



<https://amf.ui.ac.ir>

**Journal of Asset Management and Financing**  
E-ISSN: 2383-1189  
Vol. 12, Issue 1, No. 44, Spring 2024, p 17-36  
Received: 22/10/2023 Accepted: 07/04/2024

Research Paper

## The Effect of Economic Policy Uncertainty on Credit Transactions and Firm Value with an Emphasis on the Role of Credit Transactions

Yassaman Khalili \*

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran  
[y\\_khalili@pnu.ac.ir](mailto:y_khalili@pnu.ac.ir)

Mehdi Mohammadi

Assistant Professor, Department of Public Administration, Payame Noor University, Tehran, Iran  
[mohammadi12035@pnu.ac.ir](mailto:mohammadi12035@pnu.ac.ir)

Azadeh Yazdani

M.A., Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran  
[yazdani.azadeh@yahoo.com](mailto:yazdani.azadeh@yahoo.com)

### Abstract

The importance of the uncertainty of economic policies and its role in financial decisions and companies in today's complex world is evident more than ever. On the other hand, credit transactions are one of the most important sources of short-term financing for companies, which play an effective role in managers' decisions and determining a firm value. Emphasizing the moderating role of credit transactions, in this study, the effect of economic policy uncertainty on credit transactions and firm value has been investigated. The data of the research were gathered from 170 companies in the Tehran Stock Exchange during the period of 2011 to 2022. Regression analysis was used to analyze the data and test the hypotheses. The results show that the uncertainty of economic policies has a significant positive relationship with the payment period, the difference between the collection and payment period, and the firm value. However, it has no significant relationship with a company's collection period. On the other hand, the collection period and the payment period moderate the relationship between the uncertainty of economic policies and the firm value, and the difference between the collection and payment periods does not have a moderating role in this relationship. By examining the moderating role of credit transactions in the relationship between economic policy uncertainty and firm value in Iran's emerging economy, this study can contribute to the expansion of the literature in this field.

**Keywords:** Economic Policy Uncertainty, Company Credit Transactions, Firm value, Financing.

### Introduction

The uncertainty of the economic policy affects the micro aspects at the company level, the financial markets, and the behavior of companies (Huayu et al., 2021). It increases information asymmetry between internal managers and external users (Shen et al., 2021). Studies have shown that the uncertainty of economic policies has had a negative effect on the financing and investment of companies (Hussain et al., 2023), but there are few studies about its relationship with credit transactions of companies. Theoretically, the effect of economic policy uncertainty on credit transactions may lead to two opposite effects. On the one hand, suppliers bear the risk that their customers will not repay their debts in the future, which is exacerbated by increasing economic policy uncertainty. Thus, companies are reluctant to offer credit deals, which is a negative effect. On the other hand, companies may consider credit transactions as a shield to maintain a long-term relationship in times of economic policy uncertainty, which is a positive effect (Liu and Dong, 2020). This study investigates the effect of economic policy uncertainty on firm value. It also deals with the moderating role of credit transactions in the relationship between the uncertainty of economic policy and the firm value. Considering the few studies in this field, and the lack of investigation of this issue in domestic research, it can help the development of research literature in this field.

\*Corresponding author

Khalili, Y., Mohammadi, M., & Yazdani, A. (2024). The effect of economic policy uncertainty on credit transactions and firm value with emphasis on the role of credit transactions. *Journal of Asset Management and Financing*, 12 (1), 17-36.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/AMF.2024.139534.1832

### **Materials and Methods**

The sample of this study includes 170 companies in the Tehran Stock Exchange over 12 years. To test hypotheses and analyze research data, regression analysis was used using Stata14 and SPSS16 software. To gather the data, the Tehran Stock Exchange library, Codal website (<https://www.codal.ir>) and Tehran Securities Exchange Technology Management Company (<https://www.tsetmc.com>) were used. To calculate the uncertainty of the economic policy, the central bank website (<https://www.cbi.ir>) was used.

### **Findings**

This study investigated the effect of uncertainty of economic policies on credit transactions and firm value with an emphasis on the moderating role of credit transactions in the period of 2011-2022. Credit transactions include the collection period, payment period, and the difference between the collection and payment period. The results showed that economic policy uncertainty has no significant relationship with a company's collection period, but it has a significant positive relationship with a company's payment period and the difference between the collection and payment periods. Another result of the study is that economic policy uncertainty has a significant negative relationship with firm value. In addition, the collection period of a company as well as the payment period moderates the relationship between the uncertainty of economic policies and the firm value of, but the difference in the period of collection and payment does not moderate the relationship between the uncertainty of economic policies and the firm value.


### **Discussion and Conclusion**

The results based on the positive and significant relationship between the uncertainty of economic policies and the payment period indicates that managers act conservatively in economic uncertainty situations and try to reduce and control the risk of bankruptcy and uncertainty and make payments in a longer time. Another finding is that economic uncertainty has a significant negative relationship with firm value and shows that it is in accordance with the theory of information asymmetry. Regarding the moderating role of credit transactions on the relationship between economic uncertainty and firm value, the results show that in the period of high economic policy uncertainty, with the increase in the debt collection period, the firm value increases, and in time of uncertainty, the manager tries to revise the collection period of a company and act more reasonably, and the collection period of a company is meaningful considering the policies of economic uncertainty. The study also shows that during a period of high economic policy uncertainty, the firm value increases with an increase in the payment period. In periods when a company operates in a situation with high uncertainty in economic policies, this situation has a negative effect on the firm value, and when the factor of lengthening the payment period enters into the relationship between the two variables, it moderates this relationship. That is, in times of high uncertainty, increasing the payment period increases the firm value.

## مقاله پژوهشی

# اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت با تأکید بر نقش

## معاملات اعتباری

یاسمن خلیلی \* 

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

y\_khalili@pnu.ac.ir

مهدی محمدی

استادیار، گروه مدیریت دولتی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

mohammadi12035@pnu.ac.ir

آزاده یزدانی

کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

yazdani.azadeh@yahoo.com

### چکیده

**هدف:** اهمیت نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و نقش آن بر تصمیمات مالی و شرکت‌ها در دنیای پیچیده امروزی بیش از هر زمان دیگری نمایان است. از سویی، معاملات اعتباری یکی از مهم‌ترین منابع تأمین مالی کوتاه‌مدت شرکت‌هاست که در تصمیمات مدیران و تعیین ارزش شرکت نقش مؤثری دارد. در این پژوهش اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت با تأکید بر نقش تعدیلی معاملات اعتباری بررسی شده است.

**روش:** داده‌های پژوهش برگرفته از ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۰ بوده است که برای تحلیل آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون استفاده شد.

**یافته‌ها:** نتایج بیانگر آن است که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با دوره پرداخت، تفاوت دوره وصول و پرداخت ارتباط مثبت معنادار و با ارزش شرکت ارتباط منفی معنادار دارد؛ اما با دوره وصول شرکت ارتباط معناداری ندارد. از سویی دیگر، دوره وصول و دوره پرداخت رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند و تفاوت دوره وصول و پرداخت در این رابطه نقش تعدیلی ندارد.

**نوآوری:** بررسی نقش تعدیلی معاملات اعتباری در ارتباط بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ارزش شرکت در اقتصاد نوظهور ایران می‌تواند جالب توجه باشد و به گسترش ادبیات پژوهش کمک کند.

**کلیدواژه‌ها:** نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، معاملات اعتباری شرکت، ارزش شرکت، تأمین مالی.

\* نویسنده مسئول

خلیلی، یاسمن، محمدی، مهدی، یزدانی، آزاده. (۱۴۰۳). اثر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت با تأکید بر نقش معاملات اعتباری. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲(۱)، ۱۷-۳۶.



## مقدمه

در حال حاضر، عدم قطعیت به نگرانی بزرگی برای اقتصاددانان و سیاست‌گذاران تبدیل شده است (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019)، به خصوص اثرات اقتصادی آن از زمان بحران مالی اخیر جهانی توجه زیادی را به خود جلب کرده است (Sharif et al., 2020). در سال‌های اخیر، رویدادهای متعددی رخ داده که دولت‌ها را به تغییر سیاست‌های مالی، اقتصادی و نظارتی مجبور کرده است (Tang et al., 2021; Shen et al., 2021; Al-Thaqeb & Algharabali, 2019). این اصلاحات اقتصادی و مالی و تعدیل‌های ساختاری در سیستم اقتصادی، به نااطمینانی جهت‌گیری دولت‌ها در آینده منجر شده و بر محیط اقتصادی و تجاری تأثیر منفی گذاشته است (Shabir et al., 2021). عدم قطعیت سیاست اقتصادی نه تنها بر اقتصاد کلان، بلکه بر جنبه‌های خرد در سطح شرکت (Huayu et al., 2021) و بر بازارهای مالی و رفتار شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد (Huayu et al., 2021; Gulen & Ion, 2016). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی موضوع پژوهش‌های متعددی بوده است (Tzika & Pantelidis, 2024). مانند اثر آن بر سرمایه‌گذاری (Gulen & Ion, 2016)، نقدینگی (Duong et al., 2020)، اجتناب مالیاتی (Shen et al., 2021)، سیاست سود سهام (Buchanan et al., 2017) و ریسک‌پذیری شرکت (Zhang et al., 2021) هنگامی که نااطمینانی سیاست اقتصادی افزایش یابد، می‌تواند به نوسانات و ابهام اطلاعات خارجی منجر شود. پژوهش‌های موجود نشان داده است که عدم قطعیت درباره سیاست اقتصادی باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران داخلی و استفاده‌کنندگان خارجی می‌شود (Shen et al., 2021).

شرکت‌ها برای ادامه فعالیت خود و افزایش ثروت سهامداران به منابع مالی نیاز دارند و نوع راهبرد شرکت‌ها برای تأمین مالی از مهم‌ترین تصمیمات شرکت است (Taheri, 2023). معاملات اعتباری یک منبع مهم تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت برای شرکت به حساب می‌آید (Jory et al., 2020). دیملو و توسکانو نشان دادند که حساب‌های پرداختی بیش از ۱۰ درصد و حساب‌های دریافتی حدود ۱۶ درصد از کل دارایی‌های شرکت را در بر دارند (D'Mello & Toscano, 2020). پژوهش‌های گذشته نشان داده است که بهبود معاملات اعتباری عملکرد عملیاتی، مالی و ارزش شرکت‌ها و بازده سهام و رقابت را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و به رشد صنعت کمک می‌کند (D'Mello & Toscano, 2020). پژوهش‌های گوناگونی نشان داده‌اند که موضوع عدم تقارن اطلاعاتی در معاملات اعتباری شرکت‌های خریدار و فروشنده به دلایل گوناگونی مهم است. از لحاظ مالی، شرکت‌هایی که دسترسی کمتری به تأمین مالی خارجی دارند و شرکت‌های با رشد سریع، وابستگی بسیاری به معاملات اعتباری دارند (Ferrando & Mulier, 2013). از نظر راهبردی، داشتن معاملات اعتباری موجب افزایش موقعیت رقابتی فروشنده در بازار می‌شود (Ng et al., 1999). با توجه به اینکه معاملات اعتباری خریداران و فروشنده‌ها در زنجیره تأمین به هم مربوط است، شوکی که باعث تغییر در سیاست معاملات اعتباری شرکت‌ها می‌شود، ممکن است در سراسر زنجیره تأمین اثر گسترده‌ای داشته باشد (Jory et al., 2020).

پژوهش‌های گذشته نشان داده که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر منفی داشته است (Hussain et al., 2023). اما درباره ارتباط آن با معاملات اعتباری شرکت‌ها، اطلاعات و پژوهش‌های بسیار کمی وجود دارد. نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی موجب تشدید محدودیت‌های مالی شرکت با کاهش بازده دارایی‌ها می‌شود و در عین حال هزینه تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهد (Phan et al., 2018). فان و همکاران استدلال می‌کنند که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی به بی‌ثباتی جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها منجر می‌شود و شرکت‌ها را وادار می‌کند که برای محافظت در برابر شوک‌های مالی و حفظ عملیات مستمر خود وجه نقد ذخیره کنند (Phan et al., 2018). گولن و یون و بونایم و همکاران بیان کردند که شرکت‌ها در هنگام نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری‌ها را به تأخیر می‌اندازند (Gulen & Ion, 2016; Bonaime et al., 2018). نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی ممکن است به دلایل گوناگونی بر معاملات اعتباری

اثرگذار باشد. این دلایل ممکن است شامل اجتناب تولید بیش از حد شرکت، احتمال برگشت از فروش و لغو سفارش بیشتر، کاهش عرضه و تقاضای محصولات و در نهایت نیاز به افزایش نقدینگی شرکت باشد. علاوه بر آن، افزایش استفاده شرکت‌ها در این دوران از وام‌های بانکی برای تأمین اعتبارات معوق، افزایش هزینه‌های استقراض (Xu, 2020)، کاهش سرسید بدهی‌ها (Tran & Phan, 2022) و مواجهه شرکت با کمبود نقدینگی حتی برای مؤسسات مالی (Matousek et al., 2020) از موارد دیگری است که شرکت‌ها با آن روبه‌رو می‌شوند. از لحاظ نظری، تأثیر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری ممکن است به دو اثر متضاد منجر شود. از یک سو، تأمین‌کنندگان این ریسک را متحمل می‌شوند که مشتریان آنها بدهی‌شان را در آینده بازپرداخت نکنند. با افزایش ناطمینانی سیاست اقتصادی این ریسک تشدید می‌شود؛ بنابراین شرکت‌ها تمایلی به ارائه معاملات اعتباری ندارند که یک اثر منفی است. از سوی دیگر، شرکت‌ها ممکن است معاملات اعتباری را سپری برای حفظ یک رابطه طولانی‌مدت در زمان ناطمینانی سیاست اقتصادی در نظر بگیرند که یک اثر مثبت است. اثر خالص ناطمینانی سیاست اقتصادی بر معاملات اعتباری بستگی به این دارد که کدام اثر غالب باشد (Liu & Dong, 2020).

موضوع دیگر این پژوهش بررسی اثر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر ارزش شرکت است. پژوهش‌ها نشان داده است که ناطمینانی زیاد سیاست اقتصادی ممکن است به کاهش سرمایه‌گذاری، کاهش اعتماد مصرف‌کننده، افزایش نوسانات بازار (Hussain et al., 2023) و مختل شدن ثبات مالی منجر شود (Si et al., 2024)؛ بنابراین، بررسی تأثیر ناطمینانی سیاست اقتصادی بر ارزش شرکت ضروری است. چنین بررسی‌ای برای درک این است که مشخص شود این ناطمینانی چگونه بر تصمیم‌گیری شرکت‌ها و در نهایت ارزش آنها تأثیر می‌گذارد (Hussain et al., 2023).

پژوهش‌ها درباره ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی در درجه اول بر اساس اقتصادهای توسعه‌یافته، به ویژه اقتصاد ایالات متحده است و شواهد تجربی از اقتصادهای نوظهور کمیاب است (Chi & Li, 2017). از سوی دیگر، یکی از چالش‌های اساسی اقتصاد ایران وجود ناطمینانی است (Safi Dastjerdi et al., 2021). بنابراین، بررسی موضوع نایاب ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت در محیط اقتصاد نوظهور ایران به توجه بیشتری نیاز دارد؛ زیرا این موضوع در ایران شرایط خاصی دارد و با انواع ریسک‌ها و شرایط تحریمی مواجه است. همچنین، نگارندگان در این پژوهش به نقش تعدیلی معاملات اعتباری در ارتباط بین ناطمینانی سیاست اقتصادی و ارزش شرکت نیز توجه دارند. باتوجه به پژوهش‌های خارجی اندک در این زمینه و بررسی نکردن این موضوع در پژوهش‌های داخلی، بررسی آن می‌تواند به توسعه ادبیات پژوهش در این زمینه کمک کند.

## مبانی نظری

پژوهش‌های محدود ولی رو به رشدی تأثیر ناطمینانی سیاست اقتصادی بر بازار سهام و تصمیم‌گیری‌های شرکت را بررسی کرده‌اند (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019). برخی پژوهشگران نشان داده‌اند که ناطمینانی سیاست اقتصادی بر بازده بازار سهام تأثیر منفی (Chen et al., 2017)، بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر منفی (Wang et al., 2014) و با نگهداشت وجه نقد همبستگی مثبت (Demir & Ersan, 2017) دارد و زمانی که شرکت‌ها با ناطمینانی سیاست اقتصادی بالا مواجه می‌شوند، تمایل بیشتری به کاهش نسبت بدهی خود دارند (Zhang et al., 2015). ناطمینانی زیاد سیاست اقتصادی ممکن است به کاهش توانایی تأمین مالی خارجی شرکت و افزایش هزینه‌های تأمین مالی منجر شود (Huayu et al., 2021; Demonier et al., 2015). پژوهش‌ها نشان می‌دهد که ناطمینانی زیاد سیاست اقتصادی به افزایش ریسک شرکت منجر می‌شود؛ بنابراین، شرکت‌ها محافظه‌کارانه‌تر عمل می‌کنند و سرمایه‌گذاری در تولید و اشتغال را کاهش می‌دهند (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019). همچنین، براساس ریسک‌گریزی و انگیزه پیشگیرانه اقداماتی را برای مقابله با این ناطمینانی انجام می‌دهند که ممکن است با

افزایش نگهداشت وجه نقد (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019; Demir & Ersan, 2017)، کاهش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک بالا یا کاهش پرداخت سود نقدی همراه باشد (Huayu et al., 2021). بنابراین، ناطمینانی تأثیرات مختلفی بر اقدامات مدیریت و تصمیمات مالی در بخش‌های گوناگون شرکت دارد. همچنین، در زمان ناطمینانی زیاد سیاست‌های مدیریتی ممکن است به دلیل شرایط بازار مالی به محافظه‌کاری بیشتری روی آورد (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019).

### ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی و معاملات اعتباری

در طول دوره‌های عدم قطعیت بالا، مانند رکود اقتصادی، تقاضا برای محصولات شرکت ممکن است کاهش یا نوسان داشته باشد. امری استدلال می‌کند که شرکت‌ها می‌توانند با ایجاد اصلاحات عملیاتی، تغییر قیمت یا سطح تولید و ایجاد معاملات اعتباری به نوسانات تقاضا پاسخ دهند (Emery, 1984). به عبارت دیگر، با افزایش معاملات اعتباری شرکت‌ها می‌توانند به‌طور مؤثر انحراف در تقاضا برای محصولات را به میزان موجودی حساب‌های دریافتی تغییر دهند (Jory et al., 2020). این استدلال نشان می‌دهد که شرکت تأمین‌کننده باید زمان یا حجم معاملات اعتباری یا هر دو را در دوره‌های عدم قطعیت اقتصادی افزایش دهد؛ زیرا کاهش معاملات اعتباری می‌تواند موجب تشدید رکود شود و مشتریان را از شرکت دور کند. چوی و کیم نشان دادند که هم حساب‌های پرداختی و هم حساب‌های دریافتی در طی دوره‌های شوک مالی کلان افزایش می‌یابد (Choi & Kim, 2005). آکتاس و همکاران به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از معاملات اعتباری‌ای استفاده کنند که فروشندگان به آنها می‌دهند، حتی اگر هزینه پرداختی‌ها بیشتر از سایر منابع تأمین مالی مانند اعتبار بانکی باشد (Aktas et al., 2012).

سیاست‌های انقباضی پولی از رویدادهای کلانی است که می‌تواند بر معاملات اعتباری شرکت‌ها اثر بگذارد. دو پیش‌بینی متضاد درباره‌ی این تأثیر وجود دارد؛ از یک طرف، با سخت‌تر شدن سیاست‌های پولی، هزینه‌ی وام‌گیری افزایش می‌یابد، معاملات اعتباری را به گزینه‌ی تأمین مالی جذاب‌تری برای وام‌گیرندگان تبدیل می‌کند و شرکت‌های دارای امنیت مالی اعتبار بیشتری به مشتریان خود ارائه می‌دهند. از طرف دیگر، در طول دوره‌های سیاست‌های پولی سخت‌تر، شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های درمانده مالی ممکن است با افزایش نگرانی‌ها درباره‌ی فشارهای مالی مضاعف ناچار شوند معاملات اعتباری خود را کم کنند. علاوه بر آن، با افزایش هزینه‌ی استقراض، ممکن است انگیزه‌ای برای شرکت‌ها وجود داشته باشد تا با کاهش میزان اعتبار ارائه شده دارایی‌های نقدی خود را افزایش دهند (D'Mello & Toscano, 2020).

وو و همکاران هماهنگ با جوری و همکاران و دیملو و توسکانو (Vo et al., 2022; Jory et al., 2020; D'Mello & Toscano, 2020) به این یافته رسیدند که رابطه‌ی منفی قوی‌ای بین عدم قطعیت اقتصادی و معاملات اعتباری وجود دارد که نشان می‌دهد شرکت‌های مدنظر در این پژوهش‌ها در طی دوره‌ی عدم قطعیت زیاد اقتصادی به دلیل انگیزه احتیاطی، ریسک‌گریز هستند و احتمال بیشتری دارد وجه نقد ذخیره کنند (Phan et al., 2019) و احتمال کمتری دارد که معاملات اعتباری خود را گسترش دهند. لیو و دانگ دریافتند که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و اعتبار تجاری رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های واقع در مناطق جغرافیایی با سطح اعتماد اجتماعی بالاتر این رابطه ضعیف‌تر است و اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و اعتماد اجتماعی برای شرکت‌هایی مهم‌تر است که در صنایع با محدودیت‌های مالی بیشتری قرار دارند (Liu & Dong, 2020). دیملو و توسکانو نشان دادند که تأثیر عدم قطعیت بر سیاست‌های اعتبار تجاری به‌طور کوتاه‌مدت و بلندمدت است و رقابت‌پذیری صنعت تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر معاملات اعتباری را تعدیل می‌کند (D'Mello & Toscano, 2020). متین‌فرد و چهارمحالی (2022) نشان دادند که بین عدم قطعیت اقتصادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. از آنجا که نتیجه‌ی مطالعات تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر معاملات اعتباری شرکت‌ها قطعی نبوده

است و نیاز به پژوهش‌های بیشتری دارد (Jory et al., 2020)، بنابراین، در این پژوهش فرضیه‌های اول، دوم و سوم به صورت زیر مطرح می‌شود:

- فرضیه ۱: نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با دوره وصول شرکت ارتباط معناداری دارد.  
 فرضیه ۲: نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با دوره پرداخت شرکت ارتباط معناداری دارد.  
 فرضیه ۳: نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکت ارتباط معناداری دارد.

### نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت

نااطمینانی سرمایه‌گذاران درباره ارزش شرکت، موضوع ویژه‌ای برای بسیاری از سرمایه‌گذاران و فعالیت‌های مدیریتی است (Nagar et al., 2019) و توجه زیادی به آن شده است (Hussain et al., 2023). طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی و ابهام ناشی از آن می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیر منفی بگذارد (Ahsan & Qureshi, 2021) و به عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر بین فعالان بازار از جمله سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها منجر شود. به همین ترتیب، می‌تواند هزینه سرمایه را افزایش دهد و بر جریان نقدی شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری و سودآوری آتی اثرگذار باشد (Ajay & Ingole, 2023). آجای و اینگل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ارزش شرکت رابطه منفی معناداری را یافتند (Ajay & Ingole, 2023). وو و همکاران به این نتیجه رسیدند که کاهش مطالبات تجاری در طول دوره‌های عدم قطعیت زیاد سیاست اقتصادی، ارزش شرکت‌ها به خصوص شرکت‌های کوچک را افزایش می‌دهد (Vo et al., 2022). محمدی و همکاران (2020) نشان دادند که متغیرهای کلان اقتصادی ضرایب نرخ بهره، نرخ تورم و نرخ تغییرات قیمت نفت بر هزینه سرمایه شرکت اثر مثبت و معنادار دارند. گسو به این نتیجه رسید که عدم قطعیت سیاست اقتصادی دولت موجب نوآوری کمتر آنها و افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها منجر می‌شود (Xu, 2020). هدایت‌پور و همکاران (2022) اثر بی‌ثباتی اقتصادی بر بازار سهام ایران را با نقش شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بررسی کردند. یافته آنها نشان‌دهنده اثر منفی و معنادار نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازار سهام ایران بود؛ بنابراین، طبق مطالب ذکر شده، فرضیه چهارم پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه ۴: نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با ارزش شرکت ارتباط منفی معناداری دارد.

### نقش تعدیلی معاملات اعتباری بر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت

معاملات اعتباری مبادله بین منافع و هزینه‌ها است که می‌تواند بر سودآوری و در نتیجه ارزش شرکت اثرگذار باشد. بر اساس دیدگاه سود، پرداخت معوق می‌تواند نشانه‌ای از کیفیت محصول باشد (Lee & Stowe, 1993)؛ بنابراین، عدم تقارن اطلاعات و خطر اخلاقی بین خریداران و فروشندگان را کاهش می‌دهد (Smith, 1987). طولانی‌شدن مطالبات از مشتریان می‌تواند باعث افزایش تقاضا و وفاداری آنها شود (Vo et al., 2022). کستنز و همکاران دریافتند که شرکت‌های دارای معاملات اعتباری سخاوتمندانه نسبت به شرکت‌های سخت‌گیر کمتر تحت تأثیر بحران مالی قرار می‌گیرند (Kestens et al., 2012). مزایای معاملات اعتباری شامل انگیزه راهبردی، انگیزه عملیاتی ناشی از صرفه‌جویی در هزینه و انعطاف‌پذیری و انگیزه مالی است که باعث افزایش سودآوری و ارزش شرکت می‌شود. از سوی دیگر، طبق دیدگاه هزینه، شرکت‌هایی که به مشتریان اعتبار می‌دهند، بیشتر در سرمایه در گردش سرمایه‌گذاری می‌کنند، هزینه‌های نظارت چشمگیری را متحمل می‌شوند و بیشتر در معرض ریسک‌های ورشکستگی مشتریان قرار دارند که به احتمال زیاد نقدینگی و سودآوری آنها را کاهش می‌دهد (MartínezSola et al., 2013). هنگامی که نااطمینانی اقتصادی افزایش می‌یابد، تمام این هزینه‌ها تشدید و به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود (Vo et al., 2022). باتوجه به توضیحات ارائه شده، فرضیه‌های پنجم، ششم و هفتم به صورت زیر ارائه می‌شود:

فرضیه ۵: دوره وصول شرکت رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت را به‌طور معناداری تعدیل می‌کند.

فرضیه ۶: دوره پرداخت شرکت رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت را به‌طور معناداری تعدیل می‌کند.

فرضیه ۷: تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکت رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت را به‌طور معناداری تعدیل می‌کند.

### روش پژوهش

نمونه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که ویژگی‌های زیر را دارند: شرکت مدنظر از سال ۱۳۸۹ الی ۱۴۰۰ در بورس پذیرفته شده باشد؛ سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛ داده‌های موردنیاز برای پژوهش برای شرکت‌ها در دسترس و کامل باشد؛ شرکت‌ها در گروه مالی و بانکی نباشند (به دلیل ماهیت متفاوت عملیات و ساختار این گروه با سایر شرکت‌ها). در نهایت، تعداد نمونه بررسی شده به ۱۷۰ شرکت طی ۱۲ سال رسید. به عبارت دیگر، تعداد ۲۰۴۰ سال — شرکت بررسی شده است. تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزار Stata14 و SPSS16 و آزمون فرضیه‌ها با تحلیل رگرسیون انجام شد. برای جمع‌آوری داده‌ها با مراجعه به کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت کدال <https://www.codal.ir> و سایت <https://www.tsetmc.com> از اطلاعات مالی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد. برای محاسبه متغیر نااطمینانی سیاست اقتصادی نیز از سایت بانک مرکزی <https://www.cbi.ir> استفاده شد.

مدل شماره ۱ برای آزمون فرضیه‌های یک، دو و سه استفاده شده است:

(۱)

$$\begin{aligned} CREDIT_{it} = & a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 GROSSMARGIN_{it} + \beta_3 SALES/ASSET_{it} + \beta_4 SHORTDEBTS/ASSET_{it} \\ & + \beta_5 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_6 CASH/ASSET_{it} + \beta_7 RSI_{it} + \beta_8 interest_{it} \\ & + \beta_9 earnings_{it} + \beta_{10} dividend_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در آن  $CREDIT_{it}$  معاملات اعتباری شامل سه جزء  $REC\_DAY_{it}$  دوره وصول مطالبات،  $PAY\_DAY_{it}$  دوره پرداخت و  $NET\_DAY_{it}$  تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکت است و نحوه اندازه‌گیری آن طبق پژوهش جوری و همکاران (2020) با استفاده از رابطه (۱)، (۲) و (۳) به دست آمده است.

رابطه (۱):

دوره وصول مطالبات شرکت در سال

$$= \frac{\text{حساب‌های دریافتی تجاری شرکت در سال}}{\text{فروش شرکت در سال}} \times \text{تعداد روزهای واقعی (365) شرکت در سال}$$

رابطه (۲):

دوره پرداخت مطالبات شرکت در سال

$$= \frac{\text{حساب‌های پرداختی تجاری شرکت در سال}}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در سال}} \times \text{تعداد روزهای واقعی (365) شرکت در سال}$$



رابطه (۳):

تفاوت دوره وصول مطالبات و پرداخت تجاری شرکت در سال  
 پرداخت مطالبات شرکت در سال - دوره وصول مطالبات شرکت در سال =

در مدل شماره ۱  $EPU_{it}$  نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی است که بر اساس پژوهش سالم دزفولی و همکاران (2019) برابر است با میانگین تغییرات نرخ تورم، بهره و درصد نوسان ارزش طی هر سال. تغییرات نرخ تورم از تفاوت نرخ تورم سال جاری با سال قبل تقسیم بر نرخ تورم سال قبل و تغییرات نرخ ارز از تفاوت نرخ ارز سال جاری با سال قبل تقسیم بر نرخ ارز سال قبل اندازه‌گیری می‌شود. متغیرهای کنترلی همانند پژوهش جوری و همکاران (2020) محاسبه شده است و شامل این موارد است:  $Gross\ margin_{it}$  تفاوت فروش شرکت با بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته شرکت  $i$  در سال  $t$   $Sales/asset_{it}$  فروش به دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$   $Shortdebt/asset_{it}$  بدهی کوتاه‌مدت به دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$   $Free\ collatera_{it}$  تفاوت دارایی ثابت و بدهی بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$   $Cash/asset_{it}$  نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$   $RSI_{it}$  هزینه‌های تحقیق و توسعه تقسیم بر دارایی‌ها به‌جز حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  در سال  $t$   $Interest_{it}$  هزینه بهره تقسیم بر دارایی‌ها به‌جز حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  در سال  $t$   $Earnings_{it}$  سود عملیاتی قبل از مالیات تقسیم بر دارایی‌ها به‌جز حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  در سال  $t$   $Dividend_{it}$  نسبت سود تقسیمی بر دارایی‌ها به‌جز حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

مدل شماره ۲ برای آزمون فرضیه چهارم استفاده شده است:

(۲)

$$MB_{it} = a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 GROSSMARGIN_{it} + \beta_3 SALES/ASSET_{it} + \beta_4 SHORTDEBTS/ASSET_{it} + \beta_5 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_6 CASH/ASSET_{it} + \beta_7 RSI_{it} + \beta_8 interest_{it} + \beta_9 earnings_{it} + \beta_{10} dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن  $MB_{it}$  ارزش شرکت است که از تقسیم ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$  بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت منهای حساب‌های دریافتی تجاری شرکت  $i$  در سال  $t$  حاصل شده است (Jory et al., 2020).

مدل شماره ۳ برای آزمون فرضیه‌های پنجم، ششم و هفتم استفاده شده است:

(۳)

$$MB_{it} = a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 CREDIT_{it} + \beta_3 CREDIT_{it} * EPU_{it} + \beta_4 GROSSMARGIN_{it} + \beta_5 SALES/ASSET_{it} + \beta_6 SHORTDEBTS/ASSET_{it} + \beta_7 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_8 CASH/ASSET_{it} + \beta_9 RSI_{it} + \beta_{10} earnings_{it} + \beta_{11} interest_{it} + \beta_{12} dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### یافته‌ها

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. آماره‌های کمترین، بیشترین، میانگین، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای هر متغیر در این جدول ارائه شده است.

جدول (۱). تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (1) Descriptive analysis of research variables

علامت اختصاری	توصیف متغیر	تعداد نمونه	ماکسیمم	مینیمم	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
<b>متغیر مستقل</b>								
<i>Epu</i>	نااطمینانی اقتصادی	۲۰۴۰	۱/۳۹	-۰/۰۹	۰/۲۳	۰/۱۳	۲/۳۶	۷/۷۴
<b>متغیرهای وابسته</b>								
<i>Rec_day</i>	لگاریتم دوره وصول	۲۰۴۰	۷/۱۷	۰/۰۳	۲/۴۲	۱/۳۲	۱/۰۷	۵/۱۷
<i>Pay_day</i>	لگاریتم دوره پرداخت	۲۰۴۰	۷/۵۵	۰/۰۳	۲/۴۶	۱/۱۹	۱/۲۶	۶/۱۲
<i>Net_day</i>	لگاریتم تفاوت دو دوره	۲۰۴۰	۲/۴۶	-۴/۴۲	-۰/۰۳۷	۰/۷۲	-۰/۹۶	۱۰/۱۰
<i>Mb</i>	نسبت ارزش بازار به دفتری	۲۰۴۰	۱۰/۰۱	-۲/۱۳	۰/۷۲	۰/۷۳	۱/۸۵	۱۵/۸۳
<b>متغیرهای کنترلی</b>								
<i>Gross margin i</i>	حاشیه سود	۲۰۴۰	۱/۸۴	-۱/۹۳	۰/۳۰	۰/۳۶	۰/۹۸	۷/۶۳
<i>Sales/asset</i>	فروش به کل دارایی	۲۰۴۰	۲/۵۶	۰/۰۰۶	۰/۵۶	۰/۲۶	۰/۴۸	۵/۶۴
<i>Shortdebt/asset</i>	بدهی کوتاه مدت به دارایی به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۱/۳۶	۰/۰۱	۰/۳۵	۰/۰۶	۱/۴۹	۱۷/۱
<i>Free collater</i>	تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۰/۹۷	-۰/۴۱	۰/۲۶	۰/۱۹	۰/۲۵	۳/۳۲
<i>Cash/asset</i>	وجه نقد به کل دارایی به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۰/۵۹	۰/۰۰۱	۰/۰۴	۰/۰۵	۳/۴۶	۲/۳۲
<i>RSI</i>	هزینه تحقیق و توسعه به کل دارایی به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۰/۴۵	۰/۰۰	۰/۰۱	۰/۰۲	۸/۰۱	۱۱/۳۳
<i>Interest</i>	هزینه بهره بر دارایی ها به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۰/۳	۰/۰۰	۰/۰۵	۰/۰۶	۲/۷۴	۲۲/۹۴
<i>Earnings</i>	سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۱/۱۶	-۰/۴۵	۰/۱۰	۰/۱۸	۳/۳۸	۱۸/۸۸
<i>Dividend</i>	سود تقسیمی بر دارایی به جز حساب های دریافتی	۲۰۴۰	۰/۵۸	۰/۰۰	۰/۰۷	۰/۱۱	۳/۸۱	۲۴/۵۳
<b>متغیرهای تعدیل گر</b>								
<i>Rec_day</i>	لگاریتم دوره وصول	۲۰۴۰	۷/۱۷	۰/۰۳	۲/۴۲	۱/۳۲	۱/۰۷	۵/۱۷
<i>Pay_day</i>	لگاریتم دوره پرداخت	۲۰۴۰	۷/۵۵	۰/۰۳	۲/۴۶	۱/۱۹	۱/۲۶	۶/۱۲
<i>Net_day</i>	لگاریتم تفاوت دو دوره	۲۰۴۰	۲/۴۶	-۴/۴۲	-۰/۰۳	۰/۷۲	-۰/۹۶	۱۰/۱۰

نتایج مرتبط با آزمون افلیمر پژوهش نشان‌دهنده آن است که باید برای مدل اول از روش پانل و برای مدل دوم و سوم از روش کلاسیک استفاده شود. نتایج آزمون هاسمن بیانگر این است که الگوی داده‌ها برای مدل اول روش اثرات ثابت و برای مدل دوم روش اثر تصادفی است. برای بررسی همسانی واریانس اجزای خطا در داده‌ها از روش پاگان استفاده شده است. از آنجاکه مقدار سطح معناداری برای تمام فرضیه‌ها کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد، ناهمسانی واریانس وجود دارد. برای بررسی همبستگی بین اجزای خطا از آزمون والد ریچ استفاده شده است. از آنجاکه سطح معناداری تمام فرضیه‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، مشکل خودهمبستگی وجود دارد که در زمان تخمین رگرسیون فرضیه‌ها مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی، هم‌زمان با روش پاریس وینستن انجام شده است. برای بررسی عدم هم‌خطی بین متغیرهای مدل از شاخص عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده و مشکلی بابت هم‌خطی بین متغیرها وجود نداشته است.

نتایج حاصل از آزمون مدل اول پژوهش مربوط به فرضیه اول در جدول (۲) ارائه شده است. نتایج نشان داد که ارتباط بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و دوره وصول شرکت در سطح معناداری ۱۰ درصد، معنادار نبوده است؛ بنابراین، فرضیه اول تأیید نمی‌شود. میزان  $R^2$  تعدیل شده نیز به میزان ۰/۷۰۲ بوده است و سطح خوبی دارد و بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی مدل است.

جدول (۲). نتایج آزمون مدل اول پژوهش (فرضیه ۱)

Table (2). The results of the model 1 (hypothesis 1)

$$\text{CREDIT}_{it} = a_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{GROSSMARGIN}_{it} + \beta_3 \text{SALES/ASSET}_{it} + \beta_4 \text{SHORTDEBTS/ASSET}_{it} + \beta_5 \text{FREECOLLECTRA}_{it} + \beta_6 \text{CASH/ASSET}_{it} + \beta_7 \text{RSI}_{it} + \beta_8 \text{interest}_{it} + \beta_9 \text{earnings}_{it} + \beta_{10} \text{dividend}_{it} + \varepsilon_{it}$$

سطح معناداری	آماره Z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر مستقل
۰/۲۷۸	-۱/۰۸	۰/۰۵۹	-۰/۰۶۴	نااطمینانی در سیاست اقتصادی
۰/۰۰۰	-۱۷/۳۷	۰/۰۶۵	-۱/۱۲۹	حاشیه سود
۰/۰۰۰	۵/۹۳	۰/۰۷۱	۰/۴۲۴	نسبت فروش به دارایی
۰/۳۷۳	-۰/۸۹	۰/۰۷۹	-۰/۰۷۱	نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی به‌جز حساب‌های دریافتی
۰/۴۴۳	-۰/۷۷	۰/۱۳۲	-۰/۱۰۱	تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی به‌جز حساب‌های دریافتی
۰/۰۰۰	-۳۲/۲۲	۰/۰۸۲	-۲/۶۴۶	نسبت وجه نقد به دارایی به‌جز حساب‌های دریافتی
۰/۰۷۶	-۱/۷۷	۰/۷۷۹	-۱/۳۸۲	هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی به‌جز حساب‌های دریافتی
۰/۰۰۰	۱۲/۱۸	۰/۳۴۸	۴/۲۴۹	هزینه بهره بر دارایی‌ها به‌جز حساب‌های دریافتی
۰/۰۰۰	۱۰/۹۵	۰/۱۶۵	۱/۸۱۰	سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی به‌جز حساب‌های دریافتی
۰/۰۰۰	-۴/۶۸	۰/۲۲۸	-۱/۰۶۹	سود تقسیمی بر دارایی به‌جز حساب‌های دریافتی
				متغیر وابسته
				دوره وصول
				رگرسیون
				$p\text{-value}=۰/۰۰۰$
				$\text{chi}2 = ۳۷۳۹/۶۳$ آماره والد
				$R^2 = ۰/۷۰۲$ تعدیل شده

باتوجه به نتایج به دست آمده از آزمون مدل اول پژوهش (فرضیه دوم) که در جدول (۳) ارائه شده، ارتباط بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و دوره پرداخت شرکت در سطح معناداری یک درصد معنادار است؛ بنابراین، فرضیه دوم تأیید می‌شود. نتایج نشان داد که افزایش نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی به طولانی شدن و افزایش دوره پرداخت بدهی شرکت‌ها منجر می‌شود و اثرات منفی بر شرکت فروشنده دارد و جریان وجوه نقد آن شرکت‌ها را با مشکل مواجه خواهد کرد.

جدول (۳). نتایج آزمون مدل اول پژوهش (فرضیه ۲)

Table (3). The results of the model 1 (hypothesis 2)

$$\text{CREDIT}_{it} = a_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{GROSSMARGIN}_{it} + \beta_3 \text{SALES/ASSET}_{it} + \beta_4 \text{SHORTDEBTS/ASSET}_{it} + \beta_5 \text{FREECOLLECTRA}_{it} + \beta_6 \text{CASH/ASSET}_{it} + \beta_7 \text{RSI}_{it} + \beta_8 \text{interest}_{it} + \beta_9 \text{earnings}_{it} + \beta_{10} \text{dividend}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
نااطمینانی در سیاست اقتصادی	۰/۲۲۳	۰/۰۴۴	۵/۰۳	۰/۰۰۰
حاشیه سود	-۰/۷۸۰	۰/۰۴۶	-۱۶/۸۳	۰/۰۰۰
نسبت فروش به دارایی	-۰/۲۷۳	۰/۰۵۱	-۵/۳۳	۰/۰۰۰
نسبت بدهی کوتاهمدت به دارایی بهجز حسابهای دریافتی	۰/۷۴۴	۰/۰۶۴	۱۱/۵۵	۰/۰۰۰
تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی بهجز حسابهای دریافتی	-۰/۱۴۱	۰/۱۰۲	-۱/۳۹	۰/۱۶۶
نسبت وجه نقد به دارایی بهجز حسابهای دریافتی	-۲/۸۳۹	۰/۰۶۵	-۴۳/۶۳	۰/۰۰۰
هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی بهجز حسابهای دریافتی	۰/۶۵۳	۰/۵۱۱	۱/۲۸	۰/۲۰۲
هزینه بهره بر داراییها بهجز حسابهای دریافتی	-۱/۶۶۵	۰/۲۸۹	-۵/۷۶	۰/۰۰۰
سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی بهجز حسابهای دریافتی	۰/۵۲۰	۰/۱۴۶	۳/۵۵	۰/۰۰۰
سود تقسیمی بر دارایی بهجز حسابهای دریافتی	-۰/۰۳۹	۰/۱۶۶	-۰/۲۴	۰/۸۱
متغیر وابسته				دوره پرداخت
رگرسیون	$p\text{-value}=۰/۰۰۰$	$\text{chi}2=۹۶۵۱/۵$	$R^2=۰/۸۴$	تعدیل شده

نتایج آزمون مدل اول پژوهش برای فرضیه سوم که در جدول (۴) ارائه شده، بیانگر آن است که رابطه بین نااطمینانی سیاستهای اقتصادی و تفاوت دو دوره وصول و پرداخت شرکت در سطح معناداری یک درصد معنادار بوده است؛ بنابراین، فرضیه سوم تأیید می شود. نتایج به دست آمده نشان می دهد که افزایش نااطمینانی سیاستهای اقتصادی به طولانی شدن و افزایش تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکتها منجر می شود و بر شرکتهای فروشنده و خریدار اثرات منفی دارد و جریان وجوه نقد آن شرکتها را با مشکل مواجه خواهد کرد؛ بنابراین، هرچه نااطمینانی در سیاستهای اقتصادی بیشتر باشد، تفاوت بین دوره وصول و پرداخت نیز بیشتر خواهد شد.

جدول (۴). نتایج آزمون مدل اول پژوهش (فرضیه ۳)

Table (4). The results of the model 1 (hypothesis 3)

$$\text{CREDIT}_{it} = a_0 + \beta_1 \text{EPU}_{it} + \beta_2 \text{GROSSMARGIN}_{it} + \beta_3 \text{SALES/ASSET}_{it} + \beta_4 \text{SHORTDEBTS/ASSET}_{it} + \beta_5 \text{FREECOLLECTRA}_{it} + \beta_6 \text{CASH/ASSET}_{it} + \beta_7 \text{RSI}_{it} + \beta_8 \text{interest}_{it} + \beta_9 \text{earnings}_{it} + \beta_{10} \text{dividend}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
نااطمینانی در سیاست اقتصادی	۰/۳۸۷	۰/۰۴۶	۸/۳۳	۰/۰۰۰
حاشیه سود	-۰/۰۳۸	۰/۰۴۶	-۰/۸۲	۰/۴۱
نسبت فروش به دارایی	۰/۲۹۵	۰/۰۵۸	۵/۰۷	۰/۰۰۰
نسبت بدهی کوتاهمدت به دارایی بهجز ح/د	-۰/۳۸۴	۰/۰۵۹	-۶/۴۴	۰/۰۰۰
تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی بهجز ح/د	-۱/۰۹۱	۰/۱۰۶	-۱۰/۲۲	۰/۰۰۰
نسبت وجه نقد به دارایی بهجز ح/د	۰/۱۴۰	۰/۰۶۲	۲/۲۵	۰/۰۲۴
هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی بهجز ح/د	۰/۴۲۸	۰/۵۶۰	۰/۷۶	۰/۴۴۵
هزینه بهره بر داراییها بهجز ح/د	-۰/۶۰۸	۰/۲۴۸	-۲/۴۵	۰/۰۱۴
سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی بهجز ح/د	۰/۲۵۳	۰/۱۲۷	۱/۹۸	۰/۰۴۷
سود تقسیمی بر دارایی بهجز ح/د	-۰/۲۰۵	۰/۱۸۸	-۱/۰۹	۰/۲۷۷
متغیر وابسته				تفاوت دوره وصول و پرداخت
رگرسیون	$p\text{-value}=۰/۰۰۰$	$\text{chi}2=۱۴۵۷/۹۷$	$R^2=۰/۴$	تعدیل شده

باتوجه به نتایج به دست آمده از آزمون مدل دوم پژوهش (فرضیه ۴) که در جدول (۵) ارائه شده است، رابطه بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و ارزش شرکت در سطح معناداری یک درصد معنادار بوده است؛ بنابراین، فرضیه چهارم تأیید می‌شود. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که افزایش نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی به طولانی شدن دوره وصول و پرداخت شرکت‌ها منجر می‌شود که این موضوع بر شرکت‌های فروشنده و خریدار اثرات منفی دارد و جریان وجوه نقد شرکت‌ها را با مشکل مواجه خواهد کرد. در نهایت، موجب افزایش هزینه‌های گوناگون از جمله تأمین مالی آنها یا برگشت اقساط وام‌ها می‌شود که اثرات منفی بر ارزش شرکت‌ها دارد؛ بنابراین، با افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

جدول (۵). نتایج آزمون مدل دوم پژوهش (فرضیه ۴)

Table (5). The results of the model 2 (hypothesis 4)

$$MB_{it} = a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 GROSSMARGIN_{it} + \beta_3 SALES/ASSET_{it} + \beta_4 SHORTDEBTS/ASSET_{it} + \beta_5 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_6 CASH/ASSET_{it} + \beta_7 RSI_{it} + \beta_8 interest_{it} + \beta_9 earnings_{it} + \beta_{10} dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

سطح معناداری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر مستقل
۰/۰۰۰	-۹/۹۱	۰/۰۴۴	-۰/۴۴۵	نااطمینانی در سیاست اقتصادی
۰/۰۷۲	-۱/۸۰	۰/۰۵۴	-۰/۰۹۷	حاشیه سود
۰/۰۳۹	-۲/۰۷	۰/۰۵۶	-۰/۱۱۷	نسبت فروش به دارایی
۰/۰۱۵	۲/۴۴	۰/۰۵۹	۰/۱۴۴	نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی به جز ح/د
۰/۰۱۰	۲/۵۶	۰/۱۱۰	۰/۲۸۲	تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	-۱۷/۷۳	۰/۰۶۳	-۱/۱۱۹	نسبت وجه نقد به دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	۸/۰۶	۰/۷۲۶	۵/۸۵۴	هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	۳/۸۱	۰/۲۷۴	۱/۰۴۷	هزینه بهره بر دارایی‌ها به جز ح/د
۰/۰۰۰	۶/۴۲	۰/۱۴۲	۰/۹۱۵	سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۶	۲/۷۶	۰/۱۷۶	۰/۴۸۷	سود تقسیمی بر دارایی به جز ح/د
		ارزش شرکت		متغیر وابسته
	$R^2 = ۰/۵۵$ تعدیل شده	$chi2 = ۲۵۳۴/۱۳$ آماره و آلد	$p-value = ۰/۰۰۰$	رگرسیون

نتایج ارائه شده از آزمون مدل سوم پژوهش (فرضیه پنجم) در جدول (۶) نشان می‌دهد که دوره وصول شرکت رابطه بین سیاست‌های نااطمینانی اقتصادی و ارزش شرکت در سطح معناداری یک درصد را تعدیل می‌کند و فرضیه پنجم تأیید می‌شود.

جدول (۶). نتایج آزمون مدل سوم پژوهش (فرضیه ۵)

Table (6). The results of the model 3 (hypothesis 5)

$$MB_{it} = a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 CREDIT_{it} + \beta_3 CREDIT_{it} * EPU_{it} + \beta_2 GROSSMARGIN_{it} + \beta_3 SALES/ASSET_{it} + \beta_4 SHORTDEBTS/ASSET_{it} + \beta_5 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_6 CASH/ASSET_{it} + \beta_7 RSI_{it} + \beta_8 interest_{it} + \beta_9 earnings_{it} + \beta_{10} dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
نااطمینانی در سیاست اقتصادی	-۰/۹۴۵	۰/۱۱۶	-۸/۱۱	۰/۰۰۰
دوره وصول شرکت	۰/۰۸۱	۰/۰۱۶	۴/۹۸	۰/۰۰۰
دوره وصول و نااطمینانی در سیاست اقتصادی	۰/۱۸۲	۰/۰۳۹	۴/۶۳	۰/۰۰۰
حاشیه سود	۰/۰۱۲	۰/۰۵۷	۰/۲۲	۰/۸۲۷
نسبت فروش به دارایی	-۰/۱۹	۰/۰۵۶	-۳/۵	۰/۰۰۰
نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی به جز ح/د	۰/۱۰۳	۰/۰۵۷	۱/۷۸	۰/۰۷۵
تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی به جز ح/د	۰/۲۱۵	۰/۱۰۹	۱/۹۷	۰/۰۴۹
نسبت وجه نقد به دارایی به جز ح/د	-۰/۸۲۸	۰/۰۷۱	-۱۱/۵۵	۰/۰۰۰
هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی به جز ح/د	۵/۹۱۷	۰/۷۰۸	۸/۳۶	۰/۰۰۰
هزینه بهره بر دارایی ها به جز ح/د	۰/۵۵۸	۰/۲۷۰	۲/۰۶	۰/۰۳۹
سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی به جز ح/د	۰/۶۷۳	۰/۱۴۴	۴/۶۷	۰/۰۰۰
سود تقسیمی بر دارایی به جز ح/د	۰/۶۰۷	۰/۱۷۶	۳/۴۵	۰/۰۰۱
متغیر وابسته		ارزش شرکت		
رگرسیون	$p\text{-value}=۰/۰۰۰$	$\text{chi}2 = ۲۶۹۹/۸۳$ آمار والد	$R^2 = ۰/۵۶$ تعدیل شده	

باتوجه به نتایج به دست آمده از آزمون مدل سوم پژوهش (فرضیه ششم) در جدول (۷) نقش دوره پرداخت شرکت در رابطه بین سیاست های نااطمینانی اقتصادی و ارزش شرکت در سطح معناداری یک درصد معنادار بوده است؛ بنابراین، فرضیه ششم تأیید می شود. به عبارت دیگر، متغیر دوره پرداخت شرکت رابطه بین نااطمینانی در سیاست های اقتصادی و ارزش شرکت را تعدیل می کند.

جدول (۷). نتایج آزمون مدل سوم پژوهش (فرضیه ۶)

Table (7). The results of the model 3 (hypothesis 6)

$$MB_{it} = a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 CREDIT_{it} + \beta_3 CREDIT_{it} * EPU_{it} + \beta_2 GROSSMARGIN_{it} + \beta_3 SALES/ASSET_{it} + \beta_4 SHORTDEBTS/ASSET_{it} + \beta_5 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_6 CASH/ASSET_{it} + \beta_7 RSI_{it} + \beta_8 earnings_{it} + \beta_9 interest_{it} + \beta_{10} dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

سطح معناداری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر مستقل
۰/۰۰۰	-۱۱,۲۸	۰/۲۲۹	-۲/۵۸۷	ناطمینانی در سیاست اقتصادی
۰/۰۰۰	۶/۰۰	۰/۰۲۳	۰/۱۴۳	دوره پرداخت شرکت
۰/۰۰۰	۹/۱۱	۰/۰۷۴	۰/۶۷۹	دوره پرداخت و ناطمینانی در سیاست اقتصادی
۰/۸۲۵	۰/۲۲	۰/۰۵۷	۰/۰۱۲	حاشیه سود
۰/۱۲۶	۱/۵۳	۰/۰۵۶	۰/۰۸۵	نسبت فروش به دارایی
۰/۸۴۳	۰/۲۰	۰/۰۵۷	۰/۰۱۱	نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی به‌جز ح/د
۰/۰۶۳	۱/۸۶	۰/۱۰۷	۰/۲۰۰	تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی به‌جز ح/د
۰/۰۰۰	-۶/۳۳	۰/۰۸۶	-۰/۵۵۰	نسبت وجه نقد به دارایی به‌جز ح/د
۰/۰۰۰	۷/۲۷	۰/۶۷۷	۴/۹۲۴	هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی به‌جز ح/د
۰/۰۰۰	۵/۲۲	۰/۱۴۷	۰/۷۶۹	سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی به‌جز ح/د
۰/۰۱۳	۲/۵۰	۰/۲۶۸	۰/۶۶۹	هزینه بهره بر دارایی‌ها به‌جز ح/د
۰/۰۰۶	۲/۷۷	۰/۱۷۵	۰/۴۸۶	سود تقسیمی بر دارایی به‌جز ح/د
		ارزش شرکت		متغیر وابسته
	$R^2 = ۰/۵۸$ تعدیل شده	$chi2 = ۲۸۳۰/۶۶$ آماره و آلد	$p-value = ۰/۰۰۰$	رگرسیون

باتوجه به نتایج به‌دست‌آمده از آزمون مدل سوم پژوهش (فرضیه هفتم) در جدول (۸) نقش تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکت در رابطه بین سیاست‌های ناطمینانی اقتصادی و ارزش شرکت در سطح معناداری ده درصد معنادار نبوده است؛ بنابراین، فرضیه هفتم تأیید نمی‌شود. در نتیجه، تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکت رابطه بین ارزش شرکت و ناطمینانی در سیاست‌های اقتصادی را تعدیل نمی‌کند.

جدول (۸). نتایج آزمون مدل سوم پژوهش (فرضیه ۷)

Table (8). The results of the model 3 (hypothesis 7)

$$MB_{it} = a_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 CREDIT_{it} + \beta_3 CREDIT_{it} * EPU_{it} + \beta_2 GROSSMARGIN_{it} + \beta_3 SALES/ASSET_{it} + \beta_4 SHORTDEBTS/ASSET_{it} + \beta_5 FREECOLLECTRA_{it} + \beta_6 CASH/ASSET_{it} + \beta_7 RSI_{it} + \beta_8 earnings_{it} + \beta_9 interest_{it} + \beta_{10} dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

سطح معناداری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر مستقل
۰/۰۰۰	-۷/۲۶	۰/۰۵۴	-۰/۳۹۷	نااطمینانی در سیاست اقتصادی
۰/۰۰۰	-۵/۱۷	۰/۰۲۰	-۰/۱۰۷	تفاوت دو دوره
۰/۸۵۹	-۰/۱۸	۰/۰۴۲	-۰/۰۰۷	تفاوت دو دوره در نااطمینانی در سیاست اقتصادی
۰/۰۵۹	-۱/۸۹	۰/۰۵۴	-۰/۱۰۲	حاشیه سود
۰/۱۶۵	-۱/۳۹	۰/۰۵۷	-۰/۰۷۹	نسبت فروش به دارایی
۰/۰۹۶	۱/۶۷	۰/۰۵۹	۰/۰۹۸	نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی به جز ح/د
۰/۱۳۱	۱/۵۱	۰/۱۱۵	۰/۱۷۳	تفاوت دارایی و بدهی بلندمدت بر دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	-۱۷/۴۸	۰/۰۶۳	-۱/۱۱۸	نسبت وجه نقد به دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	۸/۰۷	۰/۷۲۳	۵/۸۳۸	هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	۶/۵	۰/۱۴۴	۰/۹۳۵	سود عملیاتی قبل از مالیات بر دارایی به جز ح/د
۰/۰۰۰	۳/۷۲	۰/۲۷۸	۱/۰۳۳	هزینه بهره بر دارایی ها به جز ح/د
۰/۰۰۵	۲/۸۴	۰/۱۷۵	۰/۴۹۹	سود تقسیمی بر دارایی به جز ح/د
		نسبت ارزش شرکت		متغیر وابسته
	$R^2 = ۰/۵۵$ تعدیل شده	chi2	آماره والد = ۲۵۹۴/۶۲	p-value = ۰/۰۰۰
				رگرسیون

## نتیجه گیری

نگارندگان در این پژوهش تأثیر نااطمینانی سیاست های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت با تأکید بر نقش تعدیلی معاملات اعتباری در بازه زمانی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۰ را بررسی کردند. معاملات اعتباری شامل دوره وصول، دوره پرداخت و تفاوت دوره وصول و پرداخت است. نتایج فرضیه های پژوهش نشان داد که نااطمینانی اقتصادی با دوره وصول شرکت ارتباط معناداری ندارد؛ اما با دوره پرداخت شرکت و تفاوت دوره وصول و پرداخت ارتباط مثبت معناداری دارد. این پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت و معنادار بین نااطمینانی اقتصادی با دوره پرداخت بیانگر این نکته است که مدیران در شرایط نااطمینانی اقتصادی محافظه کارانه عمل می کنند. همچنین، به دلیل کنترل ریسک و رشکستگی و ریسک نااطمینانی و کاهش آن سعی می کنند پرداخت ها را در زمان مقرر پرداخت نکنند و در زمان طولانی تری پرداخت ها را انجام دهند. این نتایج با مطالعه جوری و همکاران (2020)، لیو ودانگ (2020)، دیملو و توسکانو (2020) و وو و همکاران (2022) هماهنگ نیست. یافته دیگر پژوهش این است که نااطمینانی اقتصادی با ارزش شرکت ارتباط منفی معناداری دارد و نشان می دهد که مطابق با نظریه عدم تقارن اطلاعاتی است. این نتیجه با پژوهش آجای و اینگل (2023) و احسان و قریشی (2021) همخوانی دارد. درباره نقش تعدیلی معاملات اعتباری بر رابطه بین نااطمینانی اقتصادی و ارزش شرکت، نتایج پژوهش بیانگر این است که در بازه زمانی نااطمینانی اقتصادی بالا، با افزایش دوره وصول، ارزش شرکت افزایش می یابد. به عبارت دیگر، مدیر در زمان نااطمینانی



سعی می‌کند در دوره و وصول شرکت تجدیدنظر و معقولانه‌تر عمل کند. دوره و وصول شرکت با در نظر گرفتن سیاست‌های نااطمینانی اقتصادی معنادار شده است؛ یعنی در زمان‌هایی که نااطمینانی سیاست اقتصادی بالاست، با افزایش دوره و وصول مطالبات، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. نتیجه پژوهش مغایر با مطالعه وو و همکاران (2022) است. دیگر نتایج پژوهش بیانگر این است که در طی دوره نااطمینانی اقتصادی بالا، با افزایش دوره پرداخت ارزش شرکت افزایش می‌یابد. در دوره‌هایی که شرکت در محیطی با نااطمینانی بالا در سیاست‌های اقتصادی فعالیت دارد، این محیط اثری منفی بر ارزش شرکت داشت و زمانی که عامل طولانی شدن دوره پرداخت وارد رابطه بین آن دو متغیر می‌شود، این رابطه را تعدیل می‌کند؛ یعنی در زمان‌های نااطمینانی بالا، افزایش دوره پرداخت موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. آخرین فرضیه پژوهش نشان داد که تفاوت دوره وصول و پرداخت ارتباط نااطمینانی اقتصادی و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند. در واقع، متغیر تفاوت دوره وصول و پرداخت شرکت ارتباط مثبت و معناداری را بی‌معنا کرده که بین نااطمینانی سیاست اقتصادی با تفاوت دوره وصول و پرداخت وجود داشته است.

از آنجاکه نااطمینانی اقتصادی ریسکی سیستماتیک و کلان و از کنترل افراد، شرکت‌ها و بازیگران بازار سرمایه خارج است، آنها باید در تصمیمات خود عامل نااطمینانی اقتصادی را مدنظر قرار دهند. باتوجه به اینکه نگارندگان در این پژوهش نشان دادند که نااطمینانی اقتصادی با دوره پرداخت و تفاوت دوره وصول و پرداخت رابطه مثبت معناداری دارد، فعالان بازار سرمایه در ایران باید انتظار داشته باشند که در شرایط نااطمینانی اقتصادی بالا، دوره پرداخت افزایش پیدا می‌کند. در نتیجه، برای اینکه از یک طرف ریسک نکول و از طرف دیگر ریسک نقدینگی، نقدشوندگی و همین‌طور ریسک ورشکستگی را کاهش دهند، از روش‌های تأمین مالی دیگری هم‌زمان استفاده کنند، مثلاً وام‌های کوتاه‌مدت یا روش‌های تشویقی برای بازپرداخت را در نظر بگیرند. باتوجه به نتیجه فرضیه چهارم که نشان داد با افزایش نااطمینانی اقتصادی ارزش شرکت کاهش پیدا می‌کند و افراد ریسک‌پذیرتر در بازار می‌توانند از ریسک سیستماتیک نااطمینانی اقتصادی برای ارزان‌تر خریدن سرمایه‌گذاری خود استفاده کنند؛ یعنی در دوره‌هایی که نااطمینانی اقتصادی افزایش پیدا می‌کند، سرمایه‌گذاری خود را بیشتر از دورانی افزایش دهند که نااطمینانی اقتصادی کاهش پیدا کرده است و با نااطمینانی اقتصادی بالا، سرمایه‌گذاری خود را بیشتر کنند. باتوجه به نتایج دیگر این پژوهش مبنی بر اینکه دوره وصول و دوره پرداخت رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند، می‌توان پیشنهاد کرد که سرمایه‌گذار ریسک‌پذیری که در زمان نااطمینانی اقتصادی بالا شرکت‌ها را ارزان‌تر خریده، با بررسی دوره وصول مطالبات این شرکت‌ها، آنها را بفروشد که دوره وصول مطالباتشان افزایش پیدا کرده است؛ یعنی بیش از ارزش واقعی ارزش‌گذاری شده‌اند. از آنجاکه افزایش دوره وصول باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود، قبلاً که این شرکت‌ها را ارزان‌تر خریده، حالا می‌تواند با قیمت بالاتری بفروشد. به همین ترتیب، به دوره پرداخت شرکت‌ها توجه کند.

یکی از محدودیت‌های این پژوهش اندازه‌گیری متغیر نااطمینانی سیاست اقتصادی است. ادبیات پژوهش نشان داده است که برای اندازه‌گیری نااطمینانی اقتصادی توافقی وجود ندارد و از معیارهای متفاوتی استفاده شده است. یکی از قدیمی‌ترین معیارها انحراف معیار قیمت سهام و بازده سهام بود که فقط نااطمینانی بازار را در بر می‌گرفت. معیارهای دیگر شامل متن خبری در وال‌استریت ژورنال و سپس اخبار انتخاباتی بود (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019). در ادامه، پژوهش‌های جدیدتری همچون مطالعه جوری و همکاران (2020)، لیو و دانگ (2020)، دیملو و توسکانو (2020) و شن و همکاران (2021) از معیار بیکر و همکاران (2016) استفاده کردند که تعداد کلمات کلیدی مرتبط با عدم قطعیت در روزنامه بود. طبق مقاله بیکر و همکاران، داده‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی ایالات متحده با استفاده از نتایج پایگاه داده اخبار Access World از بیش از ۲۰۰۰ روزنامه به دست آمده است. باتوجه به اینکه برای اندازه‌گیری این متغیر در ایران محدودیت وجود داشت، در این پژوهش از معیار سالم دزفولی (2019) استفاده شد. در پژوهش‌های داخلی نیز از معیارهای متفاوتی همچون

شاخص بازار سهام تهران و شاخص بهای مصرف‌کننده (Matinfard & Chaharmahali, 2022) و فشار بازار ارز (Shahmoradi & Tabatabaianasab, 2021) استفاده شده است؛ بنابراین، برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود از سایر معیارهای اندازه‌گیری نااطمینانی اقتصادی استفاده شود. از دیگر محدودیت‌های این پژوهش در نظر نگرفتن تأثیر کووید بر معاملات اعتباری و نااطمینانی اقتصادی است. از آنجاکه پاندمی کرونا نیز تأثیر بسیاری بر نااطمینانی اقتصادی دارد، پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی اثر نااطمینانی ناشی از بیماری کرونا بر تصمیم‌گیری و رفتار شرکت‌ها بررسی شود. در ادامه، پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آتی به اندازه شرکت‌ها به‌خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط، سن شرکت، صنایع گوناگون و چرخه تجاری توجه شود.

## منابع

- سالم دزفولی، بابک، صالحی، اله‌کرم، و جرجرزاده، علیرضا (۱۳۹۸). بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۸(۳۰)، ۹۵-۱۱۵.
- شاه‌مرادی، نسیم، و طباطبایی‌نسب، زهره (۱۴۰۰). بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه نااطمینانی اقتصادی و مدیریت سود ناشی از ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۱)، ۸۶-۶۷. <https://doi.org/10.22108/far.2021.125552.1683>
- صافی دستجردی، داود، طیبی، کمیل، و الهی، ناصر (۱۴۰۰). نااطمینانی نرخ سود تسهیلات و تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط منتخب پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۹(۲)، ۱-۲۰. <https://doi.org/10.22108/amf.2020.124509.1578>
- طاهری، ماندانا (۱۴۰۲). محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطه آن با استراتژی‌های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۱(۲)، ۱-۱۸. <https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769>
- متین‌فرد، مهران، و چهارم‌حالی، علی‌اکبر (۱۴۰۱). بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱(۴۱)، ۵۱۱-۵۲۷.
- محمدی، یادگار، محمدی، اسفندیار، و اسماعیلی کیا، غریبه (۱۳۹۹). بررسی اثرات بلندمدت و کوتاه‌مدت متغیرهای کلان اقتصادی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها. *راهبرد مدیریت مالی*، ۸(۱۳)، ۱۱۹-۱۴۶. <https://doi.org/10.22051/jfm.2020.27080.2140>
- هدایت‌پور، دامون، خضری، محمد، و صفوی، بیژن (۱۴۰۱). تأثیر بی‌ثباتی اقتصادی بر بازار سهام ایران با تأکید بر شاخص EPU نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار*، ۱۳(۲۵)، ۴۹-۶۷.

## References

- Ahsan, T., & Qureshi, M. A. (2021). The nexus between policy uncertainty, sustainability disclosure and firm performance. *Applied Economics*, 53(4), 441-453.
- Ajay, R., & Ingole, S. (2023). *Economic Policy Uncertainty and Firm Value: Evidence from the Indian Context*. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4511328>
- Aktas, N., De Bodt, E., Lobez, F., & Statnik, J. C. (2012). The information content of trade credit. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1402-1413. <https://www.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.001>
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B.G. (2019). Economic policy uncertainty: a literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133. <https://www.doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>
- Baker S. R., Bloom, R., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531-558. <https://www.doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>
- Buchanan, B. G., Cao, C. X., Liljebloom, E., & Weihrich, S. (2017). Uncertainty and firm dividend policy—A

- natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 42, 179–197. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.008>
- Chen, J., Jiang, F., & Tong, G. (2017). Economic policy uncertainty in China and stock market expected returns. *Accounting and Finance*, 57(5), 1265–1286.
- Chi, Q., & Li, W. (2017). Economic policy uncertainty, credit risks and banks' lending decisions: Evidence from Chinese commercial banks. *China Journal of Accounting Research*, 10(1), 33-50. <https://www.doi.org/10.1016/j.cjar.2016.12.001>
- Choi, W. G., & Kim, Y. (2005). Trade credit and the effect of macro-financial shocks: Evidence from US panel data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 897-925.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189–200. <https://www.doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>
- Demonier, G. B., de Almeida, J. E. F., & Bortolon, P. M. (2015). The impact of financial constraints on accounting conservatism. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 17(57), 1264–1278. <https://www.doi.org/10.7819/rbgn.v17i57.2326>
- D'Mello, R., & Toscano, F. (2020). Economic policy uncertainty and short-term financing: The case of trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101686. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101686>
- Duong, H N., Nguyen, J H., Nguyen, M., & Rhee, S. G. (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101607. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101607>
- Emery, G. W. (1984). A pure financial explanation for trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(3), 271–285.
- Ferrando, A., & Mulier, K. (2013). Do firms use the trade credit channel to manage growth? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3035-3046. <https://www.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.013>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564
- Hedayatpour, D., Khezri, M., & Safavi, B. (2022). The impact of economic instability on the Iranian stock market with an emphasis on the EPU index - the uncertainty of economic policies. *Journal of Economics and Business Research*, 13(25), 49-67. [In Persian].
- Huayu, S., Runxin, L., Hao, X., Fei, H., & Xiaoyi, T. (2021). Economic policy uncertainty and stock price synchronicity: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101485. <https://www.doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101485>
- Hussain, S., Ali, R., Emam, W., Tashkandy, Y., Mishra, P., Fahlevi, M., & Matuka, A. (2023). Economic Policy Uncertainty and Firm Value: Impact of Investment Sentiments in Energy and Petroleum. *Sustainability*, 15(12), 9656. <https://www.doi.org/10.3390/su15129656>
- Jory, S. R., Khieu, H. D., Ngo, T. N., & Phan, H. V. (2020). The influence of economic policy uncertainty on corporate trade credit and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101671. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101671>
- Kestens, K., Van Cauwenberge, P., & Bauwhede, H. V. (2012). Trade credit and company performance during the 2008 financial crisis. *Accounting and Finance*, 52, 1125–1151. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00452.x>
- Lee, Y. W., Stowe, J. D. (1993). Product risk, asymmetric information, and trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 285–300.
- Liu, P., & Dong, D. (2020). Impact of Economic policy uncertainty on trade credit provision: The role of social trust. *Sustainability*, 12(4), 1601. <https://www.doi.org/10.3390/su12041601>
- Martínez Sola, C., García Teruel, P.J., & Martínez Solano, P. (2013). Trade credit policy and firm value. *Accounting and Finance*, 53, 791–808.
- Matinfard, M., & Chaharmahali, A. (2022). Investigation of economic uncertainty on cash holding. *Journal of Investment Knowledge*, 11(41), 511-527. [In Persian].
- Matousek, R., Panopoulou, E., & Papachristopoulou, A. (2020). Policy uncertainty and the capital shortfall of global financial firms. *Journal of Corporate Finance*, 62, 45-85. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101558>
- Mohammadi, Y., Mohamadi, A., & Esmailikia, G. (2020). The Investigation of the Long-Run and Short-Run Effects of Macroeconomic Variables on Companies Capital Cost. *Financial Management Strategy*, 8(3), 119-146. <https://doi.org/10.22051/jfm.2020.27080.2140> [In Persian].
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting & Economics*, 67(1), 36-57. <https://www.doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.011>
- Ng, C. K., Smith, J. K., & Smith, R. L. (1999). Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm

- trade. *The Journal of Financ*, 54(3), 1109–1129. <https://www.doi.org/10.1111/0022-1082.00138>
- Phan, D. H. B., Sharma, S. S. & Tran, V. T. (2018). Can economic policy uncertainty predict stock returns? Global evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 134-150. <https://www.doi.org/10.1016/j.intfin.2018.04.004>
- Safi Dastjerdi, D., Tayebi, K., & Elahi, N. (2021). Loan interest rate uncertainty and financing smes listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 9(2), 1-20. <https://www.doi.org/10.22108/amf.2020.124509.1578> [In Persian].
- SaleDezfuli, B., Salehi, A., Jorjorzadeh, A., & Nasiri, S. (2019). The effect of economic uncertainty on accrual based earnings management and real earnings management. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 8(30), 95-116. [In Persian].
- Shabir, M., Jiang, P., Bakhsh, S., & Zhao, Z. (2021). Economic policy uncertainty and bank stability: Threshold effect of institutional quality and competition. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101610. <https://www.doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101610>
- Shahmoradi, N., & Tabatabaieinasab, Z. (2021). The effect of audit quality on the relationship between economic uncertainty and accrual based earnings management in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 13(1), 67-86. <https://doi.org/10.22108/far.2021.125552.1683> [In Persian].
- Sharif, A., Aloui, C., & Yarovaya, L. (2020). COVID-19 pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: Fresh evidence from the wavelet-based approach. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101496. <https://www.doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101496>
- Shen, H., Hou, F., Peng, M., Xiong, H., & Zuo, H. (2021). Economic policy uncertainty and corporate tax avoidance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101500. <https://www.doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101500>
- Si, D. K., Zhuang, J., Ge, X., & Yu, Y. (2024). The nexus between trade policy uncertainty and corporate financialization: Evidence from China. *China Economic Review*, 84, 102113. <https://www.doi.org/10.1016/j.chieco.2024.102113>
- Smith, J. K. (1987). Trade credit and informational asymmetry. *Journal of Finance*, 42, 863–872.
- Taheri, M. (2023). The relationship between financing restrictions and financing strategies: An emphasis on the mediating role of corporate governance. *Journal of Asset Management and Financing*, 11(2), 1-18. <https://www.doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769> [In Persian].
- Tang, W., Ding, S., & Chen, H. (2021). Economic uncertainty and its spillover networks: Evidence from the Asia-Pacific countries. *Pacific-Basin Finance Journal*, 67, 101539. <https://www.doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101539>
- Tran, D., & Phan, H. (2022). Government economic policy uncertainty and corporate debt contracting. *International Review of Finance*, 22(1), 169-199. <https://www.doi.org/10.1111/irfi.12347>
- Tzika, P., & Pantelidis, T. (2024). Economic policy uncertainty as an indicator of abrupt movements in the US stock market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 94, 93-103. <https://www.doi.org/10.1016/j.qref.2024.01.002>
- Vo, H., Phan, A., Trinh, Q D., & Vu, L N. (2022). Does economic policy uncertainty affect trade credit and firm value in Korea? A comparison of chaebol vs. non-chaebol firms. *Economic Analysis and Policy*, 73, 474-491. <https://www.doi.org/10.1016/j.eap.2021.12.011>
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 26, 227–243. <https://www.doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.12.008>
- Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking & Finance*, 111, 105698. <https://www.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105698>
- Zhang, W., Zhang, X., Tian, X., & Sun, F. (2021). Economic policy uncertainty nexus with corporate risk-taking: the role of state ownership and corruption expenditure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101496. <https://www.doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101496>
- Zhang, G., Han, J., Pan, Z., & Huang, H. (2015). Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. *Economic Systems*, 39(3), 439–457. <https://www.doi.org/10.1016/j.ecosys.2015.06.003>