فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت
دوره ۸، شماره ۱۰۵، تابستان ۱۴۰۴(جلد سوم)

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره هشتم)
شماره ۱۰۵ / تابستان ۱۴۰۴ (جلد سوم)/ صص ۲۱۴-۲۲۹

# بررسی رابطه بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی در حمایت از سرمایه‌گذار با نقش تعدیل‌گری ارزش وجه نقد مازاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

**دکتر رضا محمدی**
استادیار گروه حسابداری، واحد ورامین- پیشوا، دانشگاه آزاد اسلامی، پیشوا، ایران.
rezaiacpa@gmail.com
**دکتر مهدی پناهی**
استادیار گروه حسابداری، واحد ورامین- پیشوا، دانشگاه آزاد اسلامی، پیشوا، ایران.
mehdi.panahi1359@gmail.com
**مقداد منصوری**
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد ورامین- پیشوا، دانشگاه آزاد اسلامی، پیشوا، ایران.
mkhtarkwnany570@gmail.com

## چکیده

در وضعیت عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، بسیاری از تصمیم‌های جزئی اجرایی معلق خواهند شد. تحت این شرایط جلب اعتماد سرمایه‌گذار به‌سختی انجام می‌گیرد. این پژوهش به روش کمی- استقرایی انجام شده و هدف کلی بررسی اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذار؛ و سپس بررسی اثر تعدیلی دارایی نقدی شرکت می‌باشد. جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۲ به مدت نه سال تمام بود که در مجموع به ۱۳۵۰ سال- مشاهده ختم گردید. تحلیل رگرسیون با نرم‌افزار ایویز انجام شد. در سطح اطمینان بالای ۹۹ درصد، هر دو فرضیه پژوهش در سطح اطمینان بالای ۹۹ درصد، به‌صورت منفی و معنی‌دار به تائید رسیدند. نتیجه نهایی این که فقدان قطعیت سیاست اقتصادی موجب افزایش ریسک عملیاتی و به‌تبع آن کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری می‌گردد. بنابراین قطعیت سیاست اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذار اثر مثبت و معنی‌داری داشته و ارزش پول نقد مازاد بر این رابطه اثرگذار است. بالا بودن ارزش دارایی نقدی مازاد موجب اطمینان بیشتر سرمایه‌گذار شده و به نحوی خنثی‌کننده نگرانی‌های ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌باشد. بنابراین بیشتر بودن ارزش دارایی نقدی مازاد موجب تقویت اثر قطعیت سیاست اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذار خواهد شد.

**واژگان کلیدی:** سیاست اقتصادی، حمایت از سرمایه‌گذار، دارایی نقدی، قطعیت سیاست‌گذاری.

## مقدمه

ثبات سیاست‌های اقتصادی، موجب عدم اثرگذاری منفی کلان بر کسب‌وکارها گردیده و وضعیت اقتصادی شرکت‌ها را قابل پیش‌بینی می‌نماید. تحت این شرایط است که ریسک فعالیت‌های اقتصادی کاهش داشته و می‌توان به آینده شرکت امیدوار بود. البته این مهم بدین معنا نیست که در وضعیت عدم قطعیت سیاست اقتصادی، به طور اکید شرکت‌ها دچار زیان می‌گردند؛ اما در این وضعیت کسب‌وکارها برای موفقیت می‌بایست مسیر سخت‌تری را طی کرده و همواره خود را

برای شوک‌های اقتصادی و سیاسی آماده نمایند (لیو[1] و وانگ[2]، ۲۰۲۲). متأسفانه در کشور ما تورم حدود نیم‌قرن بر اقتصاد کشور سیطره یافته و شوک‌های پی‌درپی ارزی و تجاری وارد شده که گاه ممکن از دست رفتن کل سرمایه شرکت در طول چند روز شده است. امروزه تمامی کسب‌وکارها در کشور خود را برای شوک اقتصادی آماده نموده و سعی در حفظ پشتوانه مالی در شرایط سخت دارند (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۱). با این اوصاف می‌توان بیان داشت که احتمال موفقیت اقتصادی شرکت‌هایی که تحت سیاست‌های قطعی اقتصادی می‌باشند، بیشتر است.

در سیاست تمامی کشورها، حمایت از سرمایه‌گذاری به چشم می‌خورد. لیکن روش این امر متفاوت بوده و در برخی از کشورها موفق و در برخی موفق نبوده است. در آمارهای اقتصادی کشورها پرواضح است که کشورهای با اقتصاد با ثبات، در جذب سرمایه‌گذار موفقیت بیشتری داشته‌اند (ژانگ[3] و همکاران، ۲۰۲۳). درواقع سرمایه‌گذاران تنها دغدغه امنیت اقتصادی را داشته و درصورتی‌که حتی احتمال دهند که سرمایه آن‌ها در معرض خطر قرار خواهد گرفت؛ به‌احتمال چندبرابر از حضور در صحنه اقتصادی که پیش‌تر تصمیم به انجام آن داشتند پرهیز خواهند نمود.

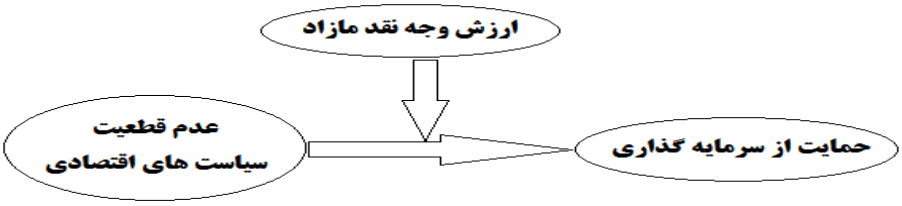
از طرف دیگر اگر ارزش وجه نقد مازاد کاهش چشمگیری یابد، سرمایه‌گذاران به بیم افتاده و جهت مقابله با زیان‌های اقتصادی کلان، ممکن است جریان سرمایه‌گذاری را متوقف نمایند. تحت این شرایط است که علاوه بر زیان‌های اقتصادی شرکت، به اقتصاد کشور نیز آسیب وارد خواهد شد. با این اوصاف می‌توان چنین متصور شد که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذاری متصور است و ارزش مازاد وجه نقد نیز بر این رابطه مؤثر می‌باشد (بنکریم[4] و همکاران، ۲۰۲۳).

جملگی موارد بیان‌شده به معنای اتخاذ در سطح کلان و اثرگذاری بر بخش‌های خرد می‌باشد. تصور شود که سیاست‌های اقتصادی یک کشور قابل پیش‌بینی نیست. به‌تبع این وضعیت شرکت‌ها نیز سیاست شناور در پیش می‌گیرند. با کاهش حمایت از سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها به‌عنوان بخشی از سرمایه‌های کشور حمایت خود را ازدست‌داده و این وضعیت بر آمارهای مالی آن‌ها اثرگذار خواهد بود. میزان تورم که نمایی از ارزش پول ملی کشور محسوب می‌گردد بر وضعیت نگهداشت نقدی شرکت‌ها مؤثر بوده و سیاست‌های پولی شرکت نیز از سیاست‌های کلان اثرپذیر خواهد بود.

محقق بر آن شد که در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، اثر سیاست‌های غیرقاطع اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذار را مورد واکاوی قرار داده و اثر تعدیل‌گری ارزش وجه نقد را مطالعه نماید. فرضه‌های پژوهش به شرح ذیل می‌باشند:

- ✓ عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذار اثر معنی‌دار دارد.
- ✓ ارزش پول نقد مازاد بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی اثر معنی‌دار دارد.

مبتنی بر ادبیات نظری و مبانی علمی، مدل مفهومی پژوهش به شرح شکل ۱ می‌باشد.




**شکل (۱): مدل مفهومی پژوهش (بنکریم و همکاران، ۲۰۲۳).**

[1] Liu
[2] Wang
[3] Zhang
[4] Benkraiem

## مبانی علمی و نظری پژوهش

در این بخش، مبانی نظری و پیشینه پژوهش عنوان شده است. هدف از ذکر مبانی نظری، آن است که تئوری‌های پشتیبان فرضیه‌ها بیان شده تا با دید علمی صحت آن‌ها مورد بررسی قرار گیرد. هدف از ذکر پیشینه پژوهش، بررسی سیر تحولی انتخاب موضوع بوده تا با اهمیت موضوع و خلأ تئوری آن آشنایی صورت پذیرد.

## حمایت از سرمایه گذار

در اذهان عمومی، سرمایه‌گذار به کسی گفته می‌شود که باوجود برخورداری از توان مالی مناسب، به بخش‌های مختلف اقتصادی وارد شده و سعی در افزایش دارایی خود دارد. سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف، اولاً موجب منفعت مالی برای سرمایه‌دار می‌گردد، ثانیاً به‌واسطه ایجاد اشتغال و توسعه کشور، موردتوجه دولت‌ها می‌باشد. طبیعتاً جذب کلیه سرمایه‌های لازم در داخل کشور امکان‌پذیر نیست. لذا جذب سرمایه از خارج از ایران دارای اهمیت بوده که به همکاری‌های دوجانبه کشورها منتهی می‌گردد. حتی سرمایه‌داران ایرانی در موارد خاص، می‌توانند در خارج از ایران به سرمایه‌گذاری بپردازند.

در بسیاری از کشورهای درحال‌توسعه، شکاف بین منابع پس‌انداز ملی و نیازهای سرمایه‌گذاری و همچنین عدم تعادل بین هزینه‌ها و درآمدهای ارزی موجب می‌گردد که این کشورها برای تحقق اهداف کلان اقتصادی و برای تکمیل منابع داخلی به منابع خارجی به‌ویژه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی روی آورند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقایسه با سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی ازجمله منابع باثبات و پایدار برای تأمین مالی خارجی است که نه‌تنها مشکلات استقراض خارجی را ندارد، بلکه عاملی برای جبران کمبود سرمایه کشورها به‌حساب می‌آید (شاوردی و همکاران، ۱۳۸۹).

به‌طورکلی در مورد منابع تأمین مالی سرمایه‌گذاری می‌توان گفت که یک بنگاه خصوصی در یک کشور درحال‌توسعه برای سرمایه‌گذاری از سه ابزار اصلی برخوردار است.

اول اینکه، این مؤسسات می‌توانند تأمین مالی داخلی را از طریق وام‌گیری از بازارهای داخلی یا به دست آوردن وجوهات از خانواده‌ها و یا سایر منابع غیررسمی مدنظر قرار دهند. دوم، آن‌ها می‌توانند در جستجوی یک شریک خارجی باشند و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را جذب کنند و درنهایت، آن‌ها می‌توانند به دنبال منابع تأمین مالی بدهی خارجی باشند. اگرچه نمی‌توان تصمیمات فردی سرمایه‌گذاران را مدنظر قرار داد ولی می‌توان انواع کلی سرمایه‌گذاری در سطح یک کشور را بررسی کرده و ارزیابی نمود که به چه صورت با سرمایه‌گذاری کل ارتباط می‌یابند.

در عمل، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی موجب پر شدن شکاف بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و همچنین درآمدهای مالیاتی هدف‌گذاری شده دولت و درآمدهای مالیاتی تحقق‌یافته می‌شود. ازجمله مزایای دیگر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، می‌توان به بهره‌گیری از بزرگی مقیاس تولید، گردش بیشتر منابع مالی در نظام مالی کشور میزبان، افزایش قدرت چانه‌زنی و قدرت سیاسی این کشورها به دلیل بسط روابط تجاری و سرمایه‌گذاری با سایر کشورها و همچنین افزایش کیفیت کالاها و خدمات به دلیل افزایش رقابت اشاره نمود. در اواخر دهه ۱۹۶۰ میلادی، برخی از کشورهای درحال‌توسعه آسیا به‌گونه‌ای موفقیت‌آمیز از سرمایه‌گذاری مستقیم بنگاه‌های خارجی بهره بردند. درنتیجه کشورهای بیشتری در جهان به این نتیجه رسیدند که فواید خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتر تابعی از سیاست‌های دولت و ظرفیت جذب این نوع سرمایه‌گذاری در کشور بوده تا اینکه متأثر از استراتژی شرکت‌های سرمایه‌گذار خارجی باشد (شیروی، ۱۳۹۶).

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

## عدم قطعیت سیاست اقتصادی

ریسک‌پذیری شرکت بیشتر با مبادله بین جریان نقدی و ریسک‌های نامطمئن در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود (الثقب[1] و القرابی[2]، ۲۰۱۹).

به عبارتی ریسک‌پذیری شرکت، سطحی از ریسک است که یک شرکت تمایل دارد در صورت عدم اطمینان، آینده به دنبال کسب سودهای بالا بپذیرد. ریسک‌پذیری شرکت، منعکس‌کننده نگرش ریسک شرکت در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است. هر چه سطح ریسک‌پذیری شرکت بالاتر باشد، احتمال انتخاب پروژه‌های پر ریسک باارزش فعلی خالص مورد انتظار مثبت در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود (الثقب و همکاران، ۲۰۲۲).

رفتار ریسک‌پذیری شرکت می‌تواند از سطوح ریسک ایمن برای مثال سپرده‌گذاری پول در بانک‌ها تا سطوح با ریسک بالا برای مثال سرمایه‌گذاری در فناوری‌های ناشناخته یا آوردن محصولات جدید به بازارهای جدید گسترش یابد. شرکتی با سطح ریسک‌پذیری بالاتر نشان می‌دهد که احتمال کمتری دارد فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک و بازده بالا را رها کند همچنین سودهای آتی مورد انتظار با عدم قطعیت اجتناب‌ناپذیر عامل تعیین‌کننده برای ریسک‌پذیری شرکت است (بیکر[3] و همکاران، ۲۰۱۶).

در سال‌های اخیر با افزایش عدم قطعیت اقتصادی در جهان موضوع ریسک‌پذیری توجه گسترده‌ای را به خود جلب کرده است. یکی از موارد مهم پیشرفت اقتصادی کشور، وجود فضای مطمئن در اقتصاد کلان و ثبات اقتصادی می‌باشد (بیکر و همکاران، ۲۰۲۲).

شفافیت در سیاست‌های کلی اقتصادی و ثبات کلان محیط امنی را برای فعالیت‌های فعالان اقتصادی فراهم می‌نماید (کولومبو[4]، ۲۰۱۳).

عدم قطعیت سیاست اقتصادی زمانی اتفاق می‌افتد که یک‌نهاد اقتصادی نمی‌تواند دقیقاً پیش‌بینی کند که آیا چه زمانی و چگونه دولت سیاست اقتصادی فعلی خود را تغییر خواهد داد (داویس[5]، ۲۰۱۶).

عدم قطعیت بر تمام بخش‌های اقتصادی، کم‌وبیش تأثیر می‌نهد چراکه عدم قطعیت مفهومی گسترده است که مربوط به پدیده‌های سطح کلان مانند رشد تولید ناخالص داخلی و سطح خرد مانند نرخ رشد بنگاه‌ها و نیز سایر رویدادها مانند انتخابات جنگ و تغییرات آب‌وهوایی است (هانگ[6] و لوک[7]، ۲۰۲۰).

با تأثیر بسزایی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر رفتار اقتصاد یک کشور و سایر نهادهای بازار، در زمان بحران مالی سیاست اقتصادی در مقایسه با عدم قطعیت در اقتصادی واقعی، نسبت، نسبتاً بالایی از عدم قطعیت اقتصادی را به خود اختصاص می‌دهد (کانگ[8] و همکاران، ۲۰۱۴).

سطوح عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در دوران رکود می‌تواند به‌طور قابل‌توجهی افزایش یابد چون سیاست‌گذاران تلاش می‌کنند اقتصاد را تثبیت کنند و رشد را تحریک کنند در متقابل در دوره‌های رونق اقتصاد به تعدیل یا مداخله زیادی نیاز ندارد.

عدم قطعیت سیاست اقتصادی یک ریسک سامان‌مند در سطح کلان است که شرکت‌ها نمی‌توانند از آن اجتناب کنند. شرکت‌ها ممکن است محافظه‌کارتر باشند و زمانی که عدم قطعیت خارجی بالاست ممکن است در رفتارهای مدیریت

---

[1] Al-Thaqeb
[2] Algharabali
[3] Baker
[4] Colombo
[5] Davis
[6] Huang
[7] Luk
[8] Kang

ریسک فعال درگیر شوند با انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری پایدار سطح ریسک کلی شرکت می‌تواند در یک محدوده معقول و قابل‌تحمل کنترل شود علاوه بر این عدم قطعیت ممکن است از طریق تأثیرگذاری بر نگرش ریسک مدیریت و انتظارات زبان بر رفتار تصمیم‌گیری ریسکی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارد هنگامی‌که عدم قطعیت خارجی بالا باشد انتظارات مدیریت برای آینده بدبینانه‌تر است درحالی‌که تصمیمات سرمایه‌گذاری و الگوهای رفتاری محافظه‌کارتر و پایدارتر هستند؛ درنتیجه پروژه‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک و پربازده را می‌توان به‌راحتی رها کرد (فان[1] و همکاران، ۲۰۲۱).

## ارزش وجه نقد مازاد

این موضوع که شرکت‌ها چگونه سطح مناسبی برای نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند، می‌تواند از دیدگاه‌های گوناگونی بررسی شود. مدل‌های شناخته‌شده‌ای از دیدگاه‌های کلی به تبیین و بررسی این موضوع پرداخته‌اند. همچنین، علاوه بر این مدل‌ها می‌توان عوامل دیگری را نیز به عنوان عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد و همچنین، انگیزه‌های نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها برشمرد.

## سرمایه در گردش

می‌توان ادعا کرد که همه فعالیت‌های تجاری نیازمند سرمایه هستند. سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که شرکت مصرف می‌کند. سرمایه در گردش یک شرکت، مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. به دلیل این‌که اجزای سرمایه در گردش از دارایی‌ها و بدهی‌های جاری تشکیل‌شده است، نحوه مدیریت سبد بر میزان نگهداشت وجه نقد که سیال‌ترین نوع دارایی‌های جاری است، اثر می‌گذارد (جنسن[2]، ۱۹۸۶). رهنمای رودپشتی بیان می‌کند که واحدهای انتفاعی با به‌کارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند (فروغی و فرزادی، ۱۳۹۲).

## فرصت‌های رشد

پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد شرکت، دارای یک اثر مثبت بر سطح نگهداشت وجه نقد است (مک کی[3] و همکاران، ۲۰۰۵). برای مثال معتقدند که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، نقدینگی بیشتری نگهداری می‌کنند تا مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشوند.

## اندازه شرکت

علاوه بر متغیرهای فوق، برخی از متغیرها نیز که می‌توانند بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت تأثیر بگذارند و یا با تأثیر بر سایر متغیرهای مستقل نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهند، به عنوان متغیر کنترل بررسی می‌شوند. اندازه شرکت، متغیر مهم دیگری است که بر سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت اثر می‌گذارد (مورلک[4] و همکاران، ۲۰۰۸).

---

[1] Phan
[2] Jensen
[3] MacKay
[4] Morellec

## اهرم مالی

اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را نشان می‌دهد و انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. از سوی دیگر، ازآنجاکه نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می‌رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی به‌وسیله شرکتی بالا باشد، از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردار است؛ درنتیجه، ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری کند. به همین علت، ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به‌دقت نمی‌توان تبیین کرد (اوپلر[1] و همکاران، ۱۹۹۹).

## نسبت جریان‌های نقدی

جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می‌کند و می‌تواند جایگزینی مناسب برای وجه نقد باشد. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه‌ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. نبود اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارد (میرس[2] و همکاران، ۱۹۸۴).

## پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش از دو جنبه داخلی و بین‌المللی موردبحث قرارگرفته و در ادامه خلاصه تحقیقات تشریح شده و بدین‌صورت سیر تحولی انتخاب موضوع عنوان گردیده که به‌تبع آن، جنبه نوآورانه پژوهش برجسته شده است.

## پیشینه داخلی

دالوند و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهش خود باعنوان «تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت» اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت را در محدوده سال‌های ۱۳۹۱– ۱۴۰۰ مورد تحلیل قرار داد. چنین نتیجه شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد؛ یعنی افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی سبب کاهش ورود جریانات نقدی به سمت سرمایه‌گذاری می‌شود.

احمدی و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهش خود باعنوان «بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» رابطه رگرسیونی مدنظر را در بین ۱۸۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ موردمطالعه قرار دادند. چنین نتیجه شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تقسیم سود تأثیر معناداری دارد و این مهم موجب کاهش انگیزه در نگهداری وجه نقد می‌گردد.

امیری و همکاران (۱۴۰۱)، در پژوهش خود باعنوان «تأثیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی و اجتناب مالیاتی بر ارزش وجه نقد مازاد با تأکید بر مراحل مختلف چرخه عمر شرکت» تعداد ۱۲۸ شرکت را در بازه ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ موردبررسی قرار دادند. چنین نتیجه شد که عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر ارزش وجه نقد مازاد تأثیر مستقیم دارد. همچنین اجتناب مالیاتی بر ارزش وجه نقد مازاد تأثیر مستقیم دارد. عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر ارزش وجه نقد مازاد در مرحله بلوغ تأثیر مستقیم دارد.

صبوری و کریم پور (۱۴۰۰)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه» تعداد ۹۰ شرکت را در بازه سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ موردمطالعه قرار داده و چنین نتیجه شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در

[1] Opler
[2] Myers

بورس تهران تأثیر مشترک و معناداری دارد. با نتایج به دست آمده مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثر مستقیم و مثبت دارد اما ویژگی‌های شرکتی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثری معکوس و منفی دارد.

## پیشینه خارجی

فاروق[1] و همکاران (۲۰۲۴)، در پژوهش خود باعنوان «رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و دسترسی به منابع مالی: مطالعه کشورهای درحال‌توسعه» شرکت‌هایی از بین ۱۰۱ کشور در بازه ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۹ موردمطالعه قرار داده و چنین نتیجه شد که شرکت‌هایی که مقر آن‌ها در کشورهایی با عدم اطمینان اقتصادی بالا است، نسبت به شرکت‌هایی که مقر آن‌ها در کشورهایی با عدم اطمینان اقتصادی پایین است، با محدودیت‌های تأمین مالی بیشتری روبرو هستند.

بنکریم و همکاران (۲۰۲۳)، در مقاله پایه این پژوهش باعنوان «رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی، حمایت از سرمایه‌گذار و ارزش پول نقد مازاد» بیان داشتند که سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را که پول نقد اضافی در طول کسری‌های اقتصادی و سیاسی نگهداری می‌کنند، تنها در کشورهایی با محیط‌های حفاظت از سرمایه‌گذار قوی جریمه می‌کنند. همچنین عنوان شد که سیاست خرد شرکت تابعی از سیاست‌های کلان اقتصادی خواهد بود.

گودل[2] و همکاران (۲۰۲۱)، در پژوهشی باعنوان «عدم قطعیت و نگهداری وجه نقد شرکت» بیان داشتند که زمانی که نوسانات مورد انتظار بیشتر از عدم قطعیت وجود داشته باشد، که براساس انتظارات منطقی به‌عنوان نوسانات اخیر عدم قطعیت پس‌ازآن اندازه‌گیری می‌شود، شرکت‌ها وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. همچنین بیان شد که نوسان عدم قطعیت سیاست اقتصادی ازنظر اقتصادی در تعیین دارایی‌های نقدی شرکت بسیار مهم‌تر از خود عدم اطمینان سیاست اقتصادی است.

دملو[3] و تسکانو[4] (۲۰۲۰)، در پژوهشی باعنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و تأمین مالی کوتاه‌مدت: مورد اعتبار تجاری» بیان داشتند که رقابت‌پذیری صنعت که توسط قدرت بازار شرکت تقویت می‌شود، تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اعتبار تجاری را تعدیل می‌کند. عدم اطمینان در مورد سیاست‌های پولی و مالی، مالیات‌ها و مقررات، محرک‌های اصلی تغییرات اعتبار تجاری هستند. کاهش اعتبار تجاری در دوره‌های افزایش عدم اطمینان را می‌توان با مشکلات مالی، محدودیت‌ها و کانال‌های سرمایه‌گذاری خاص توضیح داد.

## وجوه تمایز و نوآوری

تحقیقات علمی عمدتاً بر جنبه‌های خرد و جزئی سیاست‌های اقتصادی متمرکز بوده و از جنبه‌های اثرگذاری سیاست‌های کلان غافل بوده‌اند. بنابراین تحقیقات حوزه حسابداری که اثر پارامترهای کلان را موردمطالعه قرار داده‌اند بسیار معدود بوده و در مقاله پایه، ۱۰۱ شرکت از سراسر جهان موردمطالعه قرارگرفته است. بنابراین مهم‌ترین جنبه نوآوری پژوهش کنونی انجام این تحقیق در داخل ایران می‌باشد.

[1] Farooq
[2] Goodell
[3] D'Mello
[4] Toscano

## روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت یک پژوهش توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون تعیین می‌نماید. علاوه بر این در حوزه مطالعات پس‌رویدادی استفاده از اطلاعات گذشته قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود.

در تحقیق کنونی، باتوجه به وجود رابطه همبستگی و قیاس داده‌های نسبتی در فرضیات، مناسب‌ترین روش بررسی صحت فرضیات، رگرسیون می‌باشد. داده‌ها گاه در دسترس نیستند و محقق می‌بایست به این مسئله توجه نماید. نوع تحقیق نیز کمی- استقرایی می‌باشد، چراکه علاوه بر توصیف مسائل، از داده‌های عددی و کمی بهره جسته و نتایج آن نیز قابل‌تعمیم به جوامع بزرگ‌تر می‌باشد.

مدل پژوهش برگرفته از مقاله پایه (بنکریم و همکاران، ۲۰۲۳) به شرح ذیل می‌باشد.

$$V_{i,t} = a_0 + a_1 EPU_{i,t} + a_2 EC_{i,t} \times EPU_{i,t} + a_3 Age_{i,t} + a_4 Size_{i,t} + a_5 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نمادهای مذکور در مدل فوق معرف متغیرهای پژوهش بوده که به شرح ذیل معرفی شده‌اند:

V: حمایت از سرمایه‌گذار.

EPU: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی.

EC: ارزش وجه نقد مازاد.

Age: سن شرکت.

Size: اندازه شرکت.

Lev: اهرم مالی.

در صورت معنی‌دار بودن $a_1$ و $a_2$، به ترتیب فرضیه های اول و دوم تائید می‌گردند.

## حمایت از سرمایه گذار

نحوه محاسبه این متغیر بدین صورت است که ارزش شرکت (براساس سهام بورس اوراق بهادار) از مجموع کل بدهی‌ها کسر شده و سپس بر کل میزان دارایی شرکت تقسیم می‌گردد (جوادی[1] و همکاران، ۲۰۲۱).

## عدم قطعیت سیاست اقتصادی

از دیدگاه عملیاتی، اگر مجموع اقلام تعهدی و مالیات پرداختی سال موردنظر بر مورد مشابه سال پیشین تقسیم‌شده و از آن لگاریتم‌گیری شود، مقدار این متغیر حاصل می‌گردد (سیا[2] و همکاران، ۲۰۲۲).

## ارزش وجه نقد مازاد

از دیدگاه عملیاتی به معنای مجموع دارایی‌های نقدی تقسیم‌بر کل دارایی‌های شرکت می‌باشد (ابنبوگ و همکاران، ۲۰۲۲).

[1] Javadi
[2] Cai

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

### اندازه شرکت

از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در سال برای شرکت تحت مطالعه محاسبه می‌شود (گازانی و لارابی، ۲۰۲۵).

### اهرم مالی

به معنای لگاریتم نسبت کل بدهی به کل دارایی شرکت می‌باشد (کارستن، ۲۰۲۱).

### عمر شرکت

سال موردنظر منهای سال تأسیس شرکت شده و از آن لگاریتم‌گیری می‌گردد (ابنبوگ و همکاران، ۲۰۲۲).

### جامعه آماری و نحوه نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲ می‌باشند.

نمونه‌گیری با لحاظ شرایط ذیل و به روش حذف سیستماتیک انجام شد. محدودیت‌ها شامل موارد ذیل است:

۱. باتوجه به اطلاعات رسمی، شرکت‌ها از سال ۱۳۹۴ تا پایان سال ۱۴۰۲ در فهرست شرکت‌های عضو بورس و فرابورس بوده و از لیست حذف نشده باشند.

۲. سهام آن‌ها در طول این مدت به‌صورت فعال معامله‌شده باشد.

۳. به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های موردبررسی، دوره مالی آن‌ها باید منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و در دوره موردمطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴. به دلیل تفاوت در عملکرد، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها)، نباشند.

۵. اطلاعات موردنیاز در دسترس باشد.

رویه غربال‌گری به شرح جدول ۱ می‌باشد.

**جدول (۱): غربالگری شرکت ها با هدف انتخاب نمونه**

| شماره محدودیت | شرح | تعداد |
|---|---|---|
| | اعضای جامعه آماری در پایان سال ۱۴۰۲ | ۹۴۰ |
| ۱ | عدم حضور مستمر در بورس بین سال های مورد نظر | ۷۲ |
| ۲ | سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال نبوده است | ۲۶۹ |
| ۳ | شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه) | ۹۹ |
| ۴ | ناقص بودن اطلاعات | ۲۰۵ |
| ۵ | توقف معاملاتی بیش از شش ماه داشته است | ۱۴۵ |
| | جمع شرکت‌های باقی مانده در جامعه آماری | ۱۵۰ |

تعداد شرکت‌های اعضای نمونه ۱۵۰ شرکت تعیین شدند.

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

## یافته ها

بر مبنای گزارش عملیاتی که در بخش پیشین تشریح گردید؛ عملیات تحقیق انجام، و در این بخش گزارش آن ارائه شده است. در بخش آمار توصیفی، وضعیت توزیع داده‌ها بررسی شده، سپس پیش‌شرط‌های تحلیل آماری تعیین گردید. در ادامه با همان پیش‌شرط‌ها، تخمین تک‌مدل انجام، و گزارش آن‌ها ارائه شده است.

## آماده سازی داده ها

مطابق آنچه در بخش سوم بیان شد، داده‌ها آماده‌سازی شده و پس از درج و مرتب‌سازی در نرم‌افزار «اکسل»، به نرم‌افزار «ایویز» انتقال داده و تحلیل صورت گرفت.

مطابق توضیحات ارائه شده در بخش سوم، اطلاعات شش متغیر استفاده‌شده در تک‌مدل، در طی نه سال از ۱۵۰ شرکت بورسی که شامل ۱۳۵۰ سال- مشاهده می‌باشد، جمع‌آوری شده و به شرح جدول ۲ ارائه گردید.

**جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش**

| نام متغیر | نماد | میانگین | میانه | حداکثر | حداقل | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| حمایت از سرمایه‌گذار | V | ۴.۴۴ | ۴.۶۵ | ۱۰.۱۶ | ۱.۷ | ۱.۱۹ | ۰.۹ | ۷.۰۵ |
| عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی | EPU | ۰.۷ | ۰.۶۷ | ۰.۹۹ | ۰.۱۵ | ۰.۱۳ | -۰.۳۱ | ۵.۴ |
| ارزش وجه نقد مازاد | EC | ۰.۰۹۴ | ۰.۱ | ۰.۲۹ | ۰.۰۰۰ | ۰.۰۴ | ۰.۳۸ | ۶.۰۱ |
| سن شرکت | Age | ۲.۳ | ۲.۳ | ۳.۳۳ | ۰.۰۰۰ | ۰.۲۱ | -۱.۷۵ | ۲۰.۹۲ |
| اندازه شرکت | Size | ۱.۵۱ | ۱.۶۵ | ۸.۲۱ | ۰.۰۴۵ | ۰.۷۴ | ۲.۲۴ | ۲۰.۵۴ |
| اهرم مالی | Lev | ۰.۲۱ | ۰.۲ | ۱.۰۳ | ۰.۰۰۰ | ۰.۱۵ | ۱.۳۷ | ۶.۷۹ |

اطلاعات جدول ۲ ضمن انطباق با تعاریف عملیاتی آن‌ها (مندرج در بخش سوم)، صحیح ارزیابی شده و میزان پراکندگی آن‌ها تقریباً نرمال می‌باشد. همین وضعیت مجوز انجام آزمون‌های مرحله بعد را صادر می‌نماید.

## انتخاب روش مناسب تخمین

در این پژوهش تک‌مدل وجود داشته که مورد آزمون قرار گرفته‌اند. در خصوص تخمین مدل‌ها دو سؤال مطرح است.

۱. تخمین در کدام محیط (پنل/پولد) باشد؟

۲. تخمین با چه اثراتی (ثابت/تصادفی) باشد؟

برای پاسخ به سؤال نخست، از آزمون لیمر (سابقاً به آن چاو می‌گفتند) و برای پاسخ به سؤال دوم از آزمون هاسمن استفاده شده است.

در ادامه می‌بایست تخمین به‌صورت صحیح انجام شده و درنهایت این‌که فرضیه‌ها با مدل تخمینی، هم‌خوانی داشته باشند.

## آزمون لیمر

در قدم نخست، قصد سنجش مدل با آزمون لیمر وجود دارد. باتوجه به این‌که داده‌های مورداستفاده در این مطالعه از نوع داده‌های ترکیبی می‌باشد، لازم است در ابتدا نوع مدل بهینه انتخاب گردد. بدین منظور، ابتدا آزمون F لیمر برای انتخاب بین مدل‌های آمیخته‌شده و ترکیبی انجام شد. فرضیه این آزمون به‌صورت زیر تبیین گردید:

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

$$H_0 = Pooled\ OLS\ Model$$
$$H_1 = Panel\ Data\ Model$$

نتیجه آزمون، به شرح جدول ۳ می‌باشد.

**جدول (۳): نتایج آزمون انتخاب مدل بهینه پژوهش**

| آماره | درجه آزادی | معنی‌داری | نتیجه آزمون |
|---|---|---|---|
| ۱.۹۷ | ۱۴۹.۱۱۸۷ | ۰.۰۰۰ | رد فرضیه صفر |

چنانچه آماره آزمون (F) از مقادیر بحرانی برای اثرات ثابت مقطع و دوره زمانی در سطح معناداری بزرگ‌تر باشد فرضیه صفر رد شده و مدل بهینه از نوع دیتاپنل[1] (داده تابلویی) می‌باشد. براساس احتمال گزارش شده در جدول ۳ برای آماره آزمون، فرضیه صفر رد گردید و در نتیجه مدل داده‌های ترکیبی مدل بهینه است. به بیانی دیگر، ناهمگنی در بین مقاطع وجود دارد و عدم توجه به این مسئله موجب نتایج گمراه‌کننده خواهد شد. براساس نتایج جدول ۳، فرضیه تابلوبودن داده‌ها برای تک مدل به تائید رسید. بر این اساس مدل در نرم‌افزار آماده‌سازی شده و به‌صورت دیتاپنل مورد تحلیل قرار گرفتند.

## آزمون هاسمن

چنانچه جملات ماهیت ثابت غیرتصادفی در بین مقاطع با دوره زمانی داشته باشد، مدل مناسب مدل اثرات ثابت و در صورت داشتن ماهیت تصادفی، می‌بایست مدل اثرات تصادفی استفاده شود. بدین منظور آزمون هاسمن برای هر مدل انجام شد. در این آزمون فرضیه صفر و رقیب به شکل زیر تبیین می‌شوند.

$$H_0 : Cov\,(x_i, \lambda_i) = 0$$
$$H_1 : Cov\,(x_i, \lambda_i) \neq 0$$

گزارش آزمون هاسمن به شرح جدول ۴ می‌باشد.

**جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن**

| X2 | P-value | نتیجه آزمون | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|
| ۱۵۹.۴۳ | ۵ | رد فرضیه صفر | ۰.۰۰۰ |

مطابق گزارش جدول ۴، فرضیه صفر برای تک مدل تائید نشد، و لذا می‌بایست از اثرات ثابت استفاده گردد.

## تخمین مدل ها

با پیش‌شرط‌های مذکور، تخمین تک‌مدل مطابق بخش چهارم از انجام شد که گزارش آن‌ها براساس بخش مذکور، به شرح جدول ۵ ارائه گردیده است. نتیجه این تخمین به تائید فرضیه‌ها منتهی گردید. اما نیاز است که پیش از بررسی صحت فرضیات، صحت تخمین بررسی گردد، چراکه اگر تخمین به‌درستی انجام‌نشده باشد، نتیجه تخمین صرف‌نظر از تائید/رد فرضیه‌ها مورد اعتماد نخواهد بود. درصورتی‌که تخمین دارای ایرادات علمی باشد، می‌بایست در روش تحلیل آماری تجدیدنظر نمود.

**جدول (۵): نتایج تخمین تک مدل**

| متغیرها | ضریب رگرسیونی | خطای استاندارد | آماره | سطح معنی‌داری | نتیجه |
|---|---|---|---|---|---|
| عدم قطعیت سیاست- | -۹.۹۴ | ۰.۰۴۳ | ۲۳۱.۳۸ | ۰.۰۰۰ | اثر منفی و معنی‌دار |

[1] DataPanel

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| های اقتصادی | | | | (اطمینان بالای ۹۹ درصد) | |
| ارزش وجه نقد مازاد× عدم قطعیت سیاست-های اقتصادی | -۷.۵۸ | ۰.۲ | ۳۷.۴۸ | ۰.۰۰۰ (اطمینان بالای ۹۹ درصد) | اثر منفی و معنی‌دار |
| سن شرکت | ۰.۰۰۸۵۷۹ | ۰.۰۰۶۳۴۲ | ۱.۳۵ | ۰.۱۷۶۴ (عدم تائید) | بدون اثر معنی‌دار |
| اندازه شرکت | -۰.۰۱۷ | ۰.۰۰۸۷ | -۲.۰۱ | ۰.۰۴۴ (اطمینان بالای ۹۵ درصد) | اثر منفی و معنی‌دار |
| اهرم مالی | -۰.۰۲۱ | ۰.۰۲۳ | ۰.۹۲ | ۰.۳۵۷۵ (عدم تائید) | بدون اثر معنی‌دار |
| ضریب C | ۱۱.۸۲ | ۰.۰۴۲ | ۲۸۰.۰۱۶ | ۰.۰۰۰ (اطمینان بالای ۹۹ درصد) | اثر مثبت و معنی‌دار |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| R-SQUARED | ۰.۹۹ | دوربین واتسون | ۲.۲ | آماره | ۱۱۲۷۲.۶۳ |
| Adjusted R-SQUARED | ۰.۹۹ | مجموع مربعات باقی‌مانده | ۱.۲۵ | احتمال | ۰.۰۰۰ |

مطابق نتایج حاصله از جدول فوق، ضریب تعیین ۰.۹۹ به معنای دقت نسبتاً بالای تخمین در بررسی نخست می‌باشد. در بررسی دوم نیز سطح تخمین در این حد قرار داشته و به معنای حداقل بودن میزان خطا می‌باشد. با این اوصاف انتظار می‌رود که تنها همبستگی بین متغیرها موجب بی‌اعتمادی به نتایج گردد. اما آماره دوربین – واتسون در فاصله بسیار اندکی از عدد ۲ قرار دارد. در این صورت رگرسیون‌های کاذب همگی حذف شده‌اند. مجموع مربعات باقی‌مانده که مقدار اندکی می‌باشد؛ این وضعیت را تائید می‌نماید. درنهایت سطح احتمال «۰» و آماره بالا، همگی نشان از آن دارد که تخمین در سطح اطمینان بالای ۹۹ درصد به‌صورت دقیق و صحیح می‌باشد.

در بررسی نخست، اثر مستقیم «عدم قطعیت سیاست اقتصادی» در سطح بالای ۹۹ درصد به صورت منفی و معنی‌دار به تائید رسید. در بررسی ثانوی، اثر مشترک و ترکیبی اثر وجه نقد مازاد و عدم قطعیت سیاست اقتصادی نیز همین وضعیت وجود دارد. با این اوصاف هر دو فرضیه پژوهش با جهت منفی، قابل تائید می‌باشند. سطح اطمینان به تائید فرضیه‌ها ۹۹ درصد می‌باشد. با این اوصاف اولاً اصل رابطه تائید و ثانیاً اثر متغیر تعدیلی نیز قابل‌اثبات می‌باشد.

## جمع‌بندی و پیشنهادها

نتایج تحلیل آماری، هر دو فرضیه پژوهش را مورد تائید قرار دادند. باتوجه به این که در حین فرض علمی، به جهت اثرگذاری توجهی نشده بود، تائید فرضیات با جهت منفی قابل توجه است. در این بخش به تفکیک فرضیه‌ها بحث صورت گرفته و در ادامه، پیشنهادهای مبتنی بر نتایج ارائه شده است.

## یافته ها

ازنظر آماری، هر دو فرضیه پژوهش با سطح اطمینان بالا به تائید رسیدند. جهت تائید نیز منفی بود. سطح اطمینان بالا نشان از خطاپذیری بسیار جزئی محاسبات آماری داشته که قابل چشم‌پوشی می‌باشد. ذیل این قسمت در خصوص نتایج حاصله مفصلاً بحث گردیده است.

## فرضیه اول

فرضیه نخست به شرح ذیل تکرار شده است.

## فرضیه اول

"عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر حمایت از سرمایه‌گذار اثر معنی‌دار دارد."

مطابق آزمون آماری، این فرضیه به‌صورت منفی و معنی‌دار و در سطح بالای ۹۹ درصد قابل‌اثبات است.

دالوند و همکاران (۱۴۰۲)، فرضیه اثرگذاری عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر میزان سرمایه‌گذاری را در نمونه شرکت‌های ایرانی در محدوده سال‌های ۱۳۹۱– ۱۴۰۰ بررسی نموده و چنین بیان داشتند که در غیاب قطعیت سیاست اقتصادی، ریسک سرمایه‌گذاری پرواضح بوده و تلاش‌ها برای جذب آن را با شکست مواجه می‌نماید.

امیری و همکاران (۱۴۰۱)، ضمن بررسی تعداد ۱۲۸ شرکت در بازه ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ اثر قطعیت سیاست اقتصادی بر جذب سرمایه‌گذار را منوط به اتخاذ تصمیم قطعی برای جذب سرمایه‌گذار در سطح استراتژیک دانستند.

فاروق و همکاران (۲۰۲۴)، ضمن بررسی نمونه وسیع در ۱۰۱ کشور در بازه ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۹ چنین بیان داشتند که معمولاً در سیاست‌های اقتصادی جذب سرمایه‌گذار در رتبه نخست قرار داشته و با در شرایط قطعیت آن می‌توان به نحوی بهتر نسبت به جذب سرمایه‌گذار اقدام نمود.

گودل[1] و همکاران (۲۰۲۱)، بیان داشتند که در کشورهای با ثبات اقتصادی، جذب سرمایه‌گذار با سهولت بیشتر انجام می‌پذیرد.

باتوجه به نوع تعریف متغیرها در این پژوهش، عدم قطعیت (و نه قطعیت) سیاست اقتصادی به‌عنوان متغیر لحاظ شده بود و بیشتر بودن مقدار آن به معنای عدم قطعیت بیشتر سیاست اقتصادی محسوب می‌شود. بنابراین تعیین جهت منفی برای این متغیر منطقی به نظر می‌رسد.

با این اوصاف می‌توان به‌طور قطعی چنین بیان داشت در وضعیتی که به هر دلیل سیاست اقتصادی در سطح کلان و یا در سطح جزء، فاقد قطعیت باشد، حمایت از سرمایه‌گذار فاقد پشتوانه خواهد بود و حتی به فرض اجرا با چالش‌های فراوانی مواجه می‌باشد. بنابراین عدم قطعیت بیشتر سیاست اقتصادی معادل است با عدم توانایی کافی برای حمایت از سرمایه‌گذار. عکس این قضیه نیز صادق است. در وضعیتی که سیاست اقتصادی به نحو مناسب تعیین‌شده و در خصوص آن قطعیت و ثبات وجود دارد، اولاً تکلیف حمایت از سرمایه‌گذار به‌درستی مشخص‌شده، ثانیاً زمینه برای موفقیت این عمل فراهم می‌باشد. بنابراین فرضیه نخست با سطح اطمینان بسیار بالا به‌صورت منفی و معنی‌دار قابل تائید است.

## فرضیه دوم

فرضیه دوم، به شرح ذیل تکرار شده است.

"ارزش پول نقد مازاد بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی اثر معنی‌دار دارد."

احمدی و همکاران (۱۴۰۲)، ضمن بررسی ۱۸۶ شرکت در بازه سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ ارزش پول نقد مازاد را بر رابطه بین قطعیت سیاست اقتصادی و جذب سرمایه مؤثر دانستند.

صبوری و کریم پور (۱۴۰۰)، تعداد ۹۰ شرکت را در بازه سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ موردمطالعه قرار داده و بیان نمودند که در وضعیت افزایش پول نقد، برای مخفی نگه‌داشتن منشأ آن تلاش زیادی صورت می‌گیرد که به سبب اثرگذاری بر امورات مالیاتی می‌تواند عامل محرک در جذب سرمایه محسوب گردد.

بنکریم و همکاران (۲۰۲۳)، چنین تفسیر نموده که دارایی نقدی شرکت می‌تواند موجب قطعیت بیشتر در تصمیم‌گیری اقتصادی و به‌تبع آن حمایت از سرمایه‌گذار خارجی گردد.

[1] Goodell

دملو و تسکانو (۲۰۲۰)، چنین بیان نموده که دارایی نقدی شرکت به سبب آنکه در صورت‌های مالی قابل‌محاسبه می‌باشد عامل مهمی در جذب سرمایه‌گذار محسوب می‌گردد.

باتوجه به نتایج حاصل از محاسبات آماری و همچنین پیشینه‌های همسو، می‌توان چنین بیان داشت که باتوجه به تائید رابطه منفی و معنی‌دار مابین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و حمایت از سرمایه‌گذار؛ به فرض وجود دارایی نقدی، اطمینان به آینده بیشتر بوده و میزان عدم قطعیت سیاست اقتصادی کاهش می‌یابد، چراکه یکی از دلایل عدم قطعیت سیاست اقتصادی، عدم توان مالی نقدی می‌باشد. در این شرایط می‌توان ضمن برجسته‌سازی دارایی شرکت، توجه سرمایه‌گذاران را به نحوی بهتر به سمت شرکت جذب نمود. درواقع باوجود دارایی نقدی، اولاً عدم قطعیت سیاست اقتصادی کاهش داشته و ثانیاً حمایت از سرمایه‌گذار به نحو ساده‌تر انجام می‌گردد که موجب تقویت رابطه اثبات‌شده در فرضیه پیشین می‌گردد. بنابراین متغیر دارایی نقدی بر رابطه اثبات‌شده بر فرضیه نخست اثر مثبت و معنی‌دار داشته و با افزایش دارایی نقدی، رابطه اثبات‌شده تقویت می‌گردد. باتوجه به این که فرضیه اول به‌صورت منفی به تائید رسیده بود، اثر اثبات‌شده نیز به‌صورت منفی ظاهر می‌گردد، لذا واقعیت این است که با افزایش متغیر کنترلی، رابطه مذکور تقویت می‌گردد.

## پیشنهادها

پیشنهادهای پژوهشی به‌عنوان موضوع پایان‌نامه/رساله تحصیلات تکمیلی و پیشنهاد کاربردی مبتنی بر نتیجه پژوهش‌های و باهدف عملی نمودن آن‌ها ارائه شده است.

## پیشنهادهای کاربردی

- ✓ مبتنی بر نتیجه پژوهش، به‌تمامی مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که ضمن مشورت‌گیری از مشاورین اقتصادی، در وضعیت عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی کلان و جزء، از اتخاذ تصمیم در خصوص سرمایه‌داری خودداری نموده و در اولین فرصت که موانع سیاست اقتصادی کلان از میان برداشته شد، سیاست خود را اتخاذ کرده و سپس بر مبنای آن، در خصوص حمایت از سرمایه‌گذاری تصمیمات مقتضی را اتخاذ نمایند.
- ✓ مبتنی بر نتیجه پژوهش، به‌تمامی مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که به‌عنوان یک سیاست کلان، نگهداری حداقل مقدار وجه نقد را در برنامه کاری خود قرار داده، به‌نحوی‌که در بدترین شرایط هیچ‌گاه شرکت بدون وجه نقد فعالیت ننماید. در این صورت می‌توان به نحوی بهتر اثرگذاری قطعیت سیاست اقتصادی را تقویت نمود و به اهداف آرمانی دست یافت.

## پیشنهادهای پژوهشی

- ✓ پیشنهاد می‌شود که در یک پژوهش علمی دیگر، اثر تعدیلی «کیفیت حسابرسی» بر رابطه بین «قطعیت سیاست اقتصادی» و «حمایت از سرمایه‌گذار» بررسی گردد.
- ✓ پیشنهاد می‌شود که این پژوهش با دیگر روش‌های علمی تحقیقاتی همچون پرسشنامه، یا مصاحبه و یا تلفیقی از هر دو انجام شود.

## منابع


- ✓ احمدی، محسن، عوض‌زاده، فرخنده، سعدی، هانی، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نهمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
- ✓ افلاطونی، عباس، کاظمی، پریوش، خطیری، محمد، (۱۴۰۱)، مقایسه سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در دوران رونق و رکود اقتصادی، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۱۰، شماره ۳۸، صص ۱۴۱-۱۶۰.
- ✓ امیری قولقاسم، فیروزه، بابایی، قادر، (۱۴۰۱)، تاثیر عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی و اجتناب مالیاتی بر ارزش وجه نقد مازاد با تاکید بر مراحل مختلف چرخه عمر شرکت، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۵، شماره ۷۷، صص ۱-۲۲.
- ✓ دالوند، دانیال، خوشکار، فرزین، مرادی، مجید، (۱۴۰۲)، تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۶، شماره ۸۲، صص ۲۰۵-۲۲۳.
- ✓ شاوردی، مرضیه، شیرازی شایسته، مهدی، جمالی، احمد، (۱۳۸۹)، سرمایه‌گذاری خارجی تهران، آبگین رایان، ج۱، چ۱.
- ✓ شیروی، عبدالحسین، (۱۳۹۶)، حقوق تجارت بین‌الملل، تهران، سمت، ج۳، چ۱۰.
- ✓ صبوری، نرگس، کریم پور، عنایت، (۱۴۰۰)، بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۱۱۹-۱۳۶.
- ✓ فروغی، داریوش، فرزادی، سعید، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۲، شماره ۴، صص ۲۱-۳۶.
- ✓ Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. The Journal of Economic Asymmetries, 20, e00133.
- ✓ Al-Thaqeb, S. A., Algharabali, B. G., & Alabdulghafour, K. T. (2022). The pandemic and economic policy uncertainty. International Journal of Finance & Economics, 27(3), 2784-2794.
- ✓ Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. The quarterly journal of economics, 131(4), 1593-1636.
- ✓ Baker, S. R., Davis, S. J., & Levy, J. A. (2022). State-level economic policy uncertainty. Journal of Monetary Economics, 132, 81-99.
- ✓ Benkraiem, R., Gaaya, S., Lakhal, F., & Lakhal, N. (2023). Economic policy uncertainty, investor protection, and the value of excess cash: A cross-country comparison. Finance Research Letters, 52, 103572.
- ✓ Cai, C., Bao, R., Wang, P., & Yang, H. (2022). Impact of macroeconomic policy uncertainty on opportunistic insider trading. China Journal of Accounting Research, 15(4), 100270.
- ✓ Colombo, V. (2013). Economic policy uncertainty in the US: Does it matter for the Euro area?. Economics Letters, 121(1), 39-42.
- ✓ Davis, S. J. (2016). An index of global economic policy uncertainty (No. w22740). National Bureau of Economic Research.
- ✓ D'Mello, R., & Toscano, F. (2020). Economic policy uncertainty and short-term financing: The case of trade credit. Journal of Corporate Finance, 64, 101686.

- ✓ Farooq, O., Jabbouri, I., & Naili, M. (2024). The nexus between economic policy uncertainty and access to finance: a study of developing countries. International Journal of Managerial Finance, 20(1), 222-246.
- ✓ Goodell, J. W., Goyal, A., & Urquhart, A. (2021). Uncertainty of uncertainty and firm cash holdings. Journal of Financial Stability, 56, 100922.
- ✓ Guizani, M., & Larabi, C. (2025). Exploring the nexus between CEO characteristics and the value of excess cash holdings through the lens of the resource-based view theory. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 25(3), 586-605.
- ✓ Huang, Y., & Luk, P. (2020). Measuring economic policy uncertainty in China. China economic review, 59, 101367.
- ✓ 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.
- ✓ Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, Vol 76, No 4, Pp 323-329.
- ✓ Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. Journal of Macroeconomics, 39, 42-53.
- ✓ Liu, J., & Wang, H. (2022). Economic policy uncertainty and the cost of capital. International Review of Financial Analysis, 81, 102070.
- ✓ MacKay, P., and G. Phillips. (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structure? Review of Financial Studies, Vol 18, No 4, Pp 1433-1466.
- ✓ Morellec, E., and B. Nikolov. (2008). Cash Holdings and Competition.Working Paper, Ecole Poly Technique Federal de Lausanne.
- ✓ Opler, T., Pinkowitz, L., Stutz, r., and R. Williamson. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. Journal of Financial Economics, Vol56, No 4, Pp 3-46.
- ✓ Phan, D. H. B., Iyke, B. N., Sharma, S. S., & Affandi, Y. (2021). Economic policy uncertainty and financial stability–Is there a relation?. Economic Modelling, 94, 1018-1029.
- ✓ Zhang, L., Chen, W., & Hu, N. (2023). Economic policy uncertainty and stock liquidity: evidence from China. International Journal of Emerging Markets, 18(1), 22-44.