

مجله دانش حسابداری / سال پنجم / ش ۱۹ / زمستان ۱۳۹۳ / ص ۵۱ تا ۷۳

## بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی‌های نقد

دکتر مهدی مرادی\*

حجت هاتفی مجومرد\*\*

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تغییرات صورت گرفته در سطح موجودی‌های نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها، در واکنش به جریان‌های نقد است. برای این منظور، با استفاده از اطلاعات مالی نمونه‌ای متشکل از ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰، حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی‌های نقد، از سه جنبه نوع جریان نقد (مثبت یا منفی)، وجود محدودیت مالی و همچنین، میزان نظارت خارجی روی شرکت‌ها، مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، همبستگی بوده و برای تحلیل رگرسیون، از داده‌های ترکیبی بهره گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌ها، در اثر مواجه شدن با جریان‌های نقدی مثبت و منفی، تفاوت ندارد. همچنین تفاوتی میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، مشاهده نگردید. دیگر یافته پژوهش هم بیانگر این است که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، برای شرکت‌های با نظارت خارجی قوی‌تر، نسبت به دیگر شرکت‌ها بیشتر نیست.

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد.

\*\* کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد.

نویسنده مسئول مقاله: حجت هاتفی مجومرد (Email: hatefimh@yahoo.com)

تاریخ پذیرش: ۹۳/۹/۱

تاریخ دریافت: ۹۲/۸/۱۸

واژه‌های کلیدی: حساسیت جریان نقدی وجه نقد، سطح نگهداشت وجه نقد، محدودیت مالی، سهام‌داران نهادی، نظارت خارجی.

## مقدمه

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقدی در دسترس و نیازهای نقدی، مهم‌ترین عامل سلامت هرواحد تجاری محسوب می‌شود (دستگیر و خدابنده، ۱۳۸۲). در حال حاضر، تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی، به یکی از عوامل قابل توجه در ادبیات تأمین مالی مبدل شده است؛ چرا که از یک سو مزیت عمده نگره‌داری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارآ، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و اجتناب از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارج از شرکت است و از سوی دیگر، نگره‌داری سطح بالایی از وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. بر همین اساس، جریان‌های ورود و خروج وجه نقد و توان دسترسی واحدهای انتفاعی به آن، شالوده و مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های گروه‌های عمده استفاده‌کننده از اطلاعات مالی واحدهای انتفاعی را شکل می‌دهد.

مطالعات انجام شده، حاکی از یافته‌های متناقضی مبنی بر وجود رابطه میان جریان‌های نقدی و تغییر در سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها است که می‌توان به نتایج متناقض پژوهش‌های صورت گرفته توسط محققانی چون آلمیدا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۴)، مبنی بر وجود رابطه مثبت میان تغییرات در سطح وجه نقد نگهداری شده و جریان‌های نقدی، و مطالعه ریدیک و وایند<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) مبنی بر رابطه منفی میان تغییرات در سطح وجه نقد نگهداری شده و جریان‌های نقدی، اشاره کرد. همچنین؛ آپلر و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۹)، اُزکان و اُزکان<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) و فریرا و ویللا<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) نشان دادند که شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی بیشتری دارند، وجه نقد بیشتری نیز نگهداری می‌کنند؛ اما نتایج پژوهش کیم و همکاران<sup>۶</sup> (۱۹۹۸) نشان داد که این ارتباط منفی است. آنان بر این باورند که توان ایجاد وجه نقد در شرکت را می‌توان جایگزینی برای نگره‌داری وجه نقد شمرد و بدین‌سان، این‌گونه شرکت‌ها با اتکا به چنین توانایی‌ای از نگره‌داری وجه نقد زیاد در شرکت پرهیز می‌کنند؛

لذا با توجه به اهمیت سطح وجه نقد نگه‌داری شده توسط شرکت‌ها و جریان‌های نقدی، به عنوان دو عنصر کلیدی صورت‌های مالی در سیاست‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ارتباط میان تغییرات این دو که در هاله‌ای از ادبیات نظری و تجربی متناقض به سر می‌برد؛ پژوهش حاضر سعی دارد با بررسی اثر تغییرات جریان‌های نقدی بر تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از سه جنبه نوع جریان نقد (مثبت یا منفی)، وجود محدودیت مالی و همچنین میزان نظارت خارجی روی شرکت‌ها، به توسعه ادبیات نظری و تجربی این موضوع کمک نماید.

### مبانی نظری پژوهش

وجه نقد اصلی‌ترین عنصر از گروه دارایی‌های جاری و مهم‌ترین مؤلفه سرمایه در گردش واحدهای انتفاعی است؛ به نحوی که تداوم فعالیت و تحقق اهداف واحدها را تسهیل نموده و امکان‌پذیر می‌سازد. بنابراین، ضروری است که اولاً به عنوان یکی از ارکان برنامه‌ریزی مالی همواره مورد توجه مدیران مالی قرار گیرد و ثانیاً به صورت کارآ و اثر بخش در خصوص وجه نقد اعمال مدیریت شود (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۰).

از بین جریان‌های نقدی واحد تجاری، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی اهمیت ویژه‌ای دارند؛ زیرا این جریان‌های نقدی، ناشی از فعالیت‌های مولد درآمد اصلی واحد تجاری محسوب می‌شوند. اگر یک شرکت بخواهد در عرصه تجارت باقی بماند، جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی آن در بلندمدت باید مثبت باشد. شرکتی که جریان‌های نقدی ناشی از عملیاتش منفی باشد، قادر به تأمین وجوه مورد نیازش از منابع داخلی شرکت نبوده و می‌بایست از سایر منابع، وجه نقد لازم را تأمین کند. این در حالی است که اعتباردهندگان و سهام‌داران حاضر نیستند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که قادر نیست از فعالیت‌های عملیاتی خود وجوه نقد کافی فراهم نماید و در مورد پرداخت سود سهام، بهره و بدهی‌هایش در سررسید، اطمینان وجود ندارد (تالانه، ۱۳۷۶).

بر اساس دیدگاه کینز<sup>۷</sup> (۲۰۰۶)، سه انگیزه معاملاتی، احتیاطی و سفته بازی، انگیزه‌های عمده برای نگهداشت وجه نقد هستند. دلیل اصلی نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها، انگیزه‌های معاملاتی است؛ چرا که استفاده از سایر دارایی‌ها به جز وجه نقد در انجام معاملات تجاری هزینه بر خواهد بود (خان و جین<sup>۸</sup>، ۱۹۹۰). همچنین، شرکت برای اجتناب از هزینه‌های ناشی از شرایط غیرمنتظره دارای انگیزه احتیاطی است و هر چه احتمال رخداد شرایط پیش‌بینی نشده و پیامدهای منفی آن بیشتر باشد، این انگیزه نیز بیشتر خواهد شد و در نتیجه، مدیریت تمایل به نگهداشت وجه نقد بیشتری خواهد داشت. کینز (۲۰۰۶) بر این اعتقاد است که افراد علاوه بر دو هدف فوق، برای انگیزه سومی نیز وجوه نقد نزد خود نگهداری می‌نمایند که همان انگیزه سفته بازی می‌باشد. منظور از تقاضای سفته بازی پول، این است که پول با هدف و امید انجام معاملات سودآور و بهره برداری از فرصت‌هایی که پیش می‌آید، نگهداری شود. میزان وجه نگهداری شده بر اساس هر سه انگیزه فوق در نهایت، تحت تأثیر عدم اطمینان در مقدار و زمان جریان‌های نقدی قرار می‌گیرد.

تئوری‌های مختلفی در ارتباط با میزان نگهداری وجوه نقد توسط شرکت‌ها وجود دارد. هر یک از این تئوری‌ها چندین عامل را در تعیین مانده وجه نقد دخیل می‌دانند. از جمله این تئوری‌ها، می‌توان به تئوری نمایندگی اشاره کرد. بر اساس این تئوری، ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌نفعان شرکت تعیین می‌شود. مشکلات نمایندگی یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هاست. نتایج پژوهش‌ها نشان داده‌اند در کشورهایی که از حقوق سهام‌داران به خوبی محافظت نمی‌شود، شرکت‌ها نسبت به کشورهای که سهام‌داران از حمایت خوبی برخوردارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (دیتمار و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۳). تضاد منافع میان سهام‌داران و مدیریت نیز، می‌تواند با میزان وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت رابطه داشته باشد (دروبتز و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۰). بر اساس دیدگاه هزینه نمایندگی از جنسن و مک‌کلینگ<sup>۱۱</sup> (۱۹۷۶)، مدیران انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر داشته و در نتیجه، به

احتمال زیاد آنان برخی پروژه‌های با ارزش فعلی منفی را برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود نگهداری می‌کنند و تمایلی به فسخ آن‌ها نشان نمی‌دهند.

### پیشینه پژوهش

گونگی و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۳)، در مطالعه خود رفتار موجودی وجه نقد در چندین کشور را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق مزبور حاکی از آن است که ساختار قانونی کشور و ساختار مالکیت نقشی مهم در تعیین موجودی وجه نقد شرکت‌ها ایفا می‌کند. همچنین، آنان نشان دادند که تمرکز مالکیت، اثری منفی بر مانده وجه نقد دارد. آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) در پژوهشی با عنوان حساسیت جریان نقدی وجه نقد، به بررسی رابطه میان جریان نقد و ذخایر نقدی پرداختند. آنان استدلال کردند که اثر محدودیت‌های مالی بر رویه تأمین مالی شرکت‌ها، می‌تواند به وسیله تمایل شرکت‌ها برای ذخیره قسمت عمده‌ای از جریان‌های نقدی نمایان شود.

لی و پاول<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۱) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های بورس استرالیا، به بررسی ارتباط بین تئوری نمایندگی، حقوق صاحبان سهام و وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد شرکت‌هایی که از مشکلات نمایندگی بیشتری برخوردارند، وجوه نقد بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها نگهداری می‌نمایند. با و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۲) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی آمریکا، عدم تقارن حساسیت جریان نقدی وجه نقد را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد، زمانی که شرکتی با جریان نقدی مثبت مواجه می‌شود، دارای حساسیت جریان نقدی وجه نقد منفی؛ و شرکتی که با جریان نقد منفی مواجه می‌گردد، این حساسیت برای او مثبت است. این نتیجه نامتقارن بودن حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌ها را تأیید کرد. آنان همچنین شرکت‌های عضو نمونه را به دو دسته با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی تقسیم کرده و با بررسی اثر آن روی حساسیت جریان نقدی وجه نقد، به وجود عدم تقارن حساسیت جریان نقدی وجه نقد، در بین هر دو گروه پی بردند.

هارفورد و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۲)، انگیزه شرکت‌ها را در نگهداری وجه نقد بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تری هستند، وجه نقد بیش‌تری نگهداری می‌کنند. همچنین، شرکت‌هایی که فرصت بیش‌تری برای سرمایه‌گذاری دارند، سود کمتری به سهام‌داران پرداخت می‌کنند. با و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهشی به بررسی اثر مشکلات نمایندگی روی حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌ها پرداختند. برای این منظور، آنان سهام‌داران نهادی را به عنوان کنترلی برای مشکلات نمایندگی در نظر گرفتند که نتایج تحقیقشان نشان داد شرکت‌های با نظارت خارجی قوی‌تر، حساسیت جریان نقدی وجه نقد بیش‌تری دارند.

در ایران نیز کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸)، به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات جریان‌های نقدی پرداختند. تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ نشان داد که جریان‌های نقدی تأثیر معناداری با سطوح نگهداری وجه نقد ندارند. ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۹) به بررسی رابطه برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. آن‌ها نشان دادند بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۱) با استفاده از اطلاعات ۵۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷، به مطالعه رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و میزان نگهداری دارایی‌های نقدی پرداختند که یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد بین کیفیت اقلام تعهدی و سطح نگهداری دارایی‌های نقدی، رابطه مثبت و غیرمعناداری وجود دارد. همچنین، شرکت‌های بزرگ‌تر و شرکت‌های دارای سایر دارایی‌های نقدی جایگزین وجه نقد، میزان وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) در پژوهشی با هدف بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، تعداد ۱۰۵ شرکت را به عنوان نمونه انتخاب، و طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷

مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، رابطه معکوس معناداری وجود دارد که این یافته‌ها مؤید نظریه جریان نقد آزاد است.

عربصالحی و کاظمی (۱۳۹۳) با هدف بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی، اطلاعات ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند که نتایج پژوهش آنان نشان داد که هزینه‌های نمایندگی، به تنهایی عامل بیش (کم) سرمایه‌گذاری نمی‌باشد، اما حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را افزایش می‌دهد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و به منظور بررسی واکنش شرکت‌ها نسبت به تغییرات سطح نگهداشت وجه نقدشان در مواجهه با جریان‌های نقدی، از سه جنبه نوع جریان نقد (مثبت یا منفی)، وجود محدودیت مالی و همچنین، میزان نظارت خارجی روی آن‌ها، به بسط فرضیه‌های تحقیق پرداخته می‌شود.

شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی مثبت دارند، نسبت به شرکت‌هایی که با جریان‌های نقدی منفی مواجهند، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردارند. لذا هنگامی که شرکتی با جریان‌های نقدی مثبت مواجه می‌گردد، با توجه به توان عملیاتی خوب خود در تولید وجه نقد، برای بهره برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت بهتر وجه نقد حاصل، کمتر به انباشت وجه نقد اقدام کرده و به جای ذخیره وجه نقد، از آن در زمینه‌های کارآتری استفاده نماید که همین امر منجر به حساسیت منفی جریان نقدی وجه نقد می‌گردد (بأ و همکاران ۲۰۱۲؛ ریدیک و وایتد، ۲۰۰۹). از سوی دیگر، شرکتی که جریان‌های نقدی منفی دارد، در این شرایط به دلیل ننگه داشتن توان عملیاتی خود در همان سطح، نمی‌تواند سطح نگهداشت وجه نقد خود را به همان میزان قبل حفظ کرده و ناگزیر است از ذخایر نقد خود برداشت کند (بأ و همکاران، ۲۰۱۲). از این رو، حساسیت سطح

وجه نقد نگهداری شده نسبت به جریان‌های نقدی مثبت و منفی، متفاوت است. با توجه به مطالب فوق، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر طرح می‌گردد:

فرضیه اول: حساسیت جریان نقدی وجه نقد، برای جریان‌های نقدی مثبت، نسبت به جریان‌های نقدی منفی، متفاوت است.

تأمین منابع مالی مورد نیاز برای رسیدن به اهداف سازمانی، همواره از دغدغه‌های اصلی مدیران شرکت‌ها و واحدهای تجاری است. بر اساس نظریه میلر و مودیگلیانی<sup>۱۶</sup> (۱۹۵۸)، در صورت وجود بازارهای کامل، تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارج از شرکت وجود ندارد. لیکن فرض کامل بودن بازار با وجود مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی غیر واقع بینانه است و همین امر، موجب وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی از منابع داخلی و خارج از شرکت می‌گردد. شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیش تری مواجه باشد، مجبور است بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخلی شرکت تأمین کند. چنین شرکتی را که دستیابی به منابع مالی خارج از واحد تجاری برایش دشوار و پرهزینه باشد، شرکت دچار محدودیت مالی می‌نامند. در چنین شرکت‌هایی احتمالاً بر اساس انگیزه احتیاطی، تمایل بیشتری به نگهداری موجودی‌های نقد وجود دارد. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که به دلیل دسترسی کم‌هزینه‌تر به منابع مالی بازار سرمایه، با محدودیت مالی مواجه نیستند، احتمال دارد از وجوه حاصل از جریان‌های نقدی خود، جهت بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود، استفاده کرده و تمایلی به نگهداشت موجودی‌های نقد نداشته باشند. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر بیان می‌گردد:

فرضیه دوم: حساسیت جریان نقدی وجه نقد، برای شرکتی با محدودیت مالی نسبت به شرکتی با عدم محدودیت مالی، متفاوت است.

وجود سهام‌داران نهادی در شرکت باعث افزایش انگیزه نظارتی، کاهش هزینه‌های نمایندگی و تقویت سیستم نظام راهبری شرکت می‌گردد. در واقع، سهام‌داران نهادی به سبب صرف منابع خود در شرکت‌ها، از انگیزه لازم به منظور کنترل رفتار فرصت طلبانه



مدیران برخوردار هستند و به عنوان یک کنترل کننده خارجی عمل می کنند. در نتیجه، در شرکت های با درصد بالای سهام داران نهادی، به دلیل نظارت (کنترل) خارجی قوی، مشکلات نمایندگی کمتری وجود داشته و با توجه به این که عملکرد مدیریت مرتب از بیرون در حال کنترل است، احتمالاً در این گونه شرکت ها، حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت وجه نقد، بیشتر از سایر شرکت ها است. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می گردد:

فرضیه سوم: حساسیت جریان نقدی وجه نقد، برای شرکت هایی با نظارت خارجی قویتر، بیش تر است.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، از آنجایی که به بررسی وجود رابطه و شدت آن بین دو یا چند متغیر کمی، با استفاده از معادلات رگرسیون می پردازد، از نوع همبستگی است. برای تحلیل رگرسیون در این پژوهش، از داده های ترکیبی<sup>۱۷</sup> استفاده گردید. در روش ترکیبی، داده های مقطعی و سری زمانی با یکدیگر ترکیب می شوند. در ارزیابی الگوهای رگرسیونی، مواردی از قبیل معناداری الگوی رگرسیونی، معناداری ضرایب متغیرهای توضیحی الگو، خود همبستگی بین پسماندهای الگوی رگرسیونی و توان تبیین الگو مورد بررسی قرار گرفتند.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ می باشد که با توجه به مسائلی از جمله دسترسی به اطلاعات مالی مورد نیاز، فراهم نمودن قابلیت مقایسه و امکان تعمیم نتایج حاصل به سایر شرکت ها، جامعه مزبور از طریق محدودیت هایی که در ادامه بیان شده اند، تعدیل شده

و نمونه آماری مشخص گردید. نمونه انتخابی این پژوهش شرکت‌هایی می‌باشند که شرایط زیر را دارا باشند:

الف) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد. ب) عضو شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشند. ج) کلیه داده‌های مورد نیاز تحقیق برای آن شرکت‌ها، در طی دوره زمانی تحقیق، موجود و در دسترس باشد. د) شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ تغییر سال مالی نداشته باشد.

با توجه به شرایط یاد شده، در مجموع تعداد ۱۱۸ شرکت از جامعه آماری، به عنوان نمونه انتخاب شدند.

### روش جمع‌آوری اطلاعات

برای گردآوری اطلاعات مربوط به پیشینه و مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای، و به منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «تدبیرپرداز» و «ره آورد نوین» و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار<sup>۱۸</sup> استفاده شده است. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم افزار اکسل، محاسبه و سپس، با بهره‌گیری از نرم افزار ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

### معرفی الگوهای مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از الگوی شماره ۱ استفاده شده است:

$$\Delta CH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 Neg_{it} + \alpha_3 CF_{it} * Neg_{it} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 Ex_{it} + \alpha_7 \Delta NCWC_{it} + \alpha_8 STDebt_{it} + \alpha_9 LTDebt_{it} + \alpha_{10} CI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در رابطه فوق  $\Delta CH$ ، متغیر وابسته پژوهش و بیانگر تغییرات سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها است که با کسر موجودی‌های نقد در سال  $t$  از موجودی‌های نقد سال  $t-1$ ، تقسیم بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

CF: متغیر مستقل پژوهش و بیانگر جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت است که از نسبت خالص جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

Neg: متغیر تعدیل کننده است که اگر شرکتی جریان نقد عملیاتی منفی داشته باشد، برابر با یک؛ و در غیر این صورت، برابر صفر در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترلی استفاده شده در الگوی شماره ۱ نیز به شرح زیر هستند:

Q: شاخص کیو توین، که بیانگر فرصت‌های رشد بوده و برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش دفتری دارایی‌ها، منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها است.

Size: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها).

EX: از تقسیم خالص وجوه پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت، بر کل دارایی به دست می‌آید.

NCWC: سرمایه در گردش منهای موجودی نقد، تقسیم بر کل دارایی‌ها.

STDebt: از تقسیم بدهی‌های کوتاه مدت بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

LTDebt: نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها.

CI: متغیر مجازی، که اگر شرکت در سال  $t$  افزایش سرمایه نقدی داشته باشد، برابر با یک و در غیر این صورت، برابر صفر است.

$\varepsilon$ : خطای تصادفی است.

متغیر تعدیل کننده Neg، که نشان دهنده جریان‌های نقدی منفی است، برای بیان این که چگونه حساسیت جریان نقدی می‌تواند با علامت جریان نقدی تغییر کند، وارد الگو شده است (ریدیک و وایتند، ۲۰۰۹). متغیر کیو توین به منزله شاخصی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده وارد الگو شده است؛ زیرا این گونه فرصت‌ها می‌توانند شرکت‌ها را برای نگه‌داری وجه نقد تحریک نمایند. متغیر اندازه نیز برای تعدیل شاخص اقتصادی صرفه‌جویی نقدی به عنوان متغیر کنترلی مورد استفاده قرار گرفته است. متغیر وجوه

پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت یا مخارج سرمایه‌ای، به دلیل این که موجب کاهش سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها می‌شوند، وارد الگو شده است. از آنجا که متغیر خالص سرمایه در گردش غیرنقدی، همچون جایگزینی برای وجه نقد عمل می‌کند، از این متغیر برای کنترل تأثیر خالص سرمایه در گردش استفاده شده است. متغیر بدهی کوتاه مدت نیز به واسطه اینکه موجب کاهش موجودی نقد شرکت‌ها می‌گردد، در الگو مورد استفاده قرار گرفته است. همچنین، به دلیل کنترل تأثیراتی که گاه به واسطه وجود بدهی‌های بلندمدت در میزان نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها به چشم می‌خورد، از این متغیر در الگو استفاده شده است و در نهایت، از آنجا که افزایش نقدی سرمایه، ممکن است سبب افزایش سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها گردد، به عنوان متغیر کنترلی در الگو آمده است.

در الگوی فوق، متغیر تعدیل‌کننده Neg نشان دهنده جریان‌های نقدی منفی است و حاصل ضرب آن در جریان نقد (CF\*Neg) نشان می‌دهد که چگونه حساسیت وجه نقد نگهداری شده، با تغییر در علامت جریان نقد، تغییر می‌کند. انتظار می‌رود ضریب  $\alpha_3$  پس از برآورد الگو مثبت باشد، زیرا هنگامی که شرکتی جریان نقدی منفی دارد، طبق استدلال ریدیک و وایتد (۲۰۰۹) نشان دهنده بهره‌وری پایین شرکت بوده و در این شرایط، موجودی نقد کمتری نگهداری می‌کند. بنابراین، در آزمون فرضیه اول، ضریب  $\alpha_3$  ملاک است و مثبت و معنادار بودن آن با فرضیه ما مبنی بر متفاوت بودن حساسیت سطح وجه نقد نگهداری شده به جریان‌های نقدی مثبت و منفی، سازگار خواهد بود.

الگوی شماره ۲ برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است:

$$\Delta CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Const_{it} + \beta_3 CF_{it} * Const_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Ex_{it} + \beta_7 \Delta NCWC_{it} + \beta_8 STDebt_{it} + \beta_9 LTDebt_{it} + \beta_{10} CI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن؛ Const، متغیر مجازی محدودیت مالی است و در صورتی که شرکتی در گروه شرکت‌های با محدودیت مالی باشد، مقدار یک و در غیر این صورت، مقدار صفر اختیار می‌کند.

برای آزمون فرضیه دوم، لازم است شرکت‌های عضو نمونه به دو گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی تفکیک شوند. در ادبیات نظری و تجربی از معیارهای متعددی به عنوان شاخص وجود محدودیت‌های مالی استفاده شده است. در این پژوهش از معیار نسبت سود تقسیمی، در جایگاه نماینده وجود محدودیت‌های مالی بهره گرفته شده است. شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم می‌کنند نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم نمی‌کنند، کمتر احتمال دارد که با محدودیت مالی مواجه شوند؛ زیرا زمانی که توانایی آن‌ها در دسترسی به تأمین مالی خارجی کاهش یابد، می‌توانند از طریق توقف پرداخت سود سهام، بخشی از کمبود منابع مالی را جبران کنند (ارسلان و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۶). از این رو، شرکت‌هایی که نسبت سود تقسیمی آنان از مقدار میانگین نسبت سود تقسیمی تمام شرکت‌های موجود در نمونه کمتر باشد، در گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و در غیر این صورت، در گروه شرکت‌های بدون محدودیت مالی طبقه‌بندی شده‌اند. لازم به ذکر است برای اندازه‌گیری نسبت سود تقسیمی، مطابق با ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، از سود تقسیمی پرداختی در طی سال مالی بر ارزش دفتری دارایی‌های اول دوره استفاده شده است. برقرار بودن فرضیه دوم پژوهش در صورتی است که ضریب  $\beta_3$  بر اساس نتایج آزمون‌های آماری، مثبت و معنادار باشد. از الگوی شماره ۳ نیز برای آزمون فرضیه سوم پژوهش استفاده شده است:

$$\Delta CH_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CF_{it} + \gamma_2 Inst_{it} + \gamma_3 CF_{it} * Inst_{it} + \gamma_4 Q_{it} + \gamma_5 Size_{it} + \gamma_6 Ex_{it} + \gamma_7 \Delta NCWC_{it} + \gamma_8 STDebt_{it} + \gamma_9 LTDebt_{it} + \gamma_{10} CI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

که در رابطه فوق؛  $Inst_{it}$ ، متغیر مجازی است که اگر شرکتی دارای سهام‌داران نهادی زیاد (نظارت خارجی قوی‌تر) باشد، یک و در غیر این صورت، صفر اختیار می‌کند. برای تفکیک شرکت‌های با نظارت خارجی قوی‌تر از دیگر شرکت‌ها؛ پس از محاسبه درصد سهام‌داران نهادی هر شرکت (مجموع درصد مالکیت سهام عادی شرکت توسط سهام‌داران نهادی)، درصدهای مزبور به صورت صعودی مرتب شده و شرکتی که درصد سهام‌داران نهادی آن در چارک بالا قرار گیرد، اصطلاحاً دارای سهام‌داران نهادی زیاد، و

به تبع آن نظارت خارجی قوی‌تر می‌باشد (مهرانی و باقری، ۱۳۸۸). فرضیه سوم پژوهش در صورتی تأیید می‌گردد که بر اساس نتایج آزمون‌های آماری، ضرایب  $\gamma_1$  و  $\gamma_3$  در الگوی فوق، معنادار و قدرمطلق ضریب  $\gamma_3$  از ضریب  $\gamma_1$  بزرگتر باشد.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار
نسبت جریان‌های نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	۰/۱۳۹	۰/۱۳	۰/۱۵
نسبت کیو توبین	۱/۴۸	۱/۲۵	۰/۷۳
اندازه شرکت	۱۳/۴۲	۱۳/۲۷	۱/۳۷
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۴۴	۰/۰۲۶	۰/۰۷
تغییرات نسبت خالص سرمایه در گردش غیر نقد	۰/۰۰۸	۰/۰۰۷	۰/۱۴
نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها	۰/۵۴۳	۰/۵۵۶	۰/۲۱
نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها	۰/۰۸۴	۰/۰۴۹	۰/۱

### آمار توصیفی متغیرها

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ آورده شده است. همان‌طور که در جدول ذکر شده ملاحظه می‌شود میانگین متغیر نسبت جریان‌های نقد عملیاتی برای شرکت‌های نمونه ۰/۱۳۹ است که با توجه به انحراف معیار ۰/۱۵ این متغیر، می‌توان بیان کرد که پراکندگی در نمونه انتخابی زیاد نبوده است. همچنین، علی‌رغم این که نمونه‌های مورد بررسی از صنایع مختلف با نقدینگی متفاوت انتخاب شده‌اند، نزدیکی میانگین و میانه متغیرها نشان از همگنی نمونه‌ها دارد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

#### نتایج آزمون فرضیه اول

ابتدا برای تشخیص استفاده از الگوی رگرسیون تلفیقی<sup>۲۰</sup> و یا الگوی آثار ثابت<sup>۲۱</sup>، از آزمون چاو بهره گرفته شده است. آزمون نسبت درست‌نمایی چاو که در جدول شماره ۲

نشان داده شده است، استفاده از الگوی رگرسیون تلفیقی را در قیاس با روش آثار ثابت، ارجح تشخیص داد:

**جدول شماره ۲. نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول**

اثرات ثابت	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۰/۶۱	(۱۱۷ و ۴۶۲)	۰/۹۹۹۲
کایدوی مقطعی	۸۵/۲۵	۱۱۷	۰/۹۸۷۹

نتایج حاصل از برآورد الگوی شماره ۱ برای بررسی فرضیه اول پژوهش، در جدول شماره ۳ ارائه شده است. همان گونه که در جدول شماره ۳ نشان داده شده است، سطح معناداری آماره F به میزان ۰/۰۰۰، بیانگر معناداری کل الگو در سطح اطمینان ۹۹٪ است که این موضوع از اعتبار بالای الگو حکایت دارد. همچنین، آماره دوربین واتسون به مقدار ۲/۲۱، مبین عدم همبستگی میان پسماندها در الگو است. ضریب تعیین تعدیل شده الگو نیز برابر با ۱۸ درصد است. این عدد نشان می‌دهد که ۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

ضریب متغیر CF مثبت و معنادار می‌باشد که این یافته حاکی از رابطه معنادار بااهمیت بین متغیر مستقل و متغیر وابسته است. به عبارت دیگر، بین جریان‌های نقد عملیاتی و تغییرات موجودی‌های نقد شرکت‌ها (یعنی همان حساسیت جریان نقدی وجه نقد) رابطه مستقیم وجود دارد. اما همانطور که پیش‌تر بیان شد، برای آزمون فرضیه اول باید حاصل ضرب متغیر تعدیل کننده در جریان نقدی (CF\*Neg) را در معادله بررسی کرد. همان گونه که نتایج برآورد الگو نشان می‌دهد، ضریب متغیر CF\*Neg مثبت، اما در سطح ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. در واقع، ضریب مثبت  $\alpha_3$  در الگوی فوق همسان با فرضیه پژوهش است و نشان می‌دهد که یک حساسیت نامتقارن برای وجه نقد وجود دارد؛ اما عدم معناداری آن منجر به رد این فرضیه گردیده است. بر اساس جدول شماره ۳، به غیر از متغیرهای

کیوتوبین، اندازه و بدهی بلند مدت، بقیه متغیرهای کنترلی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار هستند.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

$$\Delta CH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 Neg_{it} + \alpha_3 CF_{it} * Neg_{it} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 Ex_{it} + \alpha_7 \Delta NCWC_{it} + \alpha_8 STDebt_{it} + \alpha_9 LTDebt_{it} + \alpha_{10} CI_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
Neg	-۰/۰۰۸۵	-۱/۸۵۵	۰/۰۶۴
CF*Neg	۰/۰۷۲	۱/۷۰۳	۰/۰۸۹
Q	۰/۰۰۲	۱/۳۹۳	۰/۱۶۴
SIZE	-۰/۰۰۰	-۰/۴۳۳	۰/۶۶۴
EX	-۰/۱۷۶	-۸/۴۸۱	۰/۰۰۰
$\Delta NCWC$	-۰/۰۶۷	-۶/۹۸۲	۰/۰۰۰
STDebt	-۰/۰۱۶	-۲/۵۹۲	۰/۰۰۹
LTDebt	-۰/۰۲۰	-۱/۶۴۵	۰/۱
CI	۰/۰۱۴	۴/۶۹۳	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	۰/۰۱۳	۱/۲۴۱	۰/۲۱۵
آماره دوربین واتسون	۲/۲۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۸
آماره	۱۴/۹۵	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

### نتایج آزمون فرضیه دوم

با توجه به نتایج آزمون چاو که در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌گردد، از الگوی رگرسیون تلفیقی برای برآورد الگوی دوم استفاده گردید.

جدول شماره ۴. نتایج آزمون چاو برای فرضیه دوم

اثرات ثابت	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۰/۱۶۱	(۱۱۷ و ۴۶۲)	۰/۹۹۹۲
کایدوی مقطعی	۸۴/۸۵۵	۱۱۷	۰/۹۸۸۹



در جدول شماره ۵، ضرایب، آماره t و سطح معناداری برای همه متغیرهای حاضر در الگوی فرضیه دوم پژوهش ارائه شده است.

جدول شماره ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم

$$\Delta CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Const_{it} + \beta_3 CF_{it} * Const_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Ex_{it} + \beta_7 \Delta NCWC_{it} + \beta_8 STDebt_{it} + \beta_9 LTDebt_{it} + \beta_{10} CI_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
Const	۰/۰۰۰	۰/۳۳۵	۰/۷۳۷
Const*CF	۰/۰۲۳	۱/۳۸۵	۰/۱۶۶
Q	۰/۰۰۰	۰/۵۴۹	۰/۵۸۲
SIZE	۰/۰۱۵	۲/۳۵۶	۰/۰۱۸
EX	-۰/۱۳۹	-۵/۹۲۹	۰/۰۰۰
$\Delta NCWC$	-۰/۰۶۳	-۶/۷۸۳	۰/۰۰۰
STDebt	-۰/۰۱۶	-۲/۴۹۸	۰/۰۱۲
LTDebt	۰/۰۰۱	۰/۱۲۹	۰/۸۹۶
CI	۰/۰۱۸	۶/۰۶۸	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	۰/۰۰۱	۰/۴۲۷	۰/۶۶۹
آماره دوربین واتسون	۲/۳۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۴
آماره F	۹/۶۰۸	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

با توجه به جدول شماره ۵، سطح معناداری کل الگوی آزمون فرضیه دوم ۰/۰۰۰ است که بیانگر آن است که الگو در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲/۳۴ است که نشان می‌دهد الگو فاقد خود همبستگی میان پسماندها می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده الگو نیز برابر ۱۴٪ است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، ضریب متغیر مستقل الگو (CF)، مثبت و معنادار می‌باشد. این یافته بیانگر رابطه مستقیم بین جریان نقد عملیاتی (متغیر مستقل) و تغییرات موجودی های نقد (متغیر وابسته) است. از طرف دیگر، ضریب متغیر Const\*CF مثبت، اما معنادار نیست که با توجه به موارد پیش گفته در

تبیین الگوی فرضیه دوم، عدم معناداری ضریب  $\beta_3$  فرضیه دوم پژوهش را تأیید نمی‌کند. به عبارت دیگر، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، برای شرکتی با محدودیت مالی، نسبت به شرکتی با عدم محدودیت مالی متفاوت نیست.

### نتایج آزمون فرضیه سوم

نتایج آزمون چاو مندرج در جدول شماره ۶ استفاده از الگوی رگرسیون تلفیقی را در قیاس با روش اثرات ثابت، ارجح تشخیص می‌دهد:

جدول شماره ۶. نتایج آزمون چاو برای فرضیه سوم

اثرات ثابت	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۰/۶۴۸	(۱۱۷ و ۴۶۲)	۰/۹۹۷۴
کایدوی مقطعی	۸۹/۷۷۱	۱۱۷	۰/۹۷۱۰

نتایج حاصل از برآورد الگوی شماره ۳ در جدول شماره ۷ ارائه شده است. سطح معناداری آماره F، اعتبار الگو را در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌کند. همچنین، آماره دوربین واتسون به میزان ۲/۳۵، عدم خود همبستگی میان پسماندها در الگو را نشان می‌دهد. ضریب تعیین تعدیل شده الگو نیز برابر با ۱۴٪ است و نشان می‌دهد که ۱۴٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ملاحظه می‌شود که ضریب متغیر CF مثبت و معنادار می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقد عملیاتی و تغییرات موجودی‌های نقد رابطه مستقیم برقرار می‌باشد. از طرف دیگر، ضریب منفی و معنادار متغیر  $CF*Inst$  نشان از وجود رابطه معکوس بین جریان نقد عملیاتی مشاهدات دارای درصد سهام‌داران نهادی بالاتر (دارای نظارت خارجی قوی تر) و تغییرات موجودی‌های نقد آنها است؛ لیکن کوچک تر بودن قدرمطلق ضریب  $CF*Inst$  از ضریب متغیر CF، حاکی از این است که حساسیت جریان نقدی وجه نقد برای شرکت‌های با نظارت خارجی قوی تر، از دیگر شرکت‌ها بیش تر نبوده و بر این اساس، فرضیه سوم تأیید نمی‌گردد.

جدول شماره ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم

$$\Delta CH_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CF_{it} + \gamma_2 Inst_{it} + \gamma_3 CF_{it} * Inst_{it} + \gamma_4 Q_{it} + \gamma_5 Size_{it} + \gamma_6 Ex_{it} + \gamma_7 \Delta NCWC_{it} + \gamma_8 STDebt_{it} + \gamma_9 LTDebt_{it} + \gamma_{10} CI_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
Inst	۰/۰۰۶	۲/۱۷۰	۰/۰۳۰
CF*Inst	-۰/۰۴۴	-۲/۹۸۸	۰/۰۰۲
Q	-۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۹۹۹
SIZE	۰/۰۱۱	۱/۸۳۰	۰/۰۶۷
EX	-۰/۱۳۷	-۵/۶۴۱	۰/۰۰۰
$\Delta NCWC$	-۰/۰۶۰	-۶/۱۵۵	۰/۰۰۰
STDebt	-۰/۰۱۱	-۱/۸۵۳	۰/۰۶۴
LTDebt	۰/۰۰۶	۰/۶۵۴	۰/۵۱۲
CI	۰/۰۱۷	۵/۵۸۴	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	-۰/۰۰۰	-۰/۰۴۶	۰/۹۶۲
آماره دوربین واتسون	۲/۳۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۴
آماره F	۹/۱۴۸	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

### نتیجه گیری و پیشنهادها

در این پژوهش تأثیر جریان های نقدی روی تغییرات سطح موجودی نقد نگه‌داری شده شرکت‌ها، از سه جنبه مختلف مورد بررسی قرار گرفت. عدم تأیید فرضیه اول با توجه به نتایج آماری، بیانگر این است که اثر جریان‌های نقدی روی تغییرات موجودی نقد نگه‌داری شده توسط شرکت‌ها، در هنگام مواجه شدن با جریان‌های نقدی مثبت و منفی، متفاوت نیست. این نتیجه با یافته‌های تحقیق ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، همسو؛ ولی با یافته‌های پژوهش ریدیک و وایتد (۲۰۰۹) و با و همکاران (۲۰۱۲) مبنی بر وجود تفاوت میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد بین جریان‌های نقد مثبت و منفی، مطابقت ندارد.

در خصوص رد فرضیه دوم، می‌توان به انگیزه احتیاطی بالای همه شرکت‌ها (چه با محدودیت مالی و چه بدون محدودیت مالی) نسبت به ذخیره منابع نقد اشاره داشت. این

نتایج با یافته‌های تحقیق کاشانی‌پور و نقی نژاد (۱۳۸۸)، همسو؛ ولی با یافته‌های پژوهش بااً و همکاران (۲۰۱۲) مبنی بر وجود تفاوت میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد بین شرکت‌های با محدودیت و بدون محدودیت مالی مطابقت ندارد.

عدم تأیید فرضیه سوم هرچند نشان از این دارد که حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت وجه نقد، در شرکت‌های با نظارت خارجی قوی‌تر، نسبت به دیگر شرکت‌ها، بیشتر نیست، اما علامت منفی ضریب متغیر  $CF*Inst$  (-۰/۰۴۴)، بیانگر این است که شرکت‌های با نظارت خارجی قوی‌تر، احتمالاً بیشتر به استفاده از منابع نقدی خود در فرصت‌های سرمایه‌گذاری تمایل دارند. نتیجه فرضیه سوم، مطابق با یافته‌های پژوهش گونی و همکاران (۲۰۰۳) و لی و پاول (۲۰۱۱) است، اما با یافته‌های پژوهش بااً و همکاران (۲۰۱۲) مطابقت ندارد.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر، برای انجام تحقیقات بیش‌تر در حوزه‌های مرتبط با آن، پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱. بررسی تأثیر مشکلات نمایندگی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌ها؛
۲. بررسی متغیرهای کلان اقتصادی، از جمله تورم بر حساسیت جریان‌های نقدی وجه نقد شرکت‌ها؛ و
۳. بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر حساسیت جریان‌های نقدی وجه نقد شرکت‌ها.

## یادداشت‌ها

1. Almeida
2. Riddick and Whited
3. Opler
4. Ozkan and Ozkan
5. Ferreira and Vilela
6. Kim
7. Keynes
8. Khan and Jain
9. Dittmar
10. Drobetz
11. Jensen and Meckling
12. Guney
13. Lee and Powell
14. Bao
15. Harford
16. Miller and Modigliani
17. Panel data
18. www.rdis.ir

19. Arsalan

20. Pooled Model Regression

21. Cross-section fixed effect model

## منابع و مآخذ

- ایزدی‌نیا، ناصر؛ و رسانیان، امیر (۱۳۸۹)، ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۸ (۵۵): ۱۴۱-۱۵۴.
- تالانه، عبدالرضا (۱۳۷۶)، بهبود عملکرد مدیریت، حسابدار، ۱۲۳: ۵۴-۵۵.
- خواجه‌وی، شکرالله؛ بایزیدی، انور و جبارزاده لنگرلویی، سعید (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و میزان نگهداری دارایی‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ۳ (۹): ۷۹.
- دستگیر، محسن؛ خدابنده، رامین (۱۳۸۲)، ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجه نقد با بازده سهام، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۱۹ (۳۸): ۱۱۲-۱۰۰.
- عربصالحی، مهدی؛ و کاظمی نوری، سپیده (۱۳۹۳)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی، دانش حسابداری، ۵ (۱۷): ۹۷-۱۱۸.
- قربانی، سعید؛ و عدیلی، مجتبی (۱۳۹۱)، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، دانش حسابداری، ۳ (۸): ۱۳۱-۱۴۹.
- کاشانی‌پور، محمد؛ نقی‌نژاد، محمد (۱۳۸۸)، بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، ۱ (۲): ۷۲-۹۳.
- مهرانی، ساسان؛ باقری، بهروز (۱۳۸۸)، بررسی اثر جریان‌های نقد آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، ۱ (۲): ۵۰-۷۱.
- نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد (۱۳۸۰)، مبنای مدیریت مالی، جلد اول، انتشارات ترمه.
- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash, *The Journal of Finance*, 59 (4): 1777-1804.
- Arslan, Ö., Florackis, C., and Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial

- crisis period in an emerging market, *Emerging Markets Review*, 7 (4): 320-338.
- Bao, D., Chan, K.C., and Zhang, W. (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, 18 (4): 690-700.
  - Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings, *Journal of Accounting and Economics*, 18 (2): 3-42.
  - Drobetz, W., Grüninger, M.C., and Simone, H. (2010). Information asymmetry and the value of cash, *Journal of Banking and Finance*, 54 (4): 377-384.
  - Ferreira, M.A., and Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries, *European Financial Management*, 10 (2): 295-319.
  - Guney, Y., Ozkan, A., and Ozkan, N. (2003). Additional international evidence on corporate cash holdings, *Journal of Multinational financial Management*, 17 (1): 45-60.
  - Harford, J., Kecskes, A., and Mansi, S. (2012). Investor horizons and corporate cash holdings, *Review of Financial Studies*, 19 (2): 531-559.
  - Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial and Economics*, 3: 305-360.
  - Keynes, J.M. (2006). *General Theory of Employment, Interest and Money*, published by Atlantic.
  - Khan, M.Y., and Jain, P.K. (1990). *Financial Management*, Tata Mc graw-Hill Publishing Company Ltd, New Delhi.
  - Kim, C.S., Mauer, D.C., and Sherman, A.E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (3): 335-359.
  - Lee, E., and Powell, R. (2011). Excess cash holdings and shareholder value, *Accounting & Finance*, 51(2): 549-574.
  - Modigliani, F., and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48 (3): 261-297.
  - Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 52 (1): 3-46.
  - Ozkan, A., and Ozkan, N. (2004). Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies, *Journal of Banking & Finance*, 28: 2103-2134.

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

Archive of SID