

بررسی رابطه محدودیت های مالی بر حساسیت نگهداشت نقد و سرمایه گذاری

رسول نعیم پور^۱، حمیدرضا حبیبی^۲

^۱ کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی، مدرس دانشگاه علمی کاربردی تهران و مدرس حسابداری دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی یادگار امام (ره)

^۲ دکترای حسابداری، عضو هیات علمی دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی یادگار امام (ره) - شهر ری، (فرستنده مقاله)

نویسنده مسئول:

رسول نعیم پور

چکیده

این پژوهش در راستای تکمیل و گسترش پژوهش های انجام شده در مورد حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد و نگهداشت نقد - جریان نقد و محدودیت های مالی است، و لذا منظور این تحقیق توسعه ادبیات تئوریک و تجربی در حیطه بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری و نگهداشت وجه نقد بصورت همزمان می باشد. برای سرمایه گذاران، رشد سودآوری و جریان نقد آتی کشور اهمیت دارد. عوامل زیادی بر افزایش این دو مؤثر است. یکی از عوامل مؤثر، حجم سرمایه گذاری است. انتظار می رود که با انجام کلیه سرمایه گذاری های سودآور، سود و جریان نقد آتی کشور افزایش یابد. تصمیمات مربوط به حجم سرمایه گذاری شرکت های با عوامل مالی در ارتباط است. به عبارت دیگر عوامل مالی می توانند بر حجم سرمایه گذاری شرکت مؤثر باشند.

در این پژوهش براساس آزمون های **دو، من ویتنی، اسپریمن و رگرسیون** بعمل آمده از فرضیه های پژوهش نشان می دهد که فرض های اصلی خط مشی سرمایه گذاری - نقد بر محدودیت مالی و پذیرفته شده یعنی **P value** کمتر از 0.05 است. و در فرض های فرعی هم بجز فرض **۴** یعنی سود تقسیمی بر نگهداشت نقد دارای **P value** بزرگتر از 0.05 است رد می شود. همچنین با توجه به ضرائب رگرسیونی (β) در رگرسیون گام به گام نشانه تاثیر پذیری هر یک از متغیرها را در مدل ها و معادله سرمایه گذاری و نگهداشت نقد مشخص و تعیین شده است.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاری، نگهداشت نقد، محدودیت مالی، آزمون رگرسیون گام به گام، بازار بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری را بدون اتکا به طبقه بندی پیش از رخداد نمونه به دو گروه محدود شده و نامحدود، بررسی می کند. لذا ابتدا برآوردهای سطح شرکت در مورد حساسیت جریان نقد؛ سرمایه گذاری دریافت می شود و سپس از آنها برای طبقه بندی شرکتها به گروه های با حساسیت منفی، بالا و پایین جریان نقد استفاده می شود. در حالیکه بیشتر شرکتها حساسیت مثبت جریان نقد- سرمایه گذاری بالایی را نشان می دهند عده کمی از آنها رابطه منفی قوی بین سرمایه گذاری و جریان نقد را نشان می دهند. برای هر طبقه از حساسیت جریان نقد - سرمایه گذاری، خصوصیتی که انعکاس دهنده شدت محدودیتهای مالی است بررسی می شود.

این خصوصیات شامل نقدینگی داخلی، فرصتهای رشد و رفتار تامین مالی و سرمایه گذاری شرکتها است. همسو با تفسیر اولیه از حساسیت جریان نقد - سرمایه گذاری که توسط فازاری و دیگران (۱۹۸۸) ارائه شده است شرکتهای دارای حساسیت مثبت جریان نقد - سرمایه گذاری آنهایی هستند که با احتمال بیشتر دارای هزینه بالاتر تامین مالی خارجی هستند. این شرکتها کوچکتر، جوانتر، دارای تقسیم سود و دارایی مشهود کمتر هستند و احتمال انجام رتبه بندی اوراق قرضه آنها کمتر است. آنها همچنین سطوح بالاتر ذخیره سازی نقد را به دلیل پیش بینی مسائل نقدینگی دارند. جریان نقد این شرکتها کمتر از جریان نقد شرکتهای غیر حساس است و مخارج سرمایه گذاری آنها خیلی بالاتر از جریان نقد آنهاست. این شرکتها به رغم هزینه بالاتر اقدام به صدور بدهی و سهام می کنند که به آنها اجازه می دهد سرمایه گذاری کنند و در نرخهای بالاتری نسبت به شرکتهای غیر حساس رشد کنند. این نتایج دلالت می کنند که شرکتهای دارای حساسیت جریان نقد با محدودیت مالی مواجه اند که در زمان پایین بودن جریان نقد، مشخص تر است. شاخص های سنتی محدودیت مالی مثل اندازه شرکت و میزان سود تقسیمی بطور موفق شرکتهای محدود را مشخص می کنند اما در شناسایی دوره های دارای محدودیت بالا و دوره های دارای محدودیت پایین، کمتر موفق هستند. این دوره توسط شاخص KZ (کاپلن و زینگالس ۱۹۹۷) آشکارتر تفکیک شده اند. اما ایراد شاخص KZ این است که در شناسایی شرکتهایی که با احتمال بیشتری با محدودیت مالی مواجه اند موفقیت کمتری دارند.

مبانی نظری تحقیق

معیارهای اندازه گیری سرمایه گذاری و رشد، شامل مخارج سرمایه ای و هزینه تحقیق و توسعه است. منابع تامین مالی شامل جریان نقد، نقد ناشی از فروش دارایی و مبالغ ناشی از افزایش بدهی و سهام است. شرکتهای موجود در طبقه دارای حساسیت مثبت، نسبت به شرکتها موجود در طبقه بدون حساسیت، محدود شده تر هستند این موضوع در ادامه بررسی می شود که شرکتها موجود در گروه های متفاوت حساسیت جریان نقد چگونه رشد می کنند؟ چگونه سرمایه گذاری می کنند؟ و چگونه تامین مالی می کنند؟

نتایج نشان می دهند که به رغم هزینه های مورد انتظار بالاتر، شرکتها موجود در طبقه دارای حساسیت مثبت و طبقه دارای حساسیت منفی دارای سطوح بالاتر سرمایه گذاری، هزینه تحقیق و توسعه و رشد فروش در مقایسه با شرکتها موجود در طبقه بدون حساسیت هستند. این موضوع موافق با این است که این دو گروه از شرکتها دارای فرصتهای رشد بیشتر در مقایسه با شرکتها موجود در طبقه بدون حساسیت هستند. این موضوع از طریق نسبت ارزش بازار به دفتری نشان داده شده بود. از آنجا که طبق مطالعات خالص جریان نقد دو گروه منفی است آنها مجبورند جهت دستیابی به رشد بالاتر به سرمایه خارجی اتکا کنند. سود آوری مورد انتظار پروژه های سرمایه گذاری آنها آنقدر بالاست که توجیه کننده هزینه بالای تامین مالی خارجی است.

از آنجا که ارتباط بین سرمایه گذاری و جریان نقد (هم منفی و هم مثبت) بیانگر احتمال بالاتر وجود محدودیت مالی، فرصتهای سرمایه گذاری فراوان و رشد بالای سرمایه گذاری است بحث بعدی بررسی عواملی است که بر جهت این ارتباط موثر است. مخصوصا برای شرکتی که با محدودیت مالی شدید مواجه است، سرمایه گذاری بیشتر در سالهای با جریان نقد بالا و سرمایه گذاری کمتر در سالهای با جریان نقد کمتر منطقی به نظر می رسد. در این تحقیق شرکتها به گروه های با حساسیت منفی، پایین و بالا طبقه بندی شده و مشخص می شود که حساسیت جریان نقد - سرمایه گذاری در رابطه با محدودیتهای مالی، جریانهای نقد و فرصتهای رشد متفاوت است. شرکتهایی که دارای حساسیت منفی جریان نقد بوده اند دارای پایین ترین جریانهای نقد و بالاترین فرصتهای رشد هستند و به عنوان محدود شده ترین شرکتها هستند. شرکتها غیر حساس به جریان نقد دارای بالاترین جریان نقد، پایین ترین فرصت رشد و کمترین محدودیت مالی هستند. تا یک حد زیادی عامل وجود رابطه منفی میان جریان نقد و سرمایه گذاری، روندهای متفاوت سرمایه گذاری و جریان نقد در طی مراحل رشد در چرخه عمر شرکتها می باشد.

حساسیت زیاد سرمایه گذاری به جریان نقد که توسط فازاری و دیگران (۱۹۸۸) در مورد شرکتهایی که سود نقدی کم می پردازند ارائه شده است، باعث توجه اقتصاد مالی به سمت عوامل ایجاد کننده این پدیده شده است. مبتنی بر تفسیر فازاری و دیگران (۱۹۸۸) حساسیت جریان نقد - سرمایه گذاری، بالا بودن هزینه تامین مالی خارجی نسبت به تامین مالی داخلی را انعکاس می دهد. دلیل این موضوع ممکن است نامتقارنی اطلاعات (مایرز و مجلوف ۱۹۸۴ و گرینوالد و دیگران ۱۹۸۴) و یا وجود مسائل نمایندگی (جنسن و مک لینگ ۱۹۷۶، گراس من و هارت ۱۹۸۵ و جنسن ۱۹۸۶) باشد. بخش زیادی از ادبیات، حساسیت جریان نقد - سرمایه گذاری را به محدودیتهای مالی مبتنی بر رگرسیونهای سرمایه گذاری بر روی جریان نقد و کیوتوبین مربوط می کند. سایر مطالعات، این دیدگاه را به وسیله نشان دادن اینکه رابطه بین حساسیت جریان نقد و محدودیتهای مالی به چگونگی طبقه بندی شرکتها به دو گروه محدود و نامحدود حساس است به چالش می کشند.

بر اساس این پژوهش رابطه منفی بین سرمایه گذاری و جریان نقد بر اساس فرضیه چرخه عمر شرکت قابل توجیه است. در طول عمر شرکتهای طبقه بندی شده به عنوان دارای حساسیت منفی جریان نقد، روندهای متفاوتی در پاسخ به تغییرات در مجموعه فرصتهای رشد ایجاد می شود. به خصوص اینکه این شرکتها فعالیت خود را به عنوان شرکتهای عام با یک مجموعه با ارزش از فرصتهای سرمایه گذاری اما با سودهای خیلی پایین شروع می کنند. این حقیقت که آنها قادر به گردآوری مبالغ قابل ملاحظه بدهی و سهام هستند بیانگر این است که به رغم جریان های نقد فعلی خیلی کم، سود آوری مورد انتظار پروژه های آنها از سوی بازار، بسیار بالا ارزیابی می شود. همچنین این حقیقت که آنها با جریانهای نقد خیلی کم شروع به فعالیت میکنند دلالت بر این است که تخصیص زمانی سرمایه گذاریها به دوره های با جریان نقد بالا راه حل ممکن نیست. با توجه به سطوح شروع خیلی پایین جریان نقد، زمان زیادی لازم است تا اینکه جریانهای نقد به اندازه کافی بالا باشند تا بتوانند به عنوان منبع با اهمیت تامین مالی عمل کنند. همچنین بدون سرمایه گذاری جاری، جریانهای نقد بالاتر در آینده ممکن نیست. بنابراین سرمایه گذاری زمانی انجام می شود که جریان نقد در سطح پایین است. با این حال بر اساس فرضیه چرخه عمر، در حالی که این شرکتها بالغ می شوند سرمایه گذاری گذشته آنها شروع به ایجاد جریانهای نقدی بالاتر می کنند. این روندهای همزمان در جریانهای نقد و نرخ سرمایه گذاری باعث ایجاد رابطه منفی بین جریانهای نقد و سرمایه گذاری می شود.

این پژوهش مشارکتهای زیر را به ادبیات موجود اضافه می کند. اول، مزیت طبقه بندی نمونه مبتنی بر حساسیت جریان نقد، ایجاد امکان بررسی تعداد بیشتری از خصوصیات مربوط و همچنین بررسی رفتار تامین مالی و سرمایه گذاری شرکتهای دارای حساسیتهای متفاوت جریان نقد است. این موضوع باعث توصیف جامع تر شرکتهای دارای حساسیت متفاوت جریان نقد- سرمایه گذاری میشود که تعمیم دهی نتایج را آسان می کند. علاوه بر این از آنجا که هیچ نوع دانشی پیش از رخداد در زمینه آنچه موجب حساسیت جریان نقد- سرمایه گذاری میشود لازم نیست، محقق می تواند دارای فکر آزاد درباره عوامل اساسی و دلالت های آن باشد. بر عکس این رویکرد، در رویکرد رگرسیونهای سرمایه گذاری که در مطالعات قبلی استفاده شده نیاز به طبقه بندی نمونه مبتنی بر دانش قبلی از عوامل مرتبط پیش از برآورد حساسیت جریان نقد- سرمایه گذاری می باشد. در نتیجه، پیامد تحلیل برش مقطعی به این موضوع حساس است که آیا عامل خاصی مرتبط به حساسیت جریان نقد- سرمایه گذاری است؟ و آیا نقطه تفکیک نمونه به خوبی شناسایی شده است؟ این موضوع ممکن است یکی از دلایل یافته های متضاد در ادبیات قبلی باشد مخصوصا اگر رابطه بین محدودیتهای مالی و حساسیت جریان نقد- سرمایه گذاری به صورتی که توسط کاپلن و زینگالس (۱۹۹۷) بیان شده است متفاوت باشد.

دوم، این پژوهش پی می برد که حساسیت جریان نقد- سرمایه گذاری در رابطه با وجوه داخلی متغیر است. این یافته منطبق با یافته های قبلی است. با این حال، پژوهش منطق جدیدی برای این موضوع ارائه می کند. این منطق مبتنی بر تغییر فرصتهای رشد طی چرخه عمر شرکتها است. دوره های با فرصت رشد بالا همزمان با دوره های با جریان نقد پایین و مخارج سرمایه گذاری بالا است و بالعکس.

این پژوهش در راستای تکمیل و گسترش پژوهشهای فوق بوده و لذا منظور این تحقیق توسعه ادبیات تئوریک و تجربی در حیطه بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری و نگهداشت وجه نقد بصورت همزمان می باشد. برای سرمایه گذاران، رشد سودآوری و جریان نقد آتی کشور اهمیت دارد. عوامل زیادی بر افزایش این دو مؤثر است. یکی از عوامل مؤثر، حجم سرمایه گذاری است. انتظار می رود که با انجام کلیه سرمایه گذاری های سودآور، سود و جریان نقد آتی کشور افزایش یابد. تصمیمات مربوط به حجم سرمایه گذاری شرکتهای با عوامل مالی در ارتباط است. به عبارت دیگر عوامل مالی می توانند بر حجم سرمایه گذاری شرکت مؤثر باشند.

ارائه و تدوین فرضیه

بیان مسئله تنها به صورت کلی، پژوهش را هدایت می کند و تمام اطلاعات ویژه پژوهشی را در بر ندارد. از طرف دیگر در صورتی که کلیه اطلاعات پژوهشی را در مسئله مطرح کنیم مسئله پر حجم می شود، به گونه ای که تدبیر و هدایت آن امکان پذیر نیست. بنابراین، مسئله هرگز به صورت علمی حل نخواهد شد، مگر اینکه به فرضیه یا فرضیه هایی تبدیل شود. فرضیه عبارت است از یک قضیه شرطی یا غیر شرطی که توسط پژوهشگر، (تنها به این منظور که نتایج منطقی آن کشف یا استخراج گردد، بدون اعتقاد به آن)، پذیرفته می شود. نقش فرضیه در تحقیق علمی عبارت است از پیشنهاد تبیین هایی برای برخی از واقعیت ها و هدایت پژوهشگر.

فرضیات اصلی

۱. خط مشی سرمایه گذاری و نقدینگی شرکتها تحت تأثیر محدودیت مالی قرار می گیرد.
۲. حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقد برای شرکتها متفاوت از نظر محدودیت مالی متفاوت است.
۳. حساسیت نگهداشت نقد- جریان نقد در مورد شرکتها متفاوت از نظر محدودیت مالی متفاوت است.

فرضیات فرعی

۱. اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد مؤثر است.
۲. میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد مؤثر است.
۳. اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد مؤثر است.
۴. میزان سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد مؤثر است.

روش تحقیق

به دلیل استفاده از داده های تاریخی در آزمون فرضیات، تحقیق نیمه تجربی - پس رویدادی قلمداد می شود. از جمله ویژگی های این طرح، عدم توانایی برای کنترل کامل متغیرهای مزاحم و وجود داده های پس از وقوع است. بحث چالش برانگیز بررسی تأثیر محدودیتهای مالی بر خط مشی شرکتها، طبقه بندی آنها مطابق با معیارهای محدودیتهای مالی است. مفهوم محدودیتهای مالی، وجود تفاوت در هزینه تأمین مالی از طریق وجوه داخلی در مقایسه با وجوه خارجی است. ملاحظات استاندارد بیان می کند که شرکتها از نظر مالی محدود احتمالاً کوچک، غیر سودآور، دارای پتانسیل رشد بالا، اهرم بالا و ظرفیت بدهی پایین هستند. چند معیار وجود دارد که اغلب این شاخصها را برآورده می کند اما اینکه کدام معیار بهترین است مورد مناقشه است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد. شرکت های نمونه به صورت حذفی و براساس شرایط زیر انتخاب خواهد شد :

- (۱) تا ابتدای سال ۸۳ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۹۳ در بورس فعال بوده و از فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس حذف نشده باشند.
- (۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها، منتهی به اسفند ماه می باشد. علت انتخاب این معیار، این است که در محاسبه ی متغیرها، تا حد امکان دوره های زمانی مشابه باشند و شرایط و عوامل فصلی، در انتخاب عوامل و متغیرها اثرگذار نباشد.
- (۳) طی سال های مالی مذکور زیان ده نباشند. علت وجود این محدودیت، نیاز به محاسبه درصد رشد برای انجام محاسبات است. از آنجا که انجام این امر برای شرکت های زیان ده از لحاظ مفهومی ک. جب ورود اشتباهات اندازه گیری می شود، شرکت های زیان ده از نمونه حذف می شوند.
- (۴) داده های مورد نظر آنها در دسترس باشد. آشکار است که در صورت عدم دسترسی به داده های مورد نیاز امکان اجرای تحقیق میسر نخواهد بود.

۵) شرکت سرمایه‌گذاری نباشد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، با تعدیل سود هر سهم توسط شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود، اقدام به تعدیل سود هر سهم خود می‌نمایند؛ بنابراین در این راستا، تابع اقدامات شرکت‌های سرمایه‌پذیر هستند، به همین دلیل، حذف شدند. که جهت انتخاب شرکت‌های نمونه از روش حذف سیستماتیک که در بخش سوم این تحقیق به تفصیل بیان می‌شود صورت گرفته و در نهایت ۹۰ شرکت جهت بررسی تحقیق انتخاب می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

برای جمع‌آوری داده‌ها، به ابزارهای گوناگونی نیاز هست. نوع این ابزارها تابع عوامل گوناگونی از جمله ماهیت و روش تحقیق است. برای دستیابی به اطلاعات مورد نیاز این پژوهش، نیازمند بررسی گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌های نمونه و سایر یادداشت‌ها و تحلیل‌های مربوط به شرکت‌های موردنظر هستیم. برای این منظور، از بانک‌های اطلاعاتی موجود نظیر تدبیرپرداز، ره‌آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار استفاده خواهیم کرد و از پیوندها و اطلاعات موجود در بورس سایت اوراق بهادار تهران بهره‌مند خواهیم شد. در صورت لزوم، به کتابخانه بورس و اوراق بهادار مراجعه خواهد شد. اطلاعات گردآوری شده پس از طبقه‌بندی، وارد نرم افزار صفحه گسترده Excel شده و محاسبات مقدماتی مربوط به متغیرها در این نرم‌افزار صورت گرفته، سپس نتایج حاصله جهت پاسخگویی به فرضیات از مدل رگرسیون خطی برای داده‌های وارده، وارد نرم افزار EVIEWS و نهایتاً به نرم افزار SPSS وارد شده است و آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل اطلاعات صورت پذیرفت.

قلمرو مکانی و زمانی تحقیق

قلمرو مکانی تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران است، قلمرو زمان محدود به زمانی تحقیق با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان انجام تحقیق و در دسترس بودن آنها برای دوره ۱۰ ساله از ابتدای سال ۸۳ لغایت سال ۹۳ خواهد بود. با توجه به قلمرو مکانی تحقیق، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه ها و مدلها

فرض اول : محدودیت مالی شرکت ها می تواند بر خط مشی سرمایه گذاری و نقدینگی شرکتها اثرگذار باشد.

جدول ۱- بررسی اثر متغیر مستقل بر متغیرهای وابسته از طریق آزمون خی دو

متغیرها	X^2	درجه آزادی	سطح معنی داری
نقدینگی شرکتها	۳۲۹/۶۳	۲۷۳	۰/۰۱۱
خط مشی سرمایه گذاری	۱۸۱/۹۱	۱۴۱	۰/۰۱۲

همانگونه که جدول ۱- نشان می‌دهد خی دو محاسبه شده نقدینگی شرکتها برابر با ۳۲۹/۶۳ با درجه آزادی ۲۷۳ و سطح معنی داری ۰/۰۱ می‌باشد. هم چنین خی دو محاسبه شده خط مشی سرمایه گذاری برابر با ۱۸۱/۹۱ با درجه آزادی ۱۴۱ و سطح معنی داری ۰/۰۱۲ می‌باشد. به بیان دیگر به جهت کوچکتر بودن سطح معنی داری از ۰/۰۵ می‌توان عنوان نمود که محدودیت مالی شرکت ها می‌تواند بر نقدینگی شرکتها و خط مشی سرمایه گذاری آنها از میزان اثرگذاری بالایی برخوردار باشد رابطه فوق را می‌توان به شرح زیر نیز نوشت :

$$P=0/011, Df=273, X^2=329/63 \text{ نقدینگی شرکتها}$$

$$P=0/012, df=141, X^2=181/91 \text{ خط مشی سرمایه گذاری}$$

در نتیجه می‌توان عنوان نمود که فرض اول محقق مبنی بر اثر پذیری نقدینگی شرکت ها و خط مشی سرمایه گذاری از سیاست های محدودیت مالی مورد قبول واقع می‌گردد.

فرض دوم: بین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف ، تفاوت معنی داری وجود دارد.
جدول ۲- بررسی تفاوت معنی داری در حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی از طریق آزمون مان ویتنی

شرکت های دارای محدودیت	تعداد	میانگین رتبه	مجموع میانگین
شرکت ها با محدودیت کم	۱۴۷	۵۰۸/۵۰	۷۴۷۵۰
شرکت ها با محدودیت های زیاد	۶۶۳	۶۶۳	۲۵۳۷۰۵
من ویتنی	Z	سطح معنی داری	
۳۳۵۹۸	۵/۹	۰/۰۰۱	

همانگونه که جدول ۲- نشان می دهد شرکت ها با محدودیت مالی کم دارای میانگین رتبه ۵۰۸/۵۰ و شرکت ها با محدودیت مالی زیاد با میانگین رتبه ۶۶۳ با یکدیگر تفاوت دارند همچنین سطح معنی داری حاصله برابر با ۰/۰۰۰ ($p < 0/05$) که به جهت کوچکتر بودن از ۰/۰۵ بیانگر تفاوت معنی دار بین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی بین شرکت ها می باشد رابطه فوق را می توان به شرح زیر نیز نوشت :

$$P = ۰/۰۰۰, Z = ۵/۹, U = ۲۳۵۹۸ = \text{حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد}$$

در نتیجه می توان عنوان نمود که فرض دوم محقق مبنی بر تفاوت بین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی مورد تأیید واقع می گردد.

فرض سوم : بین حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف ، تفاوت معنی داری وجود دارد.

جدول ۳- بررسی تفاوت معنی داری در حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد و محدودیت مالی از طریق آزمون مان ویتنی

شرکت های دارای محدودیت	تعداد	میانگین رتبه	مجموع میانگین
شرکت ها با محدودیت کم	۱۴۷	۴۵۴/۴	۶۶۷۹۶
شرکت ها با محدودیت های زیاد	۶۶۳	۳۹۴/۶	۲۶۱۶۵۷
من ویتنی	Z	سطح معنی داری	
۴۱۵۴۱	۳/۱۳	۰/۰۰۲	

همانگونه که جدول ۳- نشان می دهد شرکت ها با محدودیت مالی کم دارای میانگین رتبه ۴۵۴/۴ و شرکت ها با محدودیت مالی زیاد با میانگین رتبه ۳۹۴/۶ با یکدیگر تفاوت دارند همچنین سطح معنی داری حاصله برابر با ۰/۰۰۲ ($p < 0/05$) که به جهت کوچکتر بودن از ۰/۰۵ بیانگر تفاوت معنی دار بین حساسیت نگهداشت نقد- جریان نقد و محدودیت مالی بین شرکت ها می باشد رابطه فوق را می توان به شرح زیر نیز نوشت :

$$P = ۰/۰۰۰, Z = ۳/۱۳, U = ۴۱۵۴۱ = \text{حساسیت نگهداشت نقد}$$

در نتیجه می توان عنوان نمود که فرض سوم محقق مبنی بر تفاوت بین حساسیت نگهداشت جریان نقد و محدودیت مالی مورد تأیید واقع می گردد.

فرضیه فرعی اول : اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد موثر است

جدول ۴- بررسی اثر میزان اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد

آزمون	دامنه	سطح معنی داری	تعداد
اسپریمن	۰/۵۶۲	۰/۰۰۰	۸۱۰

همانگونه که جدول ۴- ملاحظه می گردد در بررسی اثر پذیری حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد از اندازه شرکت از طریق آزمون اسپریمن دامنه برابر با ۰/۵۶۲ و سطح معنی داری برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که بیانگر آن است که اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد اثربخش می باشد. لذا می توان عنوان نمود که فرضیه فرعی دوم مورد قبول واقع گردیده است رابطه را به شرح زیر می توان نوشت:

$$P=0/000, N=810, r_s=0/562 \text{ دو دامنه}$$

تعیین میزان اثرگذاری اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد از طریق آزمون رگرسیون خطی

مدل	R	R ²	t	B1	B2	F	سطح معنی داری
رگرسیون خطی	۰/۸۱۲	۰/۶۵	۳۹/۴۶	۰/۶۸	۰/۸۱۲	۱۵۵۷/۲۳	۰/۰۰۰

همانگونه که در جدول رگرسیون خطی ملاحظه می گردد R2 (ضریب تعیین) برابر با ۰/۶۵ و B برابر با ۰/۸۱ می باشد به عبارت دیگر هر یک واحد تغییر در اندازه شرکت به اندازه ۰/۸۱ اثرگذاری بر سرمایه گذاری جریان نقد ملاحظه خواهد شد ضمناً سطح معنی داری کوچکتر از ۰/۰۵ است که مبین تأیید اثرگذاری می باشد.

فرضیه فرعی دوم : میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد موثر است.

جدول ۵- بررسی اثر میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد

آزمون	دامنه	سطح معنی داری	تعداد
اسپریمن	۰/۰۹۱	۰/۰۱	۸۱۰

همانگونه که در جدول ۵- ملاحظه می گردد در بررسی میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد از طریق آزمون اسپریمن دامنه برابر با ۰/۰۹۱ و سطح معنی داری برابر با ۰/۰۱ می باشد که بیانگر آن است که سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری اثربخش می باشد. لذا می توان عنوان نمود که فرضیه فرعی دوم مورد قبول واقع گردیده است رابطه را به شرح زیر می توان نوشت :

$$P=0/01, r_s=0/091, N=810 \text{ دامنه}$$

تعیین میزان اثرگذاری سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد از طریق آزمون رگرسیون خطی

مدل	R	R ²	t	B1	B2	F	سطح معنی داری
رگرسیون خطی	۰/۱۱۴	۰/۰۱۳	۲۳/۳	۰/۱۵۷	۰/۱۱۴	۱۰/۴۸	۰/۰۰۱

همانگونه که در جدول رگرسیون خطی ملاحظه می گردد R^2 (ضریب تعیین) برابر با ۰/۱۳ و B برابر با ۰/۱۱ می باشد به عبارت دیگر هر یک واحد تغییر در سود تقسیمی به اندازه ۰/۱۱ اثرگذاری بر سرمایه گذاری جریان نقد ملاحظه خواهد شد ضمناً سطح معنی داری کوچکتر از ۰/۰۵ است که مبین تأیید اثرگذاری می باشد.

فرضیه فرعی سوم: اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد موثر است

جدول ۶- بررسی اثر اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد

آزمون	دامنه	سطح معنی داری	تعداد
اسپریمن	۰/۱۹۴	۰/۰۰۰	۸۱۰

همانگونه که در جدول ۶- ملاحظه می گردد در بررسی میزان اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت جریان نقد از طریق آزمون اسپریمن دامنه برابر با ۰/۱۹۴ و سطح معنی داری برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که بیانگر آن است که سود اثر اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد اثربخش می باشد. لذا می توان عنوان نمود که فرضیه فرعی سوم مورد قبول واقع گردیده است رابطه را به شرح زیر می توان نوشت:

$$P=0/000, N=810, r_s=0/194 \text{ دو دامنه}$$

تعیین میزان اثرگذاری اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت جریان نقد از طریق آزمون رگرسیون خطی

مدل	R	R^2	t	B1	B2	F	سطح معنی داری
رگرسیون خطی	۰/۲۲	۰/۰۵	۶/۶۱	۲۲۰	۰/۲۲	۴۳/۷۱	۰/۰۰۰

همانگونه که در جدول رگرسیون خطی ملاحظه می گردد R^2 (ضریب تعیین) برابر با ۰/۰۵ و B برابر با ۰/۲۲ می باشد به عبارت دیگر هر یک واحد تغییر در اندازه شرکت به اندازه ۰/۲۲ اثرگذاری بر نگهداشت جریان نقد ملاحظه خواهد شد ضمناً سطح معنی داری کوچکتر از ۰/۰۵ است که مبین تأیید اثرگذاری می باشد.

فرضیه فرعی چهارم - میزان سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد موثر است

جدول ۷- بررسی اثر میزان سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد

آزمون	دامنه	سطح معنی داری	تعداد
اسپریمن	۰/۰۲۵	۰/۵۲۰	۸۱۰

همانگونه که در جدول ۷- ملاحظه می گردد در بررسی میزان سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت جریان نقد از طریق آزمون اسپریمن دامنه برابر با ۰/۰۲۵ و سطح معنی داری برابر با ۰/۵۲۰ می باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر می باشد که بیانگر آن است که سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت جریان نقد اثربخش نمی باشد. لذا می توان عنوان نمود که فرضیه فرعی چهارم مورد قبول واقع نگردیده است.

جدول ۸- بررسی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته سرمایه گذاری از طریق رگرسیون گام به گام

گام	پیش بینی کننده	مدل	مجموع مجذورات	درجه آزادی	میانگین مجذورات	F	سطح معنی داری	ضرایب رگرسیونی (β)	R	R ²
اول	رگرسیون	۱۵/۹۸	۱	۱۵/۹۸	۲۷/۹۸		۰/۰۰۰		۰/۱۸	۰/۰۳۵
	باقیمانده	۴۳۶/۱۵	۷۶۳	۰/۵۷۲						
	Cash flow							۰/۱۸		
دوم	رگرسیون	۲۱/۹۵	۲	۱۰/۹۷	۴۴/۱۹		۰/۰۰۰		۰/۲۲	۰/۰۴۹
	باقیمانده	۴۳۰/۱۹۵	۷۶۲	۰/۵۶۵						
	Cash Flow							۰/۱۷		
	Leverage							۰/۱۱		
سوم	رگرسیون	۲۶/۲۴	۳	۸/۷۴	۱۵/۶۳۰		۰/۰۰۰		۰/۲۴	۰/۰۵۸
	باقیمانده	۴۲۵/۹	۷۶۱	۰/۵۶۰						
	Cash Flow							۰/۱۸		
	leverage							۰/۱۱		
چهارم	رگرسیون	۲۹/۶۶	۴	۷/۴۱	۱۳/۳۴		۰/۰۰۰		۰/۲۵	۰/۰۶۶
	باقیمانده	۴۸۴/۲۲	۷۶۰	۰/۵۵						
	Cash Flow							۰/۱۷		
	leverage							۰/۱۱		
	Cash							۰/۱۰		
	Sales							۰/۰۸		

$$\text{Investment}_t^i = \beta_1 \text{CashFlow}_t^i + \beta_2 \text{FC}_t^i + \beta_3 \text{FC}_t^i \times \text{CashFlow}_t^i + \beta_4 \frac{M^i}{b_{t-1}} + \beta_5 \text{Leverage}_t^i + \beta_6 \text{Cash}_t^i + \beta_7 \text{Sales}_t^i + \sum i \text{Firmi} + \sum t \text{Yeart} + \varepsilon_t^i$$

همانگونه که در جدول ۸ و مدل فوق نشان می دهد در اولین گام، Cash Flow وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. در اولین گام مقدار بحرانی ($F=27/98$) با درجات آزادی (۷۶۳ و ۱) از مقدار بحرانی جدول بزرگتر است. رگرسیون بدست آمده در سطح (۰/۰۱) معنی دار است. ضریب رگرسیونی استاندارد Cash Flow ($\beta=-0.18$) بدست آمده است. که با همبستگی ($R=0.18$)، ۰/۰۳۵ از واریانس خط مشی سیاستگذاری را تبیین کرده است. در گام دوم، leverage با ضریب استاندارد رگرسیونی ($\beta=0.11$) وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. مقدار بحرانی ($F=44,19$) با درجات آزادی (۷۶۲ و ۲) از مقدار بحرانی جدول آماری بزرگتر است در نتیجه رگرسیون بدست آمده در سطح ۰/۰۱ معنی دار است. با ورود leverage، همبستگی چند متغیری به ($R=0.22$) افزایش یافته است و درصد تبیین به ۰/۰۴۹ افزایش پیدا کرده است. در گام سوم Cash وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. مقدار بحرانی ($F=15,630$) با درجات آزادی (۷۶۱ و ۳) از مقدار بحرانی جدول آماری بزرگتر است و نتیجتاً رگرسیون بدست آمده در سطح ۰/۰۱ معنی دار است. ضریب رگرسیونی Cash ($\beta=0.09$) است که ضریب همبستگی چند متغیری را به ($R=0.24$) افزایش داده است و درصد تبیین را به ۰/۰۵۸ درصد رسانده است. در گام چهارم، Sales وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. مقدار بحرانی ($F=13,34$) با درجات آزادی (۷۶۰ و ۴) از مقدار بحرانی جدول آماری بزرگتر است و نتیجتاً رگرسیون بدست آمده در سطح ۰/۰۱ معنی دار است. ضریب رگرسیونی Sales ($\beta=0.08$) است که ضریب همبستگی چند متغیری را به ($R=0.25$) افزایش داده است و درصد تبیین را به ۰/۰۶۶ درصد رسانده است. این در حالی است که FC توان لازم برای قرار گرفتن در معادله رگرسیون را بدست نیاورده است.

جدول ۹- بررسی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته نگهداشت نقد از طریق رگرسیون گام به گام

گام	پیش کننده	مدل	مجموع مجدورات	درجه آزادی	میانگین مجدورات	F	سطح معنی داری	ضرایب رگرسیونی (β)	R	R ²
اول	رگرسیون	۱۲/۶۴	۱	۶۴/۱۲	۹۵/۹۷		۰/۰۰۰		۰/۳۵	۰/۱۲
	باقیمانده	۹۹/۸۹	۶۹۷	۰/۱۲۹						
	FC							۰/۱۸		
دوم	رگرسیون	۱۵/۶۶	۲	۷/۸۳	۶۲/۶۶		۰/۰۰۰		۰/۳۹	۰/۱۵
	باقیمانده	۸۶/۹۸	۶۹۶	۰/۱۲۵						
	FC							۰/۳۳		
	Short Debt							۰/۱۷		
سوم	رگرسیون	۱۶/۴۰	۳	۵/۴۶	۴۴/۰۵		۰/۰۰۰		۰/۴۰	۰/۱۶
	باقیمانده	۸۸/۲۴	۶۹۵	۰/۱۲۴						
	FC							۰/۳۳		
	Short Debt							۰/۱۸		
	Cash Flow							۰/۰۸۶		

$$\text{Cash Holding}_t^i = \beta_1 \text{Cash Flow}_t^i + \beta_2 \text{FC}_t^i + \beta_3 \text{FC}_t^i \times \text{Cash Flow}_t^i + \beta_4 \frac{m^i}{b_{t-1}} + \beta_5 \text{Size}_t^i \\ + \beta_6 \text{Expenditures}_t^i + \beta_7 \text{NWC}_t^i + \beta_8 \text{Short Debt}_t^i \\ + \sum_i \text{Firmi} + \sum_t \text{tYeart} + \varepsilon_t^i$$

همانگونه که در جدول ۹ و مدل فوق نشان می دهد در اولین گام FC وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. در اولین گام مقدار بحرانی (F=95,97) با درجات آزادی (۱ و 697) از مقدار بحرانی جدول بزرگتر است. رگرسیون بدست آمده در سطح (۰.۰۱) معنی دار است. ضریب رگرسیونی استاندارد FC (β=0.18) بدست آمده است. که با همبستگی (R=0.35)، ۱۲/۰ از واریانس را تبیین کرده است. در گام دوم، Δ Short Debt با ضریب استاندارد رگرسیونی (β=-0.17) وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. مقدار بحرانی (F=62,66) با درجات آزادی (۲ و 696) از مقدار بحرانی جدول آماری بزرگتر است در نتیجه رگرسیون بدست آمده در سطح ۰.۰۱ معنی دار است. با ورود ، Δ Short Debt همبستگی چند متغیری به (R=0.39) افزایش یافته است و درصد تبیین به ۱۵/۰ افزایش پیدا کرده است. در گام سوم Cash Flow وارد معادله رگرسیون پیش بینی شده است. مقدار بحرانی (F=44,05) با درجات آزادی (۳ و ۵69) از مقدار بحرانی جدول آماری بزرگتر است و نتیجتاً رگرسیون بدست آمده در سطح ۰.۰۱ معنی دار است. ضریب رگرسیونی Cash Flow (β= -0.086) است که ضریب همبستگی چند متغیری را به (R=0.40) افزایش داده است و درصد تبیین را به ۱۶/۰ درصد رسانده است. این در حالی است که NWC و Expenditures ، توان لازم برای قرار گرفتن در معادله رگرسیون را بدست نیاورده است.

نتیجه گیری

تحقیق و پژوهش در حوزه مدیریت مالی در شرکت ها و موسسات مالی ، همواره از حساسترین و طاقت فرساترین امور محسوب می گردد. اثرگذاری موسسات مالی بر حوزه ای اقتصادی و اجتماعی ، و نیاز به یک خط مشی و سیاستگذاری مالی با در نظر گرفتن خط مشی ها و سیاست گذاری کلی در داخل و خارج از کشور از جمله اموری است که شرکتها و موسسات را مجبور نموده تا در این زمینه تلاش نمایند و با اتخاذ تدابیری صحیح و ارزشمند ، راهکارهایی مناسب یافته تا از میزان آسیب پذیری خود کاسته ، و در عرصه تجاری و فعالیت اقتصادی باقی بمانند. بحث طبقه بندی در جریان های نقدی به خصوص سیاست گذاری حساسیت جریان نقد از جمله مواردی است که بحث و بررسی در آن لازم و ضروری به نظر می رسد.

در بررسی **فرضیه اول** که بیان می دارد محدودیت مالی شرکت ها می تواند بر خط مشی سرمایه گذاری و نقدینگی شرکتها اثرگذار باشد. نتایج حاصله بیانگر آن است که اثر محدودیت های مالی بر نقدینگی شرکتها و خط مشی سرمایه گذاری تصادفی نبوده و امری بدیهی محسوب می گردد به عبارت دیگر سطح معنی داری حاصله که برابر با $P < 0/05$ می باشد اثر پذیری نقدینگی شرکتها و خط مشی سرمایه گذاری را از سیاستهای محدودیت مالی بیان می نماید در نتیجه فرضیه اول محقق پذیرفته می شود. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیق کاپلن و رینگالس (۱۹۹۷) و کلیری (۱۹۹۹) همسو می باشد.

در بررسی **فرضیه دوم** که بیان می دارد بین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف ، تفاوت معنی داری وجود دارد مشخص گردید که شرکت ها با محدودیت کم به لحاظ رتبه نیز در آماره من ویتنی در سطح پایین تری قرار داشته اند همچنین مشخص گردید که بین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف تفاوت معنی داری وجود دارد به عبارت دیگر حساسیت سرمایه گذاری در شرکت های بزرگ و کوچک با یکدیگر متفاوت بوده و در این میان شرکت های با محدودیت بیشتر سعی در سرمایه گذاری در حوزه جریان نقد می نمایند. سطح معنی داری حاصله برابر با $P < 0/05$ که بیانگر تفاوت بین شرکت ها با محدودیت مالی از نقطه نظر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد بوده و تحقیق حاضر با تحقیق فاراری و دیگران (۱۹۸۸) همسو می باشد.

در بررسی **فرضیه سوم** که بیان می دارد بین حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف ، تفاوت معنی داری وجود دارد. شرکت ها با محدودیت مالی کم دارای میانگین رتبه $4/4$ و شرکت ها با محدودیت مالی زیاد با میانگین رتبه $394/6$ با یکدیگر تفاوت دارند در نتیجه می توان عنوان نمود که حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف با یکدیگر متفاوت می باشد به نحوی که شرکت ها با محدودیت کم به لحاظ رتبه در وضعیت بهتری نسبت به شرکت های با محدودیت زیاد قرار دارند نتایج حاصله از تحقیق فوق با نتایج تحقیق می باشد.

در بررسی فرضیه **فرعی اول** نیز که بیان می نماید اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد موثر است نتایج حاصله بیانگر آن است که اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد موثر است نتایج حاصله بیانگر آن است که اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد اثربخش می باشد و بدین لحاظ سطح معنی داری برابر با $P < 0/05$ می باشد لذا می توان عنوان نمود که **فرضیه فرعی اول** مورد قبول واقع شده است. همچنین در بررسی میزان اثرگذاری نیز مشخص گردید که $B = 0/81$ که بیانگر آن است که هر یک واحد تغییر به اندازه $0/81$ افزایش در اثربخش بر سرمایه گذاری جریان نقد مشاهده خواهد شد. نتایج این مطالعه با تحقیقات انجام شده در بین سالهای ۱۹۷۷ تا ۱۹۹۶ در اروپا همسو می باشد.

در بررسی فرضیه **فرعی دوم** نیز که بیان می نماید میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد موثر است. بررسی میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد از طریق آزمون اسپریمن دامنه برابر با $0/91$ و سطح معنی داری برابر با $0/01$ می باشد که بیانگر آن است که سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری اثربخش می باشد همچنین بررسی میزان اثربخشی بیانگر آن است که بتای حاصله برابر با $0/11$ می باشد که بیانگر آن است که هر یک واحد تغییر در سود تقسیمی به اندازه $0/11$ اثرگذاری بر سرمایه گذاری جریان نقد ملاحظه خواهد شد نتایج مطالعه حاضر با نتایج تحقیق امید و دیگران (۲۰۰۴) همسو می باشد.

در بررسی فرضیه **فرعی سوم** نیز که بیان می دارد اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد موثر است در بررسی میزان اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت جریان نقد از طریق آزمون اسپرمن دامنه برابر با ۰/۱۹۴ و سطح معنی داری برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که بیانگر آن است که سود اثر اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد اثربخش می باشد نتایج حاصل از ضریب رگرسیونی نیز بیانگر آن است که بتا حاصله برابر با ۰/۲۲ می باشد به عبارت دیگر هر یک واحد تغییر در اندازه شرکت به اندازه ۰/۲۲ اثرگذاری بر نگهداشت جریان نقد ملاحظه خواهد شد. نتایج مطالعه حاضر با نتیجه تحقیق فازاری و دیگران (۱۹۸۸) خواهد شد. در بررسی **فرضیه چهارم** نیز که بیان می دارد میزان سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد موثر است که نتایج حاصله بیانگر آن است که سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت جریان نقد اثربخش نمی باشد. و سطح معنی داری حاصله نیز برابر با ۰/۵۲۰ است که به جهت بزرگتر بودن از ۰/۰۵ فرضیه محقق پذیرفته نمی شود. نتایج حاصل از فرضیه های تحقیق در جدول شماره ۱۰ به شرح زیر است:

۱۰- جدول نتایج حاصل از فرضیه ها

نتایج حاصله		فرضیه ها
رد	تأیید	
-	$P < 0/05$	محدودیت مالی شرکت ها می تواند بر خط مشی سرمایه گذاری و نقدینگی شرکتها اثرگذار باشد.
-	$P < 0/05$	بین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف ، تفاوت معنی داری وجود دارد.
-	$P < 0/05$	بین حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد و محدودیت مالی در شرکت های مختلف ، تفاوت معنی داری وجود دارد.
-	$P < 0/05$	اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد موثر است
-	$P < 0/05$	میزان سود تقسیمی بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقد موثر است.
-	$P < 0/05$	اندازه شرکت بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد موثر است
$P > 0/05$	-	میزان سود تقسیمی بر حساسیت نگهداشت نقد - جریان نقد موثر است

همچنین در بررسی گام به گام متغیرهای مستقل با متغیر سرمایه گذاری معادله اول مشخص گردید که در گام اول Cash Flow به تنهایی ۰/۰۳ از واریانس ها را تبیین نموده است و در گام دوم با اضافه شدن leverage این تبیین به ۰/۰۴۹ افزایش یافته است و در گام سوم با اضافه شدن Cash این افزایش به ۰/۰۵۸ رسیده است و در نهایت در گام چهارم با اضافه شدن Sales این افزایش به ۰/۰۶ رسیده است که بیانگر اثرگذاری متغیرهای فوق بر سرمایه گذاری می باشد.

همچنین در بررسی گام به گام متغیرهای مستقل با متغیر نگهداشت نقد، معادله دوم تحقیق حاضر مشخص گردید که در آزمون رگرسیون در گام اول FC با ۰/۱۲ بر تبیین واریانس ها اثرگذار بوده است و در گام دوم با اضافه شدن Short Debt این اثرگذاری به ۰/۱۵ ارتقا یافته است. همچنین در گام نهایی با اضافه شدن Cash Flow این اثرگذاری به ۰/۱۶ درصد افزایش یافته است.

فهرست منابع و مآخذ

منابع فارسی

۱. دستگیر، محسن و حبیبی، حمیدرضا، (۱۳۹۳). "بررسی رابطه حساسیت محدودیت های مالی بر نگهداشت نقد و سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی علوم و تحقیقات اصفهان.
۲. خاکی، غلامرضا، (۱۳۹۰)، روش تحقیق با رویکرد به پایان نامه نویسی، چاپ ۹، تهران، انتشارات بازتاب.
۳. حافظ نیا، محمدرضا (۱۳۸۷) مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، چاپ چهاردهم، تهران، انتشارات سمت.
۴. رهنمای رودپشتی، فریدون و دیگران، (۱۳۸۹). مکاتب و تئوریهای مالی و حسابداری، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی
۵. جهانخانی، علی و طالبی، محمد، (۱۳۷۸). بررسی نقد و انواع شاخص های نقدینگی شرکتهای، مجله تحقیقات مالی، دانشگاه تهران، شماره ۱۴-۱۳.
۶. رستایان، امیرورحیمی، فروغ و حنجری، سارا، (۱۳۸۹). تاثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهشهای حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۶)، زمستان، صص ۱۲۵-۱۴۴
۷. آقای، محمدعلی و ناظمی اردکانی، مهدی و دیگران، (۱۳۸۸). بررسی عوامل موثر بر نگهداشت موجودیهای نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهشهای حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم، زمستان، صص ۷۰-۵۳.
۸. ملکیان، اسفندیار و دیگران، (۱۳۹۰)، بررسی بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۹۶-۱۱۵.

منابع انگلیسی

9. Xin, Chang. Tek, jun, Tan. And others,. Effects of financial constraints on corporate policies in Australia,. Journal Accounting and Finance, No, 47 (2007), pp. 85-108.
10. Almaeiya, And others (2004),. The cash flow Sensitivity Puzzle and negative cash flow observation explain it? . journal of banking and finance, No, 28, pp. 901-930.
11. Cleary, S, (2004),. International corporate Investment and role of financial status,. Journal of finance, No, 54, pp. 673-692.
12. Whited, T, (1992),. Debt, liquidity constraints, and corporate Investment, evidence from pane Deta, journal of finance, No, 47, pp. 1420-1460.
13. Fazzari, S. and others, (1988),. Financing constraints and corporate investment, journal brookings paper on Economic activity, No, 1, pp. 141-195.
14. Basil Al-Najjar, (2013),. The financial determinants of corporate cash holdings, journal International Business Review, No, 22, pp. 77-88.
15. Marco, Bigelli, and others, (2012),. Cash holdings in private firms,. Journal of Banking & Finance, No, 36, pp. 26-35.