

عدم قطعیت سیاست اقتصادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی

جمال ساعدی^۱

شهرزاد سراج^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۳/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۶/۰۵

چکیده

عدم قطعیت سیاست اقتصادی به عنوان یک مفهوم گسترده است که در زمینه‌ها و رشته‌های مختلف علمی مورد بحث و تفسیر قرار می‌گیرد. این مفهوم، عدم قطعیتی که در ذهن مصرف کنندگان، مدیران و سیاستمداران درباره حوادث محتمل در آینده وجود دارد را منعکس می‌کند لذا بر پایه این استدلال، هدف از پژوهش حاضر بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۶۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است. نتایج یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با عدم قطعیت اقتصادی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجه نقد برخوردار هستند. همچنین فرضیه دوم بیانگر ارتباط بین عدم قطعیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری‌های شرکت است.

واژگان کلیدی

عدم قطعیت سیاست اقتصادی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، وجوه نقد.

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (saedijamal@gmail.com)

^۲ استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (sh.seraj85@yahoo.com)

۱. مقدمه

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد^۱ شرایطی است که در آن تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت نسبت به در دسترس بودن جریان نقدی حساس تر می‌شود. حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد به دلیل یک بازار سرمایه ناقص ایجاد می‌شود که در آن تامین مالی خارجی به دلیل هزینه‌های بالای نمایندگی، هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های مبادله پرهزینه از تامین مالی داخلی است؛ مطالعات اخیر نشان‌دهنده آن است که جریان نقدی یک عامل اصلی است که بر سرمایه‌گذاری شرکت^۲ تأثیر می‌گذارد (گوپتا^۳، ۲۰۲۲ و پارک و همکاران^۴، ۲۰۱۸). همچنین قابل توضیح است که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد با محدودیت‌های تامین مالی تغییر می‌کند. چندین مطالعه صورت گرفته استدلال می‌کنند که عدم سیاست اقتصادی^۵ ممکن است بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد تأثیر بگذارد. سرمایه‌گذاری‌ها چه سرمایه‌گذاری در سهام یا سرمایه‌گذاری در دارایی همیشه در معرض خطر هستند و همه سرمایه‌گذاری‌ها شامل ریسک می‌شوند که می‌تواند کلان اقتصادی / خاص بازار یا منحصر به فرد / خاص شرکت باشد. از این رو، شناسایی و مدیریت ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذار پروژه ضروری است. باین‌حال، برخی از نوسانات تا حدی ناشی از شوک‌های کل است که به طور همزمان به همه صنایع ضربه می‌زند. بنابراین، مطالعه اثر عدم قطعیت سیاست برای گنجاندن چنین شوک‌های کل بسیار مهم می‌شود (گوپتا و ماهکود^۶، ۲۰۱۸).

با توجه به استدلال‌های فوق، می‌توان بیان کرد که هرگونه شوک اقتصادی یا سیاسی به عنوان یک عدم اطمینان عمده برای شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود که در نهایت بر فروش، هزینه‌ها و سود شرکت تأثیر می‌گذارد (وانگ و همکاران^۷، ۲۰۱۴). علاوه بر این، زمانی که سرمایه‌گذاری شرکت به‌طور کلی پرهزینه و غیرقابل برگشت باشد، اثر عدم قطعیت بیشتر خواهد بود. لذا؛ می‌توان فرض کرد که تغییرات در سیاست‌های اقتصادی ممکن است محیطی را که شرکت‌ها در آن سرمایه‌گذاری‌های خود را تامین مالی می‌کنند و سیاست‌های سرمایه‌گذاری را تدوین می‌کنند که ممکن است بر شرایط مالی داخلی برای سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارد. بنابراین، عدم سیاست اقتصادی شوک منفی را بر موسسات مالی، نمایندگی‌های وام‌دهی و بانک‌ها کاهش می‌دهد که در نهایت باعث افزایش هزینه‌های مالی خارجی برای شرکت‌ها می‌شود. سرمایه‌گذاری یک شرکت تنها به در دسترس بودن منابع مالی داخلی وابسته است (گوپتا، ۲۰۲۲). در نتیجه، عدم سیاست اقتصادی بالاتر نیاز به جریان نقدی برای سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را تقویت می‌کند و سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، در درجه اول به دلیل برگشت‌ناپذیری سرمایه‌گذاری.

تأثیر عدم سیاست اقتصادی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌تواند در طول دوره بحران بیشتر باشد و می‌تواند به این دلیل باشد که دوره بحران در دسترس نبودن وجوه از بازار را افزایش می‌دهد و هزینه وجوه را افزایش می‌دهد (گوپتا و همکاران، ۲۰۱۸). بنابراین، عدم سیاست اقتصادی در طول دوره بحران ممکن است نیاز به تامین مالی داخلی برای سرمایه‌گذاری را افزایش دهد زیرا شرکت‌ها نمی‌توانند در این دوره‌ها از منابع مالی خارجی وام بگیرند. ادبیات مالی اخیر به‌طور گسترده تأثیر عدم سیاست اقتصادی بر تصمیمات مختلف مانند ریسک‌پذیری بانک (چنگ و گاوآنده، ۲۰۱۷)،

¹ Investment-Cash Flow Sensitivity (ICFS)

² Corporate Investment (CI)

³ Gupta, G. et al

⁴ Park, J.H. et al

⁵ Economic Policy Uncertainty (EPU)

⁶ Gupta, G. and Mahakud, J

⁷ Wang, Y

رشد اقتصادی (بهگات و همکاران^۱، ۲۰۱۳)، اسپرد اعتبار شرکت‌ها (کاویانی و همکاران^۲، ۲۰۲۰)، بازارها و وام‌دهی بانکی (کایا و همکاران^۳، ۲۰۱۸)، ساختار سرمایه (ژانگ و همکاران^۴، ۲۰۱۵) و بازارهای مالی و احتمال (کارنیزووا و لی^۵، ۲۰۱۴) را مورد بررسی قرار داده‌اند. به دلیل کمبود مطالعات در مورد تأثیر عدم سیاست اقتصادی بر نقش جریان نقدی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در سراسر جهان، اثر نامشخصی از عدم سیاست اقتصادی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد و سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. به جز مطالعه وانگ و همکاران (۲۰۱۴) بررسی‌های تجربی رابطه بین عدم سیاست اقتصادی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد و سرمایه‌گذاری شرکت محدود به اقتصادهای توسعه یافته است (آکرون و همکاران^۶، ۲۰۲۰).

بر این اساس، در پژوهش حاضر سعی گردیده است که ارتباط بین عدم قطعیت اقتصادی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را از جنبه سرمایه‌گذاری‌های شرکت مورد بررسی قرار دهد. در نتیجه طرح مسئله پژوهش بدین صورت است که آیا بین عدم قطعیت اقتصادی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد ارتباط معناداری وجود دارد یا خیر. در صورت مثبت بودن پاسخ فوق، نوع تاثیر به چه صورت است؟

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های اقتصادی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که آن را به یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است. یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر رشد سرمایه‌گذاری، وجود اطلاعات متقارن در بازارهای سرمایه هست. زیرا اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. پژوهش‌های اخیر نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود که هزینه سرمایه بالاتر برود. مدل‌های عدم شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را منابع داخلی شرکت تامین می‌کند. چنین شرکتی اصطلاحاً شرکت دچار محدودیت مالی نامیده می‌شود. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود. حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی اشاره دارد. عدم تقارن اطلاعات موجب ایجاد ریسک و مخاطره اطلاعاتی برای تامین‌کنندگان منابع مالی می‌گردد. فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند. لذا شناخت عوامل مهم و تاثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها در ارزیابی شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بسیار حائز اهمیت است.

بر اساس ادبیات نظری نقش عدم قطعیت سیاست اقتصادی را در نوآوری شرکتی بررسی کرد. یک دیدگاه معتقد است که افزایش در عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند نوآوری شرکت را کاهش دهد، زیرا ارزش گزینه انتظار برای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. فرضیه دیگر این است که افزایش در عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند باعث افزایش

¹ Bhagat, S.

² Kaviani, M.S

³ Kaya, O.

⁴ Zhang, G.

⁵ arnizova, L.

⁶ Akron, S.,

نوآوری شرکت شود. تحقیق و توسعه ممکن است به دلیل تفاوت در هزینه‌های تعدیل سرمایه‌گذاری در سرمایه و سهام دانش، واکنش متفاوتی به عدم قطعیت نشان دهد. رقابت بین شرکت‌ها ممکن است در نهایت منجر به ارزش‌گزین انتظاری برای سرمایه‌گذاری به سمت صفر شود. تحت یک عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا، همه شرکت‌ها ترجیح می‌دهند به جای انتظار، سرمایه‌گذاری خود را در نوآوری افزایش دهند که ممکن است نتیجه نهایی بازی باشد. در واکنش شرکت‌ها به تغییرات عدم قطعیت سیاست اقتصادی ناهمگونی وجود دارد. به عنوان مثال، شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر تحت تأثیر قرار می‌گیرند، در حالی که شرکت‌هایی با توانایی‌های ریسک‌پذیری قوی کمتر تحت تأثیر قرار می‌گیرند. اگر فرض بر این باشد که همه شرکت‌ها همگن هستند و تفاوت‌ها را در پاسخ‌های تک تک شرکت‌ها به تغییرات عدم قطعیت سیاست اقتصادی در نظر نمی‌گیرند.

فرضیه اول: شرکت‌هایی با عدم قطعیت اقتصادی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجه نقد برخوردار هستند.

فرضیه دوم: بین عدم قطعیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌پردازد که از نظر هدف کاربردی است و پژوهش کاربردی، پژوهشی است که با استفاده از نتایج پژوهشات بنیادی به طور بهبود و به کمال رساندن رفتارها، روش‌ها، ابزارها، وسایل، تولیدات، ساختارها و الگوهای مورد استفاده جوامع انسانی انجام می‌شود. روش پژوهش حاضر از نظر ماهیت علی است. روش‌های علی - مقایسه‌ای یا روش‌های پس رویدادی (بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته صورت‌های مالی شرکت‌ها انجام می‌گیرد) و از نظر روش تحلیل فرضیه‌ها همبستگی است به دلیل اینکه این پژوهش به دنبال یافتن رابطه بین چندین متغیر است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از ابتدای سال ۱۳۹۳ لغایت تا پایان سال ۱۴۰۱ در بورس فعال بوده‌اند.

برای انتخاب نمونه آماری مناسب که یک نماینده مناسبی برای جامعه آماری مورد نظر باشد از روش حذفی سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار در نظر گرفته شده است. معیارهای مذکور عبارت‌اند از:

- ۱- سال مالی شرکت‌های مورد بررسی منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۲- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری نباشد.
- ۳- شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
- ۴- در دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

جهت سنجش فرضیه اول از رابطه رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$ICFS_{i,t} = \beta_0 + \beta_2 Non - EPU_{i,t} + \beta_2 EPU_{i,t} + \beta_2 \sum Control_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \varepsilon_{i,t}$$

جهت سنجش فرضیه دوم از رابطه رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 \sum Control_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر مستقل: عدم قطعیت سیاست اقتصادی^۱

مطابق با پژوهش قربانی و همکاران (۱۴۰۱) از انحراف استاندارد میانگین بازده قیمت سهام شرکت در طی سال مالی که بعد از محاسبه بازده قیمت سهام شرکت، با استفاده از فرمول؛ انحراف استاندارد میانگین بازده قیمت سهام شرکت محاسبه می‌شود:

$$EPU_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n |r - \bar{r}|}{n}$$

متغیر وابسته: حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد

متغیر وابسته پژوهش حاضر، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد شرکت است که مطابق با پژوهش گوپتا و همکاران (۲۰۲۴) و طوفانی چهارده و همکاران (۱۴۰۲) از طریق کنش حساسیتی بین سرمایه‌گذاری و جریان وجه نقد عملیاتی است. به عبارت دیگر، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی اشاره دارد. در این پژوهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$ICFS = \frac{\% \Delta CE}{\% \Delta CF}$$

که در آن:

$\% \Delta CE$: برابر است با درصد تغییر جریان‌های نقد عملیاتی؛

$\% \Delta CF$: برابر است با درصد تغییر مخارج سرمایه‌ای (خالص دارایی‌های ثابت).

متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، نرخ بازده دارایی، اندازه موسسه حسابرسی، سن شرکت، رشد شرکت)

برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است. مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی گرفته شده است و داده‌های موردنیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی بورس اوراق بهادار تهران و با استفاده از نرم‌افزارهای پایگاه داده‌ها جمع‌آوری می‌شود. در این پژوهش از آمار توصیفی شامل جداول و نمودارها، شاخص‌های گرایش مرکزی جهت توصیف جامعه و نمونه مورد بررسی و از روش رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی جهت تحلیل داده‌های مرتبط به فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود. برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۲۳ و برای انجام آزمون‌های آماری از نرم‌افزار ایویوز نسخه سیزدهم استفاده می‌شود.

¹ Uncertainty of economic policy

۴. یافته‌های پژوهش

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
حساسیت جریان نقدی	ICFS	-۰/۸۲	۰/۱۴	۰/۸۹	-۲/۵۶	۲/۱۸
عدم قطعیت اقتصادی	EPU	۱/۷۹۴	۰/۷۴۸	۲/۶۵۹	-۰/۸۱۳	۷/۱۱۸
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۱۳۰	۱۳/۸۱۰	۱/۷۷۸	۹/۸۶۹	۱۹/۱۸۹
نرخ بازده دارایی	ROA	۰/۰۵۱	۰/۰۴۵	۰/۰۲۹	۰/۰۱۶	۰/۱۲۱
رشد شرکت	GROWTH	۰/۱۵	۰/۱۲	۰/۳۲	-۰/۴۹	۰/۹۵
سن شرکت	AGE	۳۸/۲۹	۴۱	۹/۰۰	۵۳/۰۰	۰/۹۴۵

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر (خروجی نرم‌افزار ایویوز نسخه سیزدهم)

مقادیر میانگین عدم قطعیت سیاست اقتصادی شرکت، برابر با ۱/۷۹۴ است که بیانگر آن است مقدار میانگین بیشتر از مقدار میانه است و نشان‌دهنده چوله به راست است. با در نظر گرفتن میانگین و انحراف معیار نسبتاً نزدیک به هم و مقدار چولگی بالا، نشان‌دهنده وجود تغییرات بزرگ در سیاست اقتصادی است. با بررسی حساسیت جریان‌های نقدی شرکت، میزان میانه بدست آمده حاکی از آن است که حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی به تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی به میزان ۰/۱۴ است. متغیر اندازه شرکت با مقدار ۱/۷۷ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است. همچنین انحراف معیار متغیرهای استفاده شده صفر نیست، لذا می‌توان متغیرهای مدنظر را در مدل وارد کرد. میانگین مشاهدات و میانه آن‌ها اختلاف اندکی دارند. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه مشخص می‌کند که داده‌ها از توزیع نرمال برخوردارند.

جدول ۲ آمار توصیفی متغیر موهومی اندازه موسسه حسابرسی (منبع: پایه داده‌های پژوهش)

نام متغیر	تعداد مشاهده	میانگین کل	انحراف معیار	تعداد صفر	تعداد یک
اندازه موسسه حسابرسی	۱۵۳۰ (سال-شرکت) شامل ۱۶۷ شرکت	۰/۶۲۴	۰/۴۲۳	۹۹۴ (۶۵ درصد)	۵۳۶ (۳۵ درصد)

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر (خروجی نرم‌افزار ایویوز نسخه سیزدهم)

همان‌طور که در جدول (۲) نشان داده شده است، جمع کل شرکت-سال‌های بررسی شده برابر با ۱۵۰۳ است که از بین آن‌ها تعداد ۵۳۶ شرکت-سال، یعنی ۳۵ درصد شرکت‌ها، توسط سازمان حسابرسی و مفید راهبر حسابرسی شده‌اند و ۹۹۴ شرکت-سال، معادل ۶۵ درصد شرکت‌ها، توسط سایر موسسات حسابرسی شده‌اند.

جدول (۳): ماتریس ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

اندازه موسسه حسابرسی	سن شرکت	رشد شرکت	نرخ بازده دارایی	اندازه شرکت	عدم قطعیت سیاست اقتصادی	حساسیت جریانهای نقدی	ضریب همبستگی
						۱/۰۰۰۰ -----	حساسیت جریانهای نقدی
					۱/۰۰۰۰ -----	-۰/۰۴۱۵ (-۲/۳۸۷۴)	عدم قطعیت سیاست اقتصادی
				۱/۰۰۰۰ -----	۰/۷۴۶۹ (۲/۱۱۴۵)	۰/۲۴۱۶ (۱/۱۶۸۷)	اندازه شرکت
			۱/۰۰۰۰ -----	۰/۰۹۱۴ (۲/۶۳۵۲)	۰/۰۴۱۳ (۳/۷۱۵۶)	۰/۷۴۶۵ (۱/۳۳۴۱)	نرخ بازده دارایی
		۱/۰۰۰۰ -----	۰/۵۲۲۵ (۲/۹۹۴۷)	۰/۳۴۱۹ (۳/۷۱۵۶)	۰/۵۴۶۸ (۱/۰۲۴۶)	۰/۱۵۷۰ (۱/۰۳۶۸)	رشد شرکت
	۱/۰۰۰۰ -----	۰/۱۰۲۵ (۲/۱۱۳۶)	۰/۶۶۶۳ (۳/۰۳۳۶)	۰/۲۵۴۶ (۳/۱۱۲۸)	۰/۶۶۸۷ (۲/۵۵۴۳)	۰/۸۸۷۴ (۲/۱۱۷۴)	سن شرکت
۱/۰۰۰۰ -----	۰/۳۲۱۴ (۲/۱۱۴۹)	۰/۱۱۶۳ (۲/۱۶۱۶)	۰/۰۱۱۴ (۳/۱۲۱۴)	۰/۰۶۶۴ (۱/۱۷۲۸)	۰/۰۶۵۴ (۳/۸۸۷۴)	۰/۰۱۲۴ (۲/۱۱۹۹)	اندازه موسسه حسابرسی
مأخذ: یافته‌های پژوهشگر (خروجی نرم افزار ایویوز نسخه سیزدهم)							

جدول (۳) ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرها را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد متغیر حساسیت جریانهای نقدی با عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارای همبستگی منفی به میزان $-۰/۰۴۱۵$ می‌باشد. همچنین بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی با اندازه شرکت همبستگی منفی به میزان $۰/۷۴۶۹$ می‌باشد. از سویی دیگر بین حساسیت جریانهای نقدی با رشد شرکت همبستگی مثبت به میزان $۰/۱۵۷۰$ است.

ضریب تعیین مدل پژوهش مقدار قابل توجه ۶۴ درصد است که حاکی از قدرت مدل است و با توجه به سطح معناداری متغیر شرکت‌هایی بدون عدم قطعیت سیاست اقتصادی که کمتر از سطح معناداری مورد قبول ۹۵ درصد است می‌توان اظهار داشت که فرضیه اول پژوهش مورد قبول بوده و شرکت‌هایی بدون عدم قطعیت سیاست اقتصادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریانهای نقدی رابطه معناداری دارد. چراکه هر یک از شاخص‌های ذکر شده در جدول فوق، دارای سطح معناداری کمتر از $۰/۰۵$ می‌باشد. لذا می‌توان نتیجه کلی گرفت که شرکت‌هایی بدون عدم قطعیت سیاست اقتصادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریانهای نقدی رابطه منفی و معناداری دارد. بر اساس نتایج بدست آمده می‌توان اینگونه استدلال کرد که شرکت‌هایی که دارای عدم قطعیت سیاست اقتصادی از حساسیت سرمایه گذاری به جریانهای نقدی برخوردار هستند.

جدول (۴): آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: (حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد)

$$ICFS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Non - EPU_{i,t} + \beta_2 \sum Control_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	مخفف	نماد در مدل	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	عدم چندم خطی
ضریب ثابت	C	α_0	-۱/۲۱۴	۰/۱۴۱۱	-۸/۶۰۰	۰/۰۰۰	۳/۱۱
شرکت‌های بدون عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Non - EPU	β_1	-۳/۸۳۶	۲/۹۸۷۳	-۱/۲۸۴	۰/۶۲۴۰	۲/۶۴
ضریب تعیین	R^2		۰/۶۴۸				
ضریب تعیین تعدیل‌شده	Adj- R^2		۰/۶۲۱				
دوربین - واتسون	D-W		۱/۸۷۶				
آماره F	F		۱۲/۵۷۸۹۱				
احتمال (آماره F)			۰/۰۰۰۰				

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر (خروجی نرم‌افزار ایویوز نسخه سیزدهم)

جدول (۵): آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: (سرمایه‌گذاری‌های شرکت)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 \sum Control_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	مخفف	نماد در مدل	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	عدم چندم خطی
ضریب ثابت	C	α_0	۰/۳۱۹	۰/۰۷۶۳	۴/۱۷۶	۰/۰۰۰۰	۲/۳۶
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	β_1	-۰/۲۷۶	۰/۱۳۹۸	-۱/۹۷۳	۰/۰۴۸۷	۲/۴۴
رشد شرکت	GROWTH	β_{10}	۱/۳۲۴	۰/۲۹۶	۴/۴۷۲	۰/۰۰۰	۲/۶۴
ضریب تعیین	R^2		۰/۷۱۴				
ضریب تعیین تعدیل‌شده	Adj- R^2		۰/۶۹۷				
دوربین - واتسون	D-W		۱/۹۵۴				
آماره F	F		۱۳/۷۵۴۹۵				
احتمال (آماره F)			۰/۰۰۰۰				

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر (خروجی نرم‌افزار ایویوز نسخه سیزدهم)

۵. بحث و نتیجه‌گیری

مطابق با ادبیات نظری در یک بازار ناکارا، سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط شرکت‌هایی که از نظر مالی محدودتر هستند، به در دسترس بودن وجوه نقد داخلی پس از کنترل پروکسی فرصت‌های رشد بسیار حساس‌تر هستند. لذا نتایج حاصله مبین این ادعا است که حساسیت به جریان‌های نقدی برای شرکتی که با بیشترین فاصله بین هزینه‌های مالی خارجی و داخلی مواجه است، قوی‌تر خواهد بود. شرکت‌هایی که از نظر مالی دارای محدودیت کمتری به نظر می‌رسند نسبت به شرکت‌هایی که از نظر مالی محدودتر هستند، حساسیت بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری نشان می‌دهند.

بنابراین عدم اطمینان محیطی شوک‌های منفی بر موسسات مالی و اعتباری و بانک‌ها را کاهش می‌دهد که در نهایت این امر منجر به هزینه تامین مالی خارجی برای شرکت‌ها را افزایش خواهد داد. لذا سرمایه‌گذاری یک شرکت به شدت به در دسترس بودن منابع مالی داخلی وابسته است. عدم اطمینان محیطی بالا، نیاز به جریان نقدی برای سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی بسیار حساس می‌شود و منجر به تقویت حساسیت جریان‌های نقدی توسط عدم اطمینان محیطی می‌شود. علاوه‌براین، عدم اطمینان محیطی بالاتر ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری کمتر شود، زیرا شرکت‌ها به دلیل در دسترس نبودن منابع مالی و نرخ بهره بالای وام‌ها با مشکلاتی برای دریافت منابع مالی مواجه هستند. نتایج پژوهش حاضر را می‌توان با یافته‌های کاویانی و همکاران (۲۰۲۰) و آکران و همکاران (۲۰۲۰) همسو دانست.

عدم قطعیت سیاست اقتصادی موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها شده و کاهش ارزش فعلی جریان‌های نقدی خالص آینده را به دنبال خواهد داشت و در نتیجه، سرمایه‌گذاری شرکتی کاهش خواهد یافت. به‌طور کلی، نااطمینانی سیاست اقتصادی، ریسک پروژه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و به کاهش سرمایه‌گذاری شرکتی منجر می‌شود؛ به ویژه در وضعیت تورمی که ارزش پول کاهش می‌یابد، نرخ‌های بهره اسمی برای پس‌انداز و ذخایر پایین است. استدلال بر آن است که اندازه شرکت به عنوان نماینده‌ای برای دسترسی به بازارهای خارجی در راستای تامین مالی استفاده می‌شود. جدای از این قضیه، شرکت‌های کوچک از نظر تامین مالی با محدودیت مواجه خواهند بود. شرکت‌های کوچک‌تر دارای محدودیت‌های مالی بیشتری هستند؛ چراکه این شرکت‌ها تازه تاسیس و وثیقه کمتری دارند، سطح بالایی از ریسک خاص شرکت را به دنبال خواهند داشت و امکان جذب منابع مالی خارجی را کاهش می‌دهند. بنابراین شرکت‌های کوچک نمی‌توانند سرمایه‌گذاری اضافی را در عملیات شرکت‌ها انجام دهند. نتایج پژوهش حاضر را می‌توان با یافته‌های کاویانی و همکاران (۲۰۲۰) و آکران و همکاران (۲۰۲۰) همسو دانست.

عدم قطعیت سیاست اقتصادی به ناتوانی واحدهای اقتصادی در پیش‌بینی دقیق اینکه آیا، چه زمانی و چگونه دولت سیاست‌های اقتصادی فعلی را تغییر خواهد داد اشاره دارد. افزایش عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی، در سال‌های اخیر، محققان را به بررسی تأثیر پویای عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر شاخص‌های کلان اقتصادی جذب کرده است. اکثر مطالعات قبلی تأثیر عدم قطعیت بر ابتکارات سرمایه‌گذاری را، به دنبال چارچوب نظری سرمایه‌گذاری برگشت‌ناپذیر، بررسی کرده‌اند. در مورد عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر این باورند که به دلیل عدم قطعیت سیاست، شرکت‌ها ممکن است تصمیم بگیرند به جای درگیر کردن خود در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری غیرقابل برگشت، به تعویق بيفتند. بخش قابل توجهی از ادبیات نظری و تجربی نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی عواقب جدی برای شاخص‌های اقتصاد

کلان دارد. با این حال، ادبیات مبتنی بر تأثیر عدم قطعیت، بر نوآوری فن آوری شرکت و نوآوری مدل کسب و کار، هنوز کمیاب است.

وجود اطمینان در محیط اقتصادی کشورهای در حال توسعه نظیر ایران، از اهمیت زیادی برخوردار است. کشور ایران طی سال‌های اخیر، همواره با کسری بودجه دولت مواجه بوده و برای حل این مشکل، سیاست‌های شتابزده فراوانی در حوزه پولی و مالی توسط دولت و مقامات پولی کشور اتخاذ شده است. سیاست‌های پولی و مالی مناسب و با برنامه‌ریزی پیش‌بینی شده بر فعالیت‌های اقتصادی اثر مثبتی می‌گذارد؛ اما سیاست‌های اقتصادی پیش‌بینی نشده موجب سردرگمی فعالان اقتصادی شده و بر شکل‌گیری انتظارات و میل به سرمایه‌گذاری، اثر روانی منفی ایجاد می‌کند. با این حال، این سوال همچنان باقی است، آیا عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر می‌گذارد؟ با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، به دولت و بانک مرکزی پیشنهاد می‌شود با اتخاذ سیاست‌های مناسب ضمن کاهش نوسان‌ها به ایجاد نهادها و ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش آشفتگی‌های اقتصاد کلان و اعمال مدیریت ریسک در این رابطه اقدام کنند و به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که در وضعیت نااطمینانی سیاست اقتصادی، شرایطی را برای سرمایه‌گذاران فراهم آورند که منجر به سرمایه‌گذاری در شرکت گردد؛ چراکه در این وضعیت سیاست پولی، سرمایه‌گذاری برای دارایی‌های مالی افزایش یافته و با کاهش وجوه در دسترس برای سرمایه‌گذاری در سیستم بانکی، تامین مالی بنگاه‌ها کمتر فراهم شده و سرمایه‌گذاری شرکتی کاهش می‌یابد.

۶. منابع و مآخذ

- قربانی، بهزاد؛ پورطاهر اقدام، فرزانه و رهنماودپشتی، فریدون. (۱۴۰۱). تأثیر محافظه‌کاری حسابرسان و وجود عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر کیفیت سود. قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۲(۱)، ۱-۲۵.
- جعفری، محمد؛ سلگی، محمد و رضایی، ندا. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی. مطالعات حسابرسان، مقاله آماده انتشار.
- طوفانی چهارده، جواد؛ ولی‌نیا، ولی‌اله؛ جهانگیر، مجید جعفری و محمدی، کیانا سادات. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر عدم اطمینان محیطی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۶(۷۹)، ۸۸-۹۸.
- Akron, S., Demir, E., D_iez-Esteban, J.M. and Garc_ia-G_omez, C.D. (2020), "Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from the U.S. hospitality industry", *Tourism Management*, Vol. 77, 104019.
- Bhagat, S., Ghosh, P. and Rangan, S.P. (2013), "Economic policy uncertainty and economic growth in India".
- Gupta, G. (2022a), "CEO's age and investment-cash flow sensitivity", *Managerial and Decision Economics*. doi: 10.1002/mde.3519.
- Gupta, G. (2022b), "CEO's educational background, economic policy uncertainty and investment-cash flow sensitivity: evidence from India", *Applied Economics*, Vol. 54 No. 5, pp. 568-579
- Gupta, G. and Mahakud, J. (2018), "Business group affiliation and corporate investment: evidence from Indian companies", *Journal of Management Research*, Vol. 18 No. 1, pp. 56-67.
- Karnizova, L. and Li, J.C. (2014), "Economic policy uncertainty, financial markets and probability of US recessions", *Economics Letters*, Vol. 125 No. 2, pp. 261-265
- Kaviani, M.S., Kryzanowski, L., Maleki, H. and Savor, P. (2020), "Policy uncertainty and corporate credit spreads", *Journal of Financial Economics*, Vol. 138 No. 3, pp. 838-865.

- Kaya, O., Schildbach, J., Ag, D.B. and Schneider, S. (2018), Economic Policy Uncertainty in Europe, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main.
- Park, J.H., Park, K. and Ratti, R.A. (2018), "Controlling shareholders and financial constraints around the world", *Managerial Finance*, Vol. 44 No. 1, pp. 92-108.
- Wang, Y., Chen, C.R. and Huang, Y.S. (2014), "Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 26, pp. 227-243.
- Zhang, G., Han, J., Pan, Z. and Huang, H. (2015), "Economic policy uncertainty and capital structure choice: evidence from China", *Economic Systems*, Vol. 39 No. 3, pp. 439-457.

The Effect of Job Satisfaction on Employee Productivity by Mediating Organizational Culture

Jamal Saedi¹
Dr.Shahrzad Seraj^{*2}

Abstract

Uncertainty of economic policy is a broad concept that is discussed and interpreted in different scientific fields and disciplines. This concept reflects the uncertainty in the minds of consumers, managers and politicians about possible future events. Therefore, based on this argument, the purpose of this research is to investigate the relationship between the uncertainty of economic policy and the sensitivity of investment to cash flow in companies listed on the Tehran Stock Exchange using a sample of 167 companies during the years 1393 to 1401. The results of the research findings show that companies with economic uncertainty have the sensitivity of investment to cash flow. Also, the second hypothesis shows the relationship between economic uncertainty and company investments.

Keywords

economic policy uncertainty, investment sensitivity to cash flow, cash

1. Master of accounting, Azad University, South Tehran branch, Tehran ,Iran (saedijamal@gmail.com).

2. Assistant Professor of Accounting Department, Azad University, South Tehran branch, Tehran, Iran (sh.seraj85@yahoo.com).