



تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی با در نظر گرفتن اثر تعاملی راهبرد تدافعی

سمیرا براتی منش^۱
مسعود فولادی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۱۶

چکیده

توانایی تسهیل و ارتقای فرآیندهای اقتصادی، مدیریت ریسک‌ها و خنثی نمودن شوک‌ها را پایداری مالی گویند. پژوهشگران تاکنون تأثیر عوامل مختلفی مانند حقوق صاحبان سهام، جمع کل دارایی‌ها، سود خالص، تأمین مالی و غیره را که اکثر از عوامل درون شرکتی هستند بر پایداری مالی بررسی نموده‌اند. اما در این میان ریسک مهم برون‌سازمانی دیگری که غالباً از عدم ثبات و عدم جامع و کامل بودن قوانین اقتصادی تصویب شده از جانب دولت‌ها نشأت می‌گیرد و می‌تواند عملکرد تولید و پایداری مالی شرکت‌ها را تحت‌الشعاع قرار دهد؛ و تاکنون مورد توجه پژوهشگران ایرانی قرار نگرفته است، مبحث عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی دولت و راهبرد شرکت‌ها برای رویارویی با چنین شرایطی است. بنابراین، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی با در نظر گرفتن اثر تعاملی راهبرد تدافعی است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی-همبستگی است. پژوهشگر با استفاده از داده‌های ترکیبی ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ و به کمک رگرسیون خطی چندگانه دریافت که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد اتخاذ راهبرد تدافعی کسب و کار از جانب شرکت‌ها باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد.

واژه‌های کلیدی: پایداری مالی، عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی دولت، راهبرد کسب‌وکار، راهبرد تدافعی

^۱ گروه حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان (شاهین شهر)، ایران. Samira161373@gmail.com

^۲ گروه حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان (شاهین شهر)، ایران. (نویسنده مسؤل) Foladim57@iaua.ac.ir

۱- مقدمه

امروزه رقابت در بازار به شکل قابل‌ملاحظه‌ای در حال افزایش است و سرعت تغییرات، کسب‌وکار و بنگاه‌های اقتصادی را تحت فشار بی‌سابقه‌ای قرار داده که نه تنها به دنبال کسب موفقیت و پایداری مالی در حیطه فعالیت خود باشند، بلکه به دنبال حفظ آن در آینده نیز باشند (الشهی و همکاران، ۲۰۱۸). پژوهشگران متعددی مانند وو و همکاران (۲۰۲۱)؛ شی و همکاران (۲۰۲۰) و اقبال و همکاران (۲۰۱۹) اذعان داشته‌اند که پایداری مالی در حال حاضر به موضوعی داغ و علت عمده نگرانی در سراسر جهان تبدیل گشته و توجه شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران به سمت ضرورت پایداری مالی جذب شده است (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

در دنیای امروز آنچه شرکت‌ها را از چند دهه قبل متمایز می‌نماید، محیط ناپایدار و رقابت روزافزون شرکت‌ها با شرکت‌های رقیب چه در سطح داخلی و چه در سطح بین‌المللی است. از طرفی، با توجه به هدف غائی هر سرمایه‌گذار و بنگاه اقتصادی از به جریان انداختن سرمایه خود، که همانا کسب حداکثر سود و بازدهی از آن می‌باشد، اهمیت بحث عملکرد مالی واحد اقتصادی و مهم‌تر از آن پایداری این سود و عملکرد مالی مطلوب، بیش از پیش برای سرمایه‌گذاران و به تبع آن مدیران واحدهای اقتصادی روشن‌تر شده است (اونگساکول و همکاران، ۲۰۲۱).

واحدهای تولیدی و اقتصادی فعال در صنایع کشور، زمانی پایدار هستند که اعتماد زیادی به آن‌ها وجود داشته باشد، طوری که این مؤسسات بتوانند بدون مشکل و بدون دریافت تامین مالی و کمک خارجی، تعهدات و وظایف اصلی خود را انجام دهند. پایداری مالی در سطح واحد اقتصادی به وضعیتی گفته می‌شود که بحران‌های مالی سیستماتیک در سطح شرکت، بحران در شرایط اقتصادی کلان و عدم ثبات و نا اطمینانی در سیاست‌های اقتصادی دولت، سودآوری و روند تولید ثروت در واحد اقتصادی را تهدید ننماید (کانگ و همکاران، ۲۰۱۵).

شرکت‌ها در محیطی فعالیت می‌نمایند که سیاست‌های اقتصادی کلان از جانب دولت‌ها به صورت مداوم در حال تغییر است. دولت‌ها مجبورند به طور مداوم قوانین اقتصادی و مالیاتی را برحسب شرایط سیاسی و اقتصادی حاکم بر فضای داخلی و بین‌المللی، تعدیل یا تغییر دهند (ون و همکاران، ۲۰۲۰). عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی چه در سطح دولت خاص و چه در سطح بین‌المللی می‌تواند عملکرد و ثبات مالی شرکت‌ها را تحت اشعاع قرار دهد. به عنوان مثال در سطح داخلی، هنگامی که واحدهای اقتصادی به دلیل افزایش سطح نقدینگی کشور و به تبع آن افزایش تورم دچار سردرگمی در مواضع و تصمیمات خود در همه زمینه‌ها از جمله میزان ذخیره وجوه نقد، تهیه مواد اولیه، میزان تولید محصول و سیاست‌های سرمایه‌گذاری میشوند، ریسک تصمیم‌ها و سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها به شدت بالا رفته و این شرایط به طور مستقیم و غیرمستقیم بر عملکرد و ثبات مالی واحد اقتصادی تأثیر می‌گذارد. از طرفی، عدم قطعیت در سطح قوانین و سیاست‌های اقتصادی بین‌المللی مانند تحریم‌ها، تهدیدات نظامی، افزایش یا کاهش تعرفه بر ورود کالاها از جانب کشورهای مقصد و غیره سبب میشود تا شرکت‌ها در صادرات و عملکرد خود با اختلال مواجه شوند و تبعات خسارت باری مانند کاهش حجم فروش، سودآوری،



عملکرد مالی ضعیف و عدم پایداری مالی را تجربه نمایند (دیویس و همکاران، ۲۰۱۹). پژوهش‌های اخیر در حسابداری مدیریت توجه بیشتری را به رویکردهای راهبردی که مبتنی بر شناخت، اندازه‌گیری و مدیریت محرک‌های کلیدی ایجاد ارزش برای سهامداران است، مبدول داشته‌اند. به نظر می‌رسد عاملی که می‌تواند به‌عنوان عنصر تعدیلگر، اثرات منفی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر عملکرد مطلوب و پایداری مالی واحدهای تولیدی و اقتصادی را کاهش دهد، نوع دیدگاه و راهبرد انتخابی مدیران و شرکت‌ها در مواجهه با شرایط نا اطمینانی است. عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی نه تنها بر رشد پایدار مالی یک واحد تولیدی و اقتصادی تأثیر می‌گذارد، بلکه موجودیت آن را نیز تهدید می‌کند. بنابراین، راهبرد کسب‌وکار در برابر چنین عدم قطعیت‌هایی می‌تواند نقش مهمی بر رشد مالی پایدار شرکت‌ها ایفا نماید. تصمیم به سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری به استراتژی سرمایه‌گذاری اتخاذ شده توسط شرکت‌ها بستگی دارد. شرکت‌ها پس از تجزیه و تحلیل منابع و محیط عملیاتی راهبردهای خود را تدوین می‌نمایند (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

باتوجه به موارد با اهمیت ذکر شده در فوق و تحریم‌های روزافزونی که از جانب ایالات متحده آمریکا بر کشور ایران و به تبع آن ناپایداری سیاست‌های اقتصادی کلان کشور و در نهایت آثار جبران‌ناپذیری مانند کاهش تولید، عدم رقابت‌پذیری، عدم صادرات محصول، کاهش سودآوری و عدم ثبات و پایداری مالی برای شرکت‌های تولیدی فعال در اقتصاد کشور ایران داشته است، این پژوهش به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته است و از طرفی تأثیر برگزیدن راهبردی تدافعی بر تعدیل شرایط نابسامان و عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت جهت دستیابی به عملکرد مالی مطلوب و پایدار را مورد بررسی قرار داده است.

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- پایداری مالی

مفهوم پایداری مالی نزدیک به دو دهه است که در مبانی نظری اقتصادی وارد شده است. برخی از محققان نظیر بوریو (۲۰۰۶) پایداری مالی را عدم وجود بحران‌های مالی بیان کرده و از دیدگاه کلان، محدود ساختن خطرات ناشی از زیان واقعی در گستره سیستم مالی تعریف می‌کند. باوجود اهمیت بحث پایداری مالی، تعریف واحد و پذیرفته شده‌ای در مورد پایداری مالی وجود ندارد (هالر و همکاران، ۲۰۱۸). ایده اصلی کمیسیون برونلند (۱۹۸۷) زمینه‌ساز توسعه مفهوم پایداری مالی بود که نشان می‌دهد؛ شرکت‌ها باید از نظر مالی مدیریت شوند تا موفقیت مالی فعلی را بدون به خطر انداختن موفقیت مالی آینده، از جمله موفقیت نسل‌های آینده، تضمین نمایند (گانتر و گانتر، ۲۰۱۷).

در تعریفی دیگر آمده است که پایداری مالی بیانگر شرایطی است که شرکت‌های موجود در یک کشور بتوانند در برابر تکانش وارده مقاومت کنند و عدم توازن‌های مالی را به حداقل برسانند و باعث جلوگیری از ایجاد اختلال



در عملکرد و وظایف نظام مالی شرکت شوند. از طرفی، پایداری مالی به شرایطی گفته می‌شود که دور نمای سیاست مالی شرکت‌ها امکان بازپرداخت بدهی‌های شرکت را فراهم کند (اوزیلی، ۲۰۱۸). از توضیحات فوق در مورد پایداری به‌طور کلی چنین برمی‌آید که شرکت‌های دارای پایداری مالی باید هرکدام دارای ویژگی‌های زیر باشند:

الف: شرکت برای مدت نامحدود تأسیس شده است و مگر اینکه ورشکستگی اتفاق بیفتد. در صورت فعالیت شرکت ارزش مورد انتظار سود خالص به‌صورت واقعی حفظ می‌شود.

ب: احتمال ورشکستگی شرکت در نتیجه وقفه در جریان پرداخت‌ها به سرمایه‌گذار در سطح قابل‌قبولی محدود می‌شود (احتمال ورشکستگی صفر برای سرمایه‌گذار وجود ندارد؛ زیرا هیچ شرکتی نمی‌تواند این الزام را برآورده کند).

پ: نوسانات سود خالص برای سرمایه‌گذار قابل قبول است؛ به این معنا که از دیدگاه سرمایه‌گذار، به‌احتمال فراوان سود خالص حداقلی برآورده می‌شود (گلیبئر و همکاران، ۲۰۲۲).

۲-۲ - عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی

اقدامات دولت در جهت سامان دادن یا تغییر وضعیت اقتصادی کشور از طریق قوانین و راه‌حل‌های مختلف اقتصادی در جهت نیل به اهداف خاص اقتصادی را سیاست اقتصادی می‌نامند. ابزارهای عمده‌ی دولت‌ها برای اعمال سیاست‌های مالی و اقتصادی، متغیرهای بودجه‌ی دولت، کنترل سطح نقدینگی، قوانین مالیاتی، نرخ ارز و سایر ابزارهای اقتصادی می‌باشند که با تغییر دادن مناسب این اهرم‌های سیاستی، دولت می‌تواند عرضه و تقاضای کل در اقتصاد را در توازن نگه دارد تا سطح تولید، قیمت‌ها و اشتغال دچار نوسان نگردد. ثبات در سیاست‌های دولت علی‌الخصوص سیاست‌های اقتصادی برای شاخص‌های کلان اقتصادی بسیار با اهمیت است (کائو و همکاران، ۲۰۲۰). عدم اطمینان سیاست اقتصادی به عدم توانایی شرکت‌ها در بررسی دقیق و در نظر گرفتن چگونگی تغییر سیاست‌های اقتصادی یک کشور یا حوزه خاص در طول فرآیند توسعه، از جمله عدم اطمینان در مورد سیاست‌های مالی، پولی و تجاری اشاره دارد (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶).

۲-۳ - راهبرد کسب و کار و راهبرد تدافعی

چندلر راهبرد را به این شرح تعریف می‌کند: راهبرد تعیین اهداف اساسی و بلندمدت یک سازمان و گزینش اقدامات و تخصیص منابع لازم برای دستیابی به این اهداف است (چندلر، ۱۹۶۲). راهبرد برنامه‌های مقیاس برون و آینده‌نگر برای تعامل با محیط رقابتی به‌منظور بهینه کردن دستیابی به هدف‌های سازمان و به عبارتی برنامه بازی موسسه می‌باشد، که اگرچه همه نیازهای انسانی، مالی و مواد در آینده را به تفصیل بیان نمی‌کند؛ ولی چارچوبی برای تصمیم‌گیری فراهم می‌سازد و آگاهی شرکت درباره نحوه رقابت در برابر کی، چه موقع، کجا و برای چه را نشان



می‌دهد(پیرس و رابینسون؛ خلیلی شورینی، ۱۳۸۰).

سازمان‌هایی که از راهبرد تدافعی پیروی می‌کنند، به دنبال افزایش کارایی فرایندهای کسب‌وکار و در نتیجه حداکثر کردن سود خود هستند. این سازمان‌ها در تلاش برای کسب ثبات و حفظ سهم فعلی خود بوده و تمایلی به حضور در بازارهای جدید و تولید محصول یا خدمات جدید و نوآورانه نشان نمی‌دهند. تدافعی‌ها به‌منظور حصول اطمینان از دستیابی به کارایی موردنظرشان از کنترل متمرکز و فناوری تک‌هسته‌ای و ثابت بهره می‌گیرند(خانلری و کفائی، ۱۳۹۳).

۴-۲- تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی با در نظر گرفتن اثر تعاملی راهبرد تدافعی

بر طبق "نظریه سهامداران" تنها یک هدف و مسئولیت برای شرکت‌ها وجود دارد و آن‌هم استفاده از منابع در دسترس و در عین حال کمیاب در جهت به دست آوردن منافع و افزایش این منافع در چارچوبی معین و یک بازار رقابت آزاد است. بنابراین می‌توان این‌گونه عنوان نمود که هدف اولیه هر شرکتی افزایش ثروت سهامداران است، لذا شرکت‌ها به دنبال انجام فعالیت‌هایی هستند تا بتوانند میزان ثروت سهامداران خود را افزایش دهند اما این روند سودآوری بنگاه اقتصادی در درازمدت باید دارای ویژگی ثبات و پایداری باشد (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

مطابق با تعریف مالی و حسابداری، پایداری مالی شرکت‌ها هنگامی رخ خواهد داد که ریسک‌های ناشی از زیان واقعی در نظام مالی به حداقل برسد. چون که یک نظام پایدار مالی، روشی است که عملکرد اقتصادی و انباشت ثروت را افزایش می‌دهد و همچنین می‌تواند مانع از ایجاد اختلال‌های سوء تأثیر مخرب بر سیستم‌های مالی گردد. به نظر می‌رسد یکی از عواملی که احتمالاً می‌تواند اثر قابل توجهی بر عملکرد مالی، ثبات و پایداری مالی واحدهای اقتصادی داشته باشد، عدم اطمینان نسبت به سیاست‌ها و قوانین اقتصادی وضع شده توسط دولت است (احسن و همکاران، ۲۰۲۱؛ میرزا و احسن، ۲۰۲۰؛ اقبال و همکاران، ۲۰۱۹).

در بسیاری از اوقات سیاست‌های اقتصادی تعیین شده به‌وسیله دولت، از هماهنگی و ثبات درونی لازم برخوردار نیست که نتیجه چنین حالتی سردرگمی فعالین اقتصادی خواهد بود. در چنین حالتی، در هنگام اجرای سیاست‌های اقتصادی، دولت‌ها مجبور می‌شوند مدام اشکالات ناشی از این‌گونه سیاست‌ها را با قوانین اقتصادی جدید جایگزین نمایند که این امر منجر به بی‌ثباتی و عدم اطمینان در سیاست‌های کلان اقتصادی می‌گردد (شن و همکاران، ۲۰۲۱).

بر طبق تعریف گولن و آیون (۲۰۱۶) عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی به‌عنوان وضعیتی تعریف می‌شود که در آن شرایط اقتصادی را نمی‌توان به‌درستی تحلیل و پیش‌بینی نمود و اینکه نمی‌توان تخمین زد که دولت چه زمانی و چگونه به تغییر در سیاست اقتصادی فعلی روی می‌آورد. بنابراین، سیاست‌های اقتصادی نقش مهمی در تعیین عملکرد و رشد شرکت دارند؛ زیرا این سیاست‌ها بر اقتصاد کلان کشور تأثیر می‌گذارند و اقتصاد نیز



شرایط و محیط عملیاتی را برای شرکت‌ها شکل می‌دهد. عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی دولت عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها را افزایش داده و در نتیجه سبب افزایش ریسک شرکت، افزایش هزینه سرمایه و کاهش ثبات در عملکرد مالی شرکت می‌گردند (احسن و همکاران، ۲۰۲۱؛ اقبال و همکاران، ۲۰۱۹؛ میرزا و احسن، ۲۰۲۰). علاوه بر این، عدم اطمینان سیاست‌گذاری‌های اقتصادی دولت به دلیل ویژگی برگشت‌ناپذیر بودن سرمایه‌گذاری، سبب کاهش میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت و در نتیجه کاهش رشد سودآوری و عملکرد ضعیف و ناپایداری در عملکرد مالی شرکت می‌گردد (وانگ و همکاران، ۲۰۱۴). در دیدگاه مقابل، نایت (۱۹۲۱) عنوان می‌نماید که شرایط نا اطمینانی حاصل از عدم ثبات در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی دولت، فرصت‌های جدیدی پیش روی کارآفرینان قرار می‌دهد که سبب افزایش سودآوری و رشد بنگاه تولیدی و اقتصادی می‌گردد. بنابراین، به نظر می‌رسد یکی از عواملی که می‌تواند اثر منفی عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی وضع شده توسط دولت بر پایداری مالی واحدهای اقتصادی را تعدیل نماید، راهبرد انتخاب شده توسط واحدهای اقتصادی در شرایط عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی است (میرزا و احسن، ۲۰۲۰).

نمازی و همکاران (۱۳۹۶) راهبرد راه و روش تحقق مأموریت سازمانی عنوان می‌نمایند به گونه‌ای که سازمان عوامل خارجی (فرصت‌ها و تهدیدها) و عوامل داخلی (نقاط قوت و ضعف) را بررسی، تهدیدها را به فرصت تبدیل و از نقاط قوت داخلی و فرصت‌های خارجی به‌خوبی بهره‌برداری نماید و نقاط ضعف داخلی را از بین ببرد (برزیده و همکاران، ۱۳۹۷). تصمیم به سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری بستگی به راهبرد شرکت‌ها در این زمینه دارد و شرکت‌ها پس از تجزیه و تحلیل منابع خود، محیط عملیاتی و شرایط کلان اقتصادی، راهبردهای خود را طراحی می‌نمایند. بررسی راه‌حل‌های راهبردی می‌تواند به شرکت‌ها کمک نماید تا با انتخاب و تدوین راهبرد مناسب تجاری (تدافعی، تحلیلی و تهاجمی) در شرایط عدم اطمینان و عدم قطعیت سیاست‌های کلان اقتصادی و دورنمای نامشخص وضعیت کلان اقتصادی کشور، رشد و پایداری مالی خود را حفظ نمایند (ون و همکاران، ۲۰۲۰؛ شی و همکاران، ۲۰۲۰؛ میرزا و احسن، ۲۰۲۰). از مهم‌ترین عوامل ایجاد و تشدید نا اطمینانی اقتصادی را می‌توان سیاست‌های دولت‌ها عنوان کرد که با توجه به افق زمانی محدود خود سیاست‌های مورد نظر را طراحی می‌کنند (قربانی و همکاران، ۱۴۰۱).

ادبیات مدیریت شامل گونه‌شناسی متعددی از راهبردها (به‌ویژه راهبرد کسب‌وکار) است و به توصیف این موضوع می‌پردازد که شرکت‌ها چگونه در بازارهای مربوط به عملیات خود به رقابت می‌پردازند. شی و همکاران (۲۰۲۰) استدلال می‌نمایند که عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی کلان یک کشور می‌تواند شرکت‌ها را به سمت راهبرد عملیاتی چند سطحی سوق دهد. اما شواهد حاکی از آن است که در شرایط عدم قطعیت؛ نوع راهبرد انتخاب شده توسط اکثر مدیران و بنگاه‌ها از نوع راهبرد تدافعی است. در توصیف اثر این راهبرد بر شدت اثر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی می‌توان این‌گونه بیان نمود که فعالان و بنگاه‌های اقتصادی در رویارویی با شرایط



عدم قطعیت و نا اطمینانی نسبت به تحولات آینده اقتصاد دیگر قادر به تصمیم‌گیری برای آینده از جمله تخمین قیمت مواد اولیه به دلیل تورم روزافزون و تحلیل درست سرمایه‌گذاری نبوده؛ لذا سعی می‌نمایند با برگزیدن سیاست و راهبردهای تدافعی در کسب‌وکار خود بیشتر به تولید چند محصول خاص و محدود اما باکیفیت و با هدف کسب مزیت رقابتی تمرکز نمایند، و از این طریق سودآوری، رشد و پایداری مالی خود حتی در شرایط عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی را تضمین نمایند (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

هدف سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری، به حداکثر رسانیدن ثروت خود می‌باشد و در جهت تحقق این هدف سعی می‌کنند در دارایی‌هایی که نرخ بازده بالا و ریسک نسبتاً پایین‌تری دارند، سرمایه‌گذاری کنند (محمودزاده و همکاران؛ ۱۴۰۲).

فرمول راهبرد در شرایط عدم اطمینان بسته به تیپ و ویژگی‌های شخصیتی مدیران ممکن است متفاوت باشد. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که عدم قطعیت و نا اطمینانی حاصل از سیاست‌گذاری‌های اقتصادی دولت، ریسک تجاری و بازار شرکت‌ها را افزایش می‌دهد (میرزا و احسن، ۲۰۲۰)؛ ریسک‌پذیری شرکت را کاهش می‌دهد (ون و همکاران، ۲۰۲۰) و به تبع چنین رویدادی، غالباً مدیران واحدهای اقتصادی راهبرد تدافعی جهت سرمایه‌گذاری و تولید خود در پیش می‌گیرند. راهبرد تدافعی بر کارایی در تولید و توزیع کالا و خدمات تأکید نموده و ترکیب محدودی از کالاها یا خدمات را توصیه می‌کند. به عبارت دیگر، مدیران تمرکز خود را بر کسب مزیت رقابتی در آن بازار محدود می‌کنند. شرکت‌های پیرو راهبرد تدافعی ممکن است چندین محصول تولید نمایند، اما به احتمال بالا محصولات آن‌ها مرتبط است. این‌گونه بنگاه‌ها به منظور حداکثر نمودن کارایی تولید بر تقویت قابلیت‌های فنی و اجرایی فناوری انتخاب شده تمرکز می‌نمایند (همبریک، ۲۰۰۳؛ چن و همکاران، ۲۰۱۶). انتخاب چنین راهبردی (راهبرد تدافعی)؛ سبب حفظ جایگاه رقابتی و رشد شرکت و در پی آن افزایش سودآوری و پایداری در عملکرد بنگاه اقتصادی خواهد شد (سو و همکاران، ۲۰۲۰؛ احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

مدیریت ریسک سازمانی، از طریق کاهش هزینه‌های تأمین مالی ناشی از کاهش بحران مالی، کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی، بهبود فروش‌ها و کاهش هزینه‌های عملیاتی برای شرکت ایجاد ارزش می‌کند (امری اسرمی و همکاران؛ ۱۴۰۲).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پژوهش‌های خارجی

احسن و همکاران (۲۰۲۱) طی پژوهشی به بررسی "تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی با در نظر گرفتن اثر تعاملی راهبرد تدافعی" در چین پرداختند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل داده‌های ۹۷۵ شرکت چینی در طی دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۷ بود. آن‌ها با استفاده از اقدامات مبتنی بر شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی؛ رشد مالی پایدار شرکت و راهبردهای شرکت را مورد بررسی قرار داده و دریافتند که عدم



قطعیت در سیاست‌های اقتصادی به رشد مالی پایدار شرکت آسیب می‌رساند و بر آن تأثیر منفی و معنادار دارد. آن‌ها همچنین دریافتند، که یک راهبرد تدافعی کسب‌وکار به طرز مثبت، اثر منفی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت را تعدیل می‌نماید. نتایج مطالعه آن‌ها می‌تواند راهنمایی برای شرکت‌ها برای تدوین راهبرد برخورد مؤثر با عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی باشد.

احسن و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به "بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر پایداری مالی با توجه به نقش واسطه‌ای حاکمیت شرکتی" در کشور چین پرداختند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۹۷۵ شرکت چینی در دوره زمانی بین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۷ بود. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد، اما این در حالی است که شاخصه‌های حاکمیت شرکتی مانند مالکیت، استقلال هیئت‌مدیره و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره اثر منفی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی را به طرز قابل‌ملاحظه‌ای تعدیل و کم می‌نمایند. آن‌ها همچنین دریافتند که تمرکز مالکیت سهام و نبود تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره شرکت‌ها اثر منفی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی را افزایش می‌دهد.

میرزا و احسن (۲۰۲۰) طی پژوهشی با عنوان "پاسخ راهبردی شرکت‌ها به عدم قطعیت سیاست اقتصادی به بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و راهبرد تجاری شرکت‌ها" در کشور چین پرداختند. جامعه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۱۹۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پکن در طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵ بود. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر نوع راهبرد شرکت‌ها تأثیر معنادار دارد و همچنین ریسک بازار شرکت‌ها را نیز افزایش می‌دهد. آزمون‌های بیشتر پژوهش آن‌ها نشان داد که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی ریسک تجاری شرکت‌هایی که راهبرد تهاجمی را در مقابله با چنین شرایطی برمی‌گزینند افزایش می‌دهد اما از طرفی ریسک تجاری شرکت‌های با راهبرد تدافعی در شرایط نا اطمینانی اقتصادی کاهش می‌یابد.

ون و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی "تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت" در کشور چین پرداختند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۶۸۹ شرکت (۸۲۶۸ مشاهده) در طی دوره زمانی بین سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۸ بود. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که عدم قطعیت و ثبات در سیاست‌گذاری اقتصادی دولت میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها را به طرز قابل‌توجهی کاهش می‌دهد. باین‌حال، چنین شواهدی عمدتاً در مورد شرکت‌های دولتی صدق می‌کند. علاوه بر این، سطح محدودیت‌های تأمین مالی در یک شرکت یک عامل اساسی تعدیل‌گر اثر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها به شمار می‌رود.

اقبال و همکاران (۲۰۱۹) طی مطالعه‌ای به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر سودآوری شرکت‌ها در ایالات متحده آمریکا پرداختند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۳۱۷ شرکت تولیدی در طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ بود. آن‌ها از روش تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته برای حل مشکل درون‌زایی مدل استفاده



نمودند، زیرا نتایج گزارش نشده وجود ناهمگونی و خودهمبستگی را در تخمین‌ها به روش حداقل مربعات معمولی و اثر ثابت نشان می‌داد. آن‌ها با استفاده از چهار شاخص عملکرد شرکت مانند بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود خالص و کیوتوبین، متوجه شدند که تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر عملکرد شرکت بر روی هر چهار شاخص قابل‌توجه و منفی است.

۳-۲- پژوهش‌های داخلی

با توجه به بررسی‌های محقق؛ پژوهشی مشابه به موضوع این مطالعه در ایران انجام نشده است. لذا در ادامه به تعدادی از پژوهش‌های مرتبط و یا نزدیک به موضوع مطالعه حاضر اشاره خواهد شد.

قاسمی و همکاران (۱۴۰۰) طی مطالعه‌ای به "بررسی ناطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری" پرداختند. این پژوهش از نوع توصیفی، همبستگی و پس‌رویدادی بود که در ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفت. متغیرها از سایت مرکز آمار و بانک داده‌های اقتصادی و مالی وزارت اقتصاد و همچنین نرم‌افزار ره‌آورد نوین و گزارش هیئت‌مدیره استخراج شده و به روش رگرسیون چندگانه مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است. پژوهش نشان داد که ناطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنادار دارد. به علاوه، ناطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین شواهد قابل اتکایی مبنی بر تأثیرگذاری ناطمینانی سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذار به شگفتی سود به‌طور معنادار یافت نشد. تأثیرگذاری منفی ناطمینانی سیاست اقتصادی بر افشای اختیاری مدیریت بیانگر دیدگاه فرصت‌طلبی مدیران شرکت می‌باشد که موجب می‌شود ناطمینانی سیاست اقتصادی در جهت رسیدن به منافع شخصی مدیران استفاده شود.

صبوری و کریم‌پور (۱۴۰۰) در پژوهشی به "بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)" پرداختند. جهت تحلیل فرضیه‌های پژوهش، جامعه آماری را از بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ و به مدت ۵ سال انتخاب نموده و شامل شرکت‌های بورسی بوده‌اند که نمونه آماری با روش حذفی و به تعداد ۹۰ شرکت انتخاب شد. با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد فرضیه اصلی مورد تأیید قرار گرفته است و مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر مشترک و معناداری دارد. با نتایج به دست آمده مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثر مستقیم و مثبت دارد اما ویژگی‌های شرکتی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثری معکوس و منفی دارد. به عبارتی دیگر، عدم قطعیت سیاست اقتصادی به میزان ۱۰/۷۹ باعث افزایش ساختار سرمایه و ویژگی‌های شرکتی به میزان ۵/۲۰ منجر به کاهش آن می‌شود.



حیدری و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی "رابطه عدم اطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی، رقابت اطلاعاتی و نقدینگی" پرداختند. دوره مورد بررسی پژوهش آن‌ها، دوره‌ای هشت‌ساله شامل سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ بود. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این مطالعه از روش داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل اطلاعات استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که اثر متغیر مستقل نا اطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی بر نقدینگی سهام تأثیر منفی و معناداری دارد و حاکی از این موضوع است که افزایش نا اطمینانی منجر به افزایش ریسک مالی و کاهش بازده و نقدینگی سهام می‌گردد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که اثر متغیر مستقل رقابت اطلاعاتی بر نقدینگی سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد و حاکی از این موضوع است که افزایش رقابت اطلاعاتی منجر به افزایش شفافیت و اعتماد سهامداران و کاهش ریسک مالی و افزایش بازده و نقدینگی سهام خواهد شد. نتایج تحقیق نشان داد که اثر متغیر تعاملی مستقل نا اطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و رقابت اطلاعاتی بر نقدینگی سهام تأثیر مثبت و معناداری داشته است. حمیدیان و همکاران (۱۳۹۹) در مطالعه‌ای به "بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان بازار" پرداختند. بدین منظور نمونه‌ای شامل ۱۶۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ انتخاب شد. برای محاسبه عدم اطمینان بازار از دو روش فرمول محاسباتی و گارچ استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد زمانی که عدم اطمینان بالایی در بازار وجود دارد (نسبت به عدم اطمینان پایین)، واکنش سرمایه‌گذاران به اعلام سود سالانه شرکت‌ها بیشتر است. در شرایط عدم اطمینان بالا، سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار بد سود (زیان غیرمنتظره) واکنش بیشتری از خود نشان می‌دهند که این واکنش با رویکرد محافظه‌کاری همخوانی دارد.

براساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های تحقیق حاضر به شرح زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه اول پژوهش: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد.

فرضیه دوم پژوهش: راهبرد تدافعی کسب و کار باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد.

۴- روش پژوهش

این پژوهش از منظر هدف، کاربردی است. هدف تحقیقات کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص می‌باشد. همچنین از منظر طرح تحقیق توصیفی است. تحقیق توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آن‌ها توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. داده‌های مورد نیاز در این تحقیق از طریق گزارش‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان اصلی‌ترین منبع اطلاعاتی گردآوری شده و سپس فرضیه‌های طرح شده بر اساس مدل‌های همبستگی تحلیل رگرسیون از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز ۱۰ آزمون شدند.



۴-۱- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی نیز یک دوره زمانی ۱۰ ساله براساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ شرکت‌های نمونه است. نمونه آماری این پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌گردد و شامل شرکت‌هایی است که از ویژگی‌های زیر برخوردار هستند:

جدول (۱): روش انتخاب نمونه پژوهش

ردیف	شرایط و محدودیت‌ها	تعداد	مانده
۱	کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۳۹۰/۱۲/۲۹	۳۴۷	۳۴۷
۲	شرکت‌هایی که پس از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده‌اند یا قبل از سال ۱۳۹۹ از بورس خارج شده‌اند	(۵۱)	۳۰۱
۳	شرکت‌هایی که طول سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته‌اند	(۶۴)	۲۳۷
۴	شرکت‌های تحت بررسی جز شرکت‌های واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری و مالی	(۷۱)	۱۶۶
۵	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند منتهی نمی‌گردد و یا تغییر سال مالی داده‌اند	(۳۳)	۱۳۷
	جمع کل جامعه آماری در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها		۱۲۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی شماره (۱) به شرح زیر استفاده می‌گردد (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

مدل (۱)

$$SF_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CPI_{i,t} + \beta_5 Ownership\ Concentration_{i,t} + \beta_6 Board\ Size_{i,t} + \beta_7 Board\ Independence_{i,t} + \varepsilon$$

که در این مدل

SF: پایداری مالی، EPU: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، LEV: اهرم مالی، SIZE: اندازه شرکت، CPI: شدت سرمایه؛ Ownership Concentration: تمرکز مالکیت، Board Size: اندازه هیئت‌مدیره و Board Independence: استقلال اعضای هیئت‌مدیره است.

برای پذیرش فرضیه اول پژوهش، پس از برازش مدل رگرسیونی شماره (۱) و در صورتی که ضریب متغیر عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی منفی و معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش تأیید و حاکی از آن است که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین، برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل رگرسیونی شماره (۲) به شرح زیر استفاده می‌گردد:

مدل (۲)

$$SF_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 EPU_{i,t} * FBDS_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 CPI_{i,t} + \beta_6 Ownership\ Concentration_{i,t} + \beta_7 Board\ Size_{i,t} + \beta_8 Board\ Independence_{i,t} + \varepsilon$$

در این مدل

$EPU_{i,t} * FBDS_{i,t}$: اثر تعاملی راهبرد تدافعی کسب‌وکار بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی است.

برای پذیرش فرضیه دوم پژوهش، پس از برازش مدل رگرسیونی شماره (۲) و در صورتی که ضریب متغیر اثر تعاملی راهبرد تدافعی کسب‌وکار بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی مثبت و معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش تأیید و حاکی از آن است که راهبرد تدافعی کسب‌وکار باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد.

۱-۵- متغیر وابسته

پایداری مالی شرکت^۱: در این پژوهش به پیروی از پژوهش دارابی (۱۳۹۶) از شاخص SF و به صورت زیر برای محاسبه پایداری مالی شرکت استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$SF = \frac{(ROA_{i,t} + Capital\ Ratio_{i,t})}{\sigma ROA_{i,t}}$$

که در آن:

$ROA_{i,t}$: نرخ بازده دارایی‌ها است و از طریق نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت i در سال t محاسبه میشود.

$Capital\ Ratio_{i,t}$: شاخص کفایت سرمایه است و از طریق نسبت داراییهای ثابت به کل دارایی‌های شرکت i در سال t محاسبه میشود.

$\sigma ROA_{i,t}$: انحراف معیار نرخ بازده دارایی‌های شرکت i در طی سه سال گذشته است.

در این رابطه اندازه این معیار افزایش یابد، مقدار احتمال ناپایداری (شکست) کاهش یافته و به بیان دیگر شرایط مالی شرکت پایدارتر خواهد بود (دارابی، ۱۳۹۶).



۲-۵- متغیر مستقل

متغیر مستقل در این پژوهش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی است. در این پژوهش برای محاسبه شاخص عدم قطعیت سیاست‌های کلان اقتصادی دولت به پیروی از پژوهش میرزایی و شیخ (۱۳۹۹) از طریق شاخصه‌های مخارج دولت، درآمد عملیاتی به‌عنوان شاخصی از مدیریت بخش مالی اقتصاد و از حجم نقدینگی به‌عنوان شاخصی از بخش پولی و از حاشیه نرخ ارز به‌عنوان شاخصی از سیاست ارزی استفاده شده است. لازم به ذکر است که این شاخصه‌ها (مخارج دولت، درآمد عملیاتی دولت، حجم نقدینگی و نرخ ارز) از طریق مراجعه به سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده‌اند. در ادامه مراحل ساخت این شاخص به تفصیل شرح داده می‌شود (میرزایی و شیخ، ۱۳۹۹):

ساخت شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی شامل پنج مرحله و به‌صورت زیر است:

- الف- آزمون ضریب لاگرانژ برای اطمینان حاصل نمودن از وجود اثرات آرچ و گارچ در متغیرها.
- ب- برآورد معادله میانگین و واریانس متغیرهای مذکور با استفاده از الگوهای آرچ و گارچ.
- ج- تعیین ضریب اهمیت هر متغیر با توجه به اثر متغیر بر متغیر وابسته.
- ت- رتبه‌بندی سری زمانی نوسانات استخراجی از مرحله قبل.
- ث- ترکیب نوسان‌های متغیرهای سیاستی و ساخت شاخص.

در ادامه توضیح مربوط به هر یک از مراحل ذکر شده است:

الف- آزمون ضریب لاگرانژ

قبل از تخمین مدل‌های آرچ و گارچ، انجام آزمون ضریب لاگرانژ برای اطمینان از وجود اثرات آرچ جهت تخمین مدل لازم می‌باشد. جهت انجام این آزمون، ابتدا مدل میانگین در نظر گرفته شده برای مدل‌های آرچ و گارچ به روش حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود و سپس آزمون ضریب لاگرانژ برای پسماندهای این مدل انجام می‌گردد. فرض صفر این آزمون بیان می‌نماید که جملات اخلال وابسته به هم نیستند و رد این فرضیه به معنای آن است که وجود اثرات آرچ در الگو مجاز است. برای مثال، معادله میانگین زیر در نظر گرفته شود:

مدل (۲)

$$Y_t = C + bY_{t-1} + U_t$$

با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی این معادله برآورد شده و سپس آزمون ضریب لاگرانژ برای پسماندهای U_t انجام می‌شود.

مدل (۳)

$$\hat{U}_t = a_0 + a_1 \hat{U}_{t-1} + \dots + a_q \hat{U}_{t-q} + w_t$$

فرض صفر این آزمون بیان می‌نماید که پسماندها مستقل از یکدیگر توزیع شده‌اند و آماره آزمون دارای توزیع X^2 با درجه آزادی q است.

مدل (۴)

$$H_0 = a_0 = a_1 = \dots = a_q$$

تائید فرض مقابل به منزله وجود ناهمسانی واریانس در این متغیرهای سری زمانی و لزوم استفاده از روش آرچ و گارچ است. همچنین، در صورت تائید نشدن فرض مقابل، استفاده از روش میانگین متحرک خودهمبسته کفایت می‌کند. آزمون فوق برای معادله میانگین مربوط به مخارج دولت، درآمدهای مالیاتی، حجم نقدینگی و حاشیه نرخ ارز که هر کدام تابعی از مقادیر با وقفه هستند، صورت گرفته و وجود الگوی آرچ و گارچ در هر کدام باید به تائید برسد.

در ابتدا برای تخمین معادله میانگین هر کدام از متغیرها از یک الگوی خود رگرسیون مرحله اول به شکل زیر استفاده می‌گردد:

مدل (۵)

$$Y_t = C + bY_{t-1} + U_t$$

که متغیر Y متغیر سیاست‌گذاری مورد نظر است که تابعی از یک ضریب ثابت C و یک وقفه خود متغیر Y_{t-1} است. این معادله برای هر چهار متغیر مخارج دولتی، درآمدهای مالیاتی، حجم نقدینگی و حاشیه نرخ ارز برآورد خواهد شد. سپس برای بررسی اثرات آرچ در پسماندهای متغیر از آزمون ضریب لاگرانژ استفاده می‌شود.

ب- برآورد الگوی آرچ و گارچ

پس از اطمینان حاصل کردن از وجود اثرات آرچ یا وابستگی جملات پسماند در معادلات فوق، به برآورد الگوهای آرچ و گارچ برای این متغیرها پرداخته می‌شود. پس از برآورد الگوهای مناسب آرچ و گارچ برای شاخصه‌های سیاست‌های اقتصادی دولت (مخارج دولتی، درآمدهای مالیاتی، حجم نقدینگی و حاشیه نرخ ارز) و اطمینان حاصل نمودن از معنادار بودن ضرایب و تخمین مناسب الگو، مبادرت به استخراج واریانس این مدل‌ها با استفاده از مدل واریانس هر متغیر می‌شود.

ج- تعیین ضریب اهمیت هر متغیر

آنچه مسلم است، این است که میزان تأثیر نوسان هر یک از شاخصه‌های سیاست‌های اقتصادی دولت (مخارج دولتی، درآمدهای مالیاتی، حجم نقدینگی و حاشیه نرخ ارز) در شاخص کلی یکسان نیست و در ترکیب واریانس‌ها،



نمی‌توان از وزن‌های یکسان برای متغیرها استفاده نمود. برای این کار از روش رگرسیون غلتان استفاده می‌شود. در این روش ابتدا جز دورانی هر یک از متغیرهایی که در ساخت شاخص ترکیبی بکار می‌روند را با جز دورانی متغیری که شاخص ترکیبی برای توضیح آن ساخته می‌شود، به‌صورت جداگانه در یک رگرسیون وارد می‌شود:

مدل (۶)

$$Y_t = b_0 + b_1 X_{j,t-k} + U_t$$

که در آن:

Y_t : جز دورانی که شاخص ترکیبی برای توضیح آن ساخته می‌شود.

X_j : جز دورانی متغیر انفرادی j ام.

j : تعداد متغیرهای انفرادی که برای ساخت شاخص انفرادی با هم ترکیب می‌شوند.

K : اندیس نشان‌دهنده وقفه متغیر.

پس از انجام هر رگرسیون، ضریب تعیین محاسبه و اوزان مرتبط با هر متغیر انفرادی به‌صورت زیر محاسبه می‌گردد:

رابطه (۲)

$$C_j = R_j^2 / \sum_{j=1}^4 R_j^2$$

R_j^2 : ضریب تعیین حاصل از مدل (۶) که به روش رگرسیون غلتان برای هر یک از شاخص‌های سیاست‌های اقتصادی دولت (مخارج دولتی، درآمدهای مالیاتی، حجم نقدینگی و حاشیه نرخ ارز) به‌صورت جداگانه برآورد شده است (J نماد هر یک از شاخص‌های سیاست‌های اقتصادی دولت است). بنابراین در این روش، وزن هر سری در درون شاخص ترکیبی بستگی به این دارد که جز دورانی آن سری، تا چه اندازه دورانی متغیری که شاخص ترکیبی برای آن ساخته می‌شود را توضیح می‌دهد. پس از تعیین وزن هر متغیر انفرادی، سری زمانی شاخص ترکیبی براساس میانگین وزن‌های متغیرهای انفرادی به دست می‌آید.

ت- رتبه‌بندی سری زمانی نوسانات متغیرها

واریانس‌های استخراج شده از معادلات آرچ و گارچ شاخصی از نوسان‌های متغیرهای مربوطه است. در این مرحله از ساخت شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت، واریانس‌های چهار متغیر سیاست‌های اقتصادی دولت (یعنی مخارج دولت، درآمد عملیاتی دولت، حجم نقدینگی و نرخ ارز) را بین صفر و یک رتبه‌بندی می‌نمایند. بدین معنا که به بزرگ‌ترین واریانس عدد یک و به کوچک‌ترین واریانس عدد صفر اختصاص داده می‌شود. برای انجام این رتبه‌بندی از فرمول زیر استفاده می‌گردد:

رابطه (۳)

$$\frac{X_t - \min(X_t)}{\max(X_t) - \min(X_t)}$$

روش بالا یک روش واسطه‌ای است که چهار سری زمانی واریانس را در فاصله صفر و یک توزیع می‌نماید و به عبارت دیگر چهار سری زمانی را قابل ترکیب کردن می‌نماید.

ث- ترکیب سری زمانی واریانس‌ها و ساخت شاخص

مرحله نهایی در ساخت شاخص عدم اطمینان سیاست اقتصادی، ترکیب سری زمانی واریانس‌ها (قسمت ت) با توجه به وزن هر کدام (قسمت ج رابطه ۲) است. برای انجام این مرحله با ضرب ضریب هر متغیر در رتبه‌بندی سری زمانی آن و جمع جبری آن‌ها، شاخص عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی محاسبه می‌گردد.

۳-۵- متغیر تعدیلگر

راهبرد تدافعی شرکت (FBDS): در این پژوهش جهت محاسبه متغیر راهبرد کسب‌وکار از روش بنتلی (۲۰۱۳) و مرادی و سپهوندی (۱۳۹۴) استفاده می‌شود. بدین صورت که برای به دست آوردن امتیازات ترکیبی از پنج نسبت نرخ رشد فروش شرکت نسبت به سال قبل، نسبت هزینه تبلیغات به کل فروش، نسبت هزینه‌های اداری، عمومی و فروش به فروش کل شرکت، نسبت نرخ رشد تعداد کارمندان شرکت نسبت به سال قبل و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود. تمامی متغیرها براساس میانگین سه‌ساله (دیدگاه میان‌مدت) محاسبه خواهند شد. ابتدا شرکت‌ها بر اساس پنج نسبت به ترتیب از بالا به پایین در پنج گروه تقسیم می‌شوند. بدین ترتیب که شرکتی که در بالاترین پنجک قرار دارد، امتیاز پنج و شرکتی که در پنجک چهارم قرار گرفته است عدد ۴ و به همین ترتیب به جهت هماهنگی در امتیاز دهی با سایر متغیرها برای پنجک‌های پایین‌تر امتیاز کمتر اختصاص داده می‌شود. سپس از امتیازهای حاصله برای تشخیص نوع راهبرد شرکت؛ به شرح زیر استفاده می‌گردد:

الف: امتیاز ۵ تا ۱۰ شرکت‌های دارای راهبرد تدافعی.

ب: امتیاز ۱۰ تا ۲۰ شرکت‌های دارای راهبرد تحلیل گرایانه.

ج: امتیاز ۲۱ تا ۲۵ شرکت‌های دارای راهبرد تهاجمی.



۴-۵- متغیرهای کنترلی

اهرم مالی: کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).
اندازه شرکت: (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت) (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).
شدت سرمایه: نسبت دارایی‌های ثابت (اموال، ماشین آلات و تجهیزات) به کل دارایی‌های شرکت (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).
تمرکز مالکیت: نسبت سهام در اختیار بزرگ‌ترین سهامدار شرکت به کل سهام شرکت (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).
اندازه هیئت‌مدیره: تعداد اعضا هیئت‌مدیره شرکت (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).
اعضا مستقل هیئت‌مدیره: نسبت اعضا مستقل هیئت‌مدیره به کل اعضا هیئت‌مدیره (احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

۶- یافته‌های پژوهش

۱-۶- آمار توصیفی داده‌ها

آمار توصیفی در پایان‌نامه برای خلاصه کردن داده‌ها و توصیف الگوهایی که در داده‌ها مشاهده می‌شود بکار می‌رود. آمار توصیفی می‌تواند به پژوهشگر کمک کند تا داده‌های خود را خلاصه نماید و روندها را شناسایی نماید. در این پژوهش میانگین متغیرهای پایداری مالی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در این پژوهش به ترتیب اعداد (۱۳/۳۵۸) و (۰/۱۵۰) را نشان می‌دهد. همچنین، در این پژوهش میانه متغیرهای پایداری مالی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در این پژوهش به ترتیب اعداد (۱۰/۰۹۸) و (۰/۰۹۵) را نشان می‌دهد. در این پژوهش با توجه به نتایج آمار توصیفی (جدول ۲) چولگی متغیرهای پایداری مالی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به ترتیب اعداد (۱/۴۱۱) و (۱/۵۵۵) را نشان می‌دهند و حاکی از نرمال بودن توزیع داده‌ها است. در علم آمار کشیدگی نشان دهنده ارتفاع یک توزیع است و مقدار کشیدگی برای توزیع‌های نرمال عددی بین صفر تا سه است. کشیدگی متغیرهای پایداری مالی (۲/۳۳۲) و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی (۳/۰۴۷) است که دارای توزیع نرمال هستند. سایر متغیرهای پژوهش نیز مانند موارد فوق قابل تفسیر است.



جدول (۲): آمار توصیفی برای متغیرهای پژوهش

عنوان فارسی متغیرها	عنوان لاتین متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
پایداری مالی شرکت	SF	۱۳/۳۵۸	۱۰/۰۹۸	۴۷/۹۰۵	-۰/۰۴۶	۱۲/۵۶۹
عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی	EPU	۰/۱۵۰	۰/۰۹۵	۰/۵۴۲	۰/۰۱۴	۰/۱۶۰
اهرم مالی	LEV	۰/۵۷۸	۰/۵۷۵	۰/۹۹۴	۰/۱۹۶	۰/۲۱۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۵۹۷	۱۴/۳۳۹	۱۷/۹۷۹	۱۲/۲۵۹	۱/۴۸۳
شدت سرمایه	CPI	۰/۲۶۳	۰/۲۲۵	۰/۶۳۰	۰/۰۴۷	۰/۱۶۸
تمرکز مالکیت	OWNERSHIP_CONCENTRATION	۰/۷۰۷	۰/۷۶۱	۰/۹۵۰	۰/۲۷۲	۰/۱۹۰
اندازه هیئت‌مدیره	BOARD_SIZE	۵/۰۷۱	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۳/۰۰۰	۰/۲۵۷
اعضا مستقل هیئت‌مدیره	BOARD_INDEPENDENCE	۰/۴۸۶	۰/۴۱۲	۰/۸۰۰	۰/۲۰۰	۰/۱۴۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۳): شاخص‌های توصیف کننده متغیرهای مجازی پژوهش

نام متغیر	تعداد	اندازه‌گیری	درصد
راهبرد تدافعی شرکت	۱۲۸۰	تدافعی	۳۸/۸
		سایر	۶۱/۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۲-۶- آمار استنباطی

پیش از برآورد مدل‌ها لازم است تا آزمون اف لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای مدل‌های پژوهش انجام شود. نشان این آزمون نشان داد که احتمال آزمون اف لیمر برای هر دو مدل اول و دوم پژوهش (۰/۰۰۰) و کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین از روش داده‌های تابلویی در برآورد مدل‌های پژوهش استفاده می‌شود. اگر بر طبق نتیجه آزمون اف لیمر جهت هر کدام از فروض پژوهش، رویکرد متغیرهای پنل مورد قبول واقع گردد، جهت تشخیص نوع روش تخمین مدل، رویکرد هاسمن مورد استفاده قرار می‌گیرد. احتمال آزمون هاسمن به ترتیب برای مدل اول پژوهش؛ مقدار آماره کای اسکوئر (۲۴/۰۸۳) و مقدار احتمال (۰/۰۰۰) و همچنین برای مدل دوم پژوهش مقدار آماره کای اسکوئر (۳۱/۹۲۸) و مقدار احتمال (۰/۰۰۰)

را نشان می‌دهند و با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، از روش اثرات ثابت در برآورد مدل‌های پژوهش استفاده شده است.

با توجه به نتایج آزمون بروش بروش پاگان جهت بررسی ناهمسانی واریانس برای مدل‌های پژوهش به ترتیب برای مدل اول آماره (۸۹/۲۸۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) و همچنین برای مدل دوم پژوهش به ترتیب آماره (۸۷/۷۵۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) را نشان داد، که می‌توان دریافت که مدل‌های پژوهش دارای ناهمسانی واریانس هستند و لذا از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل‌های پژوهش استفاده شد.

در ادامه برای بررسی نبود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها) از آزمون بروش گادفری استفاده شد و نتایج حاصل از سطح معناداری آزمون بروش گادفری برای مدل‌های پژوهش به ترتیب برای مدل اول آماره (۱۳۱/۸۶۳) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) و همچنین برای مدل دوم پژوهش به ترتیب آماره (۱۲۸/۶۰۷) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) را نشان داد، که با توجه به کوچکتر بودن سطح معناداری این آزمون از عدد ۰/۰۵ برای مدل‌های پژوهش، فرض مقابل مبنی بر خودهمبستگی مرتبه اول سریالی؛ برای هر دو مدل پژوهش تأیید شد. همچنین، در هنگام برآورد مدل پژوهش، وقفه اول جز خطا برای برطرف نمودن مشکل خودهمبستگی جمله خطا لحاظ شده است.

۳-۶- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

مقدار آماره اف و مقدار احتمال برای مدل اول به ترتیب برابر (۲۲/۴۳۰) و (۰/۰۰۰) می‌باشد، که نشان‌دهنده معنادار بودن مدل در حالت کلی می‌باشد (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد). در مدل اول مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر ۰/۷۱۵ است که نشان می‌دهد این مدل بیش از ۷۱ درصد تغییرات در متغیر وابسته یعنی پایداری مالی را تبیین نموده است.

فرضیه اول این پژوهش عنوان می‌نماید که: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. برای تایید فرضیه اول انتظار می‌رود در سطح معناداری مورد نظر، ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی منفی و معنادار باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری برای ضریب متغیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی (۰/۰۳۱) و کمتر از ۰/۰۵ است. همچنین، با توجه به ضریب این متغیر که عدد منفی (۰/۸۵۲-) را نشان می‌دهد؛ فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود و بیانگر این مطلب است که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد، لذا فرضیه اول در سطح معناداری ۰/۰۵ درصد تأیید می‌گردد.



جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون مدل اول پژوهش (فرضیه اول پژوهش)

نام متغیر	ضریب بتا	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی	-۰/۸۵۲	۰/۳۹۴	-۲/۱۵۹	۰/۰۳۱
اهرم مالی	-۱۴/۰۳۶	۱/۶۲۴	-۸/۶۴۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۲۲۵	۰/۲۲۴	-۱/۰۰۵	۰/۳۱۴
شدت سرمایه	۲/۵۵۹	۱/۵۱۵	۱/۶۸۹	۰/۰۹۱
تمرکز مالکیت	۰/۱۶۲	۰/۳۹۹	۰/۴۰۶	۰/۶۸۴
اندازه هیئت‌مدیره	-۱/۲۵۰	۰/۵۹۸	-۲/۰۹۰	۰/۰۳۶
اعضا مستقل هیئت‌مدیره	-۰/۰۸۹	۰/۰۸۲	-۱/۰۸۴	۰/۲۷۸
وقفه اول جز خطای مدل	۰/۱۹۹	۰/۰۳۲	۶/۰۷۱	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	۳۰/۸۴۴	۴/۱۴۵	۷/۴۴۰	۰/۰۰۰
آماره اف (۲۲/۴۳۰)	آزمون دوربین واتسون (۱/۹۴۲)			
سطح معناداری آماره اف (۰/۰۰۰)	ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۷۱۵)			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۶- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

مقدار آماره اف و مقدار احتمال برای مدل دوم به ترتیب برابر (۲۰/۵۲۲) و (۰/۰۰۰) می‌باشد، که نشان‌دهنده معنادار بودن مدل در حالت کلی می‌باشد (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد). در مدل دوم مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۶۹۷ است که نشان می‌دهد این مدل بیش از ۶۹ درصد تغییرات در متغیر وابسته یعنی پایداری مالی را تبیین نموده است.

فرضیه دوم این پژوهش عنوان می‌نماید که: راهبرد تدافعی کسب‌وکار باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد. برای عدم رد فرضیه دوم انتظار می‌رود در سطح معناداری مورد نظر، ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اثر تعاملی راهبرد تدافعی کسب‌وکار بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی مثبت و معنادار باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری برای ضریب متغیر اثر تعاملی راهبرد تدافعی کسب‌وکار بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی (۰/۰۰۱) و کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. همچنین، با توجه به ضریب این متغیر که عدد مثبت (۷/۱۳۷) را نشان می‌دهد؛ بیانگر این مطلب است که راهبرد تدافعی کسب‌وکار باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد، لذا فرضیه دوم در سطح معناداری ۰/۰۵ درصد تأیید می‌گردد.



جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون مدل دوم پژوهش (فرضیه دوم پژوهش)

نام متغیر	ضریب بتا	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی	-۲/۳۸۸	۰/۶۷۰	-۳/۵۶۰	۰/۰۰۰
اثر تعاملی راهبرد تدافعی کسب و کار بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی	۷/۱۳۷	۲/۱۸۵	۳/۲۶۶	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۱۳/۳۲۶	۱/۷۴۷	-۷/۶۲۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۲۰۵	۰/۲۳۳	-۰/۸۷۸	۰/۳۸۰
شدت سرمایه	۳/۴۹۷	۱/۹۴۸	۱/۷۹۵	۰/۰۷۲
تمرکز مالکیت	۰/۵۵۸	۰/۵۹۶	۰/۹۳۵	۰/۳۴۹
اندازه هیئت‌مدیره	-۱/۲۰۴	۰/۶۴۵	-۱/۸۶۷	۰/۰۶۲
اعضا مستقل هیئت‌مدیره	-۰/۲۴۵	۰/۰۸۸	-۲/۷۷۰	۰/۰۰۵
وقفه اول جز خطای مدل	۰/۲۰۲	۰/۰۳۲	۶/۱۸۶	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	۲۹/۶۶۸	۴/۳۷۶	۶/۷۷۸	۰/۰۰۰
آماره اف (۲۲/۵۲۲)	آزمون دوربین واتسون (۱/۹۵۱)			
سطح معناداری آماره اف (۰/۰۰۰)	ضریب تعیین تعدیل‌شده (۰/۶۹۷)			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷- بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی با در نظر گرفتن اثر تعاملی راهبرد تدافعی است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش نشان داد عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین، راهبرد تدافعی کسب و کار باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد. نتایج حاصل از فرضیات پژوهش حاضر با نتایج پژوهش احسن و همکاران (۲۰۲۱) و میرزا و احسن (۲۰۲۰) هم‌جهت است. نتایج حاصل از فرضیه اول را می‌توان این‌گونه تفسیر نمود که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به دلیل نابرابری و ناپیوستگی سیاست‌های اقتصادی دولت غالباً به دلیل آثار منفی تحریم‌های بین‌المللی وضع شده علیه کشور ایران رخ می‌دهد که با توجه به ماهیت پویایی اقتصاد بین‌الملل و شرایط حاکم بر اقتصاد کشور، نیاز به سیاست‌گذاری‌های به موقع نسبت به تعدیل سیاست‌ها و شرایط اقتصادی کاملاً احساس می‌شود. از طرفی، شتاب و سرعت تصمیم‌گیری دولتی در مواجهه با چنین شرایطی غالباً به موقع و به صورت کامل انجام نمی‌پذیرد که تبعات سنگینی بر تولید و ثبات در عملکرد



مالی شرکت‌های فعال در بازار ایران برجای گذاشته است. به‌عنوان مثال، افزایش نرخ ارز و تورم طی چندسال گذشته، سبب افزایش قابل‌توجه هزینه‌های بنگاه‌های اقتصادی (هزینه تأمین مواد اولیه، هزینه دستمزد و غیره) شده است. در شرایط جاری حاکم بر فضای اقتصادی ایران و افزایش قابل توجه در سطح عمومی قیمت‌ها سبب شده است تا نقدینگی اقتصاد نتواند خدمات مالی مورد نیاز و متناسب با سطح فعالیت‌های اقتصادی را ارائه دهد و در چنین شرایطی فعالیت‌های اقتصادی کسب‌وکارها به دلیل تنگنای نقدینگی و تأمین مالی دچار انقباض خواهد شد. یکی از مسیرهای ایجاد انقباض از مسیر سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی و افزایش نرخ بهره اقتصادی است که در نهایت ثبات عملکرد تولید محصول، سرمایه‌گذاری و پایداری مالی واحد اقتصادی را به مخاطره می‌اندازد. تحریم‌های فعلی بیشتر، موارد اقتصادی را هدف گرفته و قطعاً کسب‌وکارها در این‌چنین شرایطی با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند. در شرایط عدم قطعیت تولیدکنندگان باید راهبرد و برنامه‌هایی داشته باشند تا بتوانند با چالش‌ها و مشکلات ناشی از عدم قطعیت‌ها فائق آیند. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم و نتایج آمار توصیفی به نظر می‌رسد بیش از ۳۸ درصد شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران در مواجهه با عدم قطعیت حاکم بر فضای اقتصادی کشور، راهبرد تدافعی را به‌عنوان یک تاکتیک دفاعی و خنثی نمودن اثرات منفی چالش‌های عدم قطعیت برای کسب‌وکار خود برگزیده‌اند و در چنین شرایطی ترجیح می‌دهند افزایش هزینه‌ها را از طریق فروش دارایی‌ها یا تعدیل کارکنان جبران نموده و سیاست تولید محصولات پرتقاضا (عدم تنوع) با منابع محدود را اتخاذ نموده‌اند و از این طریق جایگاه و موقعیت خود در بازار محصول را حفظ نموده و پایداری مالی نسبی برای خود فراهم آورند.

فرضیه	عنوان	نتیجه آزمون
اول	عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر پایداری مالی شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد.	تأیید
دوم	راهبرد تدافعی کسب‌وکار باعث تضعیف رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایداری مالی شرکت می‌گردد.	تأیید

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فهرست منابع

امری اسرمی، محمد، جلالی، فاطمه، کاظمی حاجی، فهیمه. (۱۴۰۲). 'اثر قدرت و دانش مالی مدیرعامل بر رابطه بین ریسک سازمانی و عملکرد شرکت'. قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی، ۶۷-۸۶. (۷) ۶۷-۸۶. پورفخاریان، پروین، ایزدی نیا، ناصر و حجت اله هادی پور هفشجانی، (۱۳۹۹)، "بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و نگهداشت وجه نقد"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۰(۴)، ص ۱۵۱-۱۷۶.



- برزیده، فرخ، جوانی قلندری، موسی و عابد، عظیمی. (۱۳۹۷). "تأثیر استراتژی‌های تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری". مجله دانش حسابداری، ۹ (۳۵)، ص ۱۵۳-۱۸۴.
- پیرس و رایبسون (۱۳۸۰). "برنامه‌ریزی و مدیریت استراتژیک"، ترجمه سهراب خلیلی شورینی، چاپ اول، تهران: انتشارات یادواره کتاب.
- حمیدیان، نرگس، عرب‌صالحی، مهدی و هادی، امیری. (۱۳۹۹). "بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان بازار"، مجله مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸ (۲۸)، ص ۴۱-۵۶.
- حیدری، محمدرضا، رمضانی ورزنه، ابوالفضل و علیرضا، مؤمنی. (۱۴۰۰). "عدم اطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی، رقابت اطلاعاتی و نقدینگی"، پژوهش‌های معاصر در علوم و تحقیقات، ۳ (۲۵)، ص ۱۵۰-۱۶۳.
- خانلری، امیر و امید، کفایی. (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر استراتژی کسب‌وکار بر موفقیت سیستم برنامه‌ریزی منابع سازمانی در شرکت‌های ایرانی"، نشریه مدیریت صنعتی، ۶ (۱۳)، ص ۲۳۱-۲۵۲.
- دارابی، رؤیا. (۱۳۹۶). "عوامل تعیین‌کننده پایداری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۳۶، ص ۱۷-۳۴.
- قاسمی، قاسم، خدای پور، احمد و کاظم، شمس‌الدینی. (۱۴۰۰). "بررسی نا اطمینانی سیاست اقتصادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، واکنش سرمایه‌گذاران به شگفتی سود و افشای اختیاری. دانش حسابداری مالی، ۸ (۳۰)، ص ۲۵-۴۷.
- قربانی، بهزاد، پورطاهر اقدم، فرزانه، رهنما رودپشتی، فریدون. (۱۴۰۱). "تأثیر محافظه‌کاری حسابرس و وجود عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر کیفیت سود"، قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۲) ص ۱-۲۱.
- صبوری، نرگس و عنایت، کریم پور. (۱۴۰۰). "بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار). فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری"، ۵ (۲۶)، ص ۱۱۹-۱۳۶.
- مرادی، محمد و سعیده، سپهوندی. (۱۳۹۴). "تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷ (۲۵)، ص ۷۵-۹۰.
- محمودزاده، میثم، کیقبادی، امیررضا، نوجوان، مهناز، سلطانی، فریبا. (۱۴۰۲). "رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود"، قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی، ۲ (۵)، ص ۱۳۹-۱۶۲.
- میرزایی، حجت‌اله و محمدصادق، شیخ. (۱۳۹۹). "اثر نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بار مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه راهبرد اقتصادی، ۷ (۲۴)، ص ۹۵-۱۱۹.
- نمازی، محمد، دهقانی، سعدی، قوهستانی، علی‌اصغر و سمانه، رنجبر. (۱۳۹۶). "خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها"، دانش حسابرسی و حسابرسی مدیریت، ۶ (۲۲)، ص ۳۷-۵۱.
- Ahsan, T., Al-GAMRH, B., & Mirza, S. S. (2021), "Economic policy uncertainty and sustainable financial growth: Does business strategy matter?", Finance Research Letters, 43, 2, PP. 1-7.

- Ahsan, T., Mirza, S.S., Al-Gamrh, B., & Bin-Feng, C. (2021), "How to deal with policy uncertainty to attain sustainable growth: the role of corporate governance", *Corporate Governance*. 21 (1), PP. 78-91.
- Alshehhi, A., Nobanee, H. and Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 10(2), 494.
- Baker, S.R., Bloom, N., & Davis, S.J. (2016), "Measuring economic policy uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), PP. 1593-1636.
- Bentley, K.A., Omer, T.C., & Sharp, N.Y. (2013), "Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemp. Contemporary Accounting Research*", 30 (2), PP. 780-817.
- Borio C. (2006), "Monetary and financial stability: here to stay?," *Journal of Banking & Finance*, 30(12), PP. 3407-3414.
- Cao, H., Guo, L. and Zhang, L. (2020). Does oil price uncertainty affect renewable energy firms' investment? Evidence from listed firms in China. *Finance Research Letters*. 33, 101-205.
- Chandler, A. D. (1962), "Strategy and structure. Massachusetts, The M.I. T. Press.
- Chen, Y., Eshleman, J.D., & Soileau, J.S. (2016), "Business strategy and auditor reporting", *Journal of Practice and Theory*, 36(2), PP. 63-86.
- Davis, S.J., Liu, D., & Sheng, X.S. (2019), "Economic policy uncertainty in China since 1949: the view from mainland newspapers", Working paper, August.
- Günther T., & Günther E. (2017), "Finanzielle Nachhaltigkeit – Messung, finanzielle Steuerung und Herausforderungen. In: Hoffjan A, Knauer T", Wöhrmann A (eds) *Controlling – Konzeptionen. Instrumente, Anwendungen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart*, PP. 79-90.
- Gleißner, W., Günther, T. W., & Walkshäusl, C. H. (2022), "Financial sustainability: measurement and empirical evidence", *Journal of Business Economics*, 92 (3), PP. 467-516.
- Haller A., Van Staden, C.J., & Landis C. (2018). "Value added as part of sustainability reporting: reporting on distributional fairness or obfuscation?". *Journal of Business Ethics*, 152(3), PP. 763-781.
- Davis, S.J., Liu, D. and Sheng, X.S. (2019). Economic policy uncertainty in China since 1949: the view from mainland newspapers: Working paper, August.
- Gulen, H. and Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*. 29 (3), 523-564.
- Gleißner, W., Günther, T. W. and Walkshäusl, C. H. (2022). Financial sustainability: measurement and empirical evidence. *Journal of Business Economics*, 92 (3), 467-516.
- Hambrick, D.C. & Mason, P. A. (1984), "Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers", *The Academy of Management Review*, 9 (2), PP. 193-206.
- Iqbal, U., Gan, C. and Nadeem, M. (2019). Economic policy uncertainty and firm performance. *Journal of the Asia Pacific Economy*. 27 (10), 765-770.
- Knight, F. H. (1933), "Uncertainty and Profit (first publ). London: London School of Economics.
- Kang, W., Lee, K. and Ratti, R.A. (2015). Economic policy uncertainty and firm-level investment. *Journal of Macroeconomics*. 39, 42-53.
- Mirza, S.S. and Ahsan, T. (2020). Corporates' strategic responses to economic policy uncertainty in China. *Bus. Strategy Environ*. 29 (2), 375-389.
- Ongsakul, V., Treepongkaruna, S., Jiraporn, P. and Uyar, A. (2021). Do firms adjust corporate governance in response to economic policy uncertainty? Evidence from board size. *Financ. Res. Lett*. 39, 101-126.



- Ozili, P.K. and Thankom, A.G. (2018). Income smoothing among European systemic and non-systemic banks. *The British Accounting Review*, 21(2), 23-46.
- Shen, H., Liu, R., Xiong, H., Hou, F. and Tang, X. (2021b). Economic policy uncertainty and stock price synchronicity: evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, J. 65, 101485.
- Shi, Q., Qiu, W. and Fan, Y. (2020). Economic policy uncertainty and the distribution of business operations between parent companies and their subsidiaries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56 (2), 427-456.
- Su, X., Zhou, S., Xue, R. and Tian, J. (2020). Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 60 (5), 44-64.
- Wang, Y., Chen, C.R. and Huang, Y.S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26 (1), 227-243.
- Wen, F., Li, C., Sha, H. and Shao, L. (2020). How does economic policy uncertainty affect corporate risk-taking? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 25(5), 205-225.
- Wu, C.C., Ho, S.L. and Wu, C.C. (2021). The determinants of bitcoin returns and volatility: perspectives on global and national economic policy uncertainty. *Finance Research Letters*, 45, 105-125.
- Wu, C.C., Ho, S.L., & Wu, C.C. (2021), "The determinants of bitcoin returns and volatility: perspectives on global and national economic policy uncertainty", *Finance Research Letters*, 45, PP. 105-125.
- Wu, J. & Chen, Z. (2022), "Corruption culture and corporate social responsibility: evidence from China", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29 (1), PP. 650-680.



The effect of economic policy uncertainty on financial stability considering the interactive effect of defensive strategy

Samira Barati Menesh¹

Masoud Foladi²

Received: 2025/April/31

Accepted: 2025/June/05

Abstract

The ability to facilitate and promote economic processes, manage risks and neutralize shocks is called financial stability. So far, researchers have investigated the effect of various factors such as equity, total assets, net profit, financing, etc., most of which are internal factors, on financial stability. But in the meantime, there is another important extra-organizational risk that often originates from the instability and lack of comprehensiveness and completeness of the economic laws approved by governments and can overshadow the production performance and financial stability of companies; And so far, it has not been noticed by Iranian researchers, the issue is the uncertainty of the economic policies of the government and the strategy of companies to face such conditions. Therefore, the aim of the current research is to investigate the effect of uncertainty of economic policies on financial stability by considering the interactive effect of defensive strategy. This research is applied in terms of purpose and descriptive-correlation in terms of method. Using the combined data of 128 companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 2010 to 2019 and with the help of multiple linear regression, the researcher found that the uncertainty of economic policies has a negative and significant effect on the financial stability of the company. Also, the results of the research showed that the adoption of a defensive business strategy by companies weakens the negative relationship between the uncertainty of economic policies and the company's financial stability.

Keywords: financial stability, uncertainty of government economic policies, business strategy, defense strategy

¹ Department of Accounting, Shahi.C., Islamic Azad University, Isfahan (Shahin Shahr), Iran.
Samira161373@gmail.com

² Department of Accounting, Shahi.C., Islamic Azad University, Isfahan (Shahin Shahr), Iran. (Responsible author): Foladim57@iau.ac.ir