

بررسی رابطه افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه با نقش تعدیلگری عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی

چکیده

هدف: پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر حساسیت بازار سرمایه و تحلیل نقش تعدیل‌گر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در این رابطه انجام شده است. با توجه به نوسانات اقتصادی و فضای پرریسک بازار سرمایه ایران، این مطالعه تلاش دارد به درک دقیق‌تری از سازوکار واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات در شرایط مختلف بپردازد.

روش‌شناسی پژوهش: این مطالعه از نوع کاربردی و با رویکرد علی - پس‌رویدادی انجام شده است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰ می‌باشد که پس از اعمال محدودیت‌ها، ۴۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. داده‌های پژوهش با استفاده از روش تحلیل عاملی اکتشافی برای متغیرهای ترکیبی و مدل‌های رگرسیون خطی تابلویی و GMM پویا تجزیه و تحلیل شدند. نرم‌افزارهای مورد استفاده شامل ایویوز و استاتا بوده‌اند.

یافته‌ها: نتایج نشان داد که افشای اطلاعات، به‌طور معناداری موجب کاهش حساسیت بازار سرمایه می‌شود و این اثر در دوره‌های آتی نیز تداوم دارد. همچنین، عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، رابطه میان افشای اطلاعات و حساسیت بازار را تعدیل می‌کند به گونه‌ای که در شرایط عدم اطمینان بالا، تأثیر افشای اطلاعات بر کاهش حساسیت بازار تضعیف می‌گردد.

اصالت / ارزش افزوده علمی: این پژوهش با تمرکز بر بازار سرمایه ایران و به‌کارگیری شاخص بومی شده عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، بینشی نوین درباره تعامل میان افشای اطلاعات و متغیرهای کلان اقتصادی در بازارهای نوظهور ارائه می‌دهد. نتایج آن می‌تواند در طراحی سیاست‌های نظارتی و راهبردهای افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد.

واژگان کلیدی: افشای اطلاعات، حساسیت بازار سرمایه، عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی

۱. مقدمه

در دنیای امروز، با پیشرفت‌های چشمگیر فناوری اطلاعات و ارتباطات، دسترسی به اطلاعات به سرعت و سهولت بی‌سابقه‌ای امکان‌پذیر شده است. این امر، از یک سو، فرصت‌های بی‌شماری را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد تا با اتخاذ تصمیمات آگاهانه، به سودآوری دست یابند؛ اما از سوی دیگر، افشای زود هنگام یا نادرست اطلاعات، می‌تواند منجر به ایجاد نوسانات شدید در بازار، بروز رفتارهای هیجانی و غیرمنطقی و در نهایت، تضییع حقوق سهامداران شود (دی^۱، ۲۰۰۱). بازار سرمایه، به عنوان قلب تپنده اقتصاد مدرن، نقشی حیاتی در تخصیص منابع، رشد اقتصادی و ایجاد ثروت ایفا می‌کند. این بازار، متشکل از مجموعه‌ای پیچیده از بازیگران، نهادها و ابزارهای مالی، همواره در معرض تحولات و نوسانات گوناگون قرار دارد. در این میان، اطلاعات، به عنوان ماده اولیه تصمیم‌گیری در بازار سرمایه، از اهمیت بی‌بدیلی برخوردار است. افشای اطلاعات، فرآیندی است که از طریق آن، اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، اوراق بهادار و سایر عوامل مؤثر بر بازار، به طور شفاف و به موقع در اختیار عموم قرار می‌گیرد. این فرآیند، نقش کلیدی در ایجاد شفافیت، عدالت و کارایی در بازار سرمایه ایفا می‌کند (اوک و کیم^۲، ۲۰۱۹). با این حال، افشای اطلاعات، به ویژه اطلاعات حساس و محرمانه، می‌تواند اثرات قابل توجهی بر پویایی و ثبات بازار داشته باشد. به عبارتی اطلاعات حسابداری به طور گسترده به عنوان ابزاری شناخته شده است که عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخلی و خارجی شرکت را کاهش می‌دهد. نظریه‌ها به طور کلی نشان می‌دهند که اطلاعات افشا شده توسط یک شرکت، شفافیت را افزایش داده و به کارایی بازار کمک می‌کند (لی^۳ و همکاران، ۲۰۱۹). ایده اصلی این است که افشاهای مکررتر، به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران مطلع و سایر سرمایه‌گذاران ناآگاه، نقدینگی بیشتری را به همراه دارد و از نوسانات شدید بازار جلوگیری می‌کند (دای^۴ و همکاران، ۲۰۲۳). بر این اساس، سرمایه‌گذاران به شرکت‌هایی که افشاهای با کیفیت بالا دارند، با اعتماد بیشتری نگاه می‌کنند و این امر به ثبات بازار کمک می‌کند (پاسیکو^۵ و همکاران، ۲۰۲۰). این موضوع را می‌توان به عنوان یک موضوع اساسی بازار سرمایه در نظر گرفت؛ زیرا تمایل یک شرکت برای شفافیت از طریق فعالیت‌های افشای عمومی، مستقیماً با پایداری کسب‌وکار و همچنین ثبات و حساسیت بازار سرمایه مرتبط است. برای مثال، اوک و کیم (۲۰۱۹) پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران به شرکت‌هایی با فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) بهتر، با دید مثبت‌تری نگاه می‌کنند؛ زیرا انتظار سودهای پایدار از آن شرکت‌ها را دارند. این امر نه تنها به پایداری شرکت کمک می‌کند؛ بلکه باعث کاهش نوسانات و افزایش اعتماد در بازار سرمایه می‌شود. با این حال، برخلاف نظریه‌ها، مطالعات تجربی هنوز به اجماع نرسیده‌اند. اینکه فعالیت‌های افشای بیشتر، به طور قطعی حساسیت بازار را کاهش می‌دهد یا خیر، هنوز در دست بحث است و یافته‌های مطالعات قبلی به نظر می‌رسد به ویژگی‌های مختلف شرکت مانند اندازه شرکت، دنبال کردن تحلیلگران و محیط نهادی حساس باشد. علاوه بر این، نمونه‌ها عموماً محدود به شرکت‌های بزرگ و به ویژه محدود به شرکت‌های ایالات متحده هستند که این موضوع می‌تواند دقت و تعمیم‌پذیری نتایج را تحت تأثیر قرار دهد. مقاله حاضر تأثیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر رابطه افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه را بررسی می‌کند. به طور دقیق، با استفاده از داده‌های بازار سهام ایران، این مطالعه رابطه بین افشا اطلاعات و نوسانات بازار را اندازه‌گیری می‌نماید.

مزایای تحلیل داده‌های بازار سرمایه ایران این است که معیار افشای اطلاعات در سامانه‌ی کدال، تقریباً همه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران را پوشش می‌دهد و با توجه به الزام سازمان بورس و اوراق بهادار به افشای اطلاعات با اهمیت، از اعتبار نسبتاً بالایی برخوردار است. با این حال، باید توجه داشت که چالش‌هایی در زمینه‌ی کیفیت و به موقع بودن اطلاعات

¹ Dye

² Ok, Y.; Kim

³ Li

⁴ Dai

⁵ Pacicco

افشا شده وجود دارد. از طرفی محیط قانونی و نظارتی بازار سرمایه ایران، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته، ویژگی‌های خاص خود را دارد. اگرچه سازمان بورس و اوراق بهادار تلاش می‌کند تا با وضع قوانین و مقررات، شفافیت و عدالت را در بازار افزایش دهد؛ اما عواملی مانند پیچیدگی‌های ساختاری، محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها و نوسانات اقتصادی، می‌توانند بر فرآیند افشای اطلاعات و حساسیت بازار تأثیر بگذارند (عباسی و همکاران، ۲۰۲۱). همچنین سامانه‌ی کدال (سامانه‌ی جامع اطلاع‌رسانی ناشران) به عنوان مرجع اصلی افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس عمل می‌کند. شرکت‌ها موظفند اطلاعات با اهمیت خود را از طریق این سامانه به اطلاع عموم برسانند. با این وجود، عواملی مانند تفاوت در تفسیر قوانین، عدم رعایت کامل الزامات افشا و تأخیر در انتشار اطلاعات، می‌توانند منجر به عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش حساسیت بازار شوند. مطالعات قبلی نشان داده‌اند که رابطه بین افشای اطلاعات و ثبات بازار در ایران، تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار دارد. عواملی مانند نوع صنعت، اندازه شرکت، میزان شفافیت مدیریتی و شرایط اقتصادی، می‌توانند بر این رابطه تأثیرگذار باشند. همچنین، باید توجه داشت که فرهنگ سرمایه‌گذاری در ایران که تا حدودی تحت تأثیر عوامل روانی و رفتاری قرار دارد، می‌تواند حساسیت بازار را در برابر اطلاعات افشا شده تشدید کند. با توجه به شرایط خاص بازار سرمایه ایران، تحلیل داده‌های افشای اطلاعات می‌تواند فرصت مناسبی برای بررسی تأثیر این اطلاعات بر حساسیت بازار فراهم کند. این تحلیل می‌تواند به شناسایی عوامل مؤثر بر حساسیت بازار، ارزیابی کیفیت افشای اطلاعات و ارائه راهکارهایی برای بهبود شفافیت و کارایی بازار کمک کند. همچنین در شرایط ناپایدار اقتصادی و نوسانات ناشی از تحریم‌ها و تغییرات پی‌درپی سیاست‌های داخلی، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران با چالش‌های متعددی روبرو هستند. این شرایط، منجر به افزایش عدم اطمینان و ریسک‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و دریافت سیگنال‌های ارزشیابی دقیق از بازار را برای سرمایه‌گذاران دشوار می‌سازد. در چنین فضایی، سرمایه‌گذاران داخلی، به دلیل روان‌شناسی ریسک‌گریزی، تمایل بیشتری به جمع‌آوری اطلاعات خصوصی از منابع مختلف دارند تا کمبود اطلاعات عمومی را جبران کنند. این امر، نه تنها به آنها امکان می‌دهد اطلاعات دقیق‌تری از شرکت‌ها به دست آورند؛ بلکه می‌تواند به شکل‌گیری رفتارهای محتاطانه و نظارتی از سوی نهادهای بیرونی منجر شود، تا شرکت‌ها را به افشای اطلاعات معتبرتر و قابل اعتمادتر ترغیب کنند و در نتیجه، کیفیت اطلاعات منتشر شده بهبود یابد. عدم اطمینان ناشی از سیاست‌های اقتصادی، تأثیرات گسترده‌ای بر اقتصاد ایران دارد. ارزیابی این تأثیرات و شناسایی منابع و اهمیت آنها در بخش‌های مختلف اقتصادی، از وظایف مهم پژوهشگران است. مطالعات متمرکز بر بازارهای مالی و سهام در ایران، نشان می‌دهد که این عدم اطمینان، با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه دارد و می‌تواند منجر به افشای اطلاعات اضافی از سوی مدیریت شود تا دقت اطلاعات عمومی نسبت به اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران افزایش یابد. با این حال، رابطه بین عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی در ایران، همچنان دارای ابهام است و نیازمند بررسی‌های دقیق‌تر است. هدف اصلی این مطالعه، بررسی نقش افشای داوطلبانه اطلاعات در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و نقش تعدیل‌کننده عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در این رابطه است، تا مشخص شود چگونه عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، بر ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در بستر ایران تأثیر می‌گذارد.

با وجود پژوهش‌هایی نظیر مقدم و همکاران (۱۴۰۴) که بر تأثیر عوامل کلان اقتصادی و کیفیت افشا بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأکید دارند و قاسمی و همکاران (۱۴۰۱) که نقش نااطمینانی سیاستی را در رابطه میان افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی بررسی کرده‌اند، نوآوری پژوهش حاضر در چند محور اصلی قابل طرح است:

نخست آنکه، برخلاف بسیاری از مطالعات پیشین که صرفاً به تأثیر مستقیم افشا بر رفتار بازار پرداخته‌اند (لی و همکاران، ۲۰۱۹ و پاسیکو و همکاران، ۲۰۲۰)، در این مقاله نقش تعدیل‌گرانه عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی به عنوان یک متغیر حیاتی در تبیین رابطه افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته است؛ متغیری که در بستر اقتصادی پرتلاطم ایران، اهمیت دوچندانی دارد. دوم، تمرکز بر بازار سرمایه ایران با ویژگی‌های نهادی خاص، مانند سامانه کدال، ساختار نظارتی متحصربه‌فرد و

تأثیرپذیری شدید از تحریم‌ها و بی‌ثباتی‌های کلان اقتصادی، به تحلیل عمیق‌تری نسبت به پژوهش‌های پیشین در زمینه‌های مشابه می‌انجامد. سوم، پژوهش حاضر با بهره‌گیری از داده‌های دقیق افشای داوطلبانه شرکت‌ها و استفاده از شاخص‌های عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در بستر ایران، یک چارچوب تجربی نوین با قابلیت تعمیم بومی‌سازی شده ارائه می‌دهد. این چارچوب، نه تنها به درک بهتر رفتار واکنشی بازار نسبت به افشا کمک می‌کند؛ بلکه تصویری دقیق‌تر از تعامل میان متغیرهای اطلاعاتی و نوسانات اقتصادی ارائه می‌نماید. به‌طور خلاصه، نوآوری اصلی این پژوهش در ترکیب سه‌گانه افشای اطلاعات، حساسیت بازار و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در یک مدل تعاملی در بازار سرمایه ایران نهفته است؛ مدلی که می‌تواند مبنایی برای سیاست‌گذاری اطلاعاتی در بازارهای نوظهور مشابه فراهم آورد.

با وجود پژوهش‌هایی نظیر مقدم و همکاران (۱۴۰۴) که بر تأثیر عوامل کلان اقتصادی و کیفیت افشا بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأکید دارند و قاسمی و همکاران (۱۴۰۱) که نقش نااطمینانی سیاستی را در رابطه میان افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی بررسی کرده‌اند، نوآوری پژوهش حاضر در چند محور اصلی قابل طرح است:

بخش بعدی به شرح زیر پیش می‌رود: بخش ۲ شامل توسعه فرضیه است. بخش ۳ شرح مدل تخمین و معیارهای تجربی را ارائه می‌دهد. بخش ۴ نتایج تجربی و آزمایش‌های حساسیت مربوطه را نشان می‌دهد. در نهایت، بخش ۵ نتیجه‌گیری مقاله را ارائه می‌دهد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در گزارشگری یکپارچه، نظریه‌های سهامداران، ذی‌نفعان، مشروعیت، نمایندگی، نهادی و علامت‌دهی مطرح شده‌اند (سان^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). به دلیل پتانسیل همیشگی تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، همواره زمینه‌هایی برای بروز مشکلات نمایندگی وجود دارد که می‌تواند منجر به کاهش شفافیت اطلاعاتی و افزایش حساسیت بازار سرمایه شود. در چارچوب نظریه نمایندگی، این مشکلات به هزینه‌هایی منتهی می‌شوند که در سه دسته اصلی طبقه‌بندی می‌شوند: هزینه‌های نظارت (برای کنترل و پایش رفتار مدیران)، هزینه‌های التزام (طراحی قراردادهای ساختارهایی جهت محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه) و هزینه‌های باقی‌مانده (شکاف بین تصمیمات بهینه برای سهامداران و عملکرد واقعی مدیران). زیان باقی‌مانده ناشی از پیگیری منافع شخصی مدیران، نه تنها رفاه سهامداران را کاهش می‌دهد؛ بلکه با افزایش عدم اطمینان اطلاعاتی، حساسیت بازار سرمایه نسبت به افشاهای اطلاعاتی را نیز تشدید می‌کند. مطالعات جدید نشان داده‌اند که در محیط‌های نهادی پرریسک، مانند بازارهای نوظهور، شدت این تضاد منافع بیشتر است و اثر آن بر واکنش بازار نسبت به اطلاعات افشا شده نیز ملموس‌تر می‌شود (کاشمن و همکاران^۲، ۲۰۲۳). به‌ویژه، ضعف در ساختارهای نظارتی و نبود مکانیزم‌های انگیزشی کافی برای همراهی کردن منافع، می‌تواند به افزایش رفتارهای نمایندگی و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر شود (شمشاد^۳، ۲۰۲۴). مشکلات نمایندگی، به‌ویژه در شرایطی که نظام‌های نظارتی و حاکمیتی ناکارآمد باشند، می‌توانند موجب گسترش فضای عدم اطمینان در محیط اطلاعاتی شرکت شوند. در چنین شرایطی، افشای اطلاعات ناقص یا جهت‌دار از سوی مدیران، سبب شکل‌گیری برداشت‌های متفاوت از ارزش ذاتی شرکت در میان سرمایه‌گذاران می‌گردد. این شکاف اطلاعاتی موجب افزایش نوسانات ارزیابی سهام، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و در نهایت افزایش حساسیت بازار سرمایه نسبت به افشای اطلاعات خواهد شد. پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که شدت هزینه‌های نمایندگی با میزان خطای قیمت‌گذاری سهام ارتباط مثبتی دارد و این ارتباط در

1. Sun
2. Cashman *et al.*
3. Shemshad

بازارهایی که با ضعف در شفافیت و افشای اختیاری مواجه‌اند، قوی‌تر است (لوپز - ویلاویسنسیو و پورروی^۱، ۲۰۲۳). همچنین، در چنین محیط‌هایی سرمایه‌گذاران اغلب برای جبران عدم شفافیت، به منابع اطلاعاتی جانبی یا تحلیل‌های غیررسمی متوسل می‌شوند که خود می‌تواند رفتارهای هیجانی بازار را تشدید کند (طاهری و شیخ زاده، ۱۴۰۲). طبق نظریه نمایندگی، تضاد منافع به دلیل تفکیک مالکیت و مدیریت رخ می‌دهد و مستلزم اعمال نظارت و افزایش شفافیت اطلاعاتی است. انتظار می‌رود نظارت بر رفتار مدیران و بهبود کیفیت افشای اطلاعات بتواند بر کاهش شکاف اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران و تضعیف مشکل نمایندگی مؤثر باشد و با کاهش هزینه نمایندگی، سازوکار ارزیابی کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و تحقق بازده مورد انتظار سهامداران ایجاد شود. توجه به کیفیت اطلاعات گزارشگری می‌تواند سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مسائل نمایندگی و تضاد منافع مدیران و سهامداران باشد (وانگ^۲ و همکاران، ۲۰۲۲). در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد، سهامداران برای پوشش ریسک اطلاعاتی، صرف ریسک بالاتری مطالبه می‌کنند که منجر به افزایش بازده مورد انتظار و در نتیجه واکنش شدیدتر بازار به تغییرات اطلاعاتی می‌شود. این وضعیت، به‌ویژه در محیط‌های اقتصادی پرتلاطم، می‌تواند حساسیت بازار سرمایه نسبت به افشای اطلاعات را به‌طور محسوس افزایش دهد. مطالعات جدید نشان داده‌اند که مشکلات نمایندگی و عدم شفافیت اطلاعاتی با افزایش نوسانات قیمتی و ناپایداری بازارهای مالی همراه است و این رابطه در اقتصادهایی که با ابهام سیاسی یا ضعف در نهادهای افشاکننده مواجه‌اند، شدیدتر است (اوزخوم و بریما^۳، ۲۰۲۳). در چنین محیطی، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران مجبورند برای ارزیابی ارزش واقعی شرکت‌ها، به نشانه‌های ثانویه یا افشاهای اختیاری تکیه کنند؛ فرآیندی که می‌تواند رفتارهای بیش‌واکنشی یا کم‌واکنشی بازار را در پی داشته باشد (حیدری و مشایخ، ۱۴۰۴) و این امر بازده مورد انتظار سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ از این رو، انتظار می‌رود افزایش تضادهای نمایندگی از طریق افزایش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش بازده مورد انتظار سهامداران و افزایش حساسیت بازار شود. از اینرو با توجه به آنچه گفته شد فرضیه اول تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول: بین افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی که از تغییرات غیرمنتظره یا مبهم در سیاست‌های پولی، مالی، ارزی و تجاری دولت ناشی می‌شود، می‌تواند یکی از مهم‌ترین عوامل بی‌ثباتی در بازار سرمایه باشد. این نوع عدم اطمینان، با افزایش ریسک سیستماتیک، کاهش پیش‌بینی‌پذیری درآمدها و اختلال در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همراه است و اغلب منجر به کاهش اعتماد فعالان بازار و افزایش حساسیت بازار سرمایه نسبت به اطلاعات جدید می‌گردد. یافته‌های پژوهش‌های جدید نشان می‌دهد که شدت واکنش بازارهای مالی به اطلاعات در شرایط افزایش شاخص عدم اطمینان اقتصادی به‌طور معناداری بیشتر می‌شود (غنی و غنی^۴، ۲۰۲۴). به‌ویژه در اقتصادهایی مانند ایران که با نوسانات سیاسی، تحریم‌های خارجی و ناطمینانی‌های کلان مواجه‌اند، اثرگذاری این متغیر بر رفتار سرمایه‌گذاران بسیار محسوس است و می‌تواند تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، قیمت‌گذاری دارایی‌ها و ارزیابی ریسک را به‌شدت تحت تأثیر قرار دهد (مومن زاده و همکاران، ۱۴۰۲ و مظفرنیا و همکاران، ۱۴۰۰). این عدم اطمینان، منجر به افزایش ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش نوسانات بازار می‌شود. در چنین شرایطی، اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها، به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، اهمیت دوچندانی پیدا می‌کند (دش^۵ و همکاران، ۲۰۲۱). در شرایطی که فضای اقتصادی با عدم اطمینان بالا همراه است، سرمایه‌گذاران برای کاهش ریسک تصمیم‌گیری، به‌طور فزاینده‌ای به

1. Lopez-Villavicencio & Pourroy
2. Wang
3. Ozekhome & Braimah
4. Ghani & Ghani
5. Dash

دنبال اطلاعات دقیق، به موقع و شفاف هستند. در چنین وضعیتی، افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایفا کرده و به افزایش شفافیت بازار، بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و کاهش نوسانات ناشی از رفتارهای هیجانی منجر شود. شواهد تجربی جدید نشان می‌دهد که در دوره‌های افزایش شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، واکنش بازار سرمایه نسبت به اطلاعات افشا شده به طور معناداری تقویت می‌شود؛ به‌ویژه در بازارهای نوظهور که ساختارهای نهادی ضعیف‌تری دارند (لی و لو^۱، ۲۰۲۳). همچنین مطالعات داخلی حاکی از آن است که کیفیت افشای اطلاعات، در شرایط بی‌ثبات اقتصادی، به‌عنوان یکی از عوامل اصلی اعتمادسازی و کاهش واکنش‌های بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران عمل می‌کند (رجب زاده و برزگر، ۱۴۰۳ و فرهادی و دعائی، ۱۴۰۰). کوچک‌ترین تغییرات در اطلاعات افشا شده، می‌تواند منجر به واکنش‌های شدید در بازار شود. در چنین شرایطی، شرکت‌ها ممکن است به دلیل ترس از واکنش‌های منفی بازار، از افشای کامل و به موقع اطلاعات خودداری کنند. این امر، منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و تشدید نوسانات بازار می‌شود (گیولی‌انگ^۲ و همکاران، ۲۰۲۱). در شرایط عدم اطمینان، نقش نهادهای نظارتی در نظارت بر افشای اطلاعات و تضمین رعایت قوانین و مقررات، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. نهادهای نظارتی باید با اعمال نظارت دقیق و شفاف، از افشای اطلاعات نادرست یا ناقص جلوگیری کرده و اعتماد سرمایه‌گذاران را به بازار حفظ نمایند. به طور کلی در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاران به دنبال اطلاعات دقیق و قابل اعتماد هستند تا بتوانند ریسک‌های موجود را ارزیابی کنند (فنگر‌انگ^۳ و همکاران، ۲۰۲۲). این امر، منجر به افزایش تقاضا برای اطلاعات خصوصی و همچنین افزایش فشار بر شرکت‌ها برای افشای اطلاعات معتبر و قابل اعتماد می‌شود. عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، ناشی از عواملی مانند تغییرات نرخ بهره، نوسانات نرخ ارز، تغییر قوانین مالیاتی و تجاری و تحولات سیاسی است (ناگار^۴ و همکاران ریال، ۲۰۲۰). این عدم اطمینان، منجر به افزایش ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش نوسانات بازار می‌شود. در چنین شرایطی، افشای اطلاعات با کیفیت بالا، می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش شفافیت بازار و کاهش نوسانات ناشی از رفتارهای هیجانی کمک کند. با این حال، حساسیت بازار سرمایه به اطلاعات افشا شده، در شرایط عدم اطمینان، به طور قابل توجهی افزایش می‌یابد (اسکرینیاریک و اورلوویچ^۵، ۲۰۲۰). کوچک‌ترین تغییرات در اطلاعات افشا شده، می‌تواند منجر به واکنش‌های شدید در بازار شود. عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، می‌تواند بر کیفیت افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها نیز تأثیر بگذارد. در چنین شرایطی، شرکت‌ها ممکن است به دلیل ترس از واکنش‌های منفی بازار، از افشای کامل و به موقع اطلاعات خودداری کنند. این امر، منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و تشدید نوسانات بازار می‌شود (گیولی‌انگ و همکاران، ۲۰۲۰). از اینرو بر اساس آنچه گفته شد فرضیه دوم به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه دوم: عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر رابطه بین افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه تأثیر معناداری دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از حیث هدف، کاربردی است؛ زیرا در پی ارائه راهکارهای علمی برای مواجهه با مسائل واقعی در بازار سرمایه ایران می‌باشد؛ و از حیث ماهیت، یک مطالعه توصیفی - همبستگی است که به بررسی روابط بین متغیرها در یک چارچوب تحلیلی می‌پردازد. برای تحلیل داده‌ها، از ترکیب آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. مقاله حاضر به‌منظور بررسی تأثیر افشای اطلاعات و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر حساسیت بازار سرمایه، از مدل رگرسیون چندگانه داده‌های تابلویی استفاده کرده است. جامعه

1. Lei & Luo
2. Guoliang
3. Fengrong
4. Nagar
5. Škrinjarić & Orlović

آماري شامل کليه شرکت‌هاي پذيرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌هاي ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. با استفاده از روش حذف سیستماتیک و اعمال این معیارهای غربال‌گری، ۴۴ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند:

- شرکت در طول دوره ۱۵ ساله مورد بررسی، به‌صورت مستمر در بورس فعال بوده باشد.
- پایان سال مالی شرکت منطبق با پایان اسفند هر سال باشد.
- اطلاعات مالی کامل و قابل اتکاء برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.
- شرکت‌ها در طول دوره مورد بررسی، تغییر طبقه‌بندی فعالیت یا صنعت نداشته باشند.
- در زمره شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و بیمه‌ها) نباشند، به‌دلیل تفاوت ماهیت مالی و افشای اطلاعات.

در نهایت، داده‌های پانل مربوط به ۴۴ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰ (۱۵ سال)، استخراج و تحلیل گردید. اطلاعات مربوط به ادبیات نظری و پیشینه از مطالعات کتابخانه‌ای و منابع علمی داخلی و بین‌المللی استخراج شده‌اند. داده‌های آماری شرکت‌ها از طریق صورت‌های مالی حسابرسی‌شده منتشرشده در سامانه کدال و نیز داده‌های تجمیعی از نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است.

مدل‌های رگرسیونی اصلی استفاده‌شده در این پژوهش عبارتند از:

مدل (۱)

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 MOW_{it} + a_3 lev_{it} + a_4 GRW_{it} + a_5 size_{it} + a_6 INVE_{it} + a_7 age_{it} + a_8 roa_{it} + a_9 bind_{it} + a_{10} loss_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 Disclosure * EPU_{it} + a_4 bind_{it} + a_5 size_{it} + a_6 INVE_{it} + a_7 age_{it} + a_8 roa_{it} + a_9 GRW_{it} + a_{10} loss_{it} + a_{11} lev_{it} + a_{12} MOW_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{14} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای اصلی پژوهش عبارتند از:

MS: حساسیت بازار سرمایه (شامل نوسانات قیمت سهام و حجم معاملات)؛ با استفاده از تحلیل عاملی اکتشافی از دو شاخص مکمل نوسانات قیمت و نقدشوندگی مبتنی بر حجم معاملات استخراج شده است.

Disclosure: میزان افشای اختیاری اطلاعات، در این پژوهش، به‌صورت شاخص ترکیبی افشای اختیاری و بر پایه چک‌لیستی برگرفته از مدل بوتوسان (۱۹۹۷) و با انطباق بر فرمت نمونه گزارشگری سازمان حسابرسی ایران محاسبه شده است. برای سنجش میزان افشای اختیاری اطلاعات، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها به‌عنوان منبع اطلاعاتی انتخاب شده و بر اساس شش بُعد اطلاعاتی (شامل: پیشینه اطلاعاتی، نتایج تاریخی، آماره‌های غیرمالی، اطلاعات بخشی، اطلاعات پیش‌بینی و تحلیل مدیریت) مجموعاً ۷۱ شاخص کیفی تعریف گردید. هر شاخص براساس وجود / عدم وجود و در مواردی کمی بودن اطلاعات، امتیازدهی صفر، یک یا دو دریافت کرده است. در نهایت، شاخص افشای اطلاعات به‌صورت نسبت مجموع امتیاز کسب‌شده هر شرکت به حداکثر امتیاز ممکن (۱۳۴) محاسبه شده و به‌صورت عددی (بین ۰ تا ۱) در مدل‌ها وارد شده است.

EPU: شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در این پژوهش، بر پایه روش تحلیل محتوای رسانه‌ای بیکر و همکاران (۲۰۱۶) و با استفاده از داده‌های هفت روزنامه سراسری ایران طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰ محاسبه شده است. این روش، به دلیل پوشش وسیع زمانی، امکان سنجش تغییرات ادراک‌شده از نااطمینانی در سطح کلان را فراهم می‌کند. گرچه روش‌های سری‌زمانی مانند مدل‌های گارچ نیز در برخی مطالعات داخلی مانند مقدم و همکاران (۱۴۰۴) استفاده شده‌اند؛ اما تمرکز آن‌ها بیشتر بر نوسانات مالی است، نه ادراک سیاستی. با این حال برای افزایش دقت، آزمون حساسیت با شاخص جایگزین مبتنی بر مدل گارچ نیز انجام شده است.

متغیرهای کنترلی: شامل استقلال هیئت‌مدیره (bind)، اندازه شرکت (size)، مالکیت نهادی (INVE)، عمر شرکت (age)، بازده دارایی‌ها (ROA)، رشد فروش (GRW)، زیان‌ده بودن شرکت (loss)، اهرم مالی (LEV) و متغیرهای دامی سال و صنعت. همچنین برای کنترل درون‌زایی احتمالی و ناهمسانی واریانس در متغیرهایی مانند افشای اطلاعات، در بخش تحلیل نتایج از مدل GMM پویا به‌عنوان روش مکمل استفاده شده است. این روش بر دقت برآورد ضرایب و پایداری نتایج می‌افزاید. ابتدا داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل^۱ پردازش اولیه و آماده‌سازی شده‌اند. سپس برای آزمون فرضیه‌ها، داده‌ها به نرم‌افزار ایویوز^۲ منتقل گردیدند. به‌منظور انتخاب روش مناسب برآورد مدل، از آزمون‌های لیمر (F لیمر) برای بررسی ساختار داده‌ها و هاسمن جهت تعیین بین مدل اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده است. تحلیل نهایی روابط بین متغیرها از طریق رگرسیون خطی (تک‌متغیره و چندمتغیره) انجام شده است.

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها

جدول (۱) اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، کمینه و بیشینه را نشان می‌دهند. SPV و TVOL دو متغیر وابسته هستند و متغیر MS به روش تحلیل عاملی اکتشافی از این دو متغیر به دست آمده است (جدول ۲). از تحلیل عاملی اکتشافی برای ساخت شاخص‌های ترکیبی (از جمله حساسیت بازار سرمایه و افشای اختیاری اطلاعات) استفاده شده است. این روش امکان ترکیب چند متغیر مرتبط را در یک سازه مفهومی واحد با بیشترین واریانس مشترک فراهم می‌سازد. استفاده از بارهای عاملی باعث افزایش دقت شاخص و کاهش نویز آماری در مدل‌های رگرسیونی می‌شود. تحلیل عاملی در این پژوهش صرفاً به‌عنوان مرحله پیش‌پردازش داده‌ها برای ساخت متغیرهای ترکیبی بوده و نتایج آن در اقتصادسنجی نهایی استفاده شده‌اند. متغیر TVOL ماهیت کیفی صفر و یکی دارد. این متغیر دارای ۸۴ مشاهده یک و ۵۷۶ مشاهده صفر است. در میان این سه متغیر وابسته، TVOL کمترین میانگین و پراکندگی را دارد. کمترین و بیشترین مشاهده مربوط به متغیر SPV با مشاهدات ۰.۹۶۷- و ۹.۲۹۸ می‌باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Spv</i>	660	0.496	1.544	-0.967	9.298
<i>Tvol</i>	660	0.127	0.334	0	1
<i>Ms</i>	660	0.154	0.437	-0.481	2.741
<i>Disclosure</i>	660	5.804	3.783	0.927	25.691
<i>Epu</i>	660	89.400	50.095	0.974	201.927
<i>Lev</i>	660	0.499	0.257	0.019	1.547
<i>Size</i>	660	14.553	2.115	7.611	21.48
<i>Roa</i>	660	0.174	0.201	-0.404	0.957
<i>Loss</i>	660	0.120	0.325	0	1
<i>Inve</i>	660	70.412	27.751	0	99.58
<i>Grw</i>	660	0.304	0.563	-0.997	3.579
<i>Bind</i>	660	0.663	0.192	0	1

1. Excel
2. EViews

جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را شامل میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مقدار برای ۱۳ متغیر اصلی نشان می‌دهد. در میان این متغیرها، شاخص عدم اطمینان سیاست اقتصادی با میانگین ۸۹.۴ و انحراف معیار ۵۰.۰۹، دارای بیشترین میزان پراکندگی است که بیانگر نوسانات قابل توجه در دوره زمانی مورد بررسی می‌باشد. همچنین متغیرهای سرمایه‌گذاری و سن شرکت نیز انحراف معیار بالایی دارند (به ترتیب ۲۷.۷۵۱ و ۱۵.۷۱۰) که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه در این دو شاخص تفاوت‌های ساختاری عمده‌ای دارند. در مقابل، متغیرهایی مانند نسبت بدهی و مالکیت نهادی دارای انحراف معیار پایین‌تری هستند (به ترتیب ۰.۲۵۷ و ۰.۱۹۲) که بیانگر تمرکز و همگرایی بیشتر این متغیرها در بین شرکت‌ها است.

افشای اطلاعات نیز خود شامل امتیاز تحلیل مدیریت، امتیاز نسبت‌های غیرمالی، پیشینه اطلاعاتی و امتیاز اطلاعات بخش می‌باشد که به روش تحلیل عاملی اکتشافی محاسبه شده است (جدول ۳). در ادامه ضرایب محاسبه شده برای متغیرهای Disclosure و MS به تفکیک سال ارائه می‌گردد. افشای اطلاعات دارای میانگین ۵.۸۰۴، پراکندگی معادل ۳.۷۸۳ و کمینه و بیشینه ۰.۹۲۷ و ۲۵.۶۹۱ است. سایر اطلاعات متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

لازم به ذکر است که داده‌های مورد استفاده در سطح ۹۵ درصد اطمینان وینسورایز شده و داده‌های پرت حذف شده‌اند. علاوه بر این، سطح معنی‌داری نیز ۹۵ درصد اطمینان در نظر گرفته خواهد شد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرها، طبق قضیه حد مرکزی^۱، نمونه‌ی مورد بررسی چه از جامعه‌ای نرمال و چه از جامعه‌ای غیرنرمال انتخاب گردد، با وجود تعداد مشاهدات بیشتر از ۳۰ در داخل نمونه (تعداد ۶۶۰ مشاهده در این تحقیق برای هر متغیر)، نمونه‌ی انتخاب شده از توزیع نرمال برخوردار خواهد بود. از این رو، می‌توان از آزمون‌های پارامتریک F ، z ، t و ... به منظور انجام آزمون‌های مختلف بهره گرفت.

جدول ۲: بارهای عاملی اکتشافی متغیر MS به تفکیک سال

Year	SPV	TVOL
1386	0.2204	0.2204
1387	0.3166	0.3166
1388	0.1024	0.1024
1389	0.3231	0.3231
1390	0.2403	0.2403
1391	0.2511	0.2511
1392	0.1727	0.1727
1393	0.3519	0.3519
1394	0.2983	0.2983
1395	0.5312	0.5312
1396	0.2221	0.2221
1397	0.2394	0.2394
1398	0.2948	0.2948
1399	0.1794	0.1794
1400	0.2334	0.2334

در جدول (۲)، بارهای عاملی اکتشافی متغیر MS به تفکیک سال ارائه شده است. از آنجا که تنها دو متغیر به عنوان مولفه ایجاد متغیر MS در نظر گرفته شده است؛ بنابراین، بارهای عاملی دو متغیر برای هر سال با یکدیگر برابر است. بر خلاف آن، در جدول (۳)،

در طول سال‌های مختلف بارهای عاملی اکتشافی متفاوت از یکدیگر هستند. در دو سال انتهایی ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰، بیشترین وزن مربوط به متغیر پیشینه اطلاعاتی می‌باشد.

جدول ۳: بارهای عاملی اکتشافی متغیر Disclosure به تفکیک سال

Year	امتیاز بخش	پیشینه اطلاعاتی	امتیاز نسبت های غیرمالی	امتیاز تحلیل مدیریت
1386	0.1073	0.0702	0.0438	0.1718
1387	0.4009	0.1006	0.0314	0.3757
1388	0.1324	0.1184	0.0982	0.155
1389	0.1751	0.2129	0.0698	0.204
1390	0.1157	0.1675	0.1389	0.1283
1391	0.1478	0.1916	0.0953	0.2465
1392	0.0957	0.1281	0.0916	0.1057
1393	0.7062	0.7139	0.4252	0.5997
1394	0.1904	0.3793	0.0989	0.3727
1395	0.2081	0.2606	0.1008	0.2698
1396	0.3184	0.2934	0.1199	0.234
1397	0.2848	0.3534	0.1334	0.2423
1398	0.216	0.356	0.1485	0.2857
1399	0.1238	0.3795	0.0385	0.2858
1400	0.2197	0.3437	0.1881	0.2439

آزمون هم‌خطی

به منظور بررسی هم‌خطی مدل‌ها از آزمون عامل تورم واریانس^۱ (VIF) بهره گرفته شده است. جدول (۴) نتایج آزمون هم‌خطی VIF برای این مدل‌های رگرسیونی را نشان می‌دهند. از آنجا که متغیرهای توضیحی مدل‌های اول تا سوم و همچنین متغیرهای توضیحی مدل‌های چهارم تا ششم یکسان هستند؛ بنابراین، نتایج آزمون هم‌خطی آن‌ها نیز مشابه می‌باشد. با توجه به آماره‌های به دست آمده، VIF برای تمامی متغیرهای مدل‌ها کمتر از ۵ محاسبه شده است و علاوه بر این شاخص محاسبه شده برای کل مدل‌های رگرسیون اول تا سوم و همچنین چهارم تا ششم نیز به ترتیب معادل ۱.۶۵ و ۱.۵۶ می‌باشد. از این رو، هم‌خطی بین هیچ کدام از متغیرهای مدل‌ها وجود ندارد.

جدول ۴: نتایج آزمون هم‌خطی مدل‌های پژوهش

Variables	Model 1-3		Model 4-6	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
<i>Inve</i>	2.41	0.415	2.14	0.468
<i>Roa</i>	2.25	0.445	1.62	0.617
<i>Lev</i>	2.11	0.474	1.2	0.836
<i>Size</i>	1.57	0.635	1.11	0.898
<i>Loss</i>	1.4	0.717	1.11	0.898
<i>Bind</i>	1.19	0.843	1.09	0.916

1. Variance Inflation Factor

<i>Disclosure</i>	1.17	0.854	2.25	0.444
<i>Grw</i>	1.1	0.908	1.05	0.957
<i>Age</i>	1.1	0.909	1.04	0.960
<i>Epu</i>			2.23	0.448
<i>Disclosure*EPU</i>			2.42	0.413
<i>Mean</i>	1.65		1.56	

نتایج ماتریس همبستگی

این آزمون رابطه بین متغیرهای استفاده شده در مدل‌ها را دو به دو مورد بررسی قرار می‌دهد که خروجی آن ماتریس زیر می‌باشد. قطر این ماتریس از آنجا که همبستگی هر متغیر با خودش را بررسی می‌کند همیشه یک است که به معنای همبستگی کامل است. هرچه این اعداد به یک نزدیک‌تر باشد همبستگی بیشتر و مستقیم و هرچه به صفر نزدیک‌تر بدون همبستگی است. اعداد منفی نیز بیانگر همبستگی معکوس می‌باشند. همبستگی میان شاخص‌های SPV و TVOL با متغیر MS در سطح ۹۹ درصد اطمینان به ترتیب معادل ۰.۹۴۴ و ۰.۲۳۳ به دست آمده است. همبستگی متغیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی با متغیرهای SPV و MS هر دو مثبت و در سطح ۹۹ درصد اطمینان به ترتیب معادل ۰.۲۲۴ و ۰.۲۴۳ محاسبه شد.

جدول ۵: نتایج ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

	spv	tvol	ms	dis~re	epu	Lev	size	roa	loss	inve	grw	bind	age
spv	1												
tvol	0.022	1											
ms	0.944***	0.233***	1										
dis~re	-0.046	0.111***	0.003	1									
epu	0.224***	-0.057	0.243***	0.202***	1								
lev	0.011	0.084**	0.053	0.095**	0.127***	1							
size	0.035	0.374***	0.109***	0.336***	-0.054	0.221***	1						
roa	0.068	-0.092**	0.033	-0.092**	-0.129***	-0.613***	0.124***	1					
loss	-0.017	0.055	-0.025	0.048	0.088**	0.360***	-0.027	-0.519***	1				
inve	-0.036	-0.038	-0.046	0.039	-0.001	0.142***	0.345***	0.084**	0.030	1			
grw	0.124***	0.081**	0.120***	0.069	-0.097**	-0.137***	0.190***	0.133***	-0.109***	-0.028	1		
bind	-0.016	-0.141***	-0.059	-0.027	0.034	-0.293***	-0.028	0.178***	-0.151***	0.167***	-0.012	1	
age	0.049	0.125***	0.077**	0.030	0.028	0.075	-0.121***	-0.150***	0.065	-0.186***	0.071	-0.167***	1

برآورد مدل و تفسیر نتایج

به منظور بررسی تأثیر افشای اطلاعات و عدم اطمینان سیاست های اقتصادی مدل های پژوهش را به صورت زیر در نظر گرفته ایم و دو مدل اصلی که در قسمت روش شناسی بیان شده به صورت جزئی تر ارائه شده است:

مدل (۱):

$$SPV_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 Lev_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Roa_{it} + a_5 Loss_{it} + a_6 MOV_{it} + a_7 INVE_{it} + a_8 GRW_{it} + a_9 Bind_{it} + a_{10} Age_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$Tvol_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 Lev_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Roa_{it} + a_5 Loss_{it} + a_6 MOV_{it} + a_7 INVE_{it} + a_8 GRW_{it} + a_9 Bind_{it} + a_{10} Age_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳):

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 Lev_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Roa_{it} + a_5 Loss_{it} + a_6 MOV_{it} + a_7 INVE_{it} + a_8 GRW_{it} + a_9 Bind_{it} + a_{10} Age_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۴):

$$SPV_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 (Disclosure * EPU)_{it} + a_4 Lev_{it} + a_5 Size_{it} + a_6 Roa_{it} + a_7 Loss_{it} + a_8 MOV_{it} + a_9 INVE_{it} + a_{10} GRW_{it} + a_{11} Bind_{it} + a_{12} Age_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۵):

$$Tvol_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 (Disclosure * EPU)_{it} + a_4 Lev_{it} + a_5 Size_{it} + a_6 Roa_{it} + a_7 Loss_{it} + a_8 MOV_{it} + a_9 INVE_{it} + a_{10} GRW_{it} + a_{11} Bind_{it} + a_{12} Age_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۶):

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 (Disclosure * EPU)_{it} + a_4 Lev_{it} + a_5 Size_{it} + a_6 Roa_{it} + a_7 Loss_{it} + a_8 MOV_{it} + a_9 INVE_{it} + a_{10} GRW_{it} + a_{11} Bind_{it} + a_{12} Age_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

برآورد مدل اول

برای برازش مدل، ابتدا آزمون های تشخیصی شامل ادغام، هاسمن، وودریج و بروش - پاگان اجرا شد. نتایج نشان داد که مدل اول باید با روش داده های تلفیقی برآورد شود. باقیمانده ها فاقد همبستگی سریالی بودند؛ اما در سطح ۹۹ درصد دارای واریانس ناهمسان تشخیص داده شدند؛ بنابراین، برای رفع این مشکل از مدل GMM پویا استفاده شد. طبق جدول (۶)، ضریب افشای اطلاعات در سطح ۹۵ درصد معنادار و منفی (-۰.۰۲۴) برآورد شد که نشان دهنده اثر کاهنده آن بر نوسانات قیمت است. متغیرهای بازده دارایی ها و رشد فروش نیز به طور معنادار موجب افزایش نوسان شده اند. همچنین، تأثیر افشای اطلاعات در دوره آینده (T+1) نیز منفی و معنادار بود. اثرات سال و صنعت کنترل شدند؛ اما به دلیل عدم معناداری، از مدل نهایی حذف گردیدند.

جدول ۶: نتایج تخمین مدل اول پژوهش

Variables	GMM Model		T+1 Model	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob
<i>Disclosure</i>	-0.024	0.032	-0.092	0.000
<i>Lev</i>	0.666	0.060	0.356	0.506
<i>Size</i>	0.014	0.623	-0.020	0.673
<i>Roa</i>	1.051	0.023	0.212	0.768
<i>Loss</i>	0.163	0.475	0.137	0.642

<i>Inve</i>	-0.002	0.642	0.006	0.219
<i>Grw</i>	0.335	0.006	-0.163	0.411
<i>Bind</i>	0.142	0.618	0.418	0.357
<i>Age</i>	0.005	0.242	-0.002	0.768
<i>Constant</i>	-0.401	0.436	-0.103	0.899
<i>Obs</i>	660		616	
<i>R² Adj.</i>	3.33		3.32	
<i>Wald Test</i>	25.97	0.004	36.42	0.001
<i>Leamer Test</i>	0.93		0.594	
<i>Autocorrolation Test</i>	3.787		0.058	
<i>Heteroskedasticity Test</i>	30.06		0.000	
<i>Ramsey Reset Test</i>	0.79		0.499	
<i>Normality of Resid</i>	0.376			

برآورد مدل دوم

طبق نتایج آزمون‌های تشخیصی، مدل دوم در سطح ۹۹ درصد با روش داده‌های پانل برازش شد. آزمون وودریج و بروش-پاگان نشان دادند که باقیمانده‌ها دارای همبستگی سریالی و واریانس ناهمسانی هستند؛ لذا از مدل GMM پویا استفاده شد. در جدول (۷)، ضریب افشای اطلاعات معادل ۰.۰۴۲ و در سطح ۹۹ درصد معنادار است که نشان می‌دهد افشا به‌طور معنی‌دار باعث افزایش نقدشوندگی می‌شود. متغیرهای اندازه و سن شرکت نیز رابطه مثبت و بازده دارایی‌ها رابطه منفی با نقدشوندگی دارند. ضریب وقفه متغیر وابسته (۰.۶۹۱) نشان می‌دهد حدود ۷۰ درصد از تغییرات نقدشوندگی توسط سطح قبلی آن تعیین می‌شود.

جدول ۷: نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

Variables	GMM Dynamic Model		T+1 Dynamic Model	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob
<i>Tvol_t</i>			0.391	0.000
<i>Tvol_{t-1}</i>	0.691	0.000		
<i>Disclosure</i>	0.042	0.000	0.005	0.020
<i>Lev</i>	-0.096	0.055	0.075	0.088
<i>Size</i>	0.032	0.000	-0.025	0.000
<i>Roa</i>	-0.148	0.024	0.118	0.041
<i>Loss</i>	0.008	0.795	0.009	0.749
<i>Inve</i>	-0.001	0.132	0.001	0.122
<i>Grw</i>	0.000	0.991	0.007	0.692
<i>Bind</i>	0.004	0.953	0.139	0.022
<i>Age</i>	0.002	0.007	0.000	0.953
<i>Constant</i>	-0.347	0.001	0.087	0.359
<i>Obs</i>	616		616	
<i>R² Adj.</i>	55.83		32.75	
<i>Wald Test</i>	491.51	0.000	549.09	0.000
<i>Leamer Test</i>	7.93		0.000	
<i>Hausman Test</i>	3.76		0.957	

<i>Autocorrolation Test</i>	11.755	0.001
<i>Heteroskedasticity Test</i>	188.85	0.000
<i>Ramsey Reset Test</i>	0.97	0.405
<i>Normality of Resid</i>	0.523	

نتایج رگرسیون T+1 نیز حاکی از آن است که افشای اطلاعات علاوه بر اثرگذاری بر متغیر Tvol دوره‌ی جاری، بر سطح دوره‌ی بعد آن نیز اثر مثبت و معنی‌دار دارد و اثرگذاری افشای اطلاعات به دوره‌ی جاری آن محدود نمی‌شود. در مدل‌های رگرسیونی برازش شده اثرات ثابت سال و صنعت نیز کنترل شد؛ اما به دلیل عدم معنی‌داری ضرایب برآورد شده، این متغیرها از مدل رگرسیونی حذف شدند.

برآورد مدل سوم

با توجه به نتایج آزمون ادغام، مدل رگرسیونی سوم باید به روش داده‌های ادغام شده برآورد شود. باقیمانده‌های این مدل همبستگی سریالی ندارند. بر خلاف آن، این مدل دارای واریانس ناهمسانی باقیمانده‌ها در سطح ۹۹ درصد اطمینان است. به همین منظور از روش GMM بهره گرفته شد. نتایج آزمون تصریح مدل نیز نشان می‌دهد، مدل متغیر محذوف مهم ندارد. علاوه بر این، باقیمانده‌های مدل از توزیع نرمال برخوردار هستند.

جدول ۸: نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

Variables	GMM Model		T+1 Model	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob
<i>Disclosure</i>	-0.007	0.004	-0.012	0.008
<i>Lev</i>	0.168	0.062	0.132	0.333
<i>Size</i>	0.023	0.007	-0.010	0.432
<i>Roa</i>	0.170	0.145	0.067	0.720
<i>Loss</i>	-0.011	0.859	0.013	0.867
<i>Inve</i>	-0.001	0.265	0.002	0.208
<i>Grw</i>	0.076	0.020	-0.065	0.256
<i>Bind</i>	-0.034	0.668	0.126	0.321
<i>Age</i>	0.002	0.055	0.000	0.904
<i>Constant</i>	-0.272	0.057	-0.063	0.777
<i>Obs</i>	660		616	
<i>R² Adj.</i>	4.23		1.86	
<i>Wald Test</i>	38.57	0.000	19.53	0.034
<i>Leamer Test</i>	1.26		0.125	
<i>Autocorrolation Test</i>	1.655		0.205	
<i>Heteroskedasticity Test</i>	51.33		0.000	
<i>Ramsey Reset Test</i>	0.64		0.589	
<i>Normality of Resid</i>	0.198			

نتایج جدول (۸) حاصل برازش مدل با روش GMM پویا است. ضریب افشای اطلاعات معادل ۰.۰۰۷- و در سطح ۹۹ درصد معنادار به‌دست آمد که نشان‌دهنده اثر کاهنده آن بر حساسیت بازار سرمایه (MS) است. در میان متغیرهای کنترلی، اندازه و رشد فروش شرکت تأثیر مثبت و معنادار بر MS دارند. همچنین، در مدل وقفه‌دار (T+1)، افشای اطلاعات همچنان اثر منفی معنادار بر MS دارد.

که نشان می‌دهد اثر آن محدود به دوره جاری نیست. اثرات سال و صنعت کنترل شدند ولی به دلیل عدم معناداری، از مدل نهایی حذف شدند.

برآورد مدل چهارم

براساس آزمون‌های تشخیصی، مدل چهارم با روش داده‌های تلفیقی برازش شد؛ ولی به دلیل وجود واریانس ناهمسانی، از روش GMM استفاده گردید. طبق جدول (۹)، افشای اطلاعات اثر منفی و معنادار بر نوسانات بازار دارد. شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی نیز با ضریب مثبت ۰.۰۱۳ و در سطح ۹۹ درصد معنادار، موجب افزایش نوسانات بازار شده است. ضریب متغیر تعاملی $Disclosure \times EPU$ برابر ۰.۰۰۴- و در سطح ۹۵ درصد معنادار است که تأیید می‌کند عدم اطمینان سیاست‌های رابطه افشای اطلاعات و حساسیت بازار را تعدیل می‌کند. نتایج مدل T+1 نیز اثر مثبت و معنادار عدم اطمینان سیاست‌های و اثر تعاملی آن بر حساسیت بازار در دوره بعد را تأیید می‌کند.

جدول ۹: نتایج تخمین مدل چهارم پژوهش

Variables	GMM Model		T+1 Model	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob
<i>Disclosure</i>	-0.010	0.008	-0.002	0.044
<i>EPU</i>	0.013	0.005	0.034	0.000
<i>Disclosure*EPU</i>	-0.004	0.018	-0.002	0.015
<i>Lev</i>	0.426	0.215	-0.288	0.574
<i>Size</i>	0.040	0.166	0.049	0.285
<i>Roa</i>	1.047	0.021	0.024	0.972
<i>Loss</i>	0.115	0.610	0.057	0.832
<i>Inve</i>	-0.003	0.361	0.004	0.427
<i>Grw</i>	0.368	0.004	-0.035	0.845
<i>Bind</i>	-0.063	0.825	0.000	0.999
<i>Age</i>	0.004	0.340	-0.003	0.575
<i>Constant</i>	-1.355	0.021	-2.962	0.001
<i>Obs</i>	660		616	
<i>R² Adj.</i>	10.07		20.81	
<i>Wald Test</i>	78.76	0.000	122.41	0.000
<i>Leamer Test</i>	0.82		0.790	
<i>Autocorrolation Test</i>	1.515		0.225	
<i>Heteroskedasticity Test</i>	89.02		0.000	
<i>Ramsey Reset Test</i>	0.55		0.646	
<i>Normality of Resid</i>	0.256			

برآورد مدل پنجم

طبق آزمون‌های تشخیصی، مدل پنجم با روش پانل پویا (GMM) برازش شد. بر اساس جدول (۱۰)، افشای اطلاعات اثر مثبت و معنادار بر متغیر Tvol دارد؛ اما متغیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی (و اثر تعاملی $Disclosure \times EPU$ فاقد معناداری آماری بودند؛ بنابراین، فرضیه دوم با متغیر Tvol تأیید نمی‌شود. نتایج مدل T+1 نیز این یافته را در دوره بعد تأیید می‌کند.

جدول ۱۰: نتایج تخمین مدل پنجم پژوهش

Variables	GMM Dynamic Model		T+1 Dynamic Model	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob
$Tvol_t$			0.392	0.000
$Tvol_{t-1}$	0.690	0.000		
<i>Disclosure</i>	0.047	0.000	0.085	0.000
<i>EPU</i>	0.0003	0.722	-0.001	0.520
<i>Disclosure*EPU</i>	-0.0001	0.629	0.0001	0.600
<i>Lev</i>	-0.093	0.051	0.079	0.059
<i>Size</i>	0.031	0.000	-0.025	0.000
<i>Roa</i>	-0.147	0.024	0.119	0.037
<i>Loss</i>	0.008	0.780	0.009	0.742
<i>Inve</i>	-0.001	0.146	0.001	0.117
<i>Grw</i>	-0.001	0.960	0.006	0.707
<i>Bind</i>	0.006	0.924	0.141	0.019
<i>Age</i>	0.002	0.008	0.000	0.906
<i>Constant</i>	-0.370	0.004	0.134	0.241
<i>Obs</i>	616		616	
<i>R² Adj.</i>	55.88		24.24	
<i>Wald Test</i>	502.51	0.000	51.41	0.000
<i>Leamer Test</i>	7.95		0.000	
<i>Hausman Test</i>	15.55		0.159	
<i>Autocorrolation Test</i>	11.665		0.001	
<i>Heteroskedasticity Test</i>	187.69		0.000	
<i>Ramsey Reset Test</i>	1.31		0.270	
<i>Normality of Resid</i>	0.214			

برآورد مدل ششم

طبق آزمون‌های تشخیصی، مدل یازدهم با روش ادغام‌شده و GMM برآورد شد. نتایج جدول (۱۱) نشان می‌دهد که افشای اطلاعات اثر منفی و معنادار بر متغیر MS دارد و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی عامل افزایش حساسیت بازار سرمایه است. همچنین، متغیر تعاملی $Disclosure \times EPU$ نیز اثر منفی و معنادار دارد؛ بنابراین، فرضیه دوم تأیید می‌شود. نتایج مدل T+1 نیز این روابط را در دوره بعدی تأیید می‌کند.

جدول ۱۱: نتایج تخمین مدل ششم پژوهش

Variables	GMM Model		T+1 Model	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob
<i>Disclosure</i>	-0.083	0.001	-0.009	0.000
<i>EPU</i>	0.004	0.003	0.010	0.000
<i>Disclosure*EPU</i>	-0.266	0.000	-0.001	0.009
<i>Lev</i>	0.095	0.269	-0.048	0.714
<i>Size</i>	0.031	0.000	0.009	0.514
<i>Roa</i>	0.168	0.136	0.015	0.933
<i>Loss</i>	-0.025	0.666	-0.009	0.901

<i>Inve</i>	-0.001	0.103	0.001	0.405
<i>Grw</i>	0.086	0.010	-0.030	0.554
<i>Bind</i>	-0.096	0.221	0.010	0.933
<i>Age</i>	0.002	0.089	-0.001	0.675
<i>Constant</i>	-0.555	0.001	-0.887	0.001
<i>Obs</i>	660		616	
<i>R² Adj.</i>	11.94		20.81	
<i>Wald Test</i>	85.12	0.000	122.41	0.000
<i>Leamer Test</i>	1.07		0.354	
<i>Autocorrolation Test</i>	0.648		0.425	
<i>Heteroskedasticity Test</i>	169.99		0.000	
<i>Ramsey Reset Test</i>	0.98		0.400	
<i>Normality of Resid</i>	0.386			

۵. بحث و نتیجه گیری

در دنیای امروز، بازارهای سرمایه به عنوان موتور محرک اقتصاد جهانی، نیازمند شفافیت و کارایی هرچه بیشتر هستند. افشای اطلاعات دقیق و به موقع، نقش کلیدی در تحقق این هدف ایفا می‌کند. با این حال، عوامل متعددی می‌توانند این فرآیند را تحت تأثیر قرار دهند. یکی از مهم‌ترین این عوامل، عدم اطمینان ناشی از سیاست‌های اقتصادی است. عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، می‌تواند منجر به افزایش ریسک‌های سرمایه‌گذاری، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش نوسانات بازار شود. در چنین شرایطی، اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها، به عنوان تنها منبع قابل اتکا برای تصمیم‌گیری، اهمیت مضاعفی پیدا می‌کند. از این رو، بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر حساسیت بازار سرمایه در شرایط عدم اطمینان، از اهمیت بالایی برخوردار است.

هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر حساسیت بازار سرمایه و همچنین نقش تعدیل‌کننده عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در این رابطه بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیات، با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی GMM و رگرسیون‌های T+1، نشان داد که افشای اطلاعات تأثیر معناداری بر کاهش حساسیت بازار سرمایه دارد. این تأثیر، نه تنها در دوره جاری، بلکه در دوره آتی نیز مشاهده شد که نشان‌دهنده پایداری اثر افشای اطلاعات بر بازار است. در خصوص نقش تعدیل‌کننده عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، نتایج نشان داد که این عامل، تأثیر معناداری بر رابطه بین افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه دارد. به طور خاص، عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، حساسیت بازار را افزایش داده و اثر کاهنده افشای اطلاعات را تضعیف می‌کند. این یافته، تأییدکننده فرضیه دوم پژوهش است که بیان می‌کرد عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، نقش تعدیل‌کننده‌ای در رابطه بین افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه ایفا می‌کند.

یافته‌های این پژوهش در راستای نظریه نمایندگی و ادبیات افشای اطلاعات، حاکی از آن است که افشای داوطلبانه و با کیفیت اطلاعات تأثیر معناداری بر کاهش حساسیت بازار سرمایه دارد؛ این یافته با مطالعات کاشمن و همکاران (۲۰۲۳)، وانگ و همکاران (۲۰۲۲) و گیولی‌انگ و همکاران (۲۰۲۱) هم‌راستا است که بر نقش شفافیت در کاهش هزینه‌های نمایندگی و واکنش هیجانی بازار تأکید داشته‌اند. در واقع، در شرایطی که فضای نهادی و نظارتی ضعیف است، اطلاعات افشاشده از سوی شرکت‌ها یکی از محدود ابزارهای کاهش شکاف اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود. همچنین، اثرگذاری پایداری افشا در دو دوره متوالی (جاری و آتی) نشان می‌دهد که بازار نسبت به کیفیت اطلاعات واکنشی پایدار و نه صرفاً لحظه‌ای دارد.

در خصوص فرضیه دوم، یافته‌ها نشان داد که شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی تأثیر تعدیل‌کننده‌ای دارد؛ به‌طوری که در شرایط افزایش ابهام سیاسی، اثر کاهنده افشا تضعیف شده و حساسیت بازار افزایش می‌یابد. این نتیجه با مطالعات لی و لو (۲۰۲۳)،

رجب‌زاده و برزگر (۱۴۰۳) و غنی و غنی (۲۰۲۴) قابل تطبیق است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که حتی اطلاعات با کیفیت نیز در فضای پر از ابهام سیاستی نمی‌تواند به طور کامل واکنش‌های بیش‌واکنشی بازار را مهار کند.

کاربردهای مدیریتی و سیاست‌گذاری عبارتند از:

۱. برای نهادهای ناظر بازار سرمایه: تقویت نظارت بر کیفیت و بهنگامی افشاها، به‌ویژه در دوره‌های نوسانات سیاستی، ضروری است. می‌توان مقررات افشای مرحله‌ای در طول دوره مالی (و نه فقط پایان سال) را تدوین کرد.

۲. برای مدیران شرکت‌ها: پیشنهاد می‌شود نظام انگیزشی برای افزایش افشای داوطلبانه طراحی شود؛ چرا که افشای شفاف، به ثبات قیمت سهام در شرایط بحران سیاستی کمک می‌کند.

۳. برای سرمایه‌گذاران نهادی و تحلیل‌گران: ترکیب تحلیل بنیادی با رصد شاخص‌های عدم اطمینان سیاستی می‌تواند در بهبود پیش‌بینی‌ها و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری مفید باشد.

همچنین، برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

- بهره‌گیری از مدل‌های شرطی مانند GARCH-M یا QVAR جهت بررسی پویا و ساختاری رابطه افشا و حساسیت بازار در دوره‌های بی‌ثبات.
- بررسی نقش متغیرهای واسطه‌ای مانند کیفیت حسابرسی یا تمرکز مالکیت در این رابطه.
- مطالعه تطبیقی بین صنایع مختلف یا مقایسه میان بازار سرمایه ایران و دیگر بازارهای نوظهور به‌منظور تعمیم‌پذیری نتایج.

۶. منابع

- Abasi Astamal, M., Zeynali, M., Baradaran Hassanzadeh, R., & Nahandi, Y. B. (2021). Explain and Prioritize Information Disclosure Factors related to Sustainable Development Accounting with Fuzzy Approach. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 6(4), 1-22.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305-333.
- Cashman, G. D., Harrison, D. M., Howton, S., & Scheick, B. (2023). The cost of financial flexibility: Information opacity, agency conflicts and REIT at-the-market (ATM) equity offerings. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 66(2), 505-541.
- Dai, L., Luo, D., & Yang, M. (2024). Disclosure of bank-specific information and the stability of financial systems. *The Review of Financial Studies*, 37(4), 1315-1367.
- Dash, S. R., Maitra, D., Debata, B., & Mahakud, J. (2021). Economic policy uncertainty and stock market liquidity: Evidence from G7 countries. *International Review of Finance*, 21(2), 611-626.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 181-235.
- Ellul, A., & Panayides, M. (2018). Do financial analysts restrain insiders’ informational advantage? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(1), 203-241.
- Ghani, M., & Ghani, U. (2024). Economic policy uncertainty and emerging stock market volatility. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31(1), 165-181.
- Guoliang, D., Xunliang, D., & Wen, L. (2021). Economic Policy Uncertainty and Enterprise Earnings Information Content: Evidence from China. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 9(5), 203-209.

- Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2012). Testing asymmetric-information asset pricing models. *The Review of Financial Studies*, 25(5), 1366-1413.
- Lei, L., & Luo, Y. (2023). Political/policy uncertainty, corporate disclosure, and information asymmetry. *Accounting Perspectives*, 22(1), 87-110.
- Li, L., Liu, Q., Wang, J., & Hong, X. (2019). Carbon information disclosure, marketization, and cost of equity financing. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 16(1), 150.
- Lopez-Villavicencio, A., & Pourroy, M. (2023). Information Shocks in the US and Asset Mispricing in Emerging Economies. Available at SSRN 4657268.
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of accounting and economics*, 67(1), 36-57.
- Ok, Y., & Kim, J. (2019). Which corporate social responsibility performance affects the cost of equity? Evidence from Korea. *Sustainability*, 11(10), 2947.
- Ozekhome, H. O., & Braimah, A. G. (2023). Influence of Information Asymmetry, Illiquidity and Transaction Cost on Asset Price in the Nigerian Exchange Limited. *African Development Finance Journal*, 6(2), 167-187.
- Pacicco, F., Vena, L., & Venegoni, A. (2020). Communication and financial supervision: How does disclosure affect market stability? *Journal of empirical finance*, 57, 1-15.
- Phan, D. H. B., Iyke, B. N., Sharma, S. S., & Affandi, Y. (2021). Economic policy uncertainty and financial stability—Is there a relation? *Economic Modelling*, 94, 1018-1029.
- Shemshad, A. (2024). Mechanisms of corporate governance and earnings opacity: an evidence in an emerging market. *Accounting and auditing with applications*, 1(1), 1-8.
- Škrinjarić, T., & Orlović, Z. (2020). Economic policy uncertainty and stock market spillovers: Case of selected CEE markets. *Mathematics*, 8(7), 1077.
- Wang, F., Mbanyele, W., & Muchenje, L. (2022). Economic policy uncertainty and stock liquidity: the mitigating effect of information disclosure. *Research in International Business and Finance*, 59, 101553.
- Wang, F., Mbanyele, W., & Muchenje, L. (2022). Economic policy uncertainty and stock liquidity: the mitigating effect of information disclosure. *Research in International Business and Finance*, 59, 101553.
- حیدری، زهره، مشایخ، شهناز. (۱۴۰۴). پیامدهای افشای مسائل عمده حسابرسی بر قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۵ (۱)، ۵۳-۸۴.
- رجب زاده، فاطمه، برزگر، قدرت‌الله. (۱۴۰۲). بررسی اثر تعدیل‌کنندگی توانایی مدیریت بر رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی. حسابداری و منافع اجتماعی، ۱۳ (۴)، ۹۳-۱۲۴.
- طاهری، ماندانا، شیخ زاده، غزاله. (۱۴۰۲). اثر تعدیلی کیفیت سود و کیفیت حسابرسی بر رابطه خوانایی گزارش‌های مالی با هزینه تأمین مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۵ (۴)، ۳۳-۵۸.
- فرهادی، محسن، دعائی، میثم. (۱۴۰۰). مدلسازی تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روانشناختی با استفاده روش دلفی فازی و دیمتل. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۲ (۵)، ۱۱۳-۱۴۴.
- قاسمی، قاسم، خدای‌پور، احمد؛ شمس‌الدینی، کاظم. (۱۴۰۱). نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۳ (۶)، ۳۱-۵۲.
- مظفرنیا، مهدی، فلاح شمس، میرفیض، زمردیان، غلامرضا. (۱۴۰۰). وابستگی رژیم و سرایت پذیری چرخه ای تلاطم نرخ ارز و قیمت سهام در ایران. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۲ (۴)، ۱۰۷-۱۲۹.
- مقدم، جواد، فرجی، امید، حیدرزاده هنزائی، علیرضا، ملکی اسکویی، ملک تاج. (۱۴۰۴). حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با وجود کیفیت افشای اطلاعات مالی و فساد. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۴ (۵۴)، ۲۴۹-۲۷۳.

مومن زاده، محمد مهدی، نیلچی، مسلم، رستمی، مجتبی. (۱۴۰۲). سنجش پایداری تلاطمی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوهای تلاطم تصادفی با شناسهٔ پرش در بازده. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۱(۴)، ۱۴۰-۱۲۱.