

Investigating the Relationship Between Political Uncertainty Caused by Presidential Elections and Cost of Capital in Tehran Stock Exchange Companies

Seyed Javad Delavari* | Ali Naderi** | Zahra Oryaie ***

Extended abstract

1- Introduction

The discourse surrounding the impact of heightened uncertainty on economic activity at the macroeconomic level is not a novel discussion. Investors tend to delay their investment decisions in situations where the likelihood of obtaining a return on investment is low, opting to wait until additional information becomes accessible. The acceptance of high risk is necessary to engage in economic activities due to the low likelihood of capital return. The effect of political context on economic activities constitutes a significant determinant of economic growth, exerting multifaceted impacts on the overall economy. Political uncertainty can be conceptualized as the state of unpredictability surrounding governmental plans, policies, and economic programs. In this situation, economic stakeholders perceive a lack of discernible prospects, which may result in a cessation of investment or the withdrawal of investors from the market. Political uncertainty indicators can be categorized into two distinct groups: informal political uncertainty, which encompasses factors like terrorism, guerrilla warfare, and strikes, and official political uncertainty, which includes events such as legal elections and changes in the composition of cabinets.

The dismissal of cabinet members or factions in Iran does not serve as an appropriate indicator for assessing political uncertainty. Furthermore, they assert that indicators such as urban riots, revolutions, and military coups are also inadequate for evaluating the level of uncertainty in Iran. According to Article 113 of the Constitution, the President assumes the foremost position of authority within the nation, second only to the leadership role, and bears the responsibility of ensuring the effective enforcement of the Constitution. The possible effects of changes after the presidential election may affect the behavior of investors by changing investment risk. Both individual and institutional investors, such as banks, allocate their financial resources to companies through the purchase of shares or the provision of loans and facilities, with the expectation of receiving interest in return. The anticipated financial interest of these investors is regarded as the company's cost of capital. The objective of this study is to examine the potential impact of governmental transitions and presidential elections, as the primary executive power in a nation, on the cost of capital for companies.

2- Method

The statistical population under investigation encompasses all companies that were granted admission to the Tehran Stock Exchange between 2005 and 2020. Presidential elections were conducted in 2005, 2009, 2013, and 2017 in Iran, which are widely acknowledged as periods characterized by political uncertainty. The data of the chosen companies were gathered by consulting the financial statements, explanatory notes, weekly and monthly reports from the stock exchange, and the official website of the *Tehran Stock Exchange*.

The dependent variable in this study pertains to the cost of company capital, which is assessed by segregating it into two distinct components: the cost of equity capital and the cost of debt capital. The research focuses on the dependent variable of political uncertainty. A dummy variable was employed, with a value of one assigned to presidential election years and a value of zero assigned to non-election years. The control variables of this research study include sales growth, financial

* Assistant Professor of Accounting, Dept. of Accounting, Faculty of Social Sciences, Razi University, Kermanshah, Iran. (Corresponding Author), dellavari@razi.ac.ir.

** M. A. of Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran.

*** M. A. of Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran.

leverage, company size, return on assets, company life, and the ratio of market value to the book value of assets.

3- Findings

The results of the Im-Pesaran-Shin (IPS) test demonstrated the reliability of the variables, while the F statistic provided evidence for the presence of panel data. Additionally, the Hausman test was employed to ascertain whether a fixed or random effects model was appropriate. The initial hypothesis test, conducted using the fixed effects model and employing the generalized least squares method, yielded results indicating that the variable of political uncertainty possesses a significance level below 0.05. The findings suggested that political uncertainty exerts a statistically significant impact on the cost associated with providing capital through equity. Moreover, during the years in which presidential elections are conducted, there is an observed escalation in the cost of equity capital. The results of the second hypothesis model test, employing the random effects model and the generalized least squares method, indicated that the p-value associated with the political uncertainty variable exceeds 0.05. This suggests that the observed political uncertainty resulting from the presidential election does not exhibit a statistically significant association with the cost of debt financing.

4- Discussion and Conclusion

The influence of political context on economic activities is a significant determinant of macroeconomic instability and investment risk. As risk levels rise, it is anticipated that investors will experience a corresponding increase in expected returns. Consequently, companies will also face an escalation in their cost of capital. The findings of the study indicate that during periods characterized by political instability, there was a notable increase in the cost of financing companies through equity. However, no significant difference was observed in the cost of debt capital. The rise in the expense of equity capital leads to an elevation in the mean cost of capital for the company, thereby suggesting a positive and substantial correlation between political instability and the cost of capital for the company. During presidential election years, there is a notable rise in equity capital, resulting in a higher imposition of capital costs on companies compared to non-election years. This increase in the average cost of capital adversely impacts the performance of the company. However, the cost of financing through debt remains consistent across both election and non-election years. The augmentation of capital through equity should be conducted during non-presidential election years, while the acquisition of fresh financial resources during election years should be facilitated through borrowing. When generalizing the findings of this study, it is important to take into account the impact of the relatively high annual inflation observed during the research period, as well as the consequences of international sanctions and the subsequent two-year phase of their removal.

Keywords: presidential election, political uncertainty, cost of capital.

Article Type: Research Article.

Citation: Delavari, Seyed Javad, Naderi, Ali & Oryaie, Zahra (2023). Investigating the Relationship Between Political Uncertainty Caused by Presidential Elections and Cost of Capital in Tehran Stock Exchange Companies, *International Political Economy Studies*, 6 (1), 107-131.

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری و هزینه سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

سید جواد دلاوری* | علی نادری** | زهرا اوریایی***

چکیده

از دیدگاه نظری، افزایش ریسک با افزایش بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و به دنبال آن افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها همراه است. هدف پژوهش حاضر، بررسی این موضوع است که آیا ابهام ناشی از تغییر دولت‌ها در انتخابات ریاست جمهوری بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است یا خیر. برای دستیابی به این هدف، داده‌های مربوط به ۱۱۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۹-۱۳۸۴ از صورت‌های مالی آن‌ها استخراج شده است. داده‌ها با استفاده از روش تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی و رگرسیون خطی چندمتغیره با کمک نرم‌افزار R تجزیه و تحلیل شده است. هزینه سرمایه به تفکیک برای دو منبع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها یعنی تأمین سرمایه از راه حقوق صاحبان سهام و تأمین سرمایه با ایجاد بدهی آزمون شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هزینه تأمین سرمایه شرکت‌ها از راه حقوق صاحبان سهام در سال‌هایی که انتخابات ریاست جمهوری برگزار شده تحت تأثیر این رویداد قرار گرفته است؛ اما هزینه تأمین سرمایه شرکت‌ها از طریق ایجاد بدهی با انتخابات ریاست جمهوری ارتباط نداشته است. نتایج پژوهش به طور کلی بیانگر این است که نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیرگذار است؛ بنابراین، تأمین مالی از راه حقوق صاحبان سهام در سال‌هایی که انتخابات ریاست جمهوری برگزار می‌شود، برای شرکت‌ها مناسب نیست و منطقی این است که شرکت‌ها در صورت نیاز به افزایش سرمایه با افزایش حقوق صاحبان سهام، در سال‌هایی غیر از سال انتخابات ریاست جمهوری این کار را انجام دهند و در سال‌های انتخابات، در صورت لزوم از بدهی، به عنوان منبع تأمین مالی استفاده کنند.

کلیدواژه‌ها: انتخابات ریاست جمهوری، نااطمینانی سیاسی، هزینه سرمایه.

نوع مقاله: پژوهشی.

* استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران. (نویسنده مسئول)،

dellavari@razi.ac.ir

** کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران.

*** کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران.

۱. مقدمه

این ایده که افزایش نااطمینانی در سطح کلان اقتصادی می‌تواند بر فعالیت اقتصادی افراد و شرکت‌ها تأثیر بگذارد بحث تازه‌ای نیست و از دیرباز به آن توجه شده است. شاید اولین و مشهورترین آثار مربوط به این موضوع نظریه‌های اقتصادی کینز در دهه ۱۹۳۰ میلادی باشد، اما ارتباط مشخص بین این دو عامل، نخستین بار در دهه ۱۹۸۰ میلادی به‌وسیله برنانک مطرح شد (Scheffel, 2016). برنانک (Bermanke, 1983) معتقد است که وقتی احتمال بازگشت سرمایه‌گذاری پایین باشد سرمایه‌گذاران انجام سرمایه‌گذاری را تا هنگام دستیابی به اطلاعات تازه به تعویق می‌اندازند. پایین بودن احتمال بازگشت سرمایه به معنی پذیرفتن ریسک بالا برای انجام فعالیت‌های اقتصادی است و این به‌طور منطقی بر رفتار اقتصادی سرمایه‌گذاران و در نتیجه بر شرایط اقتصادی جامعه تأثیر دارد.

امروزه که دستیابی به رشد اقتصادی به یک مطالبه ملی تبدیل شده است، شناخت عوامل و مسائل مؤثر بر رشد اقتصادی از اهمیت فراوانی برخوردار است. یکی از مسائلی که در این زمینه اهمیت فراوان دارد بستر سیاسی فعالیت‌های اقتصادی است که معمولاً آن را ثابت در نظر می‌گیرند در حالی که این متغیر می‌تواند از جهات متعدد بر پیکره اقتصاد تأثیر بگذارد و رشد اقتصادی را تحت تأثیر خود قرار دهد. نااطمینانی سیاسی می‌تواند از کانال‌های متعدد بر رشد اقتصادی تأثیر بگذارد. نااطمینانی سیاسی می‌تواند به‌منزله نااطمینانی برنامه‌ها، سیاست‌ها و برنامه‌های اقتصادی تلقی شود.

در این شرایط فعالان اقتصادی چشم‌انداز روشنی در برابر خود نمی‌بینند و این مسئله می‌تواند به توقف سرمایه‌گذاری یا خروج سرمایه‌گذار از بازار بیانجامد. نااطمینانی سیاسی بر رفتار دولت‌ها نیز تأثیر گذاشته و اولویت‌های آنان را تغییر می‌دهد که این موضوع نیز دوباره بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد (کمیجانی و همکاران، ۱۳۹۲).

افزون بر عامل نااطمینانی سیاسی، عوامل متعدد دیگری بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر دارد که به دلیل اهمیت تأثیر این موضوع بر نتایج عملکرد شرکت‌ها، از دید پژوهشگران پنهان نمانده است؛ برای نمونه ژانگ و دینگ (Zhang & Ding, 2006) تأثیر سطح افشای اطلاعات مالی شرکت بر هزینه سرمایه، هیوگس و همکاران (Hughes et al., 2007) تأثیر تقارن اطلاعاتی میان استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی شرکت‌ها بر هزینه سرمایه، اورتیز و

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلآوری، علی نادری و زهرا اوربایی) ۱۱۱
فیلیپس (Ortiz & Philips, 2014) تأثیر سرعت نقدشوندگی دارایی‌های شرکت‌ها بر هزینه‌سرمایه و پراساد و همکاران (Prasad et al, 2022) تأثیر میزان رعایت مسئولیت‌های اجتماعی به‌وسیله شرکت‌ها بر هزینه‌سرمایه را بررسی کردند. پیامدهای اقتصادی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری نیز به‌عنوان یکی از شاخص‌های نااطمینانی سیاسی که در همه کشورها رخ می‌دهد مورد توجه پژوهشگران زیادی قرار گرفته است (Waisman et al., 2015؛ Atanassov et al., 2019؛ Lee et al., 2020؛ Dai & Ngo, 2021).

هدف این پژوهش نیز آزمودن این موضوع است که آیا تغییر دولت و برگزاری انتخابات ریاست جمهوری به‌عنوان بالاترین مقام اجرایی کشور که تعیین‌کننده سیاست‌های کلان سیاسی و اقتصادی کشور است و با تغییر دولت این سیاست‌ها نیز ممکن است تغییر کند بر هزینه‌سرمایه شرکت‌ها تأثیر دارد یا خیر. در ادامه این کار ابتدا مفاهیم نظری و پژوهش‌های پیشین مرتبط با موضوع مرور شده است؛ سپس نتایج تحلیل آماری داده‌های جمع‌آوری شده ارائه شده است و در پایان نتایج پژوهش و پیشنهادها و محدودیت‌های حاکم بر آن ارائه شده است.

۲. چارچوب نظری پژوهش

تأثیر عوامل سیاسی بر عملکرد شرکت‌ها امری شناخته شده است. این تأثیر هم می‌تواند به‌صورت مستقیم باشد مانند اینکه شرکت دارای روابط مستقیم با مراجع سیاسی باشد و از این رابطه بهره‌برد و هم به‌صورت غیر مستقیم باشد به این معنی که شرکت از فضای سیاسی و اقتصادی حاکم بر جامعه برای انجام فعالیت‌های اقتصادی بهره‌برد. شرکت‌های دارای روابط سیاسی می‌توانند افزون بر امتیاز استفاده از بستر اقتصادی ایجادشده در جامعه، منافع مشهود فراوانی نیز از مراجع سیاسی برای بهبود وضعیت مالی خود دریافت کنند (Faccio, 2006؛ Fisman, 2001).

این امتیاز تا زمان وجود روابط شرکت با مراجع قدرت برقرار است. هنگام ایجاد چرخه‌های سیاسی این روابط ممکن است تضعیف شوند یا کاملاً از بین برود. به همین دلیل موج ناشی از نااطمینانی سیاسی ممکن است تأثیر مهمی روی عملکرد این‌گونه شرکت‌ها داشته باشد اما سایر شرکت‌ها نیز تحت تأثیر این موضوع قرار می‌گیرند (Li et al.,

2018) منظور از نااطمینانی سیاسی و اقتصادی مطمئن نبودن از مسیر آینده سیاست‌های دولت است.

نااطمینانی می‌تواند بر محیط تجاری جامعه تأثیر بگذارد و در نتیجه بر سیاست‌های مالی شرکت تأثیر داشته باشد. نبودن یک سیستم سیاسی باثبات، پیش‌بینی ماهیت و عملکرد دولت‌های آینده و تغییرات سازمانی دولت را غیرممکن می‌کند و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران محیط‌های قابل پیش‌بینی را ترجیح دهند. همچنین، این موضوع شرکت افراد فرصت طلب در فعالیت‌های واسطه‌گری را افزایش می‌دهد که این خود باعث می‌شود منابع به سمت فعالیت‌های غیر مولد سوق داده شوند (اصغری‌پور و همکاران، ۱۳۹۲).

برنانک (۱۹۸۳) براساس مدلی که ارائه داد اظهار داشت که وقتی احتمال بازگشت سرمایه‌گذاری پایین باشد سرمایه‌گذاران انجام سرمایه‌گذاری را تا هنگام دست‌یابی به اطلاعات تازه به تعویق می‌اندازند. برنانک در ادامه بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران به جای تصمیم‌گیری به شکل صفر و یک برای انجام دادن سرمایه‌گذاری یا انجام ندادن آن، به شکل انعطاف‌پذیرتر تصمیم‌گیری کرده و مثلاً با هزینه بالاتر اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. نااطمینانی سیاسی تردید سرمایه‌گذار را به دلیل افزایش ابهام در جریان‌های نقدی آینده شرکت افزایش می‌دهد و در نتیجه کیفیت اطلاعات موجود در رابطه با قیمت سهام شرکت افزایش می‌یابد (Drobetz et al., 2018). افزایش ابهام در اطلاعات مربوط به سهام به معنای افزایش ریسک سرمایه‌گذار و در نتیجه افزایش هزینه سرمایه است.

وجود نااطمینانی شدید در سیاست‌های دولت‌ها در برخی کشورها اهمیت درک تأثیر این عامل بر اقتصاد را برجسته می‌کند. برگشت‌پذیری پرهزینه زمان سرمایه‌گذاری را تغییر می‌دهد. افزایش صرف ریسک ناشی از افزایش نااطمینانی سیاسی ممکن است تأثیرات متفاوتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها داشته باشد زیرا شرکت‌ها در مواجهه با این تغییرات متفاوت عمل می‌کنند. افزون بر این، نااطمینانی ممکن است هزینه استفاده از بدهی به عنوان یک منبع تأمین مالی را از طریق تغییر در ریسک ناشی از ناتوانی در بازپرداخت بدهی تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت بر هزینه سرمایه شرکت تأثیرگذار باشد (Xu, 2020).

تأثیر نااطمینانی سیاسی بر درجه اهرم شرکت‌ها (Phan et al., 2021)، میزان

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری و زهرا اوربایی) ۱۱۳
سرمایه گذاری شرکت‌ها (Jens, 2017) و همچنین، تغییر میزان وجه نقد نگهداری شده
به وسیله شرکت‌ها (Julio & Yook, 2016) جنبه‌های دیگری از این موضوع است که
پژوهشگران به آن توجه داشته‌اند.

شاخص‌های نااطمینانی سیاسی به دو گروه رسمی و غیر رسمی تقسیم می‌شود.
نااطمینانی سیاسی غیر رسمی به شاخص‌هایی مانند ترور، جنگ‌های چریکی و اعتصابات
گفته می‌شود که خارج از ساختار سیاسی، نظام حاکم را تحت فشار قرار می‌دهد. نااطمینانی
سیاسی رسمی به شاخص‌هایی مانند انتخابات قانونی و تغییرات کابینه گفته می‌شود که از
ماهیت درونی در نظام سیاسی برخوردارند و سرچشمه آن‌ها گاهی تغییرات فشار افکار
عمومی یا مسائل درون جناحی و حزبی است (اصغری‌پور و همکاران، ۱۳۹۲).

کمیکانی و همکاران (۱۳۹۲) معتقدند در ایران به جز چند دوره زمانی خاص ساختار
حکومت و پارلمان، غیر حزبی بوده است و در نتیجه عزل اعضا یا بخشی از کابینه شاخص
مناسبی برای نااطمینانی سیاسی نیست و افزون بر آن شاخص‌هایی که به رفتار خشونت‌آمیز
معروف هستند مانند شورش‌های شهری، انقلاب‌ها و کودتای نظامی که عمدتاً در مطالعات
چند کشوری استفاده می‌شوند نیز شاخص مناسبی برای ارزیابی نااطمینانی برای ایران
نیست. در کشورهایی مانند ایران که منابع طبیعی در اختیار دولت است، دولت با استفاده از
درآمدهای ارزی حاصل از صادرات می‌تواند رفتارهای سیاسی و اقتصادی خود و مجموعه
اقتصاد را تحت تأثیر قرار دهد. از آنجاکه در بیشتر این کشورها دولت نقش برجسته‌ای در
اقتصاد دارد، رفتار دولت و واکنش آن به نوسان قیمت کالاها یکی از عوامل اصلی
سیکل‌های تجاری است. براساس مطالب گفته‌شده و به تبعیت از (Waisman et al., 2015؛
Atanassov et al., 2019؛ Lee et al., 2020؛ Dai & Ngo, 2021) در پژوهش حاضر، انتخابات
ریاست جمهوری به عنوان شاخص بی‌ثباتی سیاسی انتخاب شد.

نقش قوه مجریه و در رأس آن رئیس‌جمهور به عنوان بالاترین مقام اجرایی کشور در
تعیین سیاست‌های کلان کشور اعم از رویکردهای سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی
بر کسی پوشیده نیست. اختیارات و مسئولیت‌های رئیس‌جمهور براساس قانون اساسی
کشور این موضوع را به خوبی مشخص می‌کند. براساس اصل ۱۱۳ قانون اساسی جمهوری
اسلامی ایران، رئیس‌جمهور، پس از مقام رهبری، بالاترین مقام رسمی کشور است و

مسئولیت اجرای قانون اساسی را بر عهده دارد.

براساس اصل ۱۲۵ امضای عهدنامه‌ها، مقاوله‌نامه‌ها، موافقت‌نامه‌ها و قراردادهای دولت با سایر دولت‌ها و پیمان‌های مربوط به اتحادیه‌های بین‌المللی بر عهده رئیس‌جمهور است. همچنین، براساس اصل ۱۲۶ رئیس‌جمهور مسئولیت امور برنامه و بودجه و امور اداری و استخدامی کشور را بر عهده دارد. موارد بالا به‌روشنی بیانگر این است که عملکرد رئیس‌جمهور تأثیر انکارناپذیری بر وضعیت اقتصادی کشور دارد و تغییر یا ابقای رئیس‌جمهور یا هیئت وزیران پس از هر انتخابات می‌تواند عامل مهمی در تعیین شرایط اقتصادی آینده باشد.

براساس فرضیه بازار کارا، بازار سرمایه انتخابات ریاست جمهوری و پیامدهای ناشی از آن را به‌عنوان یک خبر تأثیرگذار تلقی خواهد کرد و براساس اینکه نتایج انتخابات را چگونه پیش‌بینی کند، واکنش نشان خواهد داد. اگر بازار سرمایه، انتخابات ریاست جمهوری را به‌عنوان نااطمینانی سیاسی ارزیابی کند از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اقتصادی افزایش می‌یابد و با افزایش ریسک سرمایه‌گذاری، بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران نیز افزایش می‌یابد. تغییر در بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران بر هزینه‌سرمایه شرکت‌ها تأثیرگذار است؛ زیرا شرکت‌ها منابع مالی مورد نیاز خود را به دو شکل از سرمایه‌گذاران دریافت می‌کنند.

در شکل نخست سرمایه‌گذاران با خرید سهام شرکت‌ها، مالک بخشی از شرکت می‌شوند و به‌عنوان مالک انتظار دریافت سود دارند. سود پرداخت‌شده به سهامداران به‌عنوان هزینه‌سرمایه حقوق صاحبان سهام برای شرکت تعریف می‌شود. در شکل دوم، سرمایه‌گذاران (اعم از اشخاص حقیقی و اشخاص حقوقی مانند بانک‌ها و مؤسسه‌های تأمین مالی) با اعطای وام و تسهیلات به شرکت‌ها سرمایه مورد نیاز شرکت را تأمین می‌کنند و در برابر آن انتظار دریافت سود (بهره) دارند.

سود پرداخت‌شده به این گروه از سرمایه‌گذاران برای شرکت هزینه تأمین مالی از طریق بدهی نامیده می‌شود. به‌دلیل اینکه پیامدهای ناشی از انتخابات ریاست جمهوری می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری در هر یک از این دو شیوه تأمین مالی را تحت تأثیر قرار دهد و احتمالاً تأثیر آن بر هر مورد متفاوت از دیگری باشد در پژوهش حاضر هر یک از این دو

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری و زهرا اوریلی) ۱۱۵
منبع تأمین مالی به صورت جداگانه بررسی شده‌اند. با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه‌های
این پژوهش به صورت زیر تدوین شد:
فرضیه نخست: نااطمینانی سیاسی با هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام
ارتباط معنادار دارد.

فرضیه دوم: نااطمینانی سیاسی با هزینه تأمین سرمایه از طریق ایجاد بدهی ارتباط
معنادار دارد.

۳. پیشینه پژوهش

قایول و همکاران (Ghoul et al., 2021) در پژوهشی به بررسی نااطمینانی سیاسی و کیفیت
گزارشگری مالی که بر روی ۱۹ کشور انجام شد پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که با
افزایش نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، کیفیت گزارشگری مالی افزایش می‌یابد. این رابطه
برای شرکت‌های وابسته به دولت و شرکت‌های با ریسک سیاسی بالاتر قوی‌تر بود.
فان و همکاران (۲۰۲۱) نااطمینانی سیاسی و ثبات مالی که با استفاده از داده‌های
به‌دست‌آمده از ۲۳ کشور در بازه زمانی ۲۰۱۶-۱۹۹۶ انجام شد، بررسی کردند. نتایج
پژوهش نشان داد که نااطمینانی سیاسی تأثیر منفی و معنادار بر ثبات مالی دارد. در کشورهای
دارای رقابت بالاتر و کشورهای دارای بازارهای مالی کوچک‌تر این رابطه قوی‌تر است.
دای و نگو (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی نااطمینانی سیاسی و محافظه‌کاری در
حسابداری پرداختند. به این نتیجه رسیدند که نااطمینانی سیاسی نامتقارن بودن اطلاعات را
افزایش داده و در نتیجه باعث افزایش محافظه‌کاری در حسابداری شده بود. نتایج پژوهش
همچنین، بیانگر این بود که این ویژگی در شرکت‌هایی که اهرم مالی بالاتری بودند و
شرکت‌هایی که مشخصه مالکیت مدیریتی آن‌ها پایین بود قوی‌تر بود.

فرانسیس و همکاران (Francis et al., 2021) در پژوهشی واکنش سرمایه‌گذاران نهادی به
نااطمینانی سیاسی را بررسی کردند و نشان دادند که این سرمایه‌گذاران دارایی‌های مالی
خود به شکل سهام را در سال‌های انتخابات کاهش داده‌اند اما در همین سال‌ها سپرده‌های
اوراق بهادار قابل معامله (American Depository Receipts) که یک شکل از اوراق بهادار مشتقه
در بورس نیویورک است را افزایش داده‌اند.

لی و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به مطالعه نااطمینانی سیاسی بر چسبندگی هزینه پرداختند. به این نتیجه رسیدند که نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات بر چسبندگی هزینه‌ها تأثیر دارد، به این معنا که در سال‌هایی که انتخابات در آن‌ها برگزار شده بود در مقایسه با سایر سال‌ها رفتار هزینه‌ها از چسبندگی بیش‌تری برخوردار بود. در واقع در شرایط نااطمینانی مدیران تمایل بالایی به حفظ شرایط موجود داشتند.

فام (Pham, 2019) نشان داد که با افزایش نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، گزارش‌های مالی شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی بیشتری بودند، ابهام کمتری داشت و در نتیجه هزینه‌سرمایه شرکت‌های وابسته نسبت به نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی حساسیت کمتری داشت.

آتانسوف و همکاران (۲۰۱۹) نشان داد که هزینه تحقیق و توسعه شرکت‌ها با نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات رابطه مستقیم داشت. در سال‌هایی که انتخابات انجام شده بود در مقایسه با سال‌های دیگر هزینه‌های تحقیق و توسعه به‌طور متوسط حدود ۵ درصد افزایش یافته و این ارتباط در شرکت‌های با رشد بالاتر و هم‌چنین شرکت‌های دارای رقابت بالا در بازار قوی‌تر بوده است.

گیولن و آیون (Gulen & Ion, 2016) نشان داد که بین سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و نااطمینانی سیاسی رابطه منفی و معنادار وجود داشت و برای شرکت‌هایی که وابستگی بیشتری به دولت داشتند و شرکت‌هایی که نرخ برگشت‌پذیری سرمایه آن‌ها بیشتر بود این رابطه قوی‌تر بود.

وایزمن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی نشان داد که افزایش نرخ هزینه‌سرمایه بدهی‌ها با انتخابات ریاست جمهوری که به‌عنوان یک شاخص برای نااطمینانی سیاسی در نظر گرفته شده بود ارتباط معناداری داشت درحالی‌که انتخابات فرمانداری‌ها به‌عنوان شاخص دیگری برای نااطمینانی سیاسی تأثیری بر نرخ هزینه‌سرمایه بدهی‌ها نداشته است.

وانگ و همکاران (Wanga et al., 2014) نشان داد که با افزایش نااطمینانی سیاسی، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند. همچنین، مشخص شد که در این موارد شرکت‌هایی که نرخ هزینه‌سرمایه آن‌ها بالاتر است بیش‌تر از تأمین مالی داخلی برای

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلآوری، علی نادری و زهرا اوربایی) ۱۱۷

پروژه‌های خود استفاده می‌کنند.

کامپوس و همکاران (Campos et al., 2012) در پژوهشی نشان داد که نااطمینانی‌های سیاسی غیررسمی مانند جنگ و اعتصابات تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد و آثار این موضوع در دوره‌های کوتاه‌مدت بیش‌تر از دوره‌های بلندمدت است.

امیری و صمدیان (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر وقوع ادوار انتخاباتی بر فضای کلان اقتصاد پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که تأثیر انتخابات ریاست جمهوری بر متغیرهای رشد اقتصادی، نرخ بیکاری، نرخ تورم و نرخ ارز در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۵۸ را بررسی کرده است نشان داد که تورم و نرخ ارز در سال انتخابات و سال پیش از آن تحت تأثیر انتخابات قرار گرفته و در واقع در این سال‌ها کاهش داشته است.

متین‌فرد و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر نااطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجه نقد پرداختند. به این نتیجه رسیدند که بی‌ثباتی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری بر سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تأثیر معنادار داشته و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در سال‌های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری کاهش یافته است.

حیدری و صادق‌پور (۱۳۹۴) در پژوهشی به مطالعه تأثیر گردشگری، مصرف انرژی و بی‌ثباتی سیاسی بر رشد اقتصادی کشورهای دی‌هشت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بی‌ثباتی سیاسی در کشورهای عضو گروه دی‌هشت (D-8) رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد و عملکرد ضعیف اقتصادی این مجموعه کشورها در دو دهه گذشته بیش‌تر ناشی از شرایط ناپایدار سیاسی منطقه بوده است.

گوگردچیان و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب پرداختند. به این نتیجه رسیدند که هم در کشورهای توسعه‌یافته و هم در کشورهای در حال توسعه بی‌ثباتی سیاسی باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار شده است و به دلیل تمایل سرمایه‌گذاران به سمت بازارهای موازی حجم معاملات در بورس کاهش یافته و نقدشوندگی سهام نیز کاهش یافته است.

شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر چرخه‌های سیاسی بر نرخ رشد بیکاری کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه با استفاده از داده‌های حاصل از ۲۹ کشور در بازه زمانی ۲۰۱۱-۱۹۹۴ میلادی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که چرخه‌های سیاسی هم در کشورهای توسعه یافته و هم در کشورهای در حال توسعه وجود دارد و در هر دو گروه از این کشورها در سال‌های نزدیک به انتخابات فرصت‌های شغلی افزایش و تورم کاهش داشته است.

حنیفی و غلاملو (۱۳۹۳) به مطالعه تأثیر چرخه سیاسی بر روی حجم معاملات و نقدشوندگی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که حجم معاملات و شاخص نقدشوندگی از تئوری چرخه سیاسی تبعیت می‌کند به این شکل که هر دو متغیر در دو سال اول تصدی یک دولت از دو سال دوم پایین تر است.

رهنمای رودپشتی و غلاملو (۱۳۹۲) در پژوهشی به سنجش اثر چرخه سیاسی بر عملکرد بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران در دو سال اول و دو سال دوم دولت تفاوت معناداری بین تغییر شاخص قیمت، شاخص کل و بازده نقدی سهام وجود نداشت و در نتیجه عملکرد بورس اوراق بهادار تهران تحت تأثیر چرخه سیاسی قرار نداشته است.

محسنی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی اثر چرخه ریاست جمهوری ایران بر بازده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اول و چهارم هر دوره ریاست جمهوری کاهش یافته و در سال‌های دوم و سوم افزایش داشته است.

۴. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی - توصیفی است و از نظر هدف نیز کاربردی است و با استفاده از اطلاعات تاریخی انجام شده است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۹ یعنی به مدت ۱۶ سال و ۱۷۹۲ سال - شرکت را شامل می‌شود. در دوره زمانی ذکر شده چهار بار انتخابات ریاست جمهوری در سال‌های ۱۳۸۴، ۱۳۸۸، ۱۳۹۲ و ۱۳۹۶ برگزار شده است. این سال‌ها

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلآوری، علی نادری وزهراوریایی) ۱۱۹

در این پژوهش به عنوان سال‌هایی در نظر گرفته شده است که دارای نااطمینانی سیاسی هستند. در بقیه سال‌ها برابر با ۱۲ سال است این ویژگی وجود ندارد.

روش انتخاب نمونه روش حذفی است. به این منظور شرکت‌هایی که در دوره زمانی مورد نظر تغییر سال مالی داشته‌اند، شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها غیر از ۲۹ اسفندماه بوده، شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از شش ماه داشته‌اند، شرکت‌هایی که در گروه سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و واسطه‌گری مالی بوده و همچنین، شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نبوده حذف شده‌اند. با توجه به معیارهای پیش گفته، تعداد ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره به روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی انجام شده است. در این پژوهش برای گردآوری اطلاعات نظری از منابع کتابخانه‌ای شامل کتاب‌ها، انتشارات مراکز تحقیقاتی و پژوهشی، سازمان‌ها و نهادهای اجرایی، پایان‌نامه‌های تحصیلی و رساله‌های پژوهشی مرتبط و جستجو در پایگاه‌های الکترونیک اطلاعات از قبیل اینترنت استفاده شده است.

داده‌های شرکت‌های منتخب نیز با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهانه بورس اوراق بهادار، نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت کدال و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. سپس داده‌ها در صفحه گسترده اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار آماری R صورت گرفته است.

در نوشتار پیش رو مانند پژوهش وایزمن و همکاران (۲۰۱۵) و فام (۲۰۱۹) برای آزمون

فرضیه اول از مدل (۱) و برای آزمون فرضیه دوم از مدل (۲) به شرح زیر استفاده شد.

مدل (۱)

$$\text{CofC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{D_Polun}_t + \beta_2 \text{SaleGrow}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{FirmSize}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{FirmAge}_{i,t} + \beta_7 \text{MB}_{i,t} + \varepsilon$$

مدل (۲)

$$\text{CostDebt}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{D_Polun}_t + \beta_2 \text{SaleGrow}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{FirmSize}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{FirmAge}_{i,t} + \beta_7 \text{MB}_{i,t} + \varepsilon$$

در این دو معادله: CofC: بیانگر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام؛ CostDebt:

هزینه سرمایه بدهی‌ها؛ D_Polunt: نااطمینانی سیاسی؛ SaleGrow: نرخ رشد فروش؛ Leverage: اهرم مالی؛ FirmSize: اندازه شرکت؛ ROA: بازده دارایی‌ها؛ FirmAge: عمر شرکت و MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها است. توضیح و چگونگی محاسبه این موارد در بخش تعریف متغیرهای پژوهش بیان شده است.

الف: متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش هزینه سرمایه شرکت است که در دو بخش هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام و هزینه تأمین سرمایه از طریق ایجاد بدهی به صورت زیر محاسبه شده است.

هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام ($CofC_{i,t}$): مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام در این تحقیق مدل گوردون است که از مدل ارزش گذاری زیر مشتق می‌شود. شایان ذکر است که این متغیر در پژوهش‌های رجالی و سوانا (Regalli & Soana, 2012) و تقفی و بولو (۱۳۸۸) با استفاده از همین مدل اندازه‌گیری شده است.

$$V_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \quad \text{رابطه (۱)}$$

V_0 : ارزش فعلی سهام؛ D_1 : سود سهام مورد انتظار سال آتی؛ K_e : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران؛ g : نرخ رشد مورد انتظار.

با فرض اینکه $V_0 = P_0$ ، پس از جای گذاری عوامل شناخته شده شامل قیمت سهام، سود سهام مورد انتظار سال آتی و نرخ رشد مورد انتظار، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (هزینه حقوق صاحبان سهام) به شرح مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{رابطه (۲)}$$

P_0 : قیمت سهم در ابتدای سال.

در مدل گوردون بازده ناشی از سود سهام، از حاصل تقسیم سود مورد انتظار سال آتی بر قیمت سهام در ابتدای دوره به دست می‌آید.

محاسبه سود سهام مورد انتظار

قیمت سهام در ابتدای دوره معمولاً براساس انتظارات سهامداران با توجه به اطلاعات

بررسی رابطه بین ناطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری وزهراوریایی) ۱۲۱

موجود شکل می گیرد. سود پیش بینی شده هر سهم که قبل از باز شدن نماد معاملاتی سهم در ابتدای دوره در بازار انتشار می یابد، بخش مهمی از این اطلاعات را تشکیل می دهد و بر قیمت سهام مؤثر است (جهان خانی و صفاریان، ۱۳۸۲). سهام مورد انتظار براساس میانگین نسبت سود تقسیمی به کل سود در یک دوره پنج ساله اندازه گیری شده است. سپس سود سهام مورد انتظار هر سال از حاصل ضرب سود پیش بینی شده هر سهم در نسبت محاسبه شده به دست آمده است (تقفی و بولو، ۱۳۸۸).

$$PDPS_t = PEPS_t \times d_t \quad \text{رابطه (۳)}$$

$PDPS_t$: سود سهام مورد انتظار سال t ; $PEPS_t$: سود پیش بینی شده هر سهم در سال t (براساس اطلاعیه های شرکت ها که از راه بورس منتشر شده است). d_t : نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم مورد انتظار برای سال t .

نحوه اندازه گیری نرخ رشد

عامل دوم تعیین کننده هزینه حقوق صاحبان سهام در مدل گوردون، نرخ رشد است. هنگام استفاده از این مدل، با فرض اینکه سود سهام با نرخ ثابت رشد می کند، برای محاسبه نرخ رشد معمولاً از نرخ رشد سود سهام استفاده می شود، اما از آنجاکه شرکت های ایرانی از سیاست تقسیم سود معین و ثابتی پیروی نمی کنند، به همین دلیل نرخ رشد سود تقسیمی برای استفاده در مدل گوردون چندان قابل اتکا نیست. در کل، نرخ رشد فروش در مقایسه با نرخ رشد سود و نرخ رشد سود سهام پایدارتر و قابل پیش بینی تر است. این امر ناشی از تأثیرپذیری اندک فروش از رویه های حسابداری در مقایسه با سود است (تقفی و بولو، ۱۳۸۸). شواهد نشان می دهد که رشد تاریخی فروش بسیار مفیدتر از رشد تاریخی سود برای استفاده در پیش بینی هاست (Damodaran, 2002). بر همین اساس، در این تحقیق برای اندازه گیری نرخ رشد، از نرخ رشد فروش استفاده شده است. برای این منظور، نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی رشد فروش طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ به شرح مدل زیر استفاده شده است:

$$g = \left(\frac{S_{99}}{S_{84}} \right)^{\frac{1}{16}} - 1 \quad \text{رابطه (۴)}$$

g : نرخ رشد؛ S_{84} : مبلغ فروش در سال ۱۳۸۴؛ S_{96} : مبلغ فروش در سال ۱۳۹۶.

هزینه تأمین سرمایه از طریق دهی ($CostDebt_{i,t}$): هزینه تأمین سرمایه از طریق دهی از طریق نسبت هزینه مالی شرکت تقسیم بر کل بدهی‌های شرکت محاسبه می‌شود (حجازی و همکاران، ۱۳۹۱).

ب: متغیر مستقل

نااطمینانی سیاسی ($D-Polun_t$): در این پژوهش همانند پژوهش جولینو و یوک (۲۰۱۶) متغیر مجازی عدد یک برای سال‌های انتخابات ریاست‌جمهوری و صفر برای سایر سال‌ها استفاده شده است. با توجه به بازه زمانی تحقیق، سال‌های ۱۳۸۴، ۱۳۸۸، ۱۳۹۲ و ۱۳۹۶ که انتخابات ریاست‌جمهوری در آن برگزار شده است به‌عنوان سال‌های دارای ویژگی نااطمینانی محسوب شده است.

ج: متغیرهای کنترلی

رشد فروش ($SALE\ GROW_{i,t}$): از تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل که بر فروش سال قبل تقسیم می‌شود، به‌دست می‌آید.

اهرم مالی ($Leverage_{i,t}$): برای سنجش اهرم مالی، از نسبت بدهی استفاده می‌شود که از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

اندازه شرکت ($FirmSize_{i,t}$): اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش روز سهام شرکت.

بازده دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$): به‌عنوان معیاری برای سودآوری شرکت استفاده می‌شود که از طریق تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

عمر شرکت ($FirmAge_{i,t}$): عمر شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی تفاضل بین سال تأسیس شرکت از سال جاری.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها ($MB_{i,t}$): به‌صورت نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به‌اضافه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها در سال t برای شرکت i ام محاسبه می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصل ضرب تعداد کل سهام منتشرشده توسط شرکت در قیمت بازار سهام به‌دست می‌آید.

بررسی رابطه بین ناطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری وزهرا اوربایی) ۱۳۳

۵. یافته‌های پژوهش

بررسی پایایی متغیرها با استفاده از آزمون ایم، پسران و شین انجام شد. نتایج این آزمون در جدول ۱ ارائه شده است. همان‌گونه که در جدول ۱ دیده می‌شود مقدار سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند و در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. لازم به ذکر است که متغیر اندازه شرکت و بازده دارایی با یک بار تفاضل گیری و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها با دو بار تفاضل گیری به این سطح رسیده است.

جدول ۱. آزمون ایم، پسران و شین

متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری
هزینه بدهی	-۸/۳۸	۰/۰۰۰
هزینه سرمایه	-۱۱/۶۰۸۰	۰/۰۰۰
ناطمینانی سیاسی	-۳۱/۹۲۷۸	۰/۰۰۰
رشد فروش	-۵/۳۴۹۰۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۵/۳۹۳۲۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۱۳/۰۷۶۴	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۷/۳۵۰۱۶	۰/۰۰۰
عمر شرکت	-۲۹/۱۴۲۷	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها	-۲/۶۹۰۲۸	۰/۰۰۰

نتایج آزمون چاو و آماره F لیمر برای بررسی ترکیبی بودن و همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها در جدول ۲ ارائه شده است. سطح معناداری کمتر از ۵ درصد برای آماره F در هر دو مورد نشان‌دهنده تابلویی بودن داده‌ها است. در جدول ۳ نتایج آزمون هاسمن برای بررسی روش اثرات ثابت یا تصادفی داده‌ها نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون چاو

فرضیه	فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
اول	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (داده‌های پول)	۱۰/۷۹	۰/۰۰۰	رد فرضیه صفر
دوم	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (داده‌های پول)	۱۵/۴۷	۰/۰۰۰	رد فرضیه صفر

جدول ۳. نتایج آزمون هاسمن

فرضیه	فرض صفر	آماره کای اسکوئر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
اول	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۴۷/۴۴	۰/۰۰۰	رد فرضیه صفر
دوم	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	رد نشدن فرضیه صفر

همان‌گونه که در جدول ۳ دیده می‌شود، برای فرضیه اول سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده کرد اما برای فرضیه دوم سطح معناداری آزمون هاسمن بیش‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده شود. نتایج آزمون مدل فرضیه اول براساس مدل اثرات ثابت و با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته در جدول ۴ ارائه شده است. برای این کار از تابع gls در پکیج nlme در نرم‌افزار R استفاده شد.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل اول

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
نااطمینانی سیاسی	۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	۱/۹۹	۰/۰۴
رشد فروش	۰/۰۰۹	۰/۰۰۴	۲/۴۳	۰/۰۱۵
اهرم مالی	۰/۰۱۱	۰/۰۱۳	۰/۸۹	۰/۳۷
اندازه شرکت	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	-۱/۹۸	۰/۰۴۷
بازده دارایی	۰/۳۲	۰/۰۲	۱۵	۰/۰۰
عمر شرکت	-۰/۰۰۵	۰/۰۲	-۲/۵۴	۰/۰۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	-۳/۰۶	۰/۰۰۲

همان‌گونه که در جدول ۴ دیده می‌شود سطح معناداری متغیر نااطمینانی سیاسی کم‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده این است که نااطمینانی سیاسی بر هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معنادار دارد. نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد، در سال‌هایی که نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست‌جمهوری وجود دارد هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام افزایش پیدا می‌کند، از این‌رو تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام در سال‌هایی که نااطمینانی سیاسی وجود دارد هزینه سرمایه بیشتری را در پی دارد. به این ترتیب، فرضیه اول این پژوهش مبنی بر اینکه «نااطمینانی سیاسی با هزینه حقوق

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلآوری، علی نادری و زهرا اوریلی) ۱۲۵

صاحبان سهام ارتباط معنادار دارد» پذیرفته می‌شود. همچنین، سطح معناداری کم‌تر از ۰/۰۵ برای متغیرهای رشد فروش، اندازه شرکت، بازده دارایی، عمر شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها بیانگر این است که این متغیرها با هزینه حقوق صاحبان سهام ارتباط معنادار دارد؛ اما سطح معناداری بیش از ۰/۰۵ برای متغیر اهرم مالی بیانگر نبود رابطه معنادار بین این متغیر و متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام است.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری با متغیرهای رشد فروش و بازده دارایی دارد بدین معنا که افزایش بازده دارایی‌ها و همچنین رشد فروش باعث افزایش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام می‌شود. از دیگر سو، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری با متغیرهای اندازه شرکت، عمر شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها دارد. این نتایج بدان معناست که هر چه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد هزینه سرمایه آن‌ها پایین‌تر است. همچنین هر چه عمر شرکت‌ها بیشتر باشد و سال‌های بیشتری از عمر شرکت بگذرد و یا نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها بیشتر باشد هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شرکت پایین‌تر خواهد بود.

نتایج آزمون مدل فرضیه دوم با استفاده از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول ۵ ارائه شده است. برای این کار از تابع gls در پکیج $nlme$ در نرم افزار R استفاده شد. همان گونه که در جدول ۵ دیده می‌شود سطح معناداری متغیر نااطمینانی سیاسی بیش از ۰/۰۵ است که بیانگر این است که نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری با هزینه بدهی ارتباط معنادار ندارد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری تأثیر معناداری بر هزینه بدهی ندارد، از این رو در نااطمینانی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری تأثیری بر هزینه بدهی ندارد. پس در سال‌هایی که نااطمینانی سیاسی وجود دارد تأمین سرمایه از طریق بدهی گزینه بهتری نسبت به تأمین سرمایه از طریق صاحبان سهام است. به این ترتیب، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه «نااطمینانی سیاسی با هزینه بدهی ارتباط معنادار دارد» رد می‌شود.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل دوم

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
نااطمینانی سیاسی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۶۴	۰/۵۱
رشد فروش	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۹	۰/۰۶
اهرم مالی	۰/۰	۰/۰۰۴	۰/۰۸	۰/۹۳
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱/۰۶	۰/۲۸
بازده دارایی	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۸	-۶/۵۰	۰/۰۰
عمر شرکت	-۰/۰۲	۰/۰۰۴	۴/۹۸	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۲/۷۲	۰/۰۰۶

سطح معناداری کم‌تر از ۰/۰۵ برای متغیرهای بازده دارایی، عمر شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها بیانگر وجود رابطه معنادار بین متغیرها با هزینه بدهی و سطح معناداری بیش از ۰/۰۵ برای متغیرهای رشد فروش، اهرم مالی و اندازه شرکت نیز بیانگر نبودن رابطه معنادار بین این متغیرها با هزینه بدهی است. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که هزینه بدهی برای شرکت‌هایی که عمر بیشتری دارند بیشتر از شرکت‌های تازه تأسیس و با سن کمتر است. از دیگر سو، نتایج نشان داد که هزینه بدهی رابطه منفی و معناداری با متغیرهای رشد فروش، بازده دارایی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها دارد. این نتایج بدان معناست که شرکت‌هایی با وضعیت عملیاتی مناسب که رشد فروش دارند یا بازده دارایی آن‌ها بیشتر است و یا نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های آن‌ها بیشتر است هزینه بدهی آن‌ها کمتر خواهد بود.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

این ایده که افزایش سطح بی‌ثباتی در سطح کلان اقتصادی می‌تواند بر فعالیت اقتصادی افراد و شرکت‌ها تأثیر بگذارد بحث تازه‌ای نیست. یکی از مسائلی که در این زمینه اهمیت فراوان دارد بستر سیاسی فعالیت‌های اقتصادی است. بی‌ثباتی سیاسی می‌تواند به منزله بی‌ثباتی برنامه‌ها، سیاست‌ها و برنامه‌های اقتصادی تلقی شود. در این شرایط فعالان اقتصادی چشم‌انداز روشنی در برابر خود نمی‌بینند و این به معنای افزایش ریسک سرمایه‌گذاری است.

رابطه بین ریسک و بازده بیانگر این است که با افزایش ریسک، بازده مورد انتظار

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری و زهرا اوریلایی) ۱۲۷

سرمایه‌گذاران نیز افزایش خواهد یافت. از آنجا که سرمایه‌مورد نیاز شرکت‌ها یا به صورت خرید سهام و یا به صورت اعطای وام و تسهیلات به وسیله سرمایه‌گذاران، اعم از اشخاص حقیقی و اشخاص حقوقی مانند بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی، تأمین می‌شود، افزایش بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران به معنای افزایش هزینه سرمایه برای شرکت‌ها خواهد بود. هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی و هزینه سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران است. به این منظور هزینه سرمایه دو منبع اصلی تأمین منابع مالی شرکت‌ها شامل حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها بررسی شد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بیانگر این است که در سال‌هایی که بی‌ثباتی سیاسی وجود داشته است هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها افزایش یافته است. نتایج نشان می‌دهد که نامشخص بودن برنامه‌های سیاسی و اقتصادی دولت آینده هنگام انتخابات ریاست جمهوری به معنی وجود ابهام و افزایش ریسک برای سرمایه‌گذاران بوده و با افزایش بازده مورد انتظار آن‌ها هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام افزایش یافته و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت نیز افزایش می‌یابد. این نتیجه مشابه نتایج پژوهش فام (۲۰۱۹) و دای و نگو (۲۰۲۱) است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش بیانگر این است که بی‌ثباتی سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری با هزینه سرمایه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار ندارد. بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران عموماً ناشی از وام و تسهیلات بانکی و در موارد محدود مربوط به اوراق مشارکت منتشر شده است. نرخ سود تسهیلات بانکی در ایران تابع مقررات بانک مرکزی و دیگر نهادهای سیاست‌گذار کشور است و لازمه انتشار اوراق مشارکت نیز رعایت قوانین و مقرراتی خاص است و در هر دو مورد هم نرخ سود به صورت دستوری تعیین می‌شود و هم به دلیل اینکه تسهیلات بانکی و اوراق مشارکت به گونه‌ای است که بازپرداخت اصل و سود آن تقریباً تضمین شده است و یک سرمایه‌گذاری بدون ریسک یا با ریسک بسیار کم محسوب می‌شود تحت تأثیر نااطمینانی ناشی از انتخابات ریاست جمهوری قرار نگرفته و در نتیجه فرضیه دوم پژوهش رد شده است. این نتیجه با نتایج پژوهش وایزمن، یی و ژو (۲۰۱۵) متفاوت است.

از آنجاکه با افزایش هزینه تأمین سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام میانگین هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد می‌توان گفت که نتایج پژوهش به‌طور کلی بیانگر وجود ارتباط مثبت و معنادار بین بی‌ثباتی سیاسی و هزینه سرمایه شرکت است.

با توجه به نتایج پژوهش می‌توان گفت که در سال‌هایی که انتخابات ریاست جمهوری برگزار می‌شود افزایش سرمایه از محل حقوق صاحبان سهام باعث تحمیل هزینه سرمایه بیش از سایر سال‌ها بر شرکت می‌شود و در واقع با افزایش میانگین هزینه سرمایه بر عملکرد شرکت تأثیر منفی خواهد داشت. این در حالی است که در این سال‌ها هزینه تأمین مالی از محل بدهی‌هایی مانند وام‌های بانکی مشابه سایر سال‌ها است و تأثیر منفی‌ای بر میانگین هزینه سرمایه شرکت ندارد.

از آنجاکه منابع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها شامل دو منبع حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها است شرکت‌ها لازم است برای مدیریت هزینه سرمایه خود به زمان تأمین مالی توجه داشته باشند. اگر هدف شرکت افزایش سرمایه از طریق حقوق صاحبان سهام و صدور سهام جدید است این کار باید در سال‌هایی غیر از سال برگزاری انتخابات ریاست جمهوری انجام دهد و در صورت ضرورت برای تأمین منابع مالی جدید در سال‌های برگزاری انتخابات بهتر است منابع مالی جدید از طریق استقراض انجام شود.

لازم به ذکر است که در تعمیم نتایج این پژوهش آثار تورم سالانه نسبتاً بالای دوره پژوهش و همچنین، آثار ناشی از دو مرحله اعمال تحریم‌های بین‌المللی علیه ایران و یک مقطع دوساله حذف آن را در نظر گرفت. افزون بر این لازم است اشاره شود که نااطمینانی سیاسی تنها یک عامل از بین چندین عاملی است که می‌تواند هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد که در این پژوهش به آن توجه شده است. بررسی عوامل دیگر نیازمند پژوهش‌های جداگانه است.

منابع

- اصغرپور، حسین؛ احمدیان، کسری و منیعی، امید (۱۳۹۲)، اثر بی‌ثباتی سیاسی بر رشد اقتصادی ایران: رهیافت غیرخطی APARCH. پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۱ (۶۸)، ۱۹۴-۱۷۵.
- امیری، حسین و صمدیان، فرزانه (۱۳۹۹)، «تأثیر وقوع ادوار انتخاباتی بر فضای کلان اقتصاد: مطالعه موردی ایران»، برنامه‌ریزی و بودجه، ۲۵ (۲)، ۲۴-۳. doi: 10.52547/jpbud.25.2.3

- بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری و زهرا اوریلی) ۱۲۹
 ثقفی، علی؛ بولو، قاسم (۱۳۸۸)، «هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی های سود»، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۲، ۲۷-۴. doi: 10.22034/IAAR.2009.105204
- جهانخانی، علی و صفاریان، امیر (۱۳۸۲)، «واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران»، *تحقیقات مالی*، ۵ (۱۶)، ۸۱-۶۱. doi: 20.1001.1.10248153.1382. 5.16.4.7
- حجازی، رضوان؛ قیطاسی، روح‌اله و مسجد موسوی، میرسجاد (۱۳۹۱)، «بررسی رابطه بین مدیریت جریان وجوه نقد و هزینه بدهی»، *دانش حسابداری*، ۳ (۱۰)، ۱۳۹-۱۱۷. doi: 10.22103/jak.2012.447
- حنیفی، فرهاد و غلاملو، قاسم (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر چرخه سیاسی بر روی حجم معاملات و نقدشوندگی»، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۳ (۱۰)، ۱۶۶-۱۵۱.
- حیدری، حسن و صادقی‌پور، عسل (۱۳۹۴)، «تأثیر گردشگری، مصرف انرژی و بی‌ثباتی سیاسی بر رشد اقتصادی کشورهای دی هشت»، *پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، ۶ (۲۱)، ۲۸-۱۱.
- رهنمای رودپشتی، فریدون و غلاملو، قاسم (۱۳۹۲)، «سنجش اثر چرخه سیاسی بر عملکرد بورس اوراق بهادار تهران»، *راهبرد مدیریت مالی*، ۱ (۳)، ۴۳-۲۵.
- شاه‌آبادی، ابوالفضل؛ نیلفروشان، نیما و خالقی، مریم (۱۳۹۴)، «تأثیر چرخه‌های سیاسی بر نرخ رشد بیکاری کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه»، *برنامه‌ریزی و بودجه*، ۲۰ (۴)، ۲۹-۳.
- کميجانی، اکبر؛ گرجی، ابراهیم و اقبالی، علیرضا (۱۳۹۲)، «اقتصاد سیاسی رشد اقتصادی»، *پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۲۱ (۶۵)، ۸۲-۶۱.
- گوگردچیان، احمد؛ فتحی، سعید؛ امیری، هادی و سعیدی ورنامخواستی، نسرين (۱۳۹۴)، «تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب»، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۴ (۱۵)، ۱۳۵-۱۵۶.
- متین‌فرد، مهران؛ اولی، محمدرضا و میناب، مریم (۱۳۹۹)، «بررسی تأثیر نااطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجه نقد»، *فصلنامه دانش حسابداری*، ۴۰، ۱۳۴-۱۱۳. doi:10.22103/JAK.2020.13107.2850
- محسنی، قاسم؛ آدوسی، حسین؛ خواستار، حمزه و شعبانی، مرجان (۱۳۹۲)، «بررسی اثر چرخه ریاست جمهوری ایران بر بازده بورس اوراق بهادار تهران»، *تحقیقات مالی*، ۱۵ (۱)، ۱۰۸-۹۵. doi: 10.22059/jfr.2013.35434

References

- Amiri, H., & Samadian F. (2020), The impact of electoral cycle occurrence on macroeconomic environment: case study of Iran. *JPBUD*, 25 (2), 3-24. doi: 10.52547/jpbud. 25.2.3 (In Persian).
- Asgharpur, H., Ahmadian, K., & Maniee, O. (2014), Effect of political instability on economic growth in Iran (nonlinearity method, APARCH), *Qjerp*, 21 (68), 175-194 (In Persian).
- Atanassov, J., Julio, B., & Leng, T. (2019), The bright side of political uncertainty: The case of R & D. doi: 10.2139/ssrn.2648252.

- Bernanke, B. (1983), Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *Quarterly Journal of Economics*, 98 (1), 85–106. doi: 10.1016/S0164-0704(00)00142-7.
- Campos, F; Karanasos, M., & Tan, B. (2012), Two to tangle: financial development, political instability and economic growth in Argentina. *Journal of Banking & Finance*, 36, 290–304. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.07.011.
- Dai, L, & Ngo, P. (2021), Political uncertainty and accounting conservatism. *European Accounting Review*, 30 (2), 277-307. doi: 10.1080/09638180.2020.1760117.
- Damodaran, A. (2002), *Investment valuation*. John Wiley & Sons. New York.
- Drobetz, W., Ghoul, S., Guedhami, O., & Janzen, M. (2018), Policy uncertainty, investment, and the cost of capital. *Journal of Financial Stability*, 39, 28-45. doi: 10.2139/ssrn.2980918
- Faccio, M. (2006), Politically connected firms. *American Economic Review*, 96, 369-386. doi: 10.1257/000282806776157704.
- Fisman, R. (2001), Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91, 1095-1102. doi: 10.1257/aer.91.4.1095.
- Francis, B., Hasan, I., & Zhu, Y. (2021), The impact of political uncertainty on institutional ownership. *Journal of Financial Stability*, 57, 100921, In Press. doi: 10.1016/j.jfs.2021.100921.
- Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, Y., & Yoon, H. (2021), Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96 (4), 233–260. doi: 10.2308/TAR-2018-0057
- Googerdchian, A., Fathi, S., Amiri, H., & Saeidi Varnamkhasti, N. (2015), Comparing analysis the effect of political risk on stock market developing in selected countries. *Journal of Investment Knowledge*, 4, 135-156 (In Persian).
- Gulen, H., & Ion, M. (2016), Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29 (3), 523-564. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2188090>.
- Hanifi, F., & Gholamlou, G. (2014), The effect of the political cycle on the Tehran Stock market trading volume and liquidity. *Journal of Investment Knowledge*, 3, 151-166 (In Persian).
- Heidari, H., & Sadeghpour, A. (2015), The impacts of tourism, energy consumption and political instability on economic growth in the D-8 countries. *Quarterly Journal of Economic Growth and Development Research*, 6 (21), 28-11 (In Persian).
- Hejazi, R., Gheitasi, R., & Mosajed Mousavi, M. (2012), Relationship between cash flow management and cost of debt in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Knowledge Accounting*, 3 (10), 117-136 (In Persian). doi: 10.22103/jak.2012.447
- Hughes, J., Liu, J. & Liu, J. (2007), Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital. *The Accounting Review*, 82 (3), 705–729. doi: 10.2308/accr.2007.82.3.705
- Jahankhani, A., & Safarian, A. (2003), Stock market reaction to the announcement of estimated earnings per share on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 5 (16), 61-81. doi: 10.10248153.1382.5.16.4.7 (In Persian).
- Jens, C. E. (2017), Political uncertainty and investment: causal evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 124, 563-579. doi: 10.2139/ssrn.2176855.
- Julio, B., & Yook, Y. (2016), Policy uncertainty, irreversibility, and cross-border flows of capital. *Journal of International Economics*, 103, 13-26. doi: 10.1016/j.jinteco.2016.08.004.
- Komijani, A., Gorgi, A., & Eghbali, A. (2013), Political economy economic growth. *Qjerp*, 21 (65), 61-82 (In Persian).
- Lee, W., Pittman, J., & Saffar, W. (2020), Political uncertainty and cost stickiness: evidence from national elections around the world, *Contemporary Accounting Research*, 37 (2), 1107-1139. doi: 10.1111/1911-3846.12547
- Li, X., Luo, J., & Chan, K. (2018), Political uncertainty and the cost of equity capital. *Political uncertainty and the cost of equity capital*. *Finance Research Letters*, 26, 215-222. doi: 10.1016/j.econlet.2022.110438
- Matinfard, M., Ola, M., & Minab, M. (2020), Investigating the impact of political uncertainty on cash holdings. *Journal of Knowledge Accounting*, 11 (1), 113-134. doi: 10.22103/JAK.2020.13107.2850 (In Persian).
- Mohseni, G., Adousi, H., Khastar, H., & Shabani, M. (2013), The effects of presidential cycle on

بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی ناشی از انتخابات... (سید جواد دلاوری، علی نادری و زهرا اوریایی) ۱۳۱

- stock market returns in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 15 (1), 95-108
doi: 10.22059/jfr.2013.35434 (In Persian).
- Ortiz, H., & Phillips, G. (2014), Real Asset Illiquidity and the Cost of Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (1), 1-32. doi:10.1017/S0022109014000210.
- Pham, A. (2019), Political risk and cost of equity: the mediating role of political connections. *Journal of Corporate Finance*, 56, 64-87. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.01.001>
- Phan, D, Iyke, B, Sharma, S, & Affandi, Y. (2021), Economic policy uncertainty and financial stability—is there a relation? *Economic Modelling*, 94, 1018-1029. doi: 10.1016/j.econmod.2020.02.042
- Prasad, K., Kumar, S., Devji, S., Lim, M., Prabhu, N. & Moodbidri, S. (2022), Corporate social responsibility and cost of capital: the moderating role of policy intervention. *Research in International Business and Finance*, 60, Article 101620. doi: 10.1016/j.ribaf.2022.101620
- Rahnema rodphosti, F., & Gholamlo, G. (2013), Measurment impact of political cycle on price index, dividend and price index of Tehran Exchange. *Financial Management Strategy*, 1 (3), 25-43 (In Persian).
- Regalli, M., & Soana, M. (2012), Corporate governance quality and cost of equity in financial companies. *International Journal of Business Administration*, 3 (2), 2-16. doi: 10.5430/ijba.v3n2p2.
- Saghafi, A., & Blue, G. (2009), Equity costs and profit characteristics. *Accounting and Auditing Research*, 2, 4-27. doi: 10.22034/IAAR.2009.105204 (In Persian).
- Scheffel, M. (2016), Accounting for the political uncertainty factor. *Journal of Applied Econometrics*, 31 (6), 1048-1064. doi: 10.1002/jae.2455
- Shahabadi A, Nilforoushan N, & Khaleghi M. (2016), The effect of political cycle on unemployment growth rate in selected developed and developing countries. *JPBUD*, 20 (4), 3-30 (In Persian).
- Waisman, M., Ye, P., & Zhu, Y. (2015), The effect of political uncertainty on the cost of corporate debt. *Journal of Financial Stability*, 16, 106–117. doi: 10.1016/j.jfs.2015.01.002.
- Wanga, Y., Chen, C., & Huang, S. (2014), Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from china. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26 (2014) 227–243. doi: 10.1016/j.pacfin.2013.12.008.
- Xu, Z. (2020), Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking & Finance*, 111, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105698>.
- Zhang, L., Ding, S. (2006), The effect of increased disclosure on cost of capital: Evidence from China. *Rev Quant Finan Acc* 27, 383–401. doi: 10.1007/s11156-006-0044-1.

