

Presenting the Relationship Model between Economic Policy Uncertainty, Unexpected Earnings, and Voluntary Disclosure of Information (Case Study: Companies Listed on the Tehran Stock Exchange)

1. Mehdi Avazzadeh Taziyani^{ID}: Department of Accounting, Qe.C., Islamic Azad University, Qeshm, Iran

2. Mohammad Hosein Ranjbar^{ID*}: Department of Accounting and Financial Management, BA.C., Islamic Azad University, Hormozgan, Iran. Email: Mhranjbar54@iau.ac.ir (Corresponding Author)

3. Hossein Badiei^{ID}: Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran

4. Bizhan Abedini^{ID}: Associate Professor, Department Management, Economic and Accounting, University of Hormozgan Bandar Abbas, Iran

Article history



Received: 26 May 2025

Revised: 05 October 2025

Accepted: 12 October 2025

Initial Publish: 12 October 2025

Final Publish: 22 December 2025

Abstract:

This study aimed to design and test a model explaining the relationship between economic policy uncertainty, unexpected earnings, and the level of voluntary disclosure among companies listed on the Tehran Stock Exchange. The research was descriptive and ex post facto, relying on historical financial data. The statistical population comprised all listed companies from 2011 to 2019, and 127 firms were selected through systematic elimination. Data were extracted from financial statements and board reports and analyzed using panel regression with F-Limer (Chow) and Hausman tests. Unexpected earnings were measured as the deviation between actual and forecasted earnings per share, while voluntary disclosure was assessed using a six-component disclosure index. Economic policy uncertainty was calculated based on the inflation rate. Results revealed a negative and significant effect of economic policy uncertainty on unexpected earnings, indicating that higher policy uncertainty decreases the likelihood of generating positive unexpected profits. Conversely, the impact of economic policy uncertainty on voluntary disclosure was not significant, showing no direct relationship between policy uncertainty and managers' disclosure behavior. The determination coefficients were 49% for the unexpected earnings model and 89% for the voluntary disclosure model, confirming acceptable explanatory power. The findings highlight the importance of stable economic policies in improving earnings predictability and reducing investor risk while suggesting that policy uncertainty alone does not significantly drive voluntary disclosure decisions. Policymakers should aim to minimize economic volatility and enhance transparency to strengthen investor confidence and market efficiency.

Keywords: Economic Policy Uncertainty, Unexpected Earnings, Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, Tehran Stock Exchange

Citation: Avazzadeh Taziyani, M., Ranjbar, M. H., Badiei, H., & Abedini, B. (2025). Presenting the Relationship Model between Economic Policy Uncertainty, Unexpected Earnings, and Voluntary Disclosure of Information (Case Study: Companies Listed on the Tehran Stock Exchange). *Accounting, Finance and Computational Intelligence*, 3(4), 1-14.



Copyright: © 2025 by the authors. Published under the terms and conditions of Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

Extended Abstract

Introduction

Capital markets play a fundamental role in channeling resources toward productive economic activities, yet their efficiency is often undermined by information asymmetry—a situation where some market participants hold private information that others cannot access (Ghalibaf & Valizadeh, 2016; Ho et al., 2023). Information asymmetry distorts pricing, increases transaction costs, and erodes investor confidence. One way firms attempt to mitigate this risk is through voluntary disclosure, the proactive release of information beyond mandatory requirements, to provide greater transparency to investors and reduce agency costs (Heitzman et al., 2010; Iatridis & Alexakis, 2012; Khajavi & Alizadeh Tallatappeh, 2015). Prior research confirms that voluntary disclosure can reduce adverse selection problems and improve stock liquidity (Safi Khani et al., 2023; Setayesh et al., 2015). However, disclosure decisions are not made in isolation; the external macroeconomic environment, particularly economic policy uncertainty (EPU), can substantially influence corporate communication strategies (Lei & Luo, 2023; Lu et al., 2024).

EPU refers to unpredictable and unstable economic conditions caused by volatile fiscal, monetary, and regulatory actions that limit the ability of businesses and investors to forecast the future (Ghani & Ghani, 2024; Kaya, 2018). In emerging markets such as Iran, persistent inflation, exchange rate volatility, and abrupt regulatory changes have amplified systemic uncertainty (Khāmesi, 2018; Rastegar, 2024). These shocks can disrupt investment planning, discourage long-term commitments, and lead to cautious earnings management strategies (Li & Qiu, 2021; Saei et al., 2025). They also influence how investors interpret earnings information and respond to surprises in corporate performance (Hamidian et al., 2019; Pirayesh & Choghaleh, 2014).

Unexpected earnings, the difference between reported earnings and analyst or market expectations, are a key signal of firm performance and market reaction (Farajzadeh Dehkordi et al., 2015; Salehi et al., 2014). When the macroeconomic environment is stable, earnings surprises can lead to stronger stock price adjustments and help reduce mispricing (Heater et al., 2023). However, in uncertain policy environments, investors may discount such information, anticipating greater volatility and risk (Eyshi Ravandi et al., 2024; Kang & Wang, 2018). Research in developed markets shows that policy uncertainty weakens the link between earnings announcements and market returns (Kang & Wang, 2018; Lu et al., 2024). Yet, findings are inconsistent: some evidence suggests firms increase disclosure to counteract heightened uncertainty and maintain investor trust (Al-Zubaidi et al., 2025; Nabosu, 2023), while other studies highlight reluctance to disclose sensitive information under volatile conditions due to competitive or regulatory risks (Heitzman et al., 2010; Ho et al., 2023).

Despite growing attention to EPU and disclosure dynamics, research on emerging economies, especially Iran, remains limited. Local studies emphasize that the Iranian market is highly sensitive to macroeconomic instability, yet comprehensive models linking EPU, unexpected earnings, and voluntary disclosure are scarce (Bani Mahd et al., 2022; Mahdavi & Rezaei, 2018). Furthermore, few studies have simultaneously examined how EPU affects both the ability of firms to generate unexpected earnings and their strategic decisions to voluntarily disclose information (Lei & Luo, 2023; Lu et al., 2024). This study addresses these gaps by testing a conceptual model explaining the relationship between economic policy uncertainty, unexpected earnings, and voluntary disclosure among companies listed on the Tehran Stock Exchange. By doing so, it contributes to understanding how macroeconomic shocks shape corporate transparency and market efficiency in a high-volatility environment.

Methods and Materials

The research followed a descriptive and ex post facto design, using historical data from companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2011 and 2019. A systematic elimination approach yielded a final sample of 127 firms after excluding financial institutions, firms with fiscal year changes, and companies with incomplete data. Financial information was collected from audited annual reports and board statements.

Two main regression models were developed to test the study hypotheses. The first model assessed the effect of economic policy uncertainty on unexpected earnings, calculated as the deviation of actual earnings per share from the previous year's expectations, normalized by prior earnings. The second model evaluated the impact of EPU on voluntary disclosure, measured through a weighted six-component disclosure index covering historical performance, non-financial key statistics, segment data, forecasts, and management discussion and analysis. EPU was proxied using macroeconomic indicators, specifically inflation volatility. Control variables included market-to-book ratio, return on assets (ROA), return on equity (ROE), and leverage.

Panel data analysis was performed after diagnostic tests, including the F-Limer (Chow) test to select between pooled and panel models, and the Hausman test to determine fixed versus random effects. Model validity was checked using Durbin-Watson statistics to test for autocorrelation and R-squared values to assess explanatory power.

Findings

The first hypothesis testing showed that economic policy uncertainty has a negative and statistically significant impact on unexpected earnings. The estimated coefficient for EPU in the earnings surprise model was -0.349 ($p < 0.05$), indicating that as policy uncertainty increases, the likelihood of firms producing earnings above market expectations diminishes. The model explained approximately 49% of the variance in unexpected earnings, with no evidence of first-order autocorrelation (Durbin-Watson statistic close to 2).

The second hypothesis testing found no significant relationship between economic policy uncertainty and voluntary disclosure. The coefficient for EPU in the disclosure model was near zero and statistically insignificant ($p > 0.05$), suggesting that changes in policy uncertainty do not meaningfully influence managers' voluntary disclosure practices in the Iranian market context. Despite this, the disclosure model itself exhibited strong explanatory power, with an adjusted R-squared of 0.88, largely driven by firm-level financial variables such as market-to-book ratio and leverage.

Overall, the data analysis confirmed that while policy uncertainty undermines firms' ability to generate unexpected earnings, it does not lead to significant changes in voluntary disclosure behavior among listed Iranian firms.

Discussion and Conclusion

These findings provide new insights into the interplay between macroeconomic instability and corporate reporting in emerging markets. The negative association between EPU and unexpected earnings aligns with prior evidence showing that uncertain policy environments disrupt investment planning and reduce the ability of firms to outperform earnings expectations (Ghani & Ghani, 2024; Kaya, 2018; Li & Qiu, 2021). Similar results have been reported in studies on the U.S. and Asian markets, where shocks such as oil price volatility and political unpredictability depress firm profitability and dampen earnings surprises (Hamidian et al., 2019; Kang & Wang, 2018). In the Iranian context, chronic inflationary pressures, frequent regulatory shifts, and currency volatility likely restrict managerial flexibility, prompting more conservative financial strategies and discouraging risk-taking that could yield higher-than-expected earnings (Khāmesi, 2018; Rastegar, 2024).

Conversely, the absence of a significant EPU effect on voluntary disclosure diverges from some international studies suggesting that uncertainty incentivizes transparency as a signaling mechanism (Lei & Luo, 2023; Lu et al., 2024; Nabosu, 2023). Several factors may explain this divergence. First, weak corporate governance mechanisms in many Iranian listed companies limit accountability and reduce incentives to proactively adjust disclosure strategies (Mahdavi & Rezaei, 2018; Safi Khani et al., 2023). Second, the cost of disclosure may outweigh its benefits under volatile conditions, as managers may fear exposing sensitive strategic or operational information that could be exploited by competitors or lead to regulatory scrutiny (Heitzman et al., 2010; Ho et al., 2023). Third, the limited presence of sophisticated institutional investors and independent analysts may mean there is less market pressure to enhance voluntary disclosure during periods of high uncertainty (Ja'fari Larijani & Farahmandi, 2014; Setayesh et al., 2015).

From a broader perspective, these results suggest that in markets with weak enforcement and governance infrastructure, macroeconomic shocks primarily influence firms' earnings generation capacity rather than their disclosure behavior. For investors, this implies that EPU may reduce opportunities for abnormal returns tied to earnings surprises, while providing little compensatory benefit in terms of increased transparency. For policymakers, the findings emphasize the crucial role of creating a stable and predictable economic policy environment to foster both investor confidence and corporate performance (Eyshi Ravandi et al., 2024; Ghani & Ghani, 2024). Furthermore, regulatory initiatives aimed at enhancing disclosure standards and strengthening governance could help ensure that firms use transparency as a tool to navigate uncertain conditions, as observed in other emerging and developed markets (Al-Zubaidi et al., 2025; Nhi Thanh Thao et al., 2024).

In conclusion, this study advances understanding of how economic policy uncertainty shapes the informational landscape of the Tehran Stock Exchange by demonstrating its dampening effect on unexpected earnings but negligible influence on voluntary disclosure. The results highlight the need for macroeconomic stability and institutional development to improve the predictive power of financial reporting and the functioning of capital markets in emerging economies.

Authors' Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

ارائه الگوی روابط بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سودهای غیرمنتظره و افشای داوطلبانه اطلاعات (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)

تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۵ خرداد ۱۴۰۴

تاریخ بازنگری: ۱۳ مهر ۱۴۰۴

تاریخ پذیرش: ۲۰ مهر ۱۴۰۴

تاریخ چاپ اولیه: ۲۰ مهر ۱۴۰۴

تاریخ چاپ نهایی: ۱ دی ۱۴۰۴

۱. مهدی عوض زاده تازیانی^{ID}: گروه حسابداری، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران

۲. محمدحسین رنجبر^{ID}*: گروه حسابداری و مدیریت مالی، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، هرمزگان، ایران. ایمیل: Mhranjbar54@iau.ac.ir (نویسنده مسئول)

۳. حسین بدیعی^{ID}: گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۴. بیژن عابدینی^{ID}: دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه هرمزگان، بندرعباس، ایران

چکیده

این پژوهش با هدف طراحی و آزمون الگویی برای تبیین رابطه میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سودهای غیرمنتظره و سطح افشای داوطلبانه اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. این مطالعه از نوع توصیفی-پس‌رویدادی و مبتنی بر داده‌های تاریخی است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ بود. با روش حذف سیستماتیک ۱۲۷ شرکت انتخاب شد. داده‌ها از صورت‌های مالی و گزارش‌های هیئت‌مدیره گردآوری و با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی و آزمون‌های F لیمر (چاو) و هاسمن تحلیل گردید. برای سنجش سودهای غیرمنتظره از تفاوت سود واقعی و پیش‌بینی‌شده هر سهم و برای افشای داوطلبانه از شاخص محتوای اطلاعاتی شش‌گانه استفاده شد. متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر پایه نرخ تورم محاسبه گردید. نتایج نشان داد عدم قطعیت سیاست اقتصادی اثر منفی و معناداری بر سودهای غیرمنتظره شرکت‌ها دارد و با افزایش نااطمینانی اقتصادی، احتمال ایجاد سود غیرمنتظره کاهش می‌یابد. در مقابل، اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر افشای داوطلبانه اطلاعات معنادار نبود و این متغیر نتوانست تغییر سطح افشا را در شرکت‌ها توضیح دهد. ضریب تعیین مدل سود غیرمنتظره ۴۹ درصد و مدل افشای داوطلبانه ۸۹ درصد برآورد شد که نشان‌دهنده برازش مناسب الگوها است. یافته‌ها بیانگر نقش مهم ثبات سیاست‌های اقتصادی در بهبود پیش‌بینی‌پذیری سود شرکت‌ها و کاهش ریسک سرمایه‌گذاران است. در عین حال، عدم قطعیت سیاستی محرک معناداری برای تغییر رفتار افشای داوطلبانه مدیران نیست. پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران با کاهش نوسانات اقتصادی و ایجاد شفافیت بیشتر، زمینه اعتماد سرمایه‌گذاران و کارایی بازار را تقویت کنند.

کلیدواژه‌ها: عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سود غیرمنتظره، افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی، بورس اوراق بهادار تهران

شیوه استناددهی: عوض زاده تازیانی، مهدی، رنجبر، محمدحسین، بدیعی، حسین، و عابدینی، بیژن. (۱۴۰۴). ارائه الگوی روابط بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سودهای غیرمنتظره و افشای داوطلبانه اطلاعات (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران). *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۳(۴)، ۱-۱۴.



بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان اصلی نظام مالی هر کشور نقشی تعیین کننده در تخصیص بهینه منابع و هدایت سرمایه‌ها به سمت فعالیت‌های مولد دارد. با این حال، یکی از مهم‌ترین چالش‌های ساختاری در بازار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران است که به نابرابری در دسترسی به اطلاعات و در نتیجه ناکارآمدی قیمت‌گذاری منجر می‌شود (Ho et al., 2023). در چنین فضایی، گروهی از سرمایه‌گذاران با دستیابی به اطلاعات محرمانه درباره ارزش شرکت‌ها، رفتار معاملاتی متفاوتی اتخاذ می‌کنند و این امر به کاهش نقدشوندگی و افزایش ریسک سیستماتیک منجر می‌شود (Ghalibaf & Valizadeh, 2016). ادبیات مالی نشان داده است که افشای داوطلبانه اطلاعات می‌تواند به طور چشمگیری از شدت عدم تقارن اطلاعاتی بکاهد و کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را ارتقا دهد (Khajavi, 2015؛ Iatridis & Alexakis, 2012؛ #290711). شرکت‌ها با افشای بیشتر و دقیق‌تر داده‌های مالی و غیرمالی، اعتماد بازار را افزایش داده و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهند (Heitzman et al., 2010).

افشای داوطلبانه نه تنها به عنوان ابزاری برای ارتقای شفافیت، بلکه به مثابه سازوکاری راهبردی در مدیریت ادراک سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه‌های نمایندگی مطرح است (Safi Khani, 2023؛ #290702؛ Setayesh et al., 2015). مدیران در شرایطی که منافع ناشی از شفافیت بیش از هزینه‌های افشا باشد، تمایل بیشتری به ارائه اطلاعات فراتر از الزامات قانونی دارند (Heitzman et al., 2010). با این حال، عوامل بیرونی به ویژه عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند رفتار افشایی شرکت‌ها را دستخوش تغییر کند (Lu et al., 2024). عدم قطعیت سیاست اقتصادی مفهومی چندبعدی است که بر ناپایداری انتظارات اقتصادی و پیش‌بینی‌ناپذیری محیط کسب‌وکار دلالت دارد (Kaya, 2018؛ #99545؛ Ghani, 2024). این متغیر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، ارزش‌گذاری سهام، و حتی ساختار تأمین مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد (Saei, Li & Qiu, 2021؛ #284119). (2025)

در اقتصادهای نوظهور، از جمله ایران، نوسانات مکرر نرخ تورم، تغییرات پیش‌بینی‌ناپذیر سیاست‌های پولی و مالی و بی‌ثباتی مقررات، سطح بالایی از عدم اطمینان کلان اقتصادی ایجاد کرده است (Rastegar, 2024؛ #122142؛ Khāmesi, 2018). این نااطمینانی‌ها می‌تواند واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات منتشرشده را تضعیف و حتی محتوای اطلاعاتی سودهای اعلام‌شده را کاهش دهد (Pirayesh, 2014؛ #290703؛ Hamidian et al., 2019). تحقیقات نشان می‌دهد با افزایش ریسک ناشی از سیاست‌های اقتصادی غیرقابل پیش‌بینی، واکنش بازار به سودهای غیرمنتظره (تفاوت بین سود واقعی و پیش‌بینی‌شده) کاهش یافته و توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده مختل می‌شود (Heater, 2023؛ #290719؛ Kang & Wang, 2018). این وضعیت سبب می‌شود سرمایه‌گذاران رویکردی محافظه‌کارانه‌تر اتخاذ کنند و رفتار معاملاتی آن‌ها بیشتر بر ریسک‌گریزی استوار گردد (Zanjirdar, 2016؛ #290697؛ Hamidian et al., 2019).

در کنار تأثیر مستقیم بر واکنش بازار، عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند به صورت غیرمستقیم نیز از طریق تغییر انگیزه‌های افشای اطلاعات بر ساختار اطلاعاتی بازار اثر بگذارد. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌ها در دوره‌های افزایش ریسک سیاسی و اقتصادی، الگوی افشای خود را تغییر داده و گاهی برای اجتناب از پیامدهای منفی و حفظ انعطاف‌پذیری، از شفافیت می‌کاهند (Lu, 2024؛ #290707؛ Lei & Luo, 2023). از سوی دیگر، برخی پژوهش‌ها بیان کرده‌اند که در محیط‌های پرریسک، فشار سرمایه‌گذاران نهادی و نیاز به جذب منابع مالی ممکن است شرکت‌ها را به افشای داوطلبانه بیشتر سوق دهد تا عدم قطعیت ادراک‌شده در بازار کاهش یابد (Al-Zubaidi et al., 2025؛ #78374). (Nabosu, 2023)

ابعاد سود غیرمنتظره نیز در ارتباط با عدم قطعیت اهمیت بالایی دارد. سود غیرمنتظره به عنوان شاخصی از تفاوت عملکرد واقعی شرکت با پیش‌بینی تحلیلگران و سرمایه‌گذاران، نقش حیاتی در قیمت‌گذاری سهام ایفا می‌کند (Farajzadeh Dehkordi, 2015؛ #290722؛ Salehi et al., 2014). هرچه ثبات محیط اقتصادی بیشتر باشد، پیش‌بینی‌پذیری سود افزایش یافته و بازدهی بازار نسبت به شگفتی‌های سود حساس‌تر خواهد بود (Heater et al., 2023). اما در شرایط پرنوسان، کارایی اطلاعاتی سود کاهش یافته و واکنش‌های بازار غیرقابل اتکا می‌شود (Hamidian et al., 2019). این امر می‌تواند جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را تضعیف و به خروج سرمایه‌های خرد و کلان منجر شود (Eyshi Ravandi et al., 2024).

در فضای پژوهشی، مطالعات گوناگون تلاش کرده‌اند تا نقش واسطه‌ای افشای داوطلبانه در کاهش ریسک اطلاعاتی و افزایش پاسخ بازار به اخبار سود را نشان دهند (Setayesh, 2015 #290699; Mahdavi & Rezaei, 2018). برخی پژوهش‌ها یافته‌اند که ارتقای کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند از طریق بهبود سطح افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و به افزایش نقدشوندگی سهام کمک کند (Ja'fari Larijani, 2014 #290716; Safi Khani et al., 2023). همچنین مشخص شده است که انگیزه‌های مدیریت سود و هموارسازی درآمد می‌تواند محتوای اطلاعاتی سود را تحت تأثیر قرار دهد و در شرایط پرریسک، کیفیت سود کاهش یابد (Bani Pirayesh, 2014 #290703; Mahd et al., 2022).

با این حال، هنوز شکاف‌های مهمی در ادبیات وجود دارد. نخست آنکه بخش عمده پژوهش‌ها در زمینه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر بازارهای توسعه‌یافته تمرکز داشته و شرایط خاص اقتصادهای در حال گذار مانند ایران کمتر بررسی شده است (Kaya, 2018 #290712; Ghani & Ghani, 2024). دوم، تعامل پیچیده بین عدم قطعیت، واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره و رفتار افشایی شرکت‌ها به طور همزمان در یک مدل یکپارچه مطالعه نشده است (Lei, 2023 #290709; Lu et al., 2024). سوم، شاخص‌های بومی برای سنجش عدم قطعیت و افشای داوطلبانه که متناسب با ویژگی‌های نهادی و نظارتی بازار سرمایه ایران باشند، در مطالعات پیشین کمتر به کار رفته‌اند (Khāmesi, 2018 #290710; Eyshi Ravandi et al., 2024).

با توجه به این خلأها، مطالعه حاضر تلاش می‌کند تا با طراحی الگویی جامع، اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر دو مؤلفه کلیدی رفتار بازار سرمایه یعنی سودهای غیرمنتظره و افشای داوطلبانه اطلاعات را در بستر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تحلیل کند.

روش پژوهش و مواد

روش‌شناسی مورد استفاده در این تحقیق از نوع پس‌رویدادی بوده و از اطلاعات گذشته استفاده شده است. در مواردی که بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با چند متغیر مستقل مد نظر باشد، هدف محقق این است که با استفاده از داده‌های تاریخی، پارامتر (پارامترهایی) برای متغیر (متغیرهای)، مستقل برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش‌بینی نماید. به بیان دیگر این تحقیق، تحقیقی توصیفی است که در آن درصدد توصیف روابط بین متغیرها (وابسته و مستقل) با استفاده از آزمون‌های آماری هستیم. پس از تدوین مدل، ضرایب متغیرهای مستقل و اندازه تأثیرگذاری آن‌ها بر متغیر وابسته با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی برآوردی (EGLS) مشخص خواهد شد. لذا روش تحقیق، توصیفی از شاخه همبستگی است. شایان ذکر است بخش ادبیات این پژوهش برگرفته از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شده؛ مطالعات کتابخانه‌ای شامل مجلات تخصصی لاتین و فارسی پژوهش‌های کاربردی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش، متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؛ لذا در این راستا تعداد نمونه مورد مطالعه در این پژوهش که در مجموع ۱۱۴۳ شرکت بوده است، با استفاده از روش حذف سیستماتیک و با توجه به معیارهای زیر انتخاب گردیده است:

۱. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفند ماه باشد.
۲. شرکت‌ها در طول دوره تحقیق، تغییر سال مالی نداده باشند.
۳. شرکت‌های مورد بررسی قبل از سال ۱۳۸۹ وارد بورس اوراق بهادار شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ از بورس خارج نشده باشند.
۴. جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ نباشد.
۵. اطلاعات مالی مورد نیاز در دسترس باشد.

¹-Generalized Least Square

جدول ۱. چگونگی گزینش شرکت‌های نمونه

۴۵۹	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۸
	کسر می‌شود:
۷۸	تعداد شرکت‌هایی که در دوره تحقیق (۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸) در بورس فعال نبوده‌اند؛
۵۲	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند؛
۱۶۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد؛
۴۰	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد؛
۱۲۷	تعداد شرکت‌های نمونه

نرمال بودن متغیرها یکی از پیش‌آزمون‌های مهم رگرسیون می‌باشد. اگر متغیر وابسته از توزیع نرمال کافی برخوردار نباشد احتمال اینکه نتایج غیرصحیح باشد وجود دارد. لذا بایستی در صورت عدم نرمال بودن متغیر وابسته، آن را نرمال‌سازی نمود. به منظور بررسی نرمال بودن متغیر از چولگی و کشیدگی استفاده نموده‌ایم. در صورتی که مقادیر چولگی و کشیدگی بین صفر تا ۶ باشد متغیر از توزیع نرمال کافی برخوردار است.

همچنین به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از "آزمون F لیمر" (چاو) استفاده گردیده چنانچه سطح اهمیت محاسبه شده بیشتر از سطح خطای ۵ درصد باشد از داده‌های تلفیقی (Pooled) و در غیر اینصورت از داده‌های تابلویی (Panel) باید استفاده گردد. همچنین به منظور جهت تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی بودن مدل از آزمون هاسمن استفاده می‌گردد.

پس از تدوین سوال‌ها، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

- **فرضیه اول:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذاران به سودهای غیرمنتظره تاثیر دارد.
- **فرضیه دوم:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر افشاء داوطلبانه اطلاعات توسط مدیران تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل‌های رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. این مدل‌ها را می‌توان به صورت زیر توصیف کرد:

- **فرضیه اول:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذاران به سودهای غیرمنتظره تاثیر دارد.

$$\text{Earnings Surprises}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{BM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

- **فرضیه دوم:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر افشاء داوطلبانه اطلاعات توسط مدیران تاثیر دارد.

$$\text{Voluntary Disclosure}_{it} = \theta_0 + \theta_1 \text{EPU}_{it} + \theta_2 \text{ROA}_{it} + \theta_3 \text{ROE}_{it} + \theta_4 \text{LEV}_{it} + \theta_5 \text{BM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Disclosure_{it} = افشاء داوطلبانه اطلاعات شرکت i در سال مالی t

$\text{Earnings Surprises}_{it}$ = سود غیرمنتظره شرکت i در سال مالی t

BM_{it} = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در سال مالی t

ROA_{it} = بازده دارایی شرکت i در سال مالی t

ROE_{it} = بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال مالی t

LEV_{it} = نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها شرکت i در سال مالی t

ε_{it} = باقیمانده مدل

در این قسمت به معرفی متغیرهای مورد استفاده در تحلیل‌های تجربی و نمادهای مربوط به آن می‌پردازیم.

عوض زاده تازیانی و همکاران

جدول ۲. علانم اختصاری متغیرهای مورد استفاده در تحلیل

نام متغیر	نماد	نقش متغیر	نحوه محاسبه
سودهای غیرمنتظره	EARNINGSSUPRISE	وابسته	(سود هر سهم در سال جاری منهای سود هر سهم در سال گذشته) تقسیم بر سود هر سهم در سال گذشته. در صورتی که افزایش داشته باشد سود سهم غیرمنتظره است.
افشاء داوطلبانه	DISCLOSURE	وابسته	در این تحقیق جهت اندازه‌گیری متغیر افشاء داوطلبانه اطلاعات از شاخص‌های پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از عملکرد تاریخی، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی، بحث و تحلیل مدیریت استفاده می‌شود.
توضیحات در خصوص نحوه سنجش افشای داوطلبانه: باتوجه به اینکه شاخص‌های ذکر شده از طریق سیستم وزنی مورد محاسبه قرار گرفت لذا نحوه محاسبه بدین صورت است: پیشینه اطلاعاتی (BGI): به هر قلم گزارش شده یک امتیاز و در صورت کمی بودن نیز یک امتیاز دیگر تعلق می‌گیرد. خلاص‌های از عملکرد تاریخی (SHR): در مورد نسبت‌ها و پیش‌بینی سود هر سهم، اگر اطلاعات دوره آخر (X)، باشد یک امتیاز و نیز دوره (X-۱)، باشد یک امتیاز دیگر و امتیاز اضافی دیگر در صورتی که (X-۲) باشد، تعلق می‌گیرد. برای فروش‌ها، درآمد عملیاتی و سود خالص، اگر با اشاره به (X-۲)، باشد یک امتیاز تعلق می‌گیرد. آماره‌های کلیدی غیرمالی (KNFS): دو امتیاز برای هر کدام از اطلاعات گزارش شده تعلق می‌گیرد. اطلاعات بخش‌ها (SEGI): یک امتیاز به هر یک از اقلام گزارش شده تعلق می‌گیرد. اطلاعات پیش‌بینی (PRI): موارد کیفی اقلام ۱ و ۲ یک امتیاز و اقلام ۳ الی ۱۰ دو امتیاز و یک امتیاز برای اقلام کمی و یک امتیاز به اقلام ۹ الی ۱۰ برای اشاره به بخش‌های (اصلی). بحث و تحلیل مدیریت (MD&A): موارد کیفی اقلام ۱ الی ۱۴ یک امتیاز و یک امتیاز نیز به موارد کمی به استثنای فروش و درآمد عملیاتی تعلق می‌گیرد. دو قلم، اگر به بخش‌های اصلی اشاره شود یک و اگر بر مبنای سرجمع باشد نیم امتیاز تعلق می‌گیرد. اقلام ۱۵ الی ۱۹ اگر نسبت‌های X لحاظ شود یک و اگر روند نیز بررسی شود یک امتیاز اضافی تعلق می‌گیرد. امتیاز افشای داوطلبانه از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید (خواجویی و عزیززاده طلایه، ۱۳۹۴).			
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EUP	مستقل	به منظور سنجش عدم قطعیت سیاست اقتصادی در این پژوهش از شاخص نرخ تورم استفاده می‌شود. از بانک داده‌های اقتصادی و مالی استخراج می‌گردد.
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	BM	کنترلی	از تقسیم ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.
بازده دارایی	ROA	کنترلی	از تقسیم سود خالص بر دارایی کل محاسبه می‌شود.
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	کنترلی	از تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.
اهرم مالی	LEV	کنترلی	از تقسیم بدهی کل بر دارایی کل محاسبه می‌شود.

یافته‌ها

در جدول ۳ متغیر سودهای غیرمنتظره، افشاء داوطلبانه، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سایر متغیرها ارائه شده است. باتوجه به گزارش هیأت مدیره جمع‌آوری شده از ۱۲۷ شرکت حجم نمونه به طور میانگین ۶۵.۴۴ بیش از نیمی از امتیازهای قابل کسب (۱۲۰ امتیاز) می‌باشد و بیشترین امتیاز داوطلبانه شرکت‌ها ۱۰۲۰۰ و کمترین نیز ۱۰۰۰ مشخص شده است. از طرفی به طور میانگین ۰.۱۵ سود غیرمنتظره برای شرکت‌ها ارائه شده است که نشان از رشد شرکت‌ها در بازه زمانی داشته است. همچنین در بررسی جدول ۳. مشخص می‌گردد که شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی باتوجه به شرایط نرخ تورم به طور میانگین ۳۷.۴۰ برآورد شده است که شرکت‌ها را به نسبت سال‌های پیش رو تحت تأثیر قرار می‌دهد و ممکن است بازدهی شرکت‌ها دچار تغییرات چشم‌گیری شود.

جدول ۳. آماره توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
سودهای غیرمنتظره	۰.۱۵	۰.۱۲	۰.۴۳	۰.۰۵	۰.۱۰
افشاء داوطلبانه	۶۵.۴۴	۶۰.۰۰	۱۰۲.۰۰	۱۰.۰۰	۱۲.۴۵
عدم قطعیت سیاست اقتصادی (برحسب درصد)	۳۷.۴۰	۳۵.۱۰	۵۱.۴	۲۱.۵	۰.۶۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۴۴.۷۷	۳۵.۶۸	۱۲۷.۱۸	۶۲.۹۸	۳۹.۹۲
بازده دارایی	۰.۱۸	۰.۱۶	۰.۶۸	۰.۰۷	۰.۱۵
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۱۵	۰.۱۲	۰.۴۵	۰.۰۳	۰.۲۴
اهرم مالی	۰.۵۴	۰.۵۳	۰.۶۵	۰.۱۵	۰.۲۷

با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون F لیمر کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل از مدل داده‌های پانل (Panel) استفاده می‌گردد. در مرحله بعد به بررسی این موضوع پرداخته شده که آیا عرض از مبدأ بصورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی بصورت تصادفی عمل می‌کند. آماره این آزمون که تفاوت‌های واحدهای مقطعی است دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل بوده است.

جدول ۴. آزمون اف لیمر (چاو) مدل تحقیق

مدل	آماره	مقدار	سطح معناداری	نتیجه آزمون
اول	F لیمر	۷/۸۲	۰/۰۰۰۰	Panel
دوم	F لیمر	۱۰/۰۴	۰/۰۰۰۵	Panel

باتوجه به جدول ۵ مشاهده می‌گردد سطح معناداری بدست آمده از آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است، لذا، الگوی مناسب، الگوی مبتنی بر الگوی اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن مدل تحقیق

مدل	مقدار	سطح معناداری	نتیجه آزمون
اول	۲۴/۰۸	۰/۰۰۰۲	اثرات ثابت (FE)
دوم	۱۷/۴۵	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت (FE)

نتیجه آزمون فرضیه اول: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذاران به سودهای غیرمنتظره تاثیر دارد.

$$\text{Earnings Suprises}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{BM}_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: سودهای غیرمنتظره	ضریب برآورد شده	آماره t	P-value
عرض از مبدأ	۳/۲۷	۱/۵۰۳	۰/۱۳۳
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	-۰/۳۴۹	-۲/۶۳	۰/۰۱۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۱۷	-۱/۹	۰/۰۵۷
بازده دارایی	۱۱/۹۹	۲۶/۵۸	۰/۰۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۷۵	۰/۷۸۲	۰/۴۳۴۱
اهرم مالی	-۰/۳۰۳	-۳/۳۲	۰/۰۰۰۹
ضریب تعیین ۰/۴۹	ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۳		
آماره دوربین واتسون ۲/۰۲	آماره F ۷/۶۲	احتمال آماره F ۰/۰۰۰۰	

عوض زاده تازیانی و همکاران

با توجه به جدول ۶ مشخص است، کل مدل باتوجه به این که مقدار سطح اهمیت برابر ۰.۰۰۰ و کم تر از ۰.۰۰۵ می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰.۴۹ از متغیر سودهای غیرمنتظره توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. در بررسی معنی داری ضرایب باتوجه به جدول فوق مربوط به فرضیه اول پژوهش بیان می کند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه گذاران به سودهای غیرمنتظره تاثیر دارد. همانطور که در نتایج جدول فوق مشاهده می گردد، ضریب متغیر مستقل عدم قطعیت سیاست اقتصادی که نشان دهنده تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه گذاران به سودهای غیرمنتظره است برابر با (۰/۳۴۹-) و سطح معنی داری این متغیر کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین میتوان نتیجه گرفت که این متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه منفی و معنی داری دارد. به عبارت دیگر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر واکنش سرمایه گذاران به سودهای غیرمنتظره تاثیر منفی و معنی داری دارد. لذا فرضیه اول در سطح معناداری ۹۵ درصد تایید می گردد. همچنین آماره دوربین واتسون مدل ۲/۰۲ است و از آنجا که این عدد نزدیک بین ۱.۵ تا ۲.۵ است، می توان گفت که در این مدل خود همبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر افشاء داوطلبانه اطلاعات توسط مدیران تاثیر دارد.

$$\text{Voluntary Disclosure}_{it} = \theta_0 + \theta_1 \text{EPU}_{it} + \theta_2 \text{ROA}_{it} + \theta_3 \text{ROE}_{it} + \theta_4 \text{LEV}_{it} + \theta_5 \text{BM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: افشاء داوطلبانه			
متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	P-value
عرض از مبدا	۰/۳۳	۵/۵۳	۰/۰۰۰
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰/۰۰۱	-۰/۲۸۳	۰/۷۷
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۰۱	۵/۶۱	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی	۰/۰۱۵	۱/۳۹	۰/۱۶۴
بازده حقوق صاحبان سهام	-۰/۰۰۶	-۲/۲۹	۰/۰۲۱۸
اهرم مالی	-۰/۰۰۷	-۲/۸۷	۰/۰۰۴۱
ضریب تعیین ۰/۸۹	ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۸۸		
آماره دوربین واتسون ۱/۸۳	آماره F ۶۶/۲۹	احتمال آماره F ۰/۰۰۰۰	

با توجه به جدول ۷ مشخص است، کل مدل باتوجه به این که مقدار سطح اهمیت برابر ۰.۰۰۰ و کم تر از ۰.۰۰۵ می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰.۸۹ از متغیر افشای داوطلبانه توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. در بررسی معنی داری ضرایب باتوجه به جدول فوق مربوط به فرضیه دوم با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل تحقیق که در جدول مشاهده می شود، ضریب متغیر مستقل عدم قطعیت سیاست اقتصادی برابر با (۰/۰۰۱) بوده و سطح معنی داری این متغیر بیشتر از ۰/۰۵ است. بنابراین می توان نتیجه گرفت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و افشاء داوطلبانه شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد. لذا فرضیه دوم رد می شود.

بحث و نتیجه گیری

نتایج این پژوهش دو پیامد اساسی را آشکار ساخت: نخست، تأیید اثر منفی و معنادار عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سودهای غیرمنتظره؛ دوم، عدم تأیید رابطه معنادار بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و افشای داوطلبانه اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. این یافته ها در ادامه به تفصیل تبیین و با شواهد پیشین مقایسه می شوند.

یافته نخست نشان داد که افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی به طور معناداری باعث کاهش بروز سودهای غیرمنتظره می شود. به بیان دیگر، هنگامی که محیط اقتصاد کلان بی ثبات است و شاخص های پیش بینی پذیری کاهش می یابد، توان شرکت ها در ایجاد سود فراتر از انتظارات بازار تضعیف می شود. این نتیجه با مبانی نظری رفتار سرمایه گذاران و واکنش آن ها به نااطمینانی همسو است (Ghani, 2024 #99545; Kaya, 2018). در ادبیات اقتصادی مطرح شده است که هنگامی که ریسک سیاستی و اقتصادی افزایش می یابد، تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها با احتیاط بیشتری اتخاذ می شود و مدیران از ورود به پروژه های پرریسک و با بازده نامشخص پرهیز می کنند (Li & Qiu, 2021).

Kang & Saei, 2025 #284119). همین امر احتمال خلق جریان‌های نقدی غیرمنتظره را کاهش می‌دهد. شواهد مشابهی در پژوهش‌های بین‌المللی وجود دارد؛ برای مثال (Kang & Wang, 2018) نشان دادند در ایالات متحده شوک‌های نفتی و افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی مستقیماً سود غیرمنتظره شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. همچنین (Hamidian et al., 2019) در زمینه واکنش سرمایه‌گذاران ایرانی به سودهای غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان بازار به نتایجی مشابه رسیدند و بیان کردند که سطح بالای نااطمینانی موجب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار سود می‌شود.

دلیل احتمالی این همسویی در شرایط ایران، وابستگی شدید محیط اقتصادی به سیاست‌گذاری‌های مالی و پولی ناپایدار است (Rastegar, 2024؛ Khāmesi, 2018). تورم بالا، نوسانات نرخ ارز و تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در مقررات تجاری سبب شده است شرکت‌ها از اجرای تصمیمات تهاجمی و نوآورانه صرف‌نظر کنند و در نتیجه احتمال تحقق سودهای غیرمنتظره کاهش یابد. از سوی دیگر، کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران منجر به بازنگری در انتظارات سودآوری شده و پیش‌بینی‌های تحلیلگران نیز محتاطانه‌تر می‌شود، در نتیجه شکاف بین سود واقعی و سود پیش‌بینی‌شده محدود می‌گردد (Pirayesh, 2014 #290703؛ Heater et al., 2023).

اما یافته دوم، یعنی عدم معناداری اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر افشای داوطلبانه اطلاعات، برخلاف بخشی از پژوهش‌های بین‌المللی بود. برخی مطالعات، مانند تحقیق (Lu et al., 2024) در چین و (Lei & Luo, 2023) در زمینه بازارهای آسیایی، نشان داده‌اند که در دوره‌های نااطمینانی شدید، مدیران تمایل دارند با افزایش سطح افشای داوطلبانه، ابهام بازار را کاهش داده و اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند. همچنین (Nabosu, 2023) در کنیا دریافت که شرکت‌ها در شرایط ناپایدار اقتصادی با انتشار اطلاعات اضافی به دنبال جذب منابع و بهبود عملکرد سهام خود هستند. در مقابل، یافته حاضر حاکی از آن است که شرکت‌های ایرانی در مواجهه با بی‌ثباتی سیاستی تغییر معناداری در سطح افشای داوطلبانه ایجاد نمی‌کنند.

این تفاوت می‌تواند ناشی از چند عامل ساختاری در بازار سرمایه ایران باشد. نخست، ضعف نظام‌های حاکمیت شرکتی و عدم الزام‌پذیری مکانیسم‌های کنترلی می‌تواند موجب شود مدیران انگیزه کافی برای تعدیل استراتژی افشای خود در شرایط پرریسک نداشته باشند (Safi Khani, 2023 #290702؛ Mahdavi & Rezaei, 2018). دوم، فرهنگ تصمیم‌گیری مالی در بسیاری از شرکت‌های بورسی ایران مبتنی بر واکنش کوتاه‌مدت و مدیریت سود برای اجتناب از زیان انتظاری است و نه مدیریت شفافیت بلندمدت (Farajzadeh Dehkordi, 2015 #290722؛ Bani Mahd et al., 2022). سوم، در نبود فشار پایدار از سوی سرمایه‌گذاران نهادی و تحلیلگران مستقل، مدیران انگیزه کمتری برای ارتقای کیفیت افشای اختیاری دارند (Farajzadeh Dehkordi, 2015 #290699؛ Ja'fari Larijani & Farahmandi, 2014). همچنین برخی شواهد نشان داده‌اند که هزینه‌های افشای داوطلبانه در ایران به دلیل ریسک افشای اطلاعات حساس و امکان سوءاستفاده رقبای بالاست (Ho, 2023 #34952؛ Heitzman et al., 2010).

به طور کلی می‌توان گفت که نااطمینانی سیاست اقتصادی در ایران بیش از آن که بر رفتار اطلاعاتی مدیران اثرگذار باشد، بر توان درآمدزایی و خلق سود غیرمنتظره شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. این امر پیامدهای مهمی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد؛ چرا که کاهش سودهای غیرمنتظره نشان‌دهنده افت فرصت‌های بازده غیرعادی در بازار است و بر جذابیت سرمایه‌گذاری اثر منفی می‌گذارد (Eyshi Ravandi et al., 2024).

از منظر سیاست‌گذاری نیز نتایج مطالعه نشان می‌دهد که برای ارتقای کارایی بازار سرمایه، تمرکز بر ثبات بخشی سیاست‌های اقتصادی و ایجاد چارچوب‌های قابل پیش‌بینی اهمیت دارد. کاهش نوسانات سیاستی و شفافیت در تصمیمات اقتصادی می‌تواند محیطی فراهم کند که در آن شرکت‌ها بتوانند برنامه‌ریزی بلندمدت داشته باشند و سرمایه‌گذاران واکنش‌های اطلاعاتی دقیق‌تری نشان دهند (Kaya, 2018 #290712؛ Ghani & Ghani, 2024). همچنین ایجاد فشارهای نظارتی برای ارتقای افشای داوطلبانه و افزایش پاسخگویی مدیران، می‌تواند نقش مکملی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایفا کند (Nhi Thanh Thao et al., 2024).

این پژوهش چند محدودیت قابل توجه دارد. نخست، شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی با استفاده از نرخ تورم و داده‌های کلان اقتصادی برآورد شد که اگرچه رایج است اما ممکن است تمام ابعاد نااطمینانی سیاستی مانند ریسک‌های ژئوپلیتیک، تغییرات ناگهانی مقررات مالیاتی یا سیاست‌های ارزی را پوشش ندهد. دوم، متغیر افشای داوطلبانه با شاخص محتوای اطلاعاتی استخراج‌شده از گزارش‌های سالانه و یادداشت‌های هیئت‌مدیره اندازه‌گیری شد؛ این شاخص با وجود جامعیت نسبی، می‌تواند تحت تأثیر قضاوت‌های ذهنی در ارزیابی محتوای گزارش‌ها قرار گیرد. سوم، داده‌ها محدود به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ بود و این امر ممکن است قابلیت تعمیم

نتایج به سایر دوره‌های اقتصادی و یا بازارهای نوظهور دیگر را کاهش دهد. همچنین متغیرهای دیگری مانند ساختار مالکیت، نفوذ سهام‌داران نهادی و کیفیت حاکمیت شرکتی در این مطالعه به طور مستقیم وارد مدل نشدند که می‌توانند نتایج را متأثر سازند.

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده شاخص‌های جامع‌تری از عدم قطعیت سیاست اقتصادی که ترکیبی از نوسانات ارزی، بی‌ثباتی مقررات مالی، و شاخص‌های انتظارات بازار را شامل می‌شود، به کار گرفته شود. همچنین می‌توان با تفکیک صنایع مختلف بررسی کرد که آیا حساسیت به ناطمینانی سیاستی در بخش‌هایی مانند پتروشیمی، فلزات یا فناوری اطلاعات متفاوت است. مطالعات آینده همچنین می‌توانند نقش حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و فشار سرمایه‌گذاران نهادی را به عنوان متغیرهای تعدیل‌گر در رابطه میان عدم قطعیت، افشای داوطلبانه و سود غیرمنتظره وارد مدل کنند. از سوی دیگر، بررسی مقایسه‌ای بین بازار سرمایه ایران و دیگر اقتصادهای نوظهور مانند ترکیه، عراق و ویتنام می‌تواند ابعاد بین‌المللی این موضوع را روشن‌تر سازد.

برای سیاست‌گذاران اقتصادی ضروری است چارچوبی پایدار و قابل پیش‌بینی برای تصمیمات پولی، مالی و ارزی ایجاد کنند تا محیط کسب‌وکار و سرمایه‌گذاری از شوک‌های مکرر در امان بماند. سازمان بورس و نهادهای ناظر نیز می‌توانند با تدوین دستورالعمل‌های دقیق‌تر و الزامات شفافیت، کیفیت افشای داوطلبانه را ارتقا دهند. مدیران شرکت‌ها نیز باید استراتژی‌های ارتباطی خود با بازار را تقویت کنند و از افشای اطلاعات به عنوان ابزاری برای جذب سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه سرمایه بهره گیرند. در نهایت، توسعه فرهنگ تحلیلی مستقل و ارتقای نقش سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند فضای پاسخ‌گویی و شفافیت را در بازار سرمایه گسترش دهد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

موازین اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازین و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Al-Zubaidi, H. S., Abdulhameed, M. A., & Fenjan, F. H. (2025). Evaluating common stock prices through the residual income model: Evidence from Iraq stock exchange. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.
- Bani Mahd, B., Royaei, R. A., & Moshtagh Kahnemouei, M. (2022). Economic Uncertainty and Earnings Management: Evidence from Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Accounting and Auditing Research*, 14(54), 5-20.

- Eyshi Ravandi, M., Moeinaddin, M., Taftiyan, A., & Rostami Bashmani, M. (2024). Investigating the Impact of Investor Sentiment and Liquidity on Stock Returns of the Iranian Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 3(1), 40-52. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2038046.1068>
- Farajzadeh Dehkordi, H., Hemmati, H., & Sanaei, H. (2015). Inflated Balance Sheet and Alternative Methods for Avoiding Negative Unexpected Earnings. *Management accounting*, 8(27), 57-70.
- Ghalibaf, H., & Valizadeh, F. (2016). Investigating the Relationship Between Dividend Policy with Information Asymmetry and Stock Liquidity. *Financial Management Strategy*, 2(1), 21-38.
- Ghani, M., & Ghani, U. (2024). Economic policy uncertainty and emerging stock market volatility. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31(1), 165-181. <https://doi.org/10.1007/s10690-023-09410-1>
- Hamidian, N., Arab Salehi, M., & Amiri, H. (2019). Investigating Investor Reaction to Unexpected Earnings under Conditions of Market Uncertainty. *Asset Management and Financing*, 7(1), 1-18.
- Heater, J. C., Liu, Y., Tan, Q., & Zhang, F. (2023). Winning is not enough: Changing landscapes of earnings surprises and the market reaction.
- Heitzman, S., Wasley, C., & Zimmerman, J. (2010). The joint effect of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1), 109-132. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.10.002>
- Ho, K.-C., Sun, R., Yang, L., & Li, H.-M. (2023). Information disclosure as a means of minimizing asymmetric financial reporting: The role of market reaction. *Economic Analysis and Policy*, 78, 1221-1240. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.04.022>
- Iatridis, G., & Alexakis, P. (2012). Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market. *Review of Accounting and Finance*, 11(1), 73-92. <https://doi.org/10.1108/14757701211201830>
- Ja'fari Larijani, A., & Farahmandi, M. (2014). Investigating the Relationship Between Mandatory Disclosure, Voluntary Disclosure, and Stock Market Liquidity. Third National Conference on Accounting, Financial Management and Investment, Gorgan.
- Kang, W., & Wang, J. (2018). Oil shocks, policy uncertainty and earnings surprises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Springer, 51(2), 375-388. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0674-5>
- Kaya, O. (2018). Economic policy uncertainty in Europe: Detrimental to capital markets and bank lending.
- Khajavi, K., & Alizadeh Tallatappeh, V. (2015). Study of the Relationship Between the Level of Voluntary Disclosure and Agency Costs in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 3(1), 41-54.
- Khāmesi, S. M. (2018). Investigating the Impact of Political Uncertainty on the Tehran Stock Exchange General Index and the Dollar Exchange Rate in Iran. International Conference on Innovation in Business Management and Economics, Tehran.
- Lei, L., & Luo, Y. (2023). Political/policy uncertainty, corporate disclosure, and information asymmetry. *Accounting Perspectives*, 22(1), 87-110. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12317>
- Li, x. m., & Qiu, M. (2021). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance*, 110. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102279>
- Lu, C., Parsley, D., & Xue, B. (2024). Economic policy uncertainty and voluntary disclosures: How do Chinese firms respond? *International Review of Economics & Finance*, 92, 141-167. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.02.008>
- Mahdavi, G. H., & Rezaei, G. R. (2018). The Mediating Effect of Voluntary Disclosure and Earnings Quality on the Relationship Between Corporate Governance Structure and Information Asymmetry. *Accounting and Auditing Research*, 10(39), 21-36.
- Nabosu, S. S. (2023). Voluntary Disclosure and Stock Market Return of Non-Financial Firms Listed on the Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 76-90. <https://doi.org/10.53819/81018102t2120>
- Nhi Thanh Thao, H., Thanh Cong, N., & Nguyen Thai Bao, H. (2024). The impact of environmental, social and governance disclosure on stock prices: Empirical research in Vietnam. *Heliyon*, 10(19), e38757. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e38757>
- Pirayesh, R., & Choghaleh, M. (2014). The Effect of Earnings Smoothing Incentives on the Abnormal Return Response Coefficient to Unexpected Earnings. *Scientific-Research Quarterly of Financial Accounting*, 6(21), 83-109.
- Rastegar, M. A. (2024). The Impact of Political Uncertainty on Labor Investment Inefficiency in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Scientific-Research Journal of Investment Knowledge*, 13(1), 231-250. <https://sanad.iau.ir/fa/Journal/jik/DownloadFile/842323>
- Saei, M. J., Taleb Ahmadi, A., & Bagherpour Velashani, M. A. (2025). An Analysis of the Impact of Financing Methods on the Returns and Performance of Companies Listed on the Iran Stock Exchange. *Journal of Monetary Economics Research*, 32(1).
- Safi Khani, F., Safi Khani, M. R., & Besharat Pour, F. (2023). The Relationship Between Voluntary Disclosure and Financial Performance with Emphasis on Corporate Governance Mechanisms. *Quarterly Journal of Investment Knowledge*, 13(52), 299-324.
- Salehi, M., Mousavi Shiri, S. M., & Ebrahimi Suizeh, M. (2014). The Informational Content of Declared and Forecasted Earnings Per Share (EPS) in Explaining Abnormal Stock Returns. *Financial Accounting and Auditing Research*, 6(21), 117-140.
- Setayesh, M. H., Roosta, M., & Alizadeh, V. (2015). Investigating the Relationship Between Voluntary Disclosure and the Performance of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Accounting Research*, 4(13), 153-160.