

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۲۲)، زمستان ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۳/۵/۱۶
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۹/۲۹
صص: ۵۵-۷۲

بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و سهم بازار با استفاده از مدل پویا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجید عظیمی یانچشمه^{۱*} سمیه شامحمدی قهساره^{**}
*استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه
majid.azimi@mau.ac.ir
^{**}کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه
somayehshamohamadi@yahoo.com

چکیده

وجوه نقد از منابع مهم هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن بین وجوه نقد و نیازهای نقدی، از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آن است. به علت اهمیت این موضوع، این پژوهش به بیان انگیزه‌های نگهداری وجه نقد، مدل‌های توجیه‌کننده نگهداشت وجه نقد و عوامل تأثیرگذار بر آن؛ به ویژه سهم بازار پرداخته است. هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در محیط رقابتی بازار شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، از مدل پویای وجه نقد برگرفته از پژوهش وان هول، برای ۱۱۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۱ استفاده شده است. این مدل با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته ارزیابی می‌شود. پژوهش حاضر از نظر هدف، بنیادی تجربی و از نظر ماهیت، همبستگی است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نشان می‌دهد که این رابطه در بین صنایع با تمرکز متوسط اهمیت بیشتری دارد.

واژه‌های کلیدی: نگهداشت وجه نقد، سهم بازار، سرمایه در گردش خالص.

مقدمه

امروزه در سرتاسر جهان شرکت‌ها در عرصه رقابت برای به دست آوردن سهم بیشتری از بازار تلاش می‌کنند تا بتوانند سهم فروش محصولات خود را نسبت به رقبا افزایش دهند. شرکت‌ها به منظور کسب مزیت رقابتی از منابع خود در جهت بهبود موقعیت نسبی خویش نسبت به رقبا استفاده می‌کنند، ارتقای موقعیت شرکت سبب شکل‌گیری فرصت‌های بهتری در آینده می‌شود [۱۳]. از جمله اهداف مدیران مالی می‌توان به بقای شرکت در صنعت و حداکثر رساندن فروش یا سهم بازار اشاره کرد. مدیران برای دستیابی به اهداف خود اقدام به نگهداری وجه نقد (به عنوان ابزار دفاعی در برابر ضرر و زیان شرکت) در سطحی بهینه می‌کنند. وجه نقد از طریق فروش محصولات، فروش دارایی‌ها و همچنین تأمین مالی جدید به شرکت وارد می‌شود. جریان‌های نقدی ورودی و خروجی کاملاً همزمان نیستند. بنابراین، مقداری وجه نقد لازم است تا بتوان از آن به عنوان ضربه‌گیر استفاده کرد. به علت توسعه روزافزون نقل و انتقال‌های الکترونیکی و سایر سازوکارهای غیرکاغذی پرداخت و جوه، حتی ممکن است ضرورت معاملاتی وجه نقد تقریباً محو شود. با این حال، حتی اگر چنین اتفاقی هم رخ بدهد، باز هم برای نقدینگی تقاضا وجود دارد و باید به شکل مؤثری مدیریت شود [۸].

یافته‌های فریسارد [۲۴] نشان می‌دهد که سهم بازار نقش مهمی در سیاست بهینه نقدینگی یک شرکت ایفا می‌کند. شرکت‌هایی که دارای سهم بیشتری از بازار هستند، از اقدام‌های تهاجمی رقبا کمتر تأثیر می‌پذیرند. همچنین، شرکت‌ها بیشتر تمایل دارند با استفاده از یک ابزار دفاعی به نام وجه نقد، از

ضرر و زیان ناشی از کاهش در منابع مالی جلوگیری کنند. زمانی که سهم بازار شرکتی کم باشد، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت ذخیره‌های نقدی خود را حفظ کند. همچنین، زمانی که شرکت‌ها در معرض رقابت شدیدتر در بازار تولید هستند، تمایل بیشتری برای حفظ وجه نقد خویش دارند. جلوگیری از خطر وارد شدن ضرر و زیان عامل مهمی در رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد است [۲۷، ۳۱]. در این پژوهش با تمرکز بر تأثیر سهم بازار بر نگهداشت وجه نقد، به بررسی رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

این موضوع را که شرکت‌ها چگونه سطح مناسبی برای نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند، می‌توان از دیدگاه‌های گوناگونی بررسی کرد. مدل‌های شناخته‌شده‌ای از دیدگاه‌های کلی به تبیین و بررسی این موضوع پرداخته‌اند. همچنین، علاوه بر این مدل‌ها می‌توان عوامل دیگری را نیز به عنوان عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد و همچنین، انگیزه‌های نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها برشمرد. در ادامه، برای موضوع‌های مورد بحث، به تفصیل توضیح‌هایی ارائه می‌شود.

عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد**سرمایه در گردش**

می‌توان ادعا کرد که همه فعالیت‌های تجاری نیازمند سرمایه هستند. سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که شرکت مصرف می‌کند. سرمایه در گردش یک شرکت، مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. به دلیل

بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی به وسیله شرکتی بالا باشد، از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردار است؛ در نتیجه، ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری کند. به همین علت، ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به دقت نمی‌توان تبیین کرد [۲۱].

نسبت جریان‌های نقدی

جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می‌کند و می‌تواند جایگزینی مناسب برای وجه نقد باشد. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه‌ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. نبود اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارد [۱۶].

مدل‌های نظری

در این بخش مدل‌های نظری بیان شده در خصوص نگهداری وجه نقد ارائه شده است. از جمله این مدل‌ها، مدل موازنه، مدل سلسله مراتبی، مدل جریان نقدی آزاد و مدل نابرابری اطلاعاتی هستند که هر کدام از دیدگاهی به توجیه نگهداری وجه نقد به وسیله شرکت‌ها پرداخته است.

مدل موازنه

این مدل بیان می‌کند که شرکت‌ها با مقایسه هزینه‌ها و منافع نهایی حاصل از نگهداری وجه نقد، در خصوص نگهداشت وجه نقد، تصمیم‌گیری می‌کنند. نگهداری وجه نقد از احتمال وقوع بحران‌های مالی می‌کاهد.

همچنین احتمال از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در نتیجه نداشتن دسترسی به وجه نقد کافی را نیز کاهش می‌دهد؛ اما نگهداری وجه نقد، هزینه‌ای نیز دارد و آن، هزینه فرصت از دست رفته سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری است که در نتیجه نگهداشت وجه نقد ایجاد می‌شود. نکته مهم این

این‌که اجزای سرمایه در گردش از دارایی‌ها و بدهی‌های جاری تشکیل شده است، نحوه مدیریت سبد بر میزان نگهداشت وجه نقد که سیال‌ترین نوع دارایی‌های جاری است، اثر می‌گذارد [۳۶]. رهنمای رودپشتی بیان می‌کند [۱۱] که واحدهای انتفاعی با به‌کارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند.

فرصت‌های رشد

پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد شرکت، دارای یک اثر مثبت بر سطح نگهداشت وجه نقد است [۳۵-۳۴-۳۳-۲۰] برای مثال، ترول و سولانو [۳۵] معتقدند که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، نقدینگی بیشتری نگهداری می‌کنند تا مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشوند.

اندازه شرکت

علاوه بر متغیرهای فوق، برخی از متغیرها نیز که می‌توانند بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت تأثیر بگذارند و یا با تأثیر بر سایر متغیرهای مستقل نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهند، به عنوان متغیر کنترل بررسی می‌شوند. اندازه شرکت، متغیر مهم دیگری است که بر سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت اثر می‌گذارد [۳۵-۳۴-۳۳-۲۰].

اهرم مالی

اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را نشان می‌دهد و انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. از سوی دیگر، از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می‌رود، اگر قدرت

نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیران با رویکردی فعال، بر اساس تحلیل منفعت هزینه نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کنند [۲۸].

مدل سلسله مراتبی

طبق این مدل که به وسیله مایزر و مجلوف [۳۲] ارائه شد، شرکت‌ها تأمین مالی از منابع داخل شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه‌تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه کافی نباشد و نابرابری اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از طرح‌های سودآور شوند [۱۹].

بنابراین، در زمینه تأمین مالی، شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منابع سود انباشته، بعد از آن با بدهی‌های کم‌خطر و سپس پرخطر و سرانجام با انتشار سهام، تأمین می‌کنند [۲۰].

مدل جریان نقدی آزاد

این مدل به وسیله جنسن [۲۹] ارائه شد و بیان می‌دارد که مدیران وجه نقد خود را انباشته و صرف تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌کنند که ممکن است لزوماً در راستای منافع سهامداران هم نباشد.

جریان نقدی آزاد، به معنای آن جریان نقدی است که پس از تأمین مالی تمام طرح‌هایی که دارای ارزش فعلی خالص مثبت است برای شرکت باقی می‌ماند. تضاد منافع بین سهامداران و مدیران در خصوص سیاست‌های پرداخت سود سهام، مخصوصاً زمانی که سازمان‌ها جریان‌های نقدی آزاد قابل توجه دارند، بیشتر است [۲۹].

مدل نابرابری اطلاعاتی

این نظریه به حالتی اشاره دارد که یکی از طرف‌های معامله نسبت به دیگران دارای مزیت اطلاعاتی است. نابرابری اطلاعات، نقش مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی ایفا می‌کند [۱۰]. به‌طور کلی، کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند بازده سرمایه‌گذاری را به وسیله کاهش نابرابری اطلاعات از دو طریق بهبود بخشد: ۱- کیفیت گزارشگری مالی، نابرابری اطلاعات بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و بنابراین، هزینه انتخاب نادرست و در نهایت هزینه تأمین مالی شرکت را کاهش می‌دهد؛ ۲) کیفیت گزارشگری مالی، نابرابری اطلاعات بین سرمایه‌گذاران و مدیران را کاهش می‌دهد و به وسیله کاهش تضادهای نمایندگی، هزینه سهامداران را برای کنترل مدیران کاهش می‌دهد و انتخاب طرح بهتر انجام می‌شود [۱]. بنابراین، اگر برای مثال کیفیت ارقام تعهدی به عنوان معیاری از کیفیت گزارشگری مالی، افزایش یابد، نابرابری اطلاعاتی کاهش و سطح نگهداشت وجه نقد نیز کاهش می‌یابد [۲۴].

انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد

در ادامه انگیزه‌های مختلف شرکت‌ها برای نگهداری وجه نقد؛ از جمله انگیزه‌های معاملاتی، احتیاطی، سفته‌بازی، نمایندگی و مالیاتی بررسی می‌شود، که هر کدام به تنهایی و یا همراه سایر انگیزه‌ها می‌توانند دلیلی برای نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها باشند.

انگیزه معاملاتی

وجه نقد برای برآوردن انگیزه معاملاتی هم لازم است. در انگیزه معاملاتی، وجه نقد نگهداری می‌شود تا با استفاده از آن صورت حساب‌ها پرداخت شوند. وجه نقد مورد نیاز مربوط به معاملات یک شرکت، از

شده به دست مدیران، ارتباطی به ارزش واحد تجاری نداشته باشد [۳۰]. دیتمار و همکاران [۱۸] با مطالعه بیش از ۱۱۰۰۰ شرکت از ۴۵ کشور دریافتند در کشورهای که حقوق سهامداران به خوبی حمایت نمی‌شود، شرکت‌ها تا دو برابر بیشتر از شرکت‌های فعال در کشورهای با حمایت قوی از سهامداران، اقدام به نگهداری وجه نقد می‌کنند.

انگیزه مالیاتی

با مطالعه شرکت‌های آمریکایی که مبالغ زیادی وجه نقد نگهداری می‌کردند، علت دیگری نیز برای نگهداری وجه نقد یافتند. آنها دریافتند شرکت‌هایی که در معرض قوانین مالیاتی و پرداخت مالیات سنگین تر هستند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند [۲۱].

ارتباط بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد

این موضوع که مدیریت واحد تجاری برای مدیریت کلیه دارایی‌های جاری خود چگونه سیاستی را در پیش بگیرد، بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت مؤثر است. در ادامه به بررسی رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در محیط رقابتی بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. جلوگیری از خطر وارد شدن ضرر و زیان عامل مهمی در رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد است و این امر باعث می‌گردد تا شرکت‌ها خطرهایی را که رقبا آنها موجب ایجاد آن می‌شوند، در نظر بگیرند. مطالعه‌های قبلی نشان می‌دهند که فشارهای رقابتی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند و بر نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر می‌گذارد، به موقعیت آن شرکت در صنعت بستگی دارد که همان سهم شرکت در بازار نامیده می‌شود [۲۲].

پرداخت‌های عادی و وصول مطالبات آن ناشی می‌گردد. جریان‌های نقدی ورودی و خروجی کاملاً همزمان نیستند، بنابراین، مقداری وجه نقد لازم است تا بتوان از آن به عنوان ضربه گیر استفاده کرد [۹].

انگیزه سفته بازی

در انگیزه سفته‌بازی وجه نقد نگهداری می‌شود تا بتوان از شرایطی همچون حراج کالاها همراه با تخفیف که ممکن است پیش آید، نرخ‌های بهره جذاب و (در مورد شرکت‌های بین المللی) نوسان‌های مطلوب نرخ ارز استفاده کرد. اغلب شرکت‌ها می‌توانند از ظرفیت استفاده نشده استقراض و اوراق بهادار قابل فروش برای برآورده کردن انگیزه‌های سفته‌بازی خود استفاده کنند. پس، یک شرکت می‌تواند برای نگهداری نقدینگی انگیزه سفته‌بازی داشته باشد؛ ولی لزوماً وجه نقد نگه ندارد [۹].

انگیزه احتیاطی

شرکت‌ها برای مقابله با نیازهای پیش‌بینی نشده، ذخیره احتیاطی نگه می‌دارند. این ذخیره‌های احتیاطی معمولاً به صورت اوراق بهادار قابل فروشی نگهداری می‌شود که در صورت نیاز، به آسانی می‌توان آن‌ها را به وجه نقد تبدیل کرد. با توجه به این که ارزش ابزارهای بازار پول؛ مثلاً اوراق خزانة، نسبتاً معین و نقدشوندگی آن‌ها بسیار زیاد است، در واقع نیازی نیست که مبالغ بسیار زیادی وجه نقد به دلایل احتیاطی نگهداری شود [۹].

انگیزه نمایندگی

زمانی که حمایت از سهامداران ضعیف است، ارزش شرکت فقط زمانی افزایش می‌یابد که شرکت، سود سهام پرداخت کند؛ یعنی فقط زمانی حمایت از سهامداران خارجی قوی است که وجه نقد نگهداری

در بازار رقابتی محصول، شرکت‌ها در جهت دستیابی به سهم بیشتر از بازار تلاش می‌کنند. تلاش برای کسب سهم بیشتر از بازار شرکت‌ها را وادار می‌سازد تا تحرک بیشتری داشته باشند. به نظر می‌رسد که آشکارترین راه برای ایجاد رشد، افزایش سهم بازار باشد. سهم بازار می‌تواند از طریق فعالیت‌های تاکتیکی نظیر تبلیغات، تخفیف‌های تجاری، ترفیع‌ها یا کاهش هزینه به دست آید؛ اما حفظ سهم بازاری که از این طریق حاصل شده، مشکل است. یک شیوه برتر که سهم بازار پایداری را ایجاد می‌کند، از طریق غلبه بر مزایای رقابتی رقبا به دست می‌آید. بنابراین، شرکت به ایجاد یا افزایش دارایی‌ها و مهارت‌هایی نیاز دارد که به کسب و کارش مربوط هستند و در این راستا باید این گونه فعالیت‌های رقبا را خنثی کند. تلاش‌هایی که در جهت افزایش سهم بازار صورت می‌گیرد، رقبا را به‌طور مستقیم تحت تأثیر قرار می‌دهد و در نتیجه واکنش‌هایی را نیز از جانب آن‌ها به دنبال دارد [۲].

پژوهش حاضر سعی دارد نشان دهد که نه تنها سهم بازار بر نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد، بلکه این تأثیر به محیط رقابتی نیز بستگی دارد. زمانی که سهم بازار شرکتی کم باشد، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت ذخیره‌های نقدی خود را حفظ کند. علاوه بر این، زمانی که خطر وارد شدن ضرر و زیان زیاد باشد (در بازارهایی که رقابت در آن‌ها از نوع انحصار چند جانبه است) ارتباط بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد از اهمیت بیشتری برخوردار است. انحصار چندجانبه به معنی تعداد کم عرضه‌کنندگان است. با وجود تعداد کم عرضه‌کنندگان در بازار، طبیعی است که فعالیت هر یک بر روی دیگران تأثیر خواهد گذاشت. هر یک از رقبا به شدت

نسبت به اعمال رقیبان خود در بازار انحصار چندجانبه عکس‌العمل نشان می‌دهند که علت این امر وابستگی زیاد بنگاه‌ها به یکدیگر است. خطر وارد شدن ضرر و زیان به یک شرکت را می‌توان با استفاده از یکی از مقیاس‌های ویژه صنعت، مانند تمرکز بازار مشخص کرد [۲۲]. تمرکز یکی از جنبه‌ها و ابعاد مهم ساختار بازار است و شاید مهم‌ترین متغیر ساختاری است. محققان با استفاده از مفهوم تمرکز تا حد زیادی قادر به اندازه‌گیری سطح رقابت در بازارها شده‌اند.

تمرکز بازار به نحوه توزیع سهم بازار بنگاه‌ها در یک بازار معین اشاره دارد. به عبارت دیگر، تمرکز به تعداد بنگاه‌های یک بازار و این‌که هر یک از آن‌ها در مقایسه با کل بازار چه سهمی را در اختیار دارند، اشاره دارد. در ادامه به پیشینه پژوهش اشاره خواهد شد.

اسکوبین و وان‌هول [۲۲] در پژوهشی با عنوان «سهم بازار و سیاست نقدی به بررسی تأثیر سهم بازار بر سیاست وجوه نقد سازمان‌ها می‌پردازند و نشان می‌دهند شرکت‌هایی که سهم زیادی در بازار دارند، تمایل دارند وجه نقد کمتری داشته باشند. رابطه بین سهم بازار و سیاست وجوه نقد، زمانی کاملاً آشکار است که خطر وارد شدن ضرر و زیان (که با استفاده از شباهت تکنولوژی یک شرکت با رقیبان آن در صنعت و یا تمرکز بازار در یک بخش اندازه‌گیری می‌شود) بالا باشد.

فریسارد [۲۳] در پژوهشی با عنوان «قدرت مالی و رفتار بازار تولید: تأثیرهای واقعی نگهداشت وجه نقد» نشان داده است که اندوخته‌های نقدی زیاد موجب به دست آوردن منافع حاصل از سهم بازار در آینده می‌شود. به علاوه، این بررسی نشان می‌دهد که تأثیر رقابتی جریان نقدی، تفاوت درخور توجهی بر

جریان‌های نقدینگی به صورت مثبت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. به‌طور کلی، این پژوهش به این نتیجه دست یافته است که هم نظریه تناسب و تعادل و هم نظریه سلسله مراتبی، نقش مهمی در تبیین و توضیح عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها ایفا می‌کنند. در رابطه با نگهداشت وجه نقد و عوامل تأثیرگذار بر آن، در داخل کشور پژوهش‌هایی انجام گرفته است که در ادامه مطرح خواهند شد؛ اما بررسی پژوهش‌های صورت گرفته نشان می‌دهد که تأثیر متغیر سهم بازار بررسی نشده است. بنابراین، با توجه به این‌که امروزه شرکت‌ها به منظور تداوم حیات اقتصادی، در عرصه رقابت برای به دست آوردن سهم بیشتری از بازار تلاش می‌کنند تا بتوانند سهم فروش محصولات خود را نسبت به رقبای افزایش دهند، این پژوهش به تأثیر با اهمیت متغیر سهم بازار بر نگهداشت وجه نقد می‌پردازد.

بزرگری [۳] در پژوهشی با عنوان «بررسی ارتباط بین سهم بازار با نقدینگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی سهم بازار شرکت‌ها به تفکیک صنایع مختلف و تأثیر آن بر میزان نقدشوندگی سهام این شرکت‌ها می‌پردازد. نتایج تجزیه و تحلیل آماری، بیانگر این است که رابطه بین سهم بازار محصول با درجه نقدشوندگی خطی و مستقیم است و در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با سایر شرکت‌ها، افزایش در سهم بازار محصول شرکت تأثیرهای مثبت کمتری بر نقدشوندگی سهام دارد.

رهروی دستجردی [۱۰] در پژوهشی با عنوان «عوامل اثرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد» به بررسی عوامل تأثیرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد

نتایج حاصل از بازار تولید دارد. این تأثیر زمانی که رقبا با موانع مالی شدید روبه‌رو می‌شوند و روابط متقابل بین رقبا بیشتر است، قوی‌تر است.

هوشالتر و همکاران [۲۶] در پژوهشی با عنوان «تأثیر پویایی بازار محصولات بر نگهداشت وجه نقد و رفتار پیشگیرانه» نشان می‌دهد که آیا شرکت‌ها خطر احتمالی از جانب رقبا را مدیریت و کنترل می‌کنند؟ و همچنین به بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و میزان نگهداشت وجه نقد می‌پردازد که نشان می‌دهد اگر این وابستگی بالا باشد، مدیریت و کنترل خطر احتمالی از جانب رقبا می‌تواند منافع راهبردی داشته باشد. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که این خطر، عامل مهم تعیین‌کننده انتخاب سیاست‌های مالی و رفتار سرمایه‌گذاری است.

های و لی‌او [۲۷] در پژوهشی با عنوان «کارایی شرکت‌ها: رقابت چه تفاوتی ایجاد می‌کند؟» به این موضوع می‌پردازد که کارایی شرکت‌ها تعیین‌کننده سهم بازار آنهاست. این رابطه موجب ایجاد انگیزه برای بهبود کارایی می‌شود. این گونه انگیزه‌ها در بازارهایی که عملکرد رقابتی تری دارند، بیشتر است.

رکود کوتاه‌مدت در سهام بازار و میزان سود، موجب تحریک شرکت به بهبود بخشیدن کارایی خود می‌گردد. تفاوت‌های وسیع در کارایی با تفاوت‌های موجود در سرمایه‌گذاری دارای ارتباط و همبستگی است.

فریرا و ویللا [۲۰] در پژوهشی با عنوان «چرا شرکت‌ها وجه نقد نگهداری می‌کنند؟» به بررسی عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد می‌پردازد. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد از طریق مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و

نسبت به وقفه‌های زمانی در بالاترین اندازه قرار می‌گیرد.

رسانیان و همکاران [۱۲] در پژوهشی با عنوان «تأثیر مکانیزم‌های درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد» می‌کوشد به بررسی ارتباط بین برخی از مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی (مانند درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی) و نگهداشت وجه نقد بپردازد.

نتایج این پژوهش بیانگر آن است که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد؛ اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه موضوع، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: بین سهم بازار شرکت و نگهداشت وجه نقد آن رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

فرضیه دوم: رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در صنایع با تمرکز متوسط در مقایسه با صنایعی که تمرکز خیلی بالا یا تمرکز خیلی پایین دارند، قوی‌تر است.

روش پژوهش

از آنجا که هدف پژوهش‌های بنیادی تجربی، جستجوی کشف حقایق و واقعیت‌ها و شناخت پدیده‌ها و اشیا بوده؛ در این پژوهش‌ها داده‌ها و اطلاعات اولیه با استفاده از روش‌های آزمایش، مشاهده، مصاحبه و... گردآوری می‌شود و با استفاده از روش‌ها و تکنیک‌های آماری پذیرفته‌شده تجزیه و

که متغیرهای اجزای غیرنقدی خالص سرمایه در گردش، فرصت‌های رشد، احتمال بحران مالی، نسبت جریان‌های نقدی و شاخص صنعت، از نظر آماری به‌طور معناداری بر سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت اثر می‌گذارند.

قربانی و عدیلی [۱۵] در پژوهشی با عنوان «نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعات» به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی می‌پردازد. نتایج پژوهش بیانگر این است که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس معناداری وجود دارد. با فرض وجود بازارهای کامل، مدیریت مشکلی از جهت دسترسی به وجه نقد ندارد؛ لذا مانده وجه نقد موضوع مربوطی در بررسی تصمیمات مدیریت راجع به نگهداری وجه نقد تلقی نمی‌شود؛ در حالی که در بازارهای ناقص دسترسی به وجه نقد با محدودیت‌هایی همراه است. در نتیجه، مدیریت نیازمند اتخاذ سیاست خاص مدیریت وجه نقد برای دسترسی به منابع و تأمین مالی است.

خدای‌پور و همکاران [۷] در پژوهشی با عنوان «توانایی متغیرهای مالی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی» با در نظر گرفتن وقفه‌های زمانی خاص نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و سود عملیاتی رابطه معناداری وجود دارد و وقفه زمانی سه ساله، این رابطه را در بالاترین اندازه، نسبت به سایر وقفه‌های زمانی و سال جاری نشان می‌دهد. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش گویای آن است که بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و جریان‌های نقدی عملیاتی دوره‌های فعلی و گذشته، رابطه معناداری وجود دارد و این رابطه در سال جاری،

باشند؛ ۳- کلیه اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد؛
 ۴- جزو شرکت‌ها و واسطه‌گری مالی نباشند.
 پس از بررسی انجام شده در مجموع ۱۱۴ شرکت در طول ۹ سال (۱۰۲۶ مشاهده) باقی ماندند که به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب شدند.

روش برآورد مدل پژوهش

در این پژوهش با بهره‌گیری از مدل اقتصاد سنجی و رگرسیون چندگانه، به بررسی رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است. همچنین، برای تعیین معنی‌دار بودن مدل رگرسیون از آماره اف فیشر، برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل، از آماره تی‌استودنت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، و از آزمون دوربین واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل همبستگی بین جملات پسماند استفاده شده است. همچنین، مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین بررسی شد. با توجه به نتایج آزمون، متغیرهای پژوهش ماناست.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل پویای نگهداشت وجه نقد که برگرفته از پژوهش اسکوبین و وان هول [۲۲] است، استفاده شده است، در مدل پویای وجه نقد، در هماهنگی با تغییرات ایجاد شده در ساختار وجه نقد مورد نظر، تأخیر وجود دارد. رابطه (۱) مدل پژوهش را نشان می‌دهد:

(۱)

$$\text{CASH}_{it} = \alpha + \delta_0 \text{CASH}_{it-1} + \delta_1 \text{GROWTH}_{it} + \delta_2 \text{SIZE}_{it} + \delta_3 \text{LEV}_{it} + \delta_4 \text{CF}_{it} + \delta_5 \text{LIQ}_{it} + \delta_6 \text{RISK}_{it} + \delta_7 \text{MSHARE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این پژوهش نسبت نگهداشت وجه نقد (CASH_{it})، متغیر وابسته است که از طریق تقسیم

تحلیل می‌شود. پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع بنیادی تجربی است و از نظر ماهیت از نوع همبستگی است. پژوهش‌های همبستگی برای کسب اطلاع از وجود رابطه بین متغیرها انجام می‌پذیرد. در پژوهش همبستگی بر کشف رابطه بین دو گروه از اطلاعات تأکید می‌شود [۴]. اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی شرکت‌ها و بسته‌های نرم افزاری موجود مانند تدبیرپرداز استخراج شده است. برای آماده‌سازی متغیرهای لازم برای استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، از نرم افزار صفحه گسترده اکسل استفاده شده است. ابتدا اطلاعات گردآوری شده در صفحه‌های کاری ایجاد شده، در محیط این نرم افزار وارد گردیده و محاسبه‌های لازم برای دستیابی به متغیرهای پژوهش انجام می‌شود و سپس به نرم‌افزار مورد استفاده ای‌ویوز برای تجزیه و تحلیل نهایی منتقل می‌گردد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی این پژوهش به سال‌های ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۱ محدود می‌شود. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن و همچنین، وجود برخی ناهماهنگی‌های میان اعضای جامعه در ارتباط با داده‌های مورد نیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه آماری پژوهش به روش حذف سامانمند انتخاب می‌شود: ۱- سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد؛ ۲- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۱ از بورس خارج نشده

LEV_{it} : اهرم مالی که از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

براساس روش بوند و آرانو با به‌کاربردن روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) مدل پویای نگهداشت وجه نقد پژوهش ارزیابی می‌شود. در این روش برای رفع همبستگی بین سطح نقدینگی معوقه و جمله خطا، وقفه متغیرها به عنوان ابزار تخمین‌زن (GMM) به کار می‌رود. همچنین، سازگاری تخمین زنده‌های این روش (GMM) بستگی به معتبر بودن ابزارهای به‌کاررفته دارد. برای آزمون اعتبار این ابزارها از آزمون سارگان (Sargan) استفاده می‌شود [۲۲].

مزیت این نوع برازش نسبت به حداقل مربعات کاملاً روشن است. در شرایط ناهمسانی واریانس براز شگر مبتنی بر گشتاورهای تعمیم‌یافته، مؤثرتر است و معضل‌های ناشی از برازش در حالت وجود خودهمبستگی میان متغیرها را برطرف می‌سازد [۱۷].

همچنین، ضریب متغیر وقفه‌دار (δ_0) را می‌توان به عنوان مقیاس معکوس در سرعت تطابق تفسیر کرد. توانایی یک شرکت برای دستیابی به سطح مورد نظر نگهداشت وجه نقد در سالی معین را می‌توان توسط فرمول $(1-\delta_0)$ بیان کرد. در صورتی که δ_0 مساوی صفر باشد، سرعت تعدیل برابر با یک بوده و تعدیل شرکت بلافاصله به سطح مورد نظر و بهینه نقدینگی می‌رسد و چنان‌چه δ_0 برابر یک باشد، سرعت کم تعدیل بر این نکته اشاره دارد که اصلاح و تغییر سطح نقدینگی هزینه‌های بسیاری دربردارد [۳۴].

در این پژوهش برای اندازه‌گیری تمرکز بازار از شاخص هرفیندال (HHI) استفاده می‌گردد. در این شاخص (HHI) اطلاعات مربوط به تمامی بنگاه‌های صنعت در نظر گرفته می‌شود. شاخص هرفیندال (HHI) عبارت است از مجموع توان دوم سهم بازار

وجه نقد به اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر متوسط دارایی‌ها محاسبه شده است.

همچنین، متغیرهای مستقل پژوهش حاضر عبارتند از: $CASH_{it-1}$: نسبت نگهداشت وجه نقد سال قبل که از طریق تقسیم وجه نقد به اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر متوسط دارایی‌ها در سال قبل محاسبه می‌شود.

CF_{it} : نسبت جریان‌های نقدی، که از طریق تقسیم سود عملیاتی به علاوه استهلاک بر متوسط دارایی‌ها به دست می‌آید.

LIQ_{it} : نسبت سایر دارایی‌ها که از طریق رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

(۲)

نسبت سایر داراییهای نقدی

$$= \frac{(\text{سرمایه گذاریهای کوتاه مدت} + \text{وجه نقد}) - \text{سرمایه در گردش خالص}}{\text{متوسط داراییها}}$$

$RISK_{it}$: نوسان جریان‌های نقدی که از انحراف معیار نسبت جریان‌های وجه نقد در سه سال گذشته به دست می‌آید.

$MSHARE_{it}$: اندازه سهم بازار شرکت، که از طریق تقسیم درآمد فروش خالص شرکت بر درآمد فروش خالص کل شرکت‌ها در صنعت اندازه‌گیری می‌شود.

همچنین، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و اندازه شرکت جزو متغیرهای کنترلی هستند.

$GROWTH_{it}$: فرصت‌های رشد که از درآمد فروش خالص سال جاری منهای درآمد فروش خالص سال قبل تقسیم به درآمد فروش خالص سال قبل، اندازه‌گیری می‌شود.

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت که لگاریتم طبیعی از کل دارایی‌های شرکت است.

داده‌ها قرار دارند، در گروه با تمرکز متوسط و مابقی داده‌ها در گروه با تمرکز بالا قرار می‌گیرد.

در نگاره (۱) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش ارائه شده است. مقدار میانگین برای متغیر نگهداشت وجه نقد برابر با ۰/۰۷ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همان‌طور که مشاهده می‌شود، میانه این متغیر ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. در بین متغیرها نگهداشت وجه نقد دارای کمترین میزان پراکندگی و متغیر رشد شرکت بیشترین میزان پراکندگی را دارا است. متغیر سهم بازار بیشترین چولگی و متغیر سایر دارایی‌ها کمترین چولگی را نسبت به توزیع نرمال دارند. همچنین، متغیر سهم بازار بیشترین برجستگی و متغیر اندازه شرکت کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد.

تمامی بنگاه‌های صنعت که از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

(۳)

$$HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X}\right)^2$$

در این فرمول (n) تعداد بنگاه‌های موجود در صنعت، (S_i) سهم بازار هر بنگاه، (X) فروش کل در صنعت و (X_i) فروش شرکت است [۶]. اطلاعات به دست آمده از شاخص هرفیندال به ترتیب از نزولی به صعودی مرتب می‌شود و سپس از طریق نرم افزار اکسل یا ای‌ویوز، داده‌ها به سه گروه پایین، متوسط و بالا تقسیم می‌گردد؛ به این ترتیب که برای مثال، داده‌هایی که تا کرانه سی و سومین درصد از داده‌ها قرار دارند، در گروه با تمرکز پایین، داده‌هایی که از کرانه سی و سوم تا کرانه شصت و ششمین درصد از

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
CASH	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۸۴	۰/۰۰	۰/۰۸	۳/۵۴	۲۱/۵۸
CF	۰/۲۰	۰/۱۷	۱/۷۱	-۰/۲۰	۰/۱۶	۲/۰۹	۱۳/۷۳
GROWTH	۰/۳۶	۰/۱۴	۱۱۳/۳۹	-۱/۰۰	۳/۹۱	۲۴/۹۴	۷۰۲/۷۲
LEV	۰/۶۲	۰/۶۳	۲/۰۸	۰/۰۹	۰/۲۲	۰/۶۴	۶/۲۰
LIQ	۰/۰۲	۰/۰۴	۱/۰۵	-۱/۱۹	۰/۲۲	-۰/۳۹	۴/۷۳
MSHARE	۰/۰۴	۰/۰۰	۴۴/۸۰	۰/۰۰	۱/۴۰	۳۱/۹۸	۰/۱۰۲۴
RISK	۰/۰۸	۰/۰۶	۰/۸۷	۰/۰۰	۰/۰۹	۳/۶۳	۲۲/۹۹
SIZE	۵/۸۵	۵/۷۵	۸/۰۶	۴/۶۳	۰/۶۵	۰/۹۵	۳/۹۰

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش

یافته‌های فرضیه اول

وجه نقد وقفه‌دار معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی نگهداشت وجه نقد در طی زمان است، و با توجه به این‌که ضریب این متغیر مثبت است، نشان می‌دهد که شرکت‌ها سطح مورد نظری از وجه نقد را نگهداری می‌کنند. مقدار احتمال آماره Z برای سهم بازار برابر ۰/۰۳ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است که نتیجه

با توجه به نگاره (۲) و مقدار احتمال آماره Z برای نگهداشت وجه نقد وقفه‌دار ((CASH(-1)) که برابر صفر و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است (p-value ≤ ۰/۰۵)، نتیجه می‌شود متغیر نگهداشت

می‌شود بین اندازه سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین، با توجه به این‌که ضریب متغیر اندازه سهم بازار منفی است، نتیجه می‌شود سهم بازار اثر مثبتی بر نگهداشت وجه نقد دارد؛ در نتیجه، فرضیه اول پذیرفته می‌شود.

نگاره ۲. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: CASH				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	احتمال
C	۰/۰۴	۰/۰۲	۱/۵۱	۰/۱۳
CASH(-1)	۰/۳۷	۰/۱۱	۳/۵۲	۰/۰۰
GROWTH	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۴	-۳/۸۴	۰/۰۰
SIZE	۰/۰۱	۰/۰۰۳	۴/۱۷	۰/۰۰
LEV	-۰/۱۱	۰/۰۲	-۶/۵۰	۰/۰۰
CF	۰/۱۷	۰/۰۲	۸/۷۹	۰/۰۰
LIQ	-۰/۱۲	۰/۰۱	-۱۰/۰۸	۰/۰۰
RISK	-۰/۰۲	۰/۰۱	-۱/۸۶	۰/۰۶
MSHARE	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	-۲/۱۷	۰/۰۳
ضریب تعیین	۰/۵۶	ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۵۰

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌های فرضیه دوم

گروه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود دارد. سپس با توجه به ضریب متغیر سهم بازار در سه گروه که به ترتیب برابر $-۰/۰۰۶$ ، $-۰/۰۴$ و $-۰/۰۳$ است و همچنین، با توجه به مقدار ضریب تعیین تعدیل یافته در سه گروه که به ترتیب برابر $۰/۴۱$ ، $۰/۴۳$ و $۰/۳۶$ است، مشاهده می‌شود مقدار ضریب متغیر سهم بازار و ضریب تعیین تعدیل یافته در گروه دوم بیشتر از دو گروه دیگر است که نتیجه می‌شود فرضیه دوم پذیرفته می‌شود و رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در صنایع با تمرکز متوسط نسبت به صنایعی که تمرکز خیلی بالا یا تمرکز خیلی پایین دارند، قوی‌تر است.

برای آزمون فرضیه دوم، نمونه بر اساس شاخص هرفیندال که تمرکز بازار را نشان می‌دهد، به سه گروه شرکت‌های با تمرکز بالا، پایین و متوسط تقسیم می‌شود. سپس مدل رگرسیون برای هر سه گروه برازش داده می‌شود و بر اساس ضریب متغیر سهم بازار در سه گروه، فرضیه پژوهش پذیرفته و یا رد می‌شود؛ به طوری که اگر مقدار ضریب تعیین در گروه دوم (شرکت‌های با تمرکز متوسط) و همچنین، مقدار ضریب متغیر اندازه سهم بازار در این گروه، بیشتر از دو گروه دیگر باشد، فرضیه دوم تأیید می‌شود.

با توجه به نگاره (۳)، (۴) و (۵) و مقدار احتمال آماره Z برای متغیر اندازه سهم بازار که به ترتیب برابر $۰/۰۱$ ، $۰/۰۲$ و صفر است، در نتیجه در هر سه

بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و سهم بازار با استفاده از مدل پویا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس .. ۶۷/

نگاره ۳. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه دوم (تمرکز پایین)

متغیروابسته: CASH				
احتمال	آماره Z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۳	۲/۲۱	۰/۰۲	۰/۰۵	C
۰/۰۰	۷/۶۶	۰/۰۴	۰/۳۱	CASH(-1)
۰/۶۵	-۰/۴۵	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۰۵	GROWTH
۰/۶۶	-۰/۴۴	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۲	SIZE
۰/۰۲	-۲/۲۶	۰/۰۱	-۰/۰۲	LEV
۰/۰۰	۶/۱۱	۰/۰۲	۰/۱۲	CF
۰/۰۰	-۳/۷۱	۰/۰۱	-۰/۰۶	LIQ
۰/۰۸	-۱/۷۲	۰/۰۲	-۰/۰۳	RISK
۰/۰۱	-۲/۳۶	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۶	MSHARE
۰/۴۱	ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۴۹	ضریب تعیین

نگاره ۴. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه دوم (تمرکز متوسط)

متغیروابسته: CASH				
احتمال	آماره Z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۶	-۱/۹۰	۰/۰۵	-۰/۰۹	C
۰/۰۰	۸/۴۳	۰/۰۴	۰/۳۶	CASH(-1)
۰/۰۵	-۱/۹۹	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	GROWTH
۰/۰۰	۳/۰۴	۰/۰۱	۰/۰۲	SIZE
۰/۲۷	-۱/۱۰	۰/۰۳	-۰/۰۳	LEV
۰/۰۰	۸/۰۶	۰/۰۲	۰/۲۰	CF
۰/۰۰	-۵/۷۳	۰/۰۲	-۰/۱۳	LIQ
۰/۰۵	-۱/۹۳	۰/۰۴	-۰/۰۸	RISK
۰/۰۲	-۲/۲۹	۰/۰۲	-۰/۰۴	MSHARE
۰/۴۳	ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۵۰	ضریب تعیین

نگاره ۵. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه دوم (تمرکز بالا)

متغیروابسته: CASH				
احتمال	آماره Z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۱۴	۱/۵۰	۰/۰۳	۰/۰۴	C
۰/۰۰	۹/۴۴	۰/۰۳	۰/۲۴	CASH(-1)
۰/۳۷	-۰/۸۹	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	GROWTH
۰/۲۲	۱/۲۲	۰/۰۰۳	۰/۰۰۴	SIZE
۰/۰۰	-۳/۴۷	۰/۰۲	-۰/۰۶	LEV
۰/۰۰	۴/۲۸	۰/۰۳	۰/۱۵	CF
۰/۰۲	-۲/۳۱	۰/۰۲	-۰/۰۶	LIQ
۰/۳۰	-۱/۰۳	۰/۰۲	-۰/۰۲	RISK
۰/۰۰	-۲/۹۹	۰/۰۱	-۰/۰۳	MSHARE
۰/۳۶	ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۴۵	ضریب تعیین

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که بین نگهداشت وجه نقد و سهم بازار رابطه وجود دارد. با توجه به نگاره (۲) مقدار احتمال آماره Z که برای سهم بازار برابر $0/03$ و کمتر از سطح خطای $0/05$ است، نتیجه می‌شود بین اندازه سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین، با توجه به این که ضریب همبستگی متغیر اندازه سهم بازار $-0/004$ است، نتیجه می‌شود سهم بازار اثر معکوس بر نگهداشت وجه نقد دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود؛ بدین معنی که شرکت‌های عضو نمونه در قلمرو زمانی این پژوهش با افزایش یا کاهش سهم بازار اقدام به نگهداری وجه نقد کمتر یا بیشتری کرده‌اند.

همچنین، با توجه به نگاره (۲) نتیجه می‌شود متغیر نگهداشت وجه نقد با یک وقفه معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی نگهداشت وجه نقد در طی زمان است، و با توجه به این که ضریب این متغیر مثبت است، بیانگر آن است که شرکت‌ها نمی‌توانند با تغییر در ویژگی‌های شرکتی، فوراً سطح نگهداری وجه نقد جاری را به وجه نقد هدف تعدیل کنند و یا به دیگر سخن، در فرایند تعدیل سطح نگهداری وجه نقد جاری به سطح نگهداری وجه نقد مطلوب تأخیر وجود دارد. این یافته با یافته ازکان [۳۴] مطابق است.

همان‌گونه که اشاره شد، مدل پویا این امکان را فراهم می‌کند که تعدیل ساختار وجه نقد مورد نظر، با تأخیر تنظیم شود و همچنین، ضریب متغیر وقفه‌دار (δ_0) را می‌توان به عنوان مقیاس معکوس در سرعت تطابق تفسیر کرد. توانایی یک شرکت برای دستیابی به سطح مورد نظر نگهداشت وجه نقد در سالی معین را می‌توان توسط فرمول $(1-\delta_0)$ بیان کرد.

در این پژوهش ضریب متغیر وقفه‌دار $0/37$ و بنابراین، سرعت تعدیل برابر $0/63$ است؛ در نتیجه، اصلاح و تغییر سطح نقدینگی هزینه‌های نسبتاً پایینی دربردارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در صنایع با تمرکز متوسط در مقایسه با صنایعی که تمرکز خیلی بالا یا تمرکز خیلی پایین دارند، قوی‌تر است. نتایج برازش مدل پویای وجه نقد برای سه گروه شرکت‌های با تمرکز پایین، متوسط و بالا با توجه به نگاره (۳)، (۴) و (۵) و مقدار احتمال آماره Z برای متغیر اندازه سهم بازار، در هر سه گروه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود دارد. با توجه به ضریب متغیر سهم بازار و مقدار ضریب تعیین تعدیل یافته در سه گروه مشاهده می‌شود مقدار ضریب متغیر سهم بازار و ضریب تعیین تعدیل یافته در گروه دوم بیشتر از دو گروه دیگر است که نتیجه می‌شود رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در صنایع با تمرکز متوسط در مقایسه با صنایعی که تمرکز خیلی بالا یا تمرکز خیلی پایین دارند، قوی‌تر است.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش سعی بر این است که به بررسی رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در محیط رقابتی بپردازد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سهم بازار عامل تأثیرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌هاست. یکی از مزیت‌های داشتن سهم بیشتر در بازار این است که می‌توان وجه نقد کمتری را نگهداری کرد. بنابراین، هزینه‌های فرصت مربوط به

این مطالعه، نتایج پژوهش مک‌کی [۳۰]، هوشالتر و دیگران [۲۶]، وان هول [۲۲] و های و لی‌او [۲۷] را تأیید می‌کند؛ بدین ترتیب که رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در صنایع با تمرکز متوسط، قوی‌تر است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که دیگر عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد نیز قابل توجه و مهم هستند. شرکت‌های بزرگتر و با نفوذتر تمایل دارند مبلغ وجه نقد کمتری را نگهداری کنند.

همچنین، ایجاد جریان وجه نقد به افزایش نگهداشت وجه نقد می‌انجامد. این نتایج یافته‌های عرب‌صالحی و رهروی‌دستجردی [۱۰]، حساس‌یگانه و همکاران [۵]، فروغی و فرزادی [۱۴] را مبنی بر این‌که نسبت جریان وجه نقد به‌طور معناداری بر سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت اثرگذار است، تأیید می‌کند. همچنین، هنگامی که سایر منابع جایگزین وجه نقد بسیار فراوان باشند شرکت‌ها ذخایر وجه نقدشان را کاهش می‌دهند. همچنین، رابطه متغیرهای ریسک و فرصت‌های رشد با نگهداشت وجه نقد معنی‌دار و معکوس است که این نتایج با نتایج پژوهش وان هول [۲۲] مطابقت دارد.

پیشنهاد‌های پژوهش

۱- با توجه به تأثیر میزان نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود قبل از سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت، سهم بازار شرکت را که در این پژوهش با توجه به فروش شرکت تعیین گردید و به‌طور با اهمیتی بر سطح نگهداری وجه نقد در شرکت اثرگذار بوده است، در نظر گرفته و در فرایند تصمیم‌گیری خود به میزان فروش شرکت و در نتیجه، سهم بازار آن توجه بیشتری داشته باشند.

داشتن عامل دفاعی به نام وجه نقد را کاهش و کارایی استفاده از آن را افزایش داد. شرکت‌هایی که سهم کمی از بازار دارند، اقدام به نگهداری ذخایر نقدی به عنوان عامل دفاعی و سپر نقدینگی در برابر تکانه‌ها و نوسان‌های آتی می‌کنند. نتایج این پژوهش مؤید همین مطلب است. این موضوع با یافته‌های فریسارد [۲۳]، اسکوبین و وان هول [۲۲] و هان کیو [۲۵] مطابقت دارد. همچنین، نتایج این پژوهش از آن جهت که سهم بازار از جمله عوامل با اهمیت و تأثیرگذار در افزایش فرصت‌های رشد شرکت است، با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط بذرگری [۳]، سینایی و رشیدی [۱۳] همسوست.

همچنین، با توجه به این‌که جلوگیری از خطر وارد شدن ضرر و زیان، عامل مهمی در رابطه بین سهم بازار و میزان نگهداشت وجه نقد است، با افزایش این خطر تأثیر سهم بازار بر روی نگهداشت وجه نقد نیز افزایش می‌یابد. با توجه به نتایج پژوهش در گروه متوسط، خطر وارد شدن ضرر و زیان در رقابت بازار تولید (بازارهایی که رقابت در آن از نوع انحصار چند جانبه است) بیشترین میزان را دارد؛ بنابراین، تأثیر سهم بازار در این گروه بیشتر و مهم‌تر است. این امر نشان می‌دهد زمانی که اقدامات راهبردی در برابر رقیبان مؤثر باشد، شرکت‌ها با خطر سهم کم بازار مواجه می‌شوند. در واقع، زمانی که میزان تمرکز بازار بسیار کم (بازارهای با رقابت کامل) یا بسیار زیاد (بازارهای انحصار کامل) است، خطر احتمالی وارد شدن ضرر و زیان و بنابراین، اهمیت سهم بازار برای نگهداشت وجه نقد نیز کاهش می‌یابد. در واقع، یافته‌های پژوهش بر این نکته تأکید می‌کند که ویژگی‌های محیط رقابتی بر روابط بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد. نتایج

۱- با توجه به روش نمونه‌گیری مورد استفاده در این پژوهش، بسیاری از شرکت‌های عضو جامعه آماری به علت نداشتن برخی ویژگی‌های مورد نظر از نمونه آماری حذف شده‌اند؛ لذا در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، باید احتیاط لازم به عمل آید.

۲- داده‌های مورد استفاده از صورت‌های مالی بابت تورم تعدیل نشده است؛ لذا با تعدیل داده‌ها از بابت تورم ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

۳- با توجه به محدود بودن قلمرو زمانی به سال‌های ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۱، در تعمیم نتایج به بازه زمانی قبل و بعد از دوره مذکور باید احتیاط لازم عمل شود.

۴- در این پژوهش از شاخص هرفیندال برای اندازه‌گیری تمرکز بازار استفاده شد و چنانچه از سایر شاخص‌های اندازه‌گیری استفاده شود، چه بسا در نتایج پژوهش اثر بگذارد و نتایج متفاوتی حاصل شود.

منابع

۱- ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال هجدهم، ش ۵۵، صص ۱۵۴-۱۴۱.

۲- آکر، دیوید. (۲۰۰۲). مدیریت استراتژیک بازار، ترجمه حسین صفرزاده، علی‌اکبر فرهنگی و مهدی خادمی، تهران: انتشارات پیام پویا.

۳- بذرگری، سیده‌سمیرا. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین سهم بازار با نقدینگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. همایش

۲- به مدیران واحدهای تجاری توصیه می‌شود برای دستیابی به سطح وجه نقد هدف در شرکت، جایگاه رقابتی شرکت در صنایع و عواملی مانند سهم بازار را که در این پژوهش به‌طور با اهمیتی بر سطح نگهداری وجه نقد در شرکت اثر گذار بوده است، با تأکید بیشتری مورد توجه قرار دهند و بکوشند سهم بازار شرکت را از طریق فعالیت‌های تاکتیکی، نظیر: تبلیغ‌ها، تخفیف‌های تجاری، کاهش هزینه‌ها و یا ارتقای ارزش مشتری افزایش داده و یا حداقل در موقعیت فعلی خود حفظ کنند.

۳- با توجه به نتایج پژوهش و پیشرفت سریع بازارهای مالی، پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها با توجه بیشتر به صورت جریان وجوه نقد و مانده وجه نقد شرکت، از انباشت وجه نقد بدون بازده جلوگیری و مدیران مالی را به استفاده بهینه از وجه نقد موجود الزام کنند.

پیشنهادهایی در خصوص پژوهش‌های آتی

۱- بررسی اثر متغیر سهم بازار بر سطح نگهداشت وجه نقد در یک صنعت خاص؛ ۲- استفاده از سایر شاخص‌های اندازه‌گیری برای تمرکز بازار؛ ۳- بررسی رابطه بین دیگر ویژگی‌های شرکت (نظیر ساختار سرمایه، عمر شرکت، نوع گزارش حسابرسی و مواردی از این دست) و سطح نگهداشت وجه نقد؛ ۴- برای افزایش قابلیت اطمینان نتایج، می‌توان پژوهش را در دوره‌های زمانی طولانی‌تر و صنایع دیگر انجام داد؛ ۵- بررسی تأثیر نوع فعالیت شرکت (تولیدی، بازرگانی، خدماتی و ...) بر تغییرهای سطح نگهداشت وجه نقد.

محدودیت‌های پژوهش

اهم محدودیت‌ها و موانع موجود در اجرای پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است:

- منطقه‌ای پژوهش‌ها و راهکارهای نوین در حسابداری و مدیریت.
- ۴- حافظ‌نیا، محمدرضا. (۱۳۸۹). *مقدمه‌ای بر روش پژوهش در علوم انسانی*. تهران: سمت.
- ۵- حساس‌یگانه، یحیی؛ جعفری، علی و امیر رسائیان. (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، سال سوم، ش ۹، صص ۳۹-۶۶.
- ۶- خدادادکاشی، فرهاد. (۱۳۸۸). *اقتصاد صنعتی*، تهران: سمت.
- ۷- خدامی‌پور، احمد و رضا پوراحمد. (۱۳۸۹). بررسی توانایی متغیرهای مالی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی با در نظر گرفتن وقفه‌های زمانی خاص. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، ش ۵، صص ۱۰۰-۸۷.
- ۸- راس، استفان، وسترفیلد، رندلف و بردفورد جردن. (۲۰۰۲). *مدیریت مالی نوین*، ترجمه علی جهانخانی و مجتبی شوری، جلد اول، تهران: سمت.
- ۹- (۲۰۰۲). *مدیریت مالی نوین*. ترجمه علی جهانخانی و مجتبی شوری، جلد دوم، تهران: سمت.
- ۱۰- رهروی‌دستجردی، علیرضا. (۱۳۹۱). *عوامل اثرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- ۱۱- رهنمای‌رودپشتی، فریدون و علی کیایی. (۱۳۸۷). بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده در
- بورس اوراق بهادار تهران. *دانش و پژوهش حسابداری*، سال سیزدهم، ش ۶، صص ۳۱-۴۶.
- ۱۲- رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ و سارا حنجری. (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، ش ۴، صص ۱۴۴-۱۲۵.
- ۱۳- سینایی، حسنعلی و فاطمه رشیدی‌زاده. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، سال هفدهم، ش ۵۹، صص ۳۱-۴۶.
- ۱۴- فروغی، داریوش و سعید فرزادی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، سال دوم، ش ۴، صص ۳۶-۲۱.
- ۱۵- قربانی، سعید و مجتبی عدیلی. (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد. ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، *دانش حسابداری*، سال سوم، ش ۸، صص ۱۴۹-۱۳۱.
- ۱۶- کاشانی‌پور، محمد، نقی‌نژاد، بیژن و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، سال دوم، ش ۳، صص ۷۴-۵۱.
- 17- Baum, C. F., Schaffer, M. E., and S. Stillman. (2003). *Instrumental Variables and GMM: Estimation and Testing*. Working Paper. Boston College, Department of Economics, No 545.
- 18- Dittmar, Marthsmith J., and A. H. Serraes. (2003). *International Corporate Governance*

- 30- MacKay, P., and G. Phillips. (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structure? *Review of Financial Studies*, Vol 18, No 4, Pp 1433-1466.
- 31- Morellec, E., and B. Nikolov. (2008). *Cash Holdings and Competition*. Working Paper, Ecole Poly Technique Federal de Lausanne.
- 32- Myers, S. C., and N. S. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. Vol 13. Pp 187-221.
- 33- Opler, T., Pinkowitz, L., Stutz, r., and R. Williamson. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol 56, No 4, Pp 3-46.
- 34- Ozkan. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation Ifuk Companies. *Journal of Banking & Finance*, Vol 28, No 6, Pp 2103-2134.
- 35- Teruel. G., and M. Solano. (2008). on the Determinats of SME Cash Holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, No 35, Pp 727-749.
- 36- Zhang, J. (2011). The Relationship between Working Capital Management and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, No 61, Pp 143-161.
- and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 4, Pp. 111-133.
- 19- Drobetz, M., Gruninger, and S. Hirschvogel. (2010). Informatin Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Bankig and Finance*, Vol 34, No 4, Pp 2168-2184.
- 20- Ferreira, M. A., and A. Vilela. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Finance Management*, Vol 10, No 2, Pp 295-319.
- 21- Foley, F., Jay, H., Sheridan. T., and Garry. T. (2007). Why Do Firms Hold Somuch Cash? A Tax- Based Explanation. *Journal of Finanacial Economics*, Vol 86, No 4, Pp 579-607.
- 22- Schoubben, F., and Van Hhulle. C. (2012). Market Share and Cash Policy: Evidcece from Western European Companies. *International Journal of Economics and Finance*, Vol 11, No 4, Pp 51-65.
- 23- Fresard, L. (2010). Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings. *Journal of Finance*, Vol 65, No 3, Pp 1097-1122.
- 24- Garcia-Teruel, P. J., and P. Martinez-Solano. (2008). on the Determinants of SME Cash Holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance and Accounting*, No 35, Pp 127-149.
- 25- Han, S., and J, Qiu. (2007). Corporate Precautionary Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol 13, No 1, Pp 43-57.
- 26- Haushalter, D. Klasa, S., and W. F. Maxwell. (2007). The Influence of Product Market Dynamics on The Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior. *Journal of Financial Economics*, Vol 84, No 3, Pp 797-825.
- 27- Hay, D., and G. Liu. (1997). The Efficiency of Firms: What Difference Does Competition Make? *The Economic Journal*, No 107, Pp 597-617.
- 28- Jani, H., and Bender. (2004). Cash Holdings and Agency Cinflicts. *Journal of Financial Economics*, Vol 64, No 4, Pp 1729-1766.
- 29- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol 76, No 4, Pp 323-329.

Studying the Relationship between Cash Holdings and Market Share Using Dynamic Models of Companies Listed in Tehran Stock Exchange

M. Azimi Yancheshmeh

Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University Mobarake Branch (IAU), Iran

***S. Shamohammadi Ghahsareh**

Master of Accounting, Islamic Azad University, Mobarake Branch (IAU), Iran

Abstract

Cash is the important resources of every economic entity. Maintaining the balance between cash and cash needs is an important factor in economic health of the economic entities, as well as their continuity. Considering the importance of this issue, the present study deals with investigating of the cash holding motives, models that justify cash holding, and factors affecting that, particularly the market share. The main objective of this study is to evaluate the relationship between market share and cash holding in the competitive market environment of companies listed in Tehran Stock Exchange. Hence, Schoubben and Van Hulle dynamic cash model has been used for 114 selected companies for a time period of 2004 to 2012. This model is analyzed by the Generalized Method of Moments (GMM). This study is a basic experimental research and regarding the nature of this paper, it is a correlational one. Results of this study reveal that there is a significant negative relationship between market share and cash holdings and also shows that this relationship is of greater significance among moderately concentrated industries (industries with oligopolistic competitions).

Keywords: Cash Holding, Market Share, Net Working Capital.

* majid.azimi@mau.ac.ir