

بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش فروغی^۱، سعید فرزادی^{۲*}

۱- استادیار، دانشگاه اصفهان

d.foroghi@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان

saeed_isfahanuni@yahoo.com

چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های وجوه نقد بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌هاست. همچنین، بررسی اثر وجود محدودیت‌های تأمین مالی بر میزان تأثیرگذاری جریان‌های وجوه نقد بر سطح نگهداشت وجه نقد، از دیگر اهداف پژوهش حاضر است. در این پژوهش، اطلاعات ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۱ جمع‌آوری و پردازش گردید. همچنین، به دلیل ویژگی‌های خاص، یکی از متغیرهای کنترلی از روش گشتاوری تعمیم‌یافته لحظه‌ای (GMM4) برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آن است که از یک سو بین نوع جریان‌های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد، تغییرات جریان‌های نقدی، محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها، روش گشتاوری تعمیم‌یافته مرتبه چهارم (GMM4).

مقدمه

مؤسسه‌های اقتصادی عموماً بخشی از دارایی‌های خود را به صورت موجودی‌های نقدی نگهداری می‌نمایند و تعیین اینکه چه ميزانی از دارایی‌ها باید به صورت وجه نقد نگه‌داشته شود، از تصمیمات مهمی است که مدیریت واحد تجاری اخذ می‌کند. پژوهش‌های صورت گرفته توسط کیم و همکاران^۱ (۱۹۹۸) و اُزکان و اُزکان^۲ (۲۰۰۴) به ترتیب نشان داد که مدیران شرکت‌ها بین ۸/۱ تا ۹/۹٪ از کل دارایی‌های خود را به صورت وجه نقد نگهداری می‌کنند [۲۱]. [۲۴]. به طور معمول، مدیران به دنبال سطح بهینه‌ای از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداشت وجه نقد، از بروز آسیب‌های عمده به واحد تجاری و از دست دادن فرصت‌ها جلوگیری نموده، حداکثر ارزش آفرینی ممکن را از سطح موجودی نقدی بهینه کسب نمایند. در واقع، مدیران برای میزان نقدینگی انتهای یک دوره زمانی برنامه‌ریزی و در جهت رسیدن به آن تلاش می‌کنند. تاکنون پژوهش‌های بسیاری به بررسی انگیزه‌ها و عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداخته‌اند و عوامل مختلفی، از جمله حساب‌های دریافتی، موجودی‌های کالا، خالص سرمایه در گردش، بدهی‌های جاری و بلند مدت، سود خالص، سود تقسیمی، فرصت‌های رشد شرکت و اندازه شرکت‌ها را به عنوان عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت موجودی‌های نقدی ذکر کرده‌اند [۱]. همچنین، وجود عدم اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارد. این عدم اطمینان، واحد تجاری را به سمت موقعیتی می‌برد که در آن، بیش از آنچه انتظار دارد، متحمل مخارج می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که بیشتر انتظار دارند با عدم اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی مواجه شوند، وجه نقد

بیشتری نگهداری می‌کنند [۲۳] [۲۴]. بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها نشان می‌دهد، نگهداشت موجودی‌های نقدی به عنوان ابزاری حفاظتی در برابر نوسان‌های جریان‌های وجه نقد در شرایط محدودیت تأمین مالی خارجی شرکت‌ها استفاده می‌شود [۹]. با توجه به توانایی‌های متفاوت واحدهای تجاری در تأمین وجه نقد، اهمیت نگهداشت سطح معینی از وجه نقد حاصل از جریان‌های نقدی در حالتی که واحدهای تجاری با محدودیت تأمین مالی مواجهند، تأثیر بیشتری از جریان‌های نقدی واحدهای تجاری می‌پذیرد.

هدف از انجام این پژوهش، بررسی تأثیر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی بر تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد است. وجود محدودیت‌های تأمین مالی خارجی می‌تواند نقش جریان‌های وجه نقد در تعیین تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را پررنگ‌تر نماید. لذا هدف دیگر پژوهش حاضر، بررسی تأثیر محدودیت‌های تأمین مالی بر رابطه جریان‌های وجه نقد و سطح نگهداشت وجه نقد است. در ادامه مقاله، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش مرور می‌گردد، سپس به معرفی فرضیه‌های پژوهش و مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده و در پایان، یافته‌های حاصل از پژوهش، نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان گردیده است.

مبانی نظری پژوهش

طی دهه‌های گذشته، تغییرات زیادی در سیاست‌های نگهداری وجه نقد شرکت‌ها به وجود آمده است. برخی پژوهشگران نظیر فریرا و ویللا (۲۰۰۴) با طرح مسائلی، همچون کاهش احتمال آشفستگی و فشارهای مالی که ممکن است به دنبال سیاست‌های حداکثرنمایی سرمایه‌گذاری‌ها و یا احتمال وجود

محدودیت‌های تأمین مالی به وجود آید، معتقدند که نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها باید افزایش یابد [۱۶]. در مقابل، برخی دیگر نظیر آلاینیس و موزامدار (۲۰۰۴) و کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) با طرح مسائلی، همچون بازده پایین این دارایی‌ها نسبت به دارایی‌های ثابت، تأثیری که تورم به علت کاهش ارزش زمانی پول در طی زمان بر سطوح نگهداری مازاد وجه نقدی می‌گذارد و افزایش ارزش سهام شرکت که به دنبال کاهش سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت از طریق سرمایه‌گذاری و جوه اضافه در پروژه‌های سودآور رخ می‌دهد، معتقد به نگهداری موجودی‌های نقد کمتر در شرکت‌ها هستند. این تضاد در سیاست‌های نگهداری وجه نقد در طول زمان شرکت‌ها را به سوی تعیین سطح بهینه‌ای از وجه نقد سوق می‌دهد؛ به گونه‌ای که از بروز آسیب‌های ناشی از نگهداشت وجه نقد بیش از حد جلوگیری شود [۹] [۴].

جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد

به سبب اهمیتی که جریان‌های نقدی در سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت واحدهای تجاری دارد، پیش‌بینی آن به عنوان یکی از اجزای لاینفک برنامه‌ریزی مالی و نیز اثرهایی که بر دیگر عناصر صورت‌های مالی دارد، از موضوع‌های مهمی است که مدیران واحدهای اقتصادی توجه خاص به آن دارند. از جمله مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده جریان‌های نقدی که بر وضعیت نقدینگی شرکت نیز تأثیرگذار است، می‌توان به ماهیت فعالیت شرکت‌ها، روش‌های تأمین مالی و مدیریت مطالبات اشاره کرد (طالبی، ۱۳۷۷). اهمیت آن تا آنجاست که جریان نقدی در واحدهای اقتصادی را می‌توان به جریان گردش خون در بدن تشبیه کرد؛ از آنجا که جریان نقدی یک منبع نقدینگی در دسترس را

فراهم می‌نماید، می‌تواند جایگزین مناسبی برای وجه نقد باشد. جریان وجه نقد، عبارت است از افزایش یا کاهش در مبلغ وجه نقد ناشی از معاملات با اشخاص حقیقی یا حقوقی [۷]. تردیدی وجود ندارد که میزان ذخایر نقدی یک شرکت باید متناسب با جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی آن تعیین شود. میزان انباشته‌سازی جریان‌های نقدی که از آن با عنوان "حساسیت جریان نقدی وجه نقد" یاد می‌شود، تحت تأثیر سایر ویژگی‌های شرکت قرار می‌گیرد، اما به طور کلی، می‌توان انتظار داشت که میزان ذخایر نقدی با میزان جریان‌های نقدی عملیاتی در یک راستا حرکت کند [۲۳]. از کان و از کان (۲۰۰۴) با انجام پژوهشی به این نتیجه رسیدند که انتظار می‌رود شرکت‌های با جریان وجه نقد فراتر (جریان‌های نقدی که انتظار می‌رود در آینده‌ای نزدیک به مصرف برسند)، به منظور کاهش هزینه‌های ناشی از کمبود نقدینگی، وجه نقد بیشتری نگهداری نمایند [۲۴]. هنگامی که شرکت‌ها با جریان‌های نقدی مثبتی روبه‌رو هستند، به علت انگیزه مدیران در استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری به کاهش سطح نگهداشت وجه نقد و هدایت منابع نقدی به سوی سرمایه‌گذاری‌ها اقدام خواهند نمود. در نقطه مقابل، رویارویی شرکت با وضعیت جریان‌های نقدی منفی، مدیران را به علت نیاز به حمایت از پروژه‌های زیان‌آور موجود و جلوگیری از انتشار اخبار بد ناشی از وجود جریان‌های نقدی منفی به بازار، به سوی افزایش سطح نگهداشت وجه نقد سوق می‌دهد [۲۵].

تأثیر محدودیت‌های تأمین مالی بر رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها

یکی از مهم‌ترین مسائل در حوزه تصمیم‌گیری

مدیریت، تعیین ترکیب بهینه ساختار تأمین مالی و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری منابع به دست آمده در شرکت‌هاست. شرکت‌ها در تصمیم‌های تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و خارجی رو به رو هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آنها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای سرمایه‌گذاری‌های سودآور، تسویه بدهی‌های موعده رسیده و افزایش سرمایه در گردش (وجه نقد) کنند. بازارهای سرمایه به لحاظ توانایی تأمین مالی به دو نوع کامل و ناقص تقسیم‌بندی می‌شود. بازار کامل به بازاری اطلاق می‌شود که در آن تأمین مالی خارجی برای شرکت بدون تحمیل هیچ هزینه اضافی صورت گیرد، در حالی که در بازارهای ناقص در صورت نیاز به تأمین مالی خارجی شرکت‌ها با هزینه‌های مضاعفی روبه‌رو خواهند شد [۲۶]. با فرض وجود بازارهای کامل، مشکل عدم دسترسی به وجه نقد برای مدیریت وجود ندارد؛ از این رو، مانده وجه نقد موضوع نامربوطی در اتخاذ تصمیم‌های مدیریتی خواهد بود، اما از آنجا که هیچ یک از بازارهای سرمایه به معنای کامل کارا نیستند، شرکت‌ها برای دسترسی به وجه نقد با محدودیت‌هایی مواجهند. شرکت‌هایی را واجد محدودیت تأمین مالی می‌نامند که دارای دسترسی پایین و پرهزینه به منابع تأمین مالی خارجی باشند. فزاری و همکاران^۳ (۲۰۰۴) استدلال نمودند شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی شدید، در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی بیشتر تأکید می‌کنند. به عبارتی، با افزایش اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه داخلی نگهداری شده، باید

افزایش یابد [۱۷]. شرکت‌هایی که در صنعت خود سطح پایین‌تری از ارزش دفتری دارایی‌ها را دارند، به علت وجود محدودیت در تأمین مالی، توانایی کمتری در تأمین وجوه مورد نیاز به منظور سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها داشته‌اند و در نتیجه، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی خارجی در نظر گرفته می‌شوند [۲۰].

عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت

انتظار می‌رود سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت با عوامل متعددی در ارتباط باشد. برخی از این عوامل شامل اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای، خالص سرمایه در گردش غیرنقدی، فرصت‌های رشد شرکت و بدهی‌های کوتاه مدت است. شرکت‌هایی که اندازه بزرگتری دارند، نسبت به شرکت‌هایی که اندازه کوچکتری دارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، به علت اینکه آنها به سطح معینی از وجه نقد برای صرفه جویی ناشی از مقیاس در چرخه تولید نیاز دارند. از سوی دیگر، انتظار می‌رود اندازه شرکت به دلیل دسترسی بهتر شرکت‌های بزرگ به منابع مالی خارجی دارای تأثیر منفی بر سطح نگهداشت وجه نقد باشد [۸]. نتایج پژوهش گیاکومینو و مایلیک^۴ (۱۹۹۳) نشان داد، شرکت‌هایی که میزان بالاتری از مخارج سرمایه‌ای دارند، میزان بیشتری از وجه نقد نگهداری می‌کنند، زیرا توانایی ایجاد وجه نقد در شرکت‌ها نه تنها باید در حدی باشد که ایفای تعهدات مؤسسه را امکان‌پذیر سازد، بلکه باید بتواند منابع مالی کافی برای تأمین مخارج سرمایه‌ای را نیز فراهم نماید [۱۹]. بررسی‌های انجام شده توسط ازکان و ازکان (۲۰۰۴) نشان می‌دهد که خالص سرمایه در گردش تأثیر منفی در خورتوجهی بر سطح نگهداری

موجودی‌های نقدی توسط شرکت‌ها دارد. این مورد با انگیزه هزینه‌های معاملاتی شرکت‌ها برای نگهداری موجودی‌های نقدی نیز سازگار است؛ یعنی حساب‌های دریافتی به سرعت و با هزینه کمتری نسبت به سایر دارایی‌ها قابل تبدیل به وجه نقد هستند و شرکت‌ها به حساب‌های دریافتی به عنوان جانشین موجودی‌های نقدی نگاه می‌کنند. در نتیجه، انتظار می‌رود بین سرمایه در گردش غیرنقدی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی وجود داشته باشد. گارسیا و همکاران^۵ (۲۰۰۹) و از کان و از کان (۲۰۰۴) در پژوهش‌های تجربی خود دریافتند که فرصت‌های رشد شرکت به علت تقاضای بیشتر برای انباشت وجه نقد و تأثیری که این فرصت‌ها در افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران دارد، اثر مثبتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت دارد [۱۸]. [۲۴]. مطابق نظر اُپلر^۶ (۱۹۹۹) شرکتی که توانایی تأمین مالی بیشتری از طریق استقراض دارد، به ذخیره‌سازی بخش زیادی از وجوه نقد خود نیاز نخواهد داشت. از این جهت، بدهی کوتاه مدت را می‌توان نوعی جانشین وجه نقد شرکت‌ها دانست. در نتیجه، رابطه منفی بین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت و سطح نگهداشت وجه نقد انتظار می‌رود [۲۳].

پیشینه پژوهش

دیتمار و دوچین (۲۰۱۳) با انجام پژوهشی به بررسی رابطه بین تجربیات کاری مدیران و نحوه رویارویی آنها با مشکلات مالی تأثیرگذار بر تصمیم‌های مربوط به ذخیره‌سازی وجه نقد شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، شرکت‌هایی که رئیس هیأت مدیره آنها تجربه مشکلات مالی را در گذشته داشته است، نسبت به دیگر شرکت‌ها سطح بیشتری از وجه نقد، نگهداری می‌کنند [۱۲].

باو و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی رابطه بین اثر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، در وضعیتی که واحد تجاری جریان‌های نقدی مثبت (منفی) دارد، تمایل کمتری (بیشتری) به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین، شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و تأمین وجوه مورد نیاز پروژه‌های غیرسودآور خواهند داشت [۱۰].

نوبانی و همکاران^۷ (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی دوره تبدیل وجه نقد بر عملکرد واحد تجاری در شرکت‌های ژاپنی پرداختند. آنها بیان داشتند دوره تبدیل وجه نقد، معیاری مهم برای ارزیابی نحوه مدیریتی است که شرکت‌ها برای سرمایه در گردش خود به کار می‌بندند. نتایج پژوهش آنها نشان داد مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های ژاپنی می‌تواند سودآوری شرکت‌ها را به وسیله کاهش دوره تبدیل وجه نقد افزایش دهد [۲۲].

ریدیک و وایتد (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی علل نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها و تغییرات آن پرداختند. آنها در پژوهش خود با استفاده از مدلی پویا و با کنترل متغیر Q توین دریافتند رابطه منفی معناداری بین جریان‌های نقدی و تغییرات میزان نگهداری وجه نقد وجود دارد. استدلال آنها این بود که علت تمایل به نگهداری وجه نقد کمتر در مقابل جریان‌های نقدی مثبت به بهره‌وری مثبت حاصل از به‌کارگیری جریان‌های نقدی و همچنین، کاهش هزینه تأمین مالی برمی‌گردد [۲۵].

ازدین و سالما^۸ (۲۰۰۷) به بررسی همزمان حساسیت جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری و همچنین، جریان

معنی - داری وجود ندارد [۳].

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸)، با انجام پژوهشی به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی - وجه نقد پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده‌ای از وجود محدودیت‌های مالی نشان دادند که جریان‌های نقدی تأثیر معنی‌داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته، همچنین، تفاوت معنی‌داری بین حساسیت جریان‌های نقدی - وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد [۴].

آقایی و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی‌های بلندمدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد [۱].

فرضیه‌های پژوهش

با بررسی پژوهش‌های پیشین آشکار گردید، یکی از مواردی که بر تصمیم‌گیری مدیران در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد اثرگذار است، جریان‌های نقدی است. همچنین، اختیار شرکت‌ها در نحوه تأمین مالی و محدودیت‌های تأمین مالی و یا حضور سهامداران

نقدی و وجه نقد در شرکت‌های تونسی اقدام نمودند. آنها نشان دادند شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت تأمین مالی از حساسیت جریان نقدی از لحاظ سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردار بوده، حساسیت جریان نقدی از لحاظ وجه نقد در شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی و فاقد محدودیت تأمین مالی، از لحاظ آماری معنادار نیست [۱۵].

عرب صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) با بررسی نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که ذخایر نقدی در کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی الزاماً نقش مثبتی ندارد؛ به این معنی که اختلافی در حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های دچار کمبود نقدینگی با شرکت‌های فاقد کمبود نقدینگی مشاهده نمی‌گردد [۶].

ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)، با بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۲].

رسائیان و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد را بررسی کرده و دریافتند که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه

دوره‌های زمانی مورد نظر در قالب فایل اکسل دریافت گردید.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که داده‌های شرکت‌ها در دوره‌های زمانی سالانه از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۹۰ برای بررسی در این پژوهش استفاده شده است. روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک بوده و نمونه شامل تمام شرکت‌هایی است که همه شرایط زیر را دارا باشد: الف) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد؛ ب) در طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ تغییر سال مالی و یا تغییر فعالیت صورت نگرفته باشد؛ ج) بانک‌ها، لیزینگ و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد؛ د) اطلاعات مالی مورد نیاز در دسترس باشد.

با توجه به این معیارها از میان شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۴۴ شرکت انتخاب شدند.

در این پژوهش، به منظور بررسی فرضیه‌ها از مدل‌هایی با متغیرهای وابسته، مستقل، کنترلی و ساختگی به شرح زیر استفاده شده است:

متغیر وابسته این پژوهش تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد بوده که شاخص آن در این پژوهش، نسبت تغییرات موجودی‌های نقدی به کل دارایی‌هاست و بر اساس رابطه شماره (۱) محاسبه می‌شود:

$$\Delta Ch = \frac{Cash_{it} - Cash_{it-1}}{TA} \quad (1)$$

$Cash_{it}$ = مانده وجه نقد شرکت i در پایان سال t

$Cash_{it-1}$ = مانده وجه نقد شرکت i در پایان سال $t-1$

TA = مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان سال t

متغیر مستقل این پژوهش جریان‌های نقدی بوده که شاخص آن در این پژوهش، نسبت جریان‌های نقدی به کل دارایی‌هاست. کاداپاکام و همکاران (۱۹۹۸) جریان‌های نقدی را به عنوان جمع سود خالص،

نهادی، از جمله مواردی است که بر رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد می‌تواند تأثیرگذار باشد. به همین علت، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر است:

(۱) شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی مثبت، به نگهداشت وجه نقد کمتری اقدام می‌کنند.

(۲) شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی منفی، به نگهداشت وجه نقد بیشتری اقدام می‌کنند.

(۳) شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی و جریان‌های نقدی مثبت، سطح نگهداشت وجه نقد خود را افزایش می‌دهند.

(۴) شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی و جریان‌های نقدی منفی، سطح نگهداشت وجه نقد خود را کاهش می‌دهند.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی - علی است، زیرا سعی شده تا از طریق بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد شرکت و نوع جریان‌های نقدی، میزان و جهت تغییرات و تمایل شرکت‌ها به انباشت وجوه نقد با توجه به نوع جریان‌های نقدی تعیین گردد. برای تدوین مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش، از مدارک و پایان‌نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها استفاده شده است.

همچنین، از مقالات موجود در پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. برای جمع‌آوری داده‌های مالی شرکت‌ها، با مراجعه به نمایه مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی^۹ و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران^{۱۰}، اطلاعات صورت‌های مالی ترازنامه و صورت سود و زیان شرکت‌ها و همچنین اطلاعات مربوط به قیمت سهام این شرکت‌ها برای

ساختگی جریان‌های نقدی منفی (Neg) و وجود محدودیت‌های تأمین مالی (Constraint) به صورت زیر استفاده شده است:

Neg: برای شرکت‌هایی که در پایان سال مالی جریان‌های نقدی منفی دارند، مقدار یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است.

Constraint: برای شرکت‌هایی که در طول دوره مالی محدودیت تأمین مالی خارجی دارند، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است. در این پژوهش به منظور بررسی تأثیر وجود محدودیت‌های تأمین مالی خارجی بر رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد، ابتدا شرکت‌های حاضر در هر صنعت نمونه بر اساس ارزش دفتری از کمترین به بیشترین طبقه‌بندی شد، سپس آنهایی که بر اساس رابطه آماری (۳) در چارک اول قرار می‌گیرند، به عنوان محدود در تأمین مالی خارجی در نظر گرفته شده‌اند:

$$Q_1 = \frac{TA}{4} \quad (3)$$

TA_{it} = ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان سال t

مدل‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش به استناد پژوهش باوو و همکاران (۲۰۱۲) از رابطه رگرسیونی بر مبنای داده‌های پنل پویا به شرح رابطه (۴) استفاده می‌شود:

استهلاک و مالیات‌های معوق به کسر سودهای تقسیمی تعریف نموده‌اند. در این پژوهش نیز با توجه به لزوم حذف اثر اقلام تعهدی از سود خالص، از رابطه شماره (۲) برای محاسبه جریان‌های نقدی استفاده شده است:

$$CashFlow_{it} = EBT_{it} + DEP_{it} \quad (2)$$

$CashFlow_{it}$: جریان‌های نقدی شرکت i در دوره t
 EBT_{it} : سود قبل از مالیات شرکت i در دوره t
 DEP_{it} : هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت شرکت i در دوره t

در این پژوهش به استناد پژوهش باوو و همکاران (۲۰۱۲) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است:

(۱) شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری (Q توبین): در این پژوهش برای کنترل عملکرد شرکت‌ها در بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری از متغیر Q توبین استفاده شده است. این متغیر از مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه شده است.

(۲) اندازه شرکت: در این پژوهش اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

(۳) نسبت مخارج سرمایه‌ای: نسبت مخارج سرمایه‌ای از نسبت تغییرات دارایی‌های ثابت شرکت‌ها به مجموع دارایی‌ها محاسبه شده است.

(۴) سرمایه در گردش غیرنقدی: برای محاسبه سرمایه در گردش غیرنقدی بدهی‌های جاری و مانده وجه نقد از دارایی‌های جاری کسر شد.

(۵) نسبت بدهی‌های جاری به دارایی‌های جاری سال قبل: این نسبت از طریق بدهی‌های جاری سال قبل به دارایی‌های جاری همان سال محاسبه شده است.

برای بررسی‌های فرضیه‌های پژوهش از دو متغیر

$$\begin{aligned} \Delta CH_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CashFlow}_{it} + \beta_2 \text{Neg}_{it} \\ & + \beta_3 \text{Cashflow}_{it} \times \text{Neg}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Constraint}_{it} \\ & + \beta_5 \text{Cashflow}_{it} \\ & \times \text{Constraint}_{it} \\ & + \beta_6 \text{Contraint}_{it} \times \text{Neg}_{it} \\ & + \beta_7 \text{Cashflow}_{it} \\ & \times \text{Constraint}_{it} \times \text{Neg}_{it} \\ & + \beta_8 Q_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{Expenditure}_{it} \\ & + \beta_{11} \Delta \text{NCWC}_{it} \\ & + \beta_{12} \text{ShortDebt}_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Constraint_{it} : برای شرکت‌هایی که در طول دوره مالی محدودیت تأمین مالی دارند، برابر با یک و برای دیگر شرکت‌ها برابر با صفر است. انتظار می‌رود ضرایب β_5 و β_7 معنادار و به ترتیب مثبت و منفی باشد، زیرا شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی که جریان‌های نقدی مثبت نیز دارند، به منظور آتکا بر منابع داخلی برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها، اقدام به نگهداری سطح بیشتری از وجه نقد می‌نمایند و شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی منفی و محدودیت در تأمین مالی به دلیل التزامی که به حمایت از پروژه‌های سرمایه‌گذاری فعلی‌شان دارند، حتی در وضعیت محدودیت تأمین مالی، فاقد توانایی ذخیره‌سازی وجه نقد هستند.

تخمین مدل‌های مذکور بر اساس روش گشتاوری تعمیم یافته مرتبه چهارم (GMM4) انجام می‌شود. علت استفاده از این روش، این امر است که در این پژوهش از متغیر کنترلی شاخص Q توپین استفاده شده است. این شاخص از اطلاعات گذشته و فعلی برای پیش‌بینی وضعیت سرمایه‌گذاری‌ها استفاده می‌کند، زیرا انتظارات مدیران که از عملکرد گذشته شرکت ناشی می‌شود، بر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها و تعیین شاخص Q توپین تأثیرگذار است. تفاوت‌های موجود بین انتظارات مدیران از ارزش سهام شرکت و انتظارات بازار سهام از

$$\begin{aligned} \Delta CH_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CashFlow}_{it} \\ & + \alpha_2 \text{Neg}_{it} + \alpha_3 \text{Cashflow}_{it} \\ & \times \text{Neg}_{it} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 \text{Size}_{it} \\ & + \alpha_6 \text{Expenditure}_{it} \\ & + \alpha_7 \Delta \text{NCWC}_{it} \\ & + \alpha_8 \text{ShortDebt}_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

اجزای این مدل عبارتند از:

ΔCH_{it} : تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت

i در سال t

CashFlow_{it} : جریان‌های نقدی شرکت i در سال t

Neg_{it} : برای شرکت‌هایی که در سال t جریان‌های

نقدی منفی دارند، برابر یک و در غیر این صورت صفر است.

Q_{it} : شاخص Q توپین

Size_{it} : اندازه شرکت i در سال t

Expenditure_{it} : نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت i

در سال t

ΔNCWC_{it} : سرمایه در گردش غیرنقدی شرکت i

در سال t

ShortDebt_{it} : نسبت بدهی‌های جاری به دارایی‌های

جاری سال قبل شرکت i در سال t

در صورتی که ضرایب α_1 و α_3 معنادار و به ترتیب

منفی و مثبت باشند، وجود رابطه معکوس بین جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد وجود خواهد داشت.

به منظور آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش

نیز به استناد پژوهش باوو و همکاران (۲۰۱۲) از رابطه

رگرسیون بر مبنای داده‌های پنل پویا به شرح رابطه

شماره (۵) استفاده می‌شود:

برای نخستین بار در پژوهش‌های حسابداری ایران صورت گرفته است.

یافته‌های پژوهش

در جدول (۱)، توصیف آماری متغیرهای اصلی پژوهش ارائه شده است. مقادیر محاسبه شده به ازای ۱۴۴ شرکت و برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ (۱۴۴۰ سال - شرکت) است. همان طور که مشاهده می‌شود، میانگین تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد و جریان‌های نقدی به ترتیب $۰/۰۰۴۱۶۷$ و $۰/۰۷۳۳۷۴۴$ است. مطابق تئوری Q توین، میانگین $۱/۹۲۸$ برای شاخص Q توین نشان از توجیه‌پذیری انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد. انحراف معیار متغیر تغییر سطح نگهداشت وجه نقد و جریان‌های نقدی نیز به ترتیب $۰/۳۸۱۱۱۴$ و $۰/۶۴۴۵۴۲$ است.

ارزش سهام، موجب بروز مسأله‌ای به نام خطای اندازه‌گیری شاخص Q توین می‌شود. پژوهشگران برای رفع این مشکل، از روش گشتاوری تعمیم یافته (GMM) استفاده کردند. مزیت‌های این روش، تخمین نسبت به دیگر روش‌ها در این است که GMM، بر خلاف تخمین‌های حداکثر درست‌نمایی نظیر حداقل مربعات معمولی (OLS) برآوردی قوی است که نیازمند اطلاعات دقیق از توزیع جمله خطا نیست. ویژگی منحصر به فرد این روش استفاده از تمامی اطلاعات موجود در توزیع داده‌هاست. در واقع، برآوردگرهای معمولی در اقتصاد سنجی می‌تواند به عنوان موارد خاصی از GMM در نظر گرفته شود؛ لذا در این مدل‌ها به بررسی فرض‌های رگرسیون کلاسیک نیازی نخواهد بود [۱۱]. شایان ذکر است که در این پژوهش استفاده از روش گشتاوری تعمیم یافته مرتبه چهارم (GMM4) به منظور رفع مشکل خطای اندازه‌گیری شاخص Q توین

جدول (۱) آماره‌های توصیفی

نام متغیر	نماد متغیر	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار
تغییرات نگهداشت وجه نقد	CH	$-۰/۹۸۷۶۱$	$۰/۶۲۵۳۸$	$-۰/۰۰۴۱۶۷$	$۰/۳۸۱۱۱۴$
جریان‌های نقدی	CashFlow	$-۶/۴۶۹۵۳$	$۱۱/۱۱۰۶$	$۰/۰۷۳۳۷۴۴$	$۰/۶۴۴۵۴۲$
شاخص Q توین	Q	$۰/۰۱۱۰۲$	$۱۰۶/۶۷۱$	$۱/۹۲۸۴$	$۳/۳۱۹۶۵۶$
اندازه شرکت	Size	$۸/۱۹۵۰۶$	$۱۸/۲۹۵۶$	$۱۲/۵۶۶$	$۱/۳۶۸۴۵۹$
مخارج سرمایه‌ای	Expend	-۴۱۰۰۰۰۰	$۴۰۲۶۹۱/۹$	$۱۳۸۷۶/۷۴$	$۴۴۵۰۰۴/۷$
سرمایه در گردش غیرنقدی	NCWC	$-۰/۰۰۰۰۰۲$	۱۳۹۸۸۷۲	$-۳۸۸۹۱/۷۹$	۱۴۰۴۰۹۰
نسبت بدهی‌های جاری	ShortDebt	$۰/۰۵۷۰۶$	$۶۶/۵۲۰۵$	$۱/۱۴۷۴۴۳$	$۳/۰۷۴۶۴$

وجه نقد و جریان‌های نقدی رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. مطابق جدول (۲) ضریب متغیر Cashflow منفی و معنی‌دار و ضریب متغیر $Cashflow \times Neg$ مثبت و معنی‌دار است. این شواهد بیانگر این است که

نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

نتایج آزمون مدل بررسی رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد که در جدول (۲) درج شده است، نشان می‌دهد که بین تمایل شرکت‌ها به نگهداری

شرکت‌هایی که در طول دوره مالی جریان‌های نقدی مثبتی دارند، تمایل به نگهداشت وجه نقد کمتری دارند، لذا فرضیه اول و دوم این پژوهش رد نمی‌شود.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

$\Delta CH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CashFlow}_{it} + \alpha_2 \text{Neg}_{it} + \alpha_3 \text{Cashflow}_{it} \times \text{Neg}_{it} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 \text{Size}_{it} + \alpha_6 \text{Expenditure}_{it} + \alpha_7 \Delta \text{NCWC}_{it} + \alpha_8 \text{ShortDebt}_{it-1} + \varepsilon_{it}$					
p-value	Z	خطای استاندارد	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۰	۳/۵۷	۰/۰۰۱۸۶۹۸	۰/۰۰۶۶۸۰۶	α_0	عرض از مبدأ
۰/۰۰۳	-۲/۹۷	۰/۰۰۴۴۸۸	-۰/۰۱۳۳۴۹۷	CashFlow	جریان‌های نقدی
۰/۰۰۰	۳/۶۰	۰/۰۰۴۷۹۲۵	۰/۰۱۷۲۷۶۷	Cashflow×Neg	جریان‌های نقدی منفی
۰/۰۰۸	-۲/۶۶	۰/۰۰۱۰۱۸۹	-۰/۰۰۲۷۱۲۵	Q	شاخص Q توین
۰/۱۳۲	۱/۵۱	۰/۰۰۱۴۵۱۹	۰/۰۰۲۱۸۵۸	Size	اندازه شرکت
۰/۹۵۲	-۰/۰۶	۰/۰۰۰۶۲۶۹	-۰/۰۰۰۱۵۸	Expenditure	مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۰۰	۴/۵۳	۰/۰۰۰۱۱۷۱	-۰/۰۰۰۲۰۹	NCWC	سرمایه در گردش غیر نقدی
۰/۲۰۵	-۱/۲۷	۰/۰۰۰۴۸۱۹	-۰/۰۰۰۶۱۱۳	ShortDebt	نسبت بدهی‌های جاری

که مدیریت بدون توجه به سایر گزینه‌ها، به علت هزینه فرصت وجه نقد، از نگهداری آن اجتناب می‌کند. علت دیگر این رابطه منفی می‌تواند برطرف سازی مشکل خطای اندازه‌گیری Q توین توسط روش گشتاوری تعمیم یافته مرتبه چهارم (GMM4) و در نظر گرفتن تأثیر انتظارات بازار سهام به جای انتظارات مدیریتی از ارزش سهام شرکت در شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد. ضریب متغیر NCWC دارای علامت منفی و معنی‌دار است. این رابطه معنی‌دار با یافته‌های پژوهش باوو و همکاران (۲۰۱۲) و آقایی و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت دارد [۱] [۱۰]. ضریب متغیرهای Size، Expenditure و Shortdebt در سطح مورد نظر معنی‌دار نیست.

نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم

نتایج آزمون مدل بررسی تأثیر محدودیت‌های تأمین مالی بر رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه

این موضوع با نظریه موازنه و نظریه جریان نقد آزاد در رابطه با نگهداشت وجه نقد همسوست. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش ری‌دیک و وایتند (۲۰۰۹) و کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) مطابقت دارد. همچنین همان‌طور که مشاهده می‌شود، ضریب متغیر Cashflow×Neg مثبت و معنی‌دار است و نشان می‌دهد شرکت‌ها در وضعیت جریان‌های نقدی منفی در طول دوره مالی تمایل به نگهداری وجه نقد بیشتری دارند. این رفتار شرکت‌ها را می‌توان با انگیزه آنها در جلوگیری از بروز بحران‌های مالی در شرکت توجیه نمود. در واقع، به علت هزینه بالای تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند به منظور جلوگیری از تحمل این هزینه‌های بالا در وضعیت جریان‌های نقدی منفی، به افزایش سطح نگهداشت وجه نقد اقدام نمایند. این یافته‌ها با نتایج پژوهش کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) در تضاد است [۵]. ضریب متغیر Q توین منفی و معنادار است. این رابطه می‌تواند نشان دهنده این موضوع باشد

محدودیت تأمین مالی که جریان‌های نقدی منفی دارند، به علت الزام به حمایت از پروژه‌های زیان‌آور نمی‌توانند سطح نگهداشت وجه نقد خود را نسبت به ابتدای دوره افزایش دهند. متغیرهای شاخص Q توپین، اندازه شرکت و نسبت بدهی‌های جاری رابطه معنی‌دار و به ترتیب مثبت، منفی و مثبتی با سطح نگهداشت وجه نقد دارد. این نتایج با پژوهش آپلر و همکاران (۱۹۹۹) مطابقت دارد [۲۳]. همچنین، ضرایب متغیرهای مخارج سرمایه‌ای و سرمایه در گردش غیرنقدی در سطح مورد نظر معنی‌دار نیست.

نقد که در جدول (۳) درج شده است، نشان می‌دهد که شرکت‌ها بدون در نظر گرفتن منفی یا مثبت بودن جریان‌های نقدی‌شان در صورت وجود محدودیت‌های تأمین مالی خارجی اقدام به نگهداری وجه نقد بیشتری می‌کنند. مثبت و معنی‌دار بودن ضرایب متغیرهای $Cashflow \times Constraint$ و $Cashflow \times Neg$ نشان دهنده عدم رد فرضیه سوم و رد فرضیه چهارم است. این نتایج با نتایج پژوهش‌های کاشانی پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸)، وایتد و وو (۲۰۰۶) و باوو و همکاران (۲۰۱۲) تفاوت دارد [۴] [۲۶] [۱۰]. باوو (۲۰۱۲) در پژوهش خود بیان نمود شرکت‌های دارای

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم

$$\Delta CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CashFlow_{it} + \beta_2 Neg_{it} + \beta_3 Cashflow_{it} \times Neg_{it} + \beta_4 Constraint_{it} + \beta_5 Cashflow_{it} \times Constraint_{it} + \beta_6 Constraint_{it} \times Neg_{it} + \beta_7 Cashflow_{it} \times Constraint_{it} \times Neg_{it} + \beta_8 Q_{it} + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Expenditure_{it} + \beta_{11} \Delta NCWC_{it} + \beta_{12} ShortDebt_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	p-value
عرض از مبدأ	β_0	۰/۰۰۳۹۴۷۷	۰/۰۰۱۹۷۸۴	۲/۰۰	۰/۰۴۶
جریان‌های نقدی	Cashflow	۰/۰۰۰۴۰۱	۰/۰۰۰۷۲۹۹۳	۰/۵۵	۰/۵۸۳
جریان‌های نقدی منفی	Cashflow×Neg	-۰/۰۰۳۰۱۸۱۸	۰/۰۰۰۷۵۱۵۲	-۴/۰۲	۰/۰۰۰
جریان نقدی شرکت‌های محدود	Cashflow×Constraint	۰/۰۰۸۵۲۴۶۸	۰/۰۰۰۹۹۳۴۶	۸/۵۸	۰/۰۰۰
جریان نقدی منفی شرکت‌های محدود	Cashflow×Constraint×Neg	۰/۰۰۱۳۳۷۱۷	۰/۰۰۰۴۲۲۴	۳/۱۷	۰/۰۰۲
شاخص Q توپین	Q	۰/۵۲۳۴۸۶	۰/۰۰۰۰۷۸۸	۴۴/۶۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۰۰۳۱۷۲	۰/۰۰۰۱۴۷۱۸	-۲/۱۶	۰/۰۳۱
مخارج سرمایه‌ای	Expenditure	۰/۰۰۰۰۶۹۸۵	۰/۰۰۰۱۰۸۲۳	۰/۰۶۵	۰/۵۱۹
سرمایه در گردش غیرنقدی	NCWC	-۰/۰۰۰۰۱۹۶	۰/۰۰۰۰۴۲۷۲	-۱/۶۹	۰/۰۹۰
نسبت بدهی‌های جاری	ShortDebt	۰/۰۰۰۶۶۰۷۳	۰/۰۰۰۲۸۰۸۱	۲/۳۵	۰/۰۱۹

نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه جریان‌های نقدی مثبت (منفی) و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد

شرکت‌ها پرداخته شد. همچنین، بررسی تأثیر وجود محدودیت‌های تأمین مالی خارجی شرکت‌ها بر رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد از دیگر

- به مدیران واحدهای تجاری توصیه می‌شود برای دستیابی به سطح وجه نقد هدف در شرکت، عواملی را که در این پژوهش به طور با اهمیتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت اثرگذار بوده‌اند، با تاکید بیشتری مورد توجه قرار دهند.

به پژوهشگران در ارتباط با انجام پژوهش‌های جدید، پیشنهادهایی ارائه می‌شود:

با توجه به مشکل خطای اندازه‌گیری متغیر Q توین توصیه می‌شود، در پژوهش‌های آتی تأثیر این شاخص بر تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد ارزیابی شود. همچنین، با توجه به بروز این مشکل به سهامداران و پژوهشگران پیشنهاد می‌شود قابلیت اتکای شاخص Q توین در انجام تصمیمات سرمایه‌گذاری را بررسی نمایند. بررسی تأثیر حضور سهامداران نهادی بر رابطه جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد از دیگر پیشنهادها پژوهش حاضر است.

منابع:

- [۱] آقای، محمد علی و احمدرضا نظافت و مهدی ناظمی اردکانی و علی اکبر جوان. (۱۳۸۸). «بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۱ و ۲، صص ۵۳-۷۰.
- [۲] ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). «ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ش ۵۵، صص ۱۴۱-۱۵۴.
- [۳] رسائیان، امیر، سارا حنجری و فروغ رحیمی. (۱۳۸۹). «تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد»،

موارد اصلی این پژوهش بوده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی مثبت، تغییرات منفی سطح نگهداشت وجه نقد و از سوی دیگر، شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی منفی، تغییرات مثبتی در سطح نگهداشت وجه نقدشان دارند.

همچنین، این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی و بدون محدودیت تأمین مالی (بر اساس معیار اندازه شرکت) با توجه به هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی، بدون در نظر گرفتن

مثبت یا منفی بودن جریان‌های نقدی‌شان اقدام به نگهداری وجه نقد بیشتری نسبت به پایان دوره می‌کنند. این پژوهش دارای محدودیت‌هایی به شرح زیر است:

- از متغیر Q توین که خطای اندازه‌گیری آن می‌تواند زمینه‌ساز ایرادهای اساسی نظیر تغییر شکل مدل خطی پژوهش شود، به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

- بازه زمانی این پژوهش، فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ است، بنابراین، از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خارج از این دوره زمانی استفاده نشده است.

با توجه به نتایج این پژوهش، به استفاده‌کنندگان از این نتایج، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در صورتی که سطح وجه نقد در شرکت برای آنها از اهمیت زیادی برخوردار باشد، می‌توانند عواملی را که در این پژوهش به طور با اهمیتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت اثرگذار بوده‌اند، در نظر گرفته و با توجه به روند چندساله این عوامل، وضعیت وجه نقد شرکت را در سال‌های آتی پیش‌بینی کنند.

- Finance*, 50, 1-51.
- [13] Dorbetz, W., Gruninger, M. C., (2007). Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland. *Swiss Society for Financial Market Research*. 72, 114-155.
- [14] Erickson, T., Whited, T.M., 2000. "Measurement error and the relationship between investment and Q". *J. Polit. Econ.* 108, 1027-1057.
- [15] Ezzedine, A., Salma, B., 2007. "Investment-cash flow sensitivity versus cash flow sensitivity: What really matters for Tunisian firms". Working paper.
- [16] Ferreira, M. A., and A. Vilela, (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 295-319.
- [17] Fazzari, Steven M.; Hubbard, R. Glenn; and Petersen, Bruce C. "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Papers Econ. Activity*, no. 1 (2004), pp. 141-95.
- [18] Garcia-Teruel, P. J.P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal of Accounting and Finance*, Vol 49, pp 95-115.
- [19] Giacomino, Don E. David Mielke, (1993). "Cash Flows: Another Approach To Ratio Analysis". *Journal of Accountancy*, Vol, 175, No 3 ,pp 55-58.
- [20] Kaplan, S.N., Zingales, L., 1997. "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?" *Q. J. Econ.* 112, 169-216.
- [21] Kim, C.-S., Mauer, D.C., Sherman, A.E. (1998). "The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence"; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.33.
- [22] Nobanee, H., Abdullatif, M., & AlHajjar, M. (2011). "Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms". *Asian Review of Accounting*, 19, 147-156.
- پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۶، صص ۱۱ و ۲۰.
- [۴] کاشانی پور، محمد و نقی نژاد، بیژن. (۱۳۸۸). «بررسی اثر محدودیت‌های تأمین مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد»، تحقیقات حسابداری، ش ۲، صص ۷۲-۹۳.
- [۵] کاشانی پور، محمد و سعید راسخی و بیژن نقی نژاد و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). «محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران»، پیشرفت‌های حسابداری، ش ۳، صص ۵۱-۷۴.
- [۶] عرب صالحی، مهدی و اشرفی آذرخوارانی، مجید. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- [۷] کمیته فنی سازمان حسابرسی (۱۳۸۶). استانداردهای حسابداری، سازمان حسابرسی، ش ۱۶۰.
- [8] Almeida, H. Campello, M., Weisbach, M.S. (2004). "The cash flow sensitivity of cash", *Journal of finance*, Vol.59.
- [9] Allayannis, G., Mozumdar, A., 2004. "The impact of negative cash flow and influential observations on investment cash flow sensitivity estimates", *Journal of banking & Finance*, 28, 901-930.
- [10] Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 18, 690-700.
- [11] Blundell, R. Bond, S. (2000). "GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions". *Econometric reviews*, Vol 115, pp 142-186.
- [12] Dittmar, A. Duchin, R (2013). Looking in the Rear View Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Cash Holdings. ". *Journal of*

- [23] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings"; *Journal of Financial Economics*, Vol.52.
- [24] Ozkan, A., Ozkan, N., 2004. "Corporate cash holding: An Empirical Investigation of UK Companies". *Journal of Banking & Finance*. 28, 2103-2134.
- [25] Riddick, L., Whited, T., 2009. "The Corporate Propensity to Save". *The Journal of Finance*, 64 , 1729-1766.
- [26] Whited, T.M., Wu, G., 2006. "Financial constraint risk". *Rev. Financ. Stud.* 19, 531–559.

- ¹ . Kim and et al.
- ² . Ozkan and Ozkan
- ³ Fazzari and et al
- ⁴ Giacomino and Meilke
- ⁵ Garcia and et al
- ⁶ Opler
- ⁷ Nobanee and et al
- ⁸ Ezzedine and Salma
- ⁹ www.rdis.ir
- ¹⁰ www.fipiran.ir

