Quarterly Journal of Economic Research and Policies Vol. 34, No. 117, Spring 2026

Cash Flow, Firm-Level Political Risk, and Financial Constraints (Case Study: Iran Capital Market)

Seyed Fakhreddin Fakhreosseini
Associate Pro, Department of Market and Business, Ka.C,
Islamic Azad University, Karaj, Iran
f_fkm21@yahoo.com
Meysam Kaviani
Associate prof, Department of Market and Business, Ka.C,
Islamic Azad University, Karaj, Iran (Corresponding author)
m_kaviani@iau.ac.ir
Zoleikha Morsali Arznagh
Assistant Prof, Department of Market and Business, Ka.C,
Islamic Azad University, Karaj, Iran
z.morsali@iau.ir
Parnaz Abedinpour Mabod
MSc, Financial Management, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran
parnazabedin9@gmail.com

This study aims to analyze the impact of firm-level political risk and the moderating role of financial constraints on cash flow sensitivity. The research is applied in nature and employs a descriptive-correlational methodology. The statistical population includes 126 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2014 to 2023, selected through a systematic elimination method. Multivariate regression models were used for data analysis. The findings indicate that operating cash flow has a significant negative relationship with the cash ratio; however, under conditions of heightened political risk, this relationship weakens, and companies tend to hold higher levels of cash even when experiencing strong cash flows. Furthermore, the results show that financial constraints have a significant moderating effect on the relationship between cash flow and political risk, increasing the sensitivity of cash flow to environmental changes. These findings provide important insights for optimizing corporate liquidity policies and financial management in the face of political instability.

JEL Classification: E44, D22, G32.
Keywords: Cash flow, political risk, financial constraints.

Reccived: 2025/07/05 Accepted: 2025/11/05

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

نشریه علمی (فصلنامه) پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی
سال سی و چهارم، شماره ۱۱۷، بهار ۱۴۰۵، صفحه ۳۳۴ - ۳۰۴

جریان نقد، ریسک سیاسی در سطح شرکت و محدودیت مالی (مورد مطالعه بازار سرمایه تهران)

سیدفخرالدین فخرحسینی
دانشکده بازار و کسب و کار، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران
f_fkm21@yahoo.com
میثم کاویانی
دانشکده بازار و کسب و کار، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران (نویسنده مسئول)
m_kaviani@iau.ac.ir
زلیخا مرسلی ارزنق
دانشکده بازار و کسب و کار، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران
z.morsali@iau.ir
پرناز عابدین پور معبود
دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد کرج، کرج، ایران
parnazabedin9@gmail.com

پژوهش حاضر با هدف تحلیل تأثیر ریسک سیاسی در سطح شرکت و نقش تعدیلی محدودیت مالی بر حساسیت جریان نقدی انجام‌شده است. این مطالعه ازنظر هدف کاربردی و از نظر روش، توصیفی–همبستگی است. جامعه آماری شامل ۱۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بازار سرمایه تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است که با روش حذف سیستماتیک انتخاب‌شده‌اند. برای تحلیل داده‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره استفاده‌شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد جریان نقدی عملیاتی رابطه منفی و معناداری با نسبت وجه نقد دارد؛ بااین‌حال، در شرایط افزایش ریسک سیاسی، این رابطه تضعیف می‌شود و شرکت‌ها حتی در وضعیت جریان نقدی مطلوب، نسبت وجه نقد بالاتری نگهداری می‌کنند. همچنین نتایج نشان می‌دهد محدودیت مالی اثر تعدیلی معناداری بر رابطه بین جریان نقدی و ریسک سیاسی دارد و موجب افزایش حساسیت جریان نقدی به تغییرات محیطی می‌شود. این نتایج، بینش‌هایی مهم برای بهینه‌سازی سیاست‌های نقدینگی و مدیریت مالی شرکت‌ها در مواجهه با بی‌ثباتی‌های سیاسی فراهم می‌آورد.

طبقه‌بندی JEL: E44, D22, G32.
واژگان کلیدی: جریان نقد، ریسک سیاسی، محدودیت مالی.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴ / ۴ / ۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴ / ۸ / ۱۴

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]
[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

۱. مقدمه

از جمله اصلی‌ترین وظایف مدیران مالی برنامه‌ریزی و هدایت صحیح منابع و مصارف سرمایه است. به‌طوری‌که افزایش حداکثری ارزش شرکت و ثروت سهامداران را با خود به همراه داشته باشد. در این راستا مدیریت وجه نقد با هدفمندسازی حجم نگهداری وجوه نقد و حجم مربوط به سرمایه‌گذاری کارآمد و همچنین بهینه‌سازی سازوکارهای دریافت و پرداخت می‌تواند نقش بسزایی را در پژوهش هدف اصلی مدیریت مالی که همان حداکثر کردن ارزش شرکت است ایفا کند. بنابراین مدیریت صحیح وجوه نقد با تعیین مانده مطلوب آن، تعادل بین هزینه‌های نگهداری و هزینه‌های فرصت استفاده از وجوه نقد را در سطح حداقل ممکن ایجاد کرده و شرایط مساعد استفاده از این دارایی را فراهم می‌کند (راس و همکاران[1]، ۲۰۰۸). حساسیت جریان‌های نقدی درصد تغییرات در سطوح نگهداری وجوه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی تعریف می‌شود. فازاری و همکاران[2] (۱۹۸۸) استدلال کردند که با افزایش اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت استفاده از جریان‌های نقدی افزایش می‌یابد. همچنین یکی دیگر از متغیرهای تأثیرگذار بر جریان نقد شرکت‌ها، ریسک سیاسی است. ریسک سیاسی، تا حدی، نتایج شرکت را تعیین می‌کند، زیرا هم بر تصمیم‌گیری‌های کلان اقتصادی و هم در سطح شرکت تأثیر می‌گذارد. ریسک سیاسی عمدتاً ریشه در علل خارجی یک شرکت دارد تا اینکه ناشی از اقدامات یا عدم اقدامات مدیریتی باشد. ریسک سیاسی به‌عنوان یک

1. Ross et al
2. Fazzari et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

ریسک سیستماتیک می‌باشد سودآوری برای رسیدن به اهداف دیگر را تحت تأثیر قرار داده و بر آن تأثیر منفی دارد. امروزه ریسک‌های سیاسی جامعه تجارت جهانی را تهدید می‌کند و می‌تواند ماهیت ریسک‌ها را تغییر داده و مدیریت آن به چالش کشاند. لذا با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری و در جهت پاسخگویی در فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری اگر عدم‌قطعیت وجود داشته باشد می‌توان انتظار افزایش ریسک سیاسی را داشت (درندلی و همکاران[1]، ۲۰۱۶).

ریسک سیاسی باعث عدم‌قطعیت در تولید و سرمایه‌گذاری یک شرکت می‌شود. گولن و یون[2] (۲۰۱۵)، جولیو و یوک[3] (۲۰۱۲)، بونایمه و همکاران[4] (۲۰۱۸) و هوانگ و همکاران[5] (۲۰۲۳) شواهدی را ارائه می‌کند که نشان می‌دهد شرکت‌های دارای ریسک سیاسی در دوره‌های عدم‌قطعیت بالای سیاسی از محدودیت‌های مالی شدیدی رنج می‌برند. مدیریت نقدینگی برای چنین شرکت‌هایی بسیار مهم است. آن‌ها ممکن است وجه نقد را به‌عنوان یک ابزار احتیاطی برای کاهش اثرات منفی عدم‌قطعیت بر سرمایه‌گذاری‌ها و نوآوری‌ها افزایش دهند. ریدیک و وایتد[6] (۲۰۰۹)؛ فرانسیس و همکاران[7] (۲۰۱۴)؛ کریموف و همکاران[8] (۲۰۲۱) ریسک سیاسی می‌تواند یک عامل تعیین‌کننده مهم برای پس‌انداز نقدی شرکت باشد. اگرچه همه شرکت‌ها ممکن است تحت تأثیر ریسک سیاسی

1. Darendeli et al
2. Gulen & Ion.
3. Julio & Yook
4. Bonaime et al
5. Huang et al.
6. Riddick & Whited
7. Francis et al
8. Karimov et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

کل اقتصاد قرار بگیرند، واکنش‌های آن‌ها ممکن است به دلیل موقعیت‌های تجاری منحصربه‌فردشان متفاوت باشد. پس می‌توان نتیجه گرفت که عوامل اجتماعی، اقتصادی، توسعه نهادی و همچنین عدم‌قطعیت‌های اقتصادی و سیاسی ممکن است شرکت‌ها را به انجام اقداماتی غیرتولیدی، مانند نگهداری وجه نقد، سوق دهند. این عوامل به‌ویژه برای شرکت‌های فعال در اقتصادهای نوظهور موجب افزایش سطح عدم‌قطعیت می‌شوند. در چنین شرایطی، شرکت‌ها هنگام افزایش عدم‌قطعیت اقتصادی در کشور تمایل بیشتری به نگهداری وجه نقد از خود نشان می‌دهند. همچنین، سطح عدم‌قطعیت اقتصادی در دوره قبل می‌تواند تأثیر مثبتی بر میزان نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها داشته باشد. در این میان، تصمیم‌های مدیریتی شرکت می‌تواند به‌عنوان ابزاری برای مواجهه با عدم‌قطعیت مورد استفاده قرار گیرد (متین‌فرد و همکاران، ۱۳۹۸).

علاوه بر این، ریسک سیاسی در سطح شرکت می‌تواند انواع دیگری از ریسک‌ها، مانند ریسک اعتباری و ریسک بازار کار، را در مدیریت نقدینگی ایجاد کرده یا بر آن‌ها تأثیر بگذارد. این نوع ریسک، دامنه‌ای گسترده‌تر و ویژگی‌هایی منحصربه‌فرد دارد که در سایر انواع ریسک کمتر مورد توجه قرار گرفته است. از این‌رو، بررسی تأثیر ریسک سیاسی در سطح شرکت بر مدیریت نقدینگی اهمیت زیادی دارد؛ به‌ویژه با توجه به اینکه نقدینگی یکی از شاخص‌های مهم قدرت ترازنامه شرکت به شمار می‌رود.

با این حال، در ایران تاکنون پژوهش‌های متعددی در زمینه عدم‌قطعیت سیاسی انجام شده است که برخی از آن‌ها به بررسی عوامل داخلی شرکت پرداخته‌اند؛ از جمله می‌توان به مطالعه رابطه بین عدم‌قطعیت سیاسی و نگهداری وجه نقد (مقصودی، ۱۳۹۹) و نیز بررسی ریسک سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام (سلیمی تازه‌کند و همکاران، ۱۳۹۹) اشاره

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

کرد. همچنین پژوهش‌های دیگری به بررسی عوامل مؤثر بر مدیریت نقدینگی (فاتحی چنار، ۱۴۰۰)، حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری نسبت به اشتیاق سرمایه‌گذاری (برومند و همکاران، ۱۳۹۹) و حساسیت تأثیر جریان نقدی بر محدودیت مالی (هزارخانی، ۱۳۹۳) پرداخته‌اند. با این حال، هیچ‌یک از این مطالعات به بررسی حساسیت جریان نقدی در سطح شرکت نسبت به ریسک سیاسی با در نظر گرفتن محدودیت مالی نپرداخته‌اند. از این‌رو، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این پرسش‌هاست: آیا بین جریان نقدی و نسبت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؟ آیا ریسک سیاسی در سطح شرکت بر رابطه میان جریان نقدی و نسبت وجه نقد اثرگذار است؟ و آیا محدودیت‌های مالی شرکت می‌توانند تأثیر ریسک سیاسی بر حساسیت جریان نقدی نسبت به وجه نقد را تعدیل کنند؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیمات مالی و رفتاری بنگاه‌ها، عدم قطعیت سیاسی است. در نظریه‌های اقتصادی و مالی، به‌ویژه نظریه چرخه عمر شرکت‌ها و نظریه نمایندگی، فرض بر آن است که شرکت‌ها در شرایط محیطی بی‌ثبات تمایل بیشتری به رفتارهای احتیاطی از جمله افزایش نگهداری وجه نقد، کاهش سرمایه‌گذاری و تعدیل در سیاست‌های سود تقسیمی دارند. در این میان، جریان‌های نقدی نقش کلیدی در این واکنش‌ها ایفا می‌کنند، چراکه در شرایطی که تأمین مالی خارجی دشوار می‌شود، بنگاه‌ها ناچارند بر منابع داخلی خود تکیه نمایند (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴). ریسک سیاسی، برخلاف بسیاری از ریسک‌های دیگر، به‌سختی قابل پیش‌بینی بوده و تنوع‌بخشی در پرتفوی نمی‌تواند آن را از بین ببرد (حسن و همکاران، ۲۰۱۹). همچنین، برخلاف برخی ریسک‌های خاص، شرکت‌ها نمی‌توانند

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

به‌راحتی این ریسک را با ابزارهای مدیریتی کنترل کنند؛ مگر در مواردی که اندازه بزرگ یا نفوذ سیاسی قابل توجهی داشته باشند. ریسک سیاسی ممکن است از طریق کانال‌هایی همچون لابی‌گری یا ارتباط با نهادهای حکومتی مدیریت شود، اما تأثیر سیستم سیاسی کلان بر تمامی بنگاه‌ها اجتناب‌ناپذیر است. بااین‌حال، شدت تأثیر آن برای شرکت‌ها متفاوت بوده و تابع عوامل مقطعی و تغییرات ساختاری است (بروگارد و همکاران[1]، ۲۰۲۰). بر همین اساس، ریسک سیاسی در سطح شرکت به‌عنوان پدیده‌ای منحصربه‌فرد شناخته می‌شود که در بین شرکت‌ها و در طول زمان، تنوع و تغییر زیادی دارد. طبق یافته‌های حسن و همکاران (۲۰۱۹)، شاخص ریسک سیاسی شرکت‌محور با استفاده از نسبت مکالمات مدیران مالی با تحلیل‌گران در خصوص موضوعات سیاسی مانند مالیات، فناوری، محیط‌زیست و امنیت ساخته می‌شود. این ریسک، بر تصمیمات استراتژیک شرکت‌ها مانند پس‌انداز نقدی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اثرگذار است. برای مثال، نتایج نظرسنجی CFO در سال ۲۰۱۶ نشان داد که ۷۹٪ از مدیران ارشد مالی در ایالات متحده، ریسک سیاسی را «متوسط تا شدید» ارزیابی کرده و ۴۷٪ نیز گزارش کردند که هزینه‌های خود را به دلیل عدم‌قطعیت سیاسی محدود کرده‌اند. به طور خاص، پژوهش‌هایی چون گولن و یون (۲۰۱۵)، جولیو و یوک (۲۰۱۲) و هوانگ و همکاران (۲۰۲۳) تأکید دارند که شرکت‌ها در مواجهه با ریسک سیاسی، تمایل بیشتری به افزایش ذخایر نقدی به‌عنوان ابزار احتیاطی دارند. مطالعات داخلی نیز به‌ویژه به اثرگذاری متغیرهای سیاسی بر تصمیمات مالی شرکت‌ها پرداخته‌اند. مقصودی (۱۳۹۹) نشان داد که در ایران، افزایش ریسک سیاسی باعث افزایش تمایل شرکت‌ها به انباشت نقدینگی و تغییر در سیاست‌های مالی می‌شود. هزارخانی (۱۳۹۳) نیز به این نتیجه رسید که

1. Brogaard et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

شرکت‌ها در محیط‌های پرریسک، رفتار محافظه‌کارانه‌تری از خود بروز می‌دهند. در مورد واکنش‌های متفاوت شرکت‌ها نسبت به جریان‌های نقدی مثبت و منفی در شرایط سیاسی پرریسک، مطالعاتی مانند جیمز و همکاران[1] (۲۰۲۴) و بائو و همکاران[2] (۲۰۱۲) نشان دادند که حساسیت نقدینگی به جریان نقدی در مواجهه با شوک‌های مثبت و منفی به‌صورت نامتقارن عمل می‌کند. در جریان‌های مثبت، ذخایر نقدی افزایش نمی‌یابد؛ اما در شوک‌های منفی، شرکت‌ها حتی با توقف پروژه‌های دارای NPV منفی، اقدام به حفظ نقدینگی می‌کنند. این یافته با نظریه احتیاطی آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) نیز هم‌راستا است که بیان می‌دارد شرکت‌ها با محدودیت مالی، ذخایر نقدی را از جریان‌های نقدی مثبت افزایش می‌دهند. افزون بر این، پژوهش‌هایی چون گوپتا و همکاران[3] (۲۰۲۴) و ترن و همکاران[4] (۲۰۲۴) نشان داده‌اند که وجود روابط سیاسی می‌تواند به‌عنوان یک عامل تعدیل‌گر، اثرات منفی ریسک سیاسی را کاهش دهد. در ایران نیز سلیمی تازه‌کند و همکاران (۱۳۹۹) نقش پوششی این روابط را در کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام تأیید کرده‌اند. در حوزه ساختار سرمایه، کینگ و همکاران[5] (۲۰۲۱) نشان دادند که در شرایط ریسک سیاسی، شرکت‌های با بدهی بالا و فرصت رشد کم، تمایل به کاهش سرمایه‌گذاری دارند. همچنین، مطالعه فاتحی چنار (۱۴۰۰) نیز در همین راستا نشان داد که افزایش بدهی با کاهش سطح نگهداری نقدینگی همراه است. در مقابل، جریان نقدی عملیاتی تأثیر مثبت بر نقدینگی شرکت دارد. در نهایت،

1. James et al
2. Bao et al
3. Gupta et al
4. Tran et al
5. King et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

نگهداری وجه نقد به‌عنوان سپری در برابر شوک‌های خارجی در پژوهش‌هایی چون دمیر و ارسان[1] (۲۰۱۷)، فان و همکاران[2] (۲۰۱۹) و حسن و همکاران (۲۰۲۲) مورد توجه قرارگرفته است. این مطالعات نشان می‌دهند که شرکت‌ها در دوره‌های ریسک بالا با افزایش هزینه تأمین مالی خارجی، به افزایش احتیاط مالی، محافظه‌کاری مدیریتی و رفتارهای پیشگیرانه نظیر افزایش ذخایر نقدی روی می‌آورند. با توجه به اینکه نگهداری وجه نقد پرهزینه بوده و تعادلی بین نیاز به نقدینگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند، تحلیل حساسیت آن نسبت به ریسک سیاسی، به‌ویژه در سطح شرکت، از اهمیت بالایی برخوردار است (آچاریا و همکاران، ۲۰۱۳؛ گائو و همکاران[3]، ۲۰۱۷؛ ریدیک و وایتد، ۲۰۰۹).

۱-۲. توسعه فرضیه‌ها

مطالعات قبلی نشان داده‌اند که تمایل شرکت‌ها به پس‌انداز نقدی از جریان نقدی وابسته به عوامل مختلفی است، مانند وضعیت مالی، نیازهای سرمایه‌گذاری، نوسانات درآمد آینده، نوع جریان نقدی، شفافیت شرکت و حاکمیت شرکتی. آلمیدا و همکاران[4] (۲۰۰۴) نشان داده‌اند که تمایل به پس‌انداز از جریان نقدی تنها در شرکت‌های دارای محدودیت مالی مشهود است، چرا که دسترسی محدود آن‌ها به منابع مالی خارجی باعث افزایش استفاده از منابع داخلی برای سرمایه‌گذاری می‌شود. هارفورد و همکاران[5] (۲۰۱۴) دریافتند که شرکت‌هایی که بدهی با سررسید کوتاه‌مدت بیشتری دارند، بیشتر از جریان نقدی خود نقد

1. Demir & Ersan
2. Phan et al
3. Gao et al
4. Almeida et al
5. Harford et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

ذخیره می‌کنند که نشان می‌دهد این شرکت‌ها برای کاهش ریسک نوسازی بدهی، نقد ذخیره می‌کنند. ریدیک و وایتد (۲۰۰۹) استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی با جریان نقدی مثبت ممکن است نقد را برای سرمایه‌گذاری مصرف کنند، که این امر باعث کاهش تمایل به پس‌انداز از جریان نقدی می‌شود. فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) نشان دادند که بین جریان‌های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد، بنابراین، فرضیه اول به صورت ذیل مطرح می‌شود:

فرضیه اول: بین جریان نقدی و نسبت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

از طرفی شوک‌های سیاسی می‌توانند منابع مهمی از ریسک در سطح شرکت (ریسک خاص به شرکت) باشند و شرکت‌ها نگران جایگاه خود در توزیع ریسک سیاسی در سطح شرکت هستند (حسن و همکاران[1]، ۲۰۱۹). ریسک سیاسی در سطح شرکت پویا است و تغییرات عمیقی در هر دو بعد مقطعی و زمانی وجود دارد، چرا که عوامل متنوعی مانند عوامل محلی، بخش‌بندی‌شده، زمان‌بندی‌شده و ریسک‌های سیاسی خاص به شرکت، در معرض قرار گرفتن شرکت در برابر ریسک سیاسی تأثیرگذارند (گاد و همکاران[2]، ۲۰۲۲). تغییرات ریسک سیاسی در سطح شرکت در طول زمان نشان می‌دهد که ریسک سیاسی بیشتر یک ویژگی خاص به شرکت است تا یک عامل سیستماتیک، چنانچه علوب و همکاران (۱۴۰۱) نشان دادند که شرکت‌های دارای ریسک غیرسیستماتیک (خاص) بالا ذخایر نقدی کمتری دارند و در خصوص ریسک سیستماتیک نیز دلپسند و همکاران (۱۳۹۷) نشان دادند که ریسک سیستماتیک بر نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد. علاوه

1. Hasan et al
2. Gad et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]
[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

بر این، شرکت‌های ظاهراً مشابه به همان محیط سیاسی کلی به شیوه‌های متفاوتی واکنش نشان می‌دهند که منجر به تفاوت‌های مقطعی در ریسک سیاسی در سطح شرکت می‌شود. مطالعات نشان داده‌اند که ماهیت خاص ریسک سیاسی در سطح شرکت باعث ایجاد تفاوت در سیاست‌های شرکت‌ها می‌شود. بائو و همکاران (۲۰۱۲) به صورت تجربی نشان دادند که حساسیت جریان نقدی به نقد برای شرکت‌هایی که جریان نقدی مثبت دارند و شرکت‌هایی که دچار کاهش جریان نقدی هستند، نامتقارن (یعنی کاهش حساسیت جریان نقدی برای شرکت‌هایی با جریان نقدی مثبت و عدم پیش‌بینی واضح برای شرکت‌های با جریان نقدی منفی) است. بنابراین، فرضیه دوم به صورت ذیل مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: ریسک سیاسی بر رابطه بین جریان نقد و نسبت وجه نقد شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

نهایتاً اینکه شرکت‌های دارای محدودیت مالی دسترسی محدودی به تأمین مالی خارجی دارند (مثلاً، فالکندر و وانگ[1]، ۲۰۰۶) و بیشتر به منابع داخلی برای سرمایه‌گذاری متکی هستند. در نتیجه، شرکت‌های دارای محدودیت مالی پس از برآورده کردن نیازهای سرمایه‌گذاری، جریان نقدی کمتری نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی دارند. مطالعات متعددی نشان داده‌اند که محدودیت‌های مالی سیاست‌های نقدی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عنوان مثال، هان و کیو[2] (۲۰۰۷) نشان دادند که افزایش نوسانات جریان نقدی، ذخایر نقدی شرکت‌های دارای محدودیت مالی را به عنوان یک اقدام احتیاطی افزایش می‌دهد. فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) نشان دادند که شرکت‌های دارای

1. Faulkender and Wang
2. Han and Qiu

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

محدودیت‌های تأمین مالی، بدون درنظرگرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند. آچاری و همکاران[1] (۲۰۱۳) بیان کردند که نقدینگی برای پوشش ریسک و جبران کاهش درآمد به ویژه در شرکت‌های دارای محدودیت مالی مفید است. همان‌طور که قبلاً اشاره شد، آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) دریافتند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی حساسیت مثبت به جریان نقدی دارند، در حالی که پس‌انداز نقدی شرکت‌های بدون محدودیت به طور سیستماتیک به جریان نقدی مرتبط نیست. کمپلو و همکاران[2] (۲۰۱۰) نشان دادند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی بودجه‌های سرمایه‌گذاری و استخدام را کاهش داده و نقد بیشتری برای محافظت در دوره‌های بحران مالی نگه می‌دارند. لین و پاراویسینی[3] (۲۰۱۳) دریافتند که محدودیت‌های مالی ریسک جریان نقدی و بازدهی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و شرکت‌های دارای محدودیت تمایل به ذخیره نقد برای کاهش اثرات این محدودیت‌ها بر ریسک‌های کسب‌وکار دارند.

بنابراین، فرضیه سوم به صورت ذیل مطرح می‌شود:

فرضیه سوم: محدودیت‌های مالی شرکت‌ها تأثیر ریسک سیاسی در سطح شرکت را بر وجه نقد تعدیل می‌کند.

1. Acharya et al
2. Campello et al
3. Lin and Paravisini

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

۲-۲. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر ازنظر هدف، کاربردی و ازنظر روش اجرا، توصیفی-همبستگی است. این پژوهش به بررسی تأثیر حساسیت جریان نقد به ریسک سیاسی در سطح شرکت در بازار سرمایه تهران می‌پردازد. جامعه آماری شامل ۱۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بازار سرمایه تهران طی بازه زمانی مشخص است که نمونه پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب‌شده است. معیارهای انتخاب نمونه شامل اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد، سال مالی منتهی به پایان اسفند باشد، عدم شمول مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ...، اطلاعات مالی شرکت در دوره موردمطالعه در دسترس باشد، عدم‌تغییر دوره مالی در دوره موردبررسی. جمع‌آوری داده‌های پژوهش از سایت کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین انجام‌شده است. اطلاعات مرتبط با پیشینه پژوهش نیز از طریق منابع کتابخانه‌ای، مقالات، کتاب‌های موردنیاز و نیز از شبکه جهانی اطلاعات گردآوری‌شده است. همچنین تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره انجام‌شده و برای اطمینان از صحت نتایج، آزمون‌هایی مانند مانایی، عدم خودهمبستگی و هم‌خطی بین متغیرها اجراشده است. جهت جمع‌آوری داده‌های پژوهش از نرم‌افزار Excel و جهت تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Eviews استفاده‌شده است تا روابط میان متغیرها به‌طور دقیق ارزیابی شود.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

۳-۲. تصریح مدل‌های پژوهش

در این پژوهش جهت تبیین رابطه جریان نقد، وجه نقد و ریسک سیاسی در سطح شرکت از مدل‌های اقتباش شده پژوهش آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) و ریدیک و وایتد (۲۰۰۹)، جیمز و همکاران[1] (۲۰۲۴) استفاده شده است:

- مدل ۱:

$$\begin{aligned} Ch_Cash_{it} = \beta_0 + \beta_1 CashFlow_{it} + \beta_2 Prisk_{it} \\ + \beta_3\, CashFlow_{it} * Prisk_{it} \beta_4 Size_{it} \\ + \beta_5\, Tobin'sQ_{it} + \beta_6 Sale_{\text{Growth } it+1} \\ + \beta_7\, \mathcal{RSD}_{it} + \beta_8\, Acquisition_{it} + \beta_9 Capx_{it} \\ + \beta_{10} Ch_{\ NWCit} + \beta_{11} Short\ Debt_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \qquad (۱)$$

در مدل (۱) i به شرکت اشاره دارد و t مخفف زمان است، Ch_Cash تغییر در سطوح وجه نقد به عنوان متغیر وابسته است (به‌عنوان تفاوت بین وجه نقد سال جاری و سال قبل بر مبنای کل دارایی‌ها ساخته می‌شود)، و جریان نقدی (سود قبل از اقلام فوق‌العاده و استهلاک) بر اساس کل دارایی‌ها به عنوان متغیر مستقل، و Prisk ریسک سیاسی در سطح شرکت (حسن و همکاران (۲۰۱۹) است که به عنوان متغیر تعدیلی در نظر گرفته شده است. همچنین ازآنجایی‌که نرخ رشد فروش یک متغیر تاریخی است، استفاده از میزان فروش منتهی به پایان سال به‌عنوان نماینده فروش برای فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری مناسب‌تر است. ازاین‌رو، مقدار دوره زمانی رشد فروش را در مدل لحاظ می‌کنیم. سایر تعاریف متغیرها در جدول ۱ ارائه‌شده است.

1. James et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

جدول ۱. متغیرهای پژوهش

تعریف	متغیر	نوع متغیر
تفاوت بین وجه نقد جاری و سال قبل بر مبنای کل دارایی‌ها	Ch_Cash	وابسته
سود قبل از اقلام فوق‌العاده و استهلاک بر مبنای کل دارایی‌ها	CashFlow	مستقل
ریسک سیاسی شرکت، که بر اساس روش آلتمن ZScore اندازه‌گیری می‌شود.	Prisk	تعدیلگر
یک متغیر باینری که مقدار یک برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی و مقدار صفر برای شرکت‌های بدون محدودیت می‌باشد. برای دهک بندی شرکت‌های دارای محدودیت مالی (بدون محدودیت) درصورتی‌که به دهک بالای توزیع سالانه شاخص KZ/HP یا دهک پایین توزیع سالانه اندازه شرکت (اندازه) تعلق داشته باشند، به‌عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی (بدون محدودیت) طبقه‌بندی می‌شوند.	FC	تعدیلگر
ارزش دفتری دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منهای مالیات‌های معوق به‌اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم‌بر ارزش دفتری دارایی‌ها	Tobin's Q	کنترلی
اندازه شرکت برابر لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها شرکت	Size	کنترل
مخارج سرمایه تقسیم بر کل دارایی‌ها	Capx	کنترل
مخارج حاصل‌شده بر مبنای کل دارایی‌ها	Acquisition	کنترل
تفاوت بین سرمایه در گردش خالص سال جاری و سال قبل تقسیم بر کل دارایی‌ها	Ch_NWC	کنترل
لگاریتم بدهی کوتاه‌مدت	ShortDebt	کنترل
تفاوت فروش سال جاری و سال قبل شرکت بر مبنای میزان فروش	Sale_growth	کنترل
هزینه تحقیق و توسعه شرکت بر مبنای کل فروش	R&D	کنترل

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

معیار ریسک سیاسی در سطح شرکت (Prisk)، اگرچه معتبر و محبوب است، اما ممکن است به دلیل احساسات مدیریتی ریسک سیاسی، همچنان در معرض خطاهای اندازه‌گیری باشد. برای رد این احتمال که رابطه مشاهده‌شده بین ریسک سیاسی در سطح شرکت و حساسیت جریان نقدی نقدینگی ناشی از انواع دیگر ریسک‌ها یا مغرضانه به دلیل اشتباهات اندازه‌گیری باشد، اثرات ریسک اعتباری را در نظر می‌گیریم. به همین دلیل برای اندازه‌گیری ریسک سیاسی شرکت از روش Z-Score آلتمن استفاده‌شده است.

مدل Z-score آلتمن بر پایه ۵ نسبت مالی ساخته‌شده است که به‌صورت زیر تعریف می‌شود:

- مدل ۲

$$Z = 1.2A+1.4B+3.3C+0.6D+1.0E \quad (۲)$$

A: نسبت سرمایه در گردش به دارایی کل

B: نسبت سود انباشته به دارایی کل

C: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی کل

D: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به‌کل بدهی

E: نسبت فروش کل به دارایی کل

نهایتاً متغیر تعدیلی دوم در مدل (۵) محدودیت مالی است که لامونت و همکاران[1] (۲۰۰۱) یک مدل لاجیت را معرفی نمودند که درجه محدودیت مالی را به پنج متغیر

1. Lamont et al

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

حسابداری شناسایی‌شده در کاپلان و زینگالس[1] (۱۹۹۷) مرتبط می‌کند. شاخص KZ با معادله زیر تخمین زده می‌شود:

- مدل ۳

$$\text{KZ index} = 1.001909 * \text{Cash Flow} + 0.2826389 * \text{Tobin'sQ} + 3.139193 * \text{Debt} - 39.3678 * \text{Div} - 1.314759 * \text{Cash.} \quad (۳)$$

که در آن جریان نقدی برابر سود قبل از اقلام فوق‌العاده به‌اضافه استهلاک است که بر اساس خالص دارایی، ماشین‌آلات و تجهیزات مقیاس بندی می‌شود. کیو توبین برابر ارزش دفتری دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منهای مالیات‌های معوق به‌اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است که بر ارزش دفتری دارایی‌ها تقسیم می‌شود. بدهی عبارت است از مجموع بدهی بلندمدت، اوراق پرداختی و بخش جاری بدهی بلندمدت، تقسیم‌بر مجموع بدهی بلندمدت، بخش جاری بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام. سود سهام (Div) برابر مجموع سود سهامی است که بر اساس خالص دارایی، ماشین‌آلات و تجهیزات با وقفه مقیاس‌بندی می‌شود. وجه نقد برابر وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است که بر اساس خالص دارایی‌ها، ماشین‌آلات و تجهیزات عقب‌افتاده مقیاس‌بندی می‌شود.

هادلاک و پیرس[2] (۲۰۱۰) با استفاده از اندازه و سن شرکت، یک شاخص محدودیت مالی ایجاد کردند. شاخص HP با معادله زیر محاسبه می‌شود:

1..Kaplan and Zingales

2. Hadlock and Pierce

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

- مدل ۴

$$HP\ index\ =\ -0.737\ *\ Size\ +0.043\ *\ Size^2-0.04\ *Age. \qquad (۴)$$

که در آن اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت و سن شرکت برابر تعداد سال‌هایی است که شرکت فعالیت دارد. شرکت‌ها را با استفاده از این محدودیت‌های مالی رتبه‌بندی کنیم و آن‌هایی را که در دهک بالای توزیع سالانه شاخص KZ/HP یا دهک پایین توزیع سالانه اندازه شرکت (SIZE) هستند، به‌عنوان دارای محدودیت مالی طبقه‌بندی می‌کنیم.

با افزودن متغیر محدودیت مالی (FC) به مدل (۱)، تأثیر توأم آن با جریان نقدی و ریسک سیاسی (FC*CashFlow و FC*Prisk) و یک عبارت تعامل سه‌طرفه (FC*CashFlow*Prisk) به اثر تعدیل‌کننده محدودیت‌های مالی را بر رابطه بین ریسک سیاسی در سطح شرکت و حساسیت جریان نقدی آزمون می‌کنیم.

- مدل ۵

$$\begin{aligned} Ch_Cash_{it} = \beta_0\ &+\ \beta_1 Cash\ Flow_{\ it}\ +\ \beta_2\ Prisk_{it} \\ &+\ \beta_3\ CashFlow_{it} * Prisk_{it}\ +\ \beta_4\ FC_{it} \\ &* Prisk_{it}\ +\ \beta_5 FC_{it}\ *\ CashFlow_{it}\ +\ \beta_6\ FC_{it} \\ &*\ CashFlow_{it}\ * Prisk_{it}\ +\beta_7 FC_{it} + \beta_8 Size_{it} \\ &+\beta_9 Tobin'sQ_{it}\ +\ \beta_{10} Sale_{\text{Growth }it+1} \\ &+\beta_{11}\mathcal{R}\&\mathcal{D}_{it}\ +\ \beta_{12} Acquisition_{it} + \beta_{13} Capx_{it} \\ &+\beta_{14}\ Ch_{\text{NCW}it} + \beta_{15} ShortDebt_{it}\ +\ \varepsilon_{it} \end{aligned} \qquad (۳)$$

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

۱. آمار توصیفی

در این پژوهش شاخص‌های آمار توصیفی که شامل شاخص‌های مرکزی (ماکزیمم، مینیمم، میانه، میانگین) و شاخص‌های پراکندگی شامل انحراف معیار و چولگی نیز در آمار توصیفی ارائه‌شده است که در جدول ۲ برای تک‌تک متغیرها موردبحث و بررسی قرار گرفتند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
نسبت وجه نقد	CH_CASH	۰/۰۱۹	۰/۰۰۸	۰/۵۳۳	-۰/۴۲۷	۰/۰۶۸
ریسک سیاسی شرکت	PRISK	۳/۸۸۳	۳/۹۰۹	۶/۶۷۸	-۰/۸۷۱	۰/۸۲۳
جریان نقدی	Cash Flow	۵/۵۲۲	۵/۵۳۷	۸/۷۱۱	۳/۱۳۳	۰/۹۰۵
محدودیت مالی	FC	۰/۳۸۹	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۴۸۸
اندازه شرکت	SIZE	۶/۰۵۲	۶/۲۰۱	۱۱/۰۷۱	۲/۹۵۴	۱/۳۸۱
کیوتوبین	Tobin's Q	۲۰/۹۱۶	۲/۱۱۶	۴۱۹۸/۲۴۶	-۴۷/۲۸۴	۲۰۲/۲۱۳
رشد فروش	$SALE_{GROWTH}$	۰/۵۵۳	۰/۴۷۰	۱۸/۱۷۰	-۰/۹۰۹	۰/۷۲۵
تحقیق و توسعه	R&D	۹۹۱/۵۴۸	۱۲۰۶/	۲۳۲۶/	۰/۰۰۰	۶۵۴/۷۱۳
مخارج حاصل‌شده	Acquisition	۰/۱	۰/۰۱۱	۷/۱۴۷	-۰/۲۵۵	۰/۳۹
مخارج سرمایه	CAPX	۰/۰۴۹	۰/۰۰۳	۷/۲۸۲	-۳/۱۷۵	۰/۳۸۲
تفاوت بین خالص سرمایه در گردش	CH_{NCW}	۰/۸۶۴	۰/۷۱۷	۲۷/۶۱۸	-۱/۶۲۷	۱/۱۱۵
بدهی کوتاه‌مدت	SHORTDEBT	۵/۹۶۱	۵/۹۴۳	۸/۷۹۸	۳/۴۶۰	۰/۷۲۸

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در جدول یافته‌ها نشان می‌دهد که میانگین شاخص بدهی کوتاه‌مدت بیشتر از سایر متغیرهای تحقیق است؛ البته با توجه به تفاوت در مقیاس اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق از مقایسه معیارهای توصیفی در جدول فوق نمی‌توان نتیجه خاصی را دریافت.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

۲. آزمون مانایی

در تحلیل‌های اقتصادی فرض بر این است که بین متغیرهای مطرح در یک تئوری اقتصادی، ارتباط بلندمدت و تعادلی برقرار است. مانایی یکی از پیش‌شرط‌های برآورد یک مدل رگرسیون مناسب می‌باشد. لذا آزمون مانایی یا آزمون ریشه واحد به ترتیب برای متغیرهای مدل انجام گردیده و نتایج به شرح ذیل است:

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیرها		آزمون فیشر	سطح معناداری	نتیجه
نسبت وجه نقد	CH_CASH	-۴/۳۱	۰.۰۰۰	مانا
ریسک سیاسی شرکت	PRISK	-۱۸/۲۵	۰.۰۰۰	مانا
جریان نقدی	Cash Flow	-۱۰/۴۶	۰.۰۰۰	مانا
محدودیت مالی	FC	-۱۳/۶۹	۰.۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	SIZE	-۱۶/۷۸	۰.۰۰۰	مانا
کیوتوبین	Tobin's Q	-۱۲/۶۵	۰.۰۰۰	مانا
رشد فروش	$SALE_{GROWTH}$	-۹/۵۷	۰.۰۰۰	مانا
تحقیق و توسعه	R&D	-۱۳/۵۷	۰.۰۰۰	مانا
مخارج حاصل‌شده	Acquisition	-۱۱/۳۷	۰.۰۰۰	مانا
مخارج سرمایه	CAPX	-۶/۶۲	۰.۰۰۰	مانا
تفاوت بین سرمایه در گردش خالص	CH_{NCW}	-۹/۹۱	۰.۰۰۰	مانا
بدهی کوتاه‌مدت	SHORTDEBT	-۱۲/۶۷	۰.۰۰۰	مانا

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

مطابق نتایج جدول ۳ مقدار احتمال آزمون ریشه واحد در تمامی متغیرهای فوق کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین این متغیرها مانا می‌باشند، نتیجه گرفته می‌شود که فرض آماری داشتن ریشه واحد در تمام متغیرهای فوق مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

۳. برآورد مدل‌ها

به‌منظور بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش، دو مدل رگرسیون چندگانه براساس داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه تهران برآورد شده است. نتایج این مدل‌ها در جدول زیر ارائه شده‌اند. در مدل اول، اثر جریان نقدی و ریسک سیاسی بر وجه نقد شرکت‌ها بررسی شده است. مدل دوم، با افزودن متغیرهای تعاملی بین ریسک سیاسی، محدودیت مالی و جریان نقدی، تأثیرات ترکیبی این عوامل را مورد تحلیل قرار داده است. ضرایب برآوردشده، ضرایب معناداری آن‌ها (درون پرانتز)، و سایر شاخص‌های برازش مدل در جدول ۴ ادامه آمده‌اند.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

جدول ۴. برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از شاخص‌ها

متغیر	نماد	CH_CASH مدل (۱)	CH_CASH مدل (۲)
ضریب ثابت	C	-۰/۰۳۴ (۰/۰۰۰۲)	-۰/۰۲۱ (۰/۱۷۹۲)
جریان نقدی	CASHFLOW	-۹/۹۰ (۰/۰۰۶۷)	-۰/۲۲۲ (۰/۰۱۶۴)
ریسک سیاسی شرکت	PRISK	-۰/۰۸۷ (۰/۰۱۹۳)	-۰/۱۲۸ (۰/۰۰۹۸)
تأثیر توأم ریسک سیاسی و جریان نقدی	CASHFLOW*PRISK	۸/۸۴ (۰/۰۰۰۹)	۰/۰۴۹ (۰/۰۰۰۰)
تأثیر توأم محدودیت مالی و ریسک سیاسی شرکت	FC*PRISK	-	۱/۱ (۰/۰۰۰۰)
تأثیر توأم محدودیت مالی و جریان نقدی شرکت	FC*CASHFLOW	-	-۰/۴۲۴ (۰/۰۰۰۰)
تأثیر توأم محدودیت مالی، ریسک سیاسی و جریان نقد شرکت	FC*CASHFLOW*PRISK	-	-۰/۰۱۳ (۰/۰۰۲۴)
محدودیت مالی	FC	-	-۰/۰۹۷ (۰/۰۰۷۶)
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۸ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۰۸ (۰/۰۰۰۰)

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

متغیر	نماد	CH_CASH مدل (۱)	CH_CASH مدل (۲)
کیوتوبین	TOBINSQ	-۶/۰۵ (۰/۵۱۷۳)	-۵/۲۱ (۰/۵۷۷۵)
رشد فروش	SALESGROWTH	۰/۷۳۶ (۰/۰۰۹۶)	۰/۰۳۶ (۰/۱۳۸۳)
تحقیق و توسعه	R&D	۳/۶۵ (۰/۲۰۷۷)	۳/۶۱ (۰/۲۱۳۲)
مخارج حاصل‌شده	ACQUISITION	۰/۰۰۹ (۰/۱۷۸۲)	۰/۰۰۹ (۰/۱۸۰۳)
مخارج سرمایه	CAPX	۰/۰۰۲ (۰/۷۸۳۷)	۰/۰۰۲ (۰/۷۴۹۱)
تفاوت بین سرمایه در گردش خالص	CHNWC	-۰/۰۲۳۹۲۹ (۰/۱۲۸۸)	-۰/۰۲۴ (۰/۱۳۱۵)
بدهی کوتاه‌مدت	SHORTDEB	۳/۲۲ (۰/۶۷۴۰)	۳/۶۱ (۰/۶۳۹۲)
آماره F		۴/۶۴۱	۳/۵۳۸
ضریب تعیین		۰/۵۶۶	۰/۵۴۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌ها نشان می‌دهد که جریان نقدی با ضریب منفی در هر دو مدل، رابطه معکوسی با وجه نقدی دارد این یافته می‌تواند حاکی از آن باشد که شرکت‌ها در مواجهه با جریان نقدی بالا، ترجیح می‌دهند منابع نقدی را صرف سرمایه‌گذاری یا کاهش بدهی‌ها کنند. از منظر نظری، این نتیجه با تئوری سلسله‌مراتبی مالی هم‌راستا است؛ زیرا این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌هایی با جریان نقدی بالا، کمتر به

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

نگهداری ذخایر نقدی نیاز دارند. در مورد ریسک سیاسی، ضریب منفی به‌دست‌آمده حاکی از کاهش ذخایر نقدی در مواجهه با افزایش ریسک سیاسی است. این نتیجه در تضاد با فرضیه احتیاطی قرار دارد که انتظار دارد شرکت‌ها در شرایط پرریسک نقدینگی بیشتری ذخیره کنند. تفسیر ممکن این است که در محیط‌های پرریسک، محدودیت‌های تأمین مالی باعث می‌شود شرکت‌ها توانایی نگهداری ذخایر نقدی را نداشته باشند. اثر تعامل بین جریان نقدی و ریسک سیاسی نیز قابل توجه است. ضریب مثبت و معنادار نشان می‌دهد که در شرایطی که ریسک سیاسی بالاست، تأثیر منفی جریان نقدی بر سطح وجه نقد تضعیف می‌شود. در چنین محیط‌هایی، شرکت‌ها احتمالاً جریان نقدی خود را به‌عنوان یک سپر ایمنی حفظ می‌کنند که رفتاری مطابق با دیدگاه‌های احتیاطی است. در خصوص محدودیت مالی، ضریب منفی و معنادار نشان‌دهنده تأثیر مستقیم محدودیت‌های مالی بر کاهش ذخایر نقدی شرکت‌ها است. این نتیجه با تئوری محدودیت‌های مالی هماهنگ است و نشان می‌دهد که شرکت‌ها در صورت دشواری در دسترسی به منابع مالی خارجی، از ذخایر نقدی برای تأمین نیازهای خود بهره می‌برند. آماره F در هر دو مدل نشان‌دهنده معناداری کلی آن‌ها در سطح اطمینان ۹۹ درصد است؛ به‌طوری که مقدار آن در مدل اول ۶/۴۱ و در مدل دوم ۵/۴۱ گزارش شده است. این یافته حاکی از آن است که ترکیب متغیرهای مستقل توانایی تبیین تغییرات متغیر وابسته را دارد.

۴. نتیجه‌گیری

این پژوهش باهدف بررسی حساسیت جریان نقدی به ریسک سیاسی در سطح شرکت و نقش تعدیلی محدودیت مالی، با تمرکز بر بازار سرمایه تهران انجام شد. در پاسخ به این

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

سؤال که آیا بین جریان نقدی عملیاتی و نسبت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد، نتایج تحلیل‌ها نشان داد که جریان نقدی تأثیر منفی و معناداری بر نسبت وجه نقد دارد. از منظر نظری، این یافته با اصول مدیریت وجه نقد هم‌راستا است، زیرا جریان نقدی به‌عنوان شاخصی از توانایی شرکت در تأمین مالی داخلی، موجب کاهش نیاز به نگهداری وجه نقد می‌شود که این امر از دیدگاه نظری همسو با نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی و اصول مدیریت نقدینگی است؛ چراکه شرکت‌ها با برخورداری از جریان نقدی بالا، نیاز کمتری به نگهداری ذخایر نقدی احساس کرده و منابع مازاد را به سرمایه‌گذاری‌های مولد یا بازپرداخت بدهی اختصاص می‌دهند. همچنین از منظر کاربردی نیز این یافته گویای آن است که در فضای اقتصادی ایران، بنگاه‌ها در شرایط عادی به‌دنبال بهینه‌سازی ترکیب دارایی‌ها و اجتناب از انباشت غیرضروری نقدینگی هستند.

از دیدگاه عملی نیز، شرکت‌هایی با جریان نقدی قوی‌تر تمایل دارند وجوه مازاد خود را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری یا بازپرداخت بدهی‌ها به‌کارگیرند و از انباشت غیرضروری نقدینگی اجتناب کنند. این نتایج با یافته‌های پیشین ازجمله پژوهش‌های عرب صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) و فاتحی چنار (۱۴۰۰) همسویی دارد. در پاسخ به این سؤال که آیا رابطه بین جریان نقدی و نسبت وجه نقد تحت تأثیر ریسک سیاسی در سطح شرکت قرار می‌گیرد، شواهد تجربی حاکی از آن است که ریسک سیاسی نقش تعدیل‌کننده‌ای در این رابطه ایفا می‌کند. در شرایط افزایش ریسک سیاسی، شرکت‌ها حتی در صورت برخورداری از جریان نقدی مثبت، ذخایر نقدی بیشتری نگهداری می‌کنند تا از نقدینگی کافی برای مقابله با شوک‌های محیطی اطمینان حاصل نمایند. این رفتار که ناشی از بی‌ثباتی سیاسی، تغییرات ناگهانی قوانین، تحریم‌ها و سیاست‌های اقتصادی نامطمئن است،

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

نشان‌دهنده تمایل شرکت‌ها به استراتژی‌های مالی محافظه‌کارانه‌تر می‌باشد. درنتیجه، رابطه منفی سنتی میان جریان نقدی و نسبت وجه نقد در چنین محیط‌هایی تضعیف یا تغییر شکل می‌یابد. این یافته با نتایج مطالعات گوپتا و همکاران (۲۰۲۴)، جیمز و همکاران (۲۰۲۴)، ترن و همکاران (۲۰۲۴)، کابی و همکاران (۲۰۲۴)، فان و همکاران (۲۰۱۹) و مقصودی (۱۳۹۹) هم‌راستا است. در نهایت، در پاسخ به این سؤال که آیا محدودیت مالی شرکت می‌تواند تأثیر ریسک سیاسی بر حساسیت جریان نقدی را تعدیل کند، نتایج تحقیق نشان داد که محدودیت مالی به‌طور معناداری این رابطه را تغییر می‌دهد. شرکت‌هایی که با محدودیت مالی بیشتری مواجه هستند، در برابر نوسانات ناشی از ریسک سیاسی حساس‌ترند. محدودیت‌های مالی از یکسو با کاهش انعطاف‌پذیری شرکت‌ها در مدیریت نقدینگی، و از سوی دیگر با افزایش وابستگی به جریان نقدی داخلی، شدت تأثیر ریسک سیاسی بر تصمیمات مالی را تقویت می‌کند. درنتیجه، تغییرات جریان نقدی در این شرکت‌ها می‌تواند آثار قابل‌توجهی بر توانایی سرمایه‌گذاری، بازپرداخت بدهی‌ها و حفظ نقدینگی آن‌ها داشته باشد. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های برومند و همکاران (۱۳۹۹) و هزارخانی (۱۳۹۳) مطابقت دارد.

در سطح سیاست‌گذاری، نتایج این تحقیق دلالت‌های مهمی برای اقتصاد ایران دارد. اول آنکه، افزایش شفافیت اقتصادی و ثبات نهادی می‌تواند هزینه‌های ناشی از نگهداری مازاد نقدینگی توسط شرکت‌ها را کاهش داده و منابع را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد سوق دهد. دوم، توسعه ابزارهای مالی پوشش‌دهنده ریسک سیاسی (مانند بیمه سرمایه‌گذاری یا قراردادهای مشتقه) می‌تواند به کاهش رفتارهای احتیاطی غیرکارآمد

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

شرکت‌ها کمک کند. سوم، بهبود دسترسی به بازارهای مالی داخلی و بین‌المللی می‌تواند نقش محدودیت‌های مالی را کاهش داده و انعطاف‌پذیری بنگاه‌ها را در مواجهه با شوک‌های سیاسی و اقتصادی افزایش دهد. چهارم، از منظر بنگاه، شرکت‌ها با اتخاذ رویکردی جامع در مدیریت جریان نقدی، سیاست‌های نقدینگی پویا و متناسب با سطح ریسک سیاسی طراحی کرده و در شرایط عدم‌قطعیت از راهبردهای متنوع‌سازی منابع مالی و افزایش سرمایه در گردش بهره گیرند.

بر اساس این یافته‌ها، توصیه می‌شود مدیران شرکت‌ها با تحلیل دقیق جریان‌های نقدی عملیاتی، سیاست‌های بهینه مدیریت نقدینگی را تدوین نمایند تا هم از هدر رفت منابع جلوگیری شود و هم بازدهی سرمایه ارتقا یابد. در مواجهه با ریسک‌های سیاسی، نگهداری سطح بالاتری از نقدینگی و تنوع‌بخشی به منابع تأمین مالی می‌تواند راهکار مؤثری برای افزایش تاب‌آوری مالی باشد. همچنین، در شرایط محدودیت مالی و افزایش ریسک محیطی، طراحی برنامه‌های انعطاف‌پذیر و تقویت روابط با بازارهای مالی به کاهش آسیب‌پذیری شرکت‌ها کمک خواهد کرد. نهایتا توصیه می‌شود شرکت‌ها مدیریت جریان نقدی خود را تقویت کرده و در شرایط ریسک سیاسی، سیاست‌های مالی محافظه‌کارانه اتخاذ کنند تا نقدینگی کافی حفظ شود. همچنین، استفاده از ابزارهای پوشش ریسک سیاسی و افزایش شفافیت مالی برای کاهش محدودیت‌های مالی ضروری است.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

منابع

Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2013). "Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit". *The Journal of Finance*, 68(5), 2059–2116.

Almeida H., Campello M. & M.S. Weisbach (2004). "The cash flow sensitivity of cash". *The Journal of Finance*, 59, 1777–1804.

Arabsalehi M. & M. Ashrafi (2011). "The role of cash reserves in determining investment-cash flow sensitivity of listed companies in TSE". *Financial Accounting Research*, 3(3), 75–94. (in Persian)

Bao D., Chan K. & W. Zhang (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 18, 690–700.

Bonaime A., Gulen H. & M. Ion (2018). "Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?". *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531–558.

Boroumand R., Garkaz M., Saeedi P. & A. Matoufi (2020). "Investigating the effect of sensitivity of cash flows of investment thirst on companies listed in Tehran Stock Exchange". *Financial Management Strategy*, 8(4), 187–212. https://doi.org/10.22051/jfm.2019.23198.1857 (in Persian)

Brogaard J., Dai L., Ngo P. T. H. & B. Zhang (2020). "Global political uncertainty and asset prices". *The Review of Financial Studies*, 33(4), 1737–1780.

Campello M., Graham J. R. & C.R. Harvey (2010). "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis". *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487.

Darendeli I. & T.L. Hill (2016). "Uncovering the complex relationships between political risk and MNE firm legitimacy: Insights from Libya". *Journal of International Business Studies*, 47(1), 68–92.

Delpasand C., Naserzadeh F. & R. Hesarzadeh (2019). "The mechanism of how social responsibility, risk and corporate governance affect cash holdings". *Financial Accounting Research*, 10(4), 59–78. https://doi.org/10.22108/far.2019.114423.1359 (in Persian)

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

Demir E. & O. Ersan (2017). "Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries". *Emerging Markets Review*, 33, 189–200.

Fatehi Chenar A. (2021). "Investigating the factors affecting liquidity management in companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Journal of Management and Entrepreneurship Studies*, 35, 620–631. (in Persian)

Faulkender M. & R. Wang (2006). "Corporate financial policy and the value of cash". *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990.

Fazzari S.M., Hubbard R.G. & B.C. Petersen (1988). "Financing constraints and corporate investment". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 141–195.

Foroghi D. & S. Farzadi (2014). "The effect of changes in cash flows on cash holdings regarding financing constraints facing the companies listed in Tehran Stock Exchange". *Journal of Asset Management and Financing*, 2(1), 21–36. (in Persian)

Francis B., Hasan I. & Y. Zhu (2014). "Political uncertainty and bank loan contracting". *Journal of Empirical Finance*, 29, 281–286.

Gad M., Nikolaev V. V., Tahoun A. & L. van Lent (2022). Firm-level political risk and credit markets. SSRN Scholarly Paper. https://doi.org/10.2139/ssrn.3395266

Gao J., Grinstein Y. & W. Wang (2017). *Firms' cash holdings, precautionary motives, and systematic uncertainty*. Working Paper, Indiana University, Bloomington.

Gulen H. & M. Ion (2015). "Policy uncertainty and corporate investment". *The Review of Financial Studies*, 29, 523–564.

Gupta G., Mahakud J. & V.K. Singh (2024). "Economic policy uncertainty and investment-cash flow sensitivity: Evidence from India". *International Journal of Emerging Markets*, 19(2), 494–518. https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2020-1415

Hadlock C.J. & J.R. Pierce (2010). "New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index". *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.

Han S. & J. Qiu (2007). "Corporate precautionary cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43–57.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

Harford J., Klasa S. & W.F. Maxwell (2014). "Refinancing risk and cash holdings". *The Journal of Finance*, 69(3), 975–1012.
Hasan S.B., Alam M.S., Paramati S.R. & M.S. Islam (2022). "Does firm-level political risk affect cash holdings?". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59, 311–337. https://doi.org/10.1007/s11156-022-01049-9
Hassan T. A., Hollander S., Van Lent L. & A. Tahoun (2019). "Firm-level political risk: Measurement and effects". *Quarterly Journal of Economics*, 134(4), 2135–2202.
Hezarkhani M., Shahverdiani S. & I. Jokar (2014). "Cash flow sensitivity analysis on the impact of financial constraints based on the Bao model". *Journal of Investment Knowledge*, 3, 181–194. (in Persian)
Huang G.-Y., Shen C. H. & Wu, Z.-X. (2023). "Firm-level political risk and debt choice". *Journal of Corporate Finance*, 78, 102332. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102332
James H.L., Wang H. & N. Borah (2024). "Firm-level political risk and the cash flow sensitivity of cash". *The Quarterly Journal of Finance*, 14(1). https://doi.org/10.1142/S2010139224500046
Julio B. & Y. Yook (2012). "Political uncertainty and corporate investment cycles". *The Journal of Finance*, 67(1), 45–83.
Kaplan S. & L. Zingales (1997). "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?". *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
Karimov J., Balli F., Ozer-Balli H. & A. de Bruin (2021). "Firm-level political risk and Shari'ah compliance: Equity capital cost and payouts policy". *Accounting & Finance*, 61(3), 4639–4667.
Kashanipour M. & B. Taghinezhad (2009). "Investigating the effect of financial constraints on cash flow sensitivity - cash flow". *Accounting and Auditing Research*, 1(2), 72–93. https://doi.org/10.22034/iaar.2009.105207 (in Persian)
King T., Loncan T. & Z. Khan (2021). "Investment, leverage and political risk: Evidence from project-level FDI". *Journal of Corporate Finance*, 67, 101873.
Lamont O., Polk C. & J. Saa-Requejo (2001). "Financial constraints and stock returns". *The Review of Financial Studies*, 14, 529–574.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]
[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]

Lin H. & D. Paravisini (2013). "The effect of financing constraints on risk". *Review of Finance*, 17(1), 229–259.

Maqsoodi Sh. (2020). The relationship between political uncertainty and cash holding of companies (Master's thesis, Islamic Azad University, Shahre Qods Branch). (in Persian)

Matinfard M. & A. Chaharmahali (2022). "Investigation of economic uncertainty on cash holding". *Journal of Investment Knowledge*, 11(41), 511–527. (in Persian)

Obenpong Kwabi F., Adegbite E., Ezeani E., Wonu C. & H. Mumbi (2024). "Political uncertainty and stock market liquidity, size, and transaction cost: The role of institutional quality". *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 2030–2048. https://doi.org/10.1002/ijfe.2760

Olob M., Dadashi I. & H. Gholamnia Roshan (2022). "The relationship between idiosyncratic risk and cash holding of companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Journal of Investment Knowledge*, 11(43), 373–392. (in Persian)

Phan H.V., Nguyen N.H., Nguyen H.T. & S. Hegde (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. Journal of Business Research, 95, 71–82.

Riddick L. A. & T.M. Whited (2009). "The corporate propensity to save". *The Journal of Finance*, 64, 1729–1766.

Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F. & B.D. Jordan (2008). Modern financial management.

Salimi Tazeh Kand A., Gorjizadeh D. & M. Safarpoor (2021). "Political risk and equity costs with emphasis on the moderating role of political relations". *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(36), 87–98. (in Persian)

Tran L.T. H., Tu T. T. K. & B.C. Nguyen To (2024). "Uncertainty and cash holdings: The moderating role of political connections". *International Journal of Managerial Finance*, ahead-of-print. https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2023-0245

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-10]

[DOI: 10.66224/qjerp.34.117.304]