

The role of economic policy uncertainty in the relationship between voluntary disclosure of information and information asymmetry

Ghasem Ghasemi¹, Ahmad Khodamipour², Kazem Shamsadini¹

Received: 13/10/2021

Accepted: 20/04/2022

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to investigate the role of economic policy uncertainty in the relationship between voluntary disclosure of information and information asymmetry in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methodology: This research is descriptive, correlational and post-event. In order to investigate this issue, research hypotheses based on a statistical sample consisting of 138 firms during the years 2009 to 2018 and were tested using multivariate regression models.

Findings: The results show that the relationship between voluntary disclosure of information and information asymmetry is statistically negative and significant. The results also showed that economic policy uncertainty as a moderating variable weakens the relationship between voluntary disclosure of information and information asymmetry. This means that in a situation of economic policy uncertainty, with the reduction of inefficient fiscal and monetary policies and also the reduction of public distrust in economic decisions, voluntary disclosure of information decreases and as a result, information asymmetry increases. Economic uncertainty with disruption of the price system leads liquidity to unproductive activities and reduces the inflow of liquidity to production and thus reduces corporate investment.

Originality / Value: The results of this study, in addition to developing the literature on economic policy uncertainty and information asymmetry, help capital market participants, decision makers, analysts and potential and actual investors of the Tehran Stock Exchange to analyze investment plans in financial assets and Securities should pay special attention to this important issue. The results also made financial and economic policy makers seek to create stability and create a safe investment environment, which is one of the basic conditions for the country's economic development, and by formulating long-term economic plans and taking into account the country's political and economic conditions, the necessary ground. Provide information to reduce asymmetry.


Keywords: Voluntary disclosure of information, Information asymmetry, Economic policy uncertainty.

JEL Classification: D82, E02, G14, M41.

1. Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.

2. Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. (Corresponding Author).
khodamipour@uk.ac.ir

How to cite this paper: 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]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2022.1950672.1103>

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال سوم، بهار ۱۴۰۱ - شماره ۶

صفحات ۵۲-۳۱

نوع مقاله: پژوهشی

نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی

قاسم قاسمی^۱، احمد خدای‌پور^۲، کاظم شمس‌الدینی^۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۱/۳۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۱

چکیده

هدف: هدف از این پژوهش بررسی نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

روش‌شناسی پژوهش: این پژوهش از نوع توصیفی، همبستگی و پسرودادی است. به این منظور، فرضیه‌های پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۱۳۸ شرکت (۱۳۸۰ مشاهده) طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۸۸ مورد تحلیل و بررسی قرار گرفتند.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی از نظر آماری منفی و معنادار است. یافته‌ها همچنین نشان داد که عدم اطمینان سیاست‌های موجب تضعیف رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. این موضوع به معنی آن است که در یک شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی با افزایش سیاست‌های مالی و پولی ناکارآمد و همچنین کاهش بی‌اعتمادی مردم نسبت به تصمیم‌های اقتصادی، افشای داوطلبانه اطلاعات کاهش و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد.

اصالت / ارزش افزوده علمی: نتایج این پژوهش علاوه بر توسعه ادبیات مربوط به عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی، به فعالان بازار سرمایه، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به این موضوع مهم توجه ویژه‌ای داشته باشند. همچنین نتایج باعث شد سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی به دنبال ایجاد ثبات و خلق فضای مطمئن سرمایه‌گذاری که یکی از شرایط اساسی پیشرفت اقتصادی کشور است، باشند و با تدوین برنامه‌های بلندمدت اقتصادی زمینه لازم برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را فراهم نمایند.

کلید واژه‌ها: عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، افشای داوطلبانه اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی.

طبقه‌بندی موضوعی: D82, E02, G14, M41.

۱. گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران.

۲. گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. (نویسنده مسئول). khodamipour@uk.ac.ir

استناد: 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)، ۵۲-۳۱.

۱- مقدمه

زمانی که مدیران اولویت‌های روشن در مورد انتخاب‌های گزارشگری مالی خود دارند، استدلال بر این است که از نااطمینانی در مورد یک مسأله افشا برای توصیه افشای نفع شخصی تا زمانی که خروجی افشای آن‌ها توجیه‌پذیر باشد، استفاده می‌شود. افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از ابزارهای مهم مدیران به منظور انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد مالی به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد ذینفع بوده و یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی^۱ است. به هر حال نظریه نمایندگی افشای داوطلبانه اطلاعات را به عنوان مکانیزمی جهت اطمینان‌بخشی مدیران نسبت به ایفای وظیفه مباشرت و حمایت از سهام‌داران مطرح می‌کند. لی^۲ (۲۰۰۸) معتقدند که افشای داوطلبانه می‌تواند منجر به کاهش رفتار فرصت‌طلبانه شرکت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد؛ و همچنین به عنوان یکی از روش‌های علامت‌دهی اطلاعات است که از مؤثرترین آنها نیز است (عامری و همکاران، ۱۴۰۰). در این پژوهش، تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی سنجش می‌شود و برای داشتن نتایج بهتر، بررسی نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی^۳ (EPU) در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر تعدیلگر، آزمون می‌شود. عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی موضوع مهمی است که مورد توجه اندیشمندان و مدیران مالی سازمان‌ها قرار گرفته است. عدم اطمینان‌های اقتصادی^۴ به دلایل مختلفی می‌تواند در سراسر کشورها گسترش یابد. نوسان‌های ناگهانی تولید، اشتغال، نرخ بهره، قیمت نفت و نرخ ارز بیان‌گر آن است که یک کشور ساختاری نامطمئن و بی‌ثبات دارد. دولت‌ها می‌توانند از طریق سوءمدیریت و تصمیم‌های نادرست به افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی کمک کنند. عدم اطمینان سیاسی زمانی که شرایط اقتصادی ضعیف است بیشتر می‌باشد. انتظار می‌رود عدم اطمینان‌های سیاست‌های اقتصادی در طول بحران‌های اقتصادی و سیاسی افزایش پیدا کنند. عدم قطعیت یک اصل اصلی در امور مالی است. بسیاری از تصمیم‌های پرهزینه سرمایه‌گذاری در یک محیط نامطمئن گرفته می‌شوند. سرمایه‌گذارانی که اطلاعات کاملی در مورد متغیرهای سطح کلان و سود سهام ندارند، اغلب سعی می‌کنند با استفاده از اطلاعات موجود، پیش‌بینی‌های هوشمندانه‌ای انجام دهند. شرایط در بازارهای مالی می‌تواند در عرض چند ثانیه تغییر کند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران اخبار مربوط به بازار سهام را از نزدیک دنبال می‌کنند. با درک منشأ بازار سهام، نوسان‌های برای سیاست‌گذاران و دست‌اندرکاران بازار

1. Information asymmetry

2. Li

3. Economic policy uncertainty (EPU)

4. Economic uncertainties

مهم است. از آنجا که درآمدهای آتی شرکت‌ها و در نتیجه جریان‌های نقدی به ثبات اقتصاد کلان بستگی دارد، تعجب‌آور نیست که عدم اطمینان در مورد رفتار آتی مبانی اقتصاد کلان باعث واکنش‌های متناسب با بازده فعلی سهام شود (آیدین و همکاران^۱، ۲۰۲۱). بدیهی است که به دنبال انجام هر پژوهشی تلاش بر این است نتایج به دست آمده مورد استفاده علاقه‌مندان قرار بگیرد تا در اتخاذ تصمیم‌ها کاراً و مؤثر باشد. انتظار می‌رود نتایج پژوهش بتواند دستاوردها و ارزش افزوده‌ای به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این پژوهش می‌تواند موجب گسترش مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاری و نقش تعدیلی عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر این رابطه در بورس اوراق بهادار تهران شود. دوم این که این پژوهش چشم‌انداز جدیدی را به موضوع عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌گشاید. همچنین بررسی یک متغیر اقتصادی و تأثیر آن بر متغیرهای مالی و حسابداری می‌تواند به‌عنوان نوآوری این پژوهش در نظر گرفته شود. انتظار می‌رود نتایج پژوهش ابزاری جهت تصمیم‌گیری‌های منطقی طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان (سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی، فعالان بازار سرمایه، و تحلیل‌گران) را فراهم می‌آورد. باتوجه به این که تاکنون هیچ‌گونه پژوهشی پیرامون موضوع پژوهش در ایران صورت نگرفته است؛ لذا پژوهش حاضر تلاش می‌کند به این پرسش‌ها پاسخ دهد که؛ آیا بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه وجود دارد؟ و همچنین آیا عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثر است؟

قسمت‌های مختلف این پژوهش به این ترتیب است: در بخش دوم، مبانی نظری و پژوهش‌های انجام شده در خصوص آن ارائه شده است. در بخش سوم روش موردنظر پژوهش بیان شده است. یافته‌های حاصل از تحلیل آزمون فرضیه‌ها نیز در بخش چهارم ارائه شده و در نهایت، بحث و نتیجه‌گیری انجام شده و پیشنهادهای کاربردی ارائه شده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

به دست آوردن اطلاعات مناسب و صحیح توسط سرمایه‌گذاران مهم‌ترین پیش‌شرط تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود؛ بنابراین قدرت دانش به‌عنوان فرضیه بازار کارآمد تعریف می‌شود. با این حال، اطلاعات نامتقارن^۲ به جای کارایی اطلاعات، اغلب در بسیاری از بازارها مشاهده می‌شود.

آکرلوف^۱ (۱۹۷۰) اولین شخصی بود که ابتدا عدم تقارن اطلاعاتی را تعریف نمود و در بازاری نشان می‌دهد که فروشندگان اطلاعات بهتری نسبت به خریداران در مورد کیفیت محصولات دارند که می‌تواند باعث انتخاب نادرست محصولات بی کیفیت شود (هوین و همکاران^۲، ۲۰۲۰). یکی از پدیده‌های منفی، که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، نبود تقارن اطلاعاتی است که به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، مشروط بر این که از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده کند (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱).

افشای داوطلبانه اطلاعات موجب کاهش ابهام محیط اطلاعاتی و به دنبال آن افزایش تقارن اطلاعاتی و اطمینان سرمایه‌گذاران به مدیریت شرکت می‌شود. از سوی دیگر، یک سیستم افشای داوطلبانه با کیفیت می‌تواند مانع از فرصت‌طلبی مدیریت در راستای منافع شخصی‌شان به واسطه برنامه‌ها گردد و از طرفی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش شفافیت اطلاعاتی شود (عامری و همکاران، ۱۴۰۰). سازمان‌ها باید اطلاعات کافی، درست و به‌موقع را به ذینفعان ارائه دهند تا قادر به اتخاذ تصمیم‌های منطقی باشند. افشای اطلاعات حسابداری باید به عنوان روشی برای اجرای فرآیند شفاف شرکت‌ها جهت اطمینان از این که سهام‌داران و سرمایه‌گذاران می‌توانند به‌طور منصفانه و همزمان به اطلاعات دسترسی داشته باشند درک شود. مشکل عدم تقارن اطلاعات و تضاد نمایندگی نیاز به افشای اطلاعات حسابداری را افزایش می‌دهد که باید این مشکلات را کاهش دهد. افزایش افشای اطلاعات حسابداری بر امور مالی یک شرکت تأثیر می‌گذارد، به‌عنوان مثال، باید عدم اطمینان در مورد عملکرد آتی شرکت و نرخ بازده مورد نیاز سرمایه‌گذاران را کاهش دهد و همچنین ارزش شرکت را افزایش دهد. موضوع افشای اطلاعات حسابداری به‌عنوان کیفیت اطلاعات حسابداری ارائه شده در صورت‌های مالی سالانه می‌باشد که با کاهش اطلاعات و انگیزه، بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان تأثیر می‌گذارد (کاناپیکین و همکاران^۳، ۲۰۲۱).

عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت، شرایطی است که در آن سرمایه‌گذار با مشکل‌هایی در پیش‌بینی سیاست‌گذاری‌های آتی دولت نظیر مخارج دولتی مواجه شود. از آنجا که مخارج دولت یکی از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل اقتصاد است، عدم اطمینانی آن تأثیر منفی بر تقاضا کل، سرمایه‌گذاری، تولید و در نتیجه رشد اقتصادی دارد (باقرزاده آذر و همکاران، ۱۳۹۹). برای بازارهای سرمایه،

به نظر می‌رسد احتیاط سرمایه‌گذاران تشخیص معقولی از موارد خارجی ناشی از عدم اطمینان سیاست اقتصادی ارائه می‌دهد. به طور خاص، در مواجهه با محیط سیاست نامطمئن فزاینده، دریافت علامت‌های ارزش خصوصی از بازار عمومی برای سرمایه‌گذاران به طور فزاینده‌ای دشوار است. با این حال، به دلیل روان‌شناسی ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران داخلی تمایل بیشتری به جمع‌آوری اطلاعات خصوصی از همه طرف‌های موجود در بازار دارند تا کمبود اطلاعات عمومی را جبران کنند، این امر نه تنها سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد اطلاعات شرکتی دقیق‌تری به دست آورند، بلکه همچنین این احتمال را بیشتر می‌کند که رفتار محتاطانه سرمایه‌گذاران، نیروهای نظارتی خارجی را تشکیل می‌دهد تا شرکت‌ها را ترغیب کنند اطلاعات سود معتبرتر و قابل‌اعتمادتری منتشر کنند، در نتیجه محتوای اطلاعاتی سود را بهبود بخشند (گیولی‌انگ و همکاران^۱، ۲۰۲۱). عدم اطمینان تأثیرات زیادی بر کل اقتصاد دارد، ارزیابی آن تأثیرات، منابع و اهمیت آن‌ها در بخش‌های مختلف اقتصاد یک وظیفه مهم است. علاوه بر این، اثرات عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی می‌تواند منجر به رکود شود. پژوهش‌های موجود که بر بازارهای مالی و سهام متمرکز است، بیشتر بازارها و کشورهای توسعه یافته را تجزیه و تحلیل می‌کند (اسکرینیاریک و اورلوویچ^۲، ۲۰۲۰). پژوهش‌گران معتقدند که عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه دارد. این موضوع مؤید مدل سرمایه‌گذار آگاه می‌باشد. دلیل دیگری که می‌توان بیان کرد این است که عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی می‌تواند عاملی برای افشای اطلاعات اضافی از سوی مدیریت شود که در این صورت دقت اطلاعات عمومی نسبت به اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران افزایش یافته و در نتیجه عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی می‌تواند تأثیر قابل‌توجهی بر عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشد. از طرف دیگر، رابطه بین عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی دارای ابهام می‌باشد (ناگار و همکاران^۳، ۲۰۱۹). هدف اصلی این مطالعه بررسی نقش افشای داوطلبانه اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی و نقش تعدیلی عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر این رابطه می‌باشد تا مشخص شود چگونه عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر ارتباط نقش افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرگذار است؟ باتوجه به موارد مطرح شده بررسی این موضوع حائز اهمیت می‌باشد. در ادامه برخی از پژوهش‌های مهم در زمینه این مطالعه ارائه می‌شود:

لونی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج حاکی از

1. Guoliang *et al.*
 2. Škrinjarić & Orlović
 3. Nagar *et al.*

تأثیرگذاری بیشتر عدم اطمینان سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری شرکتی نسبت به نااطمینانی سیاست مالی بود. نتایج نشان داد که عدم اطمینانی اقتصادی با اختلال در سیستم قیمت‌ها، نقدینگی را به سمت فعالیت‌های غیرمولد هدایت کرده و موجب کاهش ورود نقدینگی به سمت تولید و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری شرکتی می‌شود.

عامری و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. برای دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها، از روش تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی و رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده گردید. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. افزون بر آن، یافته‌ها بیانگر این است که افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری ندارد.

خواجهی و علیزاده طلاپه (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های بررسی ۱۲۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ بیانگر آن است که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد.

آندری و همکاران^۱ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی عدم اطمینان اقتصادی و توجه سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج نشان داد هنگامی که عدم اطمینان در سطح بازار بالاتر است، توجه سرمایه‌گذاران را به اعلامیه‌های سود در سطح شرکت جلب می‌کند. افزایش سرمایه‌گذار توجه ضرایب واکنش سود تمامی شرکت‌های اعلام‌کننده را بزرگ می‌کند. با این حال، واکنش‌ها به افزایش توجه با ویژگی‌های شرکت متفاوت است. به عنوان مثال، شرکت‌هایی با ریسک سیستماتیک بالاتر توجه سرمایه‌گذاران بیشتری را به خود جلب می‌کند و قیمت آن‌ها واکنش بیشتری نسبت به اعلامیه‌های سود نشان می‌دهد. در مدل، افزایش توجه سرمایه‌گذار ناشی از عدم قطعیت بالا، دلالت بر رابطه CAPM سریع‌تر دارد. پیامدهای مدل برای مقطع شرکت‌ها با استفاده از معیارهای توجه سطح شرکت و بازده سهام حول اعلان‌های سود و با استفاده از آزمون‌های پرتفوی CAPM در روزهای با عدم قطعیت بالا در مقابل کم مورد آزمون قرار می‌گیرند.

ناگار و همکاران (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی اثر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار و افشای اختیاری اطلاعات پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که عدم

اطمینان سیاست‌های اقتصادی با اختلاف‌های قیمت خریدوفروش و کاهش واکنش‌های قیمت سهام به شگفتی‌های سود رابطه دارد. مدیران به این عدم‌اطمینان به‌وسیله افزایش افشای اختیاری پاسخ می‌دهند، اما این افشاها فقط تا حدی افزایش اختلاف قیمت خریدوفروش را کاهش می‌دهد. نتایج پژوهش نشان داد که عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت بخش مهمی از محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها و تصمیم‌های افشای اختیاری مدیران می‌باشد.

بیسواس^۱ (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی اثر عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر صحت پیش‌بینی تحلیل‌گران پرداخت. در این رابطه مثبت و معناداری بین عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی و خطاهای پیش‌بینی تحلیل‌گران پیدا شد. مشارکت در عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی در تقویت عدم تقارن اطلاعات، توانایی تحلیل‌گران را برای پیش‌بینی که منجر به تشدید خطاهای پیش‌بینی می‌شود، مهار می‌کند. دو برابر شدن عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی، خطاهای پیش‌بینی سود را تا ۴/۳۹ درصد افزایش می‌دهد و نوسان‌ها و پراکندگی در خطاهای پیش‌بینی به طور مثبت با عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی مرتبط است. این اثر عدم‌اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر روی خطاهای پیش‌بینی به مدت ۱۳ ماه با یک اثر کاهشی تدریجی همسو می‌شود، ادامه می‌یابد، کانالی که از طریق آن عدم‌اطمینان می‌تواند بر فعالیت‌های مالی، عملکرد و رشد شرکت‌ها تأثیر بگذارد.

شین و او^۲ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر رابطه بین افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی در کره پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار مثبت وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی (متغیر تعدیلگر) بر رابطه بین افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه معنادار منفی دارد.

مارتینز-فررو و همکاران^۳ (۲۰۱۵)، بر تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات در ارتباط با مسئولیت اجتماعی بر عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از نمونه ۵۷۵ شرکت در بازارهای مختلف بر ارتباط دوطرفه بین افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی آن‌ها تمرکز نمودند. در نتیجه‌گیری به این موضوع رسیدند که برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها باید سطح افشای داوطلبانه اطلاعات افزایش یابد.

1. Biswas

2. Shin & Oh

3. Martínez-Ferrero *et al.*

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف از نوع کاربردی، بر مبنای نوع داده‌ها پس‌رویدادی (اطلاعات گذشته)، بر مبنای روش از نوع همبستگی و بر مبنای روش گردآوری اطلاعات از نوع کتابخانه‌ای است. به‌منظور محاسبه متغیرهای مدل که شامل داده‌های حسابداری و بازار است از اطلاعات صورت‌های مالی، سایت بورس اوراق بهادار و سایت بانک مرکزی استفاده شد. در نهایت داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده و جهت انجام آزمون‌های آماری و همچنین آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شد. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ می‌باشد و متشکل از شرکت‌هایی است که حائز معیارهای زیر باشند:

- (۱) در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
 - (۲) دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
 - (۳) داده‌های موردنیاز جهت متغیرها، در دوره زمانی پژوهش موجود باشند.
 - (۴) جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.
- باتوجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۱۳۸ شرکت (۱۳۸۰ مشاهده/ شرکت-سال) به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

باتوجه به توضیحات ارائه شده، فرضیه‌های مطالعه حاضر به شرح زیر بیان می‌شوند:

- (۱) بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.
- (۲) عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثر است.

با پیروی از پژوهش ناگار و همکاران (۲۰۱۹) برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیونی (رابطه ۱، ۲) استفاده شده است:

$$IA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dis_{it} + \beta_2 SDR_{it} + \beta_3 TV_{it} + \beta_4 MV_{it} + \beta_5 SP_{it} + \beta_6 RE_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 Lev_{it} + \beta_{10} IOW_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

در مدل آزمون فرضیه اول (رابطه ۱)، داریم:

IA_{it} : عدم تقارن اطلاعاتی؛

Dis_{it} : افشای داوطلبانه اطلاعات؛

SDR_{it} : نوسان بازده سهام؛

TV_{it} : حجم معاملات؛

MV_{it} : ارزش بازار شرکت؛

SP_{it} : قیمت سهام؛

RE_{it} : بازده سهام.

MB_{it} : ارزش بازار به دفتری؛

ROA_{it} : بازده دارایی‌ها؛

Lev_{it} : اهرم مالی؛

IOW_{it} : مالکیت نهادی؛

رابطه (۲)، مدل آزمون فرضیه دوم می‌باشد.

$$IA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dis_{it} + \beta_2 EPU_{it} + \beta_3 EPU \times Dis_{it} + \beta_4 SDR_{it} + \beta_5 TV_{it} \\ + \beta_6 MV_{it} + \beta_7 SP_{it} + \beta_8 RE_{it} + \beta_9 MB_{it} + \beta_{10} ROA_{it} \\ + \beta_{11} Lev_{it} + \beta_{12} IOW_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه (۲)، داریم:

$EPU_{i,t}$: عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی؛

$EPU \times Dis_{i,t}$: حاصل ضرب عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در افشای داوطلبانه شرکت.

الف) متغیرهای وابسته

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی، پیرو پژوهش ونکاتش و چیانگ^۱ (۱۹۸۶) از دامنه قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام استفاده شد. برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام از معیار رابطه (۳) بهره گرفته شد:

$$Percent\ Quoted\ Spreads_{it} = 100 \times \frac{(ASK_{it} - BID_{it})}{(ASK_{it} + BID_{it})/2} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه (۳)، داریم:

$Percent\ Quoted\ Spreads_{it}$: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام.

ASK_{it} : میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام؛

BID_{it} : میانگین قیمت پیشنهادی خرید.

طبق [رابطه \(۳\)](#)، هر چه تفاوت قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این رابطه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

متغیر مستقل: در این پژوهش افشای داوطلبانه اطلاعات متغیر مستقل می‌باشد. مطابق با پژوهش [پورحیدری و حسین‌پور \(۱۳۹۱\)](#)، برای اندازه‌گیری این متغیر از نمره افشای داوطلبانه اطلاعات استفاده شد. برای محاسبه افشای داوطلبانه اطلاعات در هر شرکت، ابتدا فهرستی از موارد افشای داوطلبانه، موارد افشای اختیاری در صورت‌های مالی و سایر ارزش‌های شرکت‌های داخلی و خارجی تهیه گردید. به‌طور کلی، شاخص افشای داوطلبانه اطلاعات مطابق [رابطه \(۴\)](#) محاسبه شده است:

$$Dis_{it} = 100 \times \frac{\sum_{i=1}^n d_i}{n} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در [رابطه \(۴\)](#)، داریم:

Dis_{it} : نمره افشای داوطلبانه اطلاعات؛

d_i : اگر مورد بررسی شده، افشاء شده باشد معادل ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته

می‌شود؛

n : تعداد موارد مورد بررسی شده که معادل ۶۰ تا می‌باشد.

متغیر تعدیلگر: منظور از عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، بی‌ثباتی است که در اثر تغییر سیاست‌های اقتصادی دولت به وجود می‌آید. این بی‌ثباتی غالباً توسط ضریب پراکندگی شاخص‌های اقتصادی [هیبتی و همکاران \(۱۳۹۵\)](#)، از شاخص‌هایی بدین شرح استفاده نمودند؛ تولید ناخالص ملی، تولید صنعتی و سری‌های زمانی مرتبط با آن، انرژی، شاخص‌های قیمت، متغیرهای پولی و اعتباری، متغیرهای مالی دولت، نرخ ارز و تجارت خارجی و همچنین بازار سهام سنجیده می‌شود. برای برآورد عدم‌اطمینانی برخی متغیرهای کلیدی در اقتصاد کلان از روش واریانس شرطی در رویکرد الگوهای سری زمانی استفاده می‌شود. مدل رگرسیونی پیش‌بینی‌کننده سری زمانی مطابق [رابطه \(۵\)](#) می‌باشد:

$$y_{j,t+1} = \phi_{y,j}(L)y_{j,t} + \gamma_{F,j}(L)\hat{F}_t + \gamma_{w,j}(L)W_t + \sigma_{j,t+1} + \varepsilon_{j,t+1} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در [رابطه \(۵\)](#)، داریم:

$y_{j,t+1}$: جملات توضیح‌دهنده خود رگرسیون برداری برای عامل j و دوره $t + 1$.

$\gamma_{F,j}(L)\hat{F}_t$ و $\gamma_{w,j}(L)W_t$: عوامل پیش‌بینی‌کننده‌ای برای عامل j و دوره t .

W_t از مربع عامل از \hat{F}_t و عامل‌های موجود در مجذور داده‌ها، X_{it}^2 تشکیل می‌شود. این جملات مربع در W_t برای احاطه اثرات احتمالی غیرخطی و هر اثری که نوسان شرطی ممکن است روی تابع میانگین شرطی داشته باشد، به کار می‌روند (هییتی و همکاران، ۱۳۹۵).

ب) متغیرهای کنترلی

۱. نوسان بازده سهام (SDR): انحراف معیار ماهیانه بازده سهام.
۲. حجم معاملات (TV): لگاریتم حجم ریالی معاملات سهام.
۳. ارزش بازار شرکت (MV): لگاریتم ارزش ریالی سهام (ارزش ریالی سهام یک شرکت از حاصل - ضرب تعداد سهام آن شرکت در ارزش بازار یا جاری یک سهم به دست می‌آید).
۴. قیمت سهام (SP): برای لگاریتم ارزش ریالی قیمت سهام.
۵. بازده سهام (RE): بازده سهام طی دوره.
۶. ارزش بازار به دفتری (MB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام.
۷. بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها استفاده شد.
۸. اهرم مالی (Lev): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.
۹. مالکیت نهادی (IOW): درصد سهام در اختیار سهام‌داران نهادی.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

اطلاعات توصیفی متغیرهای کمی وابسته، مستقل، تعدیلگر و کنترلی نمونه نهایی در جدول (۱) نشان داده شده است. در این قسمت، میانگین، میانه، حداقل، حداکثر، و انحراف معیار ۱۳۸۰ مشاهده محاسبه شده است. همان‌طور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، حجم معاملات با مقدار ۱۷/۵۶۸۳ دارای بالاترین میانگین و بازده سهام با مقدار ۰/۰۲۷۰ دارای کمترین میانگین می‌باشد. همچنین حجم معاملات با مقدار ۲/۳۲۱۳ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری بیشتری برخوردار است که نشان‌دهنده این موضوع است که حجم معاملات اکثر شرکت‌ها از میانگین، فاصله زیادی دارد و عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی با مقدار ۰/۰۲۸۷ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است. طبق نتایج میزان میانگین حجم معاملات، ۱۷/۵۶۸۳ می‌باشد که بدان معناست که به طور متوسط حجم معاملات حدود ۱۷ می‌باشند. بیشترین چولگی مربوط به متغیر اهرم مالی با مقدار ۱/۸۶۱۶ و کمترین چولگی مربوط به متغیر حجم معاملات با مقدار ۰/۲۷۲۵- می‌باشد و بیشترین مقدار کشیدگی مربوط به اهرم مالی مقدار ۱۲/۸۷۲۹ و کمترین مقدار کشیدگی مربوط به متغیر مالکیت نهادی با مقدار ۱/۴۵۵۰- می‌باشد.

جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای کمی الگوی پژوهش

Table (1) Descriptive statistics of quantitative variables of research model

متغیرها	میانگین	میان‌ه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی	کمترین	بیشترین
عدم تقارن اطلاعاتی	۲/۶۲۵۶	۲/۷۲۰۰	۱/۳۱۲۱	۰/۷۷۱۹	۹/۰۰۲۳	۰/۰۲۰۰	۱۶/۹۰۰۰
افشای داوطلبانه اطلاعات	۰/۴۷۱۷	۰/۴۷۰۰	۰/۰۷۴۶	-۰/۴۲۸	-۰/۴۱۱۲	۰/۲۸۰۰	۰/۶۸۰۰
عدم اطمینانی	۰/۰۲۸۳	۰/۰۱۶۲	۰/۰۲۸۷	۱/۴۸۸۷	۱/۲۷۹۸	۰/۰۰۲۳	۰/۱۰۰۹
سیاست‌های اقتصادی	۰/۱۳۵۷	۰/۱۲۰۰	۰/۰۸۲۵	۱/۸۱۱۶	۸/۲۷۱۷	۰/۰۱۰۰	۰/۹۱۰۰
نوسان بازده سهام	۱۷/۵۶۸۳	۱۷/۵۹۰۰	۲/۳۲۱۳	-۰/۷۲۵	۰/۴۰۵۸	۸/۷۰۰۰	۲۳/۹۹۰۰
حجم معاملات	۱۳/۸۳۵۳	۱۳/۷۳۰۰	۱/۷۲۷۲	۰/۳۷۴۰	۰/۶۴۱۳	۶/۶۰۰۰	۱۹/۵۲۰۰
ارزش بازار شرکت	۸/۲۶۰۰	۸/۲۱۵۰	۰/۸۷۷۴	۰/۲۵۶۸	-۰/۴۲۰۹	۶/۱۹۰۰	۱۱/۰۱۰۰
قیمت سهام	۰/۰۲۷۰	۰/۰۲۰۰	۰/۰۴۹۶	۱/۷۴۵۱	۱۱/۰۷۵۸	-۰/۰۰۰۰	۰/۵۶۰۰
بازده سهام	۲/۱۸۷۱	۲/۰۰۰۰	۱/۳۷۸۰	۰/۰۷۵۹	۱/۰۵۰۳	-۳/۰۰۰۰	۶/۲۱۰۰
ارزش بازار به دفتری	۰/۱۱۰۴	۰/۱۰۰۰	۰/۱۳۶۰	۰/۱۶۲۲	۲/۷۹۶۴	-۰/۱۰۰۰	۰/۶۳۰۰
بازده دارایی‌ها	۰/۵۹۸۳	۰/۶۰۰۰	۰/۲۲۹۵	۱/۸۶۱۶	۱۲/۸۷۲۹	۰/۰۶۰۰	۲/۶۳۰۰
اهرم مالی	۰/۴۴۵۰	۰/۴۳۰۰	۰/۳۳۱۳	۰/۰۵۳۴	-۱/۴۵۵۰	۰/۰۰۰۰	۰/۹۹۰۰
مالکیت نهادی							

یکی از فرض‌های اولیه الگوهای رگرسیون چندمتغیره، عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی (مستقل) است. باتوجه به این که همبستگی بین متغیرهای توضیحی در هیچ موردی بیشتر از ۰/۸ نبود؛ بنابراین مشکل هم‌خطی بین این متغیرها وجود ندارد. به‌منظور سنجش نرمال بودن خطای پسماند، از آزمون جارکیو-برا استفاده شده است. در صورتی که پسماندها به‌صورت نرمال توزیع شده باشد، آماره آزمون مزبور معنادار نخواهد بود. بر اساس نتایج این آزمون نرمال بودن جمله خطا آزمون شد و مورد تأیید قرار گرفت. بر اساس آزمون بروش-پاگان ۱، خودهمبستگی بین جملات خطا آزمون شد و مشخص گردید که عدم وجود خودهمبستگی تأیید می‌شود. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس نشان داد که مقدار معناداری این آزمون برابر با ۰/۰۰۰۰ است و لذا مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

قبل از برآورد مدل باید داده‌ها مورد تحلیل قرار گیرد. از مهم‌ترین این تحلیل‌ها، بررسی مانایی متغیرهای مورد بررسی است. برای تعیین مانایی از آزمون ریشه واحد و آزمون هادری استفاده شده است. فرضیه‌های مربوط به مانایی متغیرها به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0: \text{متغیر ناماناست} \\ H_1: \text{متغیر ماناست} \end{cases}$$

جدول (۲) نتایج آزمون مانایی متغیرها

Table (2) Results of unit root test

نتیجه	احتمال	آماره	متغیر
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۹/۱۵۶۰	عدم تقارن اطلاعاتی
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۵/۰۶۴۷	افشای داوطلبانه اطلاعات
مانا	۰/۰۰۰۰	۲۸/۱۶۴۹	عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی
مانا	۰/۰۰۰۰	۲۱/۰۹۳۴	ضرب عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی در افشای داوطلبانه
مانا	۰/۰۰۰۰	۸/۴۰۰۰	نوسان بازده سهام
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۸/۷۴۶۵	حجم معاملات
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۸/۹۵۳۵	ارزش بازار شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۰/۹۲۳۵	قیمت سهام
مانا	۰/۰۰۰۰	۶/۸۲۴۹	بازده سهام
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۰/۹۱۴۸	ارزش بازار به دفتری
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۱/۰۲۷۱	بازده دارایی‌ها
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۴/۹۲۱۴	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰۰	۱۴/۶۸۹۹	مالکیت نهادی

همان‌طور که ملاحظه می‌شود در **جدول (۲)** کلیه متغیرهای پژوهش در آزمون ریشه واحد دارای مقدار سطح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند و نشان می‌دهد که از مرتبه صفر و در سطح مانا هستند.

آزمون فرضیه اول

قبل از برآورد مدل رگرسیونی و آزمون فرضیه، باید بررسی گردد که چه مدل رگرسیونی مناسب آزمون فرضیه است. جهت تعیین استفاده از یکی از روش‌های مدل داده‌های تلفیقی یا مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی، از دو آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شد. نتایج آزمون لیمر F و هاسمن برای مدل اول نشان می‌دهد که معنی‌داری آزمون F لیمر، کمتر از ۵ درصد است، لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود و همچنین معنی‌داری آزمون هاسمن کمتر از

نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی ۴۵

۵ درصد است؛ لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدل اثرات ثابت جهت برازش مدل رگرسیونی مورد استفاده قرار گیرد. به منظور بررسی آزمون فرضیه‌ها، نخست به پیش شرط‌های برازش مدل پرداخته می‌شود. نتایج مندرج در جدول (۳) نشان می‌دهد مقدار معناداری آماره F ، $0/000$ بوده و حاکی از برازش مناسب مدل و معنی‌داری کل رگرسیون می‌باشد. برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 و H_1 به صورت زیر تعریف می‌شوند:

H_0 : تمام ضرایب معادله رگرسیونی برابر با صفر است.

H_1 : تمامی ضرایب به طور هم‌زمان برابر صفر نیستند.

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده $0/6622$ درصد بوده و به عبارتی، حدود ۶۶ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شوند.

برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خودهمبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی، از آزمون دوربین-واتسون استفاده گردید. مقدار دوربین-واتسون برآورد شده در جدول (۳) برابر با $1/7042$ است و از آنجا که مقدار محاسبه شده در فاصله بین $1/5$ تا $2/5$ قرار ندارد؛ بنابراین بین باقی‌مانده‌ها خودهمبستگی نوع اول وجود ندارد.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه اول (متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی)

Table (3) The results of the first Hypotheses test

$IVi, t = -10/17 - 0/564 \times Dis + 1/348 \times SDR - 0/469 \times TV + 0/202 \times MV + 0/184 \times SP - 2/44 \times RE - 0/042 \times MB - 0/938 \times ROA + 0/292 \times Lev - 0/283 \times IOW$				
مدل آزمون فرضیه‌ها:				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-۱۰/۱۷۶۳	۰/۶۲۱۹	-۱۶/۳۶۳۲	۰/۰۰۰۰*
افشای داوطلبانه اطلاعات	-۰/۵۶۴۸	۰/۱۸۸۴	-۲/۹۹۷۰	۰/۰۰۰۰*
نوسان بازده سهام	۱/۳۴۸۰	۰/۳۶۵۸	۳/۶۸۴۷	۰/۰۰۰۲*
حجم معاملات	۰/۴۶۹۰	۰/۰۱۷۸	۲۶/۳۳۴	۰/۰۰۰۰*
ارزش بازار شرکت	۰/۲۰۲۴	۰/۰۳۷۳	۵/۴۲۲۶	۰/۰۰۰۰*
قیمت سهام	۰/۱۸۴۳	۰/۰۵۱۷	۳/۵۶۴۶	۰/۰۰۰۴*
بازده سهام	-۲/۴۲۲۹	۰/۵۵۹۸	-۴/۳۶۳۷	۰/۰۰۰۰*
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۴۲۰	۰/۰۲۴۹	-۱/۶۸۴۴	۰/۰۹۲۳
بازده دارایی‌ها	-۰/۹۳۸۷	۰/۳۱۱۹	-۳/۰۰۹۷	۰/۰۰۰۲۷*
اهرم مالی	۰/۲۹۲۵	۰/۱۹۶۲	۱/۴۹۰۶	۰/۱۳۶۳
مالکیت نهادی	-۰/۲۸۳۷	۰/۱۳۶۴	-۲/۰۷۹۳	۰/۰۳۷۸*

۱۹/۳۹۳۴	آماره F
۰/۰۰۰۰	معناداری آماره F
۰/۶۹۸۲	ضریب تعیین
۰/۶۶۲۲	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۷۰۴۲	آماره دوربین-واتسون

* معنی‌دار در سطح ۵ درصد می‌باشد.

براین اساس نتیجه‌گیری می‌شود که مقدار تمامی متغیرها به‌غیر از متغیر کنترلی اهرم مالی، معنادار است. ضریب برآوردی متغیر مستقل افشای داوطلبانه اطلاعات در **جدول (۳)** نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار بین شاخص افشای داوطلبانه اطلاعات و شاخص عدم تقارن اطلاعاتی در سطح خطای ۵ درصد است؛ زیرا میزان سطح معناداری محاسبه شده برای ضریب این متغیر، کمتر از ۵ درصد به‌دست آمده می‌باشد؛ لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون لیمر F و هاسمن برای مدل دوم نشان می‌دهد که معنی‌داری آزمون F لیمر، کمتر از ۵ درصد است، لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود و همچنین معنی‌داری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است؛ لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدل اثرات ثابت جهت برازش مدل رگرسیونی مورد استفاده قرار گیرد.

به‌منظور بررسی آزمون فرضیه‌ها، نخست به پیش‌شرط‌های برازش مدل پرداخته می‌شود. نتایج مندرج در **جدول (۴)** نشان می‌دهد مقدار معناداری آماره F، $0/000$ بوده و حاکی از برازش مناسب مدل و معنی‌داری کل رگرسیون می‌باشد. برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 و H_1 به‌صورت زیر تعریف می‌شوند:

H_0 : تمام ضرایب معادله رگرسیونی برابر با صفر است.

H_1 : تمامی ضرایب به‌طور هم‌زمان برابر صفر نیستند.

مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر $0/۶۷۹۳$ درصد بوده و به عبارتی، حدود ۶۸ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی تبیین می‌شوند.

نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی ۴۷

برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خودهمبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی، از آزمون دوربین-واتسون استفاده گردید. مقدار دوربین-واتسون برآورد شده در جدول (۴) برابر با ۱/۷۵۰۱ است و از آنجا که مقدار محاسبه شده در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار ندارد؛ بنابراین بین باقی‌مانده‌ها خودهمبستگی نوع اول وجود ندارد.

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه دوم (متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی)

Table (6) The results of the second Hypotheses test

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-۷/۷۸۵۹	۰/۶۸۵۴	-۱۱/۳۵۸۹	۰/۰۰۰۰*
افشای داوطلبانه اطلاعات	-۰/۸۲۱۵	۰/۴۵۰۷	-۱/۸۲۲۷	۰/۰۰۰۰*
عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی	-۴/۲۱۵۲	۲/۳۲۶۷	-۱/۸۱۱۶	۰/۰۰۰۰*
حاصل ضرب عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در افشای داوطلبانه	-۶/۳۸۳۰	۳/۲۲۲۴	-۱/۹۸۰۹	۰/۰۰۰۳*
نوسان بازده سهام	۱/۶۳۱۲	۰/۳۵۸۲	۴/۵۵۳۶	۰/۰۰۰۰*
حجم معاملات	۰/۴۲۹۰	۰/۰۱۸۰	۲۳/۷۶۹۳	۰/۰۰۰۰*
ارزش بازار شرکت	۰/۱۰۹۶	۰/۰۳۸۱	۲/۸۷۱۳	۰/۰۰۴۲*
قیمت سهام	۰/۱۳۷۱	۰/۰۵۰۷	۲/۷۰۴۲	۰/۰۰۶۹*
بازده سهام	-۱/۲۹۱۹	۰/۵۶۳۹	-۲/۲۹۰۷	۰/۰۲۲۱*
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۲۷۷	۰/۰۲۴۳	-۱/۱۳۷۱	۰/۲۵۵۷
بازده دارایی‌ها	-۰/۶۵۹۳	۰/۳۰۶۵	-۲/۱۵۰۸	۰/۰۳۱۷*
اهرم مالی	۰/۱۹۹۲	۰/۱۹۱۵	۱/۰۴۰۳	۰/۲۹۸۴
مالکیت نهادی	-۰/۲۸۹۹	۰/۱۳۳۰	-۲/۱۹۷۱	۰/۰۲۹۵*
آماره F		۲۰/۶۰۶۹		
معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین		۰/۷۱۳۹		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۷۹۳		
آماره دوربین-واتسون		۱/۷۵۰۱		

* معنی‌دار در سطح ۵ درصد می‌باشد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل افشای داوطلبانه اطلاعات در **جدول (۴)** نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین شاخص افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در سطح خطای ۵ درصد است؛ زیرا میزان سطح معناداری محاسبه شده برای ضریب این متغیر، کمتر از ۵ درصد به دست آمده است؛ بنابراین می‌توان گفت بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری وجود دارد. همچنین ضریب برآوردی متغیر تعدیلگر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در شاخص افشای داوطلبانه اطلاعات نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار میان این متغیر و عدم تقارن اطلاعاتی در سطح خطای ۵ درصد است؛ زیرا میزان سطح معناداری محاسبه شده برای ضریب این متغیر، کمتر از ۵ درصد به دست آمده است؛ لذا فرض H_1 تأیید و فرض H_0 رد می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی اثر افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد را تعدیل می‌کند و فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

یکی از مهم‌ترین چالش‌های اقتصادی، تخصیص بهینه پس‌اندازها در فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در این بین عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی منجر به آشفتگی در عملکرد بازار سرمایه می‌شود. با افزایش سطح افشای داوطلبانه تخصیص اثربخش سرمایه میسر می‌شود. این پژوهش به بررسی نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی برای بهینه‌سازی انتخاب سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از طریق بررسی نظریه عدم تقارن اطلاعاتی پرداخت. شناسایی این موضوع با اهمیت به پژوهش‌گران در درک نقش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر این رابطه کمک می‌نماید. در این پژوهش در درجه اول به بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته شد. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از این بود که بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به این ترتیب که هر چه به سطح افشای داوطلبانه اطلاعات در شرکت‌ها توجه بیشتری شود، این موضوع باعث کاهش هر چه بیشتر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها می‌شود. با توجه به مبانی نظری و تجربی موجود، می‌توان عنوان نمود، چنانچه اطلاعات داوطلبانه بیشتری افشا شود، عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نیز کاهش می‌یابد. پژوهش‌ها نشان داده‌اند که افشای داوطلبانه اطلاعات مدیریتی، به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد و همچنین ادبیات موجود شواهد روشنی را در این زمینه نشان داده‌اند. افشای داوطلبانه اطلاعات مدیریتی می‌تواند دستیابی به اطلاعات محرمانه را کاهش دهد، همچنین افشای با کیفیت رقابت میان مبادله‌گران آگاه را قبل از افشای داوطلبانه

اطلاعات افزایش می‌دهد، که موجب می‌شود اطلاعات خصوصی بیشتری در قیمت‌ها منعکس شود و در نتیجه عدم اطمینان میان مبادله‌گران آگاه و مبادله‌گران ناآگاه را کاهش می‌دهد؛ بنابراین گزارشگری مالی می‌تواند از طریق افشا داوطلبانه اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش و کارایی قیمت‌ها را بهبود بخشد. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش **مارتینز-فررو و همکاران (۲۰۱۵)** که منجر به کشف رابطه علی و معکوس دوطرفه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی شد، موافق می‌باشد. **مارتینز-فررو و همکاران (۲۰۱۵)**، در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها، باید سطح افشای داوطلبانه اطلاعات افزایش یابد. همچنین نتایج این پژوهش مخالف با نتایج پژوهش **شین و اوه (۲۰۱۷)** می‌باشد. **شین و اوه (۲۰۱۷)** در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

در ادامه به بررسی نتیجه تأثیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته می‌شود. نتایج پژوهش حاضر نشان داد که عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی باعث تضعیف ارتباط منفی بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. نتایج موافق با نتایج پژوهش **بیسواس (۲۰۱۹)** می‌باشد. **بیسواس (۲۰۱۹)**، در پژوهشی به این نتیجه رسید که مشارکت در عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در تقویت عدم تقارن اطلاعات، و توانایی تحلیل‌گران برای پیش‌بینی که منجر به تشدید خطاهای پیش‌بینی می‌شود، مؤثر می‌باشد، یعنی هر چه عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی افزایش یابد، این موضوع باعث کاهش افشای داوطلبانه اطلاعات توسط شرکت‌ها و در نتیجه افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود؛ در نتیجه می‌توان گفت که عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی می‌تواند بر فعالیت‌های مالی، عملکرد و رشد شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. همچنین نتیجه کلی به دست آمده از این فرضیه در مقایسه با نتیجه به دست آمده از **ناگار و همکاران (۲۰۱۹)** همسو نمی‌باشد. **ناگار و همکاران (۲۰۱۹)**، در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که مدیران به این نااطمینانی به‌وسیله افزایش افشای داوطلبانه اطلاعات پاسخ می‌دهند، اما این افشاها تنها تا حدی افزایش اختلاف قیمت خریدوفروش را کاهش می‌دهد. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این موضوع است که عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بخش مهمی از محیط‌های اطلاعاتی شرکت‌ها و تصمیم‌های افشای اختیاری مدیران می‌باشد.

عدم تقارن اطلاعاتی، امروزه یکی از رایج‌ترین مباحث در محافل علمی و حرفه‌ای دنیا است و تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در پی یافتن راهکارهای علمی و عملی برای کاهش آن هستند؛ لذا پژوهش‌هایی که بتواند در این جهت ارتباط بین متغیرها و تأثیرهای آن‌ها را بررسی کند، می‌تواند راه-

گشای مشکل‌های موجود در راه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران گردد. نتایج پژوهش نشان داد که افشای داوطلبانه اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر منفی دارد؛ لذا به سازمان بورس اوراق بهادار تهران، و مدیران اجرای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران پیشنهاد می‌شود که به موضوع افشای داوطلبانه اطلاعات توجه بیشتری نمایند. همچنین باتوجه‌به یافته‌های این پژوهش به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به این موضوع مهم توجه ویژه‌ای داشته باشند. از طرفی باتوجه‌به تأثیرگذاری عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی، به‌عنوان یکی از موضوع‌های مهم، در نهایت به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و همین‌طور مدیران پیشنهاد می‌شود، در راستای ارزیابی وضعیت مالی شرکت و انجام پیش‌بینی‌های لازم جهت اخذ تصمیم‌های مناسب و منطقی در جهت سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها به مقوله میزان عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی توجه نمایند. باتوجه‌به اهمیت عدم تقارن اطلاعاتی به سایر پژوهشگران پیشنهاد می‌شود به بررسی همین موضوع در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی و فاقد مالکیت دولتی بپردازند، چرا که در شرکت‌های دولتی ممکن است، به دلیل حمایت‌های بیشتر، این شرکت‌ها کمتر تحت تأثیر عدم اطمینانی سیاست‌های اقتصادی قرار گیرند.

۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۷- منابع

- باقرزاده آذر، فاطمه، محسنی زنوزی، سید جمال الدین، منصورفر، غلامرضا. (۱۳۹۹). رابطه غیرخطی نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی دولت و رشد اقتصادی ایران با تأکید بر توسعه بازارهای مالی در قالب مدل نوین GAS. *فصلنامه علمی نظریه‌های کاربردی اقتصاد*، ۷(۲)، ۱۲۸-۱۰۳.
- پورحیدری، امید؛ حسین پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکتها. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۲(۵)، ۲۸-۹.
- خواجهی، شکراله؛ عزیزاده طلاتپه، وحید. (۱۳۹۲). بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱(۴۲)، ۸۹-۱۱۴.
- عامری، حسین؛ کامیابی، بیحی؛ ملکیان کله‌بستی، اسفندیار. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۲)، ۴۹-۶۵.

قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۸)، ۱۳۱-۱۴۹.

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

هیبیتی، رضا؛ شجری، هوشنگ؛ صمدی، سعید. (۱۳۹۵). اندازه‌گیری نااطمینانی در اقتصاد کلان. *فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی*، ۹(۲۸)، ۲۵۰-۲۳۳.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Ameri, H., Kamyabi, Y., Malekian Kallebasti, E. (2021). Investigating the Impact of Information Voluntary Disclosure on the Relationship between Tax Aggressiveness and Information Asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(2), 49-65.

Andrei, D., Friedman, H. L., & Ozel, N. B. (2018). The Impact of Business and Economics News on Investor Attention. *SSRN Electronic Journal*.

Aydin, M., Pata, U. K., & Inal, V. (2021). Economic policy uncertainty and stock prices in BRIC countries: evidence from asymmetric frequency domain causality approach. *Applied Economic Analysis, ahead-of-print(ahead-of-print)*.

Bagherzadeh Azar, F., Mohseni Zonouzi, S., Mansourfar, G. (2020). The Nonlinear Relationship Between the Uncertainty of Government Economic Policies and Economic Growth of Iran with Emphasis on the Development of Financial Markets in a Novel Gas Model Framework. *Quarterly Journal of Applied Theories of Economics*, 7(2), 103-128. [In Persian]

Biswas, R. (2019). Does Economic Policy Uncertainty Affect Analyst Forecast Accuracy? *SSRN Electronic Journal*.

Ghorbani, S., Adili, M. (2012). Firm Value, Cash Holdings and Information Asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(8), 131-149. [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.

Heibati, R., Shajari, H., Samadi, S (2017). Measuring Uncertainty in Macroeconomics. *Journal of Monetary-Banking Research*, 9(28), 223-250. [In Persian]

Huynh, T. L. D., Wu, J., & Duong, A. T. (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *The Journal of Economic Asymmetries*, 21, e00147.

- Kanapickiene, R., Keliuotyte-Staniuleniene, G., & Teresiene, D. (2021). Disclosure of Non-Current Tangible Assets Information in Private Sector Entities Financial Statements: The Case of Lithuania. *Economies*, 9(2), 78.
- Khajavi, S., Alizadeh Tolanpe, v. (2013). Investigating the Impacts of Voluntary Disclosure Level on the Information Asymmetry of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(42), 89-114. [In Persian]
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221–247.
- Loni, S., Abbasian, E., Haji, G. (2021). The Effect of Economic Policy Uncertainty on Corporate Investment: Evidence from Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 23(2), 249-268. [In Persian]
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I.-M. (2015). The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319–332.
- 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.
- Pourheidari, O., Hosenpor, H. (2013). Investigating the relationship between mandatory and voluntary disclosure with the value of companies' shares. *Journal of financial management perspective*, 2(5), 9–28. [In Persian]
- Shin, H., & Oh, H. (2017). The Effect Of Accruals Quality On The Association Between Voluntary Disclosure And Information Asymmetry In Korea. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 33(1), 223–236.
- Škrinjarić, T., & Orlović, Z. (2020). Economic Policy Uncertainty and Stock Market Spillovers: Case of Selected CEE Markets. *Mathematics*, 8(7), 1077.
- Venkatesh, P. C., & Chiang, R. (1986). Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089–1102.

COPYRIGHTS

© 2022 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfarayen 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/>).

