

## Investigating the relationship between information disclosure and capital market sensitivity with the moderating role of economic policy uncertainty

Reza Abbas zadeh Amiri<sup>1</sup>, Hamid Reza Bazzazzadeh Torbati<sup>2</sup>, Mohammad Reza Abbas Zadeh<sup>3</sup>, Alireza Mehrazeen<sup>4</sup>, Mohammad Karimi<sup>5</sup>

Received: 09/04/2025

Accepted: 10/08/2025

### Extended Abstract

#### Introduction

In today's dynamic financial environment, the unprecedented advancement of information and communication technologies has dramatically transformed the accessibility and timeliness of market information. Capital markets, as the core of modern economic systems, rely fundamentally on information transparency to allocate resources efficiently, enhance economic growth and safeguard investors' wealth. Information disclosure (both mandatory and voluntary) serves as a crucial mechanism to reduce information asymmetry between informed insiders and uninformed market participants, thereby improving market liquidity and mitigating excessive volatility (Dye, 2001 and Li *et al.*, 2019). Existing theoretical frameworks suggest that frequent and high-quality disclosures increase market efficiency by preventing extreme fluctuations and fostering investor confidence (Pacocco *et al.*, 2020 and Dai *et al.*, 2024). Nevertheless, empirical evidence remains inconclusive, with findings often contingent upon firm size, analyst coverage and institutional settings and predominantly derived from developed markets, particularly the United States.

This study investigates the relationship between corporate information disclosure and MS in the context of the Iranian capital market, emphasizing the moderating role of economic policy uncertainty (EPU). Iran presents a unique institutional and regulatory landscape, characterized by the centralized Codal system for corporate disclosures, strict regulatory mandates and heightened exposure to

---

1. Department of Accounting, Ne.C., Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

2. Department of Accounting, Ne.C., Islamic Azad University, Neyshabur, Iran. (Corresponding Author). [hr.bazaz@iau.ac.ir](mailto:hr.bazaz@iau.ac.ir)

3. Department of Accounting, Faculty of Administrative and Economic Sciences, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran.

4. Department of Accounting, Ne.C., Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

5. Department of Accounting, Ne.C., Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

**How to cite this paper:** Abbaszadeh Amiri, R., Bazzazzadeh Torbati, H. R., Abbas Zadeh, M. R., Mehrazeen, A., & Karimi, M. (2025). Investigating the relationship between information disclosure and capital market sensitivity with the moderating role of economic policy uncertainty. *Advances in Finance and Investment*, 6(4), 27-58. [In Persian]

macroeconomic shocks and international sanctions. These conditions amplify the relevance of voluntary disclosure as a signaling mechanism for market stability while simultaneously exacerbating the risks of information delays and asymmetry. By integrating disclosure dynamics with EPU indicators, this research offers a novel analytical framework to assess how policy uncertainty shapes market responsiveness to corporate transparency. The study's findings aim to enhance the understanding of disclosure-based market behavior in emerging markets and provide actionable insights for policymakers seeking to promote transparency and resilience in volatile economic environments.

### Literature Review

The literature on MS and information disclosure integrates multiple theoretical perspectives, including agency, stakeholder, legitimacy, institutional and signaling theories, to explain the mechanisms through which corporate reporting influences market reactions (Phan *et al.*, 2021). Agency theory provides a foundational lens, highlighting the persistent conflicts of interest between managers and shareholders that generate monitoring, bonding and residual costs. In emerging markets, where institutional oversight is often weak, these agency problems intensify, leading to heightened information asymmetry, reduced investor confidence and amplified MS to corporate disclosures (Cashman *et al.*, 2023 and Shemshad, 2024). Empirical research shows that poor disclosure quality and incomplete or biased reporting can magnify stock price volatility, stimulate behavioral responses from investors and ultimately elevate the required risk premium (Lopez-Villavicencio and Pourroy, 2023 and Taheri and Sheikhzadeh, 2024).

A growing body of studies also emphasizes the role of EPU as a systemic risk factor that moderates market reactions to disclosure events. EPU, driven by volatile fiscal, monetary, exchange rate and trade policies, reduces earnings predictability, disrupts investment decisions and increases both systematic and idiosyncratic risk (Ghani and Ghani, 2024 and Lei and Luo, 2023). Evidence from emerging and sanction-affected economies, including Iran, reveals that higher EPU strengthens market overreactions to new information, exacerbates information asymmetry and pressures firms to enhance the timeliness and credibility of voluntary disclosures (Rajab Zadeh and Barzegar, 2024 and Dash *et al.*, 2021). Collectively, the literature converges on two key propositions: first, that disclosure quality significantly affects MS and second, that EPU acts as a critical moderator, amplifying or dampening the market's reaction to corporate transparency. These insights frame the study's hypotheses, which posit a significant relationship between disclosure and MS and a moderating effect of EPU in the Iranian capital market context.

### Research Methodology

This study adopts an applied research design aimed at providing practical insights for addressing real-world challenges in the Iranian capital market.

Methodologically, the research follows a descriptive–correlational approach, focusing on the analysis of relationships between information disclosure, EPU and MS within a structured analytical framework. The statistical population encompasses all firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) from 2007 to 2021 (1386 to 1400 in the Iranian calendar). After applying systematic exclusion criteria (including the removal of financial institutions, firms with unavailable data, companies with fiscal year changes and stocks with extended trading suspensions) a final sample of 64 firms was selected, yielding a balanced panel of 15 annual observations per company.

The study relies on panel data regression as its primary analytical tool, complemented by dynamic Generalized Method of Moments (GMM) estimations to address potential endogeneity and heteroscedasticity issues. Two main regression models were specified: the first estimates the direct effect of voluntary disclosure on MS, while the second incorporates EPU and its interaction with disclosure to assess moderating effects. MS was operationalized via a composite index derived from stock price volatility and volume–based liquidity using exploratory factor analysis. Voluntary disclosure (Disclosure) was quantified using a 71–item checklist adapted from [Bushee \(1998\)](#), scored across six informational dimensions and normalized on a 0–1 scale. EPU was constructed following [Baker et al. \(2016\)](#) through media–content analysis of seven national newspapers, supplemented with a GARCH–based robustness check.

Control variables include board independence, firm size, institutional ownership, firm age, return on assets, sales growth, financial leverage, loss–making status and industry–year dummies. Data preprocessing was conducted in Microsoft Excel, while hypothesis testing utilized EViews software. Model specification tests, including the F–Limer and Hausman tests, guided the selection between fixed and random effects models. This rigorous methodological framework ensures the validity of empirical findings and enhances their relevance for policy and market applications in emerging economies.

## Results

The empirical analysis provides robust evidence on the relationship between voluntary information disclosure EPU and MS in the Iranian capital market. Descriptive statistics reveal substantial variability across firms, with EPU exhibiting the highest dispersion, reflecting pronounced macroeconomic volatility during 2007–2021. Exploratory factor analysis was applied to construct composite indices for MS and Disclosure, enhancing statistical precision and reducing noise in subsequent regressions. Correlation analysis indicates that SPV (stock price volatility) has the strongest association with MS ( $r = 0.944$ ), while EPU is positively correlated with both SPV and MS, highlighting its role as a systemic risk driver. Variance inflation factor (VIF) tests confirmed the absence of multicollinearity, ensuring the reliability of model estimation.

Panel regression and dynamic GMM estimations demonstrate that voluntary disclosure generally mitigates MS by reducing price volatility and enhancing market liquidity. Specifically, disclosure exerts a negative and statistically significant effect on SPV and MS, while its effect on TVOL (turnover-based liquidity) is positive, suggesting that improved transparency encourages trading activity without destabilizing prices. EPU significantly amplifies MS, confirming that periods of policy ambiguity increase systematic and idiosyncratic risks. Importantly, the interaction term (Disclosure  $\times$  EPU) is negative and significant in models explaining SPV and MS, indicating that high-quality disclosure attenuates the destabilizing effects of policy uncertainty on market reactions. However, this moderating effect is not observed in liquidity-driven models, implying that trading volume remains largely influenced by market sentiment rather than disclosure in uncertain environments.

Overall, the results validate both hypotheses: disclosure quality significantly influences MS and EPU moderates this relationship. The findings underscore the dual role of voluntary disclosure in stabilizing market behavior and enhancing investor confidence, particularly under high macroeconomic uncertainty. These insights hold practical implications for corporate governance, investor decision-making and regulatory efforts aimed at strengthening market resilience in emerging economies.

## Discussion and Conclusion

This study underscores the pivotal role of high-quality corporate disclosure in reducing market sensitivity within the Iranian capital market, particularly under the influence of EPU. The findings demonstrate that voluntary disclosure significantly mitigates market volatility and information asymmetry, confirming its function as a stabilizing mechanism for investor decision-making. The persistence of this effect across current and subsequent periods indicates that market participants not only respond immediately to disclosures but also internalize their informational content over time. This outcome aligns with agency theory, as enhanced transparency reduces monitoring costs, mitigates opportunistic managerial behavior and ultimately decreases the residual risks that drive market overreactions.

The moderating analysis reveals that EPU exacerbates market sensitivity and weakens the stabilizing impact of disclosure. In periods of heightened policy ambiguity (driven by fiscal, monetary or regulatory shocks) investor reactions become more pronounced and even robust disclosures cannot fully suppress behavioral or sentiment-driven volatility. This result resonates with prior studies emphasizing the amplifying effect of systemic uncertainty in emerging markets (Lei and Luo, 2023 and Ghani and Ghani, 2024). For regulators, these findings highlight the necessity of reinforcing disclosure timeliness and monitoring mechanisms during episodes of policy turbulence. Firms are advised to adopt incentive-based frameworks to promote voluntary disclosure, thereby enhancing

stock price stability and investor trust. Institutional investors and analysts, in turn, can integrate EPU indicators into fundamental analyses to optimize risk-adjusted portfolio decisions.

Future research may extend these insights by employing conditional volatility models such as GARCH-M or QVAR, examining mediating factors like audit quality and ownership concentration and conducting cross-industry or cross-country comparisons to enhance generalizability. Overall, the study provides actionable implications for governance, regulation and investment strategies in volatile emerging markets.

### **Conflict of Interest**

The authors of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

**Keywords:** Capital Market Sensitivity, Economic Policy Uncertainty, Information Disclosure.

**JEL Classification:** D81, G14.

## بیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال ششم، زمستان ۱۴۰۴ - شماره ۴

صفحات ۲۷-۵۸

نوع مقاله: پژوهشی

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

رضا عباس زاده امیری<sup>۱</sup>، حمیدرضا بزاززاده تربتی<sup>۲</sup>، محمدرضا عباس‌زاده<sup>۳</sup>، علیرضا مهرآذین<sup>۴</sup>، محمد کریمی<sup>۵</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۰

## 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. باتوجه 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، ۶۴ شرکت به‌عنوان 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، به طور 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؛ به‌گونه‌ای 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.

**کلیدواژه‌ها:** افشای اطلاعات، حساسیت بازار سرمایه، عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** D81, G14

۱. گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. (نویسنده مسئول). [hr.bazaz@iau.ac.ir](mailto:hr.bazaz@iau.ac.ir)

۳. گروه حسابداری، دانشکده علوم علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

۴. گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

۵. گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

**استناد:** عباس زاده امیری، رضا؛ بزاززاده تربتی، حمیدرضا؛ عباس‌زاده، محمدرضا؛ مهرآذین، علیرضا؛ کریمی، محمد. (۱۴۰۴). بررسی رابطه افشای اطلاعات و حساسیت بازار سرمایه با نقش تعدیلگری عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی. *بیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۶(۴)، ۲۷-۵۸.

## 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 زودهنگام یا نادرست اطلاعات، می‌تواند منجر به ایجاد نوسانات شدید در بازار، بروز رفتارهای هیجانی و غیرمنطقی و در نهایت، تضییع حقوق سهامداران شود (Dye, 2001). بازار سرمایه، به‌عنوان 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، به‌عنوان 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 به‌موقع در اختیار عموم قرار می‌گیرد. این فرآیند، نقش کلیدی در ایجاد شفافیت، عدالت و کارایی در بازار سرمایه ایفا می‌کند (Ok and Kim, 2019). با این حال، افشای اطلاعات، به‌ویژه اطلاعات حساس و محرمانه، می‌تواند اثرات قابل‌توجهی بر پویایی و ثبات بازار داشته باشد. به‌عبارتی اطلاعات حسابداری به طور گسترده به‌عنوان ابزاری شناخته شده است که عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخلی و خارجی شرکت را کاهش می‌دهد. نظریه‌ها به‌طور کلی نشان می‌دهند که اطلاعات افشاشده توسط یک شرکت، شفافیت را افزایش داده و به کارایی بازار کمک می‌کند (Li et al., 2019). ایده اصلی این است که افشاهای مکررتر، به‌دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران مطلع و سایر سرمایه‌گذاران ناآگاه، نقدینگی بیشتری را به همراه دارد و از نوسانات شدید بازار جلوگیری می‌کند (Dai et al., 2024). 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 (Pacocco et al., 2020). این موضوع را می‌توان به‌عنوان 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 (Ok and Kim, 2019) پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران به شرکت‌هایی با فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی<sup>۱</sup> 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، بر خلاف 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 به‌ویژه محدود به شرکت‌های ایالات متحده هستند که این موضوع می‌تواند دقت و تعمیم‌پذیری نتایج را تحت‌تأثیر 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 افشای اطلاعات و نوسانات بازار را اندازه‌گیری می‌نماید.

مزایای تحلیل داده‌های بازار سرمایه ایران این است که معیار افشای اطلاعات در سامانه کدال، تقریباً همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران را پوشش می‌دهد و باتوجه‌به الزام سازمان بورس و اوراق بهادار به افشای اطلاعات بااهمیت، از اعتبار نسبتاً بالایی برخوردار است. با این حال، باید توجه داشت که چالش‌هایی در زمینه کیفیت و به‌موقع بودن اطلاعات افشاشده وجود دارد. از طرفی محیط قانونی و نظارتی بازار سرمایه ایران، در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته، 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 (Abasi Astamal et al., 2021). همچنین سامانه کدال (سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران) به‌عنوان مرجع اصلی افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس عمل می‌کند. شرکت‌ها موظف هستند اطلاعات بااهمیت 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، تحت‌تأثیر 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 تحت‌تأثیر عوامل روانی و رفتاری قرار دارد، می‌تواند حساسیت بازار را در برابر اطلاعات افشاشده تشدید کند. باتوجه‌به 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 روبه‌رو 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 قابل‌اعتمادتر ترغیب کند و در نتیجه، کیفیت اطلاعات منتشرشده 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. باین‌حال، 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 (Moghaddam et al., 2025) که بر تأثیر عوامل کلان اقتصادی و کیفیت افشا بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأکید دارند و قاسمی و همکاران (Ghasemi et al., 2022) که نقش نااطمینانی سیاستی را در رابطه میان افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی بررسی کرده‌اند، نوآوری پژوهش حاضر در چند محور اصلی قابل‌طرح است:

نخست آنکه، برخلاف بسیاری از مطالعات پیشین که صرفاً به تأثیر مستقیم افشا بر رفتار بازار پرداخته‌اند (Li et al., 2019 and Pacicco et al., 2020)، در این مقاله نقش تعدیلگرانه عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی به‌عنوان 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 منحصربه‌فرد 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. به طور 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.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در گزارشگری یکپارچه، نظریه‌های سهامداران، ذی‌نفعان، مشروعیت، نمایندگی، نهادی و علامت‌دهی مطرح شده‌اند (Phan et al., 2021). 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 و ساختارهایی جهت محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه) و هزینه‌های باقی‌مانده (شکاف بین تصمیمات بهینه برای سهامداران و عملکرد واقعی مدیران). زبان 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 افشاشده نیز ملموس‌تر می‌شود (Cashman et al., 2023). به‌ویژه، ضعف در ساختارهای نظارتی و نبود مکانیزم‌های انگیزشی کافی برای هم‌راستاکردن منافع، می‌تواند به افزایش رفتارهای نمایندگی و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر شود (Shemshad, 2024). 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 بازارهایی که با ضعف در شفافیت و افشای اختیاری مواجه‌اند، قوی‌تر است (Lopez-Villavicencio and Pourroy, 2023). 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 (Taheri and Sheikhzadeh, 2024). 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 موردانتظار 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 (Wang et al., 2022). 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 موردانتظار 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 به طور محسوسی 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 (Ozekhome and Braimah, 2023). در چنین محیطی، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران مجبور هستند 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 (Heydari and Mashayekh, 2025) و این امر بازده موردانتظار سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ از این رو، انتظار می‌رود افزایش تضادهای نمایندگی از طریق افزایش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش بازده موردانتظار سهامداران و افزایش حساسیت بازار شود. از این رو با توجه به آنچه گفته شد فرضیه اول پژوهش به این صورت 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 به طور معناداری بیش‌تر می‌شود (Ghani and Ghani, 2024). به‌ویژه در اقتصادهایی مانند ایران که با نوسانات سیاسی، تحریم‌های خارجی و نااطمینانی‌های کلان مواجه‌اند، اثرگذاری این متغیر بر رفتار سرمایه‌گذاران بسیار محسوس است و می‌تواند تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، قیمت‌گذاری دارایی‌ها و ارزیابی ریسک را به‌شدت تحت‌تأثیر قرار دهد (Momenzadeh et al., 2023 and Mozafarnia et al., 2022). این عدم اطمینان، منجر به افزایش ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش نوسانات بازار می‌شود. در چنین شرایطی، اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌ها، به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، اهمیت دوچندانی پیدا می‌کند (Dash et al., 2021). در شرایطی که فضای اقتصادی با عدم اطمینان بالا همراه است، سرمایه‌گذاران برای کاهش ریسک تصمیم‌گیری، به طور فزاینده‌ای به دنبال اطلاعات دقیق، به‌موقع 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 افشاشده به طور معناداری تقویت می‌شود؛ به‌ویژه در بازارهای نوظهور که ساختارهای نهادی ضعیف‌تری دارند (Lei and Luo, 2023). 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 (Rajab Zadeh and Barzegar, 2024 and Farhadi Sharif Abad and Doaei, 2022). کوچک‌ترین تغییرات در اطلاعات افشاشده، می‌تواند منجر به واکنش‌های شدید در بازار شود. در چنین شرایطی، شرکت‌ها ممکن است به‌دلیل ترس از واکنش‌های منفی بازار، از افشای کامل و به‌موقع اطلاعات خودداری کنند. این امر، منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و تشدید نوسانات بازار می‌شود (Guoliang et al., 2021). 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. به‌طورکلی در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاران به دنبال اطلاعات دقیق و قابل اعتماد هستند تا بتوانند ریسک‌های موجود را ارزیابی کنند (Wang et al., 2022). 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 (Nagar et al., 2019). این عدم اطمینان، منجر به افزایش ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک، 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 افشاشده، در شرایط عدم اطمینان، به طور قابل توجهی افزایش می‌یابد (Škrinjaric and Orlović, 2020). کوچک‌ترین تغییرات در اطلاعات افشاشده، 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 (Guoliang et al., 2021). از این رو بر اساس آنچه گفته شد فرضیه دوم به این صورت 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 به منظور بررسی تأثیر افشای اطلاعات و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر حساسیت بازار سرمایه، از مدل رگرسیون چندگانه داده‌های تابلویی استفاده کرده است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. با استفاده از روش حذف سیستماتیک و اعمال این معیارهای غربال‌گری، ۶۴ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند.

جدول (۱) انتخاب نمونه از جامعه آماری

Table (1) Sample selection from the statistical population

تعداد	تعداد	شرح
۵۵۸		تعداد کل شرکت‌های موجود در جامعه آماری پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰
۱۳۴		شرکت‌هایی که جزء بانک‌ها، بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها و نظیر آن‌ها هستند.
۸۷		شرکت‌هایی که دسترسی به اطلاعات آن‌ها امکان‌پذیر نیست.
۷۹		به دلیل حذف آثار ناهنجاری‌های بازار بر رفتار متغیر وابسته، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۵۲		در بازه زمانی پژوهش در بورس تهران فعالیت نداشته باشند.
۴۸		تغییر فعالیت یا سال مالی داده‌اند.
۹۴		نماد سهم شرکت در بازار، توقف بلندمدت (بیش از سه ماه) داشته باشد.
۶۴		مجموع شرکت‌های باقی‌مانده (جامعه آماری در دسترس)

در نهایت، داده‌های تابلویی مربوط به ۶۴ 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 حسابرسی شده منتشر شده در سامانه کدال و نیز داده‌های تجمیعی از نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است. مدل‌های رگرسیونی اصلی استفاده شده در این پژوهش عبارتند از:

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 MOW_{it} + a_3 lev_{it} + a_4 GRW_{it} + a_5 size_{it} + a_6 INVE_{it} + a_7 age_{it} + a_8 roa_{it} + a_9 bind_{it} + a_{10} loss_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱) \text{ رابطه}$$

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 Disclosure \times EPU_{it} + a_4 bind_{it} + a_5 size_{it} + a_6 INVE_{it} + a_7 age_{it} + a_8 roa_{it} + a_9 GRW_{it} + a_{10} loss_{it} + a_{11} lev_{it} + a_{12} MOW_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{14} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲) \text{ رابطه}$$

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، به صورت شاخص ترکیبی افشای اختیاری و بر پایه چک‌لیستی برگرفته از مدل بوشی (Bushee, 1998) 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 بر اساس وجود / عدم وجود و در مواردی کمی‌بودن 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 رسانه‌های بیکر و همکاران (Baker et al., 2016) و با استفاده از داده‌های هفت روزنامه سراسری ایران طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۰ محاسبه شده است. این روش، به‌دلیل 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 (Moghaddam et al., 2025) استفاده شده‌اند؛ اما تمرکز آن‌ها بیشتر بر نوسانات مالی است، نه ادراک سیاستی. باین‌حال 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)، زیان‌ده‌بودن 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<sup>۱</sup> پردازش اولیه و آماده‌سازی شده‌اند. سپس برای آزمون فرضیه‌ها، داده‌ها به نرم‌افزار ایویوز<sup>۲</sup> 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 (۲)** 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 ۳**). 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 (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2) Descriptive statistics of research variables

متغیرها	تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
Spv	۶۶۰	۰/۴۹۶	۱/۵۴۴	-۰/۹۶۷	۹/۲۹۸
Tvol	۶۶۰	۰/۱۲۷	۰/۳۳۴	۰	۱
Ms	۶۶۰	۰/۱۵۴	۰/۴۳۷	-۰/۴۸۱	۲/۷۴۱
Disclosure	۶۶۰	۵/۸۰۴	۳/۷۸۳	۰/۹۲۷	۲۵/۶۹۱
Epu	۶۶۰	۸۹/۴۰۰	۵۰/۰۹۵	۰/۹۷۴	۲۰۱/۹۲۷
Lev	۶۶۰	۰/۴۹۹	۰/۲۵۷	۰/۰۱۹	۱/۵۴۷
Size	۶۶۰	۱۴/۵۵۳	۲/۱۱۵	۷/۶۱۱	۲۱/۴۸
Roa	۶۶۰	۰/۱۷۴	۰/۲۰۱	-۰/۴۰۴	۰/۹۵۷
Loss	۶۶۰	۰/۱۲۰	۰/۳۲۵	۰	۱
Inve	۶۶۰	۷۰/۴۱۲	۲۷/۷۵۱	۰	۹۹/۵۸
Grw	۶۶۰	۰/۳۰۴	۰/۵۶۳	-۰/۹۹۷	۳/۵۷۹
Bind	۶۶۰	۰/۶۶۳	۰/۱۹۲	۰	۱
Age	۶۶۰	۳۶/۳۹۴	۱۵/۷۱۰	۹	۸۰

**جدول (۲)**، 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 موردبررسی 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 ۴). در ادامه ضرایب محاسبه شده برای متغیرهای MS و Disclosure 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 (۲) 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 معناداری نیز ۹۵ درصد اطمینان در نظر گرفته خواهد شد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرها، طبق قضیه حد مرکزی<sup>۱</sup>، نمونه موردبررسی چه از جامعه‌ای نرمال و چه از جامعه‌ای غیرنرمال انتخاب گردد، با وجود تعداد مشاهدات بیش‌تر از ۳۰ مورد داخل نمونه (تعداد ۶۶۰ مشاهده در این پژوهش برای هر متغیر)، نمونه 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 (۳) بارهای عاملی اکتشافی متغیر MS به تفکیک سال

Table (3) Exploratory factor loadings of the MS variable by year

TVOL	SPV	سال
۰/۲۲۰۴	۰/۲۲۰۴	۱۳۸۶
۰/۳۱۶۶	۰/۳۱۶۶	۱۳۸۷
۰/۱۰۲۴	۰/۱۰۲۴	۱۳۸۸
۰/۳۲۳۱	۰/۳۲۳۱	۱۳۸۹
۰/۲۴۰۳	۰/۲۴۰۳	۱۳۹۰
۰/۲۵۱۱	۰/۲۵۱۱	۱۳۹۱
۰/۱۷۲۷	۰/۱۷۲۷	۱۳۹۲
۰/۳۵۱۹	۰/۳۵۱۹	۱۳۹۳

۰/۲۹۸۳	۰/۲۹۸۳	۱۳۹۴
۰/۵۳۱۲	۰/۵۳۱۲	۱۳۹۵
۰/۲۲۲۱	۰/۲۲۲۱	۱۳۹۶
۰/۲۳۹۴	۰/۲۳۹۴	۱۳۹۷
۰/۲۹۴۸	۰/۲۹۴۸	۱۳۹۸
۰/۱۷۹۴	۰/۱۷۹۴	۱۳۹۹
۰/۲۳۳۴	۰/۲۳۳۴	۱۴۰۰

در جدول (۳)، بارهای عاملی اکتشافی متغیر MS به تفکیک سال ارائه شده است. از آنجاکه تنها دو متغیر به‌عنوان 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 (۴)، 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 (۴) بارهای عاملی اکتشافی متغیر Disclosure به تفکیک سال

Table (4) Exploratory factor loadings of the Disclosure variable by year

سال	امتیاز تحلیل مدیریت	امتیاز نسبت‌های غیرمالی	پیشینه اطلاعاتی	امتیاز اطلاعات بخش
۱۳۸۶	۰/۱۷۱۸	۰/۰۴۳۸	۰/۰۷۰۲	۰/۱۰۷۳
۱۳۸۷	۰/۳۷۵۷	۰/۰۳۱۴	۰/۱۰۰۶	۰/۴۰۰۹
۱۳۸۸	۰/۱۵۵	۰/۰۹۸۲	۰/۱۱۸۴	۰/۱۳۲۴
۱۳۸۹	۰/۲۰۴	۰/۰۶۹۸	۰/۲۱۲۹	۰/۱۷۵۱
۱۳۹۰	۰/۱۲۸۳	۰/۱۳۸۹	۰/۱۶۷۵	۰/۱۱۵۷
۱۳۹۱	۰/۲۴۶۵	۰/۰۹۵۳	۰/۱۹۱۶	۰/۱۴۷۸
۱۳۹۲	۰/۱۰۵۷	۰/۰۹۱۶	۰/۱۲۸۱	۰/۰۹۵۷
۱۳۹۳	۰/۵۹۹۷	۰/۴۲۵۲	۰/۷۱۳۹	۰/۷۰۶۲
۱۳۹۴	۰/۳۷۲۷	۰/۰۹۸۹	۰/۳۷۹۳	۰/۱۹۰۴
۱۳۹۵	۰/۲۶۹۸	۰/۱۰۰۸	۰/۲۶۰۶	۰/۲۰۸۱
۱۳۹۶	۰/۲۳۴	۰/۱۱۹۹	۰/۲۹۳۴	۰/۳۱۸۴
۱۳۹۷	۰/۲۴۲۳	۰/۱۳۳۴	۰/۳۵۳۴	۰/۲۸۴۸
۱۳۹۸	۰/۲۸۵۷	۰/۱۴۸۵	۰/۳۵۶	۰/۲۱۶
۱۳۹۹	۰/۲۸۵۸	۰/۰۳۸۵	۰/۳۷۹۵	۰/۱۲۳۸
۱۴۰۰	۰/۲۴۳۹	۰/۱۸۸۱	۰/۳۴۳۷	۰/۲۱۹۷

به منظور بررسی هم خطی مدل‌ها از آزمون عامل تورم واریانس<sup>۱</sup> بهره گرفته شده است. جدول (۵) نتایج آزمون هم خطی عامل تورم واریانس 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 هم خطی آن‌ها نیز مشابه می‌باشد. با توجه به آماره‌های به دست آمده، عامل تورم واریانس 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، هم خطی بین هیچ کدام از متغیرهای مدل‌ها وجود ندارد.

جدول (۵) نتایج آزمون هم خطی مدل‌های پژوهش

Table (5) Results of the collinearity test of the research models

مدل چهارم تا ششم		مدل اول تا سوم		متغیرها
1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	
۰/۴۶۸	۲/۱۴	۰/۴۱۵	۲/۴۱	Inve
۰/۶۱۷	۱/۶۲	۰/۴۴۵	۲/۲۵	Roa
۰/۸۳۶	۱/۲	۰/۴۷۴	۲/۱۱	Lev
۰/۸۹۸	۱/۱۱	۰/۶۳۵	۱/۵۷	Size
۰/۸۹۸	۱/۱۱	۰/۷۱۷	۱/۴	Loss
۰/۹۱۶	۱/۰۹	۰/۸۴۳	۱/۱۹	Bind
۰/۴۴۴	۲/۲۵	۰/۸۵۴	۱/۱۷	Disclosure
۰/۹۵۷	۱/۰۵	۰/۹۰۸	۱/۱	Grw
۰/۹۶۰	۰/۰۴	۰/۹۰۹	۱/۱	Age
۰/۴۴۸	۲/۲۳	-	-	Epu
۰/۴۱۳	۲/۴۲	-	-	EPU×Disclosure
-	۱/۵۶	-	۱/۶۵	Mean

این آزمون رابطه بین متغیرهای استفاده شده در مدل‌ها را دوبه دو مورد بررسی قرار می‌دهد که خروجی آن جدول (۶) 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 (۶) نتایج ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

Table (6) Results of the correlation matrix of research variables

Age	Bind	Grw	Inve	Roa	Roa	Size	Lev	Epu	Disclosure	Ms	Tvol	Spv		
												۱	Spv	
												۱	Tvol	
											۱	۰/۲۲۳***	Ms	
										۱	۰/۰۰۳	۰/۱۱۱***	۰/۰۴۶	Disclosure
								۱	۰/۲۰۳***	۰/۲۴۳***	۰/۰۵۷	۰/۲۲۴***	Epu	
							۱	۰/۱۲۷***	۰/۰۹۵**	۰/۰۵۳	۰/۰۸۴**	۰/۰۱۱	Lev	
						۱	۰/۲۲۱	۰/۰۵۴	۰/۱۳۶***	۰/۱۰۹***	۰/۳۷۴***	۰/۰۳۵	Size	
						۱	۰/۱۲۳***	۰/۰۶۱۳***	۰/۱۲۹***	۰/۰۹۲**	۰/۰۳۳	۰/۰۹۳**	۰/۰۶۸	Roa
				۱	۰/۰۳۰	۰/۰۸۳**	۰/۳۴۵***	۰/۱۴۲***	۰/۰۸۸**	۰/۰۴۸	۰/۰۲۵	۰/۰۵۵	۰/۰۱۷	Roa
			۱	۰/۰۳۰	۰/۰۸۳**	۰/۳۴۵***	۰/۱۴۲***	۰/۰۸۸**	۰/۰۴۸	۰/۰۲۵	۰/۰۵۵	۰/۰۱۷	۰/۰۳۶	Inve
		۱	۰/۰۲۸	۰/۱۰۹***	۰/۱۳۳***	۰/۱۹۰***	۰/۱۳۷***	۰/۰۹۷**	۰/۰۶۹	۰/۱۲۰***	۰/۰۸۱**	۰/۱۲۴***	Grw	
	۱	۰/۰۱۲	۰/۱۶۷***	۰/۱۵۱***	۰/۱۷۸***	۰/۰۲۸	۰/۲۹۳***	۰/۰۳۴	۰/۰۲۷	۰/۰۵۹	۰/۱۴۱***	۰/۰۱۶	Bind	
۱	۰/۰۱۲	۰/۱۶۷***	۰/۱۵۱***	۰/۱۷۸***	۰/۰۲۸	۰/۲۹۳***	۰/۰۳۴	۰/۰۲۷	۰/۰۵۹	۰/۱۴۱***	۰/۰۱۶	۰/۰۴۹	Age	

به منظور بررسی تأثیر افشای اطلاعات و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی مدل‌های پژوهش را به صورت رابطه (۳)، رابطه (۴)، رابطه (۵)، رابطه (۶)، رابطه (۷) و رابطه (۸) در نظر گرفته‌ایم و دو مدل اصلی که در قسمت روش‌شناسی بیان شده به صورت جزئی‌تر ارائه شده است.

$$SPV_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 Lev_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Roa_{it} + a_5 Loss_{it} + a_6 MOV_{it} + a_7 INVE_{it} + a_8 GRW_{it} + a_9 Bind_{it} + a_{10} Age_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$Tvol_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 Lev_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Roa_{it} + a_5 Loss_{it} + a_6 MOV_{it} + a_7 INVE_{it} + a_8 GRW_{it} + a_9 Bind_{it} + a_{10} Age_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 Lev_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Roa_{it} + a_5 Loss_{it} + a_6 MOV_{it} + a_7 INVE_{it} + a_8 GRW_{it} + a_9 Bind_{it} + a_{10} Age_{it} + a_{11} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$SPV_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 (Disclosure \times EPU)_{it} + a_4 Lev_{it} + a_5 Size_{it} + a_6 Roa_{it} + a_7 Loss_{it} + a_8 MOV_{it} + a_9 INVE_{it} + a_{10} GRW_{it} + a_{11} Bind_{it} + a_{12} Age_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$$Tvol_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 (Disclosure \times EPU)_{it} + a_4 Lev_{it} + a_5 Size_{it} + a_6 Roa_{it} + a_7 Loss_{it} + a_8 MOV_{it} + a_9 INVE_{it} + a_{10} GRW_{it} + a_{11} Bind_{it} + a_{12} Age_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$MS_{it} = a_0 + a_1 Disclosure_{it} + a_2 EPU_{it} + a_3 (Disclosure \times EPU)_{it} + a_4 Lev_{it} + a_5 Size_{it} + a_6 Roa_{it} + a_7 Loss_{it} + a_8 MOV_{it} + a_9 INVE_{it} + a_{10} GRW_{it} + a_{11} Bind_{it} + a_{12} Age_{it} + a_{13} Year_{it} + a_{12} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۸)}$$

برای برآزش مدل، ابتدا آزمون‌های تشخیصی شامل ادغام، هاسمن، وودریج و بروش - پاگان اجرا شد. نتایج نشان داد که مدل اول باید با روش داده‌های تلفیقی برآورد شود. باقی‌مانده‌ها 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 (۷)، ضریب افشای اطلاعات در سطح ۹۵ درصد معنادار و منفی (۰/۰۲۴-) برآورد شد که نشان‌دهنده اثر کاهنده آن بر نوسانات قیمت است. متغیرهای بازده دارایی‌ها و رشد فروش نیز به طور معنادار موجب افزایش نوسان شده‌اند. 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 (۷) نتایج تخمین مدل اول پژوهش

Table (7) Estimation results of the first research model

مدل T+1		مدل GMM		متغیرها
Prob	Coef	Prob	Coef	
۰/۰۰۰	-۰/۰۹۲	۰/۰۳۲	-۰/۰۲۴	Disclosure
۰/۵۰۶	۰/۳۵۶	۰/۰۶۰	۰/۶۶۶	Lev
۰/۶۷۳	-۰/۰۲۰	۰/۶۲۳	۰/۰۱۴	Size
۰/۷۶۸	-۰/۲۱۲	۰/۰۲۳	۱/۰۵۱	Roa
۰/۶۴۲	-۰/۱۳۷	۰/۴۷۵	-۰/۱۶۳	Loss
۰/۲۱۹	۰/۰۰۶	۰/۶۴۲	-۰/۰۰۲	Inve
۰/۴۱۱	-۰/۱۶۳	۰/۰۰۶	۰/۳۳۵	Grw
۰/۳۵۷	-۰/۴۱۸	۰/۶۱۸	-۰/۱۴۲	Bind
۰/۷۶۸	-۰/۰۰۲	۰/۲۴۲	-۰/۰۰۵	Age
۰/۸۹۹	-۰/۱۰۳	۰/۴۳۶	-۰/۴۰۱	Constant
۰/۰۰۱	۳۶/۴۲	۰/۰۰۴	۲۵/۹۷	Wald Test
۶۱۶		۶۶۰		Obs
۳/۳۲		۳/۳۳		R <sup>2</sup> Adj
۰/۵۹۴		۰/۹۳		Leamer Test
۰/۰۵۸		۳/۷۸۷		Autocorrolation Test
۰/۰۰۰		۳۰/۰۰۶		Heteroskedasticity Test
۰/۴۹۹		۰/۷۹		Ramsey Reset Test
-		۰/۳۷۶		Normality of Resid

طبق نتایج آزمون‌های تشخیصی، مدل دوم در سطح ۹۹ درصد با روش داده‌های تابلویی 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 (۸)، ضریب افشای اطلاعات معادل ۰/۰۴۲ و در سطح ۹۹ درصد معنادار است که نشان می‌دهد افشا به طور معنادار 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 (۸) نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

Table (8) Estimation results of the second research model

مدل T+1 پویا		مدل GMM پویا		متغیرها
Prob	Coef	Prob	Coef	
./۰۰۰	۰/۳۹۱	-	-	Tvol <sub>t</sub>
-	-	./۰۰۰	۰/۶۹۱	Tvol <sub>t-1</sub>
./۰۲۰	۰/۰۰۵	./۰۰۰	۰/۰۴۲	Disclosure
./۰۸۸	۰/۰۷۵	./۰۵۵	-۰/۰۹۶	Lev
./۰۰۰	-۰/۰۲۵	./۰۰۰	۰/۰۳۲	Size
./۰۴۱	۰/۱۱۸	./۰۲۴	-۰/۱۴۸	Roa
./۷۴۹	۰/۰۰۹	./۷۹۵	۰/۰۰۸	Loss
./۱۲۲	۰/۰۰۱	./۱۳۲	-۰/۰۰۱	Inve
./۶۹۲	۰/۰۰۷	./۹۹۱	۰/۰۰۰	Grw
./۰۲۲	۰/۱۳۹	./۹۵۳	۰/۰۰۴	Bind
./۹۵۳	۰/۰۰۰	./۰۰۷	۰/۰۰۲	Age
./۳۵۹	۰/۰۸۷	./۰۰۱	-۰/۳۴۷	Constant
./۰۰۰	۵۴۹/۰۹	./۰۰۰	۴۹۱/۵۱	Wald Test
۶۶۰		۶۱۶		Obs
۳۲/۷۵		۵۵/۸۳		R <sup>2</sup> Adj
./۰۰۰		۷/۹۳		Leamer Test
./۹۵۷		۳/۷۶		Hausman Test
./۰۰۱		۱۱/۷۵۵		Autocorrolation Test
./۰۰۰		۱۸۸/۸۵		Heteroskedasticity Test
./۴۰۵		۰/۹۷		Ramsey Reset Test
-		۰/۵۲۳		Normality of Resid

نتایج رگرسیون T+1 نیز حاکی از آن است که افشای اطلاعات علاوه بر اثرگذاری بر متغیر Tvol دوره جاری، بر سطح دوره بعد آن نیز اثر مثبت و معنادار دارد و اثرگذاری افشای اطلاعات به دوره جاری آن محدود نمی‌شود. در مدل‌های رگرسیونی برازش شده اثرات ثابت سال و صنعت نیز کنترل شد؛ اما به دلیل عدم معناداری ضرایب برآوردشده، این متغیرها از مدل رگرسیونی حذف شدند. باتوجه 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 (۹) نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

Table (9) Estimation results of the third research model

مدل T+1		مدل GMM		متغیرها
Prob	Coef	Prob	Coef	
۰/۰۰۸	-۰/۰۱۲	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۷	Disclosure
۰/۳۳۳	۰/۱۳۲	۰/۰۶۲	۰/۱۶۸	Lev
۰/۴۳۲	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۷	۰/۰۲۳	Size
۰/۷۲۰	-۰/۰۶۷	۰/۱۴۵	۰/۱۷۰	Roa
۰/۸۶۷	۰/۰۱۳	۰/۸۵۹	-۰/۰۱۱	Loss
۰/۲۰۸	۰/۰۰۲	۰/۲۶۵	-۰/۰۰۱	Inve
۰/۲۵۶	-۰/۰۶۵	۰/۰۲۰	۰/۰۷۶	Grw
۰/۳۲۱	۰/۱۲۶	۰/۶۶۸	-۰/۰۳۴	Bind
۰/۹۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۵۵	۰/۰۰۲	Age
۰/۷۷۷	-۰/۰۶۳	۰/۰۵۷	-۰/۲۷۲	Constant
۰/۰۳۴	۱۹/۵۳	۰/۰۰۰	۳۸/۵۷	Wald Test
۶۱۶		۶۶۰		Obs
۱/۸۶		۴/۲۳		R <sup>2</sup> Adj
۰/۱۲۵		۱/۲۶		Leamer Test
۰/۲۰۵		۱/۶۵۵		Autocorrolation Test
۰/۰۰۰		۵۱/۳۳		Heteroskedasticity Test
۰/۵۸۹		۰/۶۴		Ramsey Reset Test
-		۰/۱۹۸		Normality of Resid

نتایج جدول (۹) حاصل برآزش مدل با روش GMM پویا است. ضریب افشای اطلاعات معادل  $-۰/۰۰۷$  و در سطح ۹۹ درصد معنادار به دست آمد که نشان‌دهنده اثر کاهنده آن بر 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.

بر اساس آزمون‌های تشخیصی، مدل چهارم با روش داده‌های تلفیقی برازش شد؛ ولی به دلیل وجود واریانس ناهمسانی، از روش GMM استفاده گردید. طبق جدول (۱۰)، 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 EPU  $\times$  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 (۱۰) نتایج تخمین مدل چهارم پژوهش

Table (10) Estimation results of the fourth research model

مدل T+1		مدل GMM		متغیرها
Prob	Coef	Prob	Coef	
۰/۰۴۴	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۸	-۰/۰۱۰	Disclosure
۰/۰۰۰	۰/۰۳۴	۰/۰۰۵	۰/۰۱۳	EPU
۰/۰۱۵	-۰/۰۰۲	۰/۰۱۸	-۰/۰۰۴	Disclosure $\times$ EPU
۰/۵۷۴	-۰/۲۸۸	۰/۲۱۵	۰/۴۲۶	Lev
۰/۲۸۵	۰/۰۴۹	۰/۱۶۶	۰/۰۴۰	Size
۰/۹۷۲	۰/۰۲۴	۰/۰۲۱	۱/۰۴۷	Roa
۰/۸۳۲	۰/۰۵۷	۰/۶۱۰	۰/۱۱۵	Loss
۰/۴۲۷	۰/۰۰۴	۰/۳۶۱	-۰/۰۰۳	Inve
۰/۸۴۵	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۴	۰/۳۶۸	Grw
۰/۹۹۹	۰/۰۰۰	۰/۸۲۵	-۰/۰۶۳	Bind
۰/۵۷۵	-۰/۰۰۳	۰/۳۴۰	۰/۰۰۴	Age
۰/۰۰۱	-۲/۹۶۲	۰/۰۲۱	-۱/۳۵۵	Constant
۰/۰۰۰	۱۲۲/۴۱	۰/۰۰۰	۷۸/۷۶	Wald Test
۶۱۶		۶۶۰		Obs
۲۰/۸۱		۱۰/۰۷		R <sup>2</sup> Adj
۰/۷۹		۰/۸۲		Leamer Test
۰/۲۲۵		۱/۵۱۵		Autocorrolation Test
۰/۰۰۰		۸۹/۰۲		Heteroskedasticity Test
۰/۶۴۶		۰/۵۵		Ramsey Reset Test
-		۰/۲۵۶		Normality of Resid

طبق آزمون‌های تشخیصی، مدل پنجم با روش GMM پویا برازش شد. بر اساس جدول (۱۱)، 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 (۱۱) نتایج تخمین مدل پنجم پژوهش

Table (11) Estimation results of the fifth research model

مدل T+1 پویا		مدل GMM پویا		متغیرها
Prob	Coef	Prob	Coef	
./۰۰۰	./۳۹۲	-	-	Tvol <sub>t</sub>
-	-	./۰۰۰	./۶۹۰	Tvol <sub>t-1</sub>
./۰۰۰	./۰۸۵	./۰۰۰	./۰۴۷	Disclosure
./۵۲۰	-./۰۰۱	./۷۲۲	./۰۰۳	EPU
./۶۰۰	./۰۰۱	./۶۲۹	-./۰۰۱	Disclosure $\times$ EPU
./۰۵۹	./۰۷۹	./۰۵۱	-./۰۹۳	Lev
./۰۰۰	-./۰۲۵	./۰۰۰	./۰۳۱	Size
./۰۳۷	./۱۱۹	./۰۲۴	-./۱۴۷	Roa
./۷۴۲	./۰۰۹	./۷۸۰	./۰۰۸	Loss
./۱۱۷	./۰۰۱	./۱۴۶	-./۰۰۱	Inve
./۷۰۷	./۰۰۶	./۹۶۰	-./۰۰۱	Grw
./۰۱۹	./۱۴۱	./۹۲۴	./۰۰۶	Bind
./۹۰۶	./۰۰۰	./۰۰۸	./۰۰۲	Age
./۲۴۱	./۱۳۴	./۰۰۴	-./۳۷۰	Constant
./۰۰۰	۵۱/۴۱	./۰۰۰	۵۰۲/۵۱	Wald Test
۶۱۶		۶۱۶		Obs
۲۴/۲۴		۵۵/۸۸		R <sup>2</sup> Adj
./۰۰۰		۷/۹۵		Leamer Test
./۱۵۹		۱۵/۵۵		Hausman Test
./۰۰۱		۱۱/۶۶۵		Autocorrolation Test
./۰۰۰		۱۸۷/۶۹		Heteroskedasticity Test
./۲۷۰		۱/۳۱		Ramsey Reset Test
-		./۲۱۴		Normality of Resid

طبق آزمون‌های تشخیصی، مدل ششم با روش ادغام‌شده و GMM برآورد شد. نتایج جدول (۱۲) 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  $\text{Disclosure} \times \text{EPU}$  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 (۱۲) نتایج تخمین مدل ششم پژوهش

Table (12) Estimation results of the sixth research model

مدل T+1		مدل GMM		متغیرها
Prob	Coef	Prob	Coef	
./۰۰۰	-./۰۰۹	./۰۰۱	-./۰۸۳	Disclosure
./۰۰۰	./۰۱۰	./۰۰۳	./۰۰۴	EPU
./۰۰۹	-./۰۰۱	./۰۰۰	-./۲۶۶	Disclosure $\times$ EPU
./۷۱۴	-./۰۴۸	./۲۶۹	./۰۹۵	Lev
./۵۱۴	./۰۰۹	./۰۰۰	./۰۳۱	Size
./۹۳۳	./۰۱۵	./۱۳۶	./۱۶۸	Roa
./۹۰۱	-./۰۰۹	./۶۶۶	-./۰۲۵	Loss
./۴۰۵	./۰۰۱	./۱۰۳	-./۰۰۱	Inve
./۵۵۴	-./۰۳۰	./۰۱۰	./۰۸۶	Grw
./۹۳۳	./۰۱۰	./۲۲۱	-./۰۹۶	Bind
./۶۷۵	-./۰۰۱	./۰۸۹	./۰۰۲	Age
./۰۰۱	-./۸۸۷	./۰۰۱	-./۵۵۵	Constant
./۰۰۰	۱۲۲/۴۱	./۰۰۰	۸۵/۱۲	Wald Test
۶۱۶		۶۶۰		Obs
۲۰/۸۱		۱۱/۹۴		R <sup>2</sup> Adj
./۳۵۴		۱/۰۷		Leamer Test
./۴۲۵		./۶۴۸		Autocorrolation Test
./۰۰۰		۱۶۹/۹۹		Heteroskedasticity Test
./۴۰۰		./۹۸		Ramsey Reset Test
-		./۳۸۶		Normality of Resid

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

در دنیای امروز، بازارهای سرمایه به‌عنوان موتور محرک اقتصاد جهانی، نیازمند شفافیت و کارایی هرچه بیشتر هستند. افشای اطلاعات دقیق و به‌موقع، نقش کلیدی در تحقق این هدف ایفا می‌کند. با این حال، عوامل متعددی می‌توانند این فرآیند را تحت‌تأثیر 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 افشاشده توسط شرکت‌ها، به‌عنوان 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 فرضیه‌ها، 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 باکیفیت اطلاعات تأثیر معناداری بر کاهش حساسیت بازار سرمایه دارد؛ این یافته با مطالعات کاشمن و همکاران (Cashman et al., 2023)، وانگ و همکاران (Wang et al., 2022) و گیولیانگ و همکاران (Guoliang et al., 2021) 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؛ به طوری که در شرایط افزایش ابهام سیاستی، اثر کاهنده افشا تضعیف شده و حساسیت بازار افزایش می‌یابد. این نتیجه با مطالعات لی و لو (Lei and Luo, 2023)، رجب زاده و برزگر (Rajab Zadeh and Barzegar, 2024) و غنی و غنی (Ghani and Ghani, 2024) قابل تطبیق است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که حتی اطلاعات باکیفیت 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 (نه فقط پایان سال) را تدوین کرد.

۲. برای مدیران شرکت‌ها: پیشنهاد می‌شود نظام انگیزشی برای افزایش افشای داوطلبانه طراحی شود؛ چراکه 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 به منظور تعمیم‌پذیری نتایج.

## ۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

## ۷- 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.
- Farhadi Sharif Abad, M., & Doaei, M. (2022). Modeling investor tendencies with emphasis on psychological factors by fuzzy Delphi and DEMATEL methods. *Advances in Finance and Investment*, 2(5), 113-144. [In Persian]
- Ghani, M., & Ghani, U. (2024). Economic policy uncertainty and emerging stock market volatility. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31(1), 165-181.
- Ghasemi, G., Khodamipour, A., & Shamsadini, K. (2022). The role of economic policy uncertainty in the relationship between voluntary disclosure of information and information asymmetry. *Advances in Finance and Investment*, 3(6), 31-52. [In Persian]
- 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.
- Heydari, Z., & Mashayekh, S. (2025). The Consequences of Disclosing Key audit Matters on Investors' Judgment and Decision-making. *Empirical Research in Accounting*, 15(1), 53-84. [In Persian]
- 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), 150-163.

- Lopez-Villavicencio, A., & Pourroy, M. (2023). Information Shocks in the US and Asset Mispricing in Emerging Economies. *SSRN*.
- Moghaddam, J., Faraji, O., Heidarzadeh Hanzaei, A., & Maleki Oskoie, M. T. (2025). The sensitivity of equity returns to economic policy uncertainly despite the quality of financial disclosures and corruption. *Journal of Investment Knowledge*, 14(54), 249-273. [In Persian]
- Momenzadeh, M. M., Nilchi, M., & Rostami, M. (2023). Measuring the Volatility Persistence of the Tehran Stock Exchange using Stochastic Volatility Models with Jump in Return. *Journal of Asset Management and Financing*, 11(4), 121-140. [In Persian]
- Mozafarnia, M., Fallahshams, M., & Zomorodian, G. (2022). Regime Dependent Effects and Cyclical Volatility Spillover of Exchange Rate and Stock Prices in Iran. *Advances in Finance and Investment*, 2(4), 107-129. [In Persian]
- 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), 2947-2960.
- 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.
- Rajab Zadeh, F., & Barzegar, G. (2024). The effect of Economic Policy Uncertainty on the Comparability of Financial Statements: The Moderating Role of Managerial Ability. *Journal of Accounting and Social Interests*, 13(4), 93-124. [In Persian]
- 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), 1077-1109.

- Taheri, M., & Sheikhzadeh, G. (2024). Moderating Effect of Earning Quality and Audit Quality on the Relationship between Readability of Financial Reporting and Cost of Financing in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 15(4), 33-58. [In Persian]
- Wang, F., Mbanye, W., & Muchenje, L. (2022). Economic policy uncertainty and stock liquidity: the mitigating effect of information disclosure. *Research in International Business and Finance*, 59, 101553.

---

### COPYRIGHTS

© 2025 by the author. Published by Islamic Azad University, Esfaryen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

