

## رابطه مدرک تحصیلی مدیرعامل و عدم اطمینان اقتصادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی

مهدی سیاهوشی

کارشناسی حسابداری، واحد رودبار، دانشگاه آزاد اسلامی، رودبار، ایران.  
Siahvoshimehdi10@gmail.com

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی رابطه مدرک تحصیلی مدیرعامل و عدم اطمینان اقتصادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بدین منظور، دو فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و بر روی داده‌های مربوط به شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی (۷ ساله) ۱۳۹۳-۱۳۹۹ آزمون می‌گردد. روش نمونه‌گیری در این پژوهش حذف سیستماتیک بوده و تعداد ۱۴۸ شرکت (۱۰۳۶ سال مالی شرکت) می‌باشد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی می‌باشد چراکه در روش تحقیق نیمه تجربی (غیرآزمایشی) محقق روابط بین متغیرهایی که خود آنها را دستکاری نکرده است، و بگونه‌ای در گذشته اتفاق افتاده‌اند مورد بررسی و مطالعه و تاثیر آنها را بر متغیرهای مورد نظر مورد مشاهده قرار می‌دهد و از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی به شمار می‌رود. همچنین روش رگرسیونی چندمتغیره تدوین شده استنتاج بدست آمده از پژوهش نشان داد بین مدرک تحصیلی مدیرعامل و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد بین عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** تاثیر مدرک تحصیلی مدیرعامل، عدم اطمینان اقتصادی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی.

### مقدمه

در یک بازار رقابت کامل، هیچ سطح بهینه‌ای از وجه نقد در نظر گرفته نمی‌شود. چون نگهداری وجه نقد برای شرکتهای هزینه‌ای ایجاد نمی‌کند و شرکت در صورت عدم کفایت وجوه نقد داخلی شرکتهای برای اجرای پروژه‌های سرمایه گذاری، می‌تواند سریع به تامین مالی خارجی اقدام کند و این تامین مالی با نرخ منصفانه صورت می‌پذیرد (رابتر و گرانیجر، ۲۰۰۷). ولی در ناقص، نگهداری وجه نقد کمتر و یا بیشتر از سطح بهینه سبب ایجاد هزینه برای شرکت به بهای از دست رفتن منافع سهامداران می‌شود. نگهداری وجه نقد همچنین می‌تواند شرکتهای را نسبت به تامین مالی خارجی پر هزینه برای فرصتهای سرمایه گذاری پیش رو بی‌نیاز نماید و همچنین وجوه نقد مازاد را به منظور کسب بازده در اوراق بهادار کوتاه مدت یا سایر سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت سرمایه گذاری کند. اما انجام این کار دارای هزینه معاملات است و با تکرار دفعات سرمایه گذاری، هزینه مذکور افزایش می‌یابد. از طرف دیگر عدم نگهداری وجه نقد کافی برای شرکتهای با محدودیت تامین مالی ممکن است باعث از دست رفتن فرصتهای سرمایه گذاری آتی شود و از

این رو بر عملکرد آتی و بازده شرکتها تاثیر منفی داشته باشد (مشکی میاوقی و صنایعی، ۱۳۹۵). همچنین شرکتها در جستجوی آن سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی، با نگهداری وجه نقد اضافی، فرصتها از دست نرود و این موارد، همان سطح نقدینگی هدف در شرکتها است (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). طبق پژوهش های قبلی صورت گرفته در زمینه سواد مالی مدیرعامل و وجه نقد انتظار بر این است که مدیران دارای سطح تحصیلی بالاتر و گرایشهای مالی مرتبط تر تمایل زیادی به نگهداشت وجه نقد و در نهایت سرمایه گذاری مطلوب تر داشته باشند. محیط بی ثبات و عدم اطمینان اقتصادی باعث می شود فعالیت های فرصت طلبانه مدیران بیشتر شود، انتظار می رود که بهموازات افزایش عدم اطمینان اقتصادی احتمال ورشکستگی شرکت افزایش یابد. هنگامی که محیط خارجی بی ثبات تر می شود تداوم فعالیت شرکت با اهمیت می شود. فعالیت های فرصت طلبانه در کوتاه مدت به شرکت ها کمک می کند که جریان های نقدی را باثبات کنند، سهامداران را منتفع و تصویر کم ریسک تری را به سهامداران نشان دهند (مهرعلی و همکاران، ۱۳۹۹). تغییر سیاست های دولت بر بازارها و از جمله بازار سهام و متعاقب آن سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها تاثیر می گذارد و مدیران رویه های اداره امور شرکت ها خود را با توجه به سیاست های دولت انتخاب می کنند. موضوع نقدینگی از نظر ادامه فعالیت شرکت دارای اهمیت زیادی است زیرا می توانند بر توانایی شرکت برای حفظ حیات و تحقق اهداف اساسی تاثیر بگذارد (اسماعیلی و همکاران، ۱۴۰۰).

### مبانی نظری و پیشینه

موجود نقدی همواره درصد قابل توجهی از داراییهای شرکت ها را به خود اختصاص می دهند. ایجاد توازن بین موجود وجوه نقد و نیازهای نقدی، مهمترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است (بولو و همکاران، ۱۳۹۱). مدیریت بهینه وجه نقد مستلزم اتخاذ بهترین رویه در خصوص نگهداری وجه نقد است که کسری و مازاد آن با توجه به هزینه های تامین مالی، منجر به ایجاد هزینه های اضافی برای شرکتها می شود (فخاری و همکاران، ۱۳۹۴). شرکتها یکی جریان های نقدی مثبت دارند، نسبت به شرکتهایی که با جریانهای نقد منفی مواجهند، از فرصتهای سرمایه گذاری بیشتری برخوردارند. لذا هنگامی که شرکتی با جریانهای نقدی مثبت مواجه می گردد، با توجه به توان عملیاتی خوب خود در تولید وجه نقد، برای بهره برداری از فرصتهای سرمایه گذاری و مدیریت بهتر وجه نقد حاصل کمتر به انباشت وجه نقد اقدام کرده و به جای ذخیره وجه نقد، از آن در زمینه های کاراتری استفاده نماید که همین امر منجر به حساسیت منفی جریان نقدی وجه نقد می گردد (باو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). منابع نقدی و نگهداشت وجه نقد از مهمترین سیاستهای شرکت و عملکرد مالی شرکت هستند، زیرا سیاست نگهداری وجه نقد از مهمترین سیاستهای مالی شرکت هستند (دنيس و سيبيلکوف<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). عملکرد شرکت تحت تاثیر تصمیمات استراتژیک توسط توانایی مدیریت شکل گرفته است و اساسا مربوط به ویژگی های مدیرعامل می شود (هامبریک و میسون، ۱۹۸۴). اختلاف سطح تحصیلی مدیرعامل بر ویژگی های مختلف مانند مسیر شغلی و تجارتي شرکت تاثیر گذار است (هامبریک و میسون<sup>۳</sup>، ۱۹۸۴) علاوه بر این بر تصمیمات استراتژیک شرکت نیز تاثیرگذار می باشد (داتون و دانکن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۷). تحقیقات قبلی نشان داده اند که تغییر در گزینه های استراتژیک مدیریت شرکت به سابقه و تجربه مدیرعامل بستگی دارد (لوئیز و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). مالمندیر و تیت<sup>۶</sup> (۲۰۰۵) عنوان کرده اند که مدیران دارای سابقه تحصیلی بالا نسبت به مدیران سابقه تحصیلی کم از حساسیت بیشتری نسبت به

<sup>1</sup> Bao,et.al

<sup>2</sup> Denis and Sibilkov

<sup>3</sup> Hambrick and Mason

<sup>4</sup> Dutton and Duncan

<sup>5</sup> Lewis,et.al

<sup>6</sup> Malmendier and Tate

جریانهای نقدی برخوردارند، در نتیجه با کاهش جریان نقدی، سرمایه گذاری کمی ایجاد می شود. در پژوهش حاضر نیز سعی بر این است تاثیر سوابق تحصیلی مدیرعامل بر سیاست نگهداشت وجه نقد و منابع نقدی تمرکز شود، زیرا وجه نقد مهمترین دارایی شرکت هستند. مطالعات کمی به اهمیت وجه نقد در مدیریت شرکت پرداخته اند. دیتمار و مارس اسمیت<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) اشاره کرده اند که شرکتهای دارای مدیران با سواد از نگهداشت وجه نقد بیشتری برخوردارند. علاوه بر این، ویژگی های مدیرعامل بر سیاستهای نگهداری وجه نقد تاثیرگذار هستند. سوابق تحصیلی مدیرعامل به دو بخش تقسیم می شود که مربوط به رشته تحصیلی و مقطع تحصیلی مدیرعامل است. مدیران دارای گرایش های مالی تمایل زیادی به نگهداشت وجه نقد مازاد و بیش سرمایه گذاری نسبت به بقیه مدیران دارند (تیلور و استینسما<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸). همچنین مدیران با گرایش تحصیلی مالی تمایل به ریسک ندارند و برای اطمینان از عملکرد پایداری، شرکتهای خود را محافظه کارانه تر اداره می کنند (بارکر و مولر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲). مدیرعاملانی که در رشته تحصیلی مالی دارند در زمینه مدیریت ریسک بهتر عمل کرده و سرمایه گذاری بلندمدت تری دارند. آنها با مهارتهای مدیریتی قوی، تمایل به خرید متنوع تری دارند (برتراند و شوآر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳؛ مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸). مان و همکاران (۲۰۲۰) بیان داشته اند سیاستهای نقدی به ویژگی های مدیرعامل بستگی دارد و با توجه به میزان ریسک پذیری مدیران برا تامین مالی خارجی و ترجیحات سهامداران در مورد استراتژی های سرمایه گذاری متفاوت هستند. سهامداران ممکن است نگهداشت وجه نقد را به عنوان راهی برای پوشش دادن ریسک ناشی از بحران در نظر بگیرند و زمانی که درجه ریسک پذیری زیاد باشد، سهامداران ذخایر نقدی بیشتری به عنوان فرصتهای مالی از دست رفته تصور می کنند. همچنین مقطع تحصیلی مدیرعامل در ریسک پذیری مدیرعامل نقش دارد. به عنوان مثال بارکر و مولر (۲۰۰۲) اهمیت سطح سواد را در استراتژی های شرکت بیان کرده اند. مدیرعامل دارای سطح تحصیلات بالا تمایل و توانایی بیشتری بر اتخاذ تصمیمات دارند (بانتل و جکسون<sup>۵</sup>، ۱۹۸۹). تمایل به نگهداشت وجه نقد بسته به سواد مدیرعامل متفاوت می باشد و این منجر به ارزیابی متفاوت شرکت در سرمایه گذاری می شود. روابط سیاسی نقش مهمی در بسیاری از فعالیت های اقتصادی ایفا می کند. این روابط ممکن است برای یک شرکت بسیار کارآمد بوده یا برخلاف این امر، گاهی اوقات می تواند مضراتی را برای شرکت همراه داشته باشد. تغییرات سیاسی موجب نااطمینانی سیاست می شود. نااطمینانی های سیاسی، شوکی است که موجب کاهش یا افزایش روابط سیاسی شرکت می گردد و در نهایت بر تصمیمات مدیریت در ارتباط با سطح بهینه و ارزش نگهداشت وجه نقد تاثیرگذار است (کاپریو و همکاران، ۲۰۱۱).

مان و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۰) به تاثیر تحصیلات مدیرعامل بر نگهداشت وجه نقد و منابع نقدی شرکت پرداختند. نتایج بدست آمده نشان داد که شرکت های دارای مدیرعامل که در رشته های بازرگانی (علوم یا مهندسی) تحصیل می کنند، ارزش پول نقد مازاد بالاتر (پایین تر) نسبت به سایر مدیران عامل نشان می دهد. علاوه بر این، شرکت هایی که مدیران عامل آنها دارای مدرک کارشناسی ارشد هستند، ارزش بیشتری از پول نقد اضافی را نشان می دهند. به طور خلاصه، این مطالعه نشان می دهد که سیاست مالی شرکت به سابقه آموزشی مدیران عامل بستگی دارد که ویژگی های شخصی و تجربه شغلی حرفه ای آنها را تعیین می کند و از این رو منجر به عملکرد شرکت های مختلف از نظر سیاست نگهداری پول نقد و ارزش پول اضافی می شود.

<sup>1</sup> Dittmar and Mahrt-Smith

<sup>2</sup> Tyler and Steensma

<sup>3</sup> Barker III and Mueller

<sup>4</sup> Bertrand and Schoar

<sup>5</sup> Bantel and Jackson

<sup>6</sup> Mun, et. al

مورتال و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) به بررسی نگهداشت وجه نقد در شرکتهای خصوصی و دولتی با توجه به دارایی های نقدی و هزینه استقراض پرداختند. نتایج نشان می دهد شرکت های خصوصی به جای ایجاد ذخایر نقدی، از جریان نقدی برای پرداخت بدهی های موجود استفاده می کنند. بعلاوه، تقویت حقوق بستانکار و توسعه بازار بدهی منجر به همگرایی در سیاست های نقدی شرکت های خصوصی و دولتی می شود.

گواتام و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) به بررسی رابطه بین منابع نقدی شرکت و محدودیت های مالی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد شرکتهای اقدام به ایجاد مخارج سرمایه ای با استفاده از منابع نقدی داخلی می نمایند. هنگامی که شرکتهای با محدودیت مالی خارجی مواجه می شوند به نگهداری منابع نقدی بیشتر با کاهش میزان سرمایه در گردش غیرنقدی خود اقدام می کنند.

اورلوا<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) به بررسی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخت. نتایج نشان داد که شرکتهای با کسری وجه نقد در مقایسه با شرکتهای با مازاد وجه نقد، سرعت تعدیل کمتری دارند. همچنین رابطه مستقیمی بین جریان وجه نقد آزاد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارند.

دیتمار و دوچین<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین تجربیات کاری مدیران و نحوه رویارویی آنها با مشکلات مالی تاثیرگذار بر تصمیم های مربوط به نگهداشت وجه نقد شرکتهای پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد شرکتهایی که رئیس هیئت مدیره آنها تجربه مشکلات مالی را در گذشته داشته است، نسبت به دیگر شرکتهای سطح بیشتری از وجه نقد نگهداری می کنند.

بائو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) به حساسیت جریان نقدی و منابع نقدی پرداختند. نتایج نشان داد شرکتهای را به دو شرکت محدود اقتصادی و محدود تقسیم می کنیم و دریافتیم که حساسیت جریان نقدی عدم تقارن وجه نقد همچنان در هر دو گروه حفظ می شود. هنگامی که ما از نگهداری نهادی به عنوان کنترل مسئله آژانس استفاده می کنیم، متوجه می شویم که شرکت هایی که نظارت بیرونی بهتری دارند، فرصت های خوب سرمایه گذاری را به دست می آورند. همه نتایج فرضیه های ما را تأیید می کنند که بنگاه ها هنگام مواجهه با جریان های نقدی مثبت و منفی، پاسخ های مختلفی به منابع نقدی خود دارند.

ایتزکویز<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) به تاثیر منابع نقدی و نگهداشت وجه نقد پرداخت. نتایج نشان داد منابع نقدی تأمین کننده متناسب با اهمیت روابط مشتری آنها افزایش می یابد. بودن در یک رابطه مهم به طور متفاوتی بر دارایی های نقدی و اهرم تأثیر می گذارد، این نشان می دهد که شرکت ها پول و بدهی خود را برای اهداف مختلف مدیریت می کنند. من دریافتم که تأمین کنندگان روابط عمدتاً از طریق انتشار سهام در مقابل بدهی یا سود بازپرداختی، پول نقد به دست می آورند. نتایج هنگام ارزیابی سیاست تأمین مالی یک شرکت اهمیت درک روابط خریدار و تأمین کننده را برجسته می کند.

هارفورد و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۲) به انگیزه شرکتهای در نگهداری وجه نقد پرداختند. آنها دریافتند شرکتهایی که دارای فرصتهای سرمایه گذاری بلندمدت تری هستند، وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند. همچنین شرکتهایی که فرصت بیشتری برای سرمایه گذاری دارند، سود کمتری به سهامداران پرداخت می کنند.

<sup>1</sup> Mortal,et.al

<sup>2</sup> Gautam,et.al

<sup>3</sup> Orlova

<sup>4</sup> Dittmar and Duchin

<sup>5</sup> Bao,et.al

<sup>6</sup> Itzkowitz

<sup>7</sup> Harford,et.al

باو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر حضور سهامداران نهادی بر رابطه جریان های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکتهای آمریکایی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد حضور سهامداران نهادی در هیئت مدیره موجب می شود در وضعیت جریان های نقدی مثبت سطح نگهداشت وجه نقد شرکتهای کاهش یابد؛ به عبارتی نظارت صحیح سهامداران نهادی بر تصمیمات هیئت مدیره موجب هدایت منابع نقدی به سوی سرمایه گذاری در پروژه های جدید سودآور خواهد داشت.

کاشانی پور و محمدی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه و حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از الگوی رگرسیون چند متغیره و روش حداقل مربعات معمولی در مجموعه داده های تابلویی استفاده شده است. یافته های این پژوهش نشان می دهد رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود دارد. نتایج به دست آمده بیانگر آن است که بیش اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان های نقدی عملیاتی جاری را در شرکت ذخیره می کنند. این یافته ها مطابق با این دیدگاه است که مدیران بیش اطمینان هزینه های تأمین مالی آتی خارج از شرکت را بیش از اندازه تلقی می کنند؛ بنابراین، سعی می کنند با نگهداری وجه نقد، سرمایه گذاری های پیش رو را از منابع داخلی شرکت تأمین مالی کنند.

فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶) به اثر اهرم مالی و ریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداختند. به همین منظور داده های مربوط به تعداد ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مالی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ به روش رگرسیونی تحلیل ترکیبی داده ها و سری زمانی مورد تجزیه تحلیل قرار گرفتند. نتایج بیانگر این است که بین اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه مستقیم وجود دارد و این ارتباط در حالت کسری وجه نقد صادق بوده ولی در حالت مازاد وجه نقد این ارتباط وجود ندارد. این یافته ها می تواند تأکید مجددی بر نیاز به مدیریت وجه نقد توسط مدیران، جهت دستیابی به تصمیمات وجه نقد بهینه باشد.

بابائی صدقیانی و جبارزاده کنگرلوئی (۱۳۹۶) به تاثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی با تأکید بر محدودیت مالی پرداختند. در راستای دستیابی به هدف پژوهش نمونه ای شامل ۱۱۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ انتخاب گردید. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، از رگرسیون پنل دیتا به روش تلفیقی بهره گرفته شد. یافته های پژوهش نشان می دهد که، بین جریان وجوه نقد و سرمایه گذاری رابطه ای مثبت و معنی دار وجود دارد و شرکتهای دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت مالی، حساسیت جریان وجوه نقد بیشتری دارند. نتایج همچنین نشان می دهد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه ای منفی و معنی دار وجود دارد و بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های دارای محدودیت مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. ولی بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های بدون محدودیت مالی رابطه منفی و نامعناداری وجود دارد در نهایت، یافته های پژوهش نشان می دهد که بین تأمین مالی از طریق بدهی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه ای مثبت وجود دارد.

پیری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر سطح نگهداشت منابع نقدی بر ظرفیت بدهی و ارایه مدلی نوین برای تعیین ظرفیت بدهی پرداختند. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تاثیر سطح نگهداشت منابع نقدی بر ظرفیت بدهی ۶۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۲ می پردازد. بدین منظور با استفاده از روش

<sup>1</sup> Bao et al



بررسی میدانی و اسنادکاوی، اطلاعات استخراج شده با استفاده از روش های آمار توصیفی و الگوی داده های تابلویی مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج حاصل حاکی از آن است که سطح نگهداشت منابع نقدی به عنوان یکی از عوامل مؤثر در تعیین ظرفیت بدهی شرکتها می باشد. بنابراین وجوه نقد علاوه بر اینکه خود یکی از عوامل اصلی ایجاد انعطاف پذیری مالی داخلی می باشد، در تعیین ظرفیت بدهی به عنوان عامل دیگر ایجاد انعطاف پذیری مالی داخلی نیز نقش مهمی دارد.

بصیری و صادقی عمروآبادی (۱۳۹۶) به تاثیر حضور مدیران زن برخوردار از سواد مالی بر مدیریت سود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که اثر متغیر مستقل حضور حداقل یک زن سهامداران شرکت بر متغیر وابسته مدیریت سود که شامل ارقام تعهدی غیرمترعارف، ارقام تعهدی اختیاری و یا ارقام تعهدی غیر عملیاتی می باشد، منفی و معنادار است و حاکی از این موضوع است که افزایش تعداد سهامداران زن منجر به افزایش کیفیت حساسی و نظارت دقیق تر بر صورت های مالی، امکان مدیریت سود توسط مدیر را کاهش می دهد. همچنین اثر متغیر مستقل مجازی تخصص مالی مدیران زن چنانچه یکی از این دو موقعیت ارشد شغلی (مدیر عامل و مدیر ارشد مالی) در سازمان توسط یک زن اداره شود، بر متغیر وابسته مدیریت سود منفی و معنادار است و حاکی از این موضوع است که با افزایش تخصص مالی زنان در مدیریت شرکت و افزایش حساسی و نظارت دقیق تر بر صورت های مالی، امکان مدیریت سود توسط مدیر را کاهش می دهد. همچنین اثر متغیر مستقل تعداد مدیران برخوردار از سواد مالی بر متغیر وابسته مدیریت سود نیز منفی و معنادار است و حاکی از این موضوع است که افزایش تعداد مدیران با تخصص مالی، نظارت بر شرکت را بیشتر کرده و امکان مدیریت سود توسط مدیر را کاهش می دهد.

هاشمی و افیوضی (۱۳۹۶) به تاثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به نوسان های جریان نقدی عملیاتی در شرکتهای دارای محدودیت مالی پرداختند. برای آزمون فرضیه ها، نمونه ای شامل ۱۲۹ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ انتخاب شده اند. روش مورد استفاده جهت آزمون فرضیه ها رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته است. نتایج حاصل از فرضیه های پژوهش نشان می دهد که در شرکت های دارای محدودیت مالی، نوسان های جریان نقدی عملیاتی بر سرمایه گذاری تأثیر منفی دارند. همچنین نتایج بیانگر این مطلب است که با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های دارای محدودیت مالی، اثر منفی نوسان ها بر سرمایه گذاری کاهش می یابد.

مشکی میاوقی و صنایعی ماسوله (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد پرداختند. در این پژوهش با استفاده از داده های ترکیبی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی فرضیه های تحقیق پرداخته شد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ارزش یک ریال وجوه نقد تحصیل شده در نزد سهامداران در شرکت هایی که سطح نگهداشت وجوه نقد آنها از سطح بهینه وجه نقد کمتر است بیشتر از شرکت هایی است که سطح نگهداشت وجوه نقد آنها از سطح بهینه وجه نقد بیشتر است. همچنین نتایج تحقیق موید آن است که ارزش وجه نقد در شرکت هایی با نگهداشت وجه نقد بیشتر از سطح بهینه، کمتر از ارزش اسمی یک ریال و در شرکت هایی با نگهداشت وجه نقد کمتر از سطح بهینه، بیشتر از ارزش اسمی یک ریال است.

فروغی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریانهای نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. به این منظور در این پژوهش مطالعات ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۰ جمع آوری و پردازش گردید. همچنین به دلیل ویژگی های خاص یکی از متغیرهای کنترلی از روش گشتاوری تعمیم یافته لحظه ای (GMM4) برای آزمون فرضیه ها استفاده شد. نتایج حاصل

از آزمون فرضیه پژوهش بیانگر آن است که بین جریان های نقدی مثبت و منفی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها با وجود سهامداران نهادی در شرکت رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد. فرجی و همکاران (۱۳۹۴) به تاثیر توانایی مدیریت بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. در مسیر انجام این پژوهش ۱۳۷ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک، برای دور زمانی ۵ ساله ۱۳۹۳-۱۳۸۹ انتخاب شده و با مراجعه به صورتهای مالی آنان، اطلاعات لازم برای سنجش متغیرها، استخراج و آزمون های آماری بر روی آنها صورت گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش حاکی از این مطلب بود که توانایی مدیریت، در دوره مورد بررسی، بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر منفی و معناداری دارد. بعبارت دیگر، با افزایش توانایی مدیریت شرکتهای پذیرفته شد در بورس اوراق بهادار تهران، سطح وجه نگهداری شد توسط آنان کاهش مییابد که یافته های فوق در انطباق با یافته های دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) میباشد. بر اساس نتایج حاصله به مجمع عمومی صاحبان سهام شرکتهای و سرمایه گذاران نهادی پیشنهاد میگردد که در انتخاب مدیران با توانمندی بالا، دقت کافی را داشته باشند. چرا که مدیران با قابلیت بالاتر، در استفاد بهینه از منابع شرکت، منجمله وجه نقد، تلاش کافی را خواهند نمود.

فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) به تاثیر جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن تامین مالی پرداختند. در این پژوهش، اطلاعات ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۱ جمع آوری و پردازش گردید. همچنین، به دلیل ویژگی های خاص، یکی از متغیرهای کنترلی از روش گشتاوری تعمیم یافته لحظه ای (GMM4) برای آزمون فرضیه ها استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش، بیانگر آن است که از یک سو بین نوع جریان های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکتهای رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد و از سوی دیگر، شرکت های دارای محدودیت های تامین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان های نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می کنند. مرادی و مجومرد (۱۳۹۳) به بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودیهای نقد پرداختند. برای این منظور، با استفاده از اطلاعات مالی نمونه ای متشکل از ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰، حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی های نقد، از سه جنبه نوع جریان نقد (مثبت یا منفی)، وجود محدودیت مالی و همچنین، میزان نظارت خارجی روی شرکت ها، مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، همبستگی بوده و برای تحلیل رگرسیون، از داده های ترکیبی بهره گرفته است. یافته های پژوهش نشان می دهد که حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت ها، در اثر مواجه شدن با جریان های نقدی مثبت و منفی، تفاوت ندارد. همچنین تفاوتی میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، مشاهده نگردید. دیگر یافته پژوهش هم بیانگر این است که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، برای شرکت های با نظارت خارجی قوی تر، نسبت به دیگر شرکت ها بیشتر نیست.

## روش کلی تحقیق

این پژوهش از نوع پژوهش های شبه تجربی در حوزه پژوهش های اثباتی حسابداری می باشد و از حیث هدف، از نوع پژوهش های کاربردی می باشد. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده های ترکیبی می باشد. همچنین از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکتهای از نرم افزار ره آورد نوین استخراج و با اطلاعات صورتهای مالی تطبیق یافته و برای آماده سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار

ایویوز یا استاتا استفاده می شود. این پژوهش بر اساس روش کتابخانه‌ای می‌باشد. همچنین در این پژوهش اطلاعات مربوط به ادبیات موضوعی، مبانی نظری، پیشینه و سوابق پژوهش‌های انجام شده قبلی درباره موضوع پژوهش از منابع کتابخانه‌ای و از طریق مطالعه کتب و نشریات مقالات، پایان نامه‌ها اعم از منابع داخلی و خارجی جمع آوری نیز از شبکه جهانی اطلاعات استفاده شده است. داده های استفاده شده در این پژوهش به روش آرشیوی از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین و نسخه الکترونیکی صورتهای مالی گردآوری می شود.

الف) جامعه آماری: کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

ب) روش نمونه گیری و حجم نمونه: روش نمونه‌گیری از نوع تصادفی با شیوه حذف سیستماتیک بوده است و در تجزیه و تحلیل داده ها مد نظر محقق قرار داده می‌شود. شرایط زیر برای انتخاب نمونه مد نظر قرار گرفته است:

۱. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۳ عضو بورس بوده و برای دوره زمانی ۹۳ الی ۹۹ صورت های مالی خود را تهیه و به سازمان بورس ارائه نموده باشند و همچنین داده ها و اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشند.

۲. سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و توقف معاملاتی هم نداشته باشند.

۳. طی سال‌های مورد مطالعه تحقیق ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹، نماد معاملاتی آن‌ها از تابلوی بورس خارج نشده باشد و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد (فعالیت مستمر و پایدار در بازار سرمایه).

۴. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشد، زیرا ماهیت مدیریت، فعالیت‌ها و گزارشگری مالی در آن‌ها متفاوت است.

در نهایت ۱۴۸ شرکت بین بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ (۷ ساله) بدست آمد که برابر با ۱۰۳۶ سال شرکت می باشد.

## فرضیه و مدل رگرسیونی فرضیه

جهت رسیدن به اهداف تحقیق و پاسخگویی به سوالات تحقیق فرضیه‌های این مطالعه بشرح ذیل تدوین می‌گردد: در این پژوهش به منظور آزمون فرضیات پژوهش از مدل رگرسیونی استفاده خواهد شد که مدل رگرسیونی مربوط به پژوهش و متغیرها و تعریف عملیاتی متغیرها به شرح زیر می باشند:

فرضیه اول: بین مدرک تحصیلی مدیرعامل و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم: بین عدم اطمینان اقتصادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

## متغیرهای مستقل

### عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی (EPU)

عدم قطعیت سیاستهای اقتصادی با استفاده از روش مدل گارچ برآورد می شود. متغیر نااطمینانی سیاست اقتصادی است که برای اندازه گیری متغیر نااطمینانی به سیاستهای اقتصادی دولت در طی دوره مورد بررسی، از مدل ناهمسانی واریانس شرطی EGARCH استفاده خواهد شد. در این راستا ابتدا ریشه واحد برای ۴ متغیر نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز و رشد اقتصادی محاسبه شده و سپس بی ثباتی این متغیرها مدلسازی خواهد شد؛ که هرچه میزان بی ثباتی بالاتر باشد، بیانگر افزایش نااطمینانی سیاستهای اقتصادی خواهد بود. در هر سال این مقدار محاسبه شده و میانه مبنای نااطمینانی سیاستهای اقتصادی قرار گرفته است؛ به نحوی که اگر مقدار نااطمینانی سیاستهای اقتصادی در هر سال از میانه مشاهدات بالاتر باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر داده می شود (عادلی و فریدونی، ۱۳۹۷).



## مدرک تحصیلی مدیرعامل (Finance)

متغیری دو وجهی می باشد که اگر مدیرعامل دارای مدرک تحصیلی مرتبط با حسابداری، مدیریت و مالی باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر داده می شود.

### متغیر وابسته

### حساسیت سرمایه گذاران به وجوه نقد INV

در این پژوهش حساسیت جریان نقدی می باشد که برای اندازه گیری آن از مدل ارسالان و همکاران (۲۰۰۶) استفاده می شود، که به شرح زیر است.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFLOW_{it} + \beta_2 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

$INV_{it}$ : بیانگر سرمایه گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است، که از نسبت مخارج سرمایه ای (تغییرات دارایی ثابت سال جاری نسبت به سال گذشته) به خالص داراییهای ثابت اول دوره اندازه گیری می شود.

$CFLOW_{it}$ : بیانگر جریان نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$  است، که از نسبت جریان نقدی حاصل از فعالیتهای عملیاتی بر خالص داراییهای ثابت اول دوره اندازه گیری می شود.

$Q_{it}$ : بیانگر فرصت های رشد شرکت  $i$  در سال  $t$  است، که از ارزش دفتری کل بدهی ها به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل داراییها اندازه گیری می شود.

در این مدل ضریب  $CFLOW_{it}$  شاخص حساسیت جریان نقدی - سرمایه گذاری است.

### متغیرهای کنترلی

مالکیت نهادی (INS): درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی.

اندازه شرکت (size): لگاریتم طبیعی کل داراییها.

اهرم مالی (Lev): نسبت کل بدهی ها به کل داراییها.

بازده داراییها (ROA): نسبت سود خالص قبل از بهره و مالیات بر کل داراییها.

رشد شرکت (BTM): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام.

### یافته های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نگهداشت وجه نقد	-۰.۲۸۱	-۰.۲۷۷	۲.۰۶۲	-۱.۶۱۱	۰.۴۲۸	۰.۳۴۳	۴۶.۰۳
مالکیت نهادی	۰.۷۰۱	۰.۷۴۱	۰.۹۹۸	۰.۱۱۰	۰.۱۸۳	-۰.۹۹۹	۳.۵۶۴
اندازه شرکت	۱۴.۲۲۷	۱۴.۰۳۸	۱۹.۹۴۰	۱۰.۶۱۶	۱.۴۹۵	۰.۷۸۴	۴.۰۰۹
اهرم مالی	۰.۵۷۱	۰.۵۸۳	۲.۰۷۷	۰.۰۱۲	۰.۲۱۹	۰.۳۱۴	۵.۲۳۰
بازده دارایی	۰.۱۱۷	۰.۰۹۶	۰.۶۳۸	-۰.۴۰۴	۰.۱۴۳	۰.۷۰۲	۴.۴۵۲
ارزش دفتری به بازار	۰.۶۷۶	۰.۶۷۵	۲.۰۴۱	۰.۰۰۴	۰.۲۲۴	۰.۳۵۴	۴.۶۷۲

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای اهرم مالی برابر با (۰.۵۷۱) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از

یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر در آمار توصیفی کلی، برای اندازه شرکت برابر با ۱.۴۹۵ و برای بازده دارایی برابر است با ۰.۱۴۳ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

### آماره های توصیفی متغیر های کیفی

سطح اندازه گیری برخی از متغیرها شامل مقیاس اسمی و رتبه ای می باشد که برای متغیر های کیفی به کار می روند. این متغیر ها معمولاً دووجهی یا چند وجهی می باشند و استفاده از شاخص های میانگین، انحراف معیار و ضریب چولگی و کشیدگی برای توصیف آنها مناسب نمی باشند. زیرا، استفاده از این شاخص ها برای متغیر های کیفی منطقی نیست. برای توصیف این گونه متغیر ها میبایست از مد و درصد فراوانی بهره بگیرید. درصد فراوانی برای یک متغیر دو وجهی بیان میکند که چند درصد از داده های یک متغیر دارای کد ۱ و چند درصد دارای کد ۰ میباشند (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول (۲): توزیع فراوانی متغیر بی ثباتی اقتصادی (رشد اقتصادی)

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۵۹۲	۵۷.۱۴
۱	۴۴۴	۴۲.۸۶
جمع	۱۰۳۶	۱۰۰

جدول (۳): توزیع فراوانی متغیر بی ثباتی اقتصادی (تورم)

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۵۹۲	۵۷.۱۴
۱	۴۴۴	۴۲.۸۶
جمع	۱۰۳۶	۱۰۰

جدول (۴): توزیع فراوانی متغیر بی ثباتی اقتصادی (نرخ ارز دلار)

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۸۸۸	۸۵.۷۱
۱	۱۴۸	۱۴.۲۹
جمع	۱۰۳۶	۱۰۰

جدول (۵): توزیع فراوانی متغیر بی ثباتی اقتصادی (نرخ بهره)

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۵۹۲	۵۷.۱۴
۱	۴۴۴	۴۲.۸۶
جمع	۱۰۳۶	۱۰۰

جدول (۶): توزیع فراوانی متغیر تحصیلات مدیرعامل

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۶۹۶	۶۷.۱۸

۳۲.۸۲	۳۴۰	۱
۱۰۰	۱۰۳۶	جمع

### آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی می‌باشد. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها عموماً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می‌شود. بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود. در صورتی که میزان معناداری آماره‌ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰.۰۵ باشد، داده‌های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

#### جدول (۷): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	نام مدل
داده‌های تلفیقی	۰.۹۱۰	۰.۸۳۸	فرضیه اول
داده‌های تلفیقی	۰.۹۲۸	۰.۸۲۴	فرضیه دوم

با توجه به جدول ۷، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر دو فرضیه کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده‌های تلفیقی در مقابل رویکرد داده‌های تابلویی مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

#### جدول (۸): نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	نام مدل
با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون اف لیمر در جدول قبل در هر دو فرضیه بیش از ۵ درصد است دیگر نیازی به اجرای آزمون هاسمن نیست.			فرضیه اول
			فرضیه دوم

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### فرضیه اول

H0: بین مدرک تحصیلی مدیرعامل و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود ندارد.  
H1: بین مدرک تحصیلی مدیرعامل و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.

#### جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مدرک تحصیلی مدیرعامل	۰.۱۲۰	۰.۰۰۸	۱۴.۳۲۳	۰.۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰.۰۰۱	۰.۰۰۳	-۳.۱۵۲	۰.۰۰۱
اندازه شرکت	-۰.۱۸۲	۰.۰۱۸	-۹.۹۳۰	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۸	۰.۰۰۲	۳.۱۶۲	۰.۰۰۱
بازده دارایی	-۰.۴۶۶	۰.۰۱۴	-۳۲.۸۶۶	۰.۰۰۰

۰.۱۷۹	۱.۳۴۳	۰.۰۲۹	۰.۰۳۹	ارزش دفتری به بازار
۰.۸۷۵	-۰.۱۵۷	۰.۰۴۳	-۰.۰۰۶	عرض از مبدأ
۰.۰۰۰	-۴.۸۰۵	۰.۰۲۵	-۰.۱۲۲	اتورگرسیو مرتبه اول
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
۰.۶۳۶			ضرب تعیین تعدیل شده	
۰.۰۰۰		۵۰.۱۷۷		آماره فیشر - سطح معناداری آن
۲.۰۰۱			دوربین واتسون	

مشاهده می شود از بین متغیرهای مربوط به مدرک تحصیلی مدیرعامل دارای سطوح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند از این رو می توان گفت که بین مدرک تحصیلی مدیرعامل و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۳ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۶۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ است و نشان از برازش نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل است.

### فرضیه دوم

H0: بین عدم اطمینان اقتصادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود ندارد.

H1: بین عدم اطمینان اقتصادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.

#### جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
بی ثباتی اقتصادی (رشد اقتصادی)	۰.۰۶۷	۰.۰۰۵	۱۲.۳۶۷	۰.۰۰۰
بی ثباتی اقتصادی (تورم)	۰.۰۳۶	۰.۰۲۱	۱.۶۷۲	۰.۰۹۴
بی ثباتی اقتصادی (نرخ ارز دلار)	۰.۱۹۶	۰.۰۲۱	۹.۰۵۳	۰.۰۰۰
بی ثباتی اقتصادی (نرخ بهره)	۰.۲۲۳	۰.۰۲۲	۹.۸۶۷	۰.۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰.۰۰۸	۰.۰۰۲	-۳.۹۵۳	۰.۰۰۱
اندازه شرکت	-۰.۲۵۹	۰.۰۱۴	-۱۸.۰۴۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۱۷	۰.۰۰۲	۵.۹۷۴	۰.۰۰۰
بازده دارایی	۰.۱۶۶	۰.۰۱۱	۱۴.۰۷۶	۰.۰۰۰
ارزش دفتری به بازار	-۰.۰۰۴	۰.۰۱۴	-۰.۲۸۲	۰.۷۷۷
عرض از مبدأ	۰.۰۵۲	۰.۰۴۲	۱.۲۵۷	۰.۲۰۸
اتورگرسیو مرتبه اول	۰.۶۸۸	۰.۰۱۹	۳۶.۱۴۱	۰.۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
۰.۶۹۵			ضرب تعیین تعدیل شده	
۰.۰۰۰		۲۱۶.۰۶۲		آماره فیشر - سطح معناداری آن
۲.۱۴۳			دوربین واتسون	

مشاهده می شود از بین متغیرهای مربوط به عدم اطمینان سیاست اقتصادی فقط متغیرهای رشد اقتصادی و نرخ ارز و بهره دارای سطوح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند از این رو می توان گفت که بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی (معیار نرخ تورم و نرخ ارز و بهره) و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۹ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل

توانسته‌اند ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ است و نشان از برازش نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل است.

## بحث و نتیجه گیری

با نگرشی بر ساختار کلان اقتصادی هر کشور و بازارهای مختلف موجود در هر اقتصاد می‌توان دریافت که یکی از اساسی‌ترین بازارها در هر اقتصاد بازارهای سرمایه هستند. بازار بورس اوراق بهادار از اجزاء تشکیل دهنده بازار سرمایه می‌باشد و به عنوان بخشی از مجموعه اقتصاد، تابع آن است. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته عمق بیشتری دارد. زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرانی‌های ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود. تغییر بازده ریسک سرمایه گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (پیرائی و شهسوار، ۱۳۸۸). همچنین یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری، اطمینان از آینده است در حقیقت بی‌ثباتی و عدم اطمینان موجب نااطمینانی مدیریت. نسبت به تحولات آینده خواهد شد و در نتیجه مدیران نمی‌توانند چشم انداز روشن و شفافیت از آینده ترسیم نمایند. شرکتها باید توسط مدیرانی، مدیریت شوند که میتوانند ارزش شرکت را افزایش دهند؛ با این حال برخی از شرکتها به نظر نمی‌رسد که به شدت از این الزامات پیروی کنند که ممکن است دلایلی را برای توضیح، برخی از شرکتها در مورد بیتجربگی توضیح دهد. مدیران اجرایی تصمیمات ساختاری سرمایه نامناسب را اتخاذ میکنند که باعث ناکارآمدی تصمیمات ساختار سرمایه میگردد. مدیران ارشد شرکتها به دلیل تاثیر قابل توجهی که مدیران ارشد بر تصمیمات و نتایج استراتژیک شرکتها دارند یک منبع حیاتی برای موفقیت هستند. نتایج نشان داد که عدم اطمینان سیاست اقتصادی با حساسیت سرمایه گذاران وجه نقد رابطه مثبت و معنی داری دارد. یافته‌های پژوهش سپاسی و همکاران (۱۳۹۴) نشان می‌دهد با افزایش تورم، میزان وجه نقد نگهداری شده واحدهای تجاری کاهش می‌یابد و هنگامی که تورم به سطح خاصی برسد، میزان نگه‌داشت وجه نقد شرکتها با افزایش تورم، افزایش می‌یابد که با نتایج پژوهش مطابقت دارد. اما با پژوهش دیده‌خانی و همکاران (۱۳۹۷) مغایرت داشت. نتایج بدست آمده از فرضیه این تحقیق با پژوهش مختاری (۱۳۹۹) مطابقت دارد. نتایج بدست آمده از تحقیق وی نشان داد که تحصیلات مدیران بر ارزش مازاد وجه نقد شرکتها بی‌مهای تأثیر معنا داری دارد. همچنین در دیگر نتایج آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که تحصیلات مدیران بر نگهداشت وجه نقد شرکتها بی‌مهای تأثیر معنا داری دارد. شرکتها بی‌مهای که مازاد وجه نقد بی‌متری در اختیار دارند ممکن است برای سرمایه گذاران بی‌اطلاع، غیرجذاب باشد و باعث گسترش ترس از دست دادن مالکیت سهام هایشان باشد. کاهش مشارکت این سرمایه گذاران، به نوبه خود، باعث افزایش هزینه آن در سازندگان بازار ارائه خدمات نقدینگی می‌شود و همچنین تمایل سرمایه گذاران به تجارت و ریسک آن را افزایش می‌دهد که مدیران با تحصیلات عالی می‌تواند این موضوع رو مدیریت و حل نمایند بنابراین پیشنهاد م‌یشود توجه به تحصیلات عالی مدیران، قبل از انتخاب سهام مورد نظر برای سرمایه گذاری می‌باشد.

## منابع

✓ آقای، محمدعلی، نظافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی، جوان، علی اکبر، (۱۳۸۸)، بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی های نقدی، محله پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۲۸، صص ۵۳-۷۰.



- ✓ بابائی صدقیانی، جواد، جبارزاده کنگرلوئی، سعید، (۱۳۹۶)، تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با تأکید بر محدودیت مالی، پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱۵۶-۱۸۹.
- ✓ بصیری، سهیلا، صادقی عمروآبادی، بهروز، (۱۳۹۶)، تأثیر حضور مدیران زن برخوردار از سواد مالی بر مدیریت سود، سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد دانش بنیان با تأکید بر اقتصاد.
- ✓ بولو، قاسم، باباجانی، جعفر، محسنی ملکی، بهرام، (۱۳۹۱)، رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۷-۲۹.
- ✓ پیری، پرویز، منصورفر، غلامرضا، برزگری صدقیانی، سمانه، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر سطح نگهداشت منابع نقدی بر ظرفیت بدهی و آرایه مدلی نوین برای تعیین ظرفیت بدهی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۶، شماره ۲۴، صص ۲۱۹-۱۳۶.
- ✓ فخاری، حسین، اسدزاده، احمد، (۱۳۹۶)، اثر اهرم مالی و ریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، راهبرد مدیریت مالی، سال ۵، شماره ۴، صص ۱-۲۳.
- ✓ فرجی، شهره، رستمی، وهاب، قربانی، بهزاد، (۱۳۹۴)، تأثیر توانایی مدیریت بر سطح نگهداشت وجه نقد، سومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهش نوین.
- ✓ فروغی داریوش، امیری، هادی، فرزادی، سعید، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریان‌های نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۱۵، شماره ۶۲، صص ۶۳-۷۸.
- ✓ فروغی، داریوش، فرزادی، سعید، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۲۱-۳۶.
- ✓ کاشانی پور، محمد، محمدی، منصور، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه و حساسیت جریان نقدی وجه نقد، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۹، شماره ۳، صص ۱۷-۳۱.
- ✓ مرادی، مهدی، هاتفی مجومرد، حجت، (۱۳۹۳)، بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی‌های نقد، مجله دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۵۱-۷۳.
- ✓ مشکی میاوقی، مهدی، صنایعی ماسوله، مهیار، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱۰۳-۱۲۰.
- ✓ هاشمی، سیدعباس، افیونی، علیرضا، (۱۳۹۶)، تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به نوسان‌های جریان نقدی عملیاتی در شرکتهای دارای محدودیت مالی، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۱، صص ۴-۱۷.
- ✓ Bantel, K.A., Jackson, S.E., 1989. Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference? *Strateg. Manag. J.* 10, 107-124. <https://doi.org/10.1002/smj.4250100709>.
- ✓ Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 18, 690-700.
- ✓ Barker III, V.L., Mueller, G.C., 2002. CEO characteristics and firm R&D spending. *Manag. Sci.* 48, 782-801. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>
- ✓ Bertrand, M., Schoar, A., 2003. Managing with style: the effect of managers on firm policies. *Q. J. Econ.* 118, 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/>

- ✓ Denis, D.J., Sibilkov, V., 2009. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Rev. Financ. Stud.* 23, 247–269. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp031>.
- ✓ Dittmar, A. Duchin, R (2013). Looking in the Rear View Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Cash Holdings. “ *Journal of Finance*, 50, 1-51.
- ✓ Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *J. Financ. Econ.* 83, 599–634. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006>
- ✓ Drobertz, W., Gruninger, M.C(2007) corporate cash holding: evidence from Switzerland, *swiss society for financial marker reserch*, 64: 599-634.
- ✓ Dutton, J.E., Duncan, R.B., 1987. The influence of the strategic planning process on strategic change. *Strateg. Manag. J.* 8, 103–116. <https://doi.org/10.1002/smj.4250080202>.
- ✓ Gautam, V., Singh, A., & Gaurav, S. (2014). Cash Holdings and Finance Constraints in Indian Manufacturing Firms. *Research in Applied Economics*, 6(3), 56-75.
- ✓ Hambrick, D.C., Mason, P.A., 1984. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Acad. Manag. Rev.* 9, 193–206. <https://doi.org/10.2307/258434>
- ✓ Harford, J., Kecskes, A., Mansi, S(2012) investor horizons and corporate cash holdings, *Review of financial Studies*, 19(2): 531-559.
- ✓ Jiang, F.,Zhu, B., and Huang, J. ,(2013),“CEO’s Financial Experience and Earnings Managemen”, *J. of Multi. Fin. Manag.*, 23,PP.134-145.
- ✓ Lewis, B.W., Walls, J.L., Dowell, G.W., 2014. Difference in degrees: CEO characteristics and firm environmental disclosure. *Strateg. Manag. J.* 35, 712–722. <https://doi.org/10.1002/smj.2127>
- ✓ Malmendier, U., Tate, G., 2005. CEO overconfidence and corporate investment. *J. Financ.* 60, 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.
- ✓ Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction. *J. Financ. Econ.* 89, 20–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>.
- ✓ Mortal, S., Nanda, V., & Reisel, N. (2019). Why do private firms hold less cash than public firms? International evidence on cash holdings and borrowing costs. *Journal of Banking & Finance*, 105722. doi:10.1016/j.jbankfin.2019.105722 (<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105722>)
- ✓ Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. 2011. Corporate Cash Holdings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 55-67.
- ✓ Orlova,s(2013). Cash Holdings Speed of Adjustment. Oklahoma State University.
- ✓ Tyler, B.B., Steensma, H.K., 1998. The effects of executives’ experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances. *Strateg. Manag. J.* 19, 939–965. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199810\)19:10<939::AID-SMJ978>3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199810)19:10<939::AID-SMJ978>3.0.CO;2-Z).