

بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی، حمایت از سرمایه‌گذاران و نگهداشت نقدینگی مازاد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

مهتاب صیدی قمشه^۱ | سید جواد دلاوری^{۲*} | فرزاد ایوانی^۳

چکیده

مدیریت نقدینگی یکی از مؤلفه‌های اساسی تصمیم‌گیری مالی در شرکت‌ها محسوب می‌شود که نقش تعیین‌کننده‌ای در ثبات مالی، کاهش ریسک و بهبود عملکرد شرکت دارد و تحت تأثیر شرایط محیطی و نهادی قرار می‌گیرد. هدف این پژوهش بررسی اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نگهداشت نقدینگی مازاد شرکت‌ها و تبیین نقش تعدیلگر حمایت از سرمایه‌گذاران در این رابطه است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ بوده که با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۷۰ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته با رویکرد پانل دیتا استفاده شد. نتایج نشان داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی اثر مثبت و معناداری بر نگهداشت نقدینگی مازاد دارد، به‌گونه‌ای که شرکت‌ها در مواجهه با ابهام‌های اقتصادی، تمایل بیشتری به ذخیره منابع نقدی نشان می‌دهند. همچنین حمایت از سرمایه‌گذاران اثر منفی و معناداری بر نگهداشت نقدینگی دارد. افزون بر این، حمایت از سرمایه‌گذاران اثر مثبت عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت نقدینگی مازاد را تشدید می‌کند.

واژه‌های کلیدی: عدم قطعیت سیاست اقتصادی، حمایت از سرمایه‌گذاران و نگهداشت نقدینگی مازاد، تصمیم‌گیری مالی.

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه.

^۲ نویسنده مسئول: استادیار حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه. /

Dellavari@razi.ac.ir

^۳ استادیار حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه.

مقدمه

نااطمینانی زمانی شکل می‌گیرد که رویدادهای آینده قابل پیش‌بینی نباشند یا احتمال وقوع آن‌ها با ابهام همراه باشد. در این میان، نااطمینانی سیاست اقتصادی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین منابع بی‌ثباتی محیط کسب‌وکار، می‌تواند فعالیت شرکت‌ها و تصمیمات مالی آن‌ها را به‌طور معناداری تحت تأثیر قرار دهد. هرچه قابلیت پیش‌بینی شرایط اقتصاد کاهش یابد، فرآیند تصمیم‌گیری پیچیده‌تر شده و ریسک عملیاتی و مالی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. طراحی سیاست‌ها با افق زمانی کوتاه‌مدت، بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی، نوسانات قیمت نفت و عوامل ساختاری سیاسی از جمله مهم‌ترین محرک‌های شکل‌گیری چنین فضایی محسوب می‌شوند (لونی و همکاران، ۱۴۰۰). در چنین شرایطی، رفتار سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها به‌شدت به عوامل سیاستی وابسته می‌شود و افزایش ابهام می‌تواند از طریق کاهش اعتماد، افت سرمایه‌گذاری و اختلال در تصمیمات تأمین مالی؛ عملکرد شرکت‌ها را تضعیف کند. شواهد تجربی نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی طی دهه‌های اخیر اثر قابل‌توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها داشته است (عظیمی^۴، ۲۰۲۲). این تأثیرات تنها به کاهش سرمایه‌گذاری محدود نمی‌شود، بلکه نحوه تخصیص منابع، مدیریت نقدینگی و ساختار مالی شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. از سوی دیگر، نگهداشت وجه نقد یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی شرکت‌هاست، زیرا سطح نقدینگی می‌تواند انعطاف‌پذیری مالی شرکت را در مواجهه با شوک‌های پیش‌بینی‌نشده تعیین کند. تخصیص بهینه منابع نقدی و اتخاذ سیاست‌های مناسب نگهداشت وجه نقد، از وظایف کلیدی مدیران در راستای تحقق اهداف سازمانی به‌شمار می‌رود. درک شرایط اقتصادی و اتخاذ دیدگاه بلندمدت می‌تواند مدیران را در این زمینه یاری رساند (معماری و همکاران، ۱۴۰۲). با این حال، مطالعات نشان می‌دهد که در محیط‌های باثبات، شرکت‌ها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارند، در حالی که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی غالباً به رفتارهای احتیاطی و کاهش سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (آکرون و همکاران^۵، ۲۰۲۰). در مقابل، ثبات سیاسی و اقتصادی می‌تواند بستر مناسبی برای رشد سرمایه‌گذاری و توسعه فعالیت‌های تولیدی فراهم آورد (عباس و همکاران^۶، ۲۰۱۹). این پژوهش به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نگهداشت نقدینگی مازاد با تأکید بر نقش حمایت از سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بررسی همزمان این متغیرها در بازار سرمایه ایران کمتر مورد توجه قرار گرفته است و می‌تواند به درک بهتر رفتار نقدینگی شرکت‌ها کمک کند.

مبانی نظری

عدم قطعیت سیاست اقتصادی یکی از عوامل کلیدی اثرگذار بر تصمیمات مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود، زیرا افزایش ابهام در محیط کلان، پیش‌بینی جریان‌های نقدی و دسترسی به منابع مالی را دشوارتر می‌سازد. در چنین شرایطی، شرکت‌ها به‌منظور حفظ انعطاف‌پذیری مالی و کاهش ریسک، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد از خود نشان می‌دهند (فلوروس و همکاران^۷، ۲۰۲۴). وجه نقد این امکان را فراهم می‌کند که شرکت‌ها

⁴ Azimli

⁵ Akron et al

⁶ Abbas et al

⁷ Floros et al

سرمایه‌گذاری‌های سودآور را به‌موقع تأمین مالی کرده و در دوره‌های رکود یا محدودیت اعتباری به فعالیت خود ادامه دهند (لی^۸، ۲۰۱۹). از این رو، نگهداری نقدینگی مازاد به‌عنوان یک سازوکار احتیاطی در مواجهه با شوک‌های اقتصادی تلقی می‌شود. با این حال، انباشت بیش‌ازحد وجه نقد بدون هزینه نیست و می‌تواند از طریق کاهش کارایی تخصیص منابع و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را محدود سازد (متین فرد و چهارمحالی، ۱۴۰۱). بنابراین، رابطه‌ای دوگانه میان عدم قطعیت و سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها شکل می‌گیرد؛ به گونه‌ای که از یک سو شرکت‌ها برای مدیریت ریسک، ذخایر نقدی خود را افزایش می‌دهند و از سوی دیگر این رفتار ممکن است به افت بهره‌وری سرمایه منجر شود. شواهد تجربی نیز این دیدگاه را تأیید می‌کند. مطالعات داخلی و بین‌المللی نشان داده‌اند که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی با تغییر معنادار سطح نگهداشت وجه نقد همراه است، هرچند جهت این رابطه بسته به شرایط نهادی و حاکمیتی متفاوت گزارش شده است. این ناهمگونی نتایج بیانگر آن است که ویژگی‌های نهادی و سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند در تبیین رفتار نقدینگی شرکت‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای داشته باشند. از این منظر، حمایت از سرمایه‌گذاران به‌عنوان یکی از مهم‌ترین سازوکارهای نهادی، از طریق افزایش شفافیت اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعات و تقویت نظارت بر مدیران، بر تصمیمات مالی شرکت‌ها اثرگذار است (القول و همکاران^۹، ۲۰۲۳). چنین حمایتی می‌تواند کارایی تخصیص منابع را بهبود بخشد و نیاز به نگهداری نقدینگی احتیاطی را کاهش دهد؛ با این حال، برخی مطالعات نشان می‌دهد که در محیط‌های دارای حمایت نهادی قوی، مدیران به‌منظور مدیریت بهتر ریسک‌های ناشی از نااطمینانی، همچنان به تقویت ذخایر نقدی تمایل دارند (چن^{۱۰}، ۲۰۲۳؛ آکتاش و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۹). بنابراین انتظار می‌رود کیفیت حمایت نهادی، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی را تعدیل کند. همچنین شواهد گسترده‌ای نشان می‌دهد که افزایش نااطمینانی اقتصادی با کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و هدایت نقدینگی به فعالیت‌های غیرمولد همراه است. این یافته‌ها اهمیت نقش سیاست‌های اقتصادی و سازوکارهای حمایتی در تعیین رفتار نقدینگی شرکت‌ها را برجسته می‌سازد.

فرضیه‌ها

بر این اساس، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نگهداشت نقدینگی مازاد اثر معنادار دارد.

فرضیه دوم: حمایت از سرمایه‌گذاران بر نگهداشت نقدینگی مازاد اثر معنادار دارد.

فرضیه سوم: حمایت از سرمایه‌گذاران بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی مازاد اثر معنادار دارد.

⁸ Li

⁹ El Ghoul et al

¹⁰ Chen

¹¹ Aktas et al

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی پژوهش

دالوند و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت» باهدف مطالعه‌ی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت به این نتیجه رسیدند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد؛ یعنی افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی سبب کاهش ورود جریان‌ات نقدی به سمت سرمایه‌گذاری می‌شود.

متین فرد و چهارمحالی (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان «بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد» باهدف بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معناداری میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی، شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف‌کننده با متغیر سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد؛ بنابراین فرضیه پژوهش یعنی اثرگذاری عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد تأیید شد.

بادامی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان «تأثیر نااطمینانی سیاست‌های پولی و نگهداشت وجه نقد با تأکید در شرکت‌های دارای محدودیت مالی» به بررسی تأثیر نااطمینانی سیاست‌های پولی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی پرداختند. آنان اذعان نمودند در صورت ناثباتی و ناپایداری در سیاست‌های اقتصادی، میزان وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌ها بیشتر است.

لونی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود با عنوان «اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که اثر شاخص ترکیبی نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و همچنین اثر تمامی متغیرهای نااطمینانی بر سرمایه‌گذاری شرکتی منفی و معنادار است؛ آنها دریافتند نااطمینانی اقتصادی با اختلال در سیستم قیمت‌ها، نقدینگی را به سمت فعالیت‌های غیرمولد هدایت کرده و موجب کاهش ورود نقدینگی به سمت تولید و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری شرکتی می‌شود. رجبی و تاج‌الدین (۱۳۹۵) در پژوهشی تحت عنوان «تحلیل تأثیر نااطمینانی اقتصاد کلان بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در ایران» دریافتند که نااطمینانی تأثیر منفی و معناداری از نظر آماری بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در ایران طی دوره‌ی مورد نظر داشته است.

پیشینه خارجی پژوهش

نواز و همکاران^{۱۲} (۲۰۲۵) در پژوهشی تحت عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و دارایی‌های نقدی: شواهدی از ژاپن» با هدف تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر دارایی‌های نقدی شرکت‌ها دریافتند ارتباط مثبت و معناداری بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و دارایی‌های نقدی وجود دارد.

کولو و راندال^{۱۳} (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان «اثر عدم قطعیت بر سرمایه‌گذاری: شواهد از داده‌های نظرسنجی اتحادیه اروپا» به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان از نظر اقتصادی اثر منفی معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد.

¹² Nawaz et al¹³ Kolev & Randall

القول و همکاران^{۱۴} (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی، محیط‌های نهادی و دارایی‌های نقدی شرکت‌ها» با استفاده از نمونه بزرگی از شرکت‌های بین‌المللی، تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی را بر دارایی‌های نقدی شرکت‌ها بررسی کردند. شواهد نشان می‌دهد شرکت‌ها وقتی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا است، پول نقد کمتری نگهداری می‌کنند اما این اثر منفی با حمایت قوی‌تر از سرمایه‌گذاران، آزادی بهتر مطبوعات و کیفیت بهتر دولت کاهش می‌یابد.

وانگ و همکاران^{۱۵} (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «کنترل‌های بهینه عدم قطعیت برای نگهداری وجه نقد» به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد اثر سرکوب‌کننده افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود دارد. با این حال، زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی پایین است، اثر ارتقاء دهنده قابل توجهی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و به تدریج با افزایش سطح عدم اطمینان کاهش می‌یابد.

بو و همکاران^{۱۶} (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ارزش نهایی دارایی‌های نقدی شرکت» دریافتند که عدم قطعیت سیاست؛ انگیزه‌ی شرکت‌ها را برای به تعویق انداختن سرمایه‌گذاری‌ها در پاسخ به شوک‌های عدم اطمینان افزایش می‌دهد. شواهد تجربی همچنین نشان می‌دهد که شرکت‌ها فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود را در واکنش به عدم قطعیت اقتصادی کاهش می‌دهند.

طاویه و کیف^{۱۷} (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «دارایی‌های نقدی و سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از کووید ۱۹» به مطالعه تأثیر نگهداری وجه نقد بر سرمایه‌گذاری شرکتی در طول کووید ۱۹ پرداختند. افزایش نااطمینانی باعث کاهش شدید سرمایه‌گذاری‌های شرکت شد زیرا شرکت‌ها به دلایل احتیاطی پول نقد نگه می‌دارند. شواهد نشان می‌دهد که همه‌گیری کووید ۱۹ به عنوان یک شوک بیرونی تأثیر نامطلوبی بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته است، اما نگهداری وجه نقد انباشته تأثیر آن را کاهش می‌دهد.

گودل و همکاران^{۱۸} (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان «نااطمینانی اقتصادی و نگهداشت وجه نقد» نشان دادند که وقتی نوسانات نااطمینانی اقتصادی بیشتر باشد، با وجود حاکمیت شرکتی قوی و تحت انتظارات منطقی، شرکت‌ها وجه نقد بیشتری نگه می‌دارند به علاوه دریافتند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی کمتر با سرمایه‌گذاری بیشتر همراه است.

جوادی و همکاران^{۱۹} (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان «دارایی‌های نقدی شرکت‌ها، مشکلات نمایندگی و عدم قطعیت سیاست اقتصادی» به بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی، هزینه‌های نمایندگی و نگهداشت وجه نقد پرداختند و با استفاده از اطلاعات شرکت‌های فعال در ۱۳ کشور نشان دادند که یک رابطه منفی و معناداری بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت وجه نقد وجود دارد. همچنین، این مطالعه نشان می‌دهد کاهش نگهداشت وجه نقد با توانایی سهامداران برای وادار کردن مدیران به تخلیه وجوه نقد که به طور مداوم در چارچوب نمایندگی است، تعدیل می‌شود. به طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که کاهش دارایی‌های نقدی به کاهش مشکلات نمایندگی در مواجهه با عدم قطعیت سیاست اقتصادی کمک می‌کند و بر اهمیت ویژگی‌های حکمرانی کشور در امور مالی شرکت تأکید می‌کند.

¹⁴ El Ghouli et al

¹⁵ Wang et al

¹⁶ Bu et al

¹⁷ Tawiah & Keefe

¹⁸ Goodell et al

¹⁹ Javadi et al

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی و توصیفی و از نظر هدف کاربردی است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ می‌باشد. نمونه با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شد. معیارهای انتخاب نمونه عبارت بودند از:

- قرارگیری شرکت در فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده تا پایان سال ۱۴۰۲
- داشتن دوره مالی منتهی به ۲۹ اسفند
- عدم تغییر سال مالی یا توقف فعالیت شرکت
- عدم قرارگیری در گروه شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری‌های مالی

با توجه به این معیارها، تعداد ۱۷۰ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. داده‌ها از منابع مختلف شامل نرم‌افزار رهاورد نوین، سایت کدال و سایر منابع اطلاعاتی گردآوری شد. پردازش اولیه داده‌ها با اکسل انجام شد و سپس تحلیل‌های آماری و آزمون فرضیه‌ها با نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ صورت گرفت.

روش پژوهش و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

برای اندازه‌گیری عدم قطعیت سیاست اقتصادی که متغیر مستقل پژوهش است از چهار معیار (نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز و رشد اقتصادی) استفاده شد و نوسانات آن با استفاده از مدل‌های آرچ و گارچ اندازه‌گیری شده است (زرانژاد و معتمدی، ۱۳۹۱؛ مقدم و سزاوار، ۱۳۹۴؛ باغومیان و همکاران، ۱۳۹۵؛ شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵ و سالم دزفولی و همکاران، ۱۳۹۸). پس از برآورد متغیرهای فوق با استفاده از آزمون تحلیل مؤلفه‌های اصلی، نسبت به تخمین متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی اقدام شد.

حمایت از سرمایه‌گذاران در فرضیه دوم، متغیر مستقل و در فرضیه سوم متغیر تعدیلگر می‌باشد که بر اساس پژوهش صفرزاده (۱۳۹۲)، از طریق مجموع امتیازات تعلق گرفته به پنج مؤلفه مجازی (صفر و یک) محاسبه شده است؛ نحوه محاسبه مؤلفه‌های این شاخص بر اساس جدول ۱ است.

جدول ۱: مؤلفه‌های مربوط به حمایت از سرمایه‌گذاران در ایران

نام مؤلفه	نحوه اندازه‌گیری
تمرکز مالکیت	محاسبه میانگین درصد سهام شناور آزاد شرکت‌های نمونه؛ از میانگین بیشتر ۱ و کمتر ۰
وجود سهامداران دارای حق کنترل	در صورت عدم وجود سهامدار عمده ۰ و وجود ۱
میزان سهامداری با مالکیت دولت	معیار ۵۰٪؛ از این عدد کمتر ۰ و بیشتر ۱
معامله با اشخاص وابسته	محاسبه میانگین نسبت مبلغ معاملات بین شرکت و اشخاص وابسته؛ از میانگین بیشتر ۰ و کمتر ۱
وجود دعاوی قانونی علیه شرکت	در صورت وجود دعاوی قانونی علیه شرکت طی سه سال گذشته ۰ و عدم وجود ۱

لازم به ذکر است مطابق پژوهش صفرزاده، از «وجود سهامدار دارای حق کنترل» چشم‌پوشی شد. زیرا اکثر کشورها در ایران سهامدار کنترلی دارند.

نگهداشت نقدینگی مازاد که متغیر وابسته پژوهش است در هر سال برای شرکت‌ها به‌عنوان پسماند طبق رگرسیون مقطعی زیر تخمین زده می‌شود.

$$\begin{aligned} \text{CASH HOLDIN}_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t} \\ &+ \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{NWC}_{i,t} + \beta_6 \text{CAPEX}_{i,t} \\ &+ \beta_7 \text{DIV}_{i,t} + \beta_8 \text{R\&D}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل فوق:

$\text{CASH HOLDIN}_{i,t}$ (نگهداشت نقدینگی مازاد): پسماند مثبت (منفی) نشان می‌دهد که شرکت وجه نقد بیشتر (کمتر) را نسبت به نیاز خود در زمینه‌ی فعالیت‌های عملیات عادی و سرمایه‌گذاری در طول یکسال ذخیره می‌کند. نگهداشت وجه نقد از فرمول لگاریتم طبیعی وجه نقد به‌اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت محاسبه می‌شود (اپلر و همکاران ۲۰، ۱۹۹۹؛ آسم و آلام ۲۰۱۴).

$CF_{i,t}$ (جریان‌های نقدی عملیاتی): جریان‌های نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت i در سال t می‌باشد.

$\text{Leverage}_{i,t}$ (اهرم مالی): نسبت جمع کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها

$\text{MTB}_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

$\text{Size}_{i,t}$ (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها

$\text{NWC}_{i,t}$ (سرمایه در گردش): کسر بدهی‌های جاری شرکت از دارایی‌های جاری

$\text{CAPEX}_{i,t}$ (هزینه سرمایه): نسبت هزینه بهره به متوسط بدهی‌های بهره‌دار

$\text{DIV}_{i,t}$ (پرداخت سود نقدی): متغیر مجازی است در صورتی که شرکت سود پرداخت کند کد یک و در صورت عدم پرداخت سود، با کد صفر اندازه‌گیری می‌شود.

$\text{R\&D}_{i,t}$: نسبت هزینه تحقیق و توسعه بر کل دارایی‌ها

تعریف عملیاتی متغیرهای کنترلی پژوهش به پیروی از بنکریم و همکاران (۲۰۲۲) در جدول ذیل ارائه شده است.

جدول ۲: تعریف عملیاتی متغیرهای کنترلی پژوهش

نام متغیر	نماد	تعریف عملیاتی
اندازه شرکت	$\text{Size}_{i,t}$	لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها
اهرم مالی	$\text{Lev}_{i,t}$	جمع کل بدهی تقسیم بر جمع کل دارایی
دارایی مشهود	$\text{Intangible asset}_{i,t}$	جمع کل دارایی ثابت (اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها
جریان نقدی	$\text{CFO}_{i,t}$	جریان نقد عملیاتی تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها
رشد فروش	$\text{SALE GHTOWTH}_{i,t}$	تفاوت فروش دو سال متوالی تقسیم بر فروش سال پایه
سودآوری	$\text{PROFT}_{i,t}$	سود عملیاتی (سود قبل از بهره و مالیات) تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها

²⁰ Opler et al

²¹ Asem & Alam

خالص سرمایه در گردش	Net Working capital	تفاضل جمع دارایی جاری و بدهی جاری
---------------------	---------------------	-----------------------------------

آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره به روش حداقل مربعات تعمیم یافته انجام شده است برای دستیابی به اهداف ذکر شده پژوهش و بر اساس چارچوب نظری ارائه شده در خصوص روابط بین متغیرهای پژوهش، مدل‌های رگرسیونی زیر به پیروی از بنکرایم و همکاران^{۲۲} (۲۰۲۲) برای آزمون فرضیه اول و دوم و سوم، ارائه می‌گردد:

$$CASH\ HOLDIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 PROFIT_{i,t} + \beta_6 Sales\ Growth_{i,t} + \beta_7 Net\ Working\ capital_{it} + \beta_8 Intangible\ asset_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۱}$$

$$CASH\ HOLDIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Investor\ Protection_{it} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 PROFIT_{i,t} + \beta_6 Sales\ Growth_{i,t} + \beta_7 Net\ Working\ capital_{it} + \beta_8 Intangible\ asset_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۲}$$

$$CASH\ HOLDIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 Investor\ Protection_{it} + \beta_3 EPU * Investor\ Protection_{it} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 PROFIT_{i,t} + \beta_8 Sales\ Growth_{i,t} + \beta_9 Net\ Working\ capital_{it} + \beta_{10} Intangible\ asset_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۳}$$

تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

برای اطمینان از پایایی متغیرها، از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو استفاده شد. نتایج در جدول ۳ ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، سطح معناداری برای کلیه متغیرها کمتر از ۵٪ است و بنابراین متغیرها مانا هستند. این امر نشان می‌دهد استفاده از آن‌ها در مدل‌های رگرسیونی بدون خطر رگرسیون کاذب امکان‌پذیر است و نیازی به انجام آزمون هم‌انباشتگی نیست.

جدول ۳: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	لوین، لین و چو		نماد	متغیر
	سطح معناداری	آماره		
مانا	۰/۰۰۰	۸۷۳/۸-	$CASH\ HOLDIN_{i,t}$	نگهداشت نقدینگی مازاد
مانا	۰/۰۰۸۰	۴۰۹/۲-	$Investor\ Protection_{i,t}$	حمایت از سرمایه‌گذاران
مانا	۰/۰۰۰	۱۸/۱۱-	$EPU_{i,t}$	عدم قطعیت سیاست اقتصادی
مانا	۰/۰۰۰	۰۰/۱۴	$Size_{i,t}$	اندازه شرکت
مانا	۰/۰۰۰	۵۲/۴۵-	$Lev_{i,t}$	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰	۸۴/۱۳-	$Intangible\ asset_{i,t}$	دارایی‌های مشهود
مانا	۰/۰۰۰	۷۹/۱۱-	$CFO_{i,t}$	جریان نقدی
مانا	۰/۰۰۰	۵۱۸/۱۱-	$SALEGHTOWTH_{i,t}$	رشد فروش

²² Benkraiem et al

سودآوری	$PROFIT_{it}$	-۰/۲۴	۰/۰۰۰	مانا
خالص سرمایه در گردش	Net Working capital	-۹/۳۲	۰/۰۰۰	مانا

همچنین برای بررسی تلفیقی بودن داده‌ها، از آزمون چاو یا F لیمر استفاده شد. نتایج در جدول ۴ ارائه شده است. سطح معناداری کمتر از ۵٪ در هر سه مدل نشان می‌دهد که داده‌ها تابلویی هستند و استفاده از مدل‌های داده‌های پنل مناسب است.

جدول ۴: نتایج آزمون چاو (آزمون F لیمر)

مدل	فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
مدل اول	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (داده‌های پولد)	۳۶۹/۱	۰۰۱۹/۰	رد فرضیه صفر
مدل دوم	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (داده‌های پولد)	۲۷۷۱/۱	۰۱۴۰/۰	رد فرضیه صفر
مدل سوم	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (داده‌های پولد)	۳۰۱۴/۱	۰۰۸۰/۰	رد فرضیه صفر

آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از مدل اثر ثابت یا تصادفی انجام شد. نتایج در جدول ۵ ارائه شده است. سطح معناداری کمتر از ۵٪ نشان می‌دهد که فرض صفر رد شده و مدل اثرات ثابت مناسب است.

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

آزمون نوع اثرات	فرض صفر	آماره	سطح معناداری	نتیجه
آزمون هاسمن مدل اول	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۵۵۵/۳۸	۰۰۰۰/۰	رد فرضیه صفر
آزمون هاسمن مدل دوم	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۴۸۱/۹۱	۰۰۰۰/۰	رد فرضیه صفر
آزمون هاسمن مدل سوم	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۱۴۱۴/۱۴	۰۰۰۰/۰	رد فرضیه صفر

قبل از آزمون فرضیه‌ها، پیش‌نیازهای رگرسیونی بررسی شد:

عدم همخطی: با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF)، همه متغیرها در محدوده قابل قبول (>10) قرار داشتند. همسانی واریانس جملات خطا: آزمون براش-پاگان-گادفری انجام شد و در صورت مشاهده ناهمسانی، از حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد.

عدم خودهمبستگی جملات خطا: با استفاده از آماره دوربین-واتسون بررسی شد (مقدار ۱.۵ تا ۲.۵ قابل قبول).

نرمال بودن جملات خطا و میانگین صفر: مفروضات برقرار بودند.

در ادامه نتایج آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد.

فرضیه اول: تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نگهداشت نقدینگی مازاد

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$CASH\ HOLDIN_{i,t} = \beta_0 + 0/130EPU_{it} - 0/007Size_{i,t} + 0/104Lev_{it} - 0/059CFO_{i,t} - 0/005PROFT_{i,t} + 0/002Sales\ Growth_{i,t} + 0/253Net\ Working\ capital_{it} - 0/222Intangible\ asset_{it} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU_{it}	۱۳۰۶۰/۰	۰۰۳۸۹۲/۰	۳۵۵۴۹۹/۳	۰۰۸/۰
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰۰۷۱۸۶/۰-	۰۰۴۷۰۹/۰	۵۲۶۰۴۶/۱-	۱۲۷۲/۰
اهرم مالی	Lev_{it}	۱۰۴۲۰۷/۰	۰۴۴۱۶۷/۰	۳۵۹۳۶۳/۲	۰۱۸۴/۰
جریان نقدی	$CFO_{i,t}$	۰۵۹۳۵۰/۰-	۰۳۷۳۲۱/۰	۵۹۰۲۶۸/۱-	۱۱۲۰/۰
سودآوری	$PROFT_{i,t}$	۰۰۵۳۲۷/۰-	۰۴۳۳۳۸/۰	۱۲۲۹۱۰/۰-	۹۰۲۲/۰
رشد فروش	$SALE\ GHTOWTH_{i,t}$	۰۰۲۴۳۴/۰	۰۰۷۴۱۶/۰	۳۲۸۲۴۹/۰	۷۴۲۸/۰
خالص سرمایه در گردش	Working Net capital	۲۵۳۳۳۱/۰	۰۴۴۳۰۷/۰	۷۱۷۶۴۰/۵	۰۰۰۰/۰
دارایی‌های مشهود	$Intangible\ asset_{it}$	۲۲۲۳۲۴/۰-	۰۴۵۹۲۸/۰	۸۴۰۷۴۴/۴-	۰۰۰۰/۰
عرض از مبدأ	C	۲۴۴۹۱۱/۰	۰۸۳۳۲۹/۰	۹۳۹۰۷۱/۲	۰۰۳۳/۰
ضریب تعیین	۶۱۱۶۸/۰				
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۷۲۲۰/۰				
آماره F فیشر	۳۶۸/۳۴				
احتمال آماره F فیشر	۰/۰۰۰۰				

آماره F فیشر ۳۴/۳۶۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ است، که نشان‌دهنده معنی‌داری مدل است. ضریب تعیین مدل ۶۱۱۶۸/۰ و ضریب تعیین تعدیل شده ۵۷۲۲۰/۰ است، که نشان می‌دهد تقریباً ۶۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) ضریب ۰/۱۳۰ و آماره T برابر ۳۵۵۴۹۹ با سطح معناداری ۰/۰۰۸ دارد. بنابراین رابطه مثبت و معنادار در سطح ۹۵٪ مشاهده شد. با افزایش عدم قطعیت اقتصادی، نگهداشت نقدینگی مازاد افزایش می‌یابد. متغیرهای کنترلی: اهرم مالی (Lev) و خالص سرمایه در گردش (NWC) اثر مثبت و معنادار، و دارایی‌های نامشهود (Intangible Asset) اثر منفی و معنادار بر نگهداشت نقدینگی مازاد دارند.

فرضیه دوم: تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران بر نگهداشت نقدینگی مازاد

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$CASH\ HOLDIN_{i,t} = \beta_0 - 0/025\beta_1Investor\ Protection_{i,t} + 0/011Size_{i,t} + 0/100Lev_{i,t} - 0/054CFO_{i,t} - 0/007\ PROFT_{i,t} + 0/003Sales\ Growth_{i,t} + 0/254Net\ Working\ capital_{i,t} - 0/215Intangible\ asset_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
حمایت از سرمایه‌گذاران	$Investor\ Protection_{i,t}$	۰/۲۵۵۴۹/۰-	۰/۰۹۸۰۰/۰	۶۰۷۰۵۳/۲-	۰/۰۹۲/۰
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۱۱۷۳۷/۰	۰/۰۶۹۲۰/۰	۶۹۶۰۲۹/۱	۰/۰۹۱/۰
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۱۰۰/۳۷۳/۰	۰/۴۰۲۵۸/۰	۴۹۳۲۷۸/۲	۰/۱۲۸/۰
جریان نقدی	$CFO_{i,t}$	۰/۵۴۴۷۵/۰-	۰/۴۹۳۲۸/۰	۱۰/۴۳۳۷/۱-	۲/۶۹۶/۰
سودآوری	$PROFT_{i,t}$	۰/۰۷۹۸۳/۰-	۰/۵۰۶۳۱/۰	۱۵۷۶۷۹/۰-	۸۷۴۷/۰
رشد فروش	$SALE\ GHTOWTH_{i,t}$	۰/۰۳۴۰۷/۰	۰/۰۹۸۴۷/۰	۳۴۶۰۱۴/۰	۷۲۹۴/۰
خالص سرمایه در گردش	Working Net capital	۲۵۴۵۲۶/۰	۰/۴۰۷۰۱/۰	۲۵۳۵۰۶/۶	۰/۰۰۰/۰
دارایی‌های مشهود	$Intangible\ asset_{i,t}$	۲۱۵۵۰۶/۰-	۰/۳۳۳۶۱/۰	۴۵۹۸۴۸/۶-	۰/۰۰۰/۰
عرض از مبدأ	C	۳۰۰/۱۹۷/۰	۱۰۰/۹۱۶/۰	۹۷۴۷۱۱/۲	۰/۰۰۰/۰
ضریب تعیین	۵۳۰۷/۰				
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۹۲۱/۰				
آماره F فیشر	۷۰۲/۳۳				
احتمال آماره F فیشر	۰/۰۰۰۰				

ضریب تعیین مدل ۵۳۰۷/۰ و ضریب تعیین تعدیل شده ۴۹۲۱/۰ است، و آماره F فیشر ۳۳/۷۰۲ با سطح معناداری کمتر از پنج درصد نشان‌دهنده معناداری کلی مدل است.

متغیر حمایت از سرمایه‌گذاران ضریب (۰/۰۲۵۵-) و آماره T برابر (۲/۶۰۷-) با سطح معناداری ۰/۰۰۹۲ دارد. بنابراین حمایت از سرمایه‌گذاران اثر منفی و معنادار بر نگهداشت نقدینگی مازاد دارد؛ یعنی با افزایش حمایت از سرمایه‌گذاران، نگهداشت نقدینگی مازاد کاهش می‌یابد.

متغیرهای کنترلی اهرم مالی (Lev) و خالص سرمایه در گردش (NWC) اثر مثبت و معنادار، و دارایی‌های نامشهود (Intangible Asset) اثر منفی و معنادار دارند.

فرضیه سوم: نقش تعدیلگری حمایت از سرمایه‌گذاران بر رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی مازاد

جدول ۸: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

$CASH\ HOLDIN_{i,t} = \beta_0 + 0/283EPU_{it} + 0/026Investor\ Protection_{it} + 0/022EPU * Investor\ Protection_{it} - 0/004Size_{i,t} + 0/122Lev_{it} - 0/066CFO_{i,t} + 0/002\ PROFT_{i,t} - 0/002Sales\ Growth_{i,t} + 0/259Net\ Working\ capital_{i,t} - 0/231Intangible\ asset_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU_{it}	۰/۲۸۳۶۴	۰/۰۰۵۰۰	۶۷۲۶۱/۵	۰/۰۰۰
عدم قطعیت سیاست اقتصادی * حمایت از سرمایه‌گذاران	$EPU_{it} * Investor\ Protection_{it}$	۰/۰۲۲۵۶	۰/۰۰۶۸۱	۳/۳۱۱۴۱۴	۰/۰۰۱
حمایت از سرمایه‌گذاران	$Investor\ Protection_{it}$	۰/۰۲۶۹۹	۰/۰۱۰۱۸	-۲/۶۵۱۴۹۴	۰/۰۰۸
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	-۰/۰۰۴۰۰	۰/۰۰۶۰۷	۶۵۸۶۴۹/۰	۵۱۰/۲
اهرم مالی	Lev_{it}	۰/۱۲۲۶۲	۰/۰۴۲۴۰	۸۹۱۸۳۶/۲	۰/۰۰۳
جریان نقدی	$CFO_{i,t}$	-۰/۰۶۶۱۵	۰/۰۴۵۲۴	۴۶۲۱۳۱/۱	۱۴۴/۰
سودآوری	$PROFT_{i,t}$	۰/۰۰۲۹۸	۰/۰۴۱۱۷	۰/۷۲۵۷۵	۹۴۲۲/۰
رشد فروش	$SALE\ GHTOWTH_{i,t}$	-۰/۰۰۲۹۸	۰/۰۱۰۳۶	۲۷۹۵۲۷/۰	۷۷۹۹/۰
خالص سرمایه در گردش	$Working\ Net\ capital$	۰/۲۵۹۲۸	۰/۰۴۷۸۴	۴۱۸۹۶۵/۵	۰/۰۰۰
دارایی‌های مشهود	$Intangible\ asset_{it}$	-۰/۲۳۱۴۷	۰/۰۳۹۴۱	۸۷۳۲۲۰/۵	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	۰/۱۸۶۸۹	۰/۰۸۸۹۰	۱۰۲۲۴۷/۲	۰/۰۳۵
ضریب تعیین	۰/۰۶۶۸۵				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۵۷۲۰				
آماره F فیش	۸۲۲۲۱/۳۸				
احتمال آماره F فیش	۰/۰۰۰۰۰				

باتوجه به این که مقدار احتمال آماره F فیش در الگوهای فوق با مقدار صفر از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد لذا با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن الگوهای پژوهش تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل فوق گویای آن است که تقریباً ۶۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و کنترلی و تعدیلگر الگو تبیین می‌گردد. مطابق با جدول فوق ضریب مثبت (۰/۲۸)، متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی؛ آماره T (۵/۶۷۲) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد این متغیر نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری با اطمینان ۹۵ درصد بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی مازاد وجود دارد. از طرفی متغیر حمایت از سرمایه‌گذاران در مدل فوق دارای ضریب (-۰/۰۲۶۹) و آماره (۲/۶۵۱) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۸۱) است که این موضوع نشان‌دهنده ارتباط منفی و معناداری بین حمایت

از سرمایه‌گذاران و نگهداشت نقدینگی مازاد است. که این نتایج در آزمون فرضیه اول و دوم نیز این نتیجه به دست آمد. آنچه در این بخش حائز اهمیت است تعامل متغیر تعدیلگر با متغیر مستقل است؛ بنابراین جهت بررسی فرضیه سوم به ضرایب متغیرهای تعاملی (عدم قطعیت سیاست اقتصادی * حمایت از سرمایه‌گذاران) باید توجه کرد که دارای ضریب (۰/۰۲۲۵) و آماره $T(۳/۳۱۱)$ است و سطح معناداری برای این متغیر کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۱۰) می‌باشد. از طرفی ضریب این متغیر با ضریب متغیر مستقل هم علامت است که این موضوع نشان می‌دهد حمایت از سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه اثر مثبت عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی مازاد دارد به عبارت دیگر در شرکت‌های مورد پژوهش علی‌رغم حمایت از سرمایه‌گذاران، عدم قطعیت سیاست اقتصادی اثر قوی‌تر بر نگهداشت نقدینگی مازاد دارد. به عبارت دیگر حمایت از سرمایه‌گذاران باعث تشدید رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی مازاد آنها می‌شود بنابراین فرضیه سوم این پژوهش مبنی بر "حمایت از سرمایه‌گذاران بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی مازاد اثر معنادار دارد" تأیید می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی منجر به تمایل بیشتر شرکت‌ها به نگهداری نقدینگی مازاد می‌شود. این امر بیانگر رفتار احتیاطی مدیران برای افزایش سطح نقدینگی در مواجهه با شرایط پیش‌بینی‌ناپذیر اقتصادی است. افزایش دارایی‌های نقدی به شرکت‌ها امکان می‌دهد ریسک‌های اقتصادی را مدیریت کرده و انعطاف‌پذیری عملیاتی خود را حفظ کنند (نواز و همکاران، ۲۰۲۵). در مطالعه‌ای توسط میزونو و کاتو^{۲۳} (۲۰۱۹)، رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و دارایی‌های نقدی شرکت‌ها در ژاپن با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار توکیو مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. این مطالعه نشان داد که در دوره‌های عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا، شرکت‌های ژاپنی به طور قابل توجهی دارایی‌های نقدی خود را به عنوان راهی برای محافظت در برابر خطرات احتمالی تغییرات سیاست، تغییرات نظارتی و شوک‌های اقتصادی افزایش داده‌اند. یافته‌های این پژوهش با مطالعات میزونو و کاتو (۲۰۱۹) در ژاپن، گودل و همکاران (۲۰۲۱)، نواز و همکاران (۲۰۲۵)، متین فرد و چهارمحالی (۱۴۰۱) و بادامی و همکاران (۱۴۰۱) همسو بوده و با پژوهش جوادی و همکاران (۲۰۲۱) که رابطه منفی میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نگهداشت نقدینگی یافته‌اند، تفاوت دارد.

نتایج فرضیه دوم نشان داد که حمایت نهادی و قانونی از سرمایه‌گذاران موجب کاهش نگهداشت نقدینگی مازاد می‌شود. در محیط‌هایی با حمایت بیشتر، اعتماد و شفافیت افزایش یافته و شرکت‌ها با اطمینان بیشتری منابع نقدی خود را در فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری بکار می‌گیرند. حمایت قوی از سرمایه‌گذاران باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران و افزایش شفافیت تصمیمات مالی می‌شود. بنابراین، نهادهای نظارتی می‌توانند با ایجاد شفافیت و پیش‌بینی‌پذیری سیاست‌ها، سرمایه‌گذاری مولد را جایگزین انباشت احتیاطی نقدینگی کنند (نواز و همکاران، ۲۰۲۵). این نتایج با پژوهش‌های طاویه و کیف (۲۰۲۲)، وانگ و همکاران (۲۰۲۲)، کولو و راندل (۲۰۲۴)، دالوند و همکاران (۱۴۰۲)، لونی و همکاران (۱۴۰۰) و رجبی و تاج‌الدین (۱۳۹۵) همسو است.

²³ Mizuno & Kato

فرضیه سوم نشان داد که حمایت از سرمایه‌گذاران در شرایط عدم قطعیت سیاست اقتصادی اثر مثبت و معناداری بر نگهداشت نقدینگی مازاد دارد؛ به عبارت دیگر، حتی در شرکت‌هایی که حمایت نهادی بالایی دارند، افزایش عدم قطعیت اقتصادی همچنان منجر به افزایش نقدینگی مازاد می‌شود و این اثر با حضور حمایت قوی‌تر تشدید می‌گردد. این یافته نشان می‌دهد که انگیزه‌های احتیاطی مدیران در دوره‌های عدم قطعیت غالب بوده و ممکن است منجر به تعویق افتادن سرمایه‌گذاری‌های سودآور شود (القول و همکاران، ۲۰۲۳). این نتایج با پژوهش‌های بو و همکاران (۲۰۲۲)، القول و همکاران (۲۰۲۳) و گودل و همکاران (۲۰۲۱) همسو است.

به‌طور کلی، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر معنادار عدم قطعیت سیاست اقتصادی قرار می‌گیرد و در چنین شرایطی تمایل به افزایش نگهداشت نقدینگی مازاد به‌منظور کاهش ریسک اقتصادی افزایش می‌یابد. با این حال، حمایت نهادی و سیاست‌های حمایتی از سرمایه‌گذاران نقش تعدیل‌کننده‌ای دارد؛ در محیط‌های با حمایت بالا، شدت اثر عدم قطعیت اقتصادی کاهش می‌یابد و سرمایه‌گذاران حتی در شرایط نامطمئن، انگیزه خود برای سرمایه‌گذاری را حفظ می‌کنند. با توجه به اثر منفی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی، پیشنهاد می‌شود دولت و بانک مرکزی با اتخاذ سیاست‌های مناسب، ایجاد نهادهای پوشش ریسک و ابزارهای مدیریت نوسانات کلان اقتصادی به کاهش آشفتگی‌های بازار و تسهیل تصمیم‌گیری مالی شرکت‌ها کمک کنند (لونی و همکاران، ۱۴۰۰). نتایج این پژوهش می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران اقتصادی مفید باشد. مدیران می‌توانند با توجه به شرایط عدم قطعیت اقتصادی، سطح مناسبی از نقدینگی را نگهداری کنند. همچنین سرمایه‌گذاران می‌توانند از سطح نگهداشت نقدینگی به‌عنوان شاخصی برای ارزیابی ریسک شرکت‌ها استفاده نمایند. محدودیت اصلی این پژوهش، استفاده از داده‌های ثبتي و کمی بود که امکان بررسی مستقیم عوامل کیفی مانند انتظارات مدیران، استراتژی‌های مدیریتی و نگرش سرمایه‌گذاران را محدود کرد. پژوهش‌های آینده می‌توانند با بررسی رفتار مالی و روانشناسی مدیران و سرمایه‌گذاران، دید جامع‌تری از روابط میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی، حمایت از سرمایه‌گذاران و نگهداشت نقدینگی ارائه دهند.

منابع

- بادامی، حمیده؛ صراف، فاطمه و زندی، فاطمه (۱۴۰۱). تأثیر نااطمینانی سیاست‌های پولی و نگهداشت وجه نقد با تأکید در شرکت‌های دارای محدودیت مالی. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار*، ۱۳ (۲۵): ۱-۲۲.
- باغومیان، رافیک؛ محمدی، حجت و نقدی، سجاد (۱۳۹۵). نوسان متغیرهای کلان اقتصادی و پیش‌بینی سود توسط مدیران، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳ (۱۶).
- دالوند، دانیال، خوشکار، فرزین و مرادی، مجید (۱۴۰۲). تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۶ (۸۲): ۲۰۵-۲۲۳.
- رجبی، مصطفی و تاج‌الدین، نسیم (۱۳۹۵). تحلیل تأثیر نااطمینانی اقتصاد کلان بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۵۹. *اقتصاد کاربردی*، ۶ (۱۵-۲۲).
- زراءزاد، منصور و معتمدی، سحر (۱۳۹۱). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۱۲ (۴۶): ۱۱۶-۱۰۱.
- سالم دزفولی، بابک؛ صالحی، اله کرم؛ جرجزاده، علیرضا و نصیری، سعید (۱۳۹۸). بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۸ (۳۰): ۹۵-۱۱۶.
- شکرخواه، جواد و قاصدی دیزجی، کیوان (۱۳۹۵). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی مدیران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳ (۵۱): ۸۷-۱۲۰.
- صفرزاده، محمدحسین (۱۳۹۲). تأثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳ (۳): ۱۴۷-۱۷۲.
- متین فرد، مهران و چهارمحالی، علی اکبر (۱۴۰۱). بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱ (۴۱): ۵۱۱-۵۲۷.
- مقدم، محمدرضا و سزاوار، محمدرضا (۱۳۹۴). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار. *بررسی‌های بازرگانی*، ۱۳ (۷۵): ۱-۱۲.
- لونی، سمیه؛ عباسیان، عزت اله و حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۳ (۲): ۲۶۸-۲۴۹.
- هادی، معماری؛ سید مظفر، میربرگ کار و محمدرضا وطن‌پرست (۱۴۰۲). بررسی اثر عوامل کلان اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، *نشریه پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴ (۱۲): ۷۷-۱۱۲.
- Abbas, A. Ahmed, E & Husain, F (2019). Political and Economic Uncertainty and Investment Behaviour in Pakistan, *The Pakistan Development Review*, *Pakistan Institute of Development Economics*, vol. 58(3), pages 307-331.
- Azimli, A(2022).The impact of policy, political and economic uncertainty on corporate capital investment in the emerging markets of Eastern Europe and Turkey Economic Systems. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ecosys.2022.100974>
- Akron, S. Demir, E. Díez-Esteban, J. M & García-Gómez, C. D (2020). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from the U.S. hospitality industry. *Tourism Management*, 77, 104019.
- Aktas, N. Louca, C & Petmezas, D (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance* 54, 85-106. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.11.006>

- Asem, E & Alam, Sh (2014). Cash Hoards And Changes In Investors' Outlook, *Journal of Financial Research*, Southern Finance Association;Southwestern Finance Association, vol. 37(1), pages 119-137.
- Bu, Z. Karpuz, A. Xiao, R & Zhao, H (2022). Economic Policy Uncertainty and the Marginal Value of Corporate Cash Holdings (March 18, 2022). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3883384>
- Benkraiem, R. Gaaya, S & Lakhal, F (2022). Corporate tax avoidance, economic policy uncertainty, and the value of excess cash: International evidence. *Economic Modelling* 108, 105738. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105738>
- El Ghoul, S. Guedhami, O. Mansi, S & Wang, H. H. (2023). Economic policy uncertainty, institutional environments, and corporate cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 65, 101887.
- Floros, C. Galariotis, E. Gkillas, K. Magerakis, E. & Zopounidis, C (2024). Time-varying firm cash holding and economic policy uncertainty nexus: a quantile regression approach. *Ann Oper Res* 341, 859–895. <https://doi.org/10.1007/s10479-024-06176-1>
- Goodell, J. W. Goyal, A & Urquhart, A (2021). Uncertainty of uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Financial Stability*, 56, 100922
- Javadi, S. Mollagholamali, M. Nejadmalayeri, A & Al-Thaqeb, S (2021). Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis* 77, 101859.
- Kolev, A & Randall, T (2024). The effect of uncertainty on investment: Evidence from EU survey data. *European Investment Bank (EIB), Luxembourg*. doi:10.2867/723130
- Li, X (2019). Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy* 38, 106694.
- Mizuno, T & Kato, R (2019). Corporate cash holdings and economic policy uncertainty: Evidence from Japan. *Asian Economic Policy Review*, 14(3): 387-404.
- Nawaz, F. Iqbal, U & Kayani, U (2025). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from Japan. *International Journal of Sustainable Development and Planning*, Vol. 20, No. 5, pp. 1909-1916. <https://doi.org/10.18280/ijstdp.200508>
- Opler, T Pinkowitz, L. Stulz, R & Williamson, R (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics* 52, no. 1 (1999): 3-46.
- Tawiah, B.O & Keefe, M.O (2022). Cash Holdings and Corporate Investment: Evidence from COVID-19. *SSRN Electronic Journal*. [10.2139/ssrn.3712767](https://doi.org/10.2139/ssrn.3712767)
- Vuong, T.H.G. Dao, T.H. Le, T.T.H & Nguyen, H. M (2022). Debts and corporate cash holdings: Evidence from ASEAN-5. *Investment Management and Financial Innovations*, 19(1), 186–200.
- Wang ZY & Xu GH (2021) Optimal cash holding decision with uncertain control. *J Control Decis* 8(3):292–302

Examining the relationship between economic policy uncertainty, investor Protection, and the Value of Excess Cash

Mahtab Seydi Ghomesheh¹ | seyed Javad Delavari^{*2} | Farzad Eivani³

Abstract

Liquidity management is one of the fundamental components of financial decision-making in companies, which plays a decisive role in financial stability, risk reduction, and improving firm performance, and is affected by environmental and institutional conditions. The aim of this study is to investigate the effect of economic policy uncertainty on companies' excess liquidity maintenance and to explain the moderating role of investor support in this regard. The statistical population included companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2015 to 2024, and 170 companies were selected as samples using the systematic exclusion sampling method. The generalized least squares regression method with a panel data approach was used to test the hypotheses. The results showed that economic policy uncertainty has a positive and significant effect on excess liquidity maintenance, such that companies are more inclined to store cash resources when faced with economic uncertainties. Also, investor protection has a significant negative effect on liquidity holdings. Furthermore, investor protection amplifies the positive effect of economic uncertainty on excess liquidity holdings.

Keywords: Economic Policy Uncertainty, Investor Protection, Excess Liquidity Holdings, Financial Decision Making.

¹ Master's Student in Accounting, Faculty of Social Sciences, Razi University, Kermanshah.

² Corresponding author: Assistant Professor of Accounting, Faculty of Social Sciences, Razi University, Kermanshah. / Dellavari@razi.ac.ir

³ Assistant Professor of Accounting, Faculty of Social Sciences, Razi University, Kermanshah.