

Ehsan Rajabi<sup>1</sup> , Majid Edalatmanesh<sup>2</sup>

1. Assistant Professor of Economics, Agricultural Planning, Economic and Rural Development Research Institute (APERDRI), Tehran, Iran (Corresponding Autor). [rajabi.ehsan63@gmail.com](mailto:rajabi.ehsan63@gmail.com)

2. Master of Management, Faculty of Islamic Governance, Islamic Azad University, Isfahan. Iran. [rae1363@yahoo.com](mailto:rae1363@yahoo.com)

## Abstract

Monetary policies are factors affecting aggregate demand and national production and income, and expansionary and contractionary policies can be distinguished, each of which has different economic effects on the economy. One of the variables that can be affected by monetary policies is the amount of corporate investment. In fact, tightening monetary policies increase the demand for money by increasing demand and national income, and as a result, the interest rate rises and leads to a decrease in investment. The main objective of this study is to examine the effect of monetary policies and the level of cash holdings on corporate investment in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical population consists of 105 companies, for the 5-year period 2019-2023, and the research model is estimated using the generalized method of moments (GMM). The results of the study showed that tightening monetary policies have a negative effect on corporate investment. The results also showed that cash holdings reduce the negative impact of tightening monetary policies on corporate investment. Our results provide clear evidence that cash holdings help Iranian businesses improve corporate investment efficiency by smoothing investment during periods of contractionary monetary policies. During periods of tighten monetary policies, the government and central bank can provide various government incentives or production subsidies to some disadvantaged companies or regions to maintain investment activities. Also, high cash reserves put managers in a position to make investment decisions independently of monetary policies.

**Keywords:** Monetary Policy, Cash Holding, Corporate Investment, Financial Constraints.

**JEL Classification:** E54, G1, E4, E5

**Doi:** 10.22034/eaai.2025.2060925.1055

### Article history:

**Receive Date:** 17 May 2025

**Revise Date:** 30 June 2025

**Accept Date:** 30 June 2025

**Publish Date:** 30 June 2025



© The Author(s).

**Citation:** Rajabi, R., & Edalatmanesh, M. (2024). Monetary Policy, Cash Holding and Corporate Investment: Evidence from Iran. *Quarterly Journal Economic Analysis and Ideas*, 1 (4), 59-84.



# سیاست‌های پولی بانک مرکزی، نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهد بورس ایران



احسان رجبی<sup>۱</sup> (id)، مجید عدالت‌منش<sup>۲</sup>

۱- استادیار پژوهشی اقتصاد کشاورزی، مؤسسه پژوهش‌های برنامه‌ریزی، اقتصاد کشاورزی و توسعه روستایی، تهران، ایران (نویسنده

مسئول). rajabi.ehsan63@gmail.com

۲- کارشناسی ارشد مدیریت دولتی، دانشکده حکمرانی اسلامی، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. rael363@yahoo.com

## چکیده

سیاست‌های پولی از عوامل مؤثر بر تقاضای کل و تولید و درآمد ملی است که به سیاست‌های انبساطی و انقباضی قابل تفکیک است و هر کدام آثار اقتصادی مختلفی در اقتصاد دارد. یکی از متغیرهایی که می‌تواند تحت تأثیر سیاست‌های پولی قرار گیرد، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. در واقع سیاست‌های پولی انقباضی با افزایش تقاضا و درآمد ملی، تقاضای پول را نیز افزایش می‌دهد و در نتیجه آن، نرخ بهره بالا می‌رود که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری خواهد شد. هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و سطح نگهداشت وجه نقد بر سرمایه‌گذاری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری مشتمل بر ۱۰۵ شرکت، برای دوره ۵ ساله ۱۳۹۸-۱۴۰۲ بوده و با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)، مدل پژوهش برآورد شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی انقباضی، تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری شرکت دارد. همچنین نتایج نشان داد که نگهداشت وجه نقد، تأثیر منفی سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد. نتایج شواهد روشنی را نشان می‌دهد که نگهداری وجه نقد به کسب‌وکارهای ایرانی کمک می‌کند تا با هموارسازی سرمایه‌گذاری در دوره‌هایی که سیاست‌های پولی انقباضی اعمال می‌شوند، کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی را بهبود بخشند. در دوره‌هایی که سیاست‌های پولی، سخت‌گیرانه‌تر (انقباضی) می‌شوند؛ دولت و بانک مرکزی می‌توانند با اعمال انواع مشوق دولتی یا یارانه‌های تولیدی برای برخی از شرکت‌ها یا مناطق محروم، زمینه حفظ فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را فراهم آورند. همچنین، ذخایر نقدی بالا، مدیران را در موقعیتی قرار می‌دهد تا تصمیمات سرمایه‌گذاری را مستقل از سیاست‌های پولی اتخاذ نمایند.

واژگان کلیدی: سیاست‌های پولی، نگهداشت وجه نقد، سرمایه‌گذاری شرکتی، محدودیت مالی.

شناسه دیجیتال: 10.22034/eaai.2025.2060925.1055

طبقه بندی JEL: E5, E4, G1, E54



© The Author(s).



سابقه مقاله:

تاریخ دریافت: ۲۷ اردیبهشت ۱۴۰۴ تاریخ بازنگری: ۹ تیر ۱۴۰۴

تاریخ پذیرش: ۹ تیر ۱۴۰۴ تاریخ انتشار: ۹ تیر ۱۴۰۴

استاددهی: رجبی، احسان و عدالت‌منش، مجید، (۱۴۰۳). سیاست‌های پولی بانک مرکزی، نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهد بورس ایران. فصلنامه تحلیل‌ها و اندیشه‌های اقتصادی، ۱ (۴)، ۵۹-۸۴.

## ۱- مقدمه

تحقیقات اخیر در زمینه سیاست پولی و سرمایه‌گذاری شرکتی، توجه بیشتری به نقش سیاست‌های پولی در تثبیت اقتصادی طی دوران بحران‌های مالی و گسترش اقتصادی داشته است (چانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵؛ شن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). به‌عنوان یکی از مهم‌ترین سیاست‌های اقتصاد کلان، سیاست‌های پولی تأثیر قابل توجهی بر وام‌های شرکتی و سرمایه‌گذاری شرکتی می‌گذارد (مورک و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). با توجه به نگرش سازمانی در مورد نرخ بهره بازار و رشد اقتصادی مبتنی بر سرمایه‌گذاری، تأثیر سیاست‌های پولی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها برجسته‌تر می‌شود (لی و لیو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷).

سیاست پولی، نقش مهمی را در حمایت از اصلاحات اقتصادی و توسعه اقتصادی پایدار به‌عنوان یک ابزار پولی کلیدی بازی می‌کند (چن و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶) و با گذار از چهارچوب سیاست پولی، استحکام ساختار اقتصادی و عرضه پول، همچنان یک هدف مهم سیاست پولی است (لی و لیو، ۲۰۱۷). ادبیات موجود، شواهد روشنی را نشان داده است که بانک مرکزی برای تعدیل هزینه وام شرکت‌ها و تأمین اعتبار بانکی به‌منظور مدیریت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، مجموعه‌ای از ابزارها مانند سیاست‌های پولی را به کار می‌گیرد (هی و وانگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲؛ چن و همکاران، ۲۰۱۶). به‌عنوان مثال، با اتخاذ سیاست‌های پولی انقباضی، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند، زیرا با محدودیت‌های مالی بیشتری در زمان کاهش اعتبار بانک‌ها مواجه می‌شوند (مورک و همکاران، ۲۰۱۳) و آن‌ها به منابع داخلی سرمایه‌ای، از قبیل دارایی‌های نقدی خود برای سرمایه‌گذاری اکتفا می‌کنند (آلن و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۵)؛ بنابراین احتمال دارد که اثربخشی سیاست‌های پولی انقباضی، بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، با دارایی‌های نقدی شرکت، کاهش یابد (یانگ و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷).

همچنین دارایی‌های نقدی شرکت، می‌تواند اثرات معکوس سیاست‌های پولی انبساطی بر سرمایه‌گذاری شرکتی را کاهش دهد. علاوه‌براین ساختار مالکیت شرکت‌ها، نیز ممکن است

1. Chang et al.
2. Shen et al.
3. Morck et al.
4. Li & Liu
5. Chen et al.
6. He & Wang
7. Allen et al.
8. Yang et al.

بر تأثیرات کاهشی بالقوه دارایی‌های نقدی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تأثیرگذار باشد؛ زیرا به سبب تبعیض اعتبار در یک دوره تغییر اقتصادی، شرکت‌های دولتی ممکن است، دسترسی بهتری به اعتبارات بانکی داشته باشند؛ چراکه دولت به‌طور ضمنی و صریح می‌تواند، وام‌های بانکی تکلیفی به شرکت‌های با مالکیت دولتی را تضمین کند؛ حتی اگر بازده متوسط آن‌ها، کمتر از شرکت‌های خصوصی باشد (سانگ و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۱). علاوه بر این، مداخله دولت تأثیرات مهمی در عملکرد بازار بانکی داشته است که این موضوع تحت تأثیر بانک‌های تجاری دولتی قرار دارد (برگر و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹)؛ بنابراین، شرکت‌های خصوصی در مقایسه با شرکت‌های دولتی، می‌توانند نسبت به شوک‌های چرخه تجاری حساس‌تر و آسیب‌پذیرتر باشند (چانگ و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۹). دیکنسون و لیو<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷) نشان داده‌اند که تنوع سطح توسعه مالی و ساختار مالکیت می‌تواند باعث ناهمگونی تأثیرات سیاست‌های مالی در کسب و کارهای خصوصی شوند.

همچنین، با توجه به ادبیات مالی کلاسیک، می‌توان دریافت که محدودیت‌های مالی و نوسانات عرضه اعتبار بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. این موضوع به این دلیل است که شوک‌های تأمین اعتبار و اختلالات تأمین مالی، بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معکوس دارند. در صورت نبود شرایط مالی مناسب، شرکت برای تأمین مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری دچار چالش می‌شود و چنین اثراتی در شرکت‌هایی که از لحاظ توانایی مالی، محدود هستند و یا به‌شدت به تأمین مالی خارجی وابسته‌اند، بسیار شدیدتر و دشوارتر خواهد شد (اوپلر و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۹؛ آلمیدا و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۴).

به دنبال سیاست‌های پولی انبساطی، افزایش در هزینه‌های بهره تسهیلات، سود عملیاتی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد که این به نوبه خود، نقدینگی در دسترس را کاهش داده و ارزش سهام شرکت را کاهش می‌دهد. در نتیجه، ریسک تأمین مالی خارجی، افزایش می‌یابد و به دنبال آن سرمایه‌گذاری شرکتی، کاهش می‌یابد و تقاضا برای دریافت وام نیز کمتر می‌شود؛ درحالی‌که سطح بالای دارایی‌های نقدی و ارزش خالص دارایی‌ها، دسترسی به تأمین مالی

9. Song et al.

10. Berger et al.

11. Chang et al.

12. Dickinson & Liu

13. Opler et al.

14. Almeida et al.

داخلی را بهبود می‌بخشد و ظرفیت بیشتری را برای کاهش هزینه تأمین مالی خارجی، فراهم می‌کند (برنانکه و گرتلر<sup>۱۵</sup>، ۱۹۸۹). سیاست پولی انقباضی عمدتاً منجر به کاهش عرضه وام بانکی می‌شود. به‌منظور اجتناب از هزینه‌های تعدیلی بالا، شرکت‌هایی که دارای مسائل عدم تقارن اطلاعاتی هستند و دسترسی ناچیزی به بازارهای اعتباری (مانند بانک‌ها و بورس) دارند، ممکن است، با ایجاد ذخایر نقدینگی کافی برای حفظ سرمایه‌گذاری، شوک‌های نامطلوب مالی را راحت‌تر مدیریت کنند (کوپر و هالتیونگر<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۶). از این رو، ارزش حاشیه‌ای دارایی‌های نقدی برای شرکت‌های با محدودیت مالی، بیشتر است (فاکندر و وانگ<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۶). بررسی‌های صورت گرفته بر روی اثرات سیاست‌های پولی در زمینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، سیاست‌گذاران را قادر می‌سازد تا به بهترین نحو بر نوسانات نرخ رشد و رشد اقتصادی حاکم شوند. سیاست‌های پولی انبساطی ممکن است موجب کاهش سرمایه‌گذاری‌های شرکتی شود و اثربخشی اجرای سیاست‌ها، توسط دارایی‌های نقدی شرکت کاهش می‌یابد. همچنین پیش‌بینی می‌شود که با تشدید سیاست‌های پولی، شرکت‌های با محدودیت مالی و آن دسته از شرکت‌های خصوصی (غیردولتی) باید به دارایی‌های نقدی داخلی و یا تأمین مالی خارجی موجود ناشی از یک بازار مالی به‌خوبی توسعه‌یافته برای حفظ سرمایه‌گذاری خود پایبند باشند (شن و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۵). چنین شواهدی این استدلال را تقویت می‌کنند که انتقال سیاست پولی، تأثیرات ناهمگونی بر اقتصاد واقعی خواهد داشت؛ بنابراین، این پژوهش به تحقیقات مالی و اقتصادی مربوط به سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار با ارائه شواهد تجربی منحصربه‌فردی در مورد تأثیرات سیاست پولی در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کمک می‌کند.

این پژوهش به چهار طریق به ادبیات پژوهش موجود کمک می‌کند. اول، شواهد تجربی ارائه‌شده در این مقاله، مکمل ادبیات موجود در سطح اقتصاد کلان، به درک پژوهشگران از تأثیرات سیاست‌های پولی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سطح اقتصاد خرد تعمیق می‌بخشد؛ دوم، این مقاله، شواهد جدید و اضافی در مورد نقش نگهداری وجه نقد، در کاهش اثرات نامطلوب سیاست پولی انقباضی ارائه می‌دهد. چنین شواهدی، پیامدهای قوی‌تری برای کسب‌وکارهای ایرانی که بیشتر به سود انباشته داخلی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری در

15. Bernanke &amp; Gertler

16. Cooper &amp; Haltiwanger

17. Faulkender &amp; Wang

18. Shen et al.

یک دوره گذار اقتصادی متکی هستند، به همراه دارد؛ سوم، مطالعات اخیر نشان داده‌اند که تأثیرات سیاست‌های پولی بر اقتصادها، به دلیل توسعه بازار بانکداری سایه، کاهش یافته است (چن و همکاران، ۲۰۱۸). برای تکمیل مطالعات موجود، این مقاله بر نقش منابع مالی داخلی شرکت‌ها در واکنش به تغییرات سیاست پولی تمرکز دارد. درنهایت، این مقاله مکانیسم‌ها و پیامدهای چگونگی کاهش اثرات انقباض پولی توسط نگهداشت وجه نقد را بررسی می‌کند. با توجه به مبانی مطرح‌شده پیرامون موضوع پژوهش، هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و سطح نگهداشت وجه نقد بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و فرضیه‌های در نظر گرفته شده عبارت است از:

- فرضیه اول: سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکت، تأثیر منفی دارد.
- فرضیه دوم: نگهداشت وجه نقد، تأثیر منفی سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد.

## ۲- ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- ادبیات نظری

سیاست‌های پولی مجموعه اقداماتی است که بانک مرکزی (مقام پولی) به منظور کنترل فعالیت‌های اقتصادی جامعه به کار می‌برد. سیاست‌های پولی، بر عرضه پول و نرخ بهره اثر می‌گذارند و از این طریق بسیاری از اهداف اقتصادی؛ مانند افزایش اشتغال، ثبات قیمت‌ها، حل مشکل رکود را متأثر می‌سازند.

به‌طور کلی سیاست‌های پولی، به‌طور مستقیم بر تقاضای کل و تولید و درآمد ملی اثر می‌گذارند. این سیاست‌ها نیز انبساطی و انقباضی را شامل می‌شوند که هر کدام آثار مختلفی در اقتصاد کشور دارند. یکی از متغیرهای اقتصادی که تحت تأثیر این سیاست‌های پولی قرار می‌گیرد، سرمایه‌گذاری است. تغییر نرخ بهره در اثر سیاست پولی، توسط بیشتر دولت‌ها و نهادهای مالی (بانک‌های مرکزی) مورد استفاده قرار می‌گیرد. در واقع سیاست‌های پولی انقباضی در حالتی که IS و LM به شکل معمولی باشند، LM را به سمت راست منتقل می‌کنند و در واقع تقاضای کل را افزایش می‌دهند و با افزایش تقاضا و درآمد ملی، تقاضای پول نیز افزایش می‌یابد و بنابراین در بازار پول، اضافه تقاضای پول به وجود می‌آید که در نتیجه آن نرخ بهره بالا می‌رود و بر اثر افزایش نرخ بهره، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد؛ همین موضوع

را می‌توان برای حالتی که یک سیاست پولی انبساطی اجرا می‌شود، مطرح کرد که نتیجه آن افزایش سرمایه‌گذاری است (پیکار جو و امیرخانی، ۱۳۹۱).

سرمایه از دو مرحله ایجاد پس‌انداز و تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری تشکیل می‌شود. پس‌انداز و سرمایه‌گذاری متغیرهایی هستند که بر یکدیگر اثر داشته و به‌طور هم‌زمان تعیین می‌گردند. بدین معنی که پس‌انداز، منابع مالی را برای سرمایه‌گذاری فراهم نموده و سرمایه‌گذاری با آثار تکاثری که به وجود می‌آورد، امکان افزایش درآمد و در نتیجه افزایش پس‌انداز را فراهم می‌کند. از ویژگی مشترک کشورهای در حال توسعه، می‌توان از عدم تعادل‌های ساختاری و اساسی در آن‌ها نام برد. بی‌ثباتی در متغیرهای کلان اقتصادی و در نتیجه عدم اطمینان در محیط اقتصادی کشورهای در حال توسعه، از جمله عوامل مؤثر بر کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است؛ بنابراین دولت‌ها می‌توانند با استفاده از ابزار سیاست پولی، بخشی از اقتصاد را در رسیدن به اهداف خود در سطح کلان با تغییر حجم پول، تغییر نرخ بهره و به تبع آن سرمایه‌گذاری هدایت کنند (فطرس و همکاران، ۱۳۸۹).

در حوزه ارتباط سیاست پولی و نگهداشت وجه نقد، سیاست‌های پولی از کانال‌های مختلفی مانند نرخ بهره، نرخ ارز و کانال اعتباری، بر اقتصاد کشور تأثیر می‌گذارند. در مورد نرخ بهره، کاهش حجم پول منجر به افزایش نرخ بهره شده و به دنبال آن سرمایه‌گذاری و تولید ملی کاهش می‌یابد؛ اما کانال نرخ ارز، به دلیل کاهش حجم پول، موجب افزایش نرخ بهره و در نتیجه جذابیت سپرده‌گذاری می‌شود و بدین ترتیب، تقاضای پول داخلی در مقابل پول خارجی افزایش می‌یابد و ارزش پول ملی نیز تقویت خواهد شد. تقویت ارزش پول ملی موجب گران‌تر شدن صادرات برای خارجیان و لذا کاهش آن می‌شود و به دنبال آن تولید داخل نیز کاهش می‌یابد. کارکرد کانال اعتباری بدین صورت است که کاهش حجم پول (سیاست پولی انقباضی) موجب کاهش سپرده‌های بانکی می‌شود و بدین ترتیب قدرت وام‌دهی بانک‌ها کاهش می‌یابد. با کاهش میزان وام‌های بانکی، سرمایه‌گذاری در اقتصاد کاهش یافته و لذا تولید ملی کاهش می‌یابد (تقوی و لطفی، ۱۳۸۵). سیاست‌های پولی با استفاده از مکانیسم‌های ذیل نگهداشت وجه نقد را تحت تأثیر قرار می‌دهد که عبارتند از:

کانال جانشینی: کانال جانشینی، یکی از مکانیسم‌های انتقال سیاست پولی به سبد دارایی‌های اشخاص است. در این فرایند، با تغییر حجم پول (ناشی از اعمال سیاست پولی)، ترکیب دارایی‌های موجود در پورتفوی اشخاص (اعم از وجه نقد، دارایی‌های مالی و فیزیکی)



تغییر کرده و انواع مختلف دارایی، جانشین یکدیگر می‌شوند.

کانال نرخ بهره: در اقتصاد بسته با دستمزدهای اسمی و قیمت‌های چسبنده، تغییرات در عرضه پول از طریق کانال نرخ بهره بر تقاضای کل یا تولید واقعی اثر می‌گذارد. این دیدگاه که بر مبنای نظریه سنتی کینز<sup>۱۹</sup> است، توسط برخی از محققان همچون تیلور<sup>۲۰</sup> مورد حمایت قرار گرفته و از آن به عنوان بخش کلیدی مکانیسم انتقال، نام برده شده است. فرایند اثرگذاری از طریق کانال نرخ بهره، بدین صورت است که با اعمال سیاست پولی انقباضی، حجم نگهداشت وجه نقد، کاهش یافته و در مقابل نرخ بهره افزایش می‌یابد، افزایش نرخ بهره موجب بالاتر رفتن هزینه تمام‌شده سرمایه‌گذاری می‌شود و لذا سرمایه‌گذاری کاهش یافته و در نهایت به کاهش تولید واقعی منجر خواهد شد (کریلوا و الیزاویتا<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۲). سیاست پولی انقباضی به طریق دیگری نیز می‌تواند تولید واقعی را کاهش دهد. مکانیسم به این صورت است که سیاست پولی انقباضی منجر به کاهش حجم وجه نقد در گردش اقتصاد شده و این خود نرخ بهره را افزایش می‌دهد. با افزایش نرخ بهره، خانوارها مصرف آینده را جانشین مصرف امروز نموده و پس‌اندازشان افزایش می‌یابد و در مقابل، مصرف امروز آن‌ها کاهش یافته و در نتیجه، تولید واقعی نیز کاهش خواهد یافت (بن و همکاران<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۲).

کانال نرخ ارز: در يك اقتصاد باز و دارای ارتباط با دنیای خارج، سیاست پولی از طریق کانال نرخ ارز، در حالتی که دستمزدهای اسمی و قیمت‌ها چسبنده هستند، بر تولید واقعی اثر می‌گذارد. فرایند اثرگذاری بدین صورت است که سیاست پولی انقباضی منجر به کاهش حجم وجه نقد در گردش شده و لذا نرخ بهره را افزایش می‌دهد. افزایش نرخ بهره، جذابیت سپرده‌گذاری در داخل کشور را نسبت به خارج کشور افزایش داده و لذا تقاضای پول داخلی زیاد شده و در نتیجه پول داخلی با کاهش نرخ ارز خارجی تقویت می‌شود، کاهش نرخ ارز و به عبارتی دیگر، افزایش ارزش پول داخلی، موجب افزایش قیمت نسبی کالاهای تولید داخل در نظر خریداران خارجی شده و بدین ترتیب خالص صادرات کشور کاهش می‌یابد و به دنبال آن، تولید واقعی نیز کم می‌شود (کریلوا<sup>۲۳</sup>، ۲۰۰۲).

19. Taylor

20. Keynes

21. Krylova & Elizaveta

22. Bean et al.

23. Krylova



## ۲-۲- پیشینه پژوهش

پژوهش‌های صورت گرفته بر اساس موضوع پژوهش شامل پژوهش‌های خارجی و پژوهش‌های داخلی به شرح زیر است.

## ۲-۲-۱- مطالعات خارجی

جیانگ و همکاران<sup>۲۴</sup> (۲۰۲۴) به بررسی چگونگی تأثیر تغییرات غیرمنتظره سیاست پولی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ۳۲۹۰ شرکت در چین با جامعه آماری در دوره زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۷ می‌پردازد. نتایج نشان داد که شرکت‌های دولتی چین، سرمایه‌گذاری خود را به‌طور قابل توجهی تغییر می‌دهند تا با تغییرات غیرمنتظره سیاست پولی سازگار شوند. علاوه‌براین، چین واکنشی عمدتاً زمانی قابل توجه است که یک شوک سیاست پولی محدودکننده رخ می‌دهد و می‌تواند به مدت شش فصل ادامه یابد. تجزیه و تحلیل‌های مقطعی، بیشتر تأیید می‌کند که واکنش‌های ناهمگن سرمایه‌گذاری به بسیاری از ویژگی‌های سطح شرکت، مانند مالکیت شرکت، فرصت‌های رشد، توسعه بازار محلی و سن شرکت بستگی دارد.

دو و همکاران<sup>۲۵</sup> (۲۰۲۴) با استفاده از داده‌های ۶۸۴ شرکت غیرمالی در ویتنام از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۲۱، تأثیر سیاست پولی بر نگهداری وجه نقد و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بررسی می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد که سیاست پولی انبساطی، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. علاوه‌براین، گسترش سیاست پولی، میزان وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها را به دلیل انگیزه‌های احتیاطی و هزینه‌های معاملاتی پایین کاهش می‌دهد. این تحقیق شواهد بیشتری از تأثیر ناهمگن سیاست پولی انبساطی در بین گروه‌های شرکت‌های دارای و بدون محدودیت‌های مالی، شرکت‌های دولتی و شرکت‌های خصوصی ارائه می‌دهد. شواهد تجربی تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های بدون محدودیت مالی و دولتی بیشتر از سایر شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. این یافته‌ها به دولت‌ها در کشورهای نوظهور کمک می‌کند تا سیاست‌های جدیدی را در رابطه با تأمین مالی پولی و سرمایه‌گذاری تجاری برای رونق اقتصاد جست‌وجو کنند.

احمد و همکاران<sup>۲۶</sup> (۲۰۲۴) در مطالعه‌ای، بررسی تأثیر ترکیبی جریان نقدی داخلی و سیاست پولی بر رفتار سرمایه‌گذاری ۲۶۵ شرکت غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

24. Jiang et al.

25. Do et al.

26. Ahmed et al.

پاکستان در دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۲۰ را هدف قرار داده‌اند. در این مطالعه از مدل پنل پویا GMM کوانتایل برای آزمون تجربی فرضیه‌ها استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که جریان نقدی در تمام مدل‌های رگرسیون، تمایل به افزایش سطح سرمایه‌گذاری دارد. همچنین سیاست پولی انقباضی احتمالاً سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

بوری و همکاران (۲۰۲۲) در مقاله‌ای به بررسی غیرخطی بودن رابطه بین سرمایه‌گذاری و وجوه داخلی با جامعه آماری ۲۰۹۱ شرکت در دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۸ از ۳ کشور اروپایی (فرانسه، آلمان و انگلستان) با روش داده‌های پانلی و مدل اثر ثابت نیمه پارامتری پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین در دسترس بودن وجوه داخلی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، یک منحنی U شکل است. غیرخطی بودن تغییرات در وجوه داخلی و سرمایه‌گذاری برجسته می‌شود و نشان می‌دهد که هزینه‌های تحقیق و توسعه، نقش مهمی در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت محدودیت‌های مالی ایفا می‌کند.

یانگ و همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۲۱) تعاملات بین سیاست پولی، قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری را با نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس چین از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۹ بررسی نموده‌اند. نتایج نشان داد که سیاست پولی انقباضی، رفتار سرمایه‌گذاری ناکافی مانند سرمایه‌گذاری ناکارآمد را تشدید می‌کند؛ درحالی‌که بهبود در قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری می‌تواند به‌طور مؤثر، تأثیر منفی تشدید سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری ناکافی را کاهش دهد؛ به‌طوری‌که کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود بخشد. جواد و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و دارایی‌های نقدی شرکت‌های غیرآمریکایی از ۱۹ کشور جهان در دوره ۱۹۹۱ الی ۲۰۱۹ پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که یک رابطه منفی قوی، بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و دارایی‌های نقدی شرکت‌ها برای شرکت‌های غیرآمریکایی از ۱۹ کشور وجود دارد.

یانگ و همکاران<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی، به بررسی تأثیر سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری شرکت و اثر کاهشی نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۲۰۰۳-۲۰۱۳ با استفاده از مشاهدات ۱۳۷۶۶ سال-شرکت انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که سیاست پولی انقباضی، سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد درحالی‌که نگهداشت وجه نقد موجب کاهش چنین اثر

27. Yang et al.

28. Yang et al.

معکوسی می‌شود. نقش کاهشی نگه‌داشت وجه نقد برای شرکت‌های درآمده مالی و شرکت‌های غیردولتی و شرکت‌های موجود در بازارهای مالی کمتر توسعه‌یافته مشهودتر است. علاوه‌براین، نگهداشت وجه نقد، در زمان سیاست پولی انقباضی، موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و سیاست پولی انقباضی موجب بالا رفتن حساسیت جریان‌ات نقدی می‌شود.

گاریجلیا و یانگ<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری‌های بیش یا کمتر از حد به جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های با محدودیت مالی و دارای هزینه‌های نمایندگی پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل ۲۱۱۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه کشور چین و بازه زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ است. این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با جریان‌های نقدی زیر (بالای) سطح بهینه به سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد (سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد) تمایل دارند. علاوه‌براین با تمرکز بر شرکت‌های با سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد، این پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری‌های غیرعادی به جریان‌های نقدی با معیارهای اندازه‌گیری سنتی محدودیت مالی افزایش می‌یابد، درحالی‌که برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد، این حساسیت با دامنه گسترده‌ای از اندازه‌گیری‌های هزینه‌های نمایندگی شرکت، افزایش می‌یابد.

چن و همکاران<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر جریان نقد آزاد و ویژگی‌های نظام راهبری بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت عمومی پذیرفته‌شده کشور چین پرداخته‌اند. نمونه آماری پژوهش شامل ۸۶۵ شرکت که در دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴ مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های حاصل از پژوهش، حاکی از رابطه مثبت میان بیش سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد جاری است و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با جریان نقد آزاد مثبت، مشهودتر است. علاوه‌براین یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی‌های نظام راهبری رابطه معناداری با سطح سرمایه‌گذاری شرکت دارند. در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار، نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت دولتی موجب افزایش بیش سرمایه‌گذاری می‌شود، درحالی‌که شرکت‌های با سطح بالای سهام مبادله‌شده، شرکت‌های با اندازه بزرگ هیئت مدیره و شرکت‌های با اهرم مالی بالا، بیش سرمایه‌گذاری کمتر است. همچنین در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با سطح بالای تمرکز مالکیت دولتی، شرکت‌های با اندازه بزرگ

29. Guariglia & Yang

30. Chen et al.

هیئت مدیره و شرکت‌های با نسبت بالای مدیران مستقل، شدت کم سرمایه‌گذاری بیشتر است؛ درحالی‌که در شرکت‌های با اهرم بالا یا شرکت‌های با نسبت بالای سهام مبادله‌شده، شدت کم سرمایه‌گذاری کمتر است.

تانگجیتپروم<sup>۳۱</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان بیش سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد، به بررسی ارتباط میان بیش سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد در کشور تایلند پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های عمومی پذیرفته‌شده (۴۱۴ شرکت) در بورس اوراق بهادار کشور تایلند در دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۳ است. در این پژوهش به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از روش تحلیل رگرسیون استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که میان بیش سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد رابطه مثبتی وجود دارد. نتایج این پژوهش تأییدی بر نظریه جریان نقد آزاد است که نشان می‌دهد سازوکارهای نظام راهبری شرکت به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد ضروری است.

وانگ و همکاران<sup>۳۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی، به بررسی ارتباط میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و تحلیل اثر تعاملی میان گزارشگری مالی و جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری در کشور چین پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۳۷۲۶ شرکت که در دوره زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های حاصل از پژوهش حاکی از رابطه منفی میان کیفیت گزارشگری مالی با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری است. علاوه‌براین یافته‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالا، رابطه قوی‌تری با بیش سرمایه‌گذاری دارد و بیانگر این موضوع است که کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از تضاد نمایندگی میان مدیران و سرمایه‌گذاران شود.

وانگ و همکاران<sup>۳۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی، به بررسی رابطه بین تورم، چرخه عملیاتی و نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌های چینی پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۸-۲۰۰۹ با استفاده از مشاهدات ۹۱۶۵ سال-شرکت چینی انجام شده است. طبق بررسی‌های انجام‌شده، نتایج تجربی نشان‌دهنده ارتباط منفی و معنی‌دار بین نگهداشت وجه نقد و شاخص قیمت مصرف‌کننده (تورم) است، اما زمانی که شاخص قیمت مصرف‌کننده به سطح

31. Tangjitprom

32. Wang et al.

33. Wang et al.

معینی می‌رسد، این رابطه معکوس شده است. همچنین یک رابطه یو (U) شکل بین چرخه عملیاتی و نگهداشت وجه نقد وجود دارد و این رابطه نیز به‌طور مشابه تحت تأثیر تغییرات در سطح تورم قرار گرفته است.

## ۲-۲-۲- مطالعات داخلی

حیدری و همکاران (۱۴۰۳) به بررسی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها متأثر از سیاست‌های دولتی و همچنین وضعیت نقدینگی آن‌ها در نمونه‌ای از ۱۱۹ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۵ و با روش داده‌های پانلی پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که نگهداشت وجوه نقد در سال گذشته موجب کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود. همچنین سیاست‌های پولی در یک سال قبل، موجب افزایش سطح سرمایه‌گذاری شده است. درنهایت یافته‌های پژوهشی حاکی از آن بود که سیاست‌های پولی در سال گذشته، روابط بین سطح نگهداشت وجوه نقد در سال قبل و میزان سرمایه‌گذاری شرکت را تحت الشعاع قرار می‌دهد.

بابائی صدقیانی و جبارزاده کنگرلوئی (۱۳۹۶) در پژوهشی، به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با تأکید بر نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در راستای دستیابی به هدف پژوهش نمونه‌ای شامل ۱۱۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ انتخاب گردید. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون پنل دیتا به روش تلفیقی بهره گرفته شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان وجوه نقد و سرمایه‌گذاری رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار وجود دارد و شرکت‌های دارای محدودیت مالی، در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت مالی، حساسیت جریان وجوه نقد بیشتری دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه‌ای منفی و معنی‌دار وجود دارد و بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. این در حالی است که بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های بدون محدودیت مالی رابطه منفی و نامعناداری وجود دارد.

موسوی شیرینی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی، به بررسی رابطه بین حاشیه ارزش

نگهداشت وجه نقد، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و حاکمیت شرکتی شرکت‌ها در بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار تهران) پرداخته‌اند. در این پژوهش با جمع‌آوری داده‌های مالی ۱۶۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ و با آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق نرم‌افزار R، مشخص شد حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری‌شده در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، تفاوتی ندارد. ضمن آنکه در سطح شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، بین حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری‌شده و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ به‌طوری که این ارتباط از طریق سرمایه‌گذاران نهادی تعدیل می‌شود، ولی استقلال هیئت‌مدیره و شهرت حسابرسی، تأثیری بر آن ندارند.

نتایج بررسی پژوهش‌های پیشین نشان داد که سیاست پولی و نگهداشت وجه نقد بر سرمایه‌گذاری شرکت، تأثیرگذار است؛ که این تأثیر برای شرکت‌های با وضعیت‌های مختلف مثل درماندگی مالی نوع مالکیت شرکت‌ها متفاوت است. علاوه‌براین، نتایج پژوهش‌های پیشین نشان داده که نگهداشت وجه نقد در زمان سیاست پولی انقباضی، موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. هرکدام از پژوهش‌های پیشین ابعاد مختلفی از رابطه بین متغیرهایی همچون: سیاست‌های پولی، سطح نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند، ولی تاکنون پژوهشی به بررسی اثر ترکیبی سیاست‌های پولی و سطح نگهداشت وجه نقد بر سرمایه‌گذاری شرکتی نپرداخته است که این موضوع، باعث شکاف پژوهش در این زمینه شده است، لذا به‌منظور پر کردن این شکاف، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و سطح نگهداشت وجه نقد بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

### ۳- روش پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات جامعه آماری، تعداد ۱۰۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش، از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ انتخاب شده است. همچنین از مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده می‌شود و نرم‌افزارهای ایویوز و استاتا مورد استفاده قرار می‌گیرد.

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه اول به پیروی از پژوهش یانگ و همکاران (۲۰۱۷) از مدل (۱) استفاده خواهد شد. مدل (۱) با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) مورد برازش قرار می‌گیرد و در صورتی که ضریب  $\beta_2$  معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Invest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{MP}_{t-1} + \beta_{3n} \sum Z_{n,i,t-1} + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن:

$\text{Invest}_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$

$\text{Invest}_{i,t-1}$ : سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\text{MP}_{t-1}$ : سیاست‌های پولی در سال  $t-1$  (بر اساس معیار لی و لیو (۲۰۱۷) اندازه‌گیری می‌شود)

$Z_{n,i,t-1}$ : متغیرهای کنترلی که شامل متغیرهای زیر می‌شود:

$\text{CF}_{i,t-1}$ : جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\text{Lev}_{i,t-1}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\text{ROA}_{i,t-1}$ : بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\text{Tangible}_{i,t-1}$ : نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\text{Growth}_{i,t-1}$ : نرخ رشد سود عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$Q_{i,t-1}$ : نسبت کیوتوبین شرکت  $i$  در سال  $t-1$

همچنین در این پژوهش برای آزمون فرضیه دوم به پیروی از پژوهش یانگ و همکاران

(۲۰۱۷) از مدل (۲) استفاده خواهد شد. مدل (۲) با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته

(GMM) مورد برآزش قرار می‌گیرد و در صورتی که ضریب  $\beta_4$  معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش

تأیید می‌شود.

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Invest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{MP}_{t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_4 \text{MP}_{t-1} \times \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_{5n} \sum Z_{n,i,t-1} + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در آن،  $\text{Cash}_{i,t-1}$  نگهداشت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است.

خلاصه متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است:



جدول (۱): خلاصه متغیرهای پژوهش

| نوع متغیر    | نام متغیر                  | نماد     | نحوه اندازه‌گیری                                                                                                                   |
|--------------|----------------------------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| متغیر وابسته | سرمایه‌گذاری               | Invest   | تغییرات سالانه کل دارایی‌های ثابت مشهود (دارایی‌های ثابت مشهود سال جاری منهای دارایی‌های ثابت مشهود سال قبل) تقسیم بر کل دارایی‌ها |
| متغیر مستقل  | سیاست پولی                 | MP       | تفاوت بین نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد عرضه پول                                                                            |
| متغیر مستقل  | نگهداشت وجه نقد            | Cash     | نسبت کل وجه نقد به اضافه سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها                                                                    |
| متغیر کنترلی | جریان نقد عملیاتی          | CF       | نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها                                                                                             |
| متغیر کنترلی | اهرم مالی                  | Lev      | نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها                                                                                                    |
| متغیر کنترلی | بازده دارایی‌ها            | ROA      | نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها                                                                                                      |
| متغیر کنترلی | نسبت دارایی‌های ثابت مشهود | Tangible | نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها                                                                                         |
| متغیر کنترلی | رشد                        | Growth   | سود عملیاتی سال جاری منهای سود عملیاتی سال گذشته تقسیم بر سود عملیاتی سال گذشته                                                    |
| متغیر کنترلی | نسبت کیوتوبین              | Q        | نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها                                                                               |

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۴- یافته‌های پژوهش

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و ... است. در بین متغیرها، متغیر نگهداشت وجه نقد (CASH) کمترین و نرخ رشد سود عملیاتی (GROWTH) بیشترین میزان پراکندگی را دارا هستند که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند. متغیر اهرم مالی بیشترین برجستگی و متغیر سیاست‌های پولی کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد.

## جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نام                             | نماد     | میانگین  | میان     | بیشینه    | کمینه      | انحراف معیار | چولگی    | کشدگی     |
|---------------------------------|----------|----------|----------|-----------|------------|--------------|----------|-----------|
| نگهداشت وجه نقد                 | CASH     | ۰/۰۵۹۷۷۲ | ۰/۰۳۲۳۲۰ | ۰/۵۴۳۲۷۲  | ۰/۰۰۰۴۴۷   | ۰/۰۷۷۲۲۲     | ۲/۸۰۵۱۷۷ | ۱۲/۹۲۴۱۵۰ |
| جریان نقد عملیاتی               | CF       | ۰/۱۰۱۲۲۰ | ۰/۰۸۷۷۶۶ | ۰/۶۴۷۸۳۵  | ۰/۸۴۵۴۰۸   | ۰/۱۳۶۴۱۸     | ۰/۳۰۱۰۹۳ | ۸/۶۹۶۹۱۰  |
| نرخ رشد سود عملیاتی             | GROWTH   | ۰/۳۸۷۲۲۳ | ۰/۰۴۵۱۷۷ | ۳۷/۸۹۰۲۹۰ | ۰/۳۷۳۰۵۷۹۰ | ۴/۰۲۵۲۹۹     | ۳/۳۲۸۸۵۴ | ۴۰/۰۱۹۸۸۰ |
| سرمایه‌گذاری شرکت               | INVEST   | ۰/۰۲۵۸۴۰ | ۰/۰۰۵۷۲۶ | ۰/۶۳۰۲۱۷  | ۰/۶۱۱۵۲۲   | ۰/۱۰۵۲۷۸     | ۱/۳۹۳۹۴۲ | ۱۵/۸۱۵۹۳۰ |
| اهرم مالی                       | LEV      | ۰/۷۲۵۶۱۹ | ۰/۶۴۴۹۷۹ | ۶/۲۰۴۰۰۸  | ۰/۱۱۷۷۱۲   | ۰/۵۲۰۴۴۵     | ۵/۸۲۷۳۳۴ | ۵۳/۳۱۲۲۴۰ |
| سیاست‌های پولی                  | MP       | ۰/۰۷۷۳۴۷ | ۰/۰۷۹۳۳۱ | ۰/۱۳۰۳۱۸  | ۰/۳۱۱۸۶۰   | ۰/۱۴۱۴۷۷     | ۰/۲۷۴۶۴۳ | ۲/۴۴۸۹۹۰  |
| نسبت کپوتوین شرکت               | Q        | ۱/۵۲۳۱۹۹ | ۱/۳۱۴۰۹۸ | ۷/۸۹۸۰۴۲  | ۰/۱۸۳۴۹۵   | ۰/۷۸۳۶۴۰     | ۳/۲۶۶۶۵۹ | ۲۱/۱۵۷۸۲۰ |
| بازده دارایی‌های شرکت           | ROA      | ۰/۰۶۸۱۰۴ | ۰/۰۶۲۲۵۵ | ۰/۶۲۱۶۰۹  | ۰/۰۰۵۳۸۳   | ۰/۱۷۹۸۹۴     | ۰/۱۴۴۷۴۶ | ۸/۹۸۷۳۷۲  |
| نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت | TANGIBLE | ۰/۲۳۵۵۵۴ | ۰/۱۹۰۵۵۷ | ۰/۸۰۱۰۹۴  | ۰/۰۰۱۶۶۵   | ۰/۱۶۸۷۴۱     | ۱/۲۰۹۲۴۳ | ۳/۹۴۰۸۹۲  |

منبع: یافته‌های پژوهش

برای بررسی مانایی متغیرها از روش لوین، لین و چو استفاده شده است که نتایج آن در جدول (۳) آمده است. بررسی مقادیر آماره‌های محاسبه‌شده و احتمال پذیرش آن‌ها نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح اطمینان ۵٪ مانا هستند.

## جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرهای مدل

| نماد     | آماره آزمون | احتمال |
|----------|-------------|--------|
| CASH     | -۶۹/۵۸۷۲    | ۰/۰۰۰۰ |
| CF       | -۳۷/۷۶۰۱    | ۰/۰۰۰۰ |
| GROWTH   | -۶۱/۴۶۴۲    | ۰/۰۰۰۰ |
| INVEST   | -۹۱/۶۶۸۹    | ۰/۰۰۰۰ |
| LEV      | -۱۱۹/۸۴۳    | ۰/۰۰۰۰ |
| MP       | -۶/۸۵۱۸۶    | ۰/۰۰۰۰ |
| Q        | -۳/۵۶۹۰۴    | ۰/۰۰۰۲ |
| ROA      | -۴۱/۹۸۷۲    | ۰/۰۰۰۰ |
| TANGIBLE | -۱۴۳/۴۶۴    | ۰/۰۰۰۰ |

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل (۱) در جدول (۴) گزارش شده است. با توجه به مقدار احتمال آماره به دست آمده برای آماره  $Z$  (آزمون سارگان) که بزرگ‌تر از  $0/05$  می‌باشد، فرضیه صفر تأیید می‌شود و این نشان می‌دهد که متغیرهای ابزاری انتخاب‌شده برای تخمین مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته معتبر هستند؛ بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مقدار ضریب متغیر  $MP1$  مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه اول است؛ بدین صورت که اگر ضریب متغیر مذکور معنادار باشد، نشان‌دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره برای این متغیر  $0/0007$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه اول پژوهش در سطح خطای  $5$  درصد پذیرفته می‌شود. با اعمال سیاست پولی انقباضی در بازار پول، اضافه تقاضای پول به وجود می‌آید که در نتیجه آن نرخ بهره بالا می‌رود و بر اثر افزایش نرخ بهره، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. همین موضوع را می‌توان برای حالتی که یک سیاست پولی انبساطی اجرا می‌شود، مطرح کرد که نتیجه آن افزایش سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین می‌توان انتظار داشت که سیاست‌های پولی انقباضی تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد؛ موضوعی که نتایج این پژوهش نیز نشان‌دهنده آن است. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های یانگ و همکاران (۲۰۱۷)، صیادزاده و همکاران (۱۳۹۵) و پیکارجو و امیرخانی (۱۳۹۱) همخوانی دارد.

با توجه به جدول (۴) و مقدار احتمال آماره  $Z$  (آزمون سارگان) و نیز ضرایب متغیرها مشاهده می‌شود که متغیرهای جریان نقد عملیاتی (۰/۰۷۶۵) و اهرم مالی (۰/۰۳۶۰) تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارند و متغیر نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (۰/۳۲۸۷-) تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد. از سوی دیگر، متغیرهای بازده دارایی، رشد و نسبت کیوتوین بر سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار ندارند.

جدول (۴): برآورد تأثیر سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکتی با تخمین زن GMM

| متغیر                                  | ضریب      | انحراف معیار | آماره t        | احتمال آماره |
|----------------------------------------|-----------|--------------|----------------|--------------|
| سرمایه‌گذاری شرکت (INVEST1)            | ۰/۰۰۳۸۴۸  | ۰/۰۰۱۶۰۳     | ۲/۳۹۹۷۱۸       | ۰/۰۱۶۸       |
| سیاست پولی (MP1)                       | -۰/۰۶۹۱۱۲ | ۰/۰۲۰۰۶۵     | -۳/۴۴۴۳۷۳      | ۰/۰۰۰۷       |
| جریان نقد عملیاتی (CF1)                | ۰/۰۷۶۴۹۱  | ۰/۰۳۱۶۲۹     | ۲/۴۱۸۳۵۹       | ۰/۰۱۶۵       |
| اهرم مالی (LEV1)                       | ۰/۰۳۵۹۵۴  | ۰/۰۰۷۷۱۷     | ۴/۶۵۹۳۴۷       | ۰/۰۰۰۰       |
| بازده دارایی‌ها (ROA1)                 | -۰/۱۸۸۲۱۰ | ۰/۱۰۳۹۶۹     | -۱/۸۱۰۲۵۳      | ۰/۰۷۱۷       |
| نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (TANGIBLE1) | -۰/۳۲۸۷۸۷ | ۰/۰۷۷۷۶۲     | -۴/۲۲۸۱۴۲      | ۰/۰۰۰۰       |
| نرخ رشد سود عملیاتی (GROWTH1)          | ۰/۰۰۱۵۱۸  | ۰/۰۰۱۸۳۷     | ۰/۸۳۰۸۳۳       | ۰/۴۰۷۰       |
| نسبت کیوتوبین (Q1)                     | -۰/۰۰۸۵۸۱ | ۰/۰۰۶۷۰۱     | -۱/۲۸۰۵۹۰      | ۰/۳۰۱۸       |
| عرض از مبدأ (C)                        | ۰/۱۰۷۰۲۱  | ۰/۰۲۸۶۵۶     | ۳/۷۳۴۶۴۸       | ۰/۰۰۰۲       |
| ضریب تعیین                             |           | ۰/۶۰         | آماره J        | ۱۱/۲۳۰۷۶     |
| ضریب تعیین تعدیل شده                   |           | ۰/۳۷         | احتمال آماره J | ۰/۱۸۸۹۶۳     |

منبع: یافته‌های پژوهش

در خصوص فرضیه دوم، نتایج تخمین مدل (۲) با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)، در جدول (۵) گزارش شده است.

با توجه به مقدار احتمال آماره به دست آمده برای آماره J (آزمون سارگان) که بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر تأیید می‌شود و این نشان می‌دهد که متغیرهای ابزاری انتخاب شده برای تخمین مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته معتبر هستند؛ بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مقدار ضریب متغیر CASH1\*MP1، نشان‌دهنده شاخصی برای ارزیابی فرضیه دوم است؛ بدین صورت که اگر ضریب متغیر مذکور معنادار باشد، این فرضیه تأیید می‌شود. از آنجایی که مقدار احتمال آماره t برای این متغیر ۰/۰۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

جدول (۵): برآورد نقش نگهداشت وجه نقد در تأثیر سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکتی، با تخمین زن GMM

| متغیر                              | ضریب      | انحراف معیار | آماره t        | انحراف معیار |
|------------------------------------|-----------|--------------|----------------|--------------|
| INVEST <sub>۱</sub>                | ۰/۱۲۳۶۶۷  | ۰/۲۴۵۹۲۸     | ۰/۵۰۲۸۵۶       | ۰/۶۱۵۶       |
| MP <sub>۱</sub>                    | ۰/۱۱۱۰۴۲  | ۰/۰۵۷۷۴۶     | ۱/۹۲۲۹۲۸       | ۰/۰۵۵۹       |
| CASH <sub>۱</sub>                  | -۰/۴۱۵۷۲۹ | ۰/۰۳۹۹۵۲     | -۱۰/۴۰۵۶۶      | ۰/۰۰۰۰       |
| MP <sub>۱</sub> *CASH <sub>۱</sub> | -۰/۲۳۷۲۵۷ | ۰/۰۱۱۰۴۱     | -۲۱/۴۸۸۲۰      | ۰/۰۰۰۰       |
| CF <sub>۱</sub>                    | ۰/۱۴۶۶۴۱  | ۰/۰۶۵۷۴۴     | ۲/۲۳۰۴۹۱       | ۰/۰۲۶۸       |
| LEV <sub>۱</sub>                   | ۰/۱۲۷۶۸۳  | ۰/۰۴۲۸۹۲     | ۲/۹۷۶۸۵۰       | ۰/۰۰۳۳       |
| ROA <sub>۱</sub>                   | ۰/۰۹۲۸۰۶  | ۰/۱۰۶۶۳۷     | ۰/۸۷۰۳۰۰       | ۰/۳۸۵۲       |
| TANGIBLE <sub>۱</sub>              | -۰/۲۴۲۶۷۷ | ۰/۰۶۹۲۶۵     | -۳/۵۰۳۶۱۱      | ۰/۰۰۰۶       |
| GROWTH <sub>۱</sub>                | -۰/۰۰۰۴۲۲ | ۰/۰۰۱۶۴۶     | -۰/۲۵۶۶۴۶      | ۰/۷۹۷۷       |
| Q <sub>۱</sub>                     | -۰/۰۱۱۶۹۳ | ۰/۰۱۰۹۳۴     | -۱۰/۰۶۹۴۶۲     | ۰/۲۸۶۲       |
| C                                  | ۰/۰۱۷۹۳۶  | ۰/۰۵۵۴۹۹     | ۰/۳۲۳۱۸۳       | ۰/۷۴۶۹       |
| ضریب تعیین                         |           | ۰/۶۲         | آماره J        | ۱/۲۸۱۴۴۹     |
| ضریب تعیین تعدیل شده               |           | ۰/۴۱         | احتمال آماره J | ۰/۹۷۲۶۷۱     |

منبع: یافته‌های پژوهش

دولت‌ها می‌توانند با استفاده از ابزار سیاست پولی، بخشی از اقتصاد را در رسیدن به اهداف خود در سطح کلان که یکی از مهم‌ترین آن‌ها تأثیر تغییر حجم پول بر روی نرخ بهره و به تبع آن سرمایه‌گذاری است، هدایت کنند. از طرفی سرمایه‌گذاری خصوصی در هر کشور افزون بر تأثیرپذیری از متغیرهای اقتصادی مختلف مانند سیاست‌های پولی، از تصمیمات شرکت‌ها در خصوص نگهداشت وجه نقد نیز تأثیرات اساسی می‌پذیرد؛ به عبارت دیگر می‌توان انتظار داشت که نگهداشت وجه نقد، تأثیر منفی سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش دهد که نتایج این پژوهش نیز نشان‌دهنده همین موضوع است. یافته‌های این پژوهش با نتایج پژوهش‌های یانگ و همکاران (۲۰۱۷)، هونگ و همکاران (۲۰۱۵) و بابائی صدقیانی و جبارزاده کنگرلوئی (۱۳۹۶) همخوانی دارد.

از جدول (۵)، مشاهده می‌شود که متغیرهای جریان نقد عملیاتی (۰/۱۴۶۶) و اهرم مالی (۰/۱۲۷۷) تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارند. همچنین با توجه به ضریب

منفی متغیر نسبت دارایی‌های ثابت مشهود ( $2427/0-$ ) می‌توان گفت این متغیر تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد. تأثیر متغیرهای بازده دارایی ( $ROA1$ )، رشد ( $GROWTH1$ ) و نسبت کیوتوبین ( $Q1$ ) بر سرمایه‌گذاری معنادار به دست نیامده است.

درنهایت نتایج حاصله را می‌توان این گونه تفسیر کرد که اتخاذ سیاست پولی انقباضی توسط بانک مرکزی با هدف کنترل تورم، با هزینه بالایی از نظر کاهش سرمایه‌گذاری و در نتیجه کندتر شدن رشد اقتصادی همراه است. این وضعیت، شرکت‌ها را تحت فشار برای سرمایه‌گذاری‌های بیشتر قرار می‌دهد؛ علاوه بر این، از آنجایی که سرمایه‌گذاری‌ها توسط تصمیمات تأمین مالی پشتیبانی می‌شوند، نرخ‌های بهره بالاتر به دلیل سیاست پولی انقباضی، منجر به سطح پایین‌تر سرمایه‌گذاری می‌شود.

#### ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی

از جمله اهداف هر دولتی، دستیابی به ثبات اقتصادی به معنای جلوگیری از بروز نوسانات در ابعاد مختلف اقتصادی است. سیاست‌های پولی کماکان در کشورهای در حال توسعه به عنوان ابزاری جهت دسترسی به اهداف اقتصادی استفاده می‌شود که خود می‌تواند بر سرمایه‌گذاری مؤثر باشد. در واقع، اقتصاددانان اهمیت ویژه و قابل ملاحظه‌ای را برای ارتباط بین سیاست‌های پولی و مخارج سرمایه‌گذاری به عنوان یک موتور و نیروی محرک در نظر می‌گیرند. شناخت شرایط و سیاست مناسبی که بتواند در عین حفظ ثبات، با جمع‌آوری سرمایه‌های سرگردان یا جذب سرمایه، شرایطی را ایجاد کند که درنهایت بتواند به اهداف کلان اقتصادی، جامه عمل بپوشاند؛ از اهمیت بالایی برخوردار است. هدف این مقاله بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و سطح نگهداشت وجه نقد بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور، داده‌های مربوط به ۱۰۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ و نیز روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده شده است.

این مطالعه نشان می‌دهد که هم جریان نقدی و هم سیاست پولی عوامل مهمی هستند که بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که سیاست‌های پولی انقباضی، تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و نگهداشت وجه نقد، تأثیر منفی سیاست‌های پولی انقباضی بر سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد؛ یافته‌هایی که با نتایج پژوهش‌های یانگ و همکاران (۲۰۱۷)، هونگ و همکاران (۲۰۱۵) و بابائی

صدقیانی و جبارزاده کنگرلوئی (۱۳۹۶) همخوانی دارد.

با توجه به نتایج این پژوهش به مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به نگهداشت وجوه نقد، توجه خاصی داشته باشند چراکه وجود وجه نقد برای یک شرکت، مدیران را در موقعیتی قرار می‌دهد که بتوانند تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقل از سیاست‌های پولی بانک مرکزی اتخاذ نمایند و حتی آثار سیاست‌های بانک مرکزی را در فعالیت اقتصادی شرکت کاهش دهند. مطالعه نشان داد که مدیران مالی باید جریان‌های نقدی داخلی را برای افزایش ذخایر نقدی مدیریت کنند تا بتوانند هزینه‌های سرمایه‌ای و نیازهای پروژه‌ای شرکت را برآورده کنند. همچنین نتایج، شواهد روشنی را نشان می‌دهد که نگهداری وجه نقد به کسب‌وکارهای ایرانی کمک می‌کند تا با هموارسازی سرمایه‌گذاری در دوره‌هایی که سیاست‌های پولی انقباضی اتخاذ می‌شوند، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند. چنین اثر مطلوبی از نگهداری وجه نقد بر سرمایه‌گذاری به‌ویژه برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، برجسته است؛ بنابراین، چنین شرکت‌هایی می‌توانند وجه نقد بیشتری را برای حفظ فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکتی خود نگهداری کنند.

### تعارض منافع

تعارض منافع وجود ندارد.

### حامی مالی

حامی مالی وجود ندارد.



## References

- Ahmed, Z., Shakoor, Z., Jabeen, S., Hanif, M., & Ishaque, R. (2024). Monetary Policy, Cash Flow and Corporate Investment: Evidence from Pakistan. *Foundation University Journal of Business & Economics*, 9(2), 221-234.
- Allen, F., Qian, J., & Qian, M. (2005). Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M.S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Babae Sadaghiyane, J. & jabbarzadeh, S. (2017). The Impact of Cash Holdings and Debt Financing of the Sensitivity of Investment to Cash Flow with an Emphasis on Financial Constraints. *Operational and Performance Research in Accounting and Auditing*, 1(2), 156-189. (In Persian)
- Bean, C., Larsen, J.D., & Nikolov, K. (2002). Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications (Working Paper No,113). European Central Bank.
- Berger, A.N., Hasan, I., & Zhou, M. (2009). Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation?. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 113-130.
- Bernanke, B. (1989). Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations. *American Economic Review*, 79, 14-31.
- Borri, K.T., Martins-Filho, C., & Kalatzis, A.E. (2022). Exploring Nonlinearities between Investment and Internal Funds: Evidence of The U-Shaped Investment Curve. *Economics Letters*, 218, No. 110713.
- Chang, C., Liu, Z., & Spiegel, M.M. (2015). Capital Controls and Optimal Chinese Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 74, 1-15.
- Chang, C., Liu, Z., Spiegel, M.M., & Zhang, J. (2019). Reserve Requirements and Optimal Chinese Stabilization Policy. *Journal of Monetary Economics*, 103, 33-51.
- Chen, K., Higgins, P., Waggoner, D., & Zha, T. (2016). China's Pro-Growth Monetary Policy and its Asymmetric Transmission Mechanism (Working Paper, No. 2016-9a). Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Chen, X., Sun, Y., & Xu, X. (2016). Free Cash Flow, Over-Investment and

- Corporate Governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103.
- Cooper, R.W., & Haltiwanger, J.C. (2006). On the Nature of Capital Adjustment Costs. *The Review of Economic Studies*, 73(3), 611-633.
- Dickinson, D., & Jia, L. (2007). The Real Effects of Monetary Policy in China: An Empirical Analysis. *China Economic Review*, 18(1), 87-111.
- Do, T.T.N., Pham, T.N.D., Tong, G.H., & Nguyen, T.K. (2024). Monetary Policy, Cash Holding and Corporate Investment in Vietnam. *Transformations in Business & Economics*, 23(1), 361-380.
- Fotros M.H., Najarzadeh A., & Mahmoodi H. (2011). The Relationship between Financial Development and Economic Growth in Iran: Using Factor Analysis Method. *Journal of Economic Research and Policies*, 18(56), 73-64. (In Persian)
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and The Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Guariglia, A., & Yang, J. (2016). A Balancing Act: Managing Financial Constraints and Agency Costs to Minimize Investment Inefficiency in The Chinese Market. *Journal of corporate finance*, 36, 111-130.
- He, D., & Wang, H. (2012). Dual-Track Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy in China. *China Economic Review*, 23(4), 928-947.
- Heidari. D., Abdouli, M., Shahri, M. (2024) Investigating the Relationship Between Monetary Policies, the Level of Cash Retention and the Amount of Investment in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *New Research Approaches in Management and Accounting*, 8(93), 587-602. (In Persian)
- Huang, C.J., Liao, T.L., & Chang, Y.S. (2015). Over-Investment, the Marginal Value of Cash Holdings and Corporate Governance. *Studies in Economics and Finance*, 32(2), 204-221.
- Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A., & Al-Thaqeb, S. (2021). Corporate Cash Holdings, Agency Problems, and Economic Policy Uncertainty. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101859.
- Jiang, L., Chen, Y., & Zhang, L. (2024). Monetary Policy Shocks and Firm Investment Decisions: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103413.

- Krylova, E. (2002). The Credit Channel of Monetary Policy: Case of Austria (Economics Series, No. 111). Institute for Advanced Studies (IHS), Vienna.
- Li, B., & Liu, Q. (2017). On the Choice of Monetary Policy Rules for China: A Bayesian DSGE Approach. *China Economic Review*, 44, 166-185.
- Morck, R., Yavuz, M.D., & Yeung, B. (2013). State-Controlled Banks and the Effectiveness of Monetary Policy (Working Paper, No.199004). National Bureau of Economic Research (NBER).
- Mousavi Shiri, S.M. , Mostafavi, N. & Yazdani, M. (2017). Over-Investment, the Marginal Value of Cash Holdings and Corporate Governance. *Accounting and Auditing Review*, 24(2), 263-282. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2017.221443.1007498> (In Persian)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Pikarjo, K., & Amirkhani, P. (2012). The Effect of Monetary Policy on Private Sector Investment in Iran (Using ARDL Technique). *Applied Economics*, 9(3), 97-121. <https://dorl.net/dor/20.1001.1.22516212.1391.3.0.16.2> (In Persian)
- Shen, J., Firth, M., & Poon, W.P. (2015). Bank Loan Supply and Corporate Capital Structure: Recent Evidence from China. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2547860>
- Song, Z., Storesletten, K., & Zilibotti, F. (2011). Growing like china. *American Economic Review*, 101(1), 196-233.
- Taghavi, M. & Lotfi, A.A. (2006). Investigating the Effects of Monetary Policy on The Volume of Deposits, Granted Facilities, and Liquidity of The Banking System of The Country. *Economics Research*, 6(20), 131-165. (In Persian)
- Tangjitprom, N. (2015). Over-Investment and Free Cash Flow: Evidence from Thailand. International Conference on Business, Economics and Management (ICBEM'15), Phuket, Thailand.
- Sayad-zadeh, A., Homayouni-Rad, R., & Ahmaddadeh, A. (2016). The Relationship between Monetary Policies and Adjustments in Investment Decisions of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. Second International Conference on Management, Accounting and Economics, Tehran, Iran. (In Persian)

- Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2015). Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency. In SHS Web of Conferences (17(2): 01027). <https://doi.org/10.1051/shsconf/20151701027>
- Wang, Y., Ji, Y., Chen, X., & Song, C. (2014). Inflation, Operating Cycle, and Cash Holdings. *China Journal of Accounting Research*, 7(4), 263-276.
- Yang, X., Han, L., Li, W., Yin, X., & Tian, L. (2017). Monetary Policy, Cash Holding and Corporate Investment: Evidence from China. *China Economic Review*, 46, 110-122.
- Yang, Z., Lu, Y., & Tan, W. (2021). Monetary Policy Tightening, Accounting Information Comparability, and Underinvestment: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 70, 123-147.

