

Examining the Moderating Role of Corporate Risk-Taking on the Relationship Between Economic Policy Uncertainty and Managerial Ability in Companies Listed on the Iraq and Saudi Stock Exchanges

1. Ameer Saeed Yaseen Alwash^{ID}: PhD Student, Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran

2. Mohsen RahimiDastjerdi^{ID*}: Assistant Professor, Accounting Department, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran. Email: mrahimiphd@iau.ac.ir (Corresponding Author)

3. Wisam Neamah Jaafar Rageeb^{ID}: Assistant Professor, Department of Economic Sciences, Najaf Branch (Iraq), University of Kufa, Najaf, Iraq

4. Hamzeh Mohammadi khoshouei^{ID}: Assistant Professor, Accounting Department, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran

Article history



Received: 14 November 2024

Revised: 3 January 2025

Accepted: 21 January 2025

Published: 8 February 2025

Abstract:

This study investigates the moderating role of corporate risk-taking on the relationship between economic policy uncertainty and managerial ability in companies listed on the Iraq and Saudi stock exchanges. The findings indicate that economic policy uncertainty has a significant and negative impact on managerial ability in both countries, particularly under volatile economic and political conditions. This effect stems from the reduced efficiency and capability of managers in resource allocation and crisis management. Moreover, corporate risk-taking, as a moderating factor, has been shown to mitigate the adverse effects of economic uncertainty on managerial ability. Firms with higher levels of risk tolerance demonstrate greater flexibility in seizing opportunities amid uncertain conditions. This study holds critical operational implications for both managers and policymakers. Enhancing transparency and the stability of economic policies, along with fostering a culture of risk-taking within firms, can reduce corporate vulnerability and improve managerial performance. The findings also suggest that companies should adopt innovative strategies and risk management practices to cope with economic uncertainty. This research provides a foundational basis for future studies and for formulating managerial policies in financial markets influenced by economic instability.

Keywords: Risk-taking, Economic Policy Uncertainty, Managerial Ability

Citation: Alwash, A. S. Y., Rahimi, M., Jaafar Rageeb, W. N., & Mohammadi, H. (2024). Examining the Moderating Role of Corporate Risk-Taking on the Relationship Between Economic Policy Uncertainty and Managerial Ability in Companies Listed on the Iraq and Saudi Stock Exchanges, *Accounting, Finance and Computational Intelligence*, 2(4), 258-275.



Copyright: © 2024 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

In recent years, the global economic landscape has been increasingly shaped by uncertainty, volatility, and rapid transformations driven by both domestic and international forces. Among the numerous factors contributing to this volatility, *economic policy uncertainty* (EPU) has emerged as a critical determinant influencing corporate performance, financial decisions, and managerial behavior. Economic policy uncertainty refers to the unpredictability surrounding government actions, regulatory frameworks, and macroeconomic strategies that significantly affect market expectations and resource allocation decisions within firms (Cumming et al., 2019; Das et al., 2019). Numerous studies have shown that heightened EPU adversely affects investment decisions, market liquidity, and financial reporting quality, particularly in developing economies with weaker institutional infrastructures (Cole-Heath & Sagiraju, 2024; Ye, 2022). Under such circumstances, the *ability of management* becomes a vital organizational asset, determining how firms interpret, respond to, and survive periods of policy instability (Jin et al., 2019; Luo & Zhang, 2020).

Managerial ability, conceptualized as the competence of executives to optimally convert organizational resources into outputs, serves as a buffer against the adverse effects of external uncertainties (Eyshi Ravandi et al., 2024; Rezaee et al., 2021). Skilled managers not only excel in forecasting and resource allocation but also exhibit strong leadership in navigating strategic changes and mitigating risk. However, the effectiveness of managerial responses to EPU may not be uniform across all organizations. Internal firm characteristics, such as *corporate risk-taking behavior*, can potentially moderate the impact of EPU on managerial outcomes (Adeel, 2023; Bonabi Ghadim et al., 2022). Firms with higher risk-taking profiles tend to engage more aggressively in innovation, leverage uncertainty as a competitive advantage, and enable their managers to operate more flexibly under volatile conditions (Lomakin et al., 2022; Sarker et al., 2023).

While prior research has examined the direct consequences of EPU on financial markets and investment performance, limited attention has been paid to the *interaction between EPU and firm-level risk-taking* in shaping managerial ability—especially in under-researched markets such as Iraq and Saudi Arabia. These emerging economies are characterized by political transitions, regulatory reforms, and high exposure to global commodity shocks, making them ideal contexts for examining how organizations respond to economic turbulence. By analyzing firms listed on the Iraq and Saudi stock exchanges from 2017 to 2022, this study aims to (1) explore the impact of EPU on managerial ability, and (2) investigate how corporate risk-taking moderates this relationship. In doing so, it contributes to the broader literature on behavioral corporate finance and risk management by offering novel insights from volatile, oil-dependent markets (Emami et al., 2024; Hammoudeh & McAleer, 2015).

Methods and Materials

The research adopts a semi-experimental design with a quantitative orientation. The statistical population includes companies listed on the Iraq and Saudi stock exchanges between 2017 and 2022. Data were collected through financial statements and firm disclosures sourced from official exchange platforms. A purposive sampling method with elimination criteria was applied, resulting in 33 firms in the final sample. The dependent variable, *managerial ability*, was measured using the efficiency-adjusted DEA model based on Demerjian et al.'s framework. The independent variable, *economic policy uncertainty*, was operationalized using a composite index derived from inflation rate changes, exchange rate volatility, interest rate fluctuations, and GDP growth variation, calculated through factor analysis. The moderating variable, *corporate*

risk-taking, was assessed using three proxies: standard deviation of ROA (STD-ROA), standard deviation of returns (STD-RET), and R&D to total assets (R&D/TA), which were then integrated into a single factor. Control variables included firm size, leverage, profitability (ROA), market-to-book ratio, board size, ownership concentration, board independence, duality, and firm age. Hypotheses were tested using panel data regression with interaction terms, supported by multicollinearity diagnostics and fixed/random effects modeling based on Hausman and Limer tests.

Findings

Descriptive statistics indicated that economic policy uncertainty was significantly higher in Saudi Arabia than in Iraq over the study period, while average managerial ability was slightly higher among Iraqi firms. Board independence and institutional ownership were also marginally more prevalent in Iraq. Results from the regression analysis confirmed the first hypothesis: economic policy uncertainty negatively and significantly affects managerial ability in both countries, with coefficients of -0.14 and -0.24 for Saudi Arabia and Iraq respectively ($p < 0.001$). The R-squared values were 0.23 for Saudi Arabia and 0.18 for Iraq, indicating a moderate explanatory power.

The second hypothesis, concerning the moderating role of corporate risk-taking, was also supported. The interaction term between EPU and risk-taking was positive and statistically significant in both countries ($\beta = 0.21$ in Iraq, $p = 0.08$; $\beta = 0.24$ in Saudi Arabia, $p = 0.03$). This suggests that firms with higher risk-taking tendencies experienced a reduced negative impact of EPU on managerial ability. The inclusion of the interaction term improved the adjusted R-squared to 0.28 for Iraq and 0.24 for Saudi Arabia, reflecting the added explanatory power of the moderation effect. Variance inflation factor (VIF) values were below the critical threshold of 5, indicating no multicollinearity concerns among predictors.

Discussion and Conclusion

The findings of this study reinforce the view that economic policy uncertainty poses a significant challenge to managerial effectiveness. In both Iraq and Saudi Arabia, rising EPU—manifested through volatile inflation, exchange rate disruptions, and erratic policy shifts—correlates with diminished managerial ability, especially in areas related to strategic decision-making and resource optimization. These results resonate with prior studies highlighting the adverse consequences of uncertainty on firm-level planning and control mechanisms. The decline in managerial efficiency under EPU can be attributed to informational asymmetries, forecasting challenges, and reduced investor confidence—all of which constrain the operational latitude of managers.

Crucially, the moderating role of corporate risk-taking emerges as a strategic asset in buffering against the harmful effects of policy uncertainty. Firms characterized by higher risk tolerance—reflected in volatile earnings, aggressive investment in innovation, and openness to market fluctuations—equip their managerial teams with greater autonomy and flexibility. This aligns with the behavioral finance perspective, which posits that risk-oriented cultures empower managers to navigate complex environments more assertively. By leveraging internal capabilities and tolerating short-term variances, such firms can mitigate the paralyzing effects of macroeconomic unpredictability and maintain strategic momentum.

Moreover, the results suggest that internal firm characteristics can partially offset external constraints. The presence of risk-taking culture may enhance not only resilience but also the capacity to exploit opportunities hidden within volatile markets. For example, in resource-rich and politically dynamic regions like Iraq and Saudi Arabia, firms that align managerial incentives with innovation and adaptability may outperform their peers in terms of long-term value creation. This also implies

that policy-makers and regulators should promote institutional frameworks that encourage calculated risk-taking, especially during reform or transition phases.

From a theoretical standpoint, the study extends the contingency perspective of management by illustrating how the effect of environmental uncertainty on managerial performance is contingent on firm-specific behavioral traits. It also bridges the gap between risk management and human capital literature by showcasing that risk-taking is not merely a financial metric but a cultural and strategic dimension that influences managerial behavior. Practically, the insights can inform corporate governance reforms, managerial training programs, and policy interventions aimed at stabilizing investment climates in volatile regions.

In conclusion, the interplay between economic policy uncertainty and managerial ability is not linear but conditional on the organizational posture toward risk. In environments fraught with instability, firms must develop adaptive capabilities and risk-absorptive mechanisms to sustain managerial effectiveness. As uncertainty becomes an increasingly permanent feature of global economic systems, future-ready organizations will be those that balance prudence with boldness—structuring their cultures and leadership models to thrive amid flux rather than merely survive.

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.

بررسی نقش تعدیل‌گری ریسک‌پذیری شرکت بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و توانایی مدیریت در شرکت‌ها بورس عراق و عربستان



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۲۴ آبان ۱۴۰۳

تاریخ بازنگری: ۱۴ دی ۱۴۰۳

تاریخ پذیرش: ۲ بهمن ۱۴۰۳

تاریخ انتشار: ۲۰ بهمن ۱۴۰۳

۱. امیر سعید یاسین علوش ^{1d}: دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

۲. محسن رحیمی دستجردی ^{1d*}: استادیار، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران، ایمیل: mrahimiphd@iau.ac.ir (نویسنده مسئول)

۳. وسام نعمه جعفر رجبی ^{1d}: استادیار، گروه علوم اقتصادی، واحد نجف (عراق)، دانشگاه کوفه، نجف، عراق

۴. حمزه محمدی خشوئی ^{1d}: استادیار، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

چکیده

این پژوهش به بررسی نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری شرکت بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و توانایی مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار عراق و عربستان پرداخته است. نتایج نشان داد نااطمینانی سیاست اقتصادی تأثیر منفی و معناداری بر توانایی مدیریت در هر دو کشور دارد؛ به‌ویژه در شرایط اقتصادی و سیاسی متغیر. این اثر ناشی از کاهش کارایی و توانایی مدیران در تخصیص منابع و مدیریت بحران‌ها است. همچنین، ریسک‌پذیری شرکت به‌عنوان یک عامل تعدیل‌کننده، توانسته است تأثیرات منفی نااطمینانی اقتصادی بر توانایی مدیریتی را کاهش دهد. شرکت‌های با سطح بالای ریسک‌پذیری از انعطاف‌پذیری بیشتری برای بهره‌برداری از فرصت‌ها در شرایط نامطمئن برخوردارند. این پژوهش پیامدهای عملیاتی مهمی برای مدیران و سیاست‌گذاران دارد. بهبود شفافیت و ثبات سیاست‌های اقتصادی و تقویت فرهنگ ریسک‌پذیری در شرکت‌ها می‌تواند آسیب‌پذیری شرکت‌ها را کاهش دهد و کارایی مدیریتی را افزایش دهد. یافته‌ها همچنین پیشنهاد می‌دهند که شرکت‌ها باید از استراتژی‌های نوآورانه و مدیریت ریسک برای مقابله با نااطمینانی اقتصادی بهره‌گیرند. این پژوهش پایه‌ای برای تحقیقات آتی و تدوین سیاست‌های مدیریتی در بازارهای مالی تحت تأثیر بی‌ثباتی اقتصادی است.

کلیدواژه‌گان: ریسک‌پذیری، نااطمینانی سیاست اقتصادی، توانایی مدیریت

شیوه استناددهی: علوش، امیر سعید یاسین، دستجردی، محسن رحیمی، رجبی، وسام نعمه جعفر، خشوئی، حمزه محمدی. (۱۴۰۳). بررسی نقش تعدیل‌گری ریسک‌پذیری شرکت بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و توانایی مدیریت در شرکت‌ها بورس عراق و عربستان. *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۲(۴)، ۲۷۵-۲۵۸.



در شرایط کنونی اقتصاد جهانی، که نوسانات و بی‌ثباتی‌های ناشی از عوامل سیاسی، اقتصادی و اجتماعی روزافزون هستند، شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها اهمیت فزاینده‌ای یافته است. یکی از مهم‌ترین این عوامل، نااطمینانی سیاست اقتصادی است که می‌تواند به طور مستقیم بر تصمیمات استراتژیک مدیران، تخصیص منابع و موفقیت سازمان‌ها تأثیر بگذارد (Cumming et al., 2019; Das et al., 2019). در چنین شرایطی، توانایی مدیران برای درک، پیش‌بینی و واکنش مناسب به این تغییرات نقش کلیدی در بقای شرکت‌ها دارد. توانایی مدیریت که به‌عنوان بخشی از سرمایه انسانی سازمان شناخته می‌شود، یکی از متغیرهای مهم در تحلیل پویایی عملکرد شرکت‌ها در شرایط عدم قطعیت است (Jin et al., 2019; Luo & Zhang, 2020). از سوی دیگر، ویژگی‌های ساختاری و رفتاری شرکت‌ها، از جمله میزان ریسک‌پذیری، می‌توانند به عنوان تعدیل‌گرهایی در رابطه میان نااطمینانی و توانایی مدیریتی عمل کنند و اثرات منفی محیطی را تضعیف یا تشدید کنند (Bonabi Ghadim et al., 2022; Rezaee et al., 2021).

در ادبیات مالی، نااطمینانی سیاست اقتصادی معمولاً به عنوان شاخصی از نوسانات در تصمیمات سیاستی و عدم پیش‌بینی‌پذیری در محیط کلان اقتصادی تعریف می‌شود که بر شاخص‌های عملکردی بنگاه‌ها اثرگذار است (Ye, 2022). در کشورهای در حال توسعه و در حال گذار، که فضای نهادی و قانونی به‌طور مستمر در حال تغییر است، میزان نااطمینانی سیاستی بسیار بالاتر از کشورهای توسعه‌یافته است. به عنوان مثال، بررسی‌های صورت‌گرفته در بازارهای نوظهور نشان داده‌اند که سطح بالای نااطمینانی سیاست اقتصادی می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری، افزایش هزینه‌های سرمایه، افت نقدینگی، و در نهایت کاهش توانایی تصمیم‌گیری مدیران منجر شود (Sarker et al., 2023; Wang, 2018). بر این اساس، توانایی مدیران در چنین شرایطی نیازمند مهارت‌هایی فراتر از اجرای برنامه‌های عادی سازمان است. مدیران در این فضاها باید قادر باشند با بهره‌گیری از قدرت تحلیل، پیش‌بینی‌گری و مدیریت منابع، چالش‌های پیچیده را مدیریت کنند و استراتژی‌های تاب‌آورانه اتخاذ کنند (Cole-Heath & Sagiraju, 2024; Eyshi Ravandi et al., 2024).

از سوی دیگر، یکی از مفاهیم مهم که در تبیین نحوه پاسخ‌گویی سازمان‌ها به نااطمینانی‌های محیطی کاربرد گسترده‌ای دارد، ریسک‌پذیری شرکتی است. ریسک‌پذیری به میزان تمایل شرکت برای ورود به فعالیت‌های دارای عدم قطعیت و بازدهی نامشخص اشاره دارد. سازمان‌هایی که سطح بالاتری از ریسک‌پذیری دارند، اغلب از انعطاف‌پذیری بالاتری در مواجهه با محیط‌های پرتلاطم برخوردارند (Adeel, 2023; Hasanzadeh et al., 2023). این شرکت‌ها، با تکیه بر ساختارهای پویا، واحدهای تحلیل ریسک و مدیرانی با رویکرد نوآورانه، می‌توانند از فرصت‌هایی که در بطن بحران‌ها نهفته است، بهره‌برداری کنند. بنابراین، ریسک‌پذیری به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر، قابلیت تبیین نقش آن در تضعیف یا تقویت اثر نااطمینانی سیاست اقتصادی بر توانایی مدیریتی را فراهم می‌آورد (Emami et al., 2024; Lomakin et al., 2022).

مطالعات پیشین نشان داده‌اند که شرکت‌هایی با سطح بالای ریسک‌پذیری، در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی، انعطاف‌پذیری بیشتری در تصمیم‌گیری دارند و توانایی بیشتری برای مقابله با شوک‌های محیطی از خود نشان می‌دهند (Eslami & Erzaei, 2023; Haris et al., 2019). این شرکت‌ها با پذیرش مخاطرات بیشتر، می‌توانند سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت و نوآورانه را حفظ کرده و از افت عملکرد ناشی از فضای نامطمئن اقتصادی جلوگیری کنند. به علاوه، توانایی مدیریت در این شرکت‌ها نیز در سطح بالاتری قرار دارد چراکه مدیران آن‌ها با تمرکز بر کنترل داخلی، گزارشگری شفاف، و استراتژی‌های مبتنی بر داده، موفق به مدیریت بهتر منابع می‌شوند (Crisóstomo et al., 2020; Zapien, 2017). به همین دلیل، بررسی اثر ترکیبی این دو متغیر، یعنی نااطمینانی سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری، بر توانایی مدیریتی می‌تواند به ارائه مدلی دقیق‌تر از رفتار سازمان‌ها در شرایط بحرانی منجر شود.

تحقیقات متعددی در دهه اخیر به بررسی نقش نااطمینانی سیاستی بر متغیرهای کلان و بنگاهی پرداخته‌اند. به عنوان مثال، (Das et al., 2019) با بررسی بازارهای نوظهور نشان داد که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فعال در چین می‌شود. (Li & Teo, 2021) نیز در مطالعه‌ای بر بازارهای واقعی مالی، به این نتیجه رسید که وجود همزمان نااطمینانی و تصادفی بودن در بازارها، پیچیدگی تصمیم‌گیری مدیران را افزایش می‌دهد. همچنین، (Jokar et al., 2021) با استفاده از مدل‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره، نشان داد که نااطمینانی سیاستی از طریق افزایش ابهام در تأمین مالی پروژه‌ها، بر عملکرد کلی شرکت‌ها تأثیرگذار است. به طور هم‌زمان،

یافته‌های (Sari et al., 2019) بر اهمیت محیط اطلاعاتی داخلی و کیفیت گزارشگری مالی در کاهش ریسک‌های مالی تأکید دارند که این خود به توانمندی مدیریتی وابسته است.

از سوی دیگر، بررسی نقش ریسک‌پذیری به‌عنوان یک عامل تعدیل‌کننده نیز مورد توجه محققان قرار گرفته است. (Luo & Zhang, 2020) در پژوهشی نشان داد که شرکت‌هایی با گرایش بالاتر به ریسک، در مواجهه با ناپایداری سیاسی، عملکرد بهتری در گزارش‌دهی مالی و حفظ سودآوری دارند. نتایج مشابهی نیز در تحقیقات (Crisóstomo et al., 2020) و (Bonabi Ghadim et al., 2022) مشاهده شده است که تأکید دارند ریسک‌پذیری می‌تواند ظرفیت تاب‌آوری سازمان را افزایش دهد. در این چارچوب، بررسی توأمان این دو متغیر در بازارهایی نظیر عراق و عربستان، که از نوسانات شدید سیاسی و اقتصادی رنج می‌برند، می‌تواند یافته‌هایی با ارزش عملیاتی بالا برای مدیران و سیاست‌گذاران فراهم آورد (Adeel, 2023; Eyshi Ravandi et al., 2024).

با توجه به آنچه بیان شد، پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش تعدیل‌گری ریسک‌پذیری شرکت در رابطه بین ناپایداری سیاسی اقتصادی و توانایی مدیریت، بر آن است تا با بهره‌گیری از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس عراق و عربستان و استفاده از تکنیک‌های آماری چندمتغیره، چارچوبی تحلیلی برای شناخت این رابطه فراهم آورد.

روش پژوهش و مواد

پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از نظر روش پژوهش نیمه تجربی است. روش استدلال در این پژوهش از نوع قیاسی و استقرایی است. پژوهش حاضر از لحاظ نظریه، از قبیل پژوهش‌های اثباتی و از نظر آماری از نوع پژوهش‌های توصیفی و همبستگی است. در این پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها، داده‌های مربوط به گزارش‌های مالی شرکت‌ها از سایت بورس عراق استخراج شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌ها و بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار عراق طی سال‌های ۲۰۱۷ الی ۲۰۲۲ می‌باشند. نمونه این مطالعه با توجه به موضوع آن، از نوع نمونه‌گیری حذفی است که در آن شرکت‌های انتخاب شده با توجه به محدودیت‌های ذکر شده در ذیل از بین مجموعه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار عراق انتخاب می‌شوند:

(۱) اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش، قابل‌دسترس باشد.

(۲) شرکت‌ها باید قبل از سال ۲۰۱۴ در بورس اوراق بهادار بغداد پذیرفته شده و در بازه زمانی پژوهش از بورس اوراق بهادار بغداد خارج نشده باشند.

فرایند تعیین حجم نمونه برای شرکت‌ها در جدول (۱) ارائه شده است:

جدول (۱): تعیین حجم نمونه آماری

ردیف	شرح	تعداد شرکت‌ها
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بغداد در پایان سال ۲۰۲۲	۱۳۰
۲	شرکت‌هایی که اطلاعات موردنیاز آن‌ها برای انجام این پژوهش در دسترس نمی‌باشد.	(۵۲)
۳	شرکت‌هایی که بعد از سال ۲۰۱۷ عضو بورس اوراق بهادار عراق شدند	(۲۰)
۴	شرکت‌های عضو صنایع واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک‌ها و بیمه	(۲۵)
حجم نمونه آماری		۳۳

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

مدل فرضیه اول:

$$\beta_6 ROA + \beta_7 M/B + \beta_8 \ln M_age + \beta_9 Ownership + \beta_5 Leverage + \beta_4 Size + \beta_3 State + \beta_2 Board + \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} = Ma_i + \beta_{10} Independence + \beta_{11} Dual + endyear + \sum ind + \sum year + endyear$$

متغیر وابسته

توانایی مدیریت (Ma): توانایی مدیر عامل (Ability): معیار توانایی مدیریتی که توسط دمرجیان و همکاران استفاده شده است.

از تحلیل پوششی با مدل زیر که برگرفته مدل (Demerjian et al., ۲۰۱۲) می‌باشد.

$$max_o = \frac{Sales}{\theta COGS + \theta SG \& A + \theta PPE + \theta OPS LEASE + \theta R \& D + \theta GOODWILL + \theta OTHER INTAN}$$

در این مدل: CoGS، بهای کالای فروش رفته، SG&A، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش؛ NetPPE، مانده خالص املاک، ماشین آلات و تجهیزات Opslease،

هزینه اجاره عملیاتی R&D، هزینه تحقیق و توسعه؛ Goodwill، سرقتی خریداری شده؛ Intan، خالص دارایی نامشهود می‌باشد.

در این مدل عدد بدست آمده بین صفر و یک بوده. هر چه عدد بالاتر باشد نشان از کارایی بیشتر شرکت دارد.

از آن جا که کارایی شرکت با کارایی مدیریت تمایز دارد مدل زیر را اجرا کرده و خطای بدست آمده نشان از توانایی مدیریت می‌باشد.

رابطه زیر

$$Firm\ efficiency = \beta_0 + \beta_1 size + \beta_2 MS + \beta_3 OCFI + \beta_4 FCI + \beta_5 age + e$$

که در آن

size: اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت،

MS: نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت

OCFI: جریان نقدی عملیاتی شرکت است.

Age: مدت زمان شرکت در بورس پذیرفته شده است.

FCI: داشتن شعب برون مرزی و صادرات یا واردات برون مرزی عدد یک گرفته تر غیر این صورت صفر

بخش خطای مدل نشان دهنده میزان توانایی مدیریت بوده زیرا این قسمت جز ویژگی‌های خاص شرکت نمی باشد.

متغیر مستقل

EPU (عدم اطمینان سیاست اقتصادی):

در این پژوهش برای محاسبه عدم اطمینان سیاست اقتصادی مطابق پژوهش

های زراءنژاد و معتمدی (۱۳۹۱) و باغومیان و همکاران (۱۳۹۵) از چهار معیار زیر استفاده شده است:

۱- نرخ تورم تورم، یکی از اصطلاحات دیرین در حوزه علم اقتصاد مسائل روزمره زندگی است که نزد همه گروه‌های اجتماعی شهرت یافته است، تورم نیز همچون بسیاری دیگر از مفاهیم اقتصادی، توسط اقتصاددانان به طرق مختلف تعریف شده است که به پاره‌ای از این تعریف‌ها که مهم تر است اشاره می‌شود. تورم روند افزایشی سطح عمومی قیمت‌ها طی یک دوره به مدت طولانی است. تورم به افزایش در سطح عمومی قیمت‌ها اطلاق می‌شود که خارج از کنترل و ناخواسته اتفاق می‌افتد تورم وضعیتی است که در آن درآمدهای پولی سریع تر از جریان کالاها و خدمات‌هایی که این درآمدها برای آن‌ها صرف می‌شوند، افزایش می‌یابد. تعریفی که در مورد تورم از مقبولیت بیشتری نزد اقتصاددانان برخوردار است، عبارت است از افزایش دائم و بی رویه سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات که در نهایت به کاهش قدرت خرید و نابسامانی اقتصادی منجر می‌شود (عظیمی آرانی، ۱۳۸۵)، منبع این متغیر از آمار و اطلاعات بانک مرکزی می‌باشد. نحوه محاسبه آن هم بدین گونه است که میانگین وزنی قیمت سبد کالایی را که متشکل از اقلام زیادی کالا باشد محاسبه می‌کنند (شکر خواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵) که به شرح زیر می‌باشد:

$$\Delta \text{InflationRate} = \frac{\text{InflationRate}_t - \text{InflationRate}_{t-1}}{\text{InflationRate}_{t-1}}$$

$\Delta \text{InflationRate}$: تغییرات نرخ تورم در سال جاری

InflationRate_t : نرخ تورم در سال جاری t

$\text{InflationRate}_{t-1}$: نرخ تورم در سال قبل $t-1$

نرخ ارز:

نرخ ارز به عنوان یکی از عوامل کلان اقتصادی، همواره مورد توجه جامعه اقتصادی و مالی قرار داشته است. در واقع نرخ ارز بیانگر شرایط اقتصادی کشور است و عاملی جهت مقایسه اقتصاد ملی با اقتصاد سایر ملت هاست. نرخ ارز عبارت است از ارزش واحد پول یک کشور در برابر واحد پول کشور دیگر، از آنجا که نرخ ارز بر قیمت کالاهای داخلی و خارجی اثرگذار است، دارای اهمیت می‌باشد. افزایش ارزش پول یک کشور باعث می‌شود که کالاهای تولیدی این کشور در خارج گران تر شود و تولید کنندگان داخلی نتوانند کالاهای خود را در خارج از کشور به راحتی به فروش برسانند. همچنین کالاهای خارجی در آن کشور ارزان تر خواهد شد و تولید کنندگان کالاهای خارجی برای فروش بیشتر کالاهای خود، در رقابت با یکدیگر خواهند بود. برعکس، هنگامی که ارزش واحد پول یک کشور کاهش می‌یابد کالاهای آن کشور در خارج ارزان تر و کالاهای خارجی در داخل کشور گران تر می‌شود. به طور کلی تغییرات نرخ ارز بر ساختار سرمایه آن دسته از شرکت‌هایی که از اعتبارات خارجی استفاده می‌کنند، می‌تواند اثرگذار باشد. منبع این متغیر بر اساس نرخ آزاد ارز بر اساس قیمت‌های بازار محاسبه می‌شود (شکر خواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵) و به شرح زیر است:

$$\Delta \text{ExchangeRate}_t = \frac{\text{ExchangeRate}_t - \text{ExchangeRate}_{t-1}}{\text{ExchangeRate}_{t-1}}$$

$\Delta \text{ExchangeRate}_t$: تغییرات نرخ ارز در سال جاری t

ExchangeRate_t : نرخ ارز در سال جاری t

$\text{ExchangeRate}_{t-1}$: نرخ ارز در سال قبل $t-1$

نرخ بهره:

بهره مبلغی است که از طرف قرض گیرنده به قرض دهنده برای استفاده از منابع مالی قرض دهنده در یک دوره زمانی مشخص، پرداخت می‌شود (فرجی، ۱۳۸۲). بهره در واقع قیمت پول و پاداشی است که به وام دهندگان (پس انداز کنندگان پرداخت می‌شود تا آن‌ها را ترغیب کند از وجوه نقد خود جدا شوند. در تجزیه و تحلیل پولی، نرخ بهره نقشی اساسی و کلیدی به عهده دارد، زیرا عنصر اساسی در ساز و کار اثرگذاری سیاست‌های پولی به شمار می‌آید. از سوی دیگر، نرخ‌های بهره درآمدها و تفاوت آن با نرخ‌های بهره سپرده ها، میزان جذب سپرده‌ها و وام‌ها در بانک‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و از این طریق بر فرآیند خلق پول اثر می‌گذارد. نرخ بهره به عنوان یک عامل مالی در نهادهای اقتصادی نقش کلیدی دارد. از آنجا که در تصمیم گیری‌های مدیران، پول نقش کلیدی برعهده دارد، تغییرات نرخ بهره از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. منبع این متغیر هم از آمار منتشر شده توسط بانک مرکزی می‌باشد که معمولاً در دسترس و توسط شورای پول و اعتبار تصویب می‌شود (شکر خواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵) که به شرح رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\Delta \text{InterestRate}t = \frac{\text{InterestRate}t - \text{InterestRate}t - 1}{\text{InterestRate}t - 1}$$

$\Delta \text{InterestRate}t$: تغییرات نرخ بهره در سال جاری t

$\text{InterestRate}t$: نرخ بهره در سال جاری t

$\text{InterestRate}t - 1$: نرخ بهره در سال قبل $t-1$

رشد اقتصادی:

در میان شاخص‌های اقتصاد کلان، رشد اقتصادی یکی از پربسامدترین واژه‌های عرصه سیاست گذاری عمومی است که از اهمیت ویژه‌ای نیز برخوردار است، کوزنتس (۱۹۹۵) رشد اقتصادی را این طور تعریف کرد: افزایش بلندمدت ظرفیت تولید، به منظور افزایش عرضه گل جهت تأمین نیازهای جمعیت. این افزایش، بستگی به پیشرفت‌های نوین فنی و تطبیق آن با شرایط نهادی و ایدئولوژیک مورد تقاضای آن دارد. او برای رشد نوین اقتصادی، شش خصوصیت را بر می‌شمارد؛ رشد سریع تولید ناخالص سرانه ملی و جمعیت، افزایش بازدهی و بهره وری، نرخ زیاد تغییرات زیربنایی، شهرنشینی، گسترش برون مرزی فعالیت‌های اقتصادی کشورهای توسعه یافته و جریان‌های بین المللی کار، کالا و سرمایه به رشد اقتصادی به دو روش قابل اندازه گیری است ۱- افزایش در تولید ناخالص ملی واقعی در سطح اشتغال کامل طی زمان که از این روش، برای نشان دادن میزان افزایش در تولید جامعه استفاده می‌شود ۲- افزایش در تولید ناخالص واقعی سرانه با تولید خالص واقعی سرانه طی زمان که از این معیار برای نشان دادن سطح استاندارد زندگی افراد جامعه و مقایسه آن با کشورهای دیگر استفاده می‌شود. رشد اقتصادی نه تنها به عنوان مهم ترین شاخص عملکرد اقتصادی در تجزیه و تحلیل‌ها و ارزیابی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، بلکه بسیاری دیگر از اقلام کلان اقتصادی، از روی آن محاسبه و برآورد می‌گردند. از این رو تأثیر این متغیر کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی مدیران حائز اهمیت است. منبع این متغیر هم بانک مرکزی می‌باشد و روش محاسبه آن بدین صورت است که GDP در انتها و ابتدای سال در نظر گرفته شده نرخ رشد آنرا محاسبه می‌کنند (شکر خواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵) که به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$\Delta \text{Economics Growth}t = \frac{\text{Economics Growth}t - \text{Economics Growth}t - 1}{\text{Economics Growth}t - 1}$$

$\Delta \text{Economics Growth}t$: تغییرات تولید ناخالص داخلی در سال جاری

$\text{Economics Growth}t$: تغییرات تولید ناخالص داخلی در سال جاری

$\text{Economics Growth}t - 1$: تغییرات تولید ناخالص داخلی در سال قبل

پس از محاسبه ۴ عامل برای جلوگیری از تخمین الگوها و پیچیدگی تفسیر نتایج، چهار عامل عدم اطمینان سیاست اقتصادی با تکنیک تحلیل عاملی به یک شاخص تبدیل شده است.

متغیرهای کنترلی

State: تمرکز مالکیت شرکت (سهامداران عمده بیش از ۵ درصد) محاسبه شده و بر اساس میانه صفر و یک خواهد بود (وانگ و همکاران، ۲۰۲۰).

Board: اندازه هیئت مدیره را نشان می‌دهد.

اندازه شرکت (Size): که به عنوان لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه گیری می‌شود.

قدرت نفوذ (Leverage): به عنوان نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها اندازه گیری می‌شود.

ارزش بابه دفتری (M/B): به عنوان مجموع ارزش بازار سهام + بدهی‌های تقسیم بر ارزش دفتری صاحبان سهام.

سودآوری (ROA): تعریف شده است به عنوان درآمد قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها.

سن ثابت (Ln_age): تعریف شده است به عنوان لگاریتم طبیعی (۱ + تعداد سال‌های گذشته از عمر بورسی شرکت).

مالکیت نهادی (Ownership): مقدار سهام در اختیار سهامداران نهادی یک شرکت بر کل سهام می‌باشد.

استقلال هیئت مدیره (Independence): اعضای هیئت مدیره مستقل به کل اعضا.

دوگانگی (Duality): اگر مدیر عامل رئیس هیئت مدیره باشد ۱ در غیر این صورت صفر.

مدل فرضیه دوم:

$$\beta_6 ROA + \beta_7 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 + \beta_3 State + \beta_2 Board + \beta_2 Risk Taking + \beta_2 EPU * Risk Taking_{it} \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} = Ma_i$$

$$M/B + \beta_8 Ln M_age + \beta_9 Ownership + \beta_{10} Independence + \beta_{11} Dual + endyear + \sum ind + \sum year + endyear$$

متغیر تعدیل گر:

ریسک پذیری شرکت بر طبق تحقیقات قبلی در این تحقیق از سه پروکسی برای محاسبه ریسک پذیری شرکت استفاده کرده ایم

STD-ROA: انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها که ریسک کلی شرکت را نشان می‌دهد. لی و همکاران (۲۰۱۳) در این تحقیق انحراف استاندارد در آمد قبل از مالیات و اقلام

غیر عادی را که بر اساس کل دارایی‌ها دسته بندی شده اند در ۸ سال قبل اندازه گیری شده است

STD-RET: دومین معیار از ریسک پذیری شرکت انحراف استاندارد بازده می‌باشد که ریسک سهام شرکت و پیامدهای تغییر استراتژی‌های سرمایه گذاری را نشان می‌دهد.

بار گرون و همکاران (۲۰۱۰).

در این پژوهش STD-RET به عنوان انحراف استاندارد سالانه بازده ماهانه سهام، محاسبه شده از داده‌های برگشتی از CRSP اندازه گیری می‌شود. مقادیر بالای STD-RET

نشان دهنده پراکندگی بیشتر و در نتیجه سطوح بالای خطر است. مارکوویتز (۱۹۵۲)

R&D/TA: به عنوان سومین پروکسی و معیار برای محاسبه ریسک پذیری شرکت از مخارج تحقیق و توسعه دسته بندی شده بر اساس دارایی‌ها استفاده می‌شود. طبق

تحقیقات قبلی در این تحقیق R&D را در صورت عدم وجود در کامپوستات برابر صفر قرار می‌دهیم و هم چنین مطالعات قبلی نشان می‌دهد که هزینه‌های تحقیق و توسعه در

شرکت‌هایی که ریسک بالاتری دارند بیشتر است بهگاتو و لشرگر (۱۹۹۵) زیرا احتمال موفقیت آن‌ها پایین است و سود آتی آن‌ها تا مشخص است. بنابراین این معیار ریسک پذیری

شرکت را به طور موثر در بلند مدت نشان می‌دهد.

در این پژوهش پس از محاسبه ۳ عامل برای جلوگیری از تخمین الگوها و پیچیدگی تفسیر نتایج، سه عامل عدم ریسک پذیری شرکت با تکنیک تحلیل عاملی به یک شاخص تبدیل شده است

یافته‌ها

اولین قدم در مواجهه با گروهی از داده‌های آماری طبقه‌بندی، توصیف و تحلیل داده‌ها به منظور استخراج و تلخیص سریع اطلاعات نهفته در داده‌ها می‌باشد. نتایج توصیفی حاصل از این پژوهش (میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه) در جدول زیر، ارائه شده است. متغیر وابسته توانایی مدیریت بوده که نشان می‌دهد توانایی مدیریت در عراق کمی میانگین بالاتری نسبت به عربستان دارد. با توجه به متغیرهای مستقل عدم اطمینان سیاست اقتصادی در عربستان بالاتر از عراق می‌باشد به این نتیجه می‌رسیم شرکت‌های عربستانی نسبت به عراق از با عدم اطمینان اقتصادی بالاتری در طول دوران پژوهش رو به رو بودند. اندازه هیئت مدیره در هر دو کشور نزدیک به ۷ می‌باشد ولی استقلال هیئت مدیره در عراق کمی بیشتر از عربستان می‌باشد همچنین دوگانگی مدیر عامل کمتری در عراق مشاهده شد. با توجه به متغیر کنترلی در عربستان سهم بیشتری از دارایی‌ها را اعتبار دهندگان تشکیل می‌دهند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای کمی

عراق		عربستان		نام		نوع متغیر	
بیشینه	کمینه	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	میانه	میانگین
۰/۲۴	-۰/۳۷	۰/۰۲	۰/۰۲	۰/۴۸	-۰/۹۰	-۰/۰۲	۰/۰۱
۰/۶۱	-۰/۳۵	۰/۰۱	۰/۰۴	۷/۱۴	-۰/۲۴	۰/۲۰	۰/۲۹
۰/۶۴	۰/۰۱	۰/۲۹	۰/۳۰	۰/۸۰	۰/۰۰	۰/۰۶	۰/۰۸
۱۰/۰۰	۴/۰۰	۷/۰۰	۶/۸۹	۱۰/۰۰	۵/۰۰	۷/۰۰	۶/۹۸
۱۱/۶۴	۷/۲۳	۹/۵۷	۹/۲۰	۶/۰۶	۳/۱۴	۴/۴۶	۴/۴۹
۳/۴۳	۰/۰۱	۰/۱۹	۰/۳۳	۰/۹۵	۰/۰۳	۰/۳۷	۰/۳۸
۱۲/۴۴	-۳/۱۹	۲/۲۱	۲/۴۶	۱۲/۱۴	۰/۰۸	۴/۲۸	۴/۵۳
۰/۵۵	-۰/۳۵	-۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۲۵	-۰/۱۵	۰/۰۳	۰/۰۴
۳/۵۵	۰/۰۰	۲/۸۳	۲/۶۴	۳/۵۵	۰/۰۰	۲/۸۳	۱۲/۵۴
۰/۷۹	۰/۰۰	۰/۳۹	۰/۳۸	۰/۴۴	۰/۰۰	۰/۲۷	۰/۲۵
۰/۸۸	۰/۲۰	۰/۶۳	۰/۶۲	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۵۰
۳/۷۰	-۰/۶۵	-۰/۰۱	۰/۰۱	۴/۰۳	-۱/۲۴	۰/۰۹	۰/۱۸
تعداد مشاهدات		۴۶۴ سال - شرکت		۲۴۸ سال - شرکت			

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی

عراق		عربستان		نام کشور		نوع متغیر	
درصد ۱	درصد صفر	تعداد ۱	تعداد صفر	درصد ۱	درصد صفر	تعداد ۱	تعداد صفر
۹	۹۱	۲۴	۲۲۴	۱۵	۸۵	۹۱	۳۷۷
تعداد مشاهدات		۴۶۴ سال - شرکت		۲۴۸ سال - شرکت			

^۱ بر اساس دلار آمریکا

^۲ بر اساس دینار عراق

جدول ۳. نتایج برازش فرضیه‌های اول و دوم

$\beta_6 ROA + \beta_7 M/B + \beta_8 Ln + \beta_5 Leverage + \beta_4 Size + \beta_3 State + \beta_2 Board + \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} = Ma_i$ $M_age + \beta_9 Ownership + \beta_{10} Independence + \beta_{11} Dual + endyear + \sum ind + \sum year + endyear$									
عراق				عربستان				نام	
معناداری				معناداری				متغیر	
تورم	P-	آماره t	ضریب	تورم	P-	آماره t	ضریب	نماد	عنوان
واریانس	value			واریانس	value				
-	۰/۱۹۱	۱/۳۱	۰/۲۳۶	-	۰/۵۰۸	-۰/۶۶	-۰/۲۵۶	β	عرض از مبدأ
۱/۰۲	۰/۰۰۰	-۷/۴۲ **	-۰/۲۴	۱/۱۴	۰/۰۰۰	** -۱۰/۱۸	-۰/۱۴	EPU	عدم اطمینان
۱/۰۶	۰/۵۹	-۰/۵۲	-۰/۰۵	۱/۴۲	۰/۸۲	۰/۲۲	۰/۰۱	State	تمرکز مالکیت
۱/۱۱	۰/۷۰	۰/۳۷	۰/۰۱	۱/۱۳	۰/۳۷	۰/۸۹	۰/۰۱	Board	اندازه هیئت
۱/۰۱	۰/۶۹	۰/۳۹	۰/۰۱	۱/۲۱	۰/۳۰	۱/۰۲	۰/۰۴	Lev	قدرت نفوذ
۱/۲۹	۰/۲۵	-۱/۱۵	-۰/۰۱	۱/۴۲	۰/۷۶	۰/۲۹	۰/۰۱	M/B	ارزش با زار
۱/۷۰	۰/۷۸	-۰/۲۶	-۰/۰۱	۱/۴۲	۰/۶۴	-۰/۴۵	-۰/۰۶	ROA	سودآوری
۱/۸۷	۰/۲۵	-۱/۱۴	-۰/۰۱	۱/۷۶	۰/۹۵	-۰/۰۶	-۰/۰۱	Ln_age	سن ثابت
۱/۲۳	۰/۷۶	۰/۲۹	۰/۰۱	۱/۷۶	۰/۷۶	۰/۲۹	۰/۰۱	Ownership	مالکیت نهادی
۱/۵۶	۰/۴۵	-۰/۷۴	-۰/۰۲	۱/۷۶	۰/۳۶	۰/۹۰	۰/۰۳	Independence	استقلال
۱/۳۲	۰/۰۴	-۱/۹۹ *	-۰/۰۳	۱/۷۶	۰/۹۱	۰/۱۰	۰/۰۲	Duality	دوگانگی مدیر عامل
۰/۱۸		(۰/۰۰۰) ۵/۱۷		۰/۲۳		(۰/۰۰۰) ۱۰/۱۳		ضریب تعیین	آماره F (احتمال)
۲۴۸		۱/۹۵		۴۶۴		۱/۵۷		تعداد مشاهدات	دوربین واتسون
۰/۱۰		۰/۰۳		-		۰/۱۹		سطح معناداری آزمون هاسمن	سطح معناداری
									آزمون F لیمر

نتایج برازش فرضیه اول پژوهش در عراق و عربستان ارائه گردیده است. مشاهده می‌شود که عدم اطمینان سیاست اقتصادی (متغیر مستقل) در عراق و عربستان به ترتیب با ضرایب -۰/۲۴ و -۰/۱۴ می‌باشد و سطح معناداری ۰/۰۰۰ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ رابطه منفی و معناداری با توانایی مدیریت (متغیر وابسته) دارد. بنابراین فرضیه بنابراین فرضیه اول پژوهش در عراق و عربستان پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در عراق و عربستان نشان داد که ۱۸٪ و ۲۳٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین شده است. همچنین مقادیر آماره تورم واریانس (۵ < تورم واریانس) حاکی از آن است که بین متغیرهای مستقل پژوهش هم خطی وجود ندارد

جدول ۴. نتایج برازش فرضیه دوم

$Ma i = \beta_0 + \beta_1 EPUit + \beta_2 Risk Taking + \beta_2 EPU * Risk Taking it + \beta_2 Board + \beta_3 State + \beta_4 Size + \beta_5 Leverage + \beta_6 ROA + \beta_7 M/B + \beta_8 Ln M_age + \beta_9 Ownership + \beta_{10} Independence + \beta_{11} Dual + endyear + \sum_{i=1}^n ind + \sum_{j=1}^m year + endyear$									
شرکت‌ها			بانک‌ها			ام			
تورم	معناداری		تورم	معناداری		ضریب	آماره t	ضریب	متغیر
واریانس	P-value	آماره t	واریانس	P-value	آماره t			نماد	عنوان
-	۰/۱۹۱	۱/۳۱	۰/۲۳۶	-	۰/۵۰۸	-۰/۶۶	-۰/۲۵۶	β	عرض از مبدأ
۲/۸۲	۰/۰۰۰	** -۶/۸۳	-۰/۲۴	۱/۱۴	۰/۰۰۰	** -۹/۱۱	-۰/۱۵	EPU	عدم اطمینان
۳/۱۲	۰/۰۰۰	** ۲/۹۰	۰/۰۶	۳/۱۲	۰/۰۰۰	** ۲/۶۵	۰/۰۲	$Risk Taking$	ریسک پذیری شرکت
۳/۸۷	۰/۰۳	** ۲/۰۹	۰/۲۴	۳/۸۷	۰/۰۸	** ۱/۷۲	۰/۲۱	$*Risk Taking EPU$	عدم اطمینان* ریسک پذیری
۱/۲۶	۰/۶۱	- ۰/۴۹	- ۰/۰۴	۱/۴۲	۰/۸۳	۰/۲۰	۰/۰۱	$State$	تمرکز مالکیت
۱/۳۱	۰/۶۴	۰/۴۶	۰/۰۱	۱/۱۳	۰/۳۷	۰/۸۸	۰/۰۱	$Board$	اندازه هیئت
۱/۴۵	۰/۸۶	۰/۱۷	۰/۰۱	۱/۲۱	۰/۳۰	۱/۰۲	۰/۰۴	Lev	قدرت نفوذ
۱/۷۸	۰/۱۸	- ۱/۳۲	- ۰/۰۴	۱/۴۲	۰/۷۷	۰/۲۸	۰/۰۱	M/B	ارزش با زار
۱/۷۰	۰/۷۶	- ۰/۳۰	- ۰/۰۱	۱/۴۲	۰/۶۶	- ۰/۴۳	- ۰/۰۶	ROA	سودآوری
۱/۳۶	۰/۲۵	- ۱/۱۳	- ۰/۰۱	۱/۷۶	۰/۹۵	۰/۰۵	۰/۰۱	Ln_age	سن ثابت
۱/۴۱	۰/۷۵	۰/۳۱	۰/۰۲	۱/۷۶	۰/۷۶	۰/۱۰	۰/۰۱	$Ownership$	مالکیت نهادی
۱/۸۷	۰/۵۰	- ۰/۶۷	- ۰/۰۲	۱/۷۶	۰/۳۶	۰/۹۰	۰/۰۳	$Independence$	استقلال
۱/۹۱	۰/۰۰	* -۲/۹۲	-۰/۰۳	۱/۷۶	۰/۹۲	۰/۰۹	۰/۰۲	$Duality$	دوگانگی مدیر عامل
۰/۲۸		(۰/۰۰۰) ۷/۰۲	۰/۲۴		(۰/۰۰۰) ۱۴/۵۴			ضریب تعیین	آماره F
۲۴۸		۱/۹۵	۴۶۴		۱/۵۷			تعداد مشاهدات	دوربین واتسون
۰/۹۸		۰/۰۳	-		۰/۱۷			سطح معناداری آزمون هاسمن	سطح معناداری
									آزمون F لیمر

نتایج برازش مدل دوم در عراق و عربستان ارائه گردیده است. مشاهده می‌شود که ریسک‌پذیری شرکت در عراق و عربستان به ترتیب با ترتیب با ضرایب ۰/۲۴ و ۰/۲۸ و سطح معناداری ۰/۰۳ می‌باشد ۰/۲۱ و سطح معناداری ۰/۰۸ رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و توانایی مدیریت را در جهت کاهش تعدیل کرده و رابطه را تضعیف می‌کند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در عراق و عربستان نشان داد که ۲۸٪ و ۲۴٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین شده است. همچنین مقادیر آماره تورم واریانس (۵ > تورم واریانس) حاکی از آن است که بین متغیرهای مستقل پژوهش هم خطی وجود ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های پژوهش حاضر که با هدف بررسی نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری شرکت بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و توانایی مدیریت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس عراق و عربستان انجام شد، نشان داد که نااطمینانی سیاست اقتصادی اثر منفی و معناداری بر توانایی مدیریت دارد. این اثر در هر دو کشور مورد بررسی مشاهده شد و بیانگر آن است که بی‌ثباتی در سیاست‌های اقتصادی، چه به صورت داخلی و چه در عرصه بین‌المللی، می‌تواند توانایی مدیران را در اجرای اثربخش وظایف خود به‌ویژه در زمینه تخصیص

منابع، مدیریت بحران‌ها و تصمیم‌گیری استراتژیک به‌طور معناداری کاهش دهد. این یافته با نتایج مطالعات پیشین هم‌راستا است که نشان می‌دهند نااطمینانی اقتصادی نه تنها بر شاخص‌های عملکرد مالی بلکه بر کارایی تصمیم‌گیری مدیران نیز تأثیرگذار است (Das et al., 2019; Luo & Zhang, 2020). برای مثال، (Jin et al., 2019) نشان داد که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی در بازار چین منجر به کاهش دقت در پیش‌بینی سود و ضعف در تصمیم‌گیری‌های مدیریت می‌شود.

بر اساس نتایج مدل‌های رگرسیون، مشاهده شد که در هر دو کشور، ضرایب مربوط به متغیر نااطمینانی سیاست اقتصادی منفی و در سطح معنی‌داری بالا بودند. این بدان معناست که افزایش در شاخص‌های نااطمینانی اقتصادی نظیر نوسانات نرخ ارز، تورم، نرخ بهره و نرخ رشد اقتصادی، باعث کاهش کارایی مدیران شده است. از منظر نظری، می‌توان این موضوع را با نظریه آژانس و مفاهیم مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی توضیح داد. زمانی که نااطمینانی در فضای کلان اقتصادی افزایش می‌یابد، توانایی مدیران برای دسترسی به اطلاعات موثق و پیش‌بینی‌پذیر کاهش می‌یابد و در نتیجه، تصمیم‌گیری آن‌ها دچار تردید و تأخیر می‌شود (Cole-Heath & Sagiraju, 2024; Rezaee et al., 2021). همچنین، فقدان شفافیت در سیاست‌های کلان ممکن است منجر به محافظه‌کاری بیش از حد مدیران و تأخیر در انجام سرمایه‌گذاری‌های مهم گردد (Wang, 2018).

از سوی دیگر، نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری شرکت به عنوان متغیر میانجی در رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و توانایی مدیریت نیز مورد آزمون قرار گرفت. نتایج مدل دوم رگرسیون نشان داد که ریسک‌پذیری می‌تواند اثر منفی نااطمینانی بر توانایی مدیریت را تعدیل کند. این یافته از نظر تجربی قابل توجه است، زیرا شرکت‌هایی که ساختار تصمیم‌گیری منعطف‌تر و روحیه پذیرش ریسک بالاتری دارند، در مواجهه با عدم اطمینان‌های اقتصادی، عملکرد مطلوب‌تری از خود نشان می‌دهند. این امر با نتایج مطالعاتی چون (Adeel, 2023) و (Bonabi Ghadim et al., 2022) سازگار است که نشان داده‌اند ریسک‌پذیری سازمانی با افزایش نوآوری، چابکی سازمان و تاب‌آوری در برابر نوسانات محیطی همراه است. به‌ویژه در شرکت‌های با تمرکز بر نوآوری، توسعه سرمایه انسانی و تصمیم‌گیری بر اساس داده‌های تحلیلی، توانایی مقابله با ریسک‌های بیرونی بیشتر است. در تحلیل داده‌ها مشخص شد که شرکت‌های دارای سطح بالاتر از ریسک‌پذیری، در مواجهه با نااطمینانی، افت کمتری در توانایی مدیریتی نشان می‌دهند. این شرکت‌ها معمولاً با استفاده از ابزارهای مدیریت ریسک، تنوع‌بخشی به سبد فعالیت‌ها و ارتقای قابلیت‌های تحلیلی خود، می‌توانند شرایط نامطمئن اقتصادی را به فرصت‌هایی برای خلق ارزش تبدیل کنند. به عبارت دیگر، ریسک‌پذیری به عنوان یک قابلیت استراتژیک، با تسهیل فرآیند تصمیم‌گیری در شرایط نامطمئن، نقش حفاظتی در برابر آسیب‌های ناشی از شوک‌های اقتصادی ایفا می‌کند (Ye, 2022). (Lomakin et al., 2022; Sari et al., 2017). نیز با تحلیل داده‌های دوران پاندمی COVID-19 نشان داد که شرکت‌هایی با سطح ریسک‌پذیری بالاتر، کمتر تحت تأثیر نااطمینانی اقتصادی ناشی از شرایط اضطراری قرار گرفتند.

از منظر ساختارهای حاکمیت شرکتی نیز، رابطه میان ریسک‌پذیری و توانایی مدیریت از اهمیت خاصی برخوردار است. به‌ویژه در کشورهایی مانند عراق و عربستان که ساختارهای نظارتی و حقوقی در حال توسعه هستند، وجود حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند به ارتقاء ریسک‌پذیری هدفمند در سطح سازمان کمک کند. (Emami et al., 2024) و (Hasanzadeh et al., 2023) در مطالعات خود نشان داده‌اند که ارتقاء ساختارهای حاکمیتی از جمله استقلال هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و تفکیک وظایف، موجب ارتقاء ظرفیت‌های تصمیم‌گیری در شرکت‌ها می‌شود. همچنین، نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های (Haris et al., 2019) و (Eslami & Erzaei, 2023) در تأیید تأثیر مثبت ریسک‌پذیری بر تقویت توانایی مدیریت در شرایط عدم قطعیت همسو می‌باشد.

از منظر بازار سرمایه، نقش توانایی مدیریت در افزایش شفافیت، پاسخ‌گویی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی قابل توجه است. همان‌طور که (Crisóstomo et al., 2020) اشاره کرده‌اند، مدیران توانمند با افشای شفاف اطلاعات مالی و تصمیم‌گیری‌های استراتژیک، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده و موجب پایداری بیشتر ارزش شرکت می‌شوند. حال آن‌که در بستر نااطمینانی سیاست اقتصادی، این فرآیند با چالش‌های جدی روبرو می‌شود و نیاز به تعدیل‌گرهایی چون ریسک‌پذیری پررنگ‌تر می‌گردد. شرکت‌هایی که از ظرفیت‌های ریسک‌پذیری بالاتری برخوردارند، علاوه بر مدیریت بهتر شرایط بحرانی، توانایی بیشتری برای انتقال پیام ثبات به بازار دارند (Adeel, 2023; Cumming et al., 2019).

از دیگر نتایج قابل توجه این پژوهش، تفاوت نسبی میان نتایج حاصل از نمونه‌های دو کشور عراق و عربستان است. اگرچه الگوی کلی نتایج در هر دو کشور یکسان بود، اما شدت اثر نااطمینانی اقتصادی و نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری در هر یک تفاوت داشت. این موضوع می‌تواند به تفاوت‌های نهادی، ساختار بازار، درجه شفافیت اقتصادی و سطح بلوغ بازار سرمایه در دو کشور نسبت داده شود. به عنوان مثال، سطح پایین‌تر توسعه نظام‌های نظارتی در عراق ممکن است موجب اثرگذاری شدیدتر نااطمینانی سیاستی بر عملکرد مدیریتی گردد (Eyshi Ravandi et al., 2024; Sari et al., 2019). از سوی دیگر، در عربستان، حضور شرکت‌های بزرگ‌تر با زیرساخت‌های بهتر مدیریتی می‌تواند نقش محافظتی بیشتری برای ریسک‌پذیری ایفا کند.

جمع‌بندی نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در محیط‌هایی با درجه بالای نااطمینانی، تنها اتکا به مهارت‌های مدیریتی کلاسیک کافی نیست، بلکه لازم است ساختار سازمانی و ویژگی‌های رفتاری نظیر ریسک‌پذیری نیز مورد توجه قرار گیرد. به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور، توسعه ابزارهای سنجش و تقویت ریسک‌پذیری در سطح شرکتی می‌تواند منجر به افزایش توان سازگاری و اثربخشی مدیران در شرایط بحرانی شود. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها با طراحی استراتژی‌های مبتنی بر تحلیل ریسک و توسعه شاخص‌های داخلی سنجش توانایی مدیریت، آمادگی لازم برای مواجهه با بی‌ثباتی‌های سیاسی و اقتصادی را در خود نهادینه کنند.

یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر، تفاوت‌های نهادی و قانونی میان دو کشور عراق و عربستان است که می‌تواند در تحلیل هم‌زمان داده‌ها تأثیرگذار باشد. همچنین، تمرکز بر بازه زمانی خاصی در سال‌های ۲۰۱۷ تا ۲۰۲۲ و استفاده از داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس ممکن است به محدودسازی تعمیم‌پذیری نتایج منجر شود. محدودیت دیگر مربوط به سنجش متغیر ریسک‌پذیری است که با استفاده از سه شاخص تلفیقی برآورد شده و ممکن است ابعاد رفتاری و ذهنی آن به طور کامل منعکس نشده باشد. همچنین، متغیر توانایی مدیریت بر مبنای روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) و مدل دمرجیان محاسبه شده است که گرچه معتبر و پذیرفته شده است، اما نمی‌تواند تمام جنبه‌های کیفی عملکرد مدیران را در نظر بگیرد.

برای توسعه دامنه پژوهش، پیشنهاد می‌شود مطالعات آتی به بررسی سایر بازارهای نوظهور نظیر ایران، مصر یا ترکیه نیز بپردازند تا امکان مقایسه‌های منطقه‌ای فراهم شود. همچنین، بررسی تأثیر متغیرهای فرهنگی، سیاسی و نهادی بر رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و توانایی مدیریت می‌تواند به غنای نظری موضوع کمک کند. پیشنهاد دیگر آن است که در مطالعات آتی از روش‌های تحلیل کیفی مانند مصاحبه‌های عمیق با مدیران نیز بهره گرفته شود تا ابعاد ذهنی و تجربی موضوع بهتر روشن گردد. همچنین، تحلیل‌های طولی و داده‌های پانلی گسترده‌تر در بازه‌های زمانی بلندمدت، می‌تواند به بررسی پایداری اثرات کمک کنند.

در سطح سازمانی، توصیه می‌شود که شرکت‌ها نسبت به ایجاد و تقویت واحدهای مدیریت ریسک با محوریت تحلیل نااطمینانی اقتصادی اقدام کنند. مدیران باید به‌طور مستمر با آموزش‌های مبتنی بر سناریو و تحلیل حساسیت، برای تصمیم‌گیری در شرایط پرتلاطم آماده شوند. همچنین، سیاست‌گذاران اقتصادی کشورهای عراق و عربستان باید در جهت کاهش نااطمینانی در سیاست‌های کلان، از طریق شفاف‌سازی قوانین، تدوین برنامه‌های بلندمدت و ثبات در سیاست‌های ارزی و مالی تلاش کنند. در نهایت، نهادهای تنظیم‌گر بازار سرمایه نیز می‌توانند با ارتقاء کیفیت افشای اطلاعات و تقویت حاکمیت شرکتی، زمینه را برای بهبود توانایی مدیریتی در شرکت‌ها فراهم آورند.

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.

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

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

References

- Adeel, R. (2023). Navigating Uncertainty: Assessing the Impact of Financial Risk Management on Organizational Performance: Evidence From Insurance Companies in Pakistan. *JPR*, 12(4), 76-83. <https://doi.org/10.61506/02.00129>
- Bonabi Ghadim, R., Vaez, S. A., & Ensani, R. (2022). The Effect of Intellectual Capital on Sustainability Performance Reporting and Business Strategy. *Financial Accounting Research*, 14(2), 63-90. <https://doi.org/10.22108/far.2022.133847.1890>
- Cole-Heath, A., & Sagiraju, P. (2024). The Effect of Legal Uncertainties on the Pharmaceutical Industry. *Interdisciplinary Studies in Society, Law, and Politics*, 3(1), 11-17. <https://doi.org/10.61838/kman.isslp.3.1.3>
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. d. S., & Freitas, M. R. D. O. (2020). Determinants of corporate sustainability performance – evidence from Brazilian panel data. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1053-1072. <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2018-0102>
- Cumming, D. J., Johan, S., & Pant, A. (2019). Regulation of the Crypto-Economy: Managing Risks, Challenges, and Regulatory Uncertainty. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(3), 126. <https://doi.org/10.3390/jrfm12030126>
- Das, D., Kannadhasan, M., & Bhattacharyya, M. (2019). Do the emerging stock markets react to international economic policy uncertainty, geopolitical risk and financial stress alike? *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, 1-19. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.01.008>
- Emami, D., Ahmadi, M., & Ghaffari, R. (2024). Presenting a Pattern of Flexible working Hours in Government Organizations with an Emphasis on Increasing the Productivity Level of Academic Employees in the Ministry of Cooperation, Labor and Social Welfare [Research Article]. *Iranian Journal of Educational Sociology*, 7(1), 57-65. <https://doi.org/10.61838/kman.ijes.7.1.6>
- Eslami, M., & Erzaei, A. H. (2023). The Relationship Between Real Earnings Management, Corporate Governance, and Stock Price Crash Risk (Dynamic Panel Data Approach). *Journal of Fiscal and Economic Policies*, 11(43), 65-97. <https://doi.org/10.61186/qjefp.11.43.65>
- 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>
- Hammoudeh, S., & McAleer, M. (2015). Advances in Financial Risk Management and Economic Policy Uncertainty: An Overview. *International Review of Economics & Finance*, 40, 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2015.02.001>
- Haris, M., Yao, H., Tariq, G., Malik, A., & Javaid, H. M. (2019). Intellectual Capital Performance and Profitability of Banks: Evidence from Pakistan. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2).
- Hasanzadeh, I., Sheikh, M. J., Arabzadeh, M., & Farzinfar, A. A. (2023). The Role of Economic Policy Uncertainty in Relation to Financial Market Instability and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange Companies. *Dynamic Management and Business Analysis*, 2(3), 163-178. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2031971.2315>
- Jin, X., Chen, Z., & Yang, X. (2019). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Account Finance*, 58, 1291-1318. <https://doi.org/10.1111/acfi.12455>
- Jokar, E., Aminnejad, B., & Lork, A. (2021). Assessing and Prioritizing Risks in Public-Private Partnership (PPP) Projects Using the Integration of Fuzzy Multi-Criteria Decision-Making Methods. *Operations Research Perspectives*, 8, 100190. <https://doi.org/10.1016/j.orp.2021.100190>
- Li, B., & Teo, K. L. (2021). Portfolio optimization in real financial markets with both uncertainty and randomness. *Applied Mathematical Modelling*, 100, 125-137. <https://doi.org/10.1016/j.apm.2021.08.006>
- Lomakin, N., Maramygin, M., Karaev, A. A., Kraschenko, S., Yurova, O., & Lomakin, I. B. (2022). Cognitive Model of Financial Stability of the Domestic Economy Based on Artificial Intelligence in Conditions of Uncertainty and Risk. *International Journal of Technology*, 13(7), 1588. <https://doi.org/10.14716/ijtech.v13i7.6185>
- Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101112>
- Rezaee, Z., Alipour, M., Faraji, O., Ghanbari, M., & Jamshidinavid, B. (2021). Environmental disclosure quality and risk: the moderating effect of corporate governance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(4), 733-766. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2018-0269>
- Sari, M., Etemadi, H., & Sepasi, S. (2019). The Importance of the Internal Information Environment Quality for Tax Risk Reduction. *Management Research in Iran*, 23(2), 1-27. <https://www.magiran.com/paper/2006329>
- Sari, M. A., Etemadi, H., & Sepasi, S. (2017). Risk Assessment of the Corporate Tax Policies. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(54), 6-24. https://qjma.atu.ac.ir/article_8266.html

- Sarker, P. K., Bouri, E., & Marco, C. K. L. (2023). Asymmetric effects of climate policy uncertainty, geopolitical risk, and crude oil prices on clean energy prices. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(6), 15797-15807. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-23020-w>
- Wang, G. J. (2018). When Bitcoin meets economic policy uncertainty (EPU): Measuring risk spillover effect from EPU to Bitcoin. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.028>
- Ye, J. (2022). Impact of Economic Uncertainty Related to Stock Market Uncertainty During the COVID-19 Pandemic Epidemic. *Journal of Financial Risk Management*, 11(04), 767-778. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2022.114038>
- Zapfen, N. M. (2017). Decision Science, Risk Perception, and Infidelity. *Sage Open*, 7(1), 2158244016686810. <https://doi.org/10.1177/2158244016686810>