



Shahid Bahonar
University of Kerman



Iranian
Accounting Association

World Uncertainty and Institutional Shareholders: With an Emphasis on Financial Performance

Reza Malek¹ and Hossein Fakhari²

1. Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.
Email: reza.malek229@gmail.com
2. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. **Email:** h.fakhari@umz.ac.ir

Article Info

Article Type:

Research Article.

Article History:

Received: 8 December 2024

Received in revised form: 19 April 2026

Accepted: 2 May 2026

Available online:

Keywords:

World Uncertainty,
Institutional Shareholders,
Financial Performance,
Return on Equity,
Interest Divergence.

JEL Classification:

D8, G2, M4.

A B S T R A C T

Objective: In world markets, world uncertainty is a significant factor in explaining and predicting the behavior of economic actors. World uncertainty refers to unpredictable changes in economic policies, political events, or international crises that can have multiple consequences. Studying the behavior of institutional shareholders toward the risks arising from world uncertainty is one of the unique aspects that, despite its high importance, has been less discussed in accounting and financial literature. Accordingly, this research seeks to examine the effect of world uncertainty on institutional ownership, with an emphasis on the moderating role of financial performance

Method: Data from 116 listed companies during the years 2005 to 2023 have been analyzed using a multivariate regression method based on panel data analysis.

Results: The findings showed that world uncertainty has a negative effect on institutional ownership. This reaction reflects a divergence of interests of institutional shareholders with other shareholders in conditions of world uncertainty, which has been observed only in political industries. Also, with an increase in return on equity, the negative effect of world uncertainty is weakened. This means that return on equity as an indicator of financial performance is very important for institutional shareholders in conditions of world uncertainty and can reduce the motivation to decrease ownership.

Conclusion: The results of this research can be useful for real investors, analysts, and capital market policymakers in understanding the behavior of institutional shareholders.

Cite this article: Malek, R., & Fakhari, H. (). World uncertainty and institutional shareholders: with an emphasis on financial performance. *Journal of Accounting Knowledge*, *(*), *-*.



Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.

©The Author(s).

Introduction

World uncertainty refers to conditions in which unpredictable changes in economic policies, political events, or international crises occur. These changes can affect the decision-making and performance of organizations. Therefore, how to neutralize the effects of world uncertainty has become a controversial issue for economic actors and academic circles. Changes in economic and political policies, exchange rate fluctuations, inflation and investment rates, presidential elections, political parties, wars, military threats, terrorism and epidemics such as SARS, and Corona are among the factors of world uncertainty in the operating environment of organizations and companies. A review of the literature has shown that among economic actors, institutional investors are among the actors who are trying to neutralize environmental fluctuations and adopt appropriate investment strategies under existing uncertainties. Institutional shareholders, by holding a large share of corporate ownership, have a crucial role in the capital market and the economic welfare of societies and affect the interests of other shareholder groups. This is why in recent years, studying the behavior of institutional shareholders, including how they respond to uncertainties, has become very important. Institutional shareholders, having a key position in the ownership structure and corporate governance, are expected to use various tools and strategies in response to world uncertainty. In explaining these reactions, many theories such as agency and portfolio theories have been proposed in the finance and accounting literature. In line with these theories, it is expected that the response of institutional shareholders will be realized through monitoring managers, influencing strategies, playing a role in corporate governance, and adjusting the percentage of ownership and investment portfolio. On the other hand, return on equity as a financial performance indicator is an important motivational factor regarding how institutional shareholders make decisions. Financial performance can improve institutional shareholders' assessment of the economic outlook of the economic unit. According to empirical evidence, improved financial performance can be considered a positive signal from management regarding the ability of the business unit's management to control the negative effects of world uncertainty by economic actors. Therefore, it is expected that return on equity will be considered by institutional shareholders as a protective shield against world uncertainty and will influence the intensity of the impact of world uncertainty on the level of institutional ownership. Also, according to another theoretical framework, in conditions of world uncertainty, institutional shareholders, despite appropriate returns for capital owners, may increase the disposal of shares and adjust their portfolios. This is because, according to the "Disposition Effect" shareholders in uncertain political and economic conditions, by disposing of shares, prefer escaping from potential current loss over future extra profit. Accordingly, the present study seeks to provide evidence of the effect of world uncertainty on the ownership of institutional shareholders with an emphasis on the moderating role of the company's financial performance. Investigating this issue is important because it helps to gain a better understanding of the alignment or divergence of interests of institutional shareholders with other shareholders in the face of world uncertainties.

Method

Data related to 116 listed companies during the years 2005-2023 were collected from Tehran Stock Exchange, through systematic elimination method and analyzed using multivariate regression method based on panel data analysis.

Results

The findings show that world uncertainty has a negative impact on the level of institutional shareholders' ownership, and institutional shareholders reduce their ownership only in political industries under conditions of world uncertainty. Furthermore, other findings have shown that return on equity weakens the effect of world uncertainty on the level of institutional ownership. This weakening effect has also been observed in political industries. Further investigations

have revealed that among the performance indicators of return on equity, profitability, return on assets, and operating profit, only the return on equity indicator has a moderating role. Another finding of this research is that the Global Economic Policy Uncertainty (GEUP) index also has a negative impact on the level of institutional shareholders' ownership.

Conclusions

Since world uncertainty conditions cause a negative impact on stock characteristics such as liquidity, stock value and create challenges in the operational process of companies and their profitability. Institutional shareholders, as specialized and informed investors, try to neutralize the negative consequences of uncertainty. Findings of this study have shown that institutional investors adopt a strategy of adjustment and reduction of investment to neutralize the imposed risks in conditions of world uncertainty. This means that in conditions of world uncertainty, institutional shareholders try to transfer losses to other shareholders by reducing and selling their shares to protect their capital. In other words, in conditions of world uncertainty, unlike the usual case, institutional shareholders experience a divergence of interests with other shareholders.

Also, from the findings regarding the moderating role of the return on equity index, it can be concluded that under conditions of global uncertainty, return on equity can act as a protective shield to prevent the exit of institutional shareholders and hinder further departure of institutional shareholders. Furthermore, the moderating role of the return on equity index among other financial performance indicators implies that in conditions of global uncertainty, institutional shareholders focus solely on the return on equity index among financial performance indicators. This is because this index plays a key role in predicting the future performance of the business unit, the management's ability to create value, and the financial health of the company. Moreover, this index, compared to other performance indicators, more directly and purely represents the direct interests of this group.

Also, due to the negative reaction of institutional shareholders to the global economic policy uncertainty index, it can be inferred that institutional shareholders, in addition to paying attention to domestic macroeconomic and political conditions, also consider external factors and expect that world economic policies will affect the domestic economic environment as well.

Moreover, since political companies, due to the nature of their industries, are more exposed to the adverse effects of world uncertainty, institutional investors active in political industries, when faced with world uncertainty, rapidly distance themselves from their ownership positions and divest their shares in order to protect their capital. In addition, strong return on equity is perceived by institutional investors as a positive performance signal and can help prevent further capital withdrawal by institutional investors. In contrast, non-political industries, as they are less exposed to political factors and world uncertainty, do not exhibit a significant response from institutional shareholders to this phenomenon.

The present study will provide readers and users with evidence to explain the type of ownership behavior of institutional shareholders, based on the divergence or convergence of interests with other shareholders under uncertain political and economic conditions, emphasizing the role of financial performance.

Author Contributions

Hossein Fakhari: Conceptualization, methodology, validation, supervision, project administration, writing—review and editing. **Reza Malek:** Conceptualization, resources, data curation, software, formal analysis, investigation, writing—original draft preparation, writing—review and editing.

Data Availability Statement

The data supporting this study, including ownership data and return on equity, were collected from the CODAL website (<https://www.codal.ir>), which is publicly accessible. Additionally, the data related to world uncertainty are accessible from the website (<https://www.policyuncertainty.com>). However, they are available from the corresponding author upon reasonable request.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.

عدم قطعیت جهانی و سهامداران نهادی: با تأکید بر عملکرد مالی

رضا ملک^۱ و حسین فخاری^۲

۱. گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: reza.malek229@gmail.com

۲. نویسنده مسئول، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: h.fakhari@umz.ac.ir

چکیده	اطلاعات مقاله
هدف: در بازارهای نوظهور، عدم قطعیت جهانی عامل مهمی در تبیین و پیش‌بینی رفتارهای بازیگران اقتصادی است. عدم قطعیت جهانی به معنای تغییرات غیرقابل‌پیش‌بینی در سیاست‌های اقتصادی، رویدادهای سیاسی یا بحران‌های بین‌المللی است که می‌تواند پیامدهای متعددی به همراه داشته باشد. مطالعه رفتار سهامداران نهادی نسبت به ریسک‌های ناشی از عدم قطعیت جهانی، یکی از جنبه‌های منحصربه‌فردی است که با وجود اهمیت بالا، کمتر در ادبیات حسابداری و مالی به بحث گرفته شده است. بر همین اساس این پژوهش درصدد است تا به تأثیر عدم قطعیت جهانی بر مالکیت سهامداران نهادی با تأکید بر نقش تعدیل‌گری عملکرد مالی بپردازد. روش: داده‌های ۱۱۶ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۲ با روش رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر تحلیل ترکیبی، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته‌ها: یافته‌ها نشان داد عدم قطعیت جهانی تأثیر منفی بر مالکیت سهامداران نهادی دارد. این واکنش بیانگر واگرایی منافع سهامداران نهادی با سایر سهامداران در شرایط عدم قطعیت جهانی است که تنها در صنایع سیاسی دیده شده است. همچنین، با افزایش بازده حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی عدم قطعیت جهانی تضعیف می‌شود. این به آن معناست که بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان یک شاخص عملکرد مالی برای سهامداران نهادی در شرایط عدم قطعیت جهانی از اهمیت بسزایی برخوردار است و می‌تواند انگیزه کاهش مالکیت را کمتر کند. نتیجه‌گیری: نتایج این تحقیق می‌تواند برای سرمایه‌گذاران حقیقی، تحلیلگران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در درک رفتار سهامداران نهادی مفید باشد.	نوع مقاله: مقاله پژوهشی. تاریخ‌ها: تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۹/۱۸ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۱/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۲/۸ تاریخ انتشار برخط: واژه‌های کلیدی: عدم قطعیت جهانی، سهامداران نهادی، عملکرد مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، واگرایی منافع. طبقه‌بندی JEL: D8, G2, M4.

استاد: ملک، رضا و فخاری، حسین (). عدم قطعیت جهانی و سهامداران نهادی: با تأکید بر عملکرد مالی. مجله دانش حسابداری، (*), (*), (*). <https://doi.org>



ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.

© نویسنده / نویسندگان.

۱- مقدمه

امروزه نظام اقتصادی کشورهای در حال توسعه، به گونه‌ای پیوسته، در معرض انواع عدم قطعیت‌های محیطی، به‌ویژه عدم قطعیت سیاسی و اقتصادی قرار دارد (آهیر و همکاران^۱، ۲۰۲۲). بر همین اساس، چگونگی کاهش یا خنثی‌سازی اثرات این عوامل به یکی از دغدغه‌های اصلی کنشگران اقتصادی و محافل دانشگاهی تبدیل شده است. تاکنون تحقیقات مالی و اقتصادی متعددی به بررسی انواع گوناگون پدیده «عدم قطعیت» پرداخته‌اند. سیر پژوهشی نشان می‌دهد انواع شاخص‌های عدم قطعیت‌های محیطی از جمله شاخص عدم قطعیت سیاسی، شاخص عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی، شاخص عدم قطعیت اقتصادی، همواره در کانون توجه محققین بوده است. با این حال، یکی از انواع شاخص‌های عدم قطعیت محیطی که به‌رغم اهمیت و گستردگی مولفه‌ای، کمتر مورد توجه محققین قرار گرفته، شاخص عدم قطعیت جهانی (WUI^۲) است. این شاخص متأثر از عواملی نظیر؛ تغییرات سیاست‌های اقتصادی و سیاسی، نوسانات نرخ ارز، تورم و نرخ سرمایه‌گذاری، انتخابات ریاست‌جمهوری، تغییر احزاب سیاسی، جنگ، تهدیدات نظامی، تروریسم و بیماری‌های همه‌گیر مانند سارس^۳ و کرونا^۴ است؛ عواملی که به‌عنوان مهم‌ترین محرک‌های عدم قطعیت جهانی در محیط عملیاتی سازمان‌ها و شرکت‌ها شناخته می‌شوند (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲ و کرمی و همکاران، ۱۴۰۱). به‌طور کلی، با استناد به آهیر و همکاران (۲۰۲۲)، «عدم قطعیت جهانی» را می‌توان به‌مثابه تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در سیاست‌های اقتصادی، رویدادهای سیاسی یا بحران‌های بین‌المللی در نظر گرفت که می‌تواند فضای تصمیم‌گیری اقتصادی کشورها را تحت تأثیر قرار دهد.

مرور ادبیات نشان داده است در بین بازیگران اقتصادی، سهام‌داران نهادی^۵ از جمله بازیگرانی هستند که در تلاش‌اند نوسانات محیطی را خنثی کرده و متناسب با عدم قطعیت‌های موجود، استراتژی سرمایه‌گذاری^۶ مناسب را اتخاذ نمایند. در واقع سهام‌داران نهادی با در اختیار داشتن بخش قابل توجهی از مالکیت شرکت‌ها می‌توانند نقش ویژه‌ای در بازار سرمایه و رفاه اقتصادی جوامع ایفا کرده (فرانسیس و همکاران^۷، ۲۰۱۳) و تصمیمات آنها می‌تواند بر منافع سایر سهام‌داران نیز اثرگذار باشد. از همین رو است که در سال‌های اخیر بررسی رفتار سهام‌داران نهادی از جمله نحوه پاسخ آنها به عدم قطعیت‌های محیطی نظیر؛ عدم قطعیت سیاسی و سیاست‌های اقتصادی مورد توجه محققین قرار گرفته است (فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۳؛ فرانسیس و همکاران^۸، ۲۰۲۱، چادا^۹، ۲۰۲۳ و هائو و لی^{۱۰}، ۲۰۲۴). انتظار می‌رود سهام‌داران نهادی با داشتن جایگاه کلیدی در ساختار مالکیت^{۱۱} و حاکمیت شرکتی^{۱۲} (خواجوی و همکاران، ۱۴۰۳ و مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹) از ابزار و استراتژی‌های گوناگونی در واکنش به عدم قطعیت جهانی بهره ببرند. در توضیح این واکنش‌ها، نظریه‌های متعددی نظیر؛ نظریه نمایندگی^{۱۳} و پرتفولیو^{۱۴} در ادبیات مالی و حسابداری مطرح شده است. هم‌راستا با این نظریه‌ها انتظار می‌رود پاسخ سهام‌داران نهادی از طریق نظارت بر مدیران، تأثیر بر استراتژی‌ها، ایفا نقش در اجرای حاکمیت شرکتی و تعدیل درصد مالکیت و سبد سرمایه‌گذاری (هائو و لی، ۲۰۲۴) تحقق یابد.

1. Ahir

2. World Uncertainty Index

3. SARS (Severe Acute Respiratory Syndrome)

4. COVID-19

5. Institutional Shareholders

6. Investment Strategy

7. Francis

8. Francis

9. Chada

10. Hao and Li

11. Ownership Structure

12. Corporate Governance

13. Agency Theory

14. Portfolio Theory

از سوی دیگر، بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخص عملکرد مالی، عامل انگیزشی مهمی در خصوص چگونگی تصمیمات سهامداران نهادی است. عملکرد مالی می تواند ارزیابی سهامداران نهادی از چشم انداز اقتصادی واحد اقتصادی را بهبود ببخشد. طبق شواهد تجربی عملکرد مالی بهبود یافته می تواند علامت مثبتی از سوی مدیریت مبنی بر توانایی مدیریت واحد تجاری در کنترل اثرات منفی عدم قطعیت جهانی تلقی شود (ملک و فخاری، ۱۴۰۳)؛ از این رو، انتظار می رود، بازدهی حقوق صاحبان از سوی سهامداران نهادی به عنوان یک سپر حفاظتی در برابر عدم قطعیت جهانی قلمداد شود و شدت تأثیر عدم قطعیت جهانی بر میزان مالیکت نهادی را تحت تأثیر قرار دهد. علاوه بر این، انتظار می رود که در شرایط عدم قطعیت جهانی، سهامداران نهادی با وجود بازدهی مناسب برای صاحبان سرمایه، واگذاری سهام و تعدیل پرتفوی خود را افزایش دهند. چرا که طبق «اثر تمایلی»^۱، سهامداران در شرایط نامطمئن سیاسی و اقتصادی با واگذاری سهام، گریز از زیان احتمالی فعلی را به سود اضافی آتی، ترجیح می دهند (شفرین و استاتمن^۲، ۱۹۸۵ و مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲). به سبب دیگر، سرمایه گذاران بر اساس اثر تمایلی، سهم های سودده را سریع تر می فروشند تا از زیان های احتمالی آینده جلوگیری کنند، اما سهم های زیان ده را نگه می دارند تا در آینده به سود برسند. این رفتار ناشی از زیان گریزی آنان است و نشان می دهد که سرمایه گذاران بیشتر از سود، به جلوگیری از زیان توجه می کنند (شفرین و استاتمن، ۱۹۸۵ و مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲)؛ بنابراین، با توجه به استدلال های فوق انتظار بر آن است که عدم قطعیت جهانی بر میزان مالیکت سهامداران نهادی تأثیر داشته و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخص عملکرد مالی، نقش تعدیل کنندگی در این تأثیر داشته باشد.

از این رو، مطالعه حاضر با پرداختن به دو ریز ساختار اقتصادی، (۱) سهامداران نهادی و (۲) نااطمینانی های سیاسی و اقتصادی (در قالب شاخص عدم قطعیت جهانی) از ضرورت پژوهشی ویژه ای برخوردار است:

اهمیت سهامداران نهادی از این جهت است که این گروه از سهامداران در حاکمیت شرکتی نقش آفرینی کرده (داس گپتا و همکاران^۳، ۲۰۲۱؛ پوچتا مارتینس و چیوا اورتیس^۴، ۲۰۲۰ و شمس الدینی و نعمتی، ۱۴۰۰) و نقش علامت دهی به سایر سهامداران را ایفا می کنند (فان و همکاران^۵، ۲۰۲۳) چرا که در واقع این گروه از سهامداران، از سوی سایر سهامداران به عنوان یک مرجع اطلاعاتی کلیدی قلمداد می شوند و تصمیمات ماندگاری یا تغییر مالیکت آنها می تواند نقش بسزایی را در اخذ تصمیمات دیگر سرمایه گذاران و در نهایت تخصیص منابع مالی در اقتصاد کشور ایفا کند. همچنین، به دلیل ماهیت دولتی - شبه دولتی و درصد مالیکت بالای سهامداران نهادی در ساختار مالیکت شرکت ها (فخاری و همکاران، ۱۴۰۰) اهمیت آنها در تصمیم گیری های شرکت اساسی است (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹ و حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷) و از این رو است که سهامداران نهادی در ایران، نقش کلیدی در تحرکات مالی و چگونگی تخصیص منابع مالی در بازار سرمایه ایفا می کنند.

علاوه بر این یکی از مهم ترین چالش های اقتصادی ایران، عدم ثبات عوامل سیاسی و اقتصادی است (یاوری فر و همکاران، ۱۴۰۲). محیط پر تنش که دائماً بازیگران اقتصادی را در معرض انواع عدم قطعیت های سیاسی و اقتصادی قرار داده و بر تصمیمات سرمایه گذاری آنها مؤثر است (یاوری فر و همکاران، ۱۴۰۲ و عرب مازار و نظری گوار، ۱۳۹۱)؛ بر

¹. Disposition effect

². Shefrin and Statman

³. Dasgupta

⁴. Pucheta-Martínez and Chiva-Ortells

⁵. Fan

همین اساس مطالعه هم‌زمان این دو عامل اقتصادی کلیدی یعنی سهام‌داران نهادی و نااطمینانی‌های سیاسی و اقتصادی، ضروری است. علاوه بر این باوجود اینکه شاخص عدم قطعیت جهانی از جامعیت مناسبی برخوردار است و نسبت به تغییرات سیاسی و اقتصادی حساس است (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲)، اما تاکنون مورد توجه پژوهشگران ایرانی قرار نگرفته است؛ لذا، پژوهش حاضر درصدد است تا با استفاده از شاخص عدم قطعیت جهانی، خلأ پژوهشی یادشده را پر کند و در نهایت انتظار بر آن است، مطالعه حاضر شواهدی را در راستای تبیین نوع رفتار مالکانه سهام‌داران نهادی، مبنی بر واگرایی یا همگرایی منافع با سایر سهام‌داران در شرایط نامطمئن سیاسی و اقتصادی با تأکید بر نقش عملکرد مالی در اختیار خوانندگان و استفاده‌کنندگان قرار دهد.

در ادامه، ساختار پژوهش به صورت زیر دنبال شده است. در ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش معرفی و پس از بیان روش پژوهش، داده‌ها تجزیه و تحلیل شده و در نهایت پس از آزمون‌های تکمیلی، نتیجه‌گیری و پیشنهادهایی برگرفته از پژوهش ارائه شده است.

۲- مبانی نظری

۲-۱- شاخص‌های عدم قطعیت و شاخص عدم قطعیت جهانی (WUI)

از منظر اقتصاددانان مشهوری همچون نایت^۱ (۱۹۲۱)، مفهوم «عدم قطعیت» با «ریسک» متفاوت بوده و نباید این دو واژه به جای یکدیگر استفاده شوند. عدم قطعیت به شرایطی پیچیده‌تر و مبهم‌تر نسبت به ریسک اشاره دارد. در واقع، عدم قطعیت به شرایطی از ابهام اشاره دارد که حتی توزیع احتمالات رویدادها نیز ناشناخته است؛ درحالی‌که در ریسک، توزیع احتمالات رویدادها مشخص است (مثلاً پرتاب یک سکه عادلانه که احتمال ۵۰-۵۰ برای شیر یا خط دارد) (بلوم^۲، ۲۰۱۴). پدیده «عدم قطعیت» به دلیل خلق شرایط ابهام‌آلود و نامشخص، همواره پدیده «تصمیم‌گیری» را با مشکلات جدی روبه‌رو ساخته (روشن، ۱۳۹۹) و منشأ ایجاد نااطمینانی در محیط عملیاتی و مالی سازمان‌ها و شرکت‌ها بوده است. به گونه‌ای که این تأثیر در کشورهایی با اقتصاد نوظهور و در حال توسعه بیشتر است (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲)؛ از همین رو است که بخش عظیمی از تحقیقات حوزه مالی و حسابداری به این سو گرایش پیدا کرده است. مروری بر ادبیات نظری نشان می‌دهد که تاکنون شاخص‌های متعددی برای سنجش ابعاد مختلف عدم قطعیت توسط پژوهشگران ارائه شده‌اند (چادا، ۲۰۲۳ و آهیر و همکاران، ۲۰۲۲؛ بیکر و همکاران^۳، ۲۰۱۶؛ بلوم، ۲۰۱۴ و فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۳). این شاخص‌ها از جمله شامل عدم قطعیت سیاسی، عدم قطعیت اقتصادی، عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی و عدم قطعیت جهانی هستند. در پژوهش حاضر این مجموعه تحت عنوان کلی «شاخص‌های عدم قطعیت‌های محیطی» نام‌گذاری شده‌اند. در حقیقت این اصطلاح به مجموعه‌ای از شاخص‌ها اشاره دارد که هر یک جنبه‌ای خاص از عدم قطعیت (سیاسی، اقتصادی و...) را اندازه‌گیری می‌کند. در ادامه، تعریف مختصری از هر یک از شاخص‌های عدم قطعیت محیطی ارائه می‌شود.

○ عدم قطعیت سیاسی: عدم قطعیت سیاسی به شرایطی اطلاق می‌شود که ابهام قابل توجهی در تحولات آتی محیط سیاسی یک کشور حاکم باشد. این نوع عدم قطعیت متأثر از مؤلفه‌های سیاسی نظیر؛ تغییر جهت‌گیری‌های کلان سیاسی، انتخابات، تغییر حکومت، یا بحران‌های اجتماعی است (فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۳).

^۱. Knight

^۲. Bloom

^۳. Baker

○ عدم قطعیت اقتصادی: عدم قطعیت اقتصادی به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن مصرف‌کنندگان، مدیران و سیاست‌گذاران با ابهام قابل توجهی نسبت به پیامدهای اقتصادی آینده روبه‌رو هستند. این عدم قطعیت می‌تواند ناظر بر مسیر پدیده‌های کلان اقتصادی مانند رشد تولید ناخالص داخلی، متغیرهای خرد؛ مانند نرخ رشد شرکت‌ها، و حتی رویدادهای غیراقتصادی نظیر؛ جنگ یا تغییرات اقلیمی باشد (بلوم، ۲۰۱۴).

○ عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به سطح عدم اطمینان در سیاست‌گذاری اقتصادی مربوط می‌شود (کیم و آن، ۲۰۲۱ و بیکر و همکاران، ۲۰۱۶). این نوع از عدم قطعیت می‌تواند ناشی از عوامل متعددی باشد، از جمله: انتخابات ریاست‌جمهوری (چادا، ۲۰۲۳ و کیم و آن، ۲۰۲۱)، بحران‌های خارجی مانند جنگ‌های نظامی و رقابت‌های تجاری کلان (چادا، ۲۰۲۳ و کیم و آن، ۲۰۲۱)، تحریم‌ها، همه‌گیری کرونا و بحران‌های اقتصادی بین‌المللی (چادا، ۲۰۲۳)، تغییر در سیاست‌های کلان مانند سیاست‌های پولی و مالی (نرخ بهره، مالیات‌ها، یارانه‌ها) (چادا، ۲۰۲۳)، تغییر در مقررات صنایع خاص مانند بیمه، بانکداری یا زیرساخت‌ها (چادا، ۲۰۲۳).

○ عدم قطعیت جهانی: با استناد به آهیر و همکاران (۲۰۲۲)، «عدم قطعیت جهانی» به تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در سیاست‌های اقتصادی، رویدادهای سیاسی یا بحران‌های بین‌المللی اطلاق می‌شود که می‌تواند بر فضای تصمیم‌گیری اقتصادی کشورها اثر بگذارد. این شاخص متأثر از عواملی نظیر؛ تغییرات سیاست‌های اقتصادی و سیاسی، نوسانات نرخ ارز، تورم و نرخ سرمایه‌گذاری، انتخابات ریاست‌جمهوری، تغییر احزاب سیاسی، جنگ، تهدیدات نظامی، تروریسم و بیماری‌های همه‌گیر مانند سارس و کرونا است (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲ و کرمی و همکاران، ۱۴۰۱).

مهم‌ترین چالش در موضوع «عدم قطعیت»، محاسبه شاخصی برای اندازه‌گیری آن هست که چالش‌های نظری متعدد را به دنبال داشته است. مرور ادبیات نشان می‌دهد که به‌طور کلی سه رویکرد در خصوص اندازه‌گیری شاخص‌های عدم قطعیت‌های کلان (مثل جهانی) وجود دارد. این رویکردها شامل: نوسانات بازدهی بازار، اختلاف نظر تحلیلگران حرفه‌ای و تحلیل مضامین و متون (از جهت فراوانی کلمات) (مایر و همکاران، ۲۰۲۲).

روش نوسانات بازدهی بازار بر این فرض استوار است که نوسانات بازدهی بازار می‌تواند معیار مناسبی از تعیین انواع عدم قطعیت‌های محیطی در حوزه کلان اقتصادی محسوب شود (ابریشمی و همکاران، ۱۳۹۹). شاخص نوسانات CBOE(VIX)^۳ را می‌توان به‌عنوان یکی از معروف‌ترین و دقیق‌ترین معیار عدم قطعیت مالی دانست (مایر و همکاران، ۲۰۲۲). روش مبتنی بر اختلاف نظر تحلیلگران حرفه‌ای، میزان اختلاف تحلیلگران در مورد نتایج کلان آینده را به‌عنوان معیاری برای تعیین اندازه انواع عدم قطعیت‌های محیطی می‌داند (مایر و همکاران، ۲۰۲۲). روش مبتنی بر تحلیل مضامین و متون (از جهت فراوانی کلمات) که مبتنی بر شمارش تعداد کلمات موجود در یک مرجع خاص است. این مرجع می‌تواند روزنامه‌های معروف در درون یک کشور، گزارش‌ها و سایر منابع‌های مرتبط مثل اخبار، رسانه‌ها، سایت‌ها و خبرگزاری‌ها (ابریشمی و همکاران، ۱۳۹۹) و فضا مجازی مانند توییتر (مایر و همکاران، ۲۰۲۲) باشند. در بین شاخص‌های مبتنی بر

^۱. Kim and An

^۲. Meyer

^۳. CBOE Volatility Index (VIX)

تحلیل مضامین و متون یکی از مهم‌ترین آنها شاخص عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی^۱ (EPU) است (کیم و آن، ۲۰۲۱ و مایر و همکاران، ۲۰۲۲) که می‌توان آن را به‌عنوان معروف‌ترین شاخص این حوزه دانست. شاخص عدم قطعیت جهانی نیز مبتنی بر روش متنی است (آهیر و همکاران^۲، ۲۰۱۸). این شاخص بر اساس تعداد کلمات بکار رفته در گزارش بخش واحد اطلاعات اقتصادی^۳ (EIU) بانک جهانی که دارای مفهوم «عدم قطعیت» هستند، ساخته شده است (آهیر و همکاران، ۲۰۱۸ و روشن، ۱۳۹۹).

واحد اطلاعات اقتصادی، یک شرکت پیشرو در زمینه اطلاعات اقتصادی کشورها با مرکزیت کشور انگلستان است که به شکل منظم گزارش‌های خود را برای ۱۸۹ کشور جهان ارائه می‌کند. این گزارش‌ها شامل بررسی و پیش‌بینی وضعیت سیاسی، اقتصادی، اقتصاد داخلی، تراز تجاری و تأثیر هر یک بر ریسک‌های موجود اعم از ریسک اقتصادی و سرمایه‌گذاری در کشورها است (آهیر و همکاران، ۲۰۱۸ و روشن، ۱۳۹۹). شاخص عدم قطعیت جهانی یک شاخص کلان اقتصادی-سیاسی است که به‌صورت فصلی توسط بنیادی^۴ تحت حمایت صندوق بین‌المللی پول^۵ ارائه می‌شود (آهیر و همکاران، ۲۰۱۸). این شاخص نسبت به وقایع گوناگونی در سطح جهان و کشورها حساسیت نشان داده است. وقایع ای همچون حملات ۱۱ سپتامبر، شیوع سارس، جنگ دوم خلیج فارس، بحران بدهی منطقه یورو^۶، ال‌نینو^۷، بحران کنترل مرزهای اروپا، انتخابات سال ۲۰۱۶ ریاست‌جمهوری ایالات متحده با پیروزی دونالد ترامپ^۸، برگزیت^۹، ورشکستگی بانک لیمن برادرز^{۱۰}، همه‌گیری کروناویروس، تنش‌های تجاری آمریکا و چین (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲ و کرمی و همکاران، ۱۴۰۱) و تنش‌های اخیر بین روسیه و اوکراین (لیو و گائو^{۱۱}، ۲۰۲۲) از نمونه‌های مؤثر بر این شاخص بوده است. مبتکران اولیه شاخص عدم قطعیت جهانی هیتس آهیر^{۱۲}، نیکولاس بلوم^{۱۳} و دیوید فورچری^{۱۴} هستند که در سال ۲۰۱۸ به محاسبه شاخص عدم قطعیت جهانی برای ۳۴ کشور با اقتصاد پیشرفته و یا دارای بازار بزرگ در حال ظهور از سال ۱۹۵۵ به بعد پرداختند. بعداً با تعمیم این شاخص برای سایر کشورها از سال ۱۹۹۶ تاکنون برای ۱۴۳ کشور دیگر نیز از جمله ایران محاسبه شده است (روشن، ۱۳۹۹). شاخص عدم قطعیت جهانی با دارا بودن مزیت‌های فراوان توانسته ضعف شاخص‌های قبل خود را پوشش دهد (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱). یکی از مهم‌ترین مزیت شاخص عدم قطعیت جهانی تنوع آن در ارائه این شاخص برای کشورهای متعدد است. این بدان معناست که شاخص عدم قطعیت جهانی توانسته با پوشش اقتصادهای پیشرفته، اقتصادهای نوظهور در حال توسعه را نیز تحت پوشش قرار دهد (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱) این امر علاوه بر پوشش ضعف سایر شاخص‌ها که تنها برای اقتصادهای پیشرفته ارائه شده است (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱)، توانسته قابلیت مقایسه بین‌کشوری را به‌راحتی فراهم آورد. همچنین؛ برخلاف سایر شاخص‌های مشابه از جامعیت و گستردگی مناسب‌تری برخوردار است و از دیگر مزایای آن دارا بودن مأخذی واحد، استاندارد، دقیق و به‌دوراز تعصبات ایدئولوژیک (گزارش‌های واحد اطلاعات اقتصادی) است که سبب شده است تا شاخص عدم قطعیت جهانی به یک شاخص دقیق و با امکان مقایسه بین کشورها شناخته شود (آهیر و همکاران، ۲۰۱۸).

¹ Economic Policy Uncertainty

² Ahir

³ Economist Intelligence Unit (EIU)

⁴ <https://www.policyuncertainty.com>

⁵ International Monetary Fund (IMF)

⁶ Eurozone Debt Crisis

⁷ El Niño

⁸ Donald Trump

⁹ Brexit

¹⁰ Lehman Brothers

¹¹ Liu and Gao

¹² Hites Ahir

¹³ Nicholas Bloom

¹⁴ Davide Furceri

در بررسی سیر تحولی شاخص عدم قطعیت جهانی در جهان و ایران می‌توان این‌گونه اظهار داشت که در سال ۲۰۱۶-۲۰۱۷ و سه‌ماهه دوم سال ۲۰۲۰ به ترتیب با وقوع بحران بدهی اروپا و انتخابات ریاست‌جمهوری آمریکا (پیروزی دونالد ترامپ) و برگزیت و شیوع کروناویروس به بیشینه مقدار خود رسیده است (تحلیل تا سال ۲۰۲۲). در ایران نیز در اثر عواملی همچون پیروزی انقلاب اسلامی، جنگ تحمیلی، انتخابات ریاست‌جمهوری، توافق هسته ایران (توافق برجام با کشورهای ۵+۱) و خروج دولت آمریکا از آن و کرونا (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱) روند روبه‌رشدی داشته است. در جدول ۱ به برخی از مهم‌ترین ویژگی‌های شاخص عدم قطعیت جهانی پرداخته شده است.

جدول ۱. ویژگی‌های شاخص عدم قطعیت جهانی

ردیف	ویژگی‌ها	ردیف	ادامه - ویژگی‌ها
۱	داشتن رابطه‌ای مثبت با عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی (EPU) و نوسانات بازار	۹	داشتن رابطه‌ای منفی با میزان کارآمدی نهادهای کشوری
۲	داشتن رابطه‌ای مثبت با نوسانات بازار	۱۰	داشتن رابطه‌ای منفی بین واریانس مقادیر عدم قطعیت جهانی با میزان توسعه اقتصادی در هر کشور
۳	داشتن رابطه‌ای مثبت با میزان شوک‌های سیاسی داخلی و خارجی و بلایای طبیعی	۱۱	عدد آن همواره بین ۰ و ۱ است - هر چه عدد به ۱ نزدیک‌تر به معنای عدم قطعیت بیشتر است.
۴	داشتن رابطه‌ای مثبت با میزان خارجی بودن سیاست‌های یک قسمت از اقتصاد	۱۲	هر سه ماه یک‌بار بروز رسانی می‌گردد.
۵	داشتن رابطه‌ای مثبت با میزان دموکراسی در نظام حکمرانی	۱۳	کلان محور است.
۶	داشتن رابطه‌ای منفی با میزان پیشرفته بودن سیستم اقتصادی	۱۴	ماهیت سیاسی - اقتصادی دارد.
۷	داشتن رابطه‌ای منفی با چرخه اقتصادی (ویژگی ضد چرخه)	۱۵	یک عامل پیش‌بینی‌کننده در زمینه رشد یا رکود در تولید
۸	داشتن رابطه‌ای منفی با تولید ناخالص	-	-

تلفیقی از منابع: (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲ و کرمی و همکاران، ۱۴۰۱ و روشن، ۱۳۹۹)

۲-۲- عدم قطعیت جهانی و مالکیت نهادی

مرور ادبیات نشان داده است، شاخص‌های متعددی از عدم قطعیت همچون عدم قطعیت سیاسی و عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی، از جمله عوامل تأثیرگذار بر میزان سهام سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها محسوب می‌شوند (فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۳؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۲۱؛ هه و همکاران^۱، ۲۰۲۲؛ چادا، ۲۰۲۳؛ هائو و لی، ۲۰۲۴ و سعد و بلقاسم^۲، ۲۰۲۴). فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی در ایالات متحده آمریکا نشان دادند انتخابات ریاست‌جمهوری به‌عنوان منبعی از عدم قطعیت سیاسی (PU^۳) می‌تواند عامل تأثیرگذاری بر رفتار سرمایه‌گذاران نهادی محسوب شود. آنان نشان دادند، سهام‌داران نهادی با اتخاذ استراتژی فرصت‌طلبانه در دوران پیش از انتخابات ریاست‌جمهوری، سود زیادی را کسب کردند. همچنین آنها نشان دادند در انتخاباتی که جمهوری خواهان بر دموکرات‌ها غلبه کرده و پیروز می‌شوند سهام‌داران نهادی، سهم مالکیت خود را کاهش داده و در سال اول دولت جدید جمهوری خواه، این روند کاهشی را تا پایین‌تر از میانگین بازار نزول می‌دهند. ولی در زمان پیروزی دموکرات‌ها این رویه دقیقاً برعکس می‌شود. درحالی‌که در هنگام پیروزی دموکرات‌ها، سهام‌داران نهادی سهم خود را افزایش داده و در سال اول دولت جدید به بالاتر از میانگین بازار صعود می‌کنند. همچنین فرانسیس و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهش دیگری نشان داده‌اند انتخابات

۱. He

۲. Saad and Belkacem

۳. Policy Uncertainty (PU).

ریاست‌جمهوری می‌تواند سبب کاهش میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های آمریکا شود. هه و همکاران (۲۰۲۲) در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های چینی نشان دادند که افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در کشور چین باعث کاهش سرمایه‌گذاری نهادی خارجی می‌شود. این مطالعه همچنین نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی از کشورهایی که از نظر جغرافیایی، فرهنگی و قانونی و مقرراتی به چین نزدیک‌تر هستند، نسبت به عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی واکنش شدیدتری نشان می‌دهند. **چادا (۲۰۲۳)** در پژوهش خود در بازار سرمایه هند نشان داده است، شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی (EPU) در سطح کشور و جهان قادر است بر میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبت داشته باشد. چراکه شوک‌های سیاسی و اقتصادی می‌تواند سبب نوآوری و فرصت‌های جدید کارآفرینی در بازارهای نوظهور شده و سبب جذب بیشتر سرمایه‌گذاران اعم از حقیقی و نهادی شود. **هائو و لی (۲۰۲۴)** در پژوهشی بین‌المللی با بررسی ۲۸ کشور جهان دریافتند شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر میزان سرمایه‌گذاری سهام‌داران نهادی داخلی و خارجی تأثیر منفی می‌گذارد. بدین ترتیب که سرمایه‌گذاران نهادی داخلی و خارجی با افزایش شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری خود را کاهش و به تأخیر می‌اندازند. **سعد و بلقاسم (۲۰۲۴)** با مطالعه خود در فرانسه دریافتند که سهام‌داران نهادی بلندمدت در شرایط عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، تمایل بیشتری به استفاده از اهرم مالی به‌عنوان یک ابزار امن برای حفظ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت خود دارند. در مقابل، سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت تمایل کمتری به نظارت فعال بر مدیران داشته و ممکن است در شرایط عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی، مالکیت خود را کاهش دهند تا از نااطمینانی‌های مالی احتمالی دوری کنند. در ایران، مطالعه مستقیم درباره تأثیر شاخص‌های عدم قطعیت نظیر؛ عدم قطعیت سیاسی و عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی بر ساختار مالکیت به‌ویژه مالکیت نهادی انجام نشده است، اما پژوهش‌هایی مانند **دالوند و همکاران (۱۴۰۲)**، **لونی و همکاران (۱۴۰۰)** می‌توانند به درک بهتر این موضوع کمک کنند. پژوهش **دالوند و همکاران (۱۴۰۲)** به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌پردازد. نتایج آنان نشان داد که افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی تأثیر معکوس و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و منجر به کاهش جریان‌های نقدی ورودی به سمت سرمایه‌گذاری می‌شود. پژوهش **لونی و همکاران (۱۴۰۰)** تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده است. نتایج آن مطالعه نشان داد افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، به‌ویژه در سیاست پولی، تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

علاوه بر این مرور ادبیات نشان می‌دهد که نظریه نمایندگی و پرتفولیو نظریه‌هایی هستند که می‌توان از طریق آنها تأثیر عدم قطعیت جهانی بر مالکیت نهادی را توضیح داد. بر اساس نظریه نمایندگی در شرایط عدم قطعیت جهانی، تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران افزایش یافته و ممکن است واکنش سهام‌داران نهادی را به همراه داشته باشد. بر همین اساس، یکی از ابزارهای همسوسازی منافع، اعمال نظارت بیشتر بر مدیران است. از طرفی شواهد تجربی نیز نشان داده که سهام‌داران نهادی با اعمال نظارت کارآمد بر مدیران به رسالت خود در نظام حاکمیت شرکتی پایبند بوده و منافع خود را با سایر سهام‌داران همسو و همگرا می‌کنند (**فخاری و طاهری، ۱۳۸۹** و **حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷**)؛ از این رو، انتظار می‌رود سهام‌داران نهادی در شرایط عدم قطعیت جهانی نیز با حفظ سهم مالکیت خود به اعمال نظارت کارآمد بر عملکرد مدیران ادامه داده و همگرایی منافع خود را با سایر سهام‌داران دنبال نمایند.

مقابلاً؛ طبق نظریه پرتفولیو، سرمایه‌گذاران نهادی با متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری به دنبال مدیریت ریسک^۱ هستند؛ از این رو، در شرایط عدم قطعیت جهانی برای مدیریت پیامدهای احتمالی ناشی از عدم قطعیت جهانی، به تنوع‌بخشی و تغییر سبد سرمایه‌گذاری اقدام کرده و سهم مالکیت خود را کاهش می‌دهند (هائو و لی، ۲۰۲۴). بر این اساس، انتظار می‌رود، سهام‌داران نهادی در شرایط عدم قطعیت جهانی سقوط ارزش سهام را پیش‌بینی کرده و به واسطه فروش سهام و انتقال زیان‌های آتی به سایر سهام‌داران، از سرمایه خود محافظت کنند. به بیان دیگر، انتظار بر آن است که در شرایط عدم قطعیت جهانی، سهام‌داران نهادی با اتخاذ استراتژی مدیریت ریسک به واسطه تعدیل سبد سرمایه‌گذاری، منافع خود را از منافع سایر سهام‌داران ناهمسو دانسته و دچار واگرایی منافع با سایر سهام‌داران شوند (هائو و لی، ۲۰۲۴).

مطابق با ساختار نظری فوق، انتظار می‌رود چنانچه با افزایش عدم قطعیت جهانی، سهم مالکان نهادی از ساختار مالکیت، ثابت یا مثبت باشد، منافع بین سهام‌داران نهادی و سایر سهام‌داران همگرا شده و در صورت کاهش سهم سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت، واگرایی منافع اتفاق می‌افتد.

در همین راستا در پژوهش حاضر جهت تبیین اثر شاخص عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی، فرضیه اول به شرح زیر ارائه شده است:

فرضیه اول: عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت سهام‌داران نهادی اثر دارد.

۲-۳- تعدیل‌کنندگی عملکرد مالی شرکت در اثر عدم قطعیت جهانی بر مالکیت نهادی

یکی از محبوب‌ترین و متداول‌ترین معیارهای اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها، بهره‌گیری از شاخص «بازده حقوق صاحبان سهام» است (جانسون و همکاران^۲، ۲۰۲۳ و آحسن^۳، ۲۰۱۲). در پژوهش حاضر، بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخصی برای عملکرد مالی شرکت در نظر گرفته شده است. اهمیت پژوهشی این شاخص از آنجاست که این شاخص نسبت به سایر شاخص‌های عملکردی، به گونه‌ای مستقیم تر و خالص تری بازتاب دهنده بازدهی حقوق مالکان سهام‌داران است (جانسون و همکاران^۴، ۲۰۲۳) و به دلیل قابلیت پیش‌بینی کنندگی از عملکرد آتی، بازتاب دهنده توانایی مدیریت در خلق ارزش و سلامت مالی شرکت است (آحسن^۵، ۲۰۱۲). بر همین اساس؛ انتظار می‌رود، در شرایط عدم قطعیت جهانی که چشم‌انداز آتی اقتصادی بنگاه‌های تجاری دچار ابهام و مدیریت ریسک با اهمیت می‌شود (اگیگوی و همکاران^۶، ۲۰۲۴ و کولینچ و همکاران^۷، ۲۰۲۳)، این شاخص عملکردی بتواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهام‌داران موثر باشد. با در نظر گرفتن تأثیر شاخص عدم قطعیت جهانی بر چشم‌انداز آتی اقتصادی و استراتژی سهام‌داران نهادی، نقش تعدیل‌کنندگی عملکرد مالی شرکت از دو زاویه تحلیلی قابل تبیین است:

نخست، از آنجا که بازدهی حقوق صاحبان سهام، می‌تواند به عنوان یکی از مؤلفه‌های تصمیم‌ساز در حوزه پیش‌بینی از چشم‌انداز اقتصادی واحد تجاری، ارزیابی توانایی مدیریت در خلق ارزش و سلامت مالی قلمداد شود (آحسن^۸، ۲۰۱۲)؛ از این رو، با افزایش مقدار این شاخص، چشم‌انداز آتی سهام‌داران نهادی مثبت تر شده و ماندگاری آنها در شرکت بیشتر و اثر عدم قطعیت جهانی تضعیف می‌شود.

1. Risk Management

2. Johnson

3. Ahsan

4. Igbekoyi

5. Kulnich

یکی از نظریه‌هایی که می‌توان در تبیین بهتر رفتار سهامداران نهادی به آن استناد داشت، نظریه «علامت‌دهی»^۱ است. شواهد تجربی نشان می‌دهد مدیران مبتنی بر نظریه علامت‌دهی با استفاده از بهبود عمدی در شاخص عملکردی (نظیر مدیریت سود) اقدام به علامت‌دهی مثبت به بازیگران اقتصادی می‌کنند تا به این وسیله بخشی از واکنش‌های منفی این بازیگران را نسبت به عدم قطعیت جهانی، خنثی نمایند (ملک و فخاری، ۱۴۰۳). بدین ترتیب انتظار می‌رود متغیر بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان یک شاخص عملکرد مالی، در هنگام برآورد چشم آتی اقتصادی توسط سهامداران نهادی با تأثیر بر میزان ریسک درک شده، تأثیر عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی را تعدیل کند.

علاوه بر این، نظریه پرتفولیو نیز می‌تواند برای توضیح نقش تعدیل‌گری عملکرد مالی قابل استناد باشد. مطابق با نظریه پرتفولیو تصمیمات سرمایه‌گذاری، وابسته به ریسک و بازده موردانتظار سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران با تنوع‌بخشی قادرند ریسک و بازده موردانتظار خود را تنظیم نمایند (مارکویتز^۲، ۱۹۹۱). با افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در شرایط عدم قطعیت جهانی، بازدهی حقوق صاحبان سهام به‌عنوان عملکرد شرکت می‌تواند، یک عامل مهم بر بازده موردانتظار سهامداران نهادی بوده و بر میزان ریسک‌پذیری آنان و چگونگی واکنش آنان نسبت به عدم قطعیت جهانی، تأثیر بگذارد؛ بنابراین، مطابق با نظریه‌های همسوی فوق، انتظار می‌رود بهبود عملکرد مالی شرکت، واکنش سهامداران نهادی به عدم قطعیت جهانی را کنترل کرده و به‌عنوان سپر محافظتی از خروج سرمایه در شرکت جلوگیری به عمل آورد.

همگام با چارچوب نظری پژوهش، تحلیلی دیگری که می‌توان در خصوص نقش تعدیل‌گری عملکرد مالی بیان کرد نظریه چشم‌انداز^۳ و اثر تمایلی است. این نظریه بر خلاف زاویه تحلیلی نخست، بر این موضوع تأکید دارد که عملکرد مالی مناسب نه تنها سبب کنترل اثرات منفی عدم قطعیت جهانی نخواهد شد، بلکه استراتژی سهامداران نهادی را به سمت فروش هر چه بیشتر سهام، متمایل می‌سازد. ناظر بر این دیدگاه، در پی افزایش عدم قطعیت جهانی، ارزش سهام شرکت‌ها سقوط کرده و سهامداران را با زیان‌های مالی مواجه خواهد ساخت (چمبریانی، ۱۴۰۲)؛ ازاین‌رو سهامداران نهادی برای اجتناب از زیان‌های احتمالی آتی، سهام‌های خود را واگذار کرده و سهم خود را از ساختار مالکیت شرکت‌ها کاهش خواهند داد (هاثو و لی، ۲۰۲۴). در چنین شرایطی انتظار می‌رود به دلیل اثر تمایلی، با افزایش سطوح عملکرد مالی، سطح زیان‌گریزی سهامداران نهادی افزایش یابد. این مکانیزم رفتاری می‌تواند سهامداران نهادی را تشویق کند تا سهام سودده را به‌عنوان فرصتی برای فروش سریع‌تر سهام تلقی کرده و از زیان‌های احتمالی آینده جلوگیری نمایند و متقابلاً به دلیل رفتار زیان‌گریزی متفاوت، سهم‌هایی با بازده منفی را بیشتر نزد خود نگهداری کنند (شفرین و استاتمن، ۱۹۸۵ و مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲)؛ به عبارت دیگر، عدم تقارن در رفتار زیان‌گریزی توسط سهامداران نهادی در شرایط عملکردی مثبت یا منفی، سبب نقش تعدیل‌کنندگی عملکرد مالی در تأثیر عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت سهامداران نهادی می‌شود. لذا باتوجه به مبانی نظری فوق، فرضیه دوم به شرح زیر ارائه شده است:

فرضیه دوم: عملکرد مالی اثر عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی را تعدیل می‌کند.

۳- روش‌شناسی پژوهشی

مطابق با مفاهیم نظری و پژوهش‌های پیشین، پژوهش حاضر اثر عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت سهامداران نهادی و نقش تعدیل‌کنندگی عملکرد مالی شرکت‌ها را به روش رگرسیونی در طی یک دوره ۱۹ ساله یعنی بین سال‌های ۱۳۸۴

^۱. Signaling theory

^۲. Markowitz

^۳. Prospect Theory

تا ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار داده است. در این پژوهش از نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۴ جهت تجزیه و تحلیل داده‌های گردآوری شده استفاده شده است. ضمناً به پیروی از بسیاری از تحقیقات حسابداری، کلیه داده‌های پیوسته در صدک ۱ و ۹۹ ویرایش^۱ شده‌اند. در پژوهش حاضر بدون بررسی مفروضات کلاسیک جهت رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی خوشه‌ای (به طور هم‌زمان) از خطاهای استاندارد خوشه‌بندی شده در سطح «شرکت» استفاده شده است. همچنین جهت رفع مشکل درون‌زایی متغیرهای توضیحی از اثرات ثابت (در سطح صنعت) استفاده شده است. چراکه اثرات ثابت تا حدی می‌تواند مشکل درون‌زایی را برطرف نماید (محمدرضایی، ۱۴۰۲). همچنین به دلیل تکرار متناوب مقادیر متغیر مستقل در همه شرکت‌ها، اثرات ثابت تنها در سطح «صنعت» کنترل شده است (محمدرضایی، ۱۴۰۲).

۳-۱- تعیین جامعه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و انتخاب شرکت‌های مورد بررسی به روش حذف سیستماتیک بر اساس جدول ۲ صورت پذیرفته است.

جدول ۲. فرایند انتخاب شرکت‌های منتخب

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۴۰۲			۳۸۷ ^۲
شرایط اعمال شده	حذف شده	شرکت‌های باقیمانده	
بعد از سال ۱۳۸۴ در بازار بورس ایران پذیرفته شده‌اند	(۸۹)	۲۹۸	
سال مالی آنها به پایان اسفندماه ختم نمی‌شود.	(۵۷)	۲۴۱	
در دوره بررسی تغییراتی در سال مالی داشته‌اند.	(۱۸)	۲۲۳	
جزء گروه‌های واسطه‌گری، هلدینگ، بانکی، سرمایه‌گذاری، بیمه و گروه صنعتی و چندرشته‌ای هستند	(۹۴)	۱۲۹	
توقف فعالیت داشته یا به بازار فرابورس منتقل گشته است.	(۸)	۱۲۱	
در بازار بورس توقف معامله داشتند	(۵)	۱۱۶	
تعداد کل شرکت‌های تحقیقاتی منتخب	-	۱۱۶	

همچنین در جدول ۳ گروه صنایع و صنایع زیر مجموعه و نحوه پراکندگی آن در جامعه آماری ارائه شده است.

جدول ۳. اطلاعات صنایع^۳

شماره	گروه صنعت	صنایع زیرمجموعه	توزیع		
			شرکت	صنعت	صنعت
۱	دارویی	مواد و محصولات دارویی	۱۷	۱۷	۱۴/۵٪
		ماشین‌آلات و تجهیزات	۶		
۲	ماشین‌آلات و تجهیزات	ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۵	۱۳	۱۱٪
		رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن	۲		
۳	خودرو و ساخت قطعات	خودرو و ساخت قطعات	۲۳	۲۶	۲۲/۵٪
		حمل و نقل انبارداری و ارتباطات	۳		
		کاشی و سرامیک	۳		
۴	کاشی و معدنی	سیمان آهک و گچ	۷	۲۳	۲۰٪
		استخراج کانی‌های فلزی	۵		

^۱. Winsoriz

^۲. مأخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه آمار و تحلیل ریستک. (۱۴۰۲). گزارش وضعیت بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار.

^۳. گرفته شده از سالم دزفولی و همکاران (۱۳۹۸)، همراه با تغییرات لازم.

شماره	گروه صنعت	صنایع زیر مجموعه	توزیع		
			شرکت	صنعت	صنعت
۵	شیمیایی و منسوجات	سایر محصولات کانی غیرفلزی	۶		
		استخراج زغال سنگ	۱		
		استخراج سایر معادن	۱		
		محصولات شیمیایی	۸		
		لاستیک و پلاستیک	۳	۱۴	٪۱۲
۶	غذایی و کشاورزی	فراورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۲		
		منسوجات	۱		
		غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر	۸		
		قند و شکر	۲	۱۲	٪۱۰/۵
		محصولات کاغذی	۱		
۷	صنایع فلزی	زراعت و خدمات وابسته	۱		
		ساخت محصولات فلزی	۳	۱۱	٪۹/۵
		فلزات اساسی	۸		
		مجموع	۱۱۶	۱۱۶	٪۱۰۰

۳-۲- مدل‌های پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به ترتیب از مدل‌های ۱ و ۲ بهره گرفته شده است.

$$INST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WUI_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 Q\ TOBIN_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 dum\ M/B_{i,t-1} + \beta_8 BIG_{i,t-1} + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (۱) \text{ مدل}$$

$$INST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WUI_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 WUI_{i,t} * ROE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 Q\ TOBIN_{i,t} + \beta_7 GROWTH_{i,t} + \beta_8 dum\ M/B_{i,t-1} + \beta_9 BIG_{i,t-1} + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (۲) \text{ مدل}$$

جدول ۴، خلاصه‌ای از ویژگی‌های متغیرهای مورد بررسی در پژوهش حاضر را نشان می‌دهد.

جدول ۴. معرفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	نام متغیر	نقش متغیر	تعریف عملیاتی متغیر	منبع تعریف عملیاتی متغیر	مرجع به کارگیری متغیر (بر اساس نقش متغیر)
$INST_{it}$	میزان مالکیت نهادی	وابسته	نسبت تعداد سهام متعلق به سهام‌داران نهادی (مالکان حقوقی) به کل سهام شرکت	مراذزاده فرد و بابائی (۱۳۸۹)	فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳)،
$WUI_{i,t}$	شاخص عدم قطعیت جهانی ایران ^۱	مستقل	میانگین ساده مقادیر سه‌ماهه پایان فصل شاخص عدم قطعیت جهانی ایران (مقدار بین صفر تا ۱). لازم به ذکر است، در سال‌هایی که مقدار این شاخص برای همه فصول سال (بر اساس شمسی) عدد صفر ارائه شده بود،	همکاران ^۲ (۲۰۲۲)، اشرف ^۳ (۲۰۲۱)، لین	فرانسیس و همکاران (۲۰۲۱) و هه و همکاران (۲۰۲۲)، چادا

۱. <https://www.policyuncertainty.com>

۳. Ashraf

۲. Lang

نماد متغیر	نام متغیر	نقش متغیر	تعریف عملیاتی متغیر	منبع تعریف عملیاتی متغیر	به کارگیری متغیر (بر اساس نقش متغیر)	مرجع
			به عنوان داده غیر دسترس (مفقود) در نظر گرفته شده است؛ لذا پنل مورد استفاده پژوهش، از نوع پنل نامتوازن است. در بازه زمانی پژوهش، سال هایی که این متغیر دارای مقادیر صفر بوده، عبارت است از؛ ۱۳۸۵، ۱۳۸۶، ۱۳۹۰، ۲۰۰۶، ۲۰۰۷، ۲۰۱۱ میلادی)	و همکاران ^۱ (۲۰۲۱)	هائو و لی (۲۰۲۳)، هائو و لی (۲۰۲۴) و سعد و بلقاسم (۲۰۲۴) (پژوهش های مذکور مبتنی بر سایر شاخص های عدم قطعیت، غیر از شاخص عدم قطعیت جهانی هستند)	
$ROE_{i,t}$	بازده حقوق صاحبان سهام	کنترلی (مدل ۱) / تعدیل کننده (مدل ۲)	سود قبل از مالیات تقسیم بر حقوق صاحبان سهام	موسو و پتی رومک ^۲ (۲۰۱۷)	نقش کنترلی / ایده نوآورانه نویسندگان (در نقش تعدیل کننده)	هائو و لی (۲۰۲۴) (در
$SIZE_{i,t}$	اندازه شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت	هائو و لی (۲۰۲۴) و فخاری و رمضانی (۱۳۹۵)	فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳)، فرانسیس و همکاران (۲۰۲۱)، چادا (۲۰۲۳) و هائو و لی (۲۰۲۴)	فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳)، فرانسیس و همکاران (۲۰۲۱)، چادا (۲۰۲۳) و هائو و لی (۲۰۲۴)
$LEV_{i,t-1}$	اهرم مالی ابتدای سال	کنترلی	نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت	فخاری و رضائی پیتینوئی (۱۳۹۶)	چادا (۲۰۲۳) و هائو و لی (۲۰۲۴)	چادا (۲۰۲۳) و هائو و لی (۲۰۲۴)

^۱. Lin^۲. Moussu and Petit-Romec

نماد متغیر	نام متغیر	نقش متغیر	تعریف عملیاتی متغیر	منبع تعریف عملیاتی متغیر	مرجع به کارگیری متغیر (بر اساس نقش متغیر)
				فخاری و همکاران (۱۳۹۴)	
$Q\ TOBIN_{i,t}$	کیوتوبین	کنترلی	نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های آن (نسبت (ارزش بازار سهام + دارایی‌ها- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) به دارایی‌های سال قبل) $Q_{TOBIN} = \frac{MV_{i,t} + Assets_{i,t} - BV_{i,t}}{Assets_{i,t-1}}$	فخاری و همکاران (۱۴۰۰)	چادا (۲۰۲۳)
$GROWTH_{i,t}$	نرخ فروش	کنترلی	میزان رشد فروش شرکت نسبت به سال قبل (نسبت تفاوت فروش سال جاری و سال قبل به فروش سال قبل) $GROWT = \frac{sales_{i,t} - sales_{i,t-1}}{sales_{i,t-1}}$	بنی‌مهد و همکاران (۱۴۰۱)	به‌عنوان یکی از ویژگی‌های عملیاتی شرکت کنترل شده است
$dum\ M_B_{i,t-1}$	ارزش بازار ابتدای سال	کنترلی	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ابتدای سال؛ به مقادیر کمتر و برابر میانه مقدار صفر و به مقادیر بیشتر از میانه عدد یک اختصاص داده شده است.	هائو ولی (۲۰۲۴) و کیم و آن (۲۰۲۱)	هائو ولی (۲۰۲۴)
$BIG_{i,t-1}$	اندازه مؤسسه حسابرسی ابتدای سال	کنترلی	حسابرسی توسط سازمان حسابرسی؛ ۱ و سایر موسسات حسابرسی؛ ۰.	کریمی طالقانی و خردیار (۱۴۰۳)	به‌عنوان یکی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی شرکت کنترل شده است

لازم به ذکر است، ادبیات نشان داده است متغیر اهرم مالی (داتا و همکاران، ۲۰۱۹ و تران^۲، ۲۰۲۱) با تأثیرپذیری از برخی شاخص‌های عدم قطعیت، می‌تواند در مدل‌های پژوهش نقش «میانجی» ایفا کند. از آنجا که متغیرهای میانجی نباید به‌عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب شوند (محمدرضایی، ۱۴۰۲). بر اساس محمدرضایی (۱۴۰۲) در این گونه موارد از متغیرها با یک سال وقفه (ابتدای سال) استفاده شده است.

^۱. Datta^۲. Tran

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- تحلیل آمار توصیفی

طبق جدول ۵ میانگین میزان مالکیت نهادی حدود ۶۸٪ است. این موضوع بیانگر سهم زیاد نهادهای سرمایه‌گذار در ساختار مالکیت شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران است. میانگین اهرم مالی ابتدای سال (۵۸/۰) حاکی از این است که شرکت‌های جامعه، در ساختار سرمایه خود به انتشار بدهی نسبت به سهام توجه بیشتری دارند. نسبت کیوتوبین نیز با میانگین ۹۹/۲ بیانگر وجود فرصت رشد زیاد در شرکت‌های جامعه آماری است که این عامل انگیزه زیادی را برای جذب سرمایه‌گذاران نهادی ایجاد می‌کند (فخاری و همکاران، ۱۴۰۰). کمترین مقدار شاخص عدم قطعیت جهانی مربوط به سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ است و بیشترین مقدار آن مربوط به سال ۱۳۹۷ است که چالش‌های جدی سیاسی و اقتصادی اعم از تحریم‌های شدید توسط ایالات متحده آمریکا و خروج یکجانبه این کشور از برجام و سایر تنش‌های سیاسی موجود در سال ۱۳۹۷ نیز مبین همین واقعیت است. بیشترین و کمترین اندازه شرکت مربوط است به ترتیب شرکت‌های «گل گهر» در سال ۱۴۰۲ و «کشت و صنعت پیاذر» در سال ۱۳۸۴ است. همچنین مطابق جدول ۶ آمار توصیفی متغیرهای کیفی از ۲۲۰۱ مشاهده، حدود ۲۲٪ «حسابرس ابتدای سال» شرکت‌ها، سازمان حسابرسی بوده است هستند. همچنین از آنجا که انحراف معیار متغیرهای مجازی بیانگر میزان نوسان‌پذیری آنهاست (محمدرضایی، ۱۴۰۲)؛ لذا نوسان‌پذیری این متغیر حدود ۴۲٪ است.

جدول ۵. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	مشاهدات
میزان مالکیت نهادی	۰/۶۸	۰/۷۷	۰/۹۸	۰/۰۰۷۴	۰/۲۶	-۱/۱	۳/۱۷	۲۱۹۳
شاخص عدم قطعیت جهانی ایران	۰/۲۱	۰/۲۱	۰/۴۱	۰/۰۲	۰/۱۱	۰/۰۹	۱/۹۷	۱۸۵۶
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۳۵	۰/۳۴	۱/۵۷	-۱/۰۳	۰/۳۴	-۰/۲۲	۶/۲۲	۲۲۰۴
اندازه شرکت	۱۴/۲۸	۱۴/۰۹	۱۹/۲۷	۱۱/۰۶	۱/۷۲	۰/۵۷	۲/۹۹	۲۲۰۴
اهرم مالی ابتدای سال	۰/۵۸	۰/۵۹	۱/۱۲	۰/۱۳	۰/۲	-۰/۰۷	۲/۷۲	۲۲۰۴
کیوتوبین	۲/۹۹	۱/۹۱	۱۸/۸۹	۰/۷۴	۳/۰۴	۳/۰۷	۱۳/۹۴	۲۲۰۴
نرخ فروش	۰/۳۱	۰/۲۳	۲/۰۹	-۰/۴۴	۰/۴۲	۱/۴	۶/۲۲	۲۲۰۴

جدول ۶. آمار توصیفی متغیرهای کیفی

متغیرها	فرصت رشد ابتدای سال	اندازه حسابرس ابتدای سال
درصد فراوانی	۵۰	۲۲/۳۹
انحراف معیار	۰/۵	۰/۴۱۷
مشاهدات	۲۲۰۰	۲۲۰۱

۴-۲- آزمون فرضیات

متغیرها از نظر مانایی (آزمون لوین، لین و چو) و مدل‌ها نیز از منظر همجمعی (آزمون کائو) (به دلیل وجود ریشه واحد در برخی متغیرها) و هم‌خطی (آزمون VIF) مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۷). جدول ۷، نتایج آزمون فرضیه‌ها ۱ و ۲ را نشان می‌دهند. مطابق با جدول ۷، ضریب متغیر شاخص عدم قطعیت جهانی بیانگر وجود اثر

معنادار و منفی عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی در سطح خطای ۵٪ است. به عبارت دیگر در سطح خطای ۵٪ (به احتمال ۹۵٪) به ازای هر واحد افزایش شاخص عدم قطعیت جهانی، میزان مالکیت نهادی حدود ۲۷٪ کاهش می‌یابد. همچنین به دلیل معناداری متغیر ضربی که حاکی از نقش تعدیل‌کنندگی متغیر تعدیلگر است (محمدرضایی، ۱۴۰۲ و حصارزاده، ۱۴۰۱).

به دلیل برقراری این رابطه $| -0/36 | < | -0/36 + 0/31 |$ (حصارزاده، ۱۴۰۱) می‌توان نتیجه گرفت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت سبب تضعیف تأثیر شاخص عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی شده است. همچنین از آنجا که معناداری متغیر مستقل (شاخص عدم قطعیت جهانی) بیانگر وجود اثر تعدیلگری، در همه سطوح متغیر تعدیلگر است (حصارزاده، ۱۴۰۱)؛ لذا، با افزایش بازده حقوق صاحبان سهام در همه سطح از پایین به بالا، تأثیر منفی شاخص عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی، تضعیف می‌شود.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش

مدل ۱- متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	مدل ۲- متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح معناداری
عدد ثابت	-۰/۰۲	-۰/۱۴	۰/۸۸۹	عدد ثابت	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۹۶۲
شاخص عدم قطعیت جهانی	-۰/۲۷***	-۵/۷۸	۰/۰۰۰	شاخص عدم قطعیت جهانی	-۰/۳۶***	-۵/۲	۰/۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱***	۳/۷۸	۰/۰۰۰	بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۴	۱/۴۱	۰/۱۶۳
اندازه شرکت	۰/۰۳***	۳/۴۸	۰/۰۰۱	شاخص عدم قطعیت*بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۳۱**	۲/۰۴	۰/۰۴۴
اثر مالی ابتدای سال	۰/۲۶***	۳/۸	۰/۰۰۰	اثر مالی ابتدای سال	۰/۲۶***	۳/۷۹	۰/۰۰۰
کیوتوین	-۰/۰۰۸***	-۴/۱	۰/۰۰۰	کیوتوین	۰/۰۰۹***	-۴/۳۳	۰/۰۰۰
نرخ فروش	-۰/۰۴***	-۳/۴۷	۰/۰۰۱	نرخ فروش	-۰/۰۴***	-۳/۵۰	۰/۰۰۱
فرصت رشد ابتدای سال	۰/۰۱	۰/۹۷	۰/۳۳۴	فرصت رشد ابتدای سال	۰/۰۱	۰/۹۶	۰/۳۴۱
اندازه حسابرس ابتدای سال	۰/۰۹***	۳/۰۱	۰/۰۰۳	اندازه حسابرس ابتدای سال	۰/۰۹***	۳/۰۴	۰/۰۰۳
متغیر مجازی در سطح صنعت	کنترل شد			متغیر مجازی در سطح صنعت	کنترل شد		
ضریب تعیین	۰/۲۳۹۱			ضریب تعیین	۰/۲۴۰۹		
آماره F	۹/۹۹			آماره F	۹/۶۷		
تعداد مشاهدات	۱۸۴۳			تعداد مشاهدات	۱۸۴۳		

*** معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد، ** معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد، * معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد

۳-۴- آزمون‌های تکمیلی

جهت تقویت یافته‌های اصلی پژوهش، آزمون‌های تکمیلی متعددی انجام شده است. این یافته‌ها به طور کلی هم راستا یافته‌های اصلی پژوهش بوده که نشان‌دهنده ثبات داخلی یافته‌ها است که در ادامه به آنها پرداخته می‌شود:

۴-۳-۱- بررسی آمار توصیفی

هم‌راستا با نتایج آمار استنباطی، همان‌طور که در جدول ۸ نشان داده شده است، آزمون مقایسه میانگین دو نمونه‌ای غیرزوجی، نشان می‌دهد که در سطوح پایین شاخص عدم قطعیت جهانی (۳۰٪/اول) نسبت به سطوح بالای آن (۳۰٪/آخر) میانگین مالکیت نهادی، کاهش می‌یابد. یعنی با افزایش عدم قطعیت جهانی، درصد مالکیت سهام‌داران نهادی کاهش یافته است.

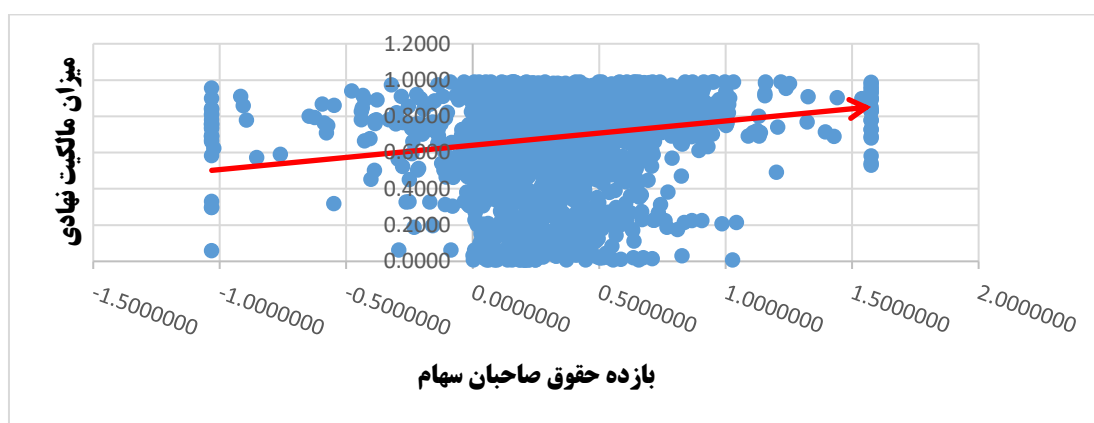
جدول ۸. بررسی فرضیات ۱ و ۲ بر اساس آزمون مقایسه میانگین دو نمونه‌ای غیرزوجی

متغیرها	سطوح بالا شاخص عدم قطعیت جهانی (۳۰٪/آخر)	سطوح پایین شاخص عدم قطعیت جهانی (۳۰٪/اول)	اختلاف (درصد)	آزمون مقایسه میانگین دو نمونه‌ای غیر زوجی
درصد میانگین مالکیت نهادی	۶۴/۵۱	۷۳/۳۸	-۸/۸۷	۰/۰۰۰۰

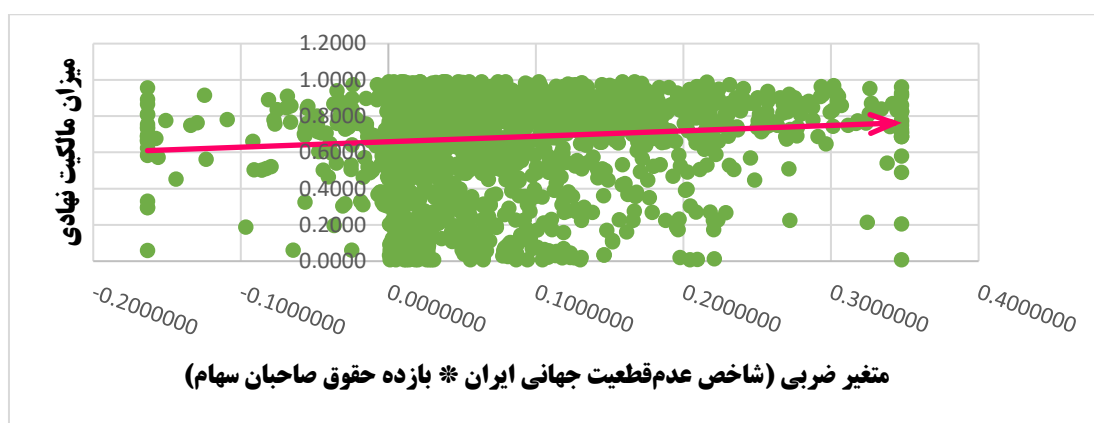
همچنین از دیگر ابزارهای موجود در آمار توصیفی، نمودارها هستند (افلاطونی، ۱۳۹۵). بر اساس نمودار ۱. نمودار پراکندگی و خط رگرسیون متغیر شاخص عدم قطعیت جهانی ایران و میزان مالکیت نهادی با افزایش روند شاخص عدم قطعیت جهانی، میزان مالکیت نهادی روند نزولی دارد. همان‌طور که نمودار ۲ نشان داده است بازده حقوق صاحبان سهام شرکت همراه با افزایش سرمایه‌گذاری نهادی افزایش یافته است. همچنین، طبق نمودار ۳، زمانیکه بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیر ضربی (شاخص عدم قطعیت جهانی در بازده حقوق صاحبان سهام) مورد بررسی قرار گرفته است، روند صعودی داشته است. از منظر بصری و شهودی، روند نزولی در نمودار ۱، نشانه‌ای از ارتباط منفی بین متغیر شاخص عدم قطعیت جهانی و میزان مالکیت نهادی است. همچنین از این منظر، روند صعودی در متغیر ضربی (نمودار ۳)، برخلاف روند نزولی متغیر اصلی (نمودار ۱)، می‌تواند نمایانگر نقش تضعیف‌کننده بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان عامل تعدیل‌کننده تلقی شود. به‌طور کلی نمودارهای مذکور از منظر بصری و شهودی نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش را تایید و تکمیل می‌کنند.



نمودار ۱. نمودار پراکندگی و خط رگرسیون متغیر شاخص عدم قطعیت جهانی ایران و میزان مالکیت نهادی



نمودار ۲. نمودار پراکندگی و خط رگرسیون متغیر بازده حقوق صاحبان سهام و میزان مالکیت نهادی



نمودار ۳. نمودار پراکندگی و خط رگرسیون متغیر ضربی (شاخص عدم قطعیت جهانی ایران * بازده حقوق صاحبان سهام) و میزان مالکیت نهادی

۴-۲-آزمون الگو اثرات تصادفی

باتوجه به نوع متغیر مستقل پژوهش (دارای نوسان پایین) استفاده از رویکرد اثرات تصادفی نیز مناسب است (محمدرضایی، ۱۴۰۲). در همین راستا، از الگو اثرات تصادفی جهت آزمون مجدد مدل‌های پژوهش، بهره گرفته شده است. طبق نتایج جدول ۹، تشابه فراوان این دو رویکرد (اثرات ثابت (در سطح صنعت) و اثرات تصادفی)، بیانگر این است که یافته‌های پژوهش، به طور تصادفی بدست نیامده و وابسته به نوع الگو برآورد نیست.

جدول ۹. مقایسه نتایج رویکرد کنترل اثرات ثابت در سطح صنعت و رویکرد اثرات تصادفی

مدل - نوع متغیر	ضریب		علامت (جهت)		حداکثر سطح معناداری		اثرگذاری	
	اثرات ثابت	اثرات تصادفی	اثرات ثابت	اثرات تصادفی	اثرات ثابت	اثرات تصادفی	اثرات ثابت	اثرات تصادفی
۱- متغیر مستقل	۰/۲۷	۰/۱۳	-	-	%۹۹	%۹۹	منفی	منفی
۲- متغیر ضربی	۰/۳۱	۰/۳۴	+	+	%۹۵	%۹۹	تضعیف کننده (همه سطوح بازده حقوق صاحبان سهام)	تضعیف کننده (همه سطوح بازده حقوق صاحبان سهام)

۴-۳-۳-۴ اثر صنایع سیاسی و غیرسیاسی

در اقتصادهای نوظهور در حال توسعه، عناصر سیاسی نقش بسزایی در شوک‌های اقتصادی دارند (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲). به این ترتیب، در ایران نیز عناصر سیاسی در سرنوشت واحدهای تجاری اثر قابل توجهی خواهند داشت. همچنین در اکثر شرکت‌های ایرانی دولت و نهادهای شبه‌دولتی به عنوان اصلی‌ترین سهام‌داران شرکت بشمار می‌روند (فخاری و همکاران، ۱۴۰۰). بر همین اساس، همان‌طور که یافته‌های جدول ۱۰ نشان می‌دهد، مالکیت نهادی تنها در شرکت‌ها سیاسی تحت تأثیر عدم قطعیت جهانی کاهش می‌یابد. همچنین، بازدهی حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های سیاسی نقش تعدیلگر تضعیف‌کننده ایفا کرده در حالی که در شرکت‌های غیرسیاسی، فاقد این نقش است.

به پیروی از فخاری و همکاران (۱۴۰۰)، صنایع سیاسی عبارتند از مواد و محصولات دارویی، خودرو و ساخت قطعات، حمل و نقل، انبارداری، ارتباطات، استخراج کانی‌های فلزی، سایر محصولات کانی غیرفلزی، استخراج زغال سنگ، استخراج سایر معادن، محصولات شیمیایی، فراورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای، فلزات اساسی و مابقی صنایع غیرسیاسی محسوب می‌شوند. این تقسیم‌بندی مبتنی بر نقش و اهمیت این صنایع در امنیت ملی، اقتصاد کلان کشور و تأثیر آنها بر تصمیم‌گیری‌های سیاسی است. صنایع سیاسی به دلیل وابستگی مستقیم به سیاست‌های سیاسی و اقتصادی دولتی، دارا بودن نقش استراتژیک (مانند صنایع نفت، گاز، پتروشیمی، معادن و فلزات اساسی)، مالکیت دولتی (مانند خودروسازی) و تأمین نیازهای اساسی جامعه (مانند دارو، انرژی و حمل و نقل) به سیاست‌های کلان اقتصادی وابسته بوده و در برابر تغییرات سیاسی و اقتصادی حساس‌تر هستند. در مقابل، صنایع غیرسیاسی، به دلیل کمتر بودن اثر مستقیم آنها بر امنیت ملی و استراتژی‌های کلان کشور و نقش سیاست‌های دولت در آنها (مانند صنایع مصرفی، غذایی و خدماتی) اغلب در برابر تغییرات سیاسی و اقتصادی حساسیت کمتری را از خود نشان می‌دهند.

جدول ۱۰. مقایسه شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی

مدل - نوع متغیر	ضریب (به درصد)		علامت (جهت)		حداکثر سطح معناداری		اثرگذاری	
	صنایع سیاسی	صنایع غیرسیاسی	صنایع سیاسی	صنایع غیرسیاسی	صنایع سیاسی	صنایع غیرسیاسی	صنایع سیاسی	صنایع غیرسیاسی
۱- مستقل	۰/۳۵	۰/۱۴	-	-	۰/۹۹	فاقد معناداری	منفی	بدون تأثیر
۲- مستقل	۰/۴۹	۰/۱۹	-	-	۰/۹۹	فاقد معناداری	تضعیف‌کننده	بدون تأثیر
۲- متغیر ضربی	۰/۴۵	۰/۱۹	+	+	۰/۹۵	فاقد معناداری		

۴-۳-۴-۴ مقایسه نتایج برآورد مدل‌های آماری با شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی (GEPU)

باتوجه به نقش کلیدی شاخص عدم قطعیت جهانی (WUI) و از طرفی وجود مقادیر مفقود در این شاخص، پژوهش حاضر از شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی نیز بهره گرفته است. برای محاسبه شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی جهانی، در ابتدا شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU)^۲، در سطح ملی برای ۱۸ کشور جهان با اقتصاد بزرگ محاسبه می‌شود. این کشورها عبارت‌اند از: استرالیا، برزیل، کانادا، شیلی، چین، فرانسه، آلمان، یونان، هند، ایرلند، ایتالیا، ژاپن، روسیه، کره جنوبی، اسپانیا، سوئد، بریتانیا و ایالات متحده. در گام بعد مقادیر نهایی این شاخص با اتکا بر میانگین وزنی شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی (وزن بر اساس تولید ناخالص داخلی)^۳، شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی محاسبه و به صورت ماهانه منتشر می‌شود.^۴

^۱ Global Economic Policy Uncertainty^۲ Economic Policy Uncertainty^۳ Gross Domestic Product (GDP)^۴ www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

این شاخص در دو نسخه GEPU_current و GEPU_ppp تهیه می‌شود. نسخه GEPU_current بر اساس تولید ناخالص داخلی اسمی^۱ و GEPU_ppp نیز بر اساس تولید ناخالص داخلی تعدیل شده با برابری قدرت خرید^۲ است. از آنجاکه سرمایه‌گذاران نهادی علی‌رغم سرمایه‌گذاران حقیقی با اهداف استراتژیک، بلندمدت و بنیادگرایانه در شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ لذا تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها بیشتر مبتنی بر شرایط توان واقعی و بنیادین اقتصادی اتخاذ می‌شود؛ از این رو برای تحلیل رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی از نسخه GEPU_ppp استفاده شده است.

در این پژوهش در راستای انجام آزمون تکمیلی حاضر، برای نرمال‌سازی و کاهش مقیاس شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی، از روش استانداردسازی Z-Score استفاده شده است.

فرمول:

$$Z_i = \frac{x_i - \bar{x}}{s} \quad (1)$$

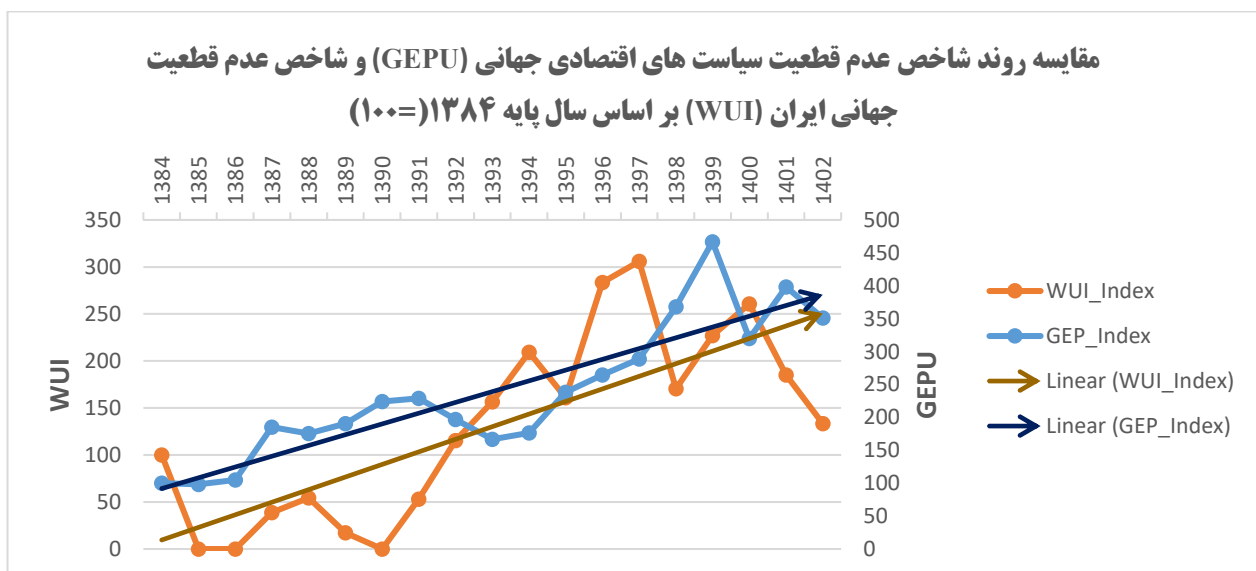
Z_i : برای مشاهده (Z-Score) مقدار نرمال شده

x_i : مقدار واقعی شاخص در مشاهده

$\bar{x}$: میانگین کل مقادیر شاخص

s : انحراف معیار مقادیر شاخص

در ادامه در راستای تبیین روند شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی نموداری از روند این شاخص و شاخص عدم قطعیت جهانی به صورت مقایسه‌ای ارائه شده است. همان‌طور که در نمودار ۴ نشان داده شده است، روند حرکتی این دو شاخص تقریباً هماهنگ بوده و حتی در سالهای اخیر همگرا تر نیز شده است.



نمودار ۴. مقایسه روند شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی (GEPU) و شاخص عدم قطعیت جهانی ایران (WUI) بر اساس سال پایه ۱۳۸۴ (=۱۰۰)

همان‌طور که در جدول ۱۱ نیز تصریح شد، مقادیر شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی به صورت ماهانه منتشر می‌شود. در پژوهش حاضر طی دو مرحله، مقادیر نهایی مورد استفاده محاسبه شده است. در گام نخست؛ میانگین ساده مقادیر ماهانه به عنوان مقدار سالانه در نظر گرفته می‌شود. در گام دوم؛ میانگین مقادیر سالانه هر سال با مقادیر دو

^۱. current-price GDP

^۲. PPP-adjusted GDP

سال قبل به عنوان مقادیر مورد استفاده بکار گرفته شده است. بهره گیری از مقادیر میانگین سه ساله شاخص عدم قطعیت سیاست های اقتصادی جهانی به این دلیل است که این شاخص مبتنی بر عوامل عدم قطعیت را در سیاست های اقتصادی جهانی است که منشا این عدم قطعیت، بی ثباتی و نوسان در اقتصادهای بزرگی نظیر؛ چین و آمریکا است؛ لذا انتظار بر آن است، تاثیرات این عوامل عدم قطعیت بر اقتصادهای کوچک و تحریمی نظیر ایران با تاخیر وارد و سرریز شود؛ از این رو با بهره گیری از میانگین سه ساله، اثرات ناشی از این نوع عدم قطعیت به شکل واقعی تری بر اقتصاد ایران نمایان می شود. همان طور که یافته های جدول ۱۱ نشان داده است، سرمایه گذاران نهادی به شاخص عدم قطعیت در سیاست اقتصادی جهانی نیز نظیر شاخص عدم قطعیت جهانی واکنش منفی نشان می دهند. همچنین متغیر بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر تعدیل کنندگی در تأثیر عدم قطعیت در سیاست اقتصادی جهانی بر میزان مالکیت سهام داران نهادی ندارد. این در حالی است که متغیر عدم قطعیت جهانی توانسته چنین نقشی را در این رابطه ایفا کرده کند.

جدول ۱۱. مقایسه شاخص های عدم قطعیت (WUI , GEPU)

شاخص های عدم قطعیت						
شاخص عدم قطعیت جهانی			شاخص عدم قطعیت سیاست های اقتصاد جهانی			مدل- نوع متغیر
روش تبدیل سالانه: میانگین مقادیر سه ماهه			روش تبدیل سالانه: میانگین مقادیر ماهانه			
داده مورد استفاده مقادیر تبدیل شده به سالانه			داده مورد استفاده: میانگین مقادیر سه سال			
ضریب	آماره P	نوع اثر	ضریب	آماره P	نوع اثر	
۱- متغیر مستقل	-۰/۲۷	۰/۰۰۰	منفی	۰/۰۰۰	منفی	
۲- متغیر مستقل	-۰/۳۶	۰/۰۰۰	تضعیف کننده	۰/۰۰۰	بدون تأثیر	
۲- متغیر ضریبی	۰/۳۱	۰/۰۴۴	۰/۰۳	۰/۱۰۵		

۴-۵- مقایسه نتایج برآورد مدل دوم پژوهش با سایر شاخص های عملکرد مالی

در راستای تحلیل بیشتر رفتار سرمایه گذاران نهادی در شرایط عدم قطعیت جهانی، در پژوهش حاضر علاوه بر متغیر بازده حقوق صاحبان سهام، سایر متغیرهای عملکرد مالی نظیر؛ سودآوری^۱، بازده دارایی ها^۲ و سود عملیاتی^۳ نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

بر اساس یافته های جدول ۱۲، سرمایه گذاران نهادی در شرایط عدم قطعیت جهانی تنها به شاخص عملکرد بازدهی حقوق صاحبان سهام توجه دارند و این شاخص است که می تواند به عنوان سپر محافظتی از خروج آنها در ساختار مالیکت، جلوگیری به عمل آورد. این در حالی است که سایر شاخص های عملکردی نظیر؛ سودآوری، بازده دارایی ها و سود عملیاتی از چنین جذابیتی برای سرمایه گذاران نهادی برخوردار نیست.

جدول ۱۲. مقایسه شاخص های عملکردی در برآورد مدل دوم پژوهش

شاخص های عملکرد مالی										
ROE		PROFIT		ROA		EBIT				
سود قبل از مالیات تقسیم بر حقوق صاحبان سهام		سود قبل از مالیات تقسیم بر دارایی های ابتدای دوره		سود خالص تقسیم بر دارایی های ابتدا و انتهای دوره		سود عملیاتی تقسیم بر دارایی های ابتدای دوره			مدل - نوع متغیر	
ضریب	آماره P	نوع اثر	ضریب	آماره P	نوع اثر	ضریب	آماره P	نوع اثر		
۰/۳۶ -	۰/۰۰۰	تضعیف کننده	۰/۲۶ -	۰/۰۰۰	بدون	۰/۲۷ -	۰/۰۰۰	بدون		
۰/۳۱	۰/۰۴۴		۰/۰۳۹ -	۰/۸۵۴	تأثیر	۰/۱۲	۰/۶۵۵	تأثیر		
						۰/۱۶ -	۰/۵۳۴	تأثیر		

1. PROFIT

2. Return On Assets (ROA)

3. Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)

۵- بحث و نتیجه‌گیری

پیامدهای منفی عدم قطعیت جهانی سبب می‌شود تا هر یک از بازیگران اقتصادی واکنش مناسبی در مواجهه یا این پدیده نشان دهند. در بین بازیگران اقتصادی متعدد، پژوهش حاضر بر سهامداران نهادی متمرکز شده است. این رویکرد اتخاذی به آن سبب است که عملکرد سهامداران نهادی به‌عنوان رکنی از ارکان راهبردی شرکتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است؛ از این رو پاسخ سهامداران نهادی به عدم قطعیت‌های جهانی قادر است منافع طیف گسترده‌ای از سایر بازیگران اقتصادی از جمله سهامداران حقیقی را تحت الشعاع قرار دهد. به همین منظور انتظار می‌رود یکی از مهم‌ترین استفاده‌کنندگان از نتایج پژوهش حاضر، سهامداران حقیقی محسوب شوند.

شکاف دانشی و پژوهشی موجود در ادبیات بین‌الملل و به شکل پررنگ‌تری در ادبیات داخلی سبب اهمیت پژوهش حاضر شده است. مرتفع نمودن این شکاف دانشی از اهداف پژوهش حاضر بوده است. همچنین به‌منظور بسط بیشتر ادبیات و دیده‌شدن نقش سایر متغیرهای اثرگذار، پژوهش حاضر به‌عنوان اقدامی نوآورانه، در چارچوب نظری خود نقش «عملکرد مالی» را به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده مورد مطالعه قرار داده است.

جدول ۱۳، ماتریس نظری پژوهش است که فرضیه‌ها، نظریه‌های پشتیبان را نشان می‌دهد. همچنین در این ماتریس، یافته‌های تجربی پژوهش نیز به‌صورت خلاصه ارائه شده است.

جدول ۱۳. ماتریس نظری پژوهش

فرضیات پژوهش	نوع اثر	یافته‌ها	نظریه‌های پشتیبان یافته‌ها
۱. عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت سهامداران نهادی اثر دارد	منفی	عدم قطعیت جهانی، میزان مالکیت سهامداران نهادی را کاهش می‌دهد.	نظریه‌ها: نمایندگی، پرتفولیو
۲. عملکرد مالی اثر عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی را تعدیل می‌کند.	تضعیف‌کننده	بازده حقوق صاحبان سهام، اثر منفی عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت سهامداران نهادی را کاهش می‌دهد.	نظریه‌ها: علامت‌دهی، پرتفولیو

یافته‌های این پژوهش مطابق جدول ۷، نشان می‌دهد که عدم قطعیت جهانی تأثیر منفی و معناداری بر میزان مالکیت سهامداران نهادی دارد. همچنین، بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده، این تأثیر منفی را تضعیف می‌کند. از منظر نظری علت چنین رفتاری در سرمایه‌گذاران نهادی را میتوان از آنجائی دانست که شرایط عدم قطعیت جهانی می‌تواند موجب تأثیرات منفی بر ویژگی‌های سهام مانند نقدشوندگی (فرخلو و حیدری، ۱۴۰۳)، ارزش سهام (جمبریان، ۱۴۰۲) و ایجاد چالش در روند عملیاتی شرکت‌ها و سودآوری آنها شود؛ از این رو، سهامداران نهادی به‌عنوان سرمایه‌گذاران تخصصی و آگاه تلاش می‌کنند تا پیامدهای منفی عدم قطعیت جهانی را از طریق استراتژی تعدیل و کاهش سرمایه‌گذاری مدیریت نمایند؛ بنابراین به نظر می‌رسد، در شرایط عدم قطعیت جهانی، سهامداران نهادی از موقعیت مالکیتی خود فاصله گرفته و تلاش می‌کنند تا از این طریق پیامدهای احتمالی ناشی از عدم قطعیت جهانی را مدیریت کنند. رویکردی که ممکن است به‌صورت غیرمستقیم منجر به تحمیل بخشی از زیان‌های احتمالی به سایر سهامداران، به‌ویژه سهامداران حقیقی شود؛ از این رو، در چنین شرایطی، احتمال بروز ناهم‌سویی (واگرایی) منافع میان سهامداران نهادی با سایر سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. این در حالی است که در شرایط عادی طبق پژوهش فخاری و طاهری (۱۳۸۹) بین منافع سهامداران نهادی به‌عنوان رکن مهمی حاکمیت شرکتی و سهامداران حقیقی، همگرایی و

همسوئی منافع وجود دارد. به نظر می‌رسد این تغییر دیدگاه در بین سهام‌داران نهادی در دو سناریو متفاوت از منظر حاکمیت شرکتی و رفتار سرمایه‌گذاری^۱، بسیار قابل تأمل است. همچنین، بررسی‌های تکمیلی نیز نشان داده است که علاوه بر شاخص عدم قطعیت جهانی، شاخص عدم قطعیت در سیاست اقتصادی جهانی نیز واکنش منفی سهام‌داران نهادی مبنی بر خروج از ساختار مالکیت شرکت‌ها را در پی داشته است. این موضوع به آن معناست که سهام‌داران نهادی علاوه بر توجه به شرایط اقتصادی و سیاسی کلان داخلی به عوامل خارجی نیز توجه دارند و انتظار خواهند داشت سیاست‌های اقتصاد جهانی، فضای اقتصادی داخلی را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد. همچنین، طبق یافته‌های جدول ۱۱، سطح واکنش سهام‌داران نهادی به عدم قطعیت جهانی بیشتر از عدم قطعیت در سیاست اقتصاد جهانی است. علت این تفاوت می‌تواند ناشی از باور سهام‌داران نهادی در تحلیل ریسک‌های اقتصادی و سیاسی کلان باشد. چراکه شاخص عدم قطعیت جهانی مشخصاً برای ایران نیز محاسبه می‌شود در حالی که شاخص عدم قطعیت در سیاست اقتصادی جهانی، تنها در سطح جهان محاسبه شده و برآمده از ریسک کلی جهانی است؛ بنابراین، بدیهی است که سهام‌داران نهادی ریسک‌های کلان سطح کشور را ریسک‌های مربوط تری در فضای اقتصادی ایران دانسته و واکنش شدیدتری به آن خواهند داشت.

همان‌طور که پیش‌تر نیز از نظر گذشت، پژوهش حاضر در چارچوب نظری خود نقش عملکرد مالی را نیز به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده لحاظ کرده که نتایج به دست آورده شده از اهمیت بسیاری برخوردار است. این نتایج حاکی از آن است که بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده، اثر منفی عدم قطعیت جهانی بر میزان مالکیت نهادی را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر، در شرایط عدم قطعیت جهانی، بازده حقوق صاحبان سهام می‌تواند به‌عنوان سپر حفاظتی از خروج سهام‌داران نهادی جلوگیری به عمل آورد. همچنین بررسی‌های تکمیلی طبق جدول ۱۲ نیز نشان داده که از بین متغیرهای عملکردی متعدد نظیر؛ بازده حقوق صاحبان سهام، سودآوری، بازده دارایی‌ها و سود عملیاتی تنها بازده حقوق صاحبان، نقش تعدیل‌کنندگی دارد. این به آن معناست که در شرایط عدم قطعیت جهانی، سهام‌داران نهادی در بین شاخص‌های عملکرد مالی، تنها به شاخص بازده حقوق صاحبان سهام توجه دارند چراکه این شاخص در پیش‌بینی عملکرد آتی واحد تجاری، توانایی مدیریت در خلق ارزش و سلامت مالی شرکت نقشی کلیدی دارد (احسن، ۲۰۱۲). همچنین این شاخص نسبت به سایر شاخص‌های عملکردی به گونه‌ای مستقیم‌تر و خالص‌تری نمایانگر منافع مستقیم این گروه است (جانسون و همکاران، ۲۰۲۳). این موضوع می‌تواند بیانگر افزایش محافظه‌کاری و زیان‌گریزی سهام‌داران نهادی در شرایط عدم قطعیت جهانی باشد.

در ادامه، پژوهش حاضر به‌منظور تحلیل رفتاری بیشتر سهام‌داران نهادی، مدل‌های تجربی پژوهش را در قالب «آزمون تحلیل سیاسی» نیز مورد بررسی قرار داده است. نتایج این آزمون طبق یافته‌های جدول ۱۰، حاکی از آن است که رفتار مالکانه سهام‌داران نهادی، تحت تأثیر نوع صنعت قرار گرفته و این سهام‌داران برحسب میزان سیاسی بودن نوع صنعت، رفتار سرمایه‌گذاری متفاوتی نشان می‌دهند. نقطه تمایز رفتاری سهام‌داران نهادی در شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی این است که در شرایط عدم قطعیت جهانی خروج سرمایه تنها در شرکت‌های سیاسی وجود داشته و در شرکت‌های غیرسیاسی چنین رفتاری مشاهده نشده است. همچنین، در شرکت‌های سیاسی، بازده حقوق صاحبان سهام نقش تضعیف‌کننده ایفا

^۱. Investment Behavior

کرده و به‌عنوان سپر حفاظتی از خروج سرمایه جلوگیری به عمل می‌آورد. این در حالی است که در شرکت‌های غیرسیاسی، بازده حقوق صاحبان سهام، فاقد تأثیر تعدیل‌کنندگی است. علت نظری این تمایزهای رفتاری، این چنین قابل تبیین است: از آنجاکه عدم قطعیت جهانی بیشتر ناظر بر مؤلفه‌های سیاسی و اقتصادی است (آهیر و همکاران، ۲۰۲۲)، به نظر می‌رسد اثرپذیری صنایع سیاسی از عامل عدم قطعیت جهانی بیشتر باشد؛ از این رو، سرمایه‌گذاران نهادی فعال در صنایع سیاسی در هنگام مواجهه با عدم قطعیت جهانی در راستای محافظت از سرمایه خویش، به سرعت از موقعیت مالکانه خویش فاصله گرفته و سهام خود را واگذار می‌کنند. همچنین، طبق یافته‌های این پژوهش، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌هایی با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر، به دلیل یافتن نشانه‌هایی مبنی بر توانایی بالای مدیریت، سلامت و استحکام مالی شرکت در برابر فشارهای ناشی از عدم قطعیت جهانی و تأمین بازدهی موردانتظار این گروه از سرمایه‌گذاران، بخشی از نگرانی آنان کنترل شده و از خروج بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی جلوگیری نماید. این در حالی است که صنایع غیرسیاسی، به این دلیل که کمتر تحت عوامل سیاسی و عدم قطعیت جهانی هستند، سهام‌داران نهادی واکنش معناداری به این پدیده نشان نمی‌دهند.

نتایج پژوهش حاضر هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳)، فرانسیس و همکاران (۲۰۲۱)، هه و همکاران (۲۰۲۲)، هائو و لی (۲۰۲۴) و سعد و بلقاسم (۲۰۲۴) است و با پژوهش چادا (۲۰۲۳) مغایرت دارد. این مغایرت را می‌توان با توجه به تفاوت‌های ساختاری و محیطی بین اقتصاد هند و ایران تبیین کرد. در هند، عدم قطعیت به دلیل رشد پایدار و سیاست‌های جذب سرمایه‌گذاری، فرصت‌های رشد و نوآوری ایجاد می‌کند (چادا، ۲۰۲۳)، در حالی که در ایران، تحریم‌ها، نوسانات ارزی و ناپایداری‌های سیاسی باعث کاهش سرمایه‌گذاری و افزایش ریسک‌گریزی و اقتصاد غیررقابتی شده است (میر، ۱۳۹۹). این تفاوت‌ها می‌تواند بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاران نهادی در دو کشور تأثیرگذار باشد.

یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای گروه‌های مختلفی از جمله سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی، مدیران شرکت‌ها، سیاست‌گذاران بازار سرمایه، پژوهشگران و حتی نهادهای بین‌المللی مفید و کاربرد عملی داشته باشد. سرمایه‌گذاران بهتر است بدانند که در شرایط عدم قطعیت جهانی، منافع سهام‌داران نهادی با منافع آنان دچار ناهمسویی و واگرایی می‌شود و سهام‌داران نهادی، تمایل به فروش سهام دارند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران حقیقی، می‌توانند با استفاده از استراتژی‌های تنوع‌بخشی و ابزارهای پوشش ریسک، از زیان‌های احتمالی آتی جلوگیری به عمل آورند. تحلیلگران مالی نیز با رصد رفتار سهام‌داران نهادی، مانند افزایش فروش سهام توسط سهام‌داران نهادی، می‌توانند احتمال وقوع بحران‌های سیاسی و اقتصادی و کاهش قیمت سهام در آینده را پیش‌بینی کنند. مدیران شرکت‌ها می‌توانند با بهبود شفافیت مالی و کیفیت افشای اطلاعات، اعتماد سهام‌داران نهادی را در شرایط عدم قطعیت حفظ کنند. برای مثال، ارائه گزارش‌های دقیق و به‌موقع درباره تأثیر عدم قطعیت جهانی بر عملکرد شرکت می‌تواند به کاهش نگرانی‌های سرمایه‌گذاران کمک کند. از سوی دیگر، سیاست‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند با تدوین قوانینی برای کنترل و نظارت بر رفتار سهام‌داران نهادی، از انتقال ریسک‌های سیستماتیک^۱ بازار به سهام‌داران اقلیت جلوگیری کنند. این قوانین می‌تواند شامل محدودیت‌های موقت بر فروش سهام در شرایط بحرانی یا الزامات افشای بیشتر باشد. علاوه بر این، نهادهای بین‌المللی و سازمان‌های نظارتی می‌توانند از یافته‌های این پژوهش و سایر پژوهش‌های مشابه مانند هه و همکاران

^۱. Systematic Risks

(۲۰۲۲)، هائو و لی (۲۰۲۴) و سعد و بلقاسم (۲۰۲۴) برای تدوین استانداردهای بین‌المللی در زمینه مدیریت ریسک و شفافیت مالی در شرایط عدم قطعیت جهانی استفاده کنند.

در نهایت، به پژوهشگران آتی، پیشنهاد می‌شود تحقیقات بیشتری در زمینه تأثیر عدم قطعیت جهانی بر رفتار سایر گروه‌های سرمایه‌گذاران، مانند سرمایه‌گذاران حقیقی یا دولتی، انجام شود. همچنین، بررسی تأثیر سایر شاخص‌های عدم قطعیت مانند شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، می‌تواند به گسترش ادبیات موضوع کمک کند. علاوه بر این، مطالعه نقش متغیرهای تعدیل‌کننده دیگر، مانند ساختار حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های صنعت (تحلیل بر اساس صنایع) و بررسی بیشتر پیوندهای سیاسی، در رابطه بین عدم قطعیت جهانی و رفتار سرمایه‌گذاران نهادی، می‌تواند کمک به درک عمیق‌تری از این پدیده نماید. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود در تعریف متغیر نهادی، به جای بررسی میزان سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌های سرمایه‌پذیر، از مجموع ارزش سبد شرکت‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار (شرکت‌های سرمایه‌گذار) به عنوان معیار جایگزین استفاده شود. انتظار می‌رود این رویکرد بتواند به تحلیل دقیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاران نهادی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری آنها در شرایط مختلف عدم قطعیت کمک کند و بینش‌های جدیدی درباره نحوه تنوع‌بخشی پرتفوی و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارائه دهد. مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر می‌تواند نحوه انتخاب شرکت‌های مورد بررسی باشد. از آنجائی که شرکت‌های منتخب بر اساس اعمال برخی فیلترها گزینش شده‌اند (جدول ۲)؛ بنابراین نتایج پژوهش حاضر تنها برای شرکت‌هایی با شرایط مذکور قابلیت تعمیم خواهد داشت و باید جانب احتیاط به عمل آید. از دیگر محدودیت‌های این پژوهش، عدم دسترسی به فهرست کلیه سهام‌داران است؛ از این رو، در گزارش‌های مالی، مالکانی که تحت عنوان «سایر سهام‌داران» درج شده‌اند، به عنوان سهام‌داران حقیقی در نظر گرفته شده است.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

جمع‌آوری داده‌ها: رضا ملک؛ تهیه گزارش پژوهش: رضا ملک و دکتر حسین فخاری؛ تحلیل داده‌ها: رضا ملک؛ بازبینی و نظارت بر پژوهش: دکتر حسین فخاری.

نویسنده اول: طراحی پژوهش، تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، انجام آزمایش و گردآوری داده‌ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیش‌نویس مقاله.

نویسنده دوم: طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی‌سازی مقاله.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

این مقاله مبتنی بر داده‌های پایان‌نامه کارشناسی ارشد نویسنده اول است که زیر نظر نویسنده دوم (استاد راهنمای محترم) در دانشگاه مازندران انجام شده است. نگارندگان از دانشگاه مازندران سپاسگزارند.

منابع

- ابریشمی، حمید؛ کمیجانی، اکبر؛ نوری، مهدی و معاریان، محمدحسین (۱۳۹۹). سنجش شاخص نااطمینانی بر مبنای جستجوی اینترنتی: مطالعه موردی بازار ارز ایران. *سیاست‌گذاری اقتصادی*، ۱۲(۲۳)، ۹۹-۱۳۱. <https://doi.org/10.22034/epj.2020.11129.1901>
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۵). تحلیل آماری در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار Stata. تهران، ترمه. <https://www.iranketab.ir/book/133710>
- بنی‌مهد، بهمن؛ رؤیایی، رمضانعلی و مشتاق‌کهنمویی، مسعود (۱۴۰۱). عدم قطعیت اقتصادی و مدیریت سود: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)*، ۱۴(۵۴)، ۵-۲۰. https://www.iaaaar.com/article_156641.html
- بنی‌مهد، بهمن؛ عربی، مهدی و حسن‌پور، شیوا (۱۳۹۷). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری. تهران، ترمه. <https://www.termehbook.com/product/9789649785547>
- چمبریانی، شیما (۱۴۰۲). مطالعه و مروری بر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام. *هجدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد و توسعه*، ایران. <https://civilica.com/doc/1768703>
- حساس‌یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۲)، ۱۰۷-۱۲۲. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1387.15.3.7.9>
- حصارزاده، رضا (۱۴۰۱). اصول نگارش مبانی نظری و آزمون فرضیه‌های دارای متغیر تعدیلگر. مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد. <https://ketab.ir/book/2fbf265d-32cf-40e5-9a74-f4b5f7d70347>
- خواجوی، شکرالله؛ ویسی حصار، ثریا و غیوری مقدم، علی (۱۴۰۳). تأثیر قدرت مدیرعامل بر خوانایی گزارش‌های مالی با تأکید بر نقش مدیریت سود و سرمایه‌گذاران نهادی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۵(۴)، ۱-۲۰. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.22274.3953>
- دالوند، دانیال؛ خوشکار، فرزین و مرادی، مجید (۱۴۰۲). تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۶(۸۲)، ۲۲۳-۲۰۵. https://www.jamv.ir/article_181173.html
- روشن، احمدرضا (۱۳۹۹). تحلیلی بر شاخص عدم قطعیت جهانی، *تشریح تحلیل مالی*، ۴(۱)، ۳۹-۲۰. <https://ijfa.ir/?p=6840>
- سالم‌دزفولی، بابک؛ صالحی، اله کرم؛ نصیری، سعید و جرجزاده، علیرضا (۱۳۹۸). بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۸(۳۰)، ۹۵-۱۱۵. https://www.jmaak.ir/article_14299.html
- شمس‌الدینی، کاظم و نعمتی، میثم (۱۴۰۰). بررسی رابطه پایداری مالکیت نهادی با مدیریت سود با لحاظ اهرم مالی شرکت. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۴)، ۱۵۵-۱۷۷. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20088914.1400.12.4.8.5>
- عرب‌مازار، عباس و نظری‌گوار، سارا (۱۳۹۱). اثر نااطمینانی نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران. *جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی*، ۹(۱۸)، ۵۹-۷۶. https://ice.rihu.ac.ir/article_96.html
- فخاری، حسین و طاهری، عصمت‌السادات (۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۴۶)، ۱۷۲-۱۵۹. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.23223405.1389.2.4.9.7>
- فخاری، حسین و رضائی‌پتة‌نوئی، یاسر (۱۳۹۶). تأثیر تخصیص مالی کمیته حسابرسی بر محیط اطلاعاتی شرکت. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۸)، ۸۱-۱۱۲. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20088914.1396.8.3.4.1>
- فخاری، حسین و رضائی، معصومه (۱۳۹۵). مطالعه ارتباط رفتار هزینه‌ها و تغییرات پاداش هیئت‌مدیره. *مجله دانش حسابداری*، ۷(۲۴)، ۴۱-۶۵. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20088914.1395.7.24.2.4>
- فخاری، حسین؛ فقیه، محسن و ایمانی، کریم (۱۴۰۰). پوشش رسانه‌ای مدیرعامل و همزمانی قیمت سهام: سیستم معادلات همزمان. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۳(۲)، ۱۹۷-۲۲۶. <https://doi.org/10.22099/jaa.2022.42640.2212>
- فخاری، حسین؛ محمدی، جواد و حسن‌نّاج‌کردی، محسن (۱۳۹۴). بررسی اثر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر مدیریت سود از طریق اقلام واقعی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۶)، ۱۵۴-۱۳۰. <https://doi.org/10.22054/qjma.2015.1679>

- فرخلو، علیرضا و حیدری، مهدی (۱۴۰۳). بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام با تأکید بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*. ۸(۲۸)، ۲۳۹۸-۲۴۱۰. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2658>
- کرمی، غلامرضا؛ بیک‌بشروی، سلمان؛ نظری، سعیده و سماوات، میلاد (۱۴۰۱). رابطه عدم قطعیت با نگهداشت وجه نقد و موجودی کالا، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۱۴(۲)، ۲۵۲-۲۲۱. <https://doi.org/10.22099/jaa.2023.46531.2297>
- کرمی طالقانی، فرامرز و خردیار، سینا (۱۴۰۳). تأثیر راهبرد مالیاتی متهورانه بر هم‌زمانی قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی پوشش رسانه‌ای و ابعاد حسابرسی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۶(۱)، ۱۰۵-۱۳۰. https://jak.uk.ac.ir/article_4247.html
- لونی، سمیه؛ عباسیان، عزت‌الله و حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۲۶۸-۲۴۹. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.310437.1007069>
- محمدرضایی، فخرالدین (۱۴۰۲). روش پژوهش در حسابداری: رویکردی جامع. تهران، نگاه دانش. <https://www.novinbook.net/reserach-methods-accounting-negaah-daanesah>
- مراذزاده فرد، مهدی و بابائی، ساسان (۱۳۸۹). تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۷(۲۶)، ۱۰۱-۱۲۱. <https://doi.org/10.22054/qjma.2009.6934>
- ملک، رضا و فخاری، حسین (۱۴۰۳). تأثیر عدم قطعیت جهانی بر مدیریت سود با نقش تعدیل‌کنندگی مالکیت نهادی. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۶(۲)، ۲۸۳-۲۴۳. https://jaa.shirazu.ac.ir/article_8256.html
- مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا؛ سید حسینی، سید مصطفی و جهرمی، مهتاب (۱۳۹۲). نظریه حسابداری. تهران، نگاه دانش. <https://dkbook.ir/Book/902>
- مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت گزارش‌گری مالی. *پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)*، ۱۲(پیاپی ۵۸/۳)، ۲۴۹-۲۲۷. <https://doi.org/10.22099/jaa.2010.3437>
- میر، میلاد (۱۳۹۹). مصادیق و چشم‌انداز بحران‌های اقتصاد ایران. *ماهنامه علمی/امنیت اقتصادی*، ۸(۱۲)، ۴۰-۲۷. https://es.tescr.ac.ir/article_242782.html
- یاوری فر، آرش؛ امامی، کریم و محمدی، تیمور (۱۴۰۲). اثرات شوک ناشی از ناطمینانی سیاست اقتصادی بر اقتصاد ایران با رویکرد DSGE. *سیاست‌گذاری اقتصادی*، ۱۵(۳۰)، ۳۸-۶۶. <https://doi.org/10.22034/epj.2023.20166.2440>

References

- Abrihmi, H., Komijani, A., Nouri, M., & Memarian, M. (2020). Measuring the uncertainty index based on internet search: A case study of the Iranian foreign exchange market. *Economic Policy*, 12(23), 99-131. <https://doi.org/10.22034/epj.2020.11129.1901> [In Persian].
- Aflatoni, A. (2016). Statistical Analysis in Financial and Accounting Research with Stata Software. Tehran, Termeh. <https://www.iranketab.ir/book/13371> [In Persian].
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The world uncertainty index (No. w29763). *National Bureau of Economic Research*. <http://www.nber.org/papers/w29763>
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2018). The world uncertainty index (October 29, 2018). Available at SSRN 3275033. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3275033>
- Ahsan, A. F. M. (2012). Can return on equity be used to predict portfolio performance? *Economics, Management, and Financial Markets*, 7(4), 132-148. <https://www.researchgate.net/publication/258341502>
- Arabmazar, A., & Nazerigowar, S. (2012). The effect of inflation uncertainty on private sector investment in Iran. *Islamic Economic Studies*, 9(18), 59-76. https://iee.rihu.ac.ir/article_96.html [In Persian].
- Ashraf, B. N. (2021). Is economic uncertainty a risk factor in bank loan pricing decisions? international evidence. *Risks*, 9(5), 81. <https://doi.org/10.3390/risks9050081>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bani Mahd, B., Arabi, M., & Hasanpour, Sh. (2018). Experimental research and methodology in accounting, Tehran, Termeh. <https://www.termehbook.com/product/9789649785547> [In Persian].

- Bani Mahd, B., Royai, R., & Mushtaq Kahnemoui, M. (2022). Economic uncertainty and earnings management: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Research*, 54(14), 5-20. https://www.iaaaar.com/article_156641.html [In Persian].
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of economic Perspectives*, 28(2), 153-176. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.28.2.153>
- Chada, S. (2023). Economic policy uncertainties and institutional ownership in India. *The Journal of Economic Asymmetries*, 27, e00293. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2023.e00293>
- Chambariani, Sh. (2023). A study and review on the uncertainty of economic policy and the risk of falling stock prices, *the 18th International conference on Management, Economy and Development*, Iran. <https://civilica.com/doc/1768703> [In Persian].
- Dalvand, D., Khoshkar, F., & Moradi, M. (2023). The impact of economic policy uncertainty on corporate investment. *Accounting and Management Perspective*, 6(82), 205-223. www.jamv.ir/article_181173.html [In Persian].
- Dasgupta, A., Fos, V., & Sautner, Z. (2021). Institutional investors and corporate governance. *Foundations and Trends in Finance*, 12(4), 276-394. <http://doi.org/10.1561/05000000056>
- Datta, S., Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2019). Policy uncertainty and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Financial Stability*, 44, 100694. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100694>
- Fakhari, H., Faghieh, M., & Imani, K. (2021). CEO media coverage and Stock Price Synchronization: A System of Simultaneous Equations. *Accounting Advances*, 13(2), 197-226. [10.22099/jaa.2022.42640.2212](https://doi.org/10.22099/jaa.2022.42640.2212) [In Persian].
- Fakhari, H., Mohammadi, J., & Hassan Nettaj Kordi, M. (2015). Investigating the effect of audit committee characteristics on earnings management through real items. *Empirical Studies of Financial Accounting*, 12(46), 130-154. <https://doi.org/10.22054/qjma.2015.1679> [In Persian].
- Fakhari, H., & Ramazani, M. (2016). A study of the relationship between cost behavior and changes in board compensation. *Journal of Accounting Knowledge*, 7(24), 41-65. [dor/20.1001.1.20088914.1395.7.24.2.4](https://doi.org/10.1001.1.20088914.1395.7.24.2.4) [In Persian].
- Fakhari, H., & Rezaei Pitenoei, Y. (2017). The impact of financial expertise of the audit committee on the company's information environment. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(8), 81-112. <https://doi.org/10.22103/jak.2017.10136.2370> [In Persian].
- Fakhari, H., & Taheri, E. (2010). Investigating the relationship between institutional investors and the volatility of stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, 2(4), 159-172. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.23223405.1389.2.4.9.7> [In Persian].
- Fan, Y., Ly, K. C., & Jiang, Y. (2023). Institutional investor networks and firm innovation: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102751. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102751>
- Farrokhlo, A. R., & Heydari, M. (2024). Examining the relationship between economic policy uncertainty and stock liquidity with an emphasis on the quality of information disclosure in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *New research approaches in management and accounting*, 8(92), 2398-2410. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2658> [In Persian].
- Francis, B., Hasan, I., & Zhu, Y. (2013). The impact of political uncertainty on institutional ownership. *Bank of Finland Research Discussion Paper*, (27). [http://doi.org/10.2139/ssrn.2358419](https://doi.org/10.2139/ssrn.2358419)
- Francis, B. B., Hasan, I., & Zhu, Y. (2021). The impact of political uncertainty on institutional ownership. *Journal of Financial Stability*, 57, 100921. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100921>
- Hao, Q., & Li, A. (2024). Economic policy uncertainty and institutional portfolio investment. *Financial Management*. <https://doi.org/10.1111/fima.12478>
- Hassas Yeganeh, Y., Moradi, M., & Iskandar, H. (2008). Examining the relationship between institutional investors and company value. *Accounting and auditing reviews*, 15(52), 107-122. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1387.15.3.7.9> [In Persian].
- He, L., Huang, L., & Fang, L. (2022). Institutional conditions, economic policy uncertainty and foreign institutional investment in China. *Emerging Markets Review*, 50, 100823. [10.1016/j.ememar.2021.100823](https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100823)

- Hesarzadeh, R. (2022). Principles of writing theoretical foundations and testing hypotheses with moderator variables. Mashhad, Ferdowsi University of Mashhad. <https://ketab.ir/book/2fbf265d-32cf-40e5-9a74-f4b5f7d7034> [In Persian].
- Igbekoyi, O. E., Oluwagbade, O. I., & Dagunduro, M. E. (2024). Risk Management and Uncertainty Interplay. *International Journal of Economics and Financial Management*, 9, 188-198. DOI: [10.56201/ijefm.v9.no6.2024.pg188.198](https://doi.org/10.56201/ijefm.v9.no6.2024.pg188.198)
- Johnson, O. O., Ugwu, N. N., & Nnamani, C. O. (2023). Effect of financial leverage on organizational performance of pharmaceutical firms in Nigeria. *Global Journal of Finance and Business Review* | ISSN, 1694, 450X. <https://doi.org/10.5281/zenodo.8229429>
- Karami, Gh., Beyk Boshrouyeh, S., Nazari, S., & Samawat, M. (2022). Uncertainty relationship with cash holding and inventory, *Shiraz University Accounting Advances*, 14(2), 221-252. [10.22099/jaa.2023.46531.2297](https://doi.org/10.22099/jaa.2023.46531.2297) [In Persian].
- Karami Taleghani, F., & Kheradyar, S. (2024). The effect of aggressive tax strategy on stock price synchronicity with emphasis on the moderating role of media coverage and audit dimensions, *Journal of Accounting Knowledge*, 16(1), 105-130. https://jak.uk.ac.ir/article_4247.html [In Persian].
- Khajavi, Sh., Weysihasar, S., & Ghayouri Moghaddam, A. (2024). The Effect of the CEO's power on the readability of financial reports with an emphasis on the role of earnings management and institutional investors. *Journal of Accounting Knowledge*, 15(4), 1-20. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.22274.3953> [In Persian].
- Kim, S. H., & An, Y. (2021). Policy Uncertainty, Presidential elections and earnings management: Evidence from South Korea. *Presidential Elections and Earnings Management: Evidence from South Korea (March 4, 2021)*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3797562>
- Knight, F. H. (1921). Risk, uncertainty and profit (Vol. 31). Houghton Mifflin.
- Kulinich, T., Andrushko, R., Prosovysh, O., Sterniyuk, O., & Tymchyna, Y. (2023). Enterprise risk management in an uncertain environment. *International Journal of Professional Business Review: Int. J. Prof. Bus. Rev.*, 8(4), 47. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i4.1700>
- Lang, E., Mager, F., & Hennig, K. (2022). Uncertainty and commercial real estate excess returns in European markets. *Journal of Property Research*, 39(4), 321-337. <https://doi.org/10.1080/09599916.2022.2054353>
- Lin, Y., Dong, D., & Wang, J. (2021). The negative impact of uncertainty on R&D investment: International evidence. *Sustainability*, 13(5), 2746. <https://doi.org/10.3390/su13052746>
- Liu, N., & Gao, F. (2022). The world uncertainty index and GDP growth rate. *Finance Research Letters*, 49, 103137. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103137>
- Loni, S., Abbasian, E., & Haji, Gh. (2021). The effect of economic policy uncertainty on corporate investment: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 23(2), 249-268. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.310437.1007069> [In Persian].
- Malek, R., & Fakhari, H. (2024). The impact of global uncertainty on earnings management with the moderating role of institutional ownership. *Accounting Advances*, 16(2), 243-283. jaa.shirazu.ac.ir/article_8256.html [In Persian].
- Markowitz, H. M. (1991). Foundations of portfolio theory. *The journal of finance*, 46(2), 469-477. <https://doi.org/10.2307/2328831>
- Mehrani, S., Karami, Gh., Moradi, M., & Eskandar, H. (2010). Investigating the relationship between institutional investors and financial reporting quality. *Accounting Advances (Shiraz Social and Human Sciences)*, 2(1 (3/58)), 227-249. <https://doi.org/10.22099/jaa.2010.3437> [In Persian].
- Mehrani, S., Karami, Gh., Seyedhosseini, S., & Jahromi, M. (2013). Accounting Theory. Tehran, Negah Danesh. <https://dkbook.ir/Book/902> [In Persian].
- Meyer, B., Mihaylov, E., Barrero, J. M., Davis, S. J., Altig, D., & Bloom, N. (2022). Pandemic-era uncertainty. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), 338. <https://doi.org/10.3390/jrfm15080338>
- Mir, M. (2020). Instances and prospects of Iran's economic crises. *Journal of Economic Security*, 8(12), 27-40. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.17354188.1399.8.12.4.1> [In Persian].

- Mohammad Rezaei, F. (2023). Research method in accounting: a comprehensive approach. Tehran, Negah Danesh. <https://www.novinbook.net/reserach-methods-accounting-negaah-daanesh> [In Persian].
- Moradzadeh Fard, M., & Babaei, S. (2010). The impact of institutional investors' ownership on earnings management of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(26), 101-121. <https://doi.org/10.22054/qjma.2009.6934> [In Persian].
- Moussu, C., & Petit-Romec, A. (2017). ROE in banks: Performance or risk measure? Evidence from financial crises. *Finance*, 38(2), 95-133. <https://shs.cairn.info/revue-finance-2017-2-page-95?lang=en>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Chiva-Ortells, C. (2020). Institutional shareholding as a corporate governance mechanism that drives Chief Executive Officer pay. *BRQ Business Research Quarterly*, 23(3), 217-233. <https://doi.org/10.1177/2340944420941462>
- Roshan, A. R. (2020). An analysis of global uncertainty index. *Financial Analysis Journal*, 4(1), 20-39. <https://ijfa.ir/?p=6840> [In Persian].
- Saad, S. B., & Belkacem, L. (2024). The impact of economic policy uncertainty on capital structure decisions: Does institutional ownership characteristics matter?. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1-13. <https://doi.org/10.1057/s41310-024-00230-x>
- Salem Dezfouli, B., Karam Salehi, E., Jerjerzadeh, A. R., & Nasiri, S. (2019). Investigating the impact of economic uncertainty on accrual-based earnings management and real earnings management. *Scientific Research Quarterly*, 8(30), 95-115. https://www.jmaak.ir/article_14299.html [In Persian].
- Shamsadini, K., & Nemat, M. (2021). Investigating the relationship between institutional ownership stability and earnings management considering the firm's financial leverage. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(4), 155-177. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20088914.1400.12.4.8.5> [In Persian].
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: International evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101419. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101419>
- Yavarifar, A., Emami, K., & Mohammadi, T. (2023). Effects of shocks from economic policy uncertainty on the Iranian economy: A DSGE approach. *Economic Policy*, 15(30), 38-66. [10.22034/epj.2023.20166.2440](https://doi.org/10.22034/epj.2023.20166.2440) [In Persian].