شیبیک، ۱۴۰۱). شرکت‌ها برای جذب مشتریان و سهم بازار بیشتر، در بازار محصولات به رقابت با یکدیگر می‌پردازند و افزایش درجه رقابت، منجر به نا اطمینانی بیشتر در عملکرد شرکت‌ها می‌شود و ثمره این نا اطمینانی، موجب عدم قطعیت در عملکرد کل صنایع یا کل

1. Long

2. Tran

3. Baggs and Bettignies

اقتصاد می‌شود (سپاسی، کاظم پور و شعبانی مازویی، ۱۳۹۶). سطح بالای ریسک‌پذیری می‌تواند تخصیص منابع شرکت را بهینه کند و مزیت رقابتی و ارزش شرکت را افزایش دهد. این عامل مهمی برای بقا و توسعه بلندمدت یک شرکت است (فاچیو، مارکیکا و مورا^۱، ۲۰۱۱؛ کویرال^۲ و همکاران، ۲۰۲۰؛ سو^۳، ۲۰۱۶).

شدت رقابتی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند عامل مهمی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرخطر تأثیر می‌گذارد (ژانگ، یانگ و لیو، ۲۰۲۱). هو و رابینسون^۴ (۲۰۰۶) پارادایم تحلیل عملکرد - رفتار - ساختار^۵ را اتخاذ کردند و معتقد بودند که ساختار بازار و درجه رقابت بر تصمیمات تجاری پرخطر شرکت و بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. هر چه میزان رقابت در بازار خارجی بیشتر باشد، شرکت‌ها انگیزه بیشتری برای پیگیری پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ریسک و بازدهی بالا خواهند داشت. همچنین، این شرکت‌ها به بازده بالاتری نیاز دارند که با ترجیح ریسک بالا، بازدهی بالا و ریسک‌پذیری منعکس می‌شود. به علاوه، رقابت شدیدتر در بازار محصول نشان می‌دهد که شرکت با فشار رقابتی قوی‌تری از سوی سایر شرکت‌های همان صنعت مواجه است. برای جلوگیری از حذف، سهم بازار باید حفظ شده و فرصت‌های توسعه آینده موردبررسی قرار گیرد. فرصت‌های بالقوه‌ای که به واسطه اطمینان به دست می‌آیند، به خطراتی برای تعقیب سود منجر می‌شوند. هم‌زمان، درجه بالاتری از رقابت در بازار محصول می‌تواند انعطاف‌پذیری بیشتری را برای تصمیم‌گیری، تقویت انتظارات خوش‌بینانه مدیریت در آینده و نشان دادن تمایل قوی‌تر برای پذیرش ریسک‌ها به مدیران ارائه دهد (لی و تانگ^۶، ۲۰۱۰؛ ژانگ، یانگ و لیو، ۲۰۲۱). ژانگ، یانگ و لیو (۲۰۲۱) در پژوهشی با استفاده داده‌های پانلی شرکت‌های چینی پذیرفته‌شده در بورس از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۹ نشان دادند با افزایش رقابت بازار محصول، تأثیر مثبت عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد و شرکت‌های که دارای سطح بالایی از دارایی‌های مالی هستند تمایل بیشتری به اجتناب از خطر هنگام افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارند.

فرضیه سوم: اصطکاک مالی، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل می‌نماید. اصطکاک مالی، به معنای محدودیت‌های مالی است که شرکت‌ها را از تأمین منابع مالی خارجی جهت سرمایه‌گذاری مطلوب ممانعت می‌کند (سولو^۷، ۱۹۵۶). اصطکاک مالی عواملی است که باعث ایجاد تداخل در مبادلات مالی می‌شود، هزینه تأمین مالی سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد (اسکندری، پدram و بوستانی، ۱۳۹۷). درک نحوه عملکرد بازارهای مالی و اقتصاد بزرگ‌تر مستلزم تمرکز بیشتر بر مطالعه اصطکاک مالی است (حسن و همکاران^۸، ۲۰۲۳) که با اتفاق بحران‌های مالی جهان از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ اصطکاک مالی در تحلیل اقتصاد کلان

1. Faccio, Marchica & Mura
2. Koirala
3. Su
4. Hou & Robinson
5. Structure-behavior-performance (SCP)
6. Li & Tang
7. Solow
8. Hasan et al

باهدف تغییر نسخه‌های تجویز شده علم سیاست پولی به‌عنوان یک محور پیشرو مطرح شد که عدم شناسایی آن منجر به ناکارایی بازار، افزایش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها و افزایش بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌شود (راجی زاده، تائبی نقندری و زینلی، ۱۴۰۰). اصطکاک‌های مالی نقص‌هایی در سیستم مالی هستند که مانع از عملکرد مؤثر بازارها می‌شوند که می‌تواند پیامدهای چشمگیری بر نحوه تخصیص منابع، سلامت سیستم مالی و نرخ گسترش اقتصادی داشته باشد. سلامت کلی یک اقتصاد می‌تواند به‌طور قابل توجهی تحت تأثیر فراگیر شدن اصطکاک‌های مالی باشد. این نقص‌ها که منجر به نتایج کمتر از ایده‌ال در بازارهای مالی می‌شوند، می‌توانند از منابع مختلفی از جمله عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های مبادله و مسائل نمایندگی ناشی شوند. به‌طور مثال، آشفته‌گی مالی می‌تواند منجر به سهمیه‌بندی اعتبار، محدود کردن دسترسی به منابع مالی برای برخی از وام‌گیرندگان یا افزایش هزینه وام گرفتن برای دیگران شود. به‌نوبه خود، این ممکن است، به سرمایه‌گذاری کمتر، نوآوری کمتر و توسعه اقتصادی کندتر منجر شود. علاوه بر این، اصطکاک‌های مالی می‌تواند با تقویت تأثیر شوک‌های خارجی و دامن زدن به رونق و رکود اعتباری، اقتصاد را بی‌ثبات‌تر کند (حسن و همکاران، ۲۰۲۳).

با توجه به اثر اصطکاک مالی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی با افزایش هزینه سرمایه و تشدید فشار اعتباری شرکت بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاری شرکت به‌صورت چرخه‌ای است. در طول دوره رکود اقتصادی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. برای به حداقل رساندن ریسک بخش بانکداری، هزینه استقراض برای کسب‌وکارها را افزایش داده و در نهایت سطح کلی سرمایه‌گذاری در جامعه را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، افزایش کلی سطح سرمایه‌گذاری در جامعه، رونق اقتصادی را بهبود می‌بخشد که به کاهش هزینه استقراض برای شرکت‌ها از طریق یک محیط پایدار جهت توسعه اقتصادی کمک می‌کند (محمود، شهاب و شهباز، ۲۰۲۲). لی و سان^۱ (۲۰۱۸) تأکید کردند که تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رشد سرمایه‌گذاری به‌طور منفی با اصطکاک مالی تشدید می‌شود. هنگامی که تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اقتصاد قابل توجه باشد، نقش دخالت متغیرهای مالی حیاتی‌تر می‌شود (سهیل، سنا و مجیدی، ۲۰۲۲).

ژانگ، یانگ و لیو (۲۰۲۱) بیان می‌دارد اصطکاک مالی در دو مکانیسم خاص ظاهر می‌شوند. ابتدا مکانیسم حق بیمه تأمین مالی خارجی از منظر قیمت وجوه نشان داده می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی بین طرف‌های وام‌گیرنده و وام‌دهنده وجوه، هزینه تأمین مالی خارجی شرکت را نسبت به هزینه تأمین مالی داخلی آن افزایش می‌دهد (تأمین مالی خارجی ایجاد می‌شود). دوم، نشان دادن مکانیسم مهار وثیقه از منظر در دسترس بودن صندوق است. وام‌گیرندگان در مواردی ملزم به ارائه وثیقه به‌عنوان شرط اخذ وام هستند. از این رو، هرگونه تأثیر نامطلوب بر ارزش وثیقه، بر توانایی تأمین مالی شرکت تأثیر خواهد گذاشت. شرکت‌هایی که هزینه‌های تأمین مالی بدهی بالایی دارند به‌سختی می‌توانند بودجه کافی برای حمایت از سرمایه‌گذاری‌های خود در پروژه‌های پر ریسک به‌دست آورند و نقش عدم قطعیت سیاست اقتصادی در ترویج ریسک‌پذیری بدتر خواهد شد. همچنین ژان، یانگ و لیو (۲۰۲۱) در پژوهشی با استفاده داده‌های پانلی شرکت‌های چینی پذیرفته‌شده در بورس از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۹ نشان دادند برای شرکت‌های که دارای سطح

1. Li & Sun

بالایی از دارایی‌های مالی، با افزایش هزینه، تأثیر مثبت و قابل توجه‌تر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد. این باور نشان می‌دهد وقتی شرکت‌ها دارایی سطح بالایی از دارایی‌های مالی هستند ریسک‌پذیری ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است کمتر شود.

فرضیه چهارم: عدم قطعیت سیاست اقتصادی با مالی‌شدن رابطه معناداری دارد.

مالی‌شدن شرکت‌ها شاخه‌ای مهم از مالی‌شدن اقتصادی است که در افزایش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مالی و افزایش نسبت درآمد سرمایه‌گذاری از دارایی‌های مالی به کل سود بنگاه‌ها تجلی می‌یابد، درحالی‌که نسبت سرمایه تخصیص‌یافته به فعالیت اصلی بنگاه‌ها کاهش می‌یابد و نسبت سود حاصل از کسب‌وکار اصلی به تدریج کاهش می‌یابد. علاوه بر این، پدیده فوق سال‌به‌سال افزایش می‌یابد (کریپنر، ۲۰۰۵؛ اورهنگازی^۱، ۲۰۰۸؛ کای و رن^۲، ۲۰۱۴؛ یان، ۲۰۲۳). در سال‌های اخیر، بسیاری از کشورها با کاهش رشد اقتصادی و کاهش نرخ سرمایه‌گذاری ثابت مواجه شده‌اند، درحالی‌که اقتصاد مجازی به سرعت در حال گسترش است. در این زمینه، شرکت‌ها در جستجوی فرصت‌های رشد سود جدید، تمرکز خود را از کسب‌وکار اصلی خود به بخش مالی تغییر داده‌اند که منجر به پدیده مالی‌شدن اقتصادی شده است (یان^۳، ۲۰۲۳). انگیزه‌های مالی‌شدن شرکت‌های واقعی متفاوت است و پیامدهای اقتصادی متفاوتی را در پی دارد. که رابطه «جایگزینی» بین مالی‌شدن شرکت و سرمایه‌گذاری دارایی‌های ثابت، به‌ویژه در دوره افزایش قیمت دارایی‌های مالی وجود دارد (دمیر، ۲۰۰۹؛ اورهنگازی، ۲۰۰۸؛ شو و همکاران^۴، ۲۰۲۰؛ ژائو و سو^۵، ۲۰۲۲). قابل‌ذکر است که مالی‌شدن نه‌تنها در سطح کلان به‌عنوان تغییرات در بخش مالی، بلکه در سطح خرد نیز به‌عنوان تغییر در رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیرمالی تجلی می‌یابد. مالی‌شدن شرکتی به اهمیت روزافزون سرمایه‌گذاری مالی به‌عنوان یک فعالیت درآمدزا در شرکت‌های غیرمالی اشاره دارد (آکمیک و اوزن^۶، ۲۰۱۴؛ دنگ و همکاران^۷، ۲۰۲۳).

اثرات مالی‌شدن بر سیستم اقتصادی در سطح خرد و کلان به این صورت است که اهمیت بخش مالی را نسبت به بخش واقعی بالا می‌برد و از طرفی منجر به افزایش نابرابری درآمدها و انتقال درآمد از بخش واقعی به بخش مالی می‌شود. نیز ممکن است اقتصاد را در معرض ریسک، تورم، بدهی و رکود اقتصادی طولانی‌مدت قرار دهد. (پالی^۸، ۲۰۰۷؛ ابوذری، شهیکی تاش و کرانی، ۱۳۹۷). چنگ و مسرون^۹ (۲۰۲۳) در پژوهشی با در نظر گرفتن شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سهام چین به‌عنوان نمونه تحقیق، به مطالعه تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌شدن شرکت‌ها پرداختند. به این نتایج دست یافتند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی، مالی‌شدن شرکت را تشدید می‌کند. ژائو و سو^{۱۰} (۲۰۲۲) در

1. Orhangazi
2. Cai and Ren
3. Yan
4. Shu et al
5. Zhao & Su
6. Akkemik and Ozen
7. Deng et al
8. Palley
9. Cheng & Masron
10. Zhao & Su

پژوهشی با استفاده از یک نمونه فصلی از شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار شنژن و شانگ‌های چین از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۲۰، یک رابطه U شکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن شرکت‌ها پیدا کردند. 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. چن و ما^۱ (۲۰۲۲) در پژوهشی با استفاده از داده‌های پانلی شرکت‌های چینی پذیرفته‌شده در بورس از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۸ به تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت پرداختند نتایج پژوهش نشان داد افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. وانگ و ژو^۲ (۲۰۲۲) در پژوهشی به مطالعه عدم قطعیت سیاست اقتصادی، ریسک‌پذیری شرکت و هزینه‌های حسابرسی غیرعادی با استفاده از داده‌های پانلی شرکت‌های پذیرفته‌شده بورسی چین از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ به‌عنوان نمونه تحقیق، پرداختند. طبق این تحقیق، سطح حق‌الزحمه حسابرسی غیرعادی افزایش می‌یابد، زیرا عدم اطمینان سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد و ریسک‌پذیری شرکت‌ها هم‌بستگی را بدتر می‌کند. فنگ مینگ (۲۰۲۲) در پژوهشی با استفاده از داده‌های شرکت‌های بورسی کشور چین از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ به‌عنوان نمونه تحقیق به تجزیه و تحلیل تجربی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی شدن شرکت‌ها و ارزش شرکت‌ها پرداختند یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر مثبتی بر سطح مالی شدن شرکت‌ها دارد.

فرضیه پنجم: مالی شدن بر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت اثر میانجی معناداری می‌گذارد. دوچین^۳ و همکاران (۲۰۱۷) اشاره می‌کند که در مواجهه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی، شرکت‌ها دارایی‌های مالی خود را در پاسخ به ریسک‌های بالقوه جریان نقدی افزایش خواهند داد؛ بنابراین به نظر می‌رسد انگیزه مالی شدن شرکت‌ها ممکن است صرفه‌جویی در سرمایه باشد که در بلندمدت به توسعه شرکت کمک می‌کند (دینگ^۴ و همکاران، ۲۰۲۱). شرکت‌ها نمی‌توانند بدون دسترسی به منابع خارجی فعالیت کنند و تأمین مالی خارجی به‌ویژه در یک سیستم مالی تحت تسلط بانک آسان نیست (لی، لی و آلبیتار^۵، ۲۰۲۱؛ خو و گوا^۶، ۲۰۲۱). در مقایسه با دارایی‌های بلندمدت مانند دارایی‌های ثابت و دارایی‌های نامشهود، دارایی‌های مالی دارای نقدینگی بالاتر و هزینه‌های تعدیل کمتری هستند، بنابراین شرکت‌ها می‌توانند دارایی‌های مالی را برای حل مشکل کمبود موقت سرمایه و سرمایه‌گذاری کم تخصیص دهند. هنگامی که عدم اطمینان افزایش می‌یابد، ارزش اختیار دارایی‌های واقعی نسبتاً بیشتر تغییر می‌کند و نسبتاً برگشت‌ناپذیر است. به‌منظور استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها ممکن است کمتر در دارایی‌های فیزیکی و بیشتر در دارایی‌های مالی

1. Chen & Ma
2. Wang & Zhu
3. Duchin
4. Ding
5. Li, Li & Albitar
6. Xu & Guo

سرمایه‌گذاری کنند (ژائو و سو^۱، ۲۰۲۲). می‌توان بیان کرد با توجه به نظریه پس‌انداز احتیاطی، دارایی‌های مالی دارای ویژگی‌های قوی و نقدینگی بالا از نظر سرمایه‌گذاری نهاد نسبتاً غیرقابل‌برگشت و سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه با عدم قطعیت بالا هستند. هنگامی که محیط بازار آینده تغییر می‌کند، دارایی‌های مالی می‌توانند بهتر توانایی جمع‌آوری سرمایه شرکت را افزایش دهند، محدودیت‌های مالی را کاهش دهند و حمایت مالی را برای پروژه‌های ریسک بالا فراهم کنند. در میان مدت و بلندمدت، چنین تخصیص دارایی می‌تواند ریسک شرکت را افزایش دهد. علاوه بر این، نظریه وابستگی منابع بیان می‌کند که توسعه طولانی‌مدت یک شرکت به حفظ مزیت رقابتی بستگی دارد که نیازمند سرمایه‌گذاری در تعداد زیادی از منابع است. شرکت‌ها با نگهداری دارایی‌های مالی می‌توانند بازده‌های اضافی را تحقق بخشند، ترازنامه‌ها را بهینه‌سازی کنند وضعیت مالی را از طریق اثرات درآمدی افزایش دهند و قابلیت‌های ریسک‌پذیری را تقویت کنند (ژانگ، یانگ و لیو، ۲۰۲۱). مالی‌شدن شرکت‌های غیرمالی دو اثر ایجاد می‌کند: یکی اثر مثبت (یعنی ارتقای عملکرد یک شرکت، به نام اثر مخزن) و دیگری اثر ازدحام منفی (دو، ژانگ و چن^۲، ۲۰۱۷). اثر مخزن به توانایی شرکت‌ها برای تضمین نقدینگی خود با سرمایه‌گذاری وجوه در بازار مالی اشاره دارد. اگر تأمین مالی خارجی امکان‌پذیر نباشد یا هزینه تأمین مالی خارجی بسیار زیاد باشد، دارایی‌های مالی می‌توانند تأمین مالی داخلی را برای شرکت فراهم آورند. نرخ بالایی بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی منجر به حفظ دارایی‌ها، تأمین جریان نقدی کافی برای فعالیت کسب‌وکار اصلی، جلوگیری از گرفتاری بنگاه‌ها در مشکلات مالی و ایفای نقش مخزن وجوه برای شرکت‌ها می‌شود. اثر ازدحام به این حقیقت اشاره دارد که به دلیل محدودیت منابع، شرکت‌ها در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند و توانایی سرمایه‌گذاری وجوه در سرمایه واحد تجاری را محدود می‌کند. شرکت‌هایی که از بودجه بیشتری برای سرمایه‌گذاری مالی استفاده می‌کنند، ناگزیر سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه خود را کاهش می‌دهند و مانع نوآوری شرکت‌ها می‌شوند که بر عملکرد آتی بلندمدت شرکت تأثیر می‌گذارد و بدین ترتیب باعث نوسان عملکرد، افزایش ریسک‌پذیری شرکت و تأثیر نامطلوب بر توسعه کسب‌وکار اصلی شرکت می‌شود (ژانگ، یانگ و لیو، ۲۰۲۱). پدیده مالی‌شدن معلول شرایطی است که انگیزه فعالیت در بخش واقعی کاهش داده و ناشی از فضای میهم در کسب‌وکار، تورم‌های مزمن و بالا، نوسانات ارزی و غیره است. برای رفع اثرات منفی این پدیده باید فضای کسب‌وکار در کشور بهبود، ریسک‌های سیاسی کاهش یابد؛ ابزارهای مالی برای پوشش ریسک مانند قراردادهای آتی، اختیار معامله‌ها، سواپ و غیره در بازار سرمایه گسترش یابد (ابوذری، شهیکی تاش و کرانی، ۱۳۹۷). مالی‌شدن بیش‌ازحد شرکت‌ها ممکن است مانع از توسعه اقتصاد واقعی شود و ریسک‌های سیستماتیک مالی جدی ایجاد کند (ژائو و سو^۳، ۲۰۲۲). لی و همکاران (۲۰۱۹). در پژوهشی با استفاده از داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس چین در دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۷، به مطالعه مالی‌گرایی شرکت‌های غیرمالی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که با عمیق‌تر شدن مالی‌گرایی در بخش شرکت‌های غیرمالی، سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها به‌طور قابل‌توجهی کاهش می‌یابد هنگامی که از روش متغیر ابزاری استفاده می‌شود، نتایج همچنان قوی هستند و تأثیر منفی مالی‌گرایی بر ریسک‌پذیری شرکتی تحت

1. Zhao & Su

2. Du, Zhang & Chen

3. Zhao & Su

محدودیت‌های یک مکانیسم حکمرانی خوب به‌طور قابل‌توجهی کاهش می‌یابد. همچنین یافته‌های این پژوهش بیان می‌نماید که با عمیق‌تر شدن درجه مالی‌گرایی در بخش شرکت‌های غیرمالی، حتی اگر شرکت‌ها توانایی ریسک کردن را داشته باشند، تمایلی به ریسک ندارند. ژانگ، یانگ و لیو (۲۰۲۱) پژوهشی با استفاده داده‌های پانلی شرکت‌های چینی پذیرفته‌شده در بورس از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۹ نشان داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی، دارایی‌های مالی را افزایش می‌دهد در نتیجه افزایش دارایی‌های مالی به ارتقای ریسک‌پذیری شرکت می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر با توجه به هدف از نوع کاربردی است و به‌منظور استفاده از قابلیت تحلیل‌های آماری، داده‌ها به‌صورت نظام‌مند گردآوری شده است. از این نظر، این پژوهش از نوع کمی است. همچنین پژوهش حاضر از نوع هم‌بستگی است و جهت و شدت رابطه بین متغیرها را تعیین می‌کند. با توجه به اینکه برای تحلیل و شناسایی روابط و علت‌های احتمالی، مشاهدات گذشته بررسی شده است، این پژوهش از نظر بُعد زمان، طولی و از نوع گذشته‌نگر است و بر اساس نوع استدلال، در دسته پژوهش‌های استقرایی قرار می‌گیرد؛ زیرا نتایج حاصل‌شده از پژوهش، قابلیت دارد که به کل جامعه با پذیرش درصدی از خطا و احتمال یا با فرض ثابت بودن شرایط محیط تعمیم داده شود. جامعه آماری در این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است که از طریق نرم‌افزار بانک اطلاعاتی جامع ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج شده است و برای محاسبه عدم قطعیت سیاست اقتصادی از شاخص‌های فصلی اقتصادی سایت بانک مرکزی از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۹ استفاده شده است. برای انجام آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزارهای ایویوز و استاتا بهره گرفته شده است.

جدول ۱. فرایند تعیین نمونه

۴۰۵	تعداد کل شرکت‌های عضو بورس تهران طی قلمرو زمانی پژوهش
۱۰۴	بانک‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی
۴۶	شرکت‌های که طی قلمرو زمانی پژوهش در بورس عضویت نداشته‌اند
۶۵	شرکت‌های که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ یا ۳۰ اسفندماه نیست
۱۰	تعداد شرکت‌های موجود در صنعت کمتر از ۲ باشد*
۳۸	شرکت‌های که داده‌های لازم برای محاسبه متغیرها در آن‌ها در دسترس نبوده است
۲۵۳	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شدند
۱۴۲	شرکت‌های موردبررسی پژوهش

با توجه به منطبق فرمول محاسبه ریسک‌پذیری شرکت‌ها و اینکه ریسک هر شرکت عملاً به نسبت سایر شرکت‌های صنعت خودش (میانگین صنعت) سنجیده می‌شود، یکی از محدودیت‌های روش مذکور این است در صورتی که مثلاً فقط یک شرکت در صنعتی وجود داشته باشد امکان سنجش ریسک بر اساس این فرمول برای آن شرکت وجود نخواهد داشت (درست نخواهد بود) چراکه میانگین صنعت برابر خود شرکت خواهد شد و اختلاف این دو صفر خواهد بود

درحالی‌که قاعداً ریسک‌پذیری شرکت صفر نبوده است و این امر به دلیل نبود شرکت‌های دیگر در صنعت و محدودیت محاسبه ریسک رخ داده است، به همین دلیل این‌گونه صنایع و شرکت‌های موجود در آن‌ها از نمونه حذف شده است.

مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس ژانگ، یانگ و لیو (۲۰۲۱) از الگوهای رگرسیونی چندمتغیره به شرح زیر استفاده شده است.

$$RISK_{it} = B_0 + B_1EPU_{it} + B_2FIX_3 + B_4LV_{it} + B_5OC_{it} + B_6Q_{it} + B_7ROE_{it} + B_8SIZE_{it} + B_9GDP_{it} + B_{10}EG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱ \text{ الگوی})$$

در مدل فوق RISK نماد ریسک‌پذیری شرکت، EPU عدم قطعیت سیاست اقتصادی، FIX دارایی ثابت، LV اهرم مالی، OC تمرکز مالکیت، Q سودآوری شرکت، ROE بازده حقوق صاحبان سهام، SIZE اندازه شرکت، EG رشد اقتصادی و GDP تولید ناخالص داخلی است.

$$RISK_{it} = B_0 + B_1EPU_{it} + B_2PMC_{it} + B_3EPU_{it}PMC_{it} + B_4FIX_{it} + B_5LV_{it} + B_6OC_{it} + B_7Q_{it} + B_8ROE_{it} + B_9SIZE_{it} + B_{10}GDP_{it} + B_{11}EG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲ \text{ الگوی})$$

PMC نماد رقابت بازار محصول است.

$$RISK_{it} = B_0 + B_1EPU_{it} + B_2FF_{it} + B_3EPU_{it}FF_{it} + B_4FIX_{it} + B_5LV_{it} + B_6OC_{it} + B_7Q_{it} + B_8ROE_{it} + B_9SIZE_{it} + B_{10}GDP_{it} + B_{11}EG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳ \text{ الگوی})$$

FF نماد اصطکاک مالی است.

$$FIN_{it} = B_0 + B_1EPU_{it} + B_2FIX_3 + B_4LV_{it} + B_5OC_{it} + B_6Q_{it} + B_7ROE_{it} + B_8SIZE_{it} + B_9GDP_{it} + B_{10}EG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۴ \text{ الگوی})$$

FIN نماد مالی شدن است.

$$RISK_{it} = B_0 + B_1EPU_{it} + B_2FIN_{it} + B_3FIX_{it} + B_4LV_{it} + B_5OC_{it} + B_6Q_{it} + B_7ROE_{it} + B_8SIZE_{it} + B_9GDP_{it} + B_{10}EG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۵ \text{ الگوی})$$

متغیر وابسته: ریسک‌پذیری شرکت

برای اندازه‌گیری متغیر ریسک‌پذیری شرکت با پیروی پژوهش فاسیو، مورا و مارکیکا (۲۰۱۱)، از نرخ بازده دارایی‌های شرکت که از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها به دست می‌آید، استفاده شده است. همچنین جهت تحلیل اضافه و اطمینان نتایج پژوهش از بازده حقوق صاحبان سهام که از تقسیم سود (زیان) عملیاتی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید، برای اندازه‌گیری این متغیر نیز استفاده شده است.

$$RISK_{it} = \sum_{t=n-5}^{t=0} \sqrt{\frac{(ROA_{it} - AROA_{it})^2}{N}} \quad T = 5 \quad (۱ \text{ رابطه})$$

$$RISK2_{it} = \sum_{t=n-5}^{t=0} \sqrt{\frac{(ROE_{it} - AROE_{it})^2}{N}} \quad T = 5$$

در این رابطه، ROA_{it} بازده دارایی در شرکت i در سال t ؛ میانگین بازده دارایی صنعت شرکت i در سال t ؛ ROE_{it} بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت i در سال t ؛ میانگین بازده حقوق صاحبان سهام صنعت شرکت i در سال t .

متغیر مستقل: عدم قطعیت سیاست اقتصادی

برای اندازه‌گیری عدم قطعیت سیاست اقتصادی با پیروی از پژوهش‌های صمصامی و ابراهیم نژاد (۱۳۹۸)، میرزایی و شیخ (۱۳۹۷) و اخگر، سجادی و حاجی میرزائی (۱۴۰۰) از شاخص‌های اقتصادی که شامل مخارج دولت و درآمد مالیاتی به‌عنوان شاخص مدیریت بخش مالی دولت و نقدینگی به‌عنوان شاخص مدیریت بخش پولی دولت و نرخ ارز غیررسمی به‌عنوان شاخص مدیریت ارزی دولت استفاده شده است. الگوی خود رگرسیون واریانس شرطی برای ساخت نا اطمینانی تورم اولین بار در سال ۱۹۸۲ توسط انگل^۱ مطرح شد و در سال‌های اخیر توسط پژوهشگران برای ساخت معیارهای عدم قطعیت به‌صورت گسترده به‌کاررفته است.

مراحل ساخت شاخص

استفاده از آزمون LM-TEST جهت بررسی وجود اثرات ARCH در متغیرها

ابتدا شرط ناهمسانی واریانس شرطی برای جملات خطای معادله میانگین به روش OLS، قبل از تخمین مدل ARCH مورد بررسی قرار می‌گیرد. آزمون اشاره‌شده بررسی می‌نماید که آیا مربع جملات خطای دوره‌های ماقبل t قادر به بیان مقدار واریانس خطا در دوره t هست یا خیر. همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود معنادار بودن آماره‌های فیشر و کای‌دو نشانگر آن است که جمله خطای معادله میانگین دارای مشکل ناهمسانی واریانس شرطی هست بنابراین پیش‌شرط استفاده از مدل آرچ برقرار است.

جدول ۲. نتایج آزمون اثرهای آرچ

شاخص	Lag	F-statistic	Prob/ F	Obs*R-squared	Prob/ Chi-Squar
مخارج دولت	۱	۱۱۴/۲۰۰	۰/۰۰	۴۹/۸۷۶	۰/۰۰
درآمد مالیاتی	۱	۷۰/۰۵۳	۰/۰۰	۳۹/۳۰۶	۰/۰۰
نقدینگی	۱	۵۰۲۲۶/۳۶	۰/۰۰	۸۶/۸۵۳	۰/۰۰
نرخ ارز	۱	۴۳۸/۶۵۸	۰/۰۰	۷۲/۸۷۸	۰/۰۰

تخمین معادله میانگین و واریانس متغیرها با استفاده از الگوی ARCH و GARCH

در این مرحله تعداد وقفه‌های بهینه برای ARCH و GARCH با کمک حداقل میزان معیار آکائیک و شوارتز - بی‌زین برای شاخص‌های معرفی به شرح جدول زیر تعیین شده است و بر اساس آن واریانس‌های مدل استخراج شده است. در

1. Engle

صورتی که معیارهای آکائیک و شوارتز - بیزین نتایج متناقضی گزارش کنند، معیار شوارتز - بیزین، در اولویت قرار می‌گیرد؛ زیرا معیار آکائیک به‌طور معمول یک مدل بسیار بزرگ با تعداد وقفه‌های بسیار بالا را پیشنهاد می‌کند (افلاطونی، ۱۴۰۰).

جدول ۳. معیار اطلاعاتی آکائیک و شوارتز - بیزین به ازای ترکیب‌های مختلف

شاخص	معیار	(۱,۰)	(۰,۱)	(۱,۱)	(۱,۲)	(۲,۱)	(۲,۲)
درآمد مالیاتی	آکائیک	۲۴/۵۲	۲۶/۷۰	۲۴/۹۴	۲۴/۹۴	۲۴/۹۵	۲۴/۹۸
	شوارتز	۲۴/۶۱	۲۶/۷۹	۲۵/۰۶	۲۵/۰۶	۲۵/۰۹	۲۵/۱۵
مخارج دولت	آکائیک	۲۷/۱۴	۲۸/۴۹	۲۶/۹۹	۲۷/۰۲	۲۶/۹۸	۲۷/۰۱
	شوارتز	۲۷/۲۳	۲۸/۵۷	۲۷/۱۰	۲۷/۱۶	۲۷/۱۲	۲۷/۱۷
نقدینگی	آکائیک	۳۲/۴۷	۳۴/۷۰	۳۲/۳۹	۳۲/۴۰	۳۲/۵۳	۳۲/۴۷
	شوارتز	۳۲/۵۵	۳۴/۷۸	۳۲/۵۰	۳۲/۵۴	۳۲/۶۷	۳۲/۶۴
نرخ ارز	آکائیک	۱۹/۳۶	۲۳/۶۳	۱۹/۳۵	۱۹/۳۱	۱۹/۳۳	۱۹/۳۶
	شوارتز	۱۹/۴۴	۲۳/۷۲	۱۹/۴۷	۱۹/۴۵	۱۹/۴۷	۱۹/۵۲

تعیین ضریب اهمیت هر متغیر

قاعدتاً ضریب اهمیت نوسان‌های متغیر سیاست‌های دولت بر ریسک‌پذیری شرکت یکسان نخواهد بود؛ بنابراین نمی‌توان جهت ترکیب نوسان‌ها و ایجاد شاخص در این متغیرها، وزن یکسانی در نظر گرفت؛ برای این کار از روش رگرسیون عناصر دورانی استفاده شد. برای این کار، هر یک از متغیرهایی که در ساخت شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به کار می‌روند، یک‌بار به‌صورت جداگانه وارد مدل شد و ضریب تعیین هر مدل به‌دست آمد؛ سپس با توجه به رابطه ۲، وزن مرتبط با هر متغیر، در ساخت شاخصی ترکیبی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی محاسبه شد.

$$C_j = \frac{R_j^2}{\sum_{j=1}^4 R_j^2} \quad \text{رابطه ۲}$$

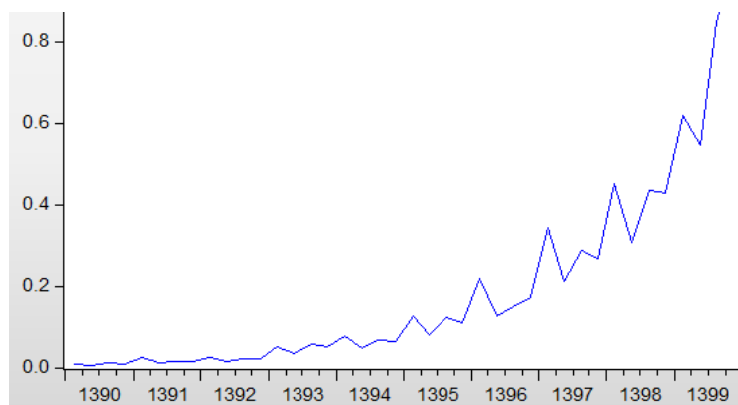
همگن کردن واریانس‌های استخراج‌شده در مرحله ۲

برای این که بتوان ۴ سری زمانی موجود را ترکیب کرد واریانس‌های استخراج‌شده در مرحله ۲ را با توجه به فرمول زیر، بین صفر و یک قرار داد که در این صورت به بزرگ‌ترین واریانس عدد یک و کوچک‌ترین واریانس عدد صفر تعلق می‌گیرد.

$$A = \frac{X - X_{min}}{X_{max} - X_{min}} \quad \text{رابطه ۳}$$

ساخت شاخص‌های ترکیبی

در پایان برای ساخت شاخص ترکیبی، با توجه به وزن‌های محاسبه‌شده در مرحله سوم، چهار سری زمانی واریانس‌های همگن‌شده موجود برای ساخت متغیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی با هم ترکیب شد. برای ساخت این شاخص‌ها، از داده‌های فصلی اقتصادی، استفاده شده و درنهایت، برای تبدیل آن‌ها به داده‌های سالانه، از داده‌های فصلی میانگین گرفته شد.



شکل ۱. روند متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی

ساخت شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی^۱

در پژوهش حاضر به‌منظور اطمینان حاصل کردن از نتایج پژوهش، با ترکیب واریانس‌های استخراج‌شده مرحله دوم متغیرهای مخارج دولت، درآمدهای مالیاتی، نقدینگی و نرخ ارز با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی، شاخص ترکیبی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی ساخته شد. روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی در علم اقتصاد به‌عنوان یک روش غیر پارامتریک و ساده برای استخراج اطلاعات مرتبط از مجموعه‌ای از داده‌های هم‌بسته جهت شاخص‌سازی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

متغیر تعدیلگر: رقابت بازار محصول

با پیروی از پژوهش سرلک و میرزایی (۱۳۹۵)، برای محاسبه سطح رقابت در بازار محصول از شاخص هیرفیندال - هیرشمن (HHI) استفاده شده است. مقدار حاصل این شاخص هرچه قدر بزرگ‌تر باشد بیانگر تمرکز و انحصار بیشتر و رقابت کمتری در صنعت است و برعکس.

$$HHI_{i,j} = \sum_{i=1}^{Nj} \left(\frac{Sales_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^{Nj} Sales_{i,j,t}} \right)^2 \quad \text{رابطه ۴}$$

که در آن، $HHI_{i,j,t}$ شاخص هیرفیندال هیرشمن برای صنعت j در زمان t ؛ $Sales_{i,j,t}$ بیانگر میزان فروش شرکت i در صنعت j در زمان t ؛ N تعداد شرکت‌های فعال در صنعت j .

1. principal component analysis

متغیر تعدیلگر: اصطکاک مالی

با پیروی از پژوهش‌های اخگر و کرانی (۱۳۹۸)، ایزلی و همکاران (۲۰۰۸) و دنگ، ژنگ و ژو (۲۰۱۷) برای محاسبه این متغیر از پارامتر عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است. منتهی در گردآوری داده‌های مربوط به محاسبه این متغیر دو شرط زیر اعمال شده است.

$$SPRED_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{\frac{AP_{i,t} + BP_{i,t}}{2}} \quad \text{(رابطه ۵)}$$

$AP_{i,t}$ بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره بررسی شده t ؛ $BP_{i,t}$ بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره بررسی شده t .

قیمت پیشنهادی خرید، عبارت است از بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهم در هر روز و بهترین قیمت پیشنهادی فروش نیز، کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش هر سهم در هر روز است.

متغیر میانجی: مالی شدن

بر اساس پژوهش ژانگ، یانگ و لیو (۲۰۲۱)، مالی شدن سطحی از دارایی‌های مالی می‌باشد که شامل دارایی‌های مالی به ارزش منصفانه به واسطه سود یا زیان، دارایی‌های مالی در دسترس برای فروش، سرمایه‌گذاری‌های نگهداری شده تا سررسید، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارایی، سود سهام دریافتی، بهره‌های دریافتی، وام‌ها و پرداخت‌های طرفین، سرمایه‌گذاری واقعی، دارایی‌های مالی، مشتقات مالی و دارایی‌های مالی قابل استرداد تحصیل شده می‌باشند که نحوه محاسبه آن از تقسیم دارایی‌های مالی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

از آزمون سوبل^۱ برای تأیید متغیر میانجی استفاده می‌شود. در آزمون سوبل مقدار Z-VALUE از رابطه زیر به دست می‌آید. اگر مقدار حاصل شده بیشتر از ۱/۹۶ باشد، می‌توان معنادار بودن تأثیر متغیر میانجی در سطح اطمینان ۹۵ درصد را تأیید کرد.

$$Z - VALUE = \frac{a * b}{\sqrt{(b^2 * S_a^2) + (a^2 + S_b^2) + (S_a^2 * S_b^2)}} \quad \text{(رابطه ۶)}$$

a مقدار ضریب مسیر میان متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن است؛ b مقدار ضریب مسیر میان متغیر مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت است؛ S_a خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن است؛ S_b خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت است؛ مقدار Z-Value حاصل آزمون سوبل جهت سنجش نقش مالی شدن در زمینه رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت است.

متغیرهای کنترلی

تمرکز مالکیت: با پیروی از پژوهش‌های دسینه، حسینی و جنگاور (۱۴۰۱) و ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، سهام‌داران عمده که مجموع سهام اشخاص حقیقی و حقوقی بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشند به‌عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.

اهرم مالی: اهرم مالی نشانگر ریسک مالی است. این نسبت از تقسیم بدهی بر مجموع بدهی به‌علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان به‌دست می‌آید. تنها تفاوت اندازه‌گیری این شیوه از اهرم مالی با روش معمول این است که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در مقایسه با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام از ویژگی مربوط بودن و قابل‌اتکا بودن بیشتری برخوردار می‌باشد (محمودآبادی و زمانی، ۱۳۹۵)

اندازه شرکت: با پیروی از پژوهش‌های دسینه، حسینی و جنگاور (۱۴۰۱) و ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، از طریق لگاریتم‌گیری با پایه طبیعی از دارایی‌های کل شرکت (i) در سال (t) به‌دست می‌آید.

نرخ بازده حقوق صاحبان سهام: به پیروی از پژوهش محمدی رضانی، رضایی و کاظمی (۱۴۰۱)، از طریق تقسیم سود خالص بر کل حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال (t) به‌دست می‌آید.

سودآوری شرکت: با پیروی از پژوهش‌های دسینه، حسینی و جنگاور (۱۴۰۱) و ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، برای محاسبه سودآوری شرکت از شاخص کیو توین استفاده شده است که از جمع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

نسبت دارایی‌های ثابت: با پیروی از پژوهش‌های دسینه، حسینی و جنگاور (۱۴۰۱) و ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، نسبت دارایی‌های ثابت از طریق تقسیم دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

تولید ناخالص داخلی: ارقام تولید ناخالص داخلی از سایت بانک مرکزی استخراج می‌شود سپس از آن ln گرفته شده است (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۱)

رشد اقتصادی: برای محاسبه رشد اقتصادی از تولید ناخالص حقیقی باید استفاده شود چون ممکن است تولید ناخالص ملی در یک سال ۱۵ درصد نسبت به سال گذشته رشد داشته باشد؛ این همه رشد بر اثر تورم بوده نه افزایش فیزیکی تولید کالا و خدمات و امکان دارد تولید فیزیکی نسبت به سال گذشته کمتر بوده باشد؛ بنابراین برای حذف اثر تورم باید از تولید ناخالص ملی حقیقی (قیمت ثابت) استفاده کرد. اندازه‌گیری دوره‌ای تولید ناخالص ملی باقیمت‌های سال پایه را تولید ناخالص حقیقی گویند بخردی نسب، کمالی و ابراهیمی که‌ریزسنگی (۱۴۰۰)

$$EG = \frac{GDP_2 - GDP_1}{GDP_1} \quad \text{رابطه ۷}$$

یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش دربرگیرنده آمار توصیفی و استنباطی است.

آمار توصیفی

در جدول ۴ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه شده است.

جدول ۴. آمار توصیفی

نماد متغیرها	نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
RISK	ریسک‌پذیری شرکت (بر مبنای ROA)	۰/۰۵۱	۰/۰۴۵	۰/۱۲۱	۰/۰۱۶	۰/۰۲۹	۰/۹۰۴	۳/۰۳۳
RISK2	ریسک‌پذیری شرکت (بر مبنای ROE)	۰/۱۶۸	۰/۱۲۹	۰/۴۵۵	۰/۰۳۱	۰/۱۲۴	۰/۹۸۰	۳/۰۱۹
EPURISK	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت (بر مبنای ROA)	۰/۲۵۹	۰/۱۶۶	۰/۷۵۵	۰/۰۰۸	۰/۲۵۰	۰/۹۸۰	۲/۶۹۳
EPURISK2	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت (بر مبنای ROE)	۰/۲۵۸	۰/۱۶۵	۰/۷۵۴	۰/۰۰۸	۰/۲۵۰	۰/۹۸۴	۲/۶۹۸
EPUPCA	عدم قطعیت سیاست اقتصادی به روش مؤلفه‌های اصلی	۱/۷۹۴	۰/۷۴۸	۷/۱۱۸	-۰/۸۱۳	۲/۶۵۹	۱/۰۲۴	۲/۷۷۱
PMC	رقابت بازار محصول	۰/۳۰۲	۰/۲۶۵	۰/۶۰۰	۰/۰۶۳	۰/۱۷۸	۰/۲۲۲	۱/۶۵۲
FF	اصطکاک مالی	۰/۰۲۸	۰/۰۳۹	۰/۰۵۷	۰/۰۱۵	۰/۰۰۸	-۰/۲۰۸	۲/۳۶۲
FIN	مالی شدن	۰/۰۶۱	۰/۰۳۲	۰/۱۸۷	۰/۰۰۰	۰/۰۶۷	۰/۸۸۴	۲/۲۹۴
GDP	تولید ناخالص داخلی	۱۵/۶۵۸	۱۵/۶۶۵	۱۵/۷۵۳	۱۵/۵۸۳	۰/۰۵۳	۰/۲۶۴	۱/۹۳۷
EG	رشد اقتصادی	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	۰/۳۸۲	۲/۷۴۷
FIX	نسبت دارایی‌های ثابت	۰/۲۵۰	۰/۲۲۱	۰/۶۱۳	۰/۰۴۵	۰/۱۶۳	۰/۶۶۴	۲/۴۷۴
LV	اهرم مالی	۰/۳۱۲	۰/۲۷۹	۰/۷۳۹	۰/۰۴۸	۰/۲۰۵	۰/۴۳۷	۲/۰۱۱
OC	تمرکز مالکیت	۶۲/۶۱۳	۶۷/۰۶۰	۹۲/۴۳۲	۲۳/۰۰۴	۲۰/۱۱۵	-۰/۵۳۴	۲/۱۸۸
QT	سودآوری شرکت	۲/۰۱۸	۱/۸۰۵	۴/۴۶۰	۰/۶۹۲	۰/۸۵۵	۰/۸۵۱	۳/۰۳۷
ROE	بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۳۰۶	۰/۲۹۸	۰/۷۲۴	-۰/۱۳۰	۰/۲۴۴	۰/۰۷۱	۱/۹۳۴
SIZE	اندازه شرکت	۱۴/۹۷۴	۱۴/۷۲۲	۱۷/۶۷۹	۱۲/۲۹۳	۱/۴۲۶	۰/۳۸۱	۲/۳۴۱

با نگاهی به جدول توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش حاضر، می‌توان دریافت که میانگین و میانه متغیرهای موجود، فاصله عمده‌ای باهم ندارند و در میان متغیرها، تمرکز مالکیت بیشترین مقدار میانگین و میانه را دارد. بیشینه و کمینه به ترتیب نشان‌دهنده بالاترین و پایین‌ترین ارزش در بین کل داده‌های متغیر بوده و تفاوت آن‌ها دامنه تغییرات متغیر را نشان می‌دهد که برای نمونه مقدار بیشینه برای متغیر اصطکاک مالی ۰/۰۵۷ است و کمترین مقدار آن ۰/۰۱۵ است. ضریب چولگی، معیار وجود تقارن یا عدم وجود تقارن در تابع توزیع است؛ در یک توزیع کاملاً متقارن مقدار ضریب چولگی صفر است. ضریب چولگی بین +۳ و -۳ است، چنانچه بین +۰/۵ و -۰/۵ باشد به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. با

این اوصاف متغیرهای رقابت بازار محصول، اصطکاک مالی، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، اندازه شرکت، تولید ناخالص داخلی و رشد اقتصادی با مقادیر چولگی درج شده در جدول توصیفی پژوهش حاضر، به توزیع نرمال نزدیک‌تر می‌باشند. انحراف معیار، نشان‌دهنده پراکندگی داده‌های هر متغیر در اطراف میانگین است؛ با در نظر گرفتن انحراف معیار متغیرها مشخص می‌شود که توزیع متغیرهای تمرکز مالکیت و اندازه شرکت، نسبت به توزیع نرمال پراکندگی بیشتری دارد. ضریب کشیدگی، معیاری از بلندی (تیزی) منحنی توزیع در نقطه ماکزیمم است که در یک توزیع نرمال ضریب کشیدگی برابر ۳ است. ضرایب محاسبه در یک توزیع در اطراف ۳ باشد می‌توان بیان داشت که به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. به‌طور مثال مقدار میانگین متغیر سودآوری شرکت (۲/۰۱۸) بزرگ‌تر از مقدار میانه (۱/۸۰۵) است و توزیع چوله به راست است و با توجه به اینکه ضریب کشیدگی آن بزرگ‌تر از ۳ هست این توزیع بلندتر از توزیع نرمال است.

با توجه به اینکه در متغیرهای ریسک‌پذیری، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن مقدار میانگین بیشتر از مقدار میانه است این نشان از چوله به راست است با در نظر گرفتن میانگین و انحراف معیار نسبتاً نزدیک به هم و مقدار چولگی بالا، نشان‌دهنده وجود تغییرات بزرگ در سیاست اقتصادی است، ریسک‌پذیری بالا نمود دارد و مالی شدن نسبتاً پایدار است. متغیر رقابت بازار محصول نیز دارای چوله به راست است که نشان‌دهنده این است در شرکت‌های موردبررسی، رقابت قوی وجود دارد. متغیر اصطکاک مالی دارای چوله چپ هست و با توجه به اینکه مقدار انحراف معیار نزدیک به صفر (۰/۰۰۸) است نشان‌دهنده آن است که در این متغیر تغییرات زیادی وجود ندارد و اصطکاک مالی در شرکت‌های موردبررسی، نسبتاً پایدار است.

آمار استنباطی

برای برآورد مدل با داده‌های ترکیبی از روش‌های تجمیعی و روش‌های پانلی استفاده می‌شود. برای تشخیص اینکه در مدل‌های پژوهش حاضر، آیا استفاده از روش داده‌های پانلی کارآمد خواهد بود یا داده‌های تجمیعی، از آزمون اف لیمر (چاو) بهره گرفته می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 یعنی یکسان بودن عرض از مبدأها در مقابل فرضیه H_1 یعنی ناهمسانی عرض از مبدأها قرار می‌گیرد. در صورتی که فرضیه H_0 پذیرفته شود استفاده از مدل رگرسیون تجمیعی مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های تجمیعی مورد آزمون قرار خواهد گرفت؛ اما در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های پانلی پذیرفته می‌شود و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانلی آزمون می‌شود. به‌منظور اینکه مشخص شود کدام روش اثرات ثابت یا روش اثرات تصادفی برای برآورد مناسب‌تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این آزمون، تأیید فرض H_0 به معنای برتری مدل با اثرات تصادفی است و تأیید فرض H_1 به معنای برتری مدل با اثرات ثابت است. در این پژوهش، برای بررسی وجود خودهم‌بستگی و مشکل ناهمسانی واریانس اجزای خطا به ترتیب از آزمون‌های دوربین - واتسون و وایت استفاده شده است. زمانی پسماندهای مدل فاقد خودهم‌بستگی خواهد بود که آماره دوربین - واتسون بین بازه ۱/۵ تا ۲/۵ باشد. برای رفع خودهم‌بستگی مرتبه اول، در صورتی که مدل با الگوی اثرات ثابت مقطعی برآورد شده باشد، می‌توان عبارت (1) α_2 را به مدل اضافه کرد و اگر برآورد مدل به‌صورت الگوهای اثرات تصادفی مقطعی، اثرات ثابت یا تصادفی زمانی باشد به‌ناچار باید از وقفه جمله باقی‌مانده مدل اولیه، استفاده کرد (افلاطونی، ۱۴۰۰). چنانچه سطح معناداری به‌دست‌آمده برای ناهمسانی واریانس

اجزای خطا در آزمون وایت، کمتر از خطای ۵ درصد باشد و مدل دارای الگوی اثرات ثابت باشد جهت رفع ناهمسانی واریانس از GLS استفاده می‌شود. اگر مدل با الگوی اثرات تصادفی برازش شده باشد، از دستور `cofe covariance method` استفاده می‌شود. در نهایت جهت سنجش عدم هم خطی میان متغیرها توضیحی پژوهش از مقادیر شاخص تورم واریانس استفاده شده است که مقدار بحرانی به دست آمده در مدل‌های پژوهش کمتر از ۱۰ باشد نشان‌دهنده آن است که وجود هم خطی مشکلی برای نتیجه‌گیری بر مبنای مدل ایجاد نخواهد کرد.

جدول ۵. نتایج تخمین فرضیه اول پژوهش

RISK2					RISK						
رگرسیون ب					رگرسیون الف						
همخطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	همخطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها	
					۳/۶۰۷	۰/۰۰۰	۵/۶۰۶	۰/۰۰۳	۰/۰۱۸	EPURISK	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت*
۳/۰۸۴	۰/۰۰۰	۴/۶۴۲	۰/۰۰۹	۰/۰۴۳						EPURISK2	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت**
۲/۶۹۸	۰/۸۱۳	۰/۳۳۷	۰/۳۳۷	۰/۰۸۰	۲/۹۸۲	۰/۹۶۶	-۰/۰۴۳	۰/۰۹۹	-۰/۰۰۴	EG	رشد اقتصادی
۲/۴۳۶	۰/۱۰۸	-۱/۶۰۷	۰/۰۲۵	-۰/۰۴۱	۲/۰۱۰	۰/۰۷۴	-۱/۷۹۲	۰/۰۰۷	-۰/۰۱۳	GDP	تولید ناخالص داخلی
۱/۳۹۴	۰/۹۸۲	۰/۰۲۳	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۱/۲۰۳	۰/۰۰۰	۴/۳۲۶	۰/۰۰۴	۰/۰۱۹	FIX	نسبت دارایی‌های ثابت
۳/۰۶۳	۰/۹۸۶	۰/۰۱۸	۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	۳/۵۸۷	۰/۵۴۱	-۰/۶۱۲	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲	LV	اهرم مالی
۱/۱۷۳	۰/۸۱۳	۰/۲۳۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۹۲	۰/۸۱۵	-۰/۲۳۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	OC	تمرکز مالکیت
۲/۸۹۵	۰/۴۲۹	۰/۷۹۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۲/۸۲۰	۰/۹۳۸	۰/۰۷۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	QT	سودآوری شرکت
۱/۳۷۷	۰/۵۹۴	۰/۵۳۳	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	۱/۴۴۱	۰/۰۰۵	۲/۷۹۸	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۲/۲۸۹	۰/۰۰۳	-۳/۰۱۲	۰/۰۰۵	-۰/۰۱۴	۲/۰۳۵	۰/۰۴۵	-۲/۰۰۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت
-	۰/۰۱۱	۲/۵۳۶	۰/۳۹۶	۱/۰۰۴	-	۰/۰۱۳	۲/۴۹۲	۰/۱۱۷	۰/۳۹۲	C	عرض از مبدأ
۲/۴۸۵	۰/۰۰۰	۲۲/۸۶۵	۰/۰۲۳	۰/۵۳۳	۱/۷۳۵	۰/۰۰۰	۲۸/۹۱۱	۰/۰۲۱	۰/۶۱۹	AR (1)	فرآیند خود توضیح
		۰/۸۶۶					۰/۷۹۱				ضریب تعیین
		۰/۸۴۸					۰/۷۶۳				ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۰۰۹					۱/۷۲۰				دوربین واتسون
		۴۷/۱۲۷					۲۸/۱۹۵				آماره F
		۰/۰۰۰					۰/۰۰۰				سطح معناداری

* (بر مبنای ROA) ** (بر مبنای ROE)

در الگوی رگرسیونی الف و ب با توجه به اینکه مقدار آماره F، به ترتیب ۲۸/۱۹۵ و ۴۸/۱۲۷ و نیز سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است نشان دهنده معناداری مدل رگرسیونی در حالت کلی هست. مقدار ضریب تعیین در هر دو رگرسیون نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. در ضمن بر اساس مقدار ضریب تعیین تعدیل شده رگرسیون‌های الف و ب می‌توان گفت در دوره پژوهش، به ترتیب حدود ۷۶ و ۸۵ درصد از تغییرات ریسک‌پذیری شرکت به وسیله متغیرهای توضیحی انتخاب شده مدل، تبیین شده است. نظر به اینکه سطح معناداری متغیر پیش‌بین در هر دو رگرسیون اشاره شده کمتر از ۵ درصد است پس می‌توان نتیجه گرفت که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری رابطه معناداری وجود دارد، لذا فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۶. نتایج تخمین فرضیه دوم پژوهش

RISK2					RISK						متغیرها
رگرسیون ب					رگرسیون الف						
همخطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	همخطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب		
					۳/۶۵۷	۰/۰۰۰	۵/۵۳۲	۰/۰۰۳	۰/۰۱۸	EPU RISK	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت*
۳/۲۳۲	۰/۰۴۹	۱/۹۶۷	۰/۰۱۰	۰/۰۲۰						EPU RISK2	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت**
۱/۵۴۸	۰/۰۰۰	-۱۰/۵۹۶	۰/۰۶۹	-۰/۷۳۳	۱/۱۷۰	۰/۱۹۸	-۱/۲۸۷	۰/۰۱۰	-۰/۰۱۳	PMC	رقابت بازار محصول
					۱/۱۸۶	۰/۳۶۵	۰/۹۰۷	۰/۰۱۰	۰/۰۰۹	PMCEPURISK	متغیر تعاملی
۱/۰۶۸	۰/۳۳۱	-۰/۹۷۲	۰/۰۳۸	-۰/۰۳۷						PMCEPURISK2	متغیر تعاملی
۲/۷۱۶	۰/۵۱۴	۰/۶۵۳	۰/۳۴۸	۰/۲۲۷	۳/۰۰۰	۰/۹۷۸	-۰/۰۲۸	۰/۰۹۹	-۰/۰۰۳	EG	رشد اقتصادی
۲/۴۷۵	۰/۴۸۹	-۰/۶۹۳	۰/۰۲۶	-۰/۰۱۸	۲/۰۲۳	۰/۰۸۶	-۱/۷۲۱	۰/۰۰۸	-۰/۰۱۳	GDP	تولید ناخالص داخلی
۱/۴۴۰	۰/۲۴۸	-۱/۱۵۶	۰/۰۱۷	-۰/۰۱۹	۱/۳۲۰	۰/۰۰۰	۴/۲۶۱	۰/۰۰۴	۰/۰۱۸	FIX	نسبت دارایی‌های ثابت
۳/۳۶۴	۰/۰۱۷	-۲/۴۰۰	۰/۰۱۰	-۰/۰۲۴	۳/۵۵۵	۰/۳۴۲	-۰/۹۵۱	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۳	LV	اهرم مالی
۱/۲۰۱	۰/۸۷۴	-۰/۱۵۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۱۲۴	۰/۸۰۴	-۰/۲۴۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	OC	تمرکز مالکیت
۳/۰۱۹	۰/۳۴۶	۰/۹۴۴	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۲/۸۵۵	۰/۹۷۰	-۰/۰۳۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	QT	سودآوری شرکت
۱/۴۱۷	۰/۶۱۸	-۰/۴۹۹	۰/۰۰۸	-۰/۰۰۴	۱/۴۶۰	۰/۰۰۶	۲/۷۶۴	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۲/۴۴۴	۰/۱۱۷	-۱/۵۶۷	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۸	۲/۳۵۱	۰/۰۳۹	-۲/۰۶۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت
-	۰/۰۵۷	۱/۹۰۳	۰/۴۰۸	۰/۷۷۷	-	۰/۰۱۴	۲/۴۷۰	۰/۱۱۸	۰/۲۹۱	C	عرض از مبدأ
۲/۸۷۷	۰/۰۰۰	۲۲/۶۱۸	۰/۰۲۳	۰/۵۳۰	۱/۷۴۹	۰/۰۰۰	۲۸/۹۱۳	۰/۰۲۱	۰/۶۱۹	AR (1)	فرآیند خود توضیح
		۰/۸۶۰				۰/۷۹۰					ضریب تعیین
		۰/۸۴۱				۰/۷۶۲					ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۰۳۲				۱/۷۱۹					دوربین واتسون
		۴۴/۰۸۹				۲۷/۷۰۰					آماره F
		۰/۰۰۰				۰/۰۰۰					سطح معناداری

* (بر مبنای ROA) ** (بر مبنای ROE)

در الگوهای رگرسیونی الف و ب مقدار آماره F، به ترتیب ۲۷/۷۰۰ و ۴۴/۰۸۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است که معناداری مدل رگرسیونی در حالت کلی را نشان می‌دهد. مقدار ضریب تعیین در هر دو رگرسیون گویای این است که مدل برازش مقبولی دارد. در ضمن، براساس مقدار ضریب تعیین تعدیل شده رگرسیون‌های الف و ب می‌توان گفت که در دوره پژوهش، به ترتیب حدود ۷۶ و ۸۴ درصد از تغییرات ریسک‌پذیری شرکت، به وسیله متغیرهای توضیحی انتخاب شده مدل تبیین شده است. ضریب متغیر تعاملی عدم قطعیت سیاست اقتصادی در رقابت بازار محصول، در هر دو رگرسیون ۰/۰۰۹ و ۰/۰۳۷- و سطح معناداری آن‌ها، بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است؛ بنابراین فرض صفر تأیید می‌شود. در نتیجه رقابت بازار محصول در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت نقش تعدیلگری ندارد؛ پس فرضیه دوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

جدول ۷. نتایج تخمین فرضیه سوم پژوهش

RISK2					RISK					متغیرها	
رگرسیون ب					رگرسیون الف						
همخطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	همخطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب		
					۳/۴۵۲	-/۰۰۰	۳/۷۰۰	-/۰۰۷	-/۰۲۶	EPURISK	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت*
										EPURISK2	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت**
					۲/۴۶۹	-/۵۵۳	-/۵۹۴	-/۱۵۰	-/۰۸۹	FF	اصطکاک مالی
					۱/۳۷۲	-/۸۱۹	-/۲۲۹	-/۴۵۳	-/۱۰۴	FFEPURISK	متغیر تعاملی
					۱/۳۸۲	-/۵۸۲	-/۵۵۱	۱/۸۰۴	-/۹۹۴	FFEPURISK ₂	متغیر تعاملی
					۲/۶۹۱	-/۸۳۹	-/۲۰۳	۱/۰۳۰	-/۲۰۹	EG	رشد اقتصادی
					۲/۴۹۵	-/۵۶۲	-/۵۸۰	-/۰۸۰	-/۰۴۶	GDP	تولید ناخالص داخلی
					۱/۲۴۴	-/۰۰۸	-۲/۶۷۰	-/۰۳۹	-/۱۰۴	FIX	نسبت دارایی‌های ثابت
					۲/۸۴۱	-/۲۱۰	-۱/۲۵۷	-/۰۳۶	-/۰۴۵	LV	اهرم مالی
					۱/۰۵۵	-/۹۰۹	-/۱۱۵	-/۰۰۰	-/۰۰۰	OC	تمرکز مالکیت
					۲/۶۵۳	-/۹۹۶	-/۰۰۶	-/۰۰۶	-/۰۰۰	QT	سودآوری شرکت
					۱/۳۸۰	-/۰۰۶	-۲/۷۵۹	-/۰۲۰	-/۰۵۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
					۱/۶۲۸	-/۳۹۶	-/۸۵۰	-/۰۱۲	-/۰۱۰	SIZE	اندازه شرکت
					-	-/۵۳۹	-/۶۱۵	۱/۲۶۱	-/۷۷۵	C	عرض از مبدأ
					۱/۷۷۳	-/۰۰۰	۸/۳۳۹	-/۰۴۶	-/۳۸۴	AR (1)	فرآیند خود توضیح
											ضریب تعیین
											ضریب تعیین تعدیل شده
											دوربین واتسون
											آماره F
											سطح معناداری

* (بر مبنای ROA) ** (بر مبنای ROE)

در الگوی رگرسیونی الف و ب با توجه به اینکه مقدار آماره F، به ترتیب ۹/۵۹۱ و ۱۰/۴۲۴ و نیز سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است نشان دهنده معناداری مدل رگرسیونی در حالت کلی می‌باشد. مقدار ضریب تعیین در هر دو رگرسیون نشان می‌دهد که مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. در ضمن، بر اساس مقدار ضریب تعیین تعدیل شده رگرسیون‌های الف و ب می‌توان گفت در دوره پژوهش به ترتیب حدود ۶۶ و ۶۸ درصد از تغییرات ریسک‌پذیری شرکت به وسیله متغیرهای توضیحی انتخاب شده مدل، تبیین شده است. نظر به اینکه ضریب متغیر تعاملی عدم قطعیت سیاست اقتصادی در اصطکاک مالی، در هر دو رگرسیون ۰/۱۰۴- و ۰/۹۹۴- است و سطح معناداری آن‌ها، بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض صفر تأیید می‌شود. در نتیجه اصطکاک مالی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت نقش تعدیلگری ندارد. از این رو فرضیه سوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

جدول ۸. نتایج تخمین فرضیه چهارم پژوهش

fin					fin						
رگرسیون ب					رگرسیون الف						
هم‌خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	هم‌خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها	
					۱/۹۳۲	۰/۰۰۰	-۵/۸۷۸	۰/۰۰۵	-۰/۰۳۱	EPURISK	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت*
۱/۹۳۰	۰/۰۰۰	-۵/۸۶۹	۰/۰۰۵	-۰/۰۳۱						EPURISK2	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت**
۱/۴۶۹	۰/۵۶۵	-۰/۵۷۵	۰/۲۸۶	-۰/۱۶۵	۱/۴۶۹	۰/۵۶۵	-۰/۵۷۶	۰/۲۸۶	-۰/۱۶۵	EG	رشد اقتصادی
۱/۵۷۲	۰/۹۹۰	۰/۰۱۲	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۱/۵۷۲	۰/۹۸۴	۰/۰۲۰	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	GDP	تولید ناخالص داخلی
۱/۱۲۸	۰/۰۰۰	-۱۳/۷۷۲	۰/۰۰۵	-۰/۰۷۰	۱/۱۲۸	۰/۰۰۰	-۱۳/۷۷۵	۰/۰۰۵	-۰/۰۷۰	FIX	نسبت دارایی‌های ثابت
۲/۷۸۴	۰/۲۹۲	-۱/۰۵۵	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۷	۲/۷۸۴	۰/۲۹۰	-۱/۰۵۹	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۷	LV	اهرم مالی
۱/۰۸۱	۰/۰۰۹	-۲/۶۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۸۱	۰/۰۰۹	-۲/۶۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	OC	تمرکز مالکیت
۲/۷۷۶	۰/۰۴۳	-۲/۰۲۸	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۳	۲/۷۷۶	۰/۰۴۳	-۲/۰۲۶	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۳	QT	سودآوری شرکت
۱/۵۸۹	۰/۱۳۶	-۱/۴۹۴	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۶	۱/۵۸۹	۰/۱۳۵	-۱/۴۹۶	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۱/۲۸۴	۰/۰۰۰	۹/۷۳۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	۱/۲۸۴	۰/۰۰۰	۹/۷۴۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۱۰	۰/۰۰۰	۵۲/۷۷۲	۰/۰۱۶	۰/۸۶۹	۱/۰۱۰	۰/۰۰۰	۵۲/۷۷۱	۰/۰۱۶	۰/۸۶۹	RESID (-1)	وقفه باقیمانده مدل
-	۰/۹۶۷	-۰/۰۴۱	۰/۲۷۱	-۰/۰۱۱	-	۰/۹۶۱	-۰/۰۴۹	۰/۲۷۱	-۰/۰۱۳	C	عرض از مبدأ
		۰/۷۹۹				۰/۷۹۹					ضریب تعیین
		۰/۷۹۸				۰/۷۹۸					ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۲۲۵				۲/۲۲۵					دوربین واتسون
		۵۰۴/۲۲۸				۵۰۴/۲۲۶					آماره F
		۰/۰۰۰				۰/۰۰۰					سطح معناداری

* (بر مبنای ROA) ** (بر مبنای ROE)

در الگوی رگرسیونی الف و ب با توجه به اینکه مقدار آماره F ، به ترتیب $۵۰۴/۲۳۶$ و $۵۰۴/۲۲۸$ و نیز سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است نشان‌دهنده معناداری مدل رگرسیونی در حالت کلی می‌باشد. مقدار ضریب تعیین در هر دو رگرسیون نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. در ضمن، بر اساس مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده رگرسیون‌های الف و ب می‌توان گفت در دوره پژوهش به ترتیب حدود ۸۰ و ۸۰ درصد از تغییرات مالی شدن به وسیله متغیرهای توضیحی انتخاب‌شده مدل، تبیین شده است. نظر به اینکه سطح معناداری متغیر پیش‌بین در هر دو رگرسیون اشاره شده کمتر از ۵ درصد است پس می‌توان نتیجه گرفت که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن رابطه معناداری وجود دارد، لذا فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۹. نتایج تخمین فرضیه پنجم پژوهش

RISK2					RISK						
رگرسیون ب					رگرسیون الف						
هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها	
					۳/۶۴۳	۰/۰۰۰	۵/۵۳۹	۰/۰۰۳	۰/۰۱۸	EPURISK	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت*
۱/۹۹۶	۰/۰۰۰	۴/۸۱۱	۰/۰۱۴	۰/۰۶۷						EPURISK2	عدم قطعیت سیاست اقتصادی ریسک‌پذیری شرکت**
۱/۱۶۵	۰/۴۰۲	۰/۸۳۹	۰/۰۳۸	۰/۰۳۱	۱/۱۷۳	۰/۰۷۵	-۱/۷۸۰	۰/۰۱۲	-۰/۰۲۱	FIN	مالی شدن
۱/۴۹۱	۰/۰۰۷	۲/۷۱۸	۰/۸۴۴	۲/۲۹۳	۲/۹۸۴	۰/۹۱۵	-۰/۱۰۷	۰/۰۹۹	-۰/۰۱۱	EG	رشد اقتصادی
۱/۵۸۴	۰/۰۲۱	-۲/۳۱۲	۰/۰۵۱	-۰/۱۱۷	۲/۰۱۰	۰/۰۷۳	-۱/۷۹۳	۰/۰۰۷	-۰/۰۱۳	GDP	تولید ناخالص داخلی
۱/۱۸۲	۰/۰۵۲	-۱/۹۴۸	۰/۰۱۵	-۰/۰۲۹	۱/۳۰۹	۰/۰۰۰	۴/۱۹۵	۰/۰۰۴	۰/۰۱۸	FIX	نسبت دارایی‌های ثابت
۲/۹۱۳	۰/۰۱۷	۲/۳۸۸	۰/۰۱۹	۰/۰۴۵	۳/۷۰۹	۰/۵۸۶	-۰/۵۴۴	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲	LV	اهرم مالی
۱/۰۹۵	۰/۴۲۴	۰/۸۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۱۲۷	۰/۸۰۲	-۰/۲۵۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	OC	تمرکز مالکیت
۲/۸۲۵	۰/۱۳۷	۱/۴۸۸	۰/۰۰۵	۰/۰۰۷	۲/۹۲۰	۰/۹۰۱	۰/۱۲۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	QT	سودآوری شرکت
۱/۶۰۷	۰/۰۰۰	-۴/۰۵۲	۰/۰۱۴	-۰/۰۵۵	۱/۴۵۷	۰/۰۰۴	۲/۸۸۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۱/۳۷۸	۰/۰۰۱	-۳/۳۰۶	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۶	۲/۰۷۸	۰/۰۳۷	-۲/۰۹۰	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت
-	۰/۰۰۹	۲/۶۱۵	۰/۷۹۰	۲/۰۶۵	-	۰/۰۱۲	۲/۵۱۶	۰/۱۱۷	۰/۲۹۵	C	عرض از مبدأ
					۱/۷۲۴	۰/۰۰۰	۲۸/۹۹۶	۰/۰۲۱	۰/۶۲۲	AR (1)	فرآیند خود توضیح
۱/۰۲۲	۰/۰۰۰	۳۱/۳۴۱	۰/۰۲۴	۰/۷۴۹						RESID (-1)	وقفه باقیمانده مدل
		۰/۵۸۲				۰/۷۹۲					ضریب تعیین
		۰/۵۷۹				۰/۷۶۴					ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۱۳۶				۱/۷۲۳					دوربین واتسون
		۱۵۶/۹۴۹				۲۸/۲۲۰					آماره F
		۰/۰۰۰				۰/۰۰۰					سطح معناداری

* (بر مبنای ROA) ** (بر مبنای ROE)

در الگوی رگرسیونی الف و ب با توجه به اینکه مقدار آماره F ، به ترتیب $۲۸/۲۲۰$ و $۱۵۶/۹۴۹$ و نیز سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است نشان‌دهنده معناداری مدل رگرسیونی در حالت کلی می‌باشد. مقدار ضریب تعیین در هر دو رگرسیون نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. در ضمن، بر اساس مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده رگرسیون‌های الف و ب می‌توان گفت در دوره پژوهش به ترتیب حدود ۷۶ و ۵۸ درصد از تغییرات ریسک‌پذیری شرکت به وسیله متغیرهای توضیحی انتخاب‌شده مدل، تبیین شده است.

بعد از اینکه متغیر مالی شدن به عنوان متغیر میانجی وارد مدل شد ملاحظه می‌شود که تأثیر معناداری بر ریسک‌پذیری شرکت ندارد که نتایج حاصل‌شده آزمون سوبل در جدول زیر، کمتر از مقدار $۱/۹۶$ می‌باشد نقش مالی شدن را به عنوان متغیر میانجی در هر دو رگرسیون تأیید نمی‌نماید که نشان از عدم تأیید فرضیه پنجم می‌باشد.

جدول ۱۰. نتایج آزمون سوبل مربوط به فرضیه پنجم پژوهش

رگرسیون الف	رگرسیون ب	نتایج آزمون سوبل	
-۰/۰۳۱۳	-۰/۰۳۱۳	مقدار ضریب مسیر میان متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن است.	a
۰/۰۳۱۴	-۰/۰۲۱۴	مقدار ضریب مسیر میان متغیر مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت است.	b
۰/۰۰۵۳۴	۰/۰۰۵۳۳	خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن است.	S_a
۰/۰۳۷۵۳	۰/۰۱۲۰۳	خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت است.	S_b
-۰/۸۳۰	۱/۷۰۳	$Z - \text{VALUE} = \frac{a * b}{\sqrt{(b^2 * S_a^2) + (a^2 + S_b^2) + (S_a^2 * S_b^2)}}$	

تحلیل‌های اضافی

در پژوهش حاضر جهت افزایش قابلیت اتکا و اطمینان حاصل کردن از نتایج پژوهش، شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی ساخته شده است و با استفاده از این شاخص، فرضیات پژوهش مورد آزمون و بررسی قرار گرفتند. همان‌طور در جدول ۱۱ مشاهده می‌شود، نتایج حاصل‌شده از الگوی برازش شده در این روش با نتایج تخمین الگوی اصلی فرضیه اول یکسان است. نظر به اینکه سطح معناداری متغیر پیش‌بین در هر دو الگوی رگرسیونی الف و ب کمتر از ۵ درصد است پس می‌توان نتیجه گرفت که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معناداری مثبت وجود دارد، بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۱۱. نتایج تخمین فرضیه اول پژوهش با استفاده از شاخص تحلیل مؤلفه‌های اصلی

RISK2					RISK					
رگرسیون ب					رگرسیون الف					
هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها
۱/۸۹۹	-/۰۰۰	۴/۸۴۱	-/۰۰۱	-/۰۰۶	۳/۵۵۸	-/۰۰۰	۵/۶۶۳	-/۰۰۰	-/۰۰۲	عدم قطعیت سیاست اقتصادی به روش مؤلفه‌های اصلی (EPUPCA)
۱/۴۸۷	-/۰۰۶	۲/۷۳۲	-/۰۸۴۳	۲/۳۰۳	۲/۹۶۹	-/۰۹۸۶	-/۰۱۰۷	-/۰۹۹	-/۰۰۲	رشد اقتصادی (EG)
۱/۵۷۳	-/۰۲۵	-۲/۲۵۱	-/۰۵۰	-/۰۱۱۳	۲/۰۰۲	-/۰۸۴	-۱/۷۳۰	-/۰۰۷	-/۰۱۳	تولید ناخالص داخلی (GDP)
۱/۱۳۷	-/۰۳۶	-۲/۱۰۰	-/۰۱۵	-/۰۳۱	۱/۲۰۲	-/۰۰۰	۴/۳۵۰	-/۰۰۴	-/۰۱۹	نسبت دارایی‌های ثابت (FIX)
۲/۸۰۶	-/۰۱۴	۲/۴۵۸	-/۰۱۹	-/۰۴۶	۳/۵۸۳	-/۰۵۲۶	-/۰۶۳۵	-/۰۰۳	-/۰۰۲	اهرم مالی (LV)
۱/۰۸۱	-/۰۴۰۹	-/۰۸۲۵	-/۰۰۰	-/۰۰۰	۱/۰۹۲	-/۰۸۲۷	-/۰۲۱۸	-/۰۰۰	-/۰۰۰	تمرکز مالکیت (OC)
۲/۷۸۷	-/۰۱۲۷	۱/۵۲۶	-/۰۰۵	-/۰۰۷	۲/۸۱۸	-/۰۹۱۱	-/۰۱۱۲	-/۰۰۱	-/۰۰۰	سودآوری شرکت (QT)
۱/۶۰۵	-/۰۰۰	-۴/۰۸۷	-/۰۱۴	-/۰۰۵۶	۱/۴۴۱	-/۰۰۶	۲/۷۷۲	-/۰۰۲	-/۰۰۶	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)
۱/۲۸۶	-/۰۰۱	-۳/۳۲۵	-/۰۰۲	-/۰۰۶	۲/۰۲۷	-/۰۴۴	-۲/۰۱۶	-/۰۰۱	-/۰۰۳	اندازه شرکت (SIZE)
-	-/۰۱۱	۲/۵۵۹	-/۰۷۸۷	۲/۰۱۴	-	-/۰۱۵	۲/۴۴۸	-/۰۱۱۷	-/۰۲۸۶	عرض از مبدأ (C)
					۱/۷۳۵	-/۰۰۰	۲۸/۸۹۷	-/۰۲۱	-/۰۶۱۹	فرایند خود توضیح AR (1)
۱/۰۲۲	-/۰۰۰	۳۱/۳۴۰	-/۰۲۴	-/۰۷۴۹						وقفه باقی‌مانده مدل RESID (-1)
		۰/۵۸۲				۰/۷۹۱				ضریب تعیین
		۰/۵۷۹				۰/۷۶۳				ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۱۳۶				۱/۷۲۰				دوربین واتسون
		۱۷۲/۸۰۳				۲۸/۲۰۵				آماره F
		۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				سطح معناداری

با توجه به جدول ۱۲ نتایج حاصل شده از الگوی برازش شده در این روش با نتایج تخمین الگوی اصلی فرضیه دوم یکسان است. ضریب متغیر تعاملی عدم قطعیت سیاست اقتصادی در رقابت بازار محصول هر دو مدل رگرسیونی الف و ب به ترتیب ۰/۰۰۱ و ۰/۰۰۴- است و سطح معناداری آن‌ها، نیز به ترتیب ۰/۶۴۲ و ۰/۲۹۰ بوده که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض صفر تأیید می‌شود. در نتیجه رقابت بازار محصول در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت نقش تعدیلگری ندارد که رابطه بین آن‌ها را تقویت یا تضعیف نماید؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

جدول ۱۲. نتایج تخمین فرضیه دوم پژوهش با استفاده از شاخص تحلیل مؤلفه‌های اصلی

RISK2					RISK					متغیرها
رگرسیون ب					رگرسیون الف					
هم‌خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	هم‌خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	
۳/۱۷۲	۰/۰۵۵	۱/۹۲۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۱/۹۱۲	۰/۰۰۰	۴/۳۶۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	عدم قطعیت سیاست اقتصادی به روش مؤلفه‌های اصلی (EPUPCA)
۱/۵۴۷	۰/۰۰۰	-۱/۰۶۰۰	۰/۰۶۹	-۰/۷۳۴	۱/۱۸۱	۰/۰۰۰	۵/۰۵۶	۰/۰۰۳	۰/۰۱۵	رقابت بازار محصول (PMC)
۱/۰۶۹	۰/۲۹۰	-۱/۰۵۸	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴	۱/۰۰۶	۰/۶۴۲	-۰/۴۶۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	متغیر تعاملی (PMCEPUPCA)
۲/۷۱۴	۰/۵۰۸	۰/۶۶۲	۰/۳۴۸	-۰/۲۳۱	۱/۴۷۲	۰/۹۹۶	-۰/۰۰۵	۰/۱۶۷	-۰/۰۰۱	رشد اقتصادی (EG)
۲/۴۷۲	۰/۵۰۲	-۰/۶۷۲	۰/۰۲۶	-۰/۰۱۸	۱/۵۷۰	۰/۱۶۵	-۱/۳۸۹	۰/۰۱۰	-۰/۰۱۴	تولید ناخالص داخلی (GDP)
۱/۴۳۷	۰/۲۵۰	-۱/۱۵۲	۰/۰۱۷	-۰/۰۱۹	۱/۱۷۲	۰/۰۰۰	۶/۵۴۸	۰/۰۰۳	۰/۰۲۰	نسبت دارایی‌های ثابت (FIX)
۳/۳۵۷	۰/۰۱۷	-۲/۳۹۹	۰/۰۱۰	-۰/۰۲۴	۲/۷۸۲	۰/۱۲۶	-۱/۵۳۱	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۶	اهرم مالی (LV)
۱/۲۰۰	۰/۸۹۵	-۰/۱۳۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۷۸	۰/۶۵۴	-۰/۴۴۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	تمرکز مالکیت (OC)
۳/۰۱۸	۰/۳۴۲	۰/۹۵۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۲/۷۷۷	۰/۵۳۹	۰/۶۱۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	سودآوری شرکت (QT)
۱/۴۱۷	۰/۶۱۶	-۰/۵۰۲	۰/۰۰۸	-۰/۰۰۴	۱/۷۹۵	۰/۰۰۰	۵/۹۹۳	۰/۰۰۳	۰/۰۱۶	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)
۲/۴۱۴	۰/۱۲۳	-۱/۵۴۳	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۷	۱/۳۵۳	۰/۰۰۴	-۲/۸۹۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	اندازه شرکت (SIZE)
					۱/۰۰۹	۰/۰۰۰	۳۶/۵۸۹	۰/۰۲۲	۰/۸۰۹	وقفه باقی‌مانده مدل (-1) RESID
۲/۸۷۵	۰/۰۰۰	۲۲/۶۲۲	۰/۰۲۳	۰/۵۳۰						فرایند خود توضیح AR (1)
-	۰/۰۶۰	۱/۸۸۴	۰/۴۰۸	۰/۷۶۹	-	۰/۰۸۵	۱/۷۲۶	۰/۱۵۷	۰/۲۷۱	عرض از مبدأ (C)
						۰/۶۴۷				ضریب تعیین
						۰/۶۴۴				ضریب تعیین تعدیل شده
						۱/۷۴۳				دوربین واتسون
						۱۹۳/۵۰۶				آماره F
						۰/۰۰۰				سطح معناداری

بر اساس جدول ۱۳ نتایج حاصل شده از مدل برازش شده در این روش با نتایج تخمین الگوی اصلی فرضیه سوم یکسان است. ضریب متغیر تعاملی عدم قطعیت سیاست اقتصادی در اصطکاک مالی، در هر دو مدل رگرسیونی الف و ب به ترتیب ۰/۰۱۰- و ۰/۰۹۱+ است و سطح معناداری آن‌ها، نیز به ترتیب ۰/۸۰۸+ و ۰/۵۹۰+ بوده که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض صفر تأیید می‌شود. در نتیجه اصطکاک مالی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت نقش تعدیلگری ندارد که رابطه بین آن‌ها را تقویت یا تضعیف نماید؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

جدول ۱۳. نتایج تخمین فرضیه سوم پژوهش با استفاده از شاخص تحلیل مؤلفه‌های اصلی

RISK2					RISK					
رگرسیون ب					رگرسیون الف					
هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها
۲/۳۷۶	-۰/۱۰۶	۱/۶۱۸	-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۴	۳/۳۵۹	-۰/۰۰۰	۳/۷۲۳	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	عدم قطعیت سیاست اقتصادی به روش مؤلفه‌های اصلی (EPUPCA)
۱/۴۵۰	-۰/۹۸۱	-۰/۰۲۴	-۰/۵۳۸	-۰/۰۱۳	۲/۴۴۳	-۰/۵۳۳	-۰/۶۲۵	-۰/۱۴۹	-۰/۰۹۳	اصطکاک مالی (FF)
۱/۳۷۰	-۰/۵۹۰	-۰/۵۴۰	-۰/۱۶۹	-۰/۰۹۱	۱/۳۶۷	-۰/۸۰۸	-۰/۲۴۲	-۰/۰۴۲	-۰/۰۱۰	متغیر تعاملی (FFEPUPCA)
۲/۶۹۱	-۰/۸۳۹	-۰/۲۰۳	۱/۰۳۱	-۰/۲۰۹	۲/۸۴۶	-۰/۶۰۲	-۰/۵۲۲	-۰/۲۳۹	-۰/۱۱۹	رشد اقتصادی (EG)
۲/۴۹۰	-۰/۵۷۲	-۰/۵۶۵	-۰/۰۸۰	-۰/۰۴۵	۲/۲۰۵	-۰/۷۲۵	-۰/۳۵۲	-۰/۰۲۰	-۰/۰۰۷	تولید ناخالص داخلی (GDP)
۱/۲۴۲	-۰/۰۰۸	-۲/۶۸۶	-۰/۰۳۹	-۰/۱۰۵	۱/۱۹۴	-۰/۲۵۲	۱/۱۴۸	-۰/۰۱۰	-۰/۰۱۱	نسبت دارایی‌های ثابت (FIX)
۲/۸۳۶	-۰/۱۹۹	-۱/۲۸۶	-۰/۰۳۶	-۰/۰۴۶	۳/۱۹۳	-۰/۵۷۳	-۰/۵۶۴	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۴	اهرم مالی (LV)
۱/۰۵۵	-۰/۹۰۵	-۰/۱۲۰	-۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۱/۰۵۲	-۰/۴۰۸	-۰/۸۲۹	-۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	تمرکز مالکیت (OC)
۲/۶۴۶	-۰/۹۸۵	-۰/۰۱۹	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۰	۲/۶۵۸	-۰/۵۲۲	-۰/۶۴۰	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	سودآوری شرکت (QT)
۱/۳۸۰	-۰/۰۰۶	-۲/۷۶۸	-۰/۰۲۰	-۰/۰۵۶	۱/۵۵۱	-۰/۰۰۱	۳/۲۰۵	-۰/۰۰۵	-۰/۰۱۵	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)
۱/۶۱۵	-۰/۳۷۲	-۰/۸۹۳	-۰/۰۱۲	-۰/۰۱۱	۱/۶۵۸	-۰/۲۷۲	-۱/۱۰۰	-۰/۰۰۳	-۰/۰۰۴	اندازه شرکت (SIZE)
-	-۰/۵۵۰	-۰/۵۹۹	۱/۲۵۹	-۰/۷۵۴	-	-۰/۵۳۶	-۰/۶۱۹	-۰/۳۲۲	-۰/۱۹۹	عرض از مبدأ (C)
۱/۷۷۳	-۰/۰۰۰	۸/۳۴۰	-۰/۰۴۶	-۰/۳۸۴	۱/۳۹۱	-۰/۰۰۰	۱۵/۲۳۹	-۰/۰۴۲	-۰/۶۳۵	فرایند خود توضیح AR (1)
۰/۷۵۴					۰/۷۳۶					ضریب تعیین
۰/۶۸۲					۰/۶۵۹					ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۸۸۵					۲/۰۹۶					دوربین واتسون
۱۰/۴۲۱					۹/۵۹۳					آماره F
۰/۰۰۰					۰/۰۰۰					سطح معناداری

جدول ۱۴ نشان می‌دهد، نتایج حاصل شده از الگوی برازش شده در این روش با نتایج تخمین الگوی اصلی فرضیه چهارم در یک راستا است. نظر به اینکه سطح معناداری متغیر پیش‌بین برابر ۰/۰۰۰ که ضریب آن ۰/۰۰۳- است پس می‌توان نتیجه گرفت که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ از این رو فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۱۴. نتایج تخمین فرضیه چهارم پژوهش با استفاده از شاخص تحلیل مؤلفه‌های اصلی

متغیر وابسته FIN (مالی شدن) می باشد.						
هم خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها	
۱/۹۰۵	۰/۰۰۰	-۵/۷۵۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۳	EPUPCA	عدم قطعیت سیاست اقتصادی به روش مؤلفه‌های اصلی
۱/۴۶۹	۰/۵۶۵	-۰/۵۷۵	۰/۲۸۶	-۰/۱۶۵	EG	رشد اقتصادی
۱/۵۶۱	۰/۹۲۷	-۰/۰۹۲	۰/۰۱۷	-۰/۰۰۲	GDP	تولید ناخالص داخلی
۱/۱۲۸	۰/۰۰۰	-۱۳/۷۳۷	۰/۰۰۵	-۰/۰۷۰	FIX	نسبت دارایی‌های ثابت
۲/۷۸۲	۰/۳۱۶	-۱/۰۰۴	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۶	LV	اهرم مالی
۱/۰۸۱	۰/۰۰۹	-۲/۶۲۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	OC	تمرکز مالکیت
۲/۷۷۱	۰/۰۴۰	-۲/۰۵۹	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۳	QT	سودآوری شرکت
۱/۵۸۸	۰/۱۴۴	-۱/۴۶۲	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۱/۲۸۲	۰/۰۰۰	۹/۶۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۱۰	۰/۰۰۰	۵۲/۷۸۳	۰/۰۱۶	۰/۸۶۹	RESID (-1)	وقفه باقی‌مانده مدل
-	۰/۹۵۴	۰/۰۵۷	۰/۲۷۰	۰/۰۱۶	C	عرض از مبدأ
				۰/۷۹۹	ضریب تعیین	
				۰/۷۹۸	ضریب تعیین تعدیل شده	
				۲/۲۲۵	دوربین واتسون	
				۵۰۴/۰۹۹	آماره F	
				۰/۰۰۰	سطح معناداری	

با توجه جدول ۱۵ می‌توان اظهار کرد آزمون فرضیه پنجم پژوهش نیز با استفاده از این شاخص، با نتایج حاصل شده پژوهش هم‌خوانی دارد. بعد از اینکه متغیر مالی شدن وارد مدل شد ملاحظه می‌شود که مالی شدن تأثیر معناداری بر ریسک‌پذیری شرکت ندارد. می‌توان ادعان داشت نتایج حاصل شده آزمون سوبل که مقدار آن کمتر از ۱/۹۶ است، نقش مالی شدن را به‌عنوان متغیر میانجی تأیید نمی‌نماید که نشان از عدم تأیید فرضیه پنجم است.

جدول ۱۵. نتایج تخمین فرضیه پنجم پژوهش با استفاده از شاخص تحلیل مؤلفه‌های اصلی

RISK2					RISK					
رگرسیون ب					رگرسیون الف					
هم‌خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	هم‌خطی	سطح	آماره t	معیار	ضرایب	متغیرها
۱/۹۶۹	۰/۰۰۰	۴/۷۶۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۶	۱/۹۸۱	۰/۰۰۰	۴/۳۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	عدم قطعیت سیاست اقتصادی به روش مؤلفه‌های اصلی (EPUPCA)
۱/۱۶۴	۰/۰۰۴	۰/۸۳۵	۰/۰۳۸	۰/۰۳۱	۱/۱۶۴	۰/۹۶۷	۰/۰۴۲	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	مالی شدن (FIN)
۱/۴۹۱	۰/۰۰۷	۲/۷۲۴	۰/۸۴۴	۲/۲۹۸	۱/۴۷۱	۰/۹۹۷	۰/۰۰۴	۰/۱۶۷	۰/۰۰۱	رشد اقتصادی (EG)
۱/۵۷۳	۰/۰۲۵	-۲/۲۴۸	۰/۰۵۰	-۰/۱۱۳	۱/۵۶۱	۰/۱۳۷	-۱/۴۸۸	۰/۰۱۰	-۰/۰۱۵	تولید ناخالص داخلی (GDP)
۱/۱۸۱	۰/۰۵۰	-۱/۹۶۴	۰/۰۱۵	-۰/۰۲۹	۱/۱۷۲	۰/۰۰۰	۶/۲۹۴	۰/۰۰۳	۰/۰۱۹	نسبت دارایی‌های ثابت (FIX)
۲/۹۱۰	۰/۰۱۸	۲/۳۷۱	۰/۰۱۹	۰/۰۴۵	۲/۸۸۲	۰/۱۵۳	-۱/۴۳۱	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۶	اهرم مالی (LV)
۱/۰۹۵	۰/۰۴۷	۰/۸۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۹۳	۰/۵۸۸	۰/۵۴۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	تمرکز مالکیت (OC)
۲/۸۲۰	۰/۱۳۳	۱/۵۰۵	۰/۰۰۵	۰/۰۰۷	۲/۸۰۷	۰/۴۷۹	۰/۷۰۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	سودآوری شرکت (QT)
۱/۶۰۶	۰/۰۰۰	-۴/۰۷۳	۰/۰۱۴	-۰/۰۵۵	۱/۵۸۹	۰/۰۰۰	۵/۹۷۲	۰/۰۰۳	۰/۰۱۵	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)
۱/۳۷۶	۰/۰۰۱	-۳/۲۸۴	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۶	۱/۳۷۱	۰/۰۱۸	-۲/۳۷۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	اندازه شرکت (SIZE)
۱/۰۲۲	۰/۰۰۰	۳۱/۳۴۲	۰/۰۲۴	۰/۷۴۹	۱/۰۰۹	۰/۰۰۰	۳۷/۲۶۹	۰/۰۲۲	۰/۸۱۱	وقفه باقی‌مانده مدل RESID (-1)
-	۰/۰۱۱	۲/۵۵۸	۰/۷۸۷	۲/۰۱۳	-	۰/۰۶۷	۱/۸۳۴	۰/۱۵۶	۰/۲۸۶	عرض از مبدأ (C)
۰/۵۸۲					۰/۶۴۹					ضریب تعیین
۰/۵۷۹					۰/۶۴۶					ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۱۳۶					۱/۷۴۲					دوربین واتسون
۱۵۶/۹۵۸					۲۱۲/۷۳۸					آماره F
۰/۰۰۰					۰/۰۰۰					سطح معناداری

جدول ۱۶. نتایج آزمون سوپل مربوط به فرضیه پنجم پژوهش با استفاده از شاخص تحلیل مؤلفه‌های اصلی

ب	الف	نتایج آزمون سوپل
-۰/۰۰۲۸	-۰/۰۰۲۸	مقدار ضریب مسیر میان متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن است.
۰/۰۳۱۳	۰/۰۰۰۳	مقدار ضریب مسیر میان متغیر مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت است.
۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴	خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن است.
۰/۰۳۷۵	۰/۰۰۸۲	خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت است.
-۰/۸۲۶	-۰/۰۴۲	$Z - \text{VALUE} = \frac{a * b}{\sqrt{(b^2 * S_a^2) + (a^2 + S_b^2) + (S_a^2 * S_b^2)}}$

بحث و نتیجه گیری

در فرضیه اول پژوهش، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت بررسی شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد اذعان داشت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت، رابطه مثبت و معناداری، وجود دارد. به این معنا است که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به انگیزه‌های ریسک‌پذیری قوی‌تر منجر می‌شود؛ یعنی زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا می‌رود، انگیزه سرمایه‌گذاری شرکت عمدتاً انتظارات فرصت است تا ریسک‌گریزی. هرچه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر می‌شود شرکت‌ها به‌منظور تطبیق با بازار، دستیابی به عملکرد مطلوب و استفاده از فرصت‌های سودآوری تمایل بیشتری به پذیرش ریسک دارند. به مفهومی بهتر، شرکت‌ها در بازارهای نوظهور زمانی که تغییرات سیاست را تجربه می‌کنند تا زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی رفع شود، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند. شرکت‌ها به‌منظور دستیابی به مزیت رقابتی اغلب خود را با عدم قطعیت سیاست اقتصادی سازگار می‌کنند و سرمایه‌گذاری خود را افزایش می‌دهند، حتی به‌منظور کسب بازده بیشتر نسبت به سایر رقبا اقدام به انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ریسک بالا می‌کنند. نتایج حاصل شده این فرضیه با نتایج پژوهش داخلی دسینه و همکاران (۱۴۰۱) که تأکید بر رابطه مثبت و معناداری دارد، هم‌خوانی دارد. همچنین با پژوهش‌های خارجی ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) هم‌خوانی دارد و با پژوهش‌های چن و ما (۲۰۲۲)، ون و همکاران (۲۰۲۱)، وورال یاواش (۲۰۲۰)، لانگ (۲۰۱۹)، ترن (۲۰۱۹)، هم‌خوانی ندارد.

فرضیه دوم این پژوهش به بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگری رقابت بازار محصول پرداخته است. شواهدی مبنی بر نقش تعدیلگری رقابت بازار محصول بر این رابطه یافت نشد. ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌دارد درجه بالاتر رقابت در بازار محصول، تأثیر مثبت عدم قطعیت سیاست اقتصادی برقرار گرفتن در معرض ریسک را تقویت می‌کند. هرچه رقابت در بازار محصول شدیدتر باشد، تأثیر فرصت توسط عدم قطعیت سیاست اقتصادی و افزایش ریسک‌پذیری شرکت‌ها قابل‌توجه‌تر خواهد بود. همچنین نتایج تخمینی اثر تعدیل‌کننده پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که برای سطح بالایی از شرکت‌های دارای دارایی مالی، با افزایش رقابت بازار محصول، تأثیر مثبت و قابل‌توجه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت به میزان معناداری کاهش می‌یابد. یافته‌های تجربی تأیید می‌کند شرکت‌هایی که دارای سطح بالایی از دارایی‌های مالی هستند، تمایل بیشتری به اجتناب از ریسک در هنگام افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارند. به مفهوم دیگر در شرایط رقابتی و وجود تقاضا قابل‌توجه برای محصولات، شرکت‌ها نسبت به حالتی که بازار خنثی است بیشتر به تحمل ریسک می‌پردازند. با افزایش رقابت بازار محصول می‌توان انتظار داشت که شرکت‌ها به‌منظور حفظ رقابت و جلب سهم بیشتر بازار، تمایل به بهبود کیفیت محصولات و ثبات قیمت و تحلیل دقیق نسبت به شرایط عدم قطعیت سیاست اقتصادی داشته باشند. شرکت‌هایی که از سطح دارایی‌های مالی بالایی برخوردارند و زمانی که رقابت در بازار محصول افزایش می‌یابد به نحوی بیشتر تلاش می‌کند با مدیریتی مؤثر، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پایدار و سود پایدار در بلندمدت، ریسک‌های مرتبط با عدم قطعیت سیاست اقتصادی کاهش دهند. نتایج فرضیه دوم این پژوهش با نتایج پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) مطابقت ندارد. برای علت عدم تطابق، می‌توان بیان داشت باتوجه به شرایط اقتصادی و بازاری ایران، ممکن است عوامل دیگری مانند

نوع و میزان تنش رقابتی، نوع کالا و خدمات ارائه شده، وضعیت بازار و اقتصاد کلان و غیره تأثیری بیشتری بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها داشته باشند. همچنین در شرایطی که بازار به دلیل عدم شفافیت و نبود قوانین و مقررات مشخص، به درستی کار نمی‌کند، فرضیه نقش تعدیلگری رقابت بازار محصول نیز ممکن است به درستی عمل نکند.

فرضیه سوم این پژوهش به بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگری اصطکاک مالی پرداخته است. شواهدی مبنی بر نقش تعدیلگری اصطکاک مالی بر این رابطه یافت نشد. مبنای نظری برای اصطکاک مالی دو مکانیسم خاص اظهار می‌دارد که عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های تأمین مالی خارجی شرکت را نسبت به هزینه‌های تأمین مالی داخلی را افزایش می‌دهد و از طرفی هرگونه تأثیر نامطلوب بر ارزش وثیقه در جهت اخذ وام، بر توانایی تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر خواهد گذاشت. یافته‌های پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) با توجه به متغیر تعاملی، تأکید می‌کند برای شرکت‌های دارای سطح بالایی از دارایی مالی، با افزایش هزینه، تأثیر مثبت و قابل توجه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت به میزان معناداری کاهش می‌یابد. این باور نشان می‌دهد وقتی شرکت‌ها دارای سطح بالایی از دارایی‌های مالی هستند، ریسک‌پذیری ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است کمتر شود. تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها به تفاوت در سطح دارایی مالی آن‌ها برمی‌گردد شرکت‌های که از سطح بالایی از دارایی مالی برخوردار هستند برای جذب منابع مالی باید هزینه‌های بالایی را پرداخت کند که در شرایط عدم قطعیت سیاست اقتصادی به صورت محتاطانه‌تری عمل می‌کند و ریسک‌پذیری کمتری را می‌پذیرند و شرکت‌هایی که از سطح دارایی مالی کمتری برخوردارند و به دنبال جذب منابع مالی هستند افزایش اصطکاک مالی تأثیر کمتری بر ریسک‌پذیری شرکت خواهد داشت به عبارتی ریسک‌پذیرتر عمل می‌کند. نتایج حاصل شده این فرضیه با پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱)، همخوانی ندارد. علت عدم تطابق، احتمالاً می‌تواند ناشی از عدم شفافیت در اطلاعات، عدم قطعیت در بازار، عدم ناتوانایی شرکت‌ها در تأمین منابع مالی، مدیریت ریسک و پیش بینی نیازهای آتی باشد.

در فرضیه چهارم این پژوهش، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تخمین نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری وجود دارد با توجه به ضریب منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی، رابطه آن با مالی شدن منفی است یعنی با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سطح دارایی‌های مالی در شرکت‌ها کاهش می‌یابد. به عبارتی شرکت‌ها از فعالیت اصلی خود جدا نشده و به سرمایه‌گذاری و ایجاد سودآوری در فعالیت‌های اصلی متمرکز می‌شوند. یافته‌های ژائو و سو (۲۰۲۲)، نشان می‌دهد که تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی شدن شرکت‌ها مشخص نیست. زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی در محدوده مناسبی باشد، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی به تحریک سرمایه‌گذاری تجاری در واحدها به جای سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی کمک می‌کند. در مقابل، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار بالا ممکن است باعث شود شرکت‌ها سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را افزایش دهند. با این وجود، شرکت‌هایی که بیش از حد در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌توانند تأثیر منفی بیشتری بر اقتصاد واقعی بگذارند. نتایج حاصل شده این فرضیه با نتایج پژوهش‌های چنگ و مسرون (۲۰۲۳)، فنگ مینگ (۲۰۲۲)، ژائو و سو (۲۰۲۲) ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) که تأکید بر رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی

و مالی شدن دارد، هم‌خوانی ندارد. علت مغایرت این نتیجه ممکن است به دلیل شرایط خاص اقتصادی و سیاسی کشور باشد. برای مثال، در شرایطی که اقتصاد کشور با مشکلاتی مانند تورم، نوسانات ارزی و بحران‌های سیاسی روبه‌رو است، ممکن است مالی شدن به دلیل عدم قطعیت و عدم پایداری در بازارهای مالی کاهش یابد.

در فرضیه پنجم این پژوهش، نقش میانجیگری مالی شدن، در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد با ورود متغیر مالی شدن به مدل، نقش میانجیگری تأیید نمی‌شود و نیز مالی شدن تأثیر معناداری بر ریسک‌پذیری شرکت ندارد؛ نتایج پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) حاکی از آن است که بین مالی شدن و ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت وجود دارد. همچنین عدم قطعیت سیاست اقتصادی با تقویت دارایی مالی، ریسک‌پذیری شرکت را تسهیل می‌کند. نتایج حاصل شده این پژوهش با نتایج پژوهش‌های ژانگ و همکاران (۲۰۲۱) هم‌خوانی ندارد. یکی از دلایل عدم تأیید فرضیه، این است که در ایران عواملی، مانند نوسانات بازار سرمایه، تحریم‌های اقتصادی و تحریم‌های مالی، تورم و نوسان‌های نرخ ارز می‌توانند بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر بگذارند. به عبارتی ممکن است شرکت‌ها در شرایط عدم قطعیت به دلیل نگرانی از افزایش ریسک‌های مالی و اقتصادی، به سمت رفتارهای مالی گرا و کاهش ریسک‌پذیری بروند. همچنین، ممکن است نوع و اندازه مالی شدن شرکت‌ها در ایران با شرکت‌های دیگر متفاوت باشد و این موضوع نیز می‌تواند تأثیری در نتایج تحقیقات داشته باشد.

پیشنادهایی بر اساس یافته‌های پژوهش

دولت می‌تواند در مواجهه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی، تصمیماتی را اتخاذ کند که به دنبال کاهش عدم قطعیت و افزایش پایداری اقتصادی باشد. پژوهشگران با توجه به شرایط اقتصادی کنونی کشور که از عدم قطعیت بالایی برخوردار است و حوزه‌های فعالیت اقتصادی را تحت تأثیر قرارداده است می‌تواند به تحقیق در ارتباط با این موضوع پژوهش بپردازند که نه تنها آثار مربوط به سیاست‌های کلان اقتصادی و رفتار شرکت‌های خرد را گسترش می‌دهد، بلکه اطلاعات مهمی را نیز در رابطه با توسعه شرکت‌ها و تدوین سیاست‌های کلان اقتصادی ارائه می‌دهد؛ فعالان اقتصادی می‌توانند توانایی خود در شناسایی خطرات و فرصت‌های بالقوه، اجتناب از عدم قطعیت‌های «بد» و درک کامل و استفاده از عدم قطعیت‌های «خوب» برای دستیابی به هدف‌های عملیاتی پایدار و به حداکثر رساندن ارزش را بهبود بخشند. حساب‌برسان می‌تواند با بررسی محاسبات مالی و ریسک‌های مرتبط با عدم قطعیت سیاست اقتصادی، به مدیران شرکت‌ها کمک کنند تا استراتژی‌های بهتری در مدیریت ریسک اتخاذ کنند.

به منظور انجام پژوهش‌های آتی، پیشنهاد می‌شود در این پژوهش رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری با نقش تعدیلگری متغیرهای رقابت بازار و محصول و اصطکاک مالی بررسی شد می‌توان از عواملی که بر ریسک‌پذیری شرکت‌های غیرمالی تأثیر می‌گذارد به عنوان متغیرهای تعدیلگری دیگر به جای آن‌ها در این رابطه استفاده کرد. می‌توان به عوامل زیر اشاره کرد.

الف. نوآوری فناورانه، پیشرفت در فناوری‌هایی مانند بلاک چین، هوش مصنوعی و غیره فرصت‌های جدیدی را در بازار ایجاد کرده و مدل‌هایی کسب‌وکار را سنتی را مختل کرده است. عدم استقبال از فناوری به‌روز، شرکت را به ریسک عقب ماندن تهدید می‌کند.

ب. ویژگی‌های صنعت، درجه رقابت و بلوغ بازار در یک صنعت معین می‌تواند بر سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها در آن صنعت تأثیر بگذارد. صنایع نوظهور به‌منظور ایجاد سهم بازار ممکن است سطوح بالاتری از ریسک‌پذیری را داشته باشند. در صنایع بالغ شرکت‌ها بیشتر به‌منظور حفظ سهم بازار ممکن است سطح پایین‌تری از ریسک‌پذیری را داشته باشند.

ج. اندازه شرکت، شرکت‌های بزرگ‌تر ممکن است ریسک‌گریزتر باشند، اگر ریسک‌هایشان جواب ندهد، متحمل ضرر بیشتری می‌شود؛ اما شرکت‌های کوچک‌تر ممکن است تمایل بیشتری به رشد و گرفتن سهم بازار داشته باشند.

د. شرایط بازار، عوامل خارجی مانند شرایط اقتصادی، نرخ بهره و نوسان‌های بازار می‌تواند بر سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر بگذارد.

ه. ادغام و تملک، می‌تواند محرک چشمگیری در فعالیتهای ریسک‌پذیری شرکت‌ها باشد.

منابع

- آقایی، محمدعلی؛ نوروزی، محمد؛ بیات، مرتضی؛ محب‌خواه، محمد (۱۳۹۷). چرخه عمر شرکت، ریسک‌پذیری و احساسات سهام‌داران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)*، ۱۰(۱)، ۱-۲۹.
- ابوذری، ایوب؛ شهیکی تاش، محمدنبی؛ کرانی، عبدالرضا (۱۳۹۷). بررسی پدیده مالی شدن در اقتصاد ایران. *سیاست‌های راهبردی و کلان*، ۶(۲۲)، ۶۸-۸۵.
- اخگر، محمد امید؛ سجادی، زانبار؛ حاجی میرزائی، مائده (۱۴۰۰). ارتباط نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با مدیریت سود با تأکید بر نقش چرخه عمر شرکت‌ها. *توسعه و سرمایه*، ۶(۲)، ۷۱-۹۱.
- اخگر، محمد امید؛ کرانی، فاطمه (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی با تأکید بر ارتباط‌های سیاسی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۲)، ۱۷-۳۷.
- اسکندری، محبوبه؛ پدram، مهدی؛ بوستانی، رضا (۱۳۹۷). ارزیابی اثر اصطکاک مالی بر متغیرهای اقتصاد کلان ایران: رویکرد الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی. *فصلنامه علمی نظریه‌های کاربردی اقتصاد*، ۵(۱)، ۲۵-۵۲.
- اعتمادی، حسین؛ احمدی گورجی، جلیل (۱۳۹۴). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۴)، ۴-۲۳.
- افلاطونی، عباس (۱۴۰۰). *اقتصاد سنجی در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار ایوبوز*. تهران: انتشارات ترمه.
- بخردی نسب، وحید؛ کمالی، احسان؛ ابراهیمی کهریزسنگی، خدیجه (۱۴۰۱). بررسی آزمون دقت پیش‌بینی تولید ناخالص داخلی با تکیه بر اطلاعات مقایسه‌ای سود حسابداری تجمعی متورم و تورم زدایی شده. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۳)، ۱-۳۴.
- بهبودی، امید؛ غیور باغبانی، سید مرتضی؛ شیبک، رضا (۱۴۰۱). تأثیر گرایش به کارآفرینی، گرایش به بازار و گرایش به مدیریت دانش بر مزیت رقابتی پایدار: بررسی نقش میانجی توسعه محصول جدید. *رهیاری (کوچینگ) در مدیریت و توسعه بهره‌موری*، ۱(۱)، ۵۹-۷۱.
- حسینی، احمد؛ شمس، فاطمه (۱۳۹۳). تأثیر رفتار سازمانی مثبت و نوآوری باز بر بهبود مزیت رقابت. *مطالعات مدیریت (بهبود و تحول)*، ۲۳(۷۵)، ۱۳۷-۱۵۹.

- دارابی، رویا؛ سرایی، سمیرا؛ تقوی قاسم آباد، فاطمه (۱۴۰۰). تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی با استفاده از معیارهای ریسک مالی و ریسک اقتصادی بر ریسک سقوط سهام. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۰(۴۰)، ۴۷-۶۲.
- دسینه، مهدی؛ حسینی، محمد؛ جنگاور، محمود (۱۴۰۱). بررسی رابطه بین نا اطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت با نقش تعدیلگر مالکیت دولتی. *فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۵۹)، ۱۳۱-۱۱۸.
- راجی زاده، سپیده؛ تائبی نقدری، امیرحسین؛ زینلی، حدیث (۱۴۰۰). تأثیر اصطکاک مالی بر سرعت همگرایی قیمت سهام. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۲(۴۷)، ۴۳-۶۹.
- رازمش، فاطمه (۱۴۰۱). رقابت در بازار محصول و نگهداشت وجه نقد با تاکید بر نقش تعدیلگری چرخه تجاری. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۵۶)، ۱۸-۳۰.
- رضایی، محسن (۱۳۹۷). ارزیابی، علل و پیامدهای عمده بحران اقتصادی در ایران. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۲(۴۲)، ۲۰۱-۲۲۶.
- روشن، احمدرضا (۱۳۹۹). تحلیلی بر شاخص عدم قطعیت جهانی. *تشریح تحلیل مالی*، ۴(۱)، ۲۱-۴۱.
- سپاسی، سحر؛ کاظم پور، مرتضی؛ شعبانی مازوئی، منور (۱۳۹۶). رقابت در بازار محصول و تأثیر آن بر سه معیار مهم در تصمیم‌گیری؛ هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۷(۱)، ۶۷-۸۴.
- سرلک، نرگس؛ میرزایی، فاطمه (۱۳۹۵). رابطه رقابت در بازار و سیاست‌های تقسیم سود. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۴(۴)، ۴۵-۶۰.
- سلیمان خان، آرامه؛ پورزمانی، زهرا (۱۳۹۶). مقایسه تأثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی و بدون محدودیت تأمین مالی بر اساس شاخص KZ. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۶(۲۲)، ۵۳-۶۲.
- شیخ، محمد صادق؛ میرزایی، حجت‌الله (۱۳۹۷). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بار مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد اقتصادی*، ۷(۲۴)، ۹۵-۱۱۴.
- صبوری، نرگس؛ ابراهیمی، عباس؛ کشاورز، مصیب (۱۴۰۱). بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تغییر رفتار مدیریتی مدیران با توجه به متغیر میانجی ریسک درونی و بیرونی. *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۶(۸۴)، ۲۲۱۸-۲۲۳۳.
- صداقت، پرویز (۱۳۸۹). اقتصاد سیاسی مالی گرایبی و تأمین مالی کلان شهرها. *اقتصاد شهر*، ۷، ۶۵-۷۱.
- صمصامی، حسین؛ ابراهیم نژاد، احمد (۱۳۹۸). تأثیر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بیکاری و کارآفرینی در اقتصاد ایران، رویکرد سیستم معادلات هم‌زمان. *مجله تحقیقات اقتصادی*، ۵۴(۴)، ۹۹۵-۱۰۱۶.
- طاهری نمپیل، ابراهیم (۱۳۹۹). بررسی پیامدهای ویروس کرونا بر اقتصاد ایران و جهان. *فصلنامه تخصصی حکمرانی متعالی*، ۱(۲)، ۱۷۱-۱۸۱.
- عدلی، امیدعلی؛ فریدونی، نصرالله (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی بر ریسک نقدینگی بانک‌های اسلامی (مطالعه موردی: بانک‌های توسعه‌ای). *مجله اقتصادی*، ۱۸(۷)، ۸۷-۱۱۳.

عباس زاده، محمد (۱۳۹۳). رقابت محصول و معیارهای مختلف کیفیت سود مبتنی بر اصول فعالیت بازار. سومین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، تهران.

عزیزی، فرهاد؛ قدرتی زوارم، عباس؛ نجاری، عظیمه؛ قلی‌پور پاشا، هادی (۱۴۰۰). بررسی ارتباط بین محدودیت‌های مالی، تولید ناخالص داخلی و اقلام تعهدی اختیاری. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری. ۶(۲۰)، ۲۵۵۱-۲۵۷۷.

فتحی، سعید؛ آذربایجانی، کریم؛ تقوی‌زاده یزدی، ایمان (۱۳۹۲). تحلیل تأثیر مالی‌شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱(۱۵)، ۵۱-۶۶.

لونی، سمیه؛ عباسیان، عزت‌اله؛ حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲(۲۳)، ۲۴۹-۲۶۸.

محمدی رضانی، محمد رضا؛ رضایی، فرزین؛ کاظمی، حسین (۱۴۰۱). ارزیابی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر رابطه رقابت بازار محصول با عملکرد مدیریت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۱۲)، ۱۵۱-۱۷۴.

محمودآبادی، حمید؛ زمانی، زینب (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و عملکرد مالی با تأکید بر سازوکارهای راهبردی شرکتی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۴۹)، ۱۴۱-۱۷۰.

میر، میلاد (۱۳۹۹). مصادیق و چشم‌انداز بحران‌های اقتصاد ایران. ماهنامه علمی امنیت اقتصادی، ۸(۱۲)، ۲۷-۴۰.

میرزائی، حسین؛ ختائی، محمدرضا؛ قنبری، یوسف (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین ریسک تجاری و ریسک مالی با عملکرد شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری سلامت، ۲(۲)، ۷۷-۹۱.

نمازی، محمد؛ ابراهیمی میمند، مهدی (۱۴۰۰). افشا و گزارشگری ریسک شرکت‌ها: ارائه چارچوب جامع. مجله دانش حسابداری، ۱۲(۲)، ۱-۲۷.

واعظ، سید علی؛ درسه، سید صابر (۱۳۹۷). بررسی تأثیر تخصص حسابرس در صنعت بر رابطه بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۰(۳۹)، ۱۱۱-۱۳۲.

References

- Abbaszadeh, M. (2014). Product competition and different profit quality criteria based on the principles of market activity. *The third national accounting and management conference*, Tehran. (in Persian)
- Abu Zari, A., Shahiki Tash, M. N. & Karani, A. R. (2017). Investigating the phenomenon of financialization in Iran's economy. *Strategic and macro policies*, 6(22), 68-85. (in Persian)
- Acharya, V. V., Amihud, Y. & Litov, L. (2011). Creditor rights and corporate risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 150-166.
- Adeli, O. A. & Feridouni, N. (2017). Investigating the impact of uncertainty of macroeconomic variables on the liquidity risk of Islamic banks (case study: development banks). *Economic Journal*, 18(7), 87- 113. (in Persian)

- Aflatoni, A. (2022). *Econometrics in financial and accounting research with Eviuz software*. Tehran: Termeh Publications. (in Persian)
- Aghaei, M. A., Norouzi, M., Bayat, M. & Mohebkhah, M. (2017). Company life cycle, risk tolerance and shareholders' sentiments: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Advances in Accounting (Shiraz Social and Human Sciences)*, 10(1), 1-29. (in Persian)
- Ahir, H., Bloom, N. & Furceri, D. (2020). 60 Years of Uncertainty. *Finance and Development*, 57(1), 58-60.
- Akhgar, M. O. & Karani, F. (2009). Investigating the effect of market frictions on financial constraints with emphasis on political connections. *Financial Accounting Research*, 11(2), 17-37. (in Persian)
- Akhgar, M. O., Sajjadi, Z. & Haji Mirzaei, M. (2022). The relationship of economic policy uncertainty to earnings management with an emphasis on the role of the life cycle of firms, *Development and Capital*, 6(2), 91-71. (in Persian)
- Akkemik, K. A. & Özen, Ş. (2014). Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey. *Socio-economic review*, 12(1), 71-98.
- Azizi, F., Gudari Zavarem, A., Najari, A. & Qalipour Pasha, H. (2022). Investigating the relationship between financial constraints, GDP and discretionary accruals. *Scientific Journal of New Management and Accounting Research Approaches*, 6(20), 2577-2551. (in Persian)
- Baggs, J. & Bettignies, J. E. (2007). product market Competition and Agency Costs. *The Journal of Industrial economics*, 289-323.
- Baker, S. R., Bloom, N. & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Behboudi, O., Ghayor Baghbani, S. M. & Shibek, R. (2023). The effect of entrepreneurship orientation, market orientation and knowledge management orientation on sustainable competitive advantage: Investigating the mediating role of new product development. *Coaching in Productivity Management and Development*, 1(1), 59-71. (in Persian)
- Bekhardi Nasab, V., Kamali, Eh. & Ebrahimi Kehrizangi, Kh. (2023). Examining the accuracy test of GDP forecast based on the comparative information of inflated and deflated cumulative accounting profit. *Financial Accounting Research Quarterly*, 13(3), 1-34. (in Persian)
- Cai, M. & Ren, S. (2014). Corporate financialization: A literature review. *Finance & Economics*, 7, 41-51.
- Casavecchia, L. & Suh, J. Y. (2017). Managerial incentives for risk-taking and internal capital allocation. *Australian Journal of Management*, 42(3), 428-461.
- Chen, L. & Ma, Y. (2022). Economic Policy Uncertainty, Cooperate Strategy, and Corporate Risk Taking. *Forest Chemicals Review*, 894-918.
- Cheng, Z. & Masron, T. A. (2023). Does economic policy uncertainty exacerbate corporate financialization? Evidence from China. *Applied Economics Letters*, 1-9.

- Darabi, R., Sarai, S. & Qasim Abad piety, F. (2022). The effect of economic policy uncertainty using financial risk and economic risk measures on stock crash risk. *Accounting and auditing studies*, 10(40), 47-62. (in Persian)
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment, and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314–324.
- Deng, K., Zeng, H. & Zhu, Y. (2017). Political connection, market frictions and financial constraints: evidence from china. *Journal of Accounting & Finance*, DOI: 10.1111/acfi.12301.
- Deng, M., Fang, X., Lyu, Q. & Luo, W. (2023). How does corporate financialization affect operational risk? Evidence from Chinese listed companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-21.
- Desineh, M., Hosseini, M. & Jangawar, M. (1401). Examining the relationship between economic policy uncertainty and company risk taking with the moderating role of state ownership. *Accounting and Management Perspectives Quarterly*, 5(59), 118-131. (in Persian)
- Ding, W., Levine, R., Lin, C. & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of financial economics*, 141(2), 802-830.
- Dore, R., G. Jackson, Y. Kosai. & F. Waldenberger. (2002). Stock market capitalism vs welfare capitalism. *New Political Economy*, 7 (1), 115–127.
- Du, Y., Zhang, H. & Chen, J. Y. (2017). The impact of financialization on future development of real enterprises, core business: promotion or inhibition. *China industrial economics*, 12, 113-131.
- Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J. & Hrdlicka, C. (2017). Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*, 65(3), 955–992.
- Easley, D. & O'Hara, M. (1992). Time And the Process of Security Price Adjustment. *The journal of Accounting reaserch*, 47(2), 577-605.
- Epstein, G. & A. Jayadev. (2005). The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy, and labor solidarity. *Financialization and the world economy*, 46–76.
- Eskandari, M., Pedram, M. & Bostani, R. (2017). Evaluating the effect of financial friction on the macroeconomic variables of Iran: a stochastic dynamic general equilibrium model approach. *Scientific Quarterly Journal of Applied Economic Theories*, 5(1), 25-52. (in Persian)
- Etemadi, H. & Ahmadi Gurji, J. (2014). Investigating the effect of political communication on investment and reducing financing restrictions in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 9(34), 4-23. (in Persian)
- Faccio, M., Marchica, M. T. & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641.

- Faccio, M., Marchica, M.T. & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209.
- Fathi, S., Azarbaijani, K. & Taghavizadeh Yazdi, I. (2012). Analyzing the effect of financialization on real investments in non-financial companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research Journal*, 1(15), 51-66. (in Persian)
- Gulen, H. & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Gupta, K. & Krishnamurti, C. (2018). Do macroeconomic conditions and oil prices influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 53, 65-86.
- Hasan, M. F., Hadi, M. R., Flayyih, H. H. & Al-Obaidi, W. K. O. (2023). A Comprehensive Review of Financial Frictions: Causes, Consequences, and Policy Implications. *Ishtar journal of economics and business studies*, 4(2), 1-13.
- Hilary, G. & Hui, K. W. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America? *Journal of financial economics*, 93(3), 455-473.
- Hosseini, A. & Shams, F. (2013). The effect of positive organizational behavior and open innovation on improving competitive advantage. *Management Studies (Improvement and Transformation)*, 23(75), 137-159. (in Persian)
- Hou, K. & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1927-1956.
- Hube, K. (1998). Time for Investing's Four-Letter Word. *Wall Street Journal*, January 23, 1998.
- Koirala, S., Marshall, A., Neupane, S. & Thapa, C. (2020). Corporate governance reform and risk-taking: Evidence from a quasi-natural experiment in an emerging market. *Journal of Corporate Finance*, 61. N.PAG.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Li, C., Yao, Q., Wu, J. & Wang, D. (2019). Financialization and risk taking of non-financial corporations empirical evidence from Chinese listed companies. *Journal of Applied Finance and Banking*, 9(3), 79-107.
- Li, F.Y. & Yang, M.Z. (2015). Can economic policy uncertainty influence corporate investment? The empirical research by using China economic policy uncertainty index. *Journal of Financial Research*, 4, 115-129.
- Li, J. & Tang, Y.I. 2010. CEO hubris and firm risk taking in China: the moderating role of managerial discretion. *Acad. Manag. J.*, 53 (1), 45–68.
- Li, P. F. & Sun, J. B. (2018). Economic policy uncertainty, financial friction and decline of private investment growth. *Journal of Zhengzhou University (Philosophy and Social Sciences Edition)*, 51, 45-52p155.
- Li, T., Li, X. & Albitar, K. School of Economics and Statistics, Guangzhou University, Guangzhou, China (2021). Threshold effects of financialization on enterprise R&D innovation: A comparison research on heterogeneity. *Quantitative Finance and Economics*, 5(3), 496–515.

- Li, W. & Yu, M. (2012). The Nature of Ownership, Marketization Process and Enterprise Risk-taking. *China Industrial Economics*, (12), 115-127.
- Long, X. U. E. (2019). Economic Policy Uncertainty and Corporate Risk-Taking. *Collected Essays on Finance and Economics*, 254(12), 55.
- Looney, S., Abbasian, E. & Haji, Gh. A. (2022). The effect of economic policy uncertainty on corporate investment: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 23(2), 249-268. (in Persian)
- Lumpkin, G. T. & Dess, G. G. (1996). Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy of management Review*, 21(1), 135-172.
- Mahmood, M. T., Shahab, S. & Shahbaz, M. (2022). The relevance of economic freedom for energy, environment, and economic growth in Asia-Pacific region. *Environmental Science and Pollution Research*, 29(4), 5396-5405.
- Mahmoudabadi, H. & Zamani, Z. (2015). Examining the relationship between company risk-taking and financial performance with an emphasis on corporate governance mechanisms. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 13(49), 141-170. (in Persian)
- Ming, F. E. N. G. Economic policy uncertainty, corporate financialization and corporate value. *Journal of Guizhou University of Finance and Economics*, 40(2), 48-59.
- Mir, M. (2019). Examples and perspectives of crises in Iran's economy. *Scientific Monthly of Economic Security*, 8(12), 27-40. (in Persian)
- Mirzaei, H., Khatai, M. R. & Ghanbari, Y. (2014). Investigating the relationship between business risk and financial risk with the performance of pharmaceutical companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Health Accounting*, 2(2), 77-91. (in Persian)
- Mohammadi Ramezani, M. R., Rezaei, F. & Kazemi, H. (2023). Evaluating the impact of management characteristics on the relationship between product market competition and management performance. *Experimental Accounting Research*, 2(12), 151-174. (in Persian)
- Namazi, M. & Ebrahimi Maimand, M. (2022). Corporate risk disclosure and reporting: providing a comprehensive framework. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(2), 1-27. (in Persian)
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 278-297.
- Nguyen, Q., Kim, T. & Papanastassiou, M. (2018). Policy uncertainty, derivatives use, and firm-level FDI. *Journal of International Business Studies*, 49(1), 96-126.
- Orhangazi, O. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863–886.
- Palley, M.I. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. *Working Paper 525*, The Levy Economics Institute, Washington.
- Pastor, L. & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of financial Economics*, 110(3), 520-545.

- Rajizadeh, S., Taibi Naqandari, A. H. & Zainli, H. (2022). The effect of financial friction on the speed of stock price convergence. *Financial Engineering and Securities Management*, 12(47), 43-69. (in Persian)
- Razmanesh, F. (2023). Competition in the product market and maintaining cash with emphasis on the moderating role of the business cycle. *Accounting and Management Perspectives*, 5(56), 18-30. (in Persian)
- Rezaei, M. (2017). Evaluation, causes and major consequences of the economic crisis in Iran. *Financial Economics (Financial Economics and Development)*, 12(42), 201-226. (in Persian)
- Roshan, A. (2019). An analysis of global uncertainty index. *Journal of Financial Analysis*, 4(1), 21-41. (in Persian)
- Sabouri, N., Ebrahimi, A. & Farmer, M. (2023). Investigating the effect of economic policy uncertainty on the change of managerial behavior of managers according to the mediating variable of internal and external risk. *Quarterly Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, (84) 6, 2233-2218. (in Persian)
- Samsami, H. & Ebrahimnejad, Ah. (2018). The uncertain effect of economic policies on unemployment and entrepreneurship in Iran's economy, a system of simultaneous equations approach. *Journal of Economic Research*, 54(4), 1016-995. (in Persian)
- Sarllak, N. & Mirzaei, F. (2015). The relationship between market competition and profit sharing policies. *Asset Management and Financing*, 4(4), 45-60. (in Persian)
- Sawyer, M. (2013). What is financialization? *International journal of political economy*, 42(4), 5-18.
- Sedaghat, P. (2009). Political economy of financialism and financing of big cities. *City Economics*, 7, 65-71. (in Persian)
- Segal, G., Sjalastovich, I. & Yaron, A. (2015). Good and Bad Uncertainty: Macroeconomic and Financial Market Implications. *J. Financ. Econ.*, 117 (2), 369–397.
- Sepasi, S., Kazempour, M. & Shabani Mazoui, M. (2016). Competition in the product market and its effect on three important criteria in decision-making; Agency cost, capital structure and cost of capital. *Accounting and Social Interests*, 7(1), 67-84. (in Persian)
- Sheikh, M. S. & Mirzaei, H. (2017). The effect of economic policy uncertainty on the tax burden of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Scientific Research Quarterly of Economic Strategy*, 7(24), 114-95. (in Persian)
- Shu, J. X., Zhang, C. S., & Zheng, N. (2020). Financialization and sluggish fixed investment in Chinese real sector firms. *International Review of Economics and Finance*, 69(1), 1106–1116.
- Sohail, M. T., Ullah, S. & Majeed, M. T. (2022). Effect of policy uncertainty on green growth in high-polluting economies. *Journal of Cleaner Production*, 380, 135043.
- Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The quarterly journal of economics*, 70(1), 65-94.

- Su, K. (2016). A study on the influence of the personal background features of CEOs upon corporate risk-taking. *Contemporary Economic Management*, 38(11), 18–25.
- Suleiman Khan, A. & Pourzmani, Z. (2016). Comparison of the impact of competition risk in the product market on the level of cash accumulation in companies with financing restrictions and without financing restrictions based on the KZ index. *Knowledge of Accounting and Management Audit*, 6(22), 53-62. (in Persian)
- Taheri Nemahil, I. (2019). Examining the consequences of the corona virus on the economy of Iran and the world. *Specialized Quarterly Journal of Supreme Governance*, 1(2), 171-181. (in Persian)
- Tran, Q. T. (2019). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 52, 100605.
- Vaez, S. A. & Darse, S. S. (2017). Examining the impact of auditor expertise in the industry on the relationship between the lack of transparency of financial information and the risk of a future fall in stock prices. *Accounting and Auditing Research*, 10(39), 111-132. (in Persian)
- Vural-Yavaş, Ç. (2020). Corporate risk-taking in developed countries: The influence of economic policy uncertainty and macroeconomic conditions. *Journal of Multinational Financial Management*, 54, 100616.
- Wang, J. & Zhu, R. (2022). Economic Policy Uncertainty, Corporate Risk-Taking and Abnormal Audit Fees. *International Journal of Economics and Finance*, 14(12), 1-28.
- Wen, F., Li, C., Sha, H. & Shao, L. (2021). How does economic policy uncertainty affect corporate risk-taking? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 41, 101840.
- Wright, P., Ferris, S. & Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk-taking. *Academy of Management Journal*, 39(2), 441–482.
- Xu, S. & Guo, L. (2021). Financialization and corporate performance in China: Promotion or inhibition? *Abacus*.
- Yan, W. (2023). The Impact of Monetary Policy Uncertainty on Corporate Financialization—Evidence from China. *Open Journal of Business and Management*, 11(2), 494-519.
- 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. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101496.
- Zhao, Y. & Su, K. (2022). Economic policy uncertainty and corporate financialization: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102182.
- Zhu, R. Y., Tan, K. H. & Xin, X. H. (2023). Can the Opening of High-Speed Railway Restrain Corporate Financialization? *Sustainability*, 15(6), 4807.