

تأثیر عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد

خسرو فغانی ماکرانی

دانشیار و عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد ساری، ساری، ایران

آناهیتا زندی

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران (نویسنده مسئول)
zandi_anna@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۷/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۹/۲۵

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۳ صورت گرفت. پژوهش حاضر یک پژوهش توصیفی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۳ می‌باشد. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش داده‌های تابلویی می‌باشد که به کمک نرم افزارهای اکسل ۲۰۰۷ و Eviews 7 انجام پذیرفت. نتایج فرضیه های تحقیق بیان می کند که بین نگهداشت وجه نقد مازاد و حجم معاملات، روزهای معاملات، بازدهی سهام، ریسک سیستماتیک رابطه مستقیم وجود دارد، بین واکنش بازار و نگهداشت وجه نقد مازاد هم رابطه مستقیم وجود دارد. در نهایت یافته‌های تحقیق نشان داد که شرکت هایی که وجه نقد زیاد در خود نگهداری می کنند باعث افزایش ریسک سیستماتیک می شود.

واژه‌های کلیدی: واکنش بازار، نگهداشت وجه نقد، افزایش سرمایه، نرخ بازده سهام.

۱- مقدمه

امروزه در بازارهای رقابتی، بنگاه‌هایی موفق هستند که برای آینده خود برنامه داشته باشند. برنامه‌ریزی مالی از مهمترین رویکردهایی برنامه‌ریزی است که اهمیت فراوانی دارد. به دلیل اهمیت فراوان وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آن، وجوه نقد از اجزای جدایی‌ناپذیر برنامه‌ریزی مالی است. وجوه نقد اولین و مهم‌ترین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع فقط بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع تامین کنند (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۱).

مدیریت وجوه نقد، از مهمترین وظایف در فرایند مدیریت مالی است؛ زیرا از یک سو کمبود وجوه نقد موجب می‌شود که شرکت در برآورده کردن نیازهای روزمره خود با مشکل روبه رو شود و از سوی دیگر، نگهداری سطح بالایی از وجوه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. با وجود این، بسیاری از شرکت‌ها به دلیل انعطاف پذیری در نشان دادن واکنش‌های مناسب نسبت به موقعیت‌های پیش‌بینی نشده و همچنین نیازهای روزمره، تمایل به نگهداری مقادیر زیادی وجوه نقد دارند (گارسیا-تروئل^۱ و همکاران، ۲۰۰۸).

همچنین جریان نقد آزاد از مباحث بااهمیتی است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجوه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجوه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجوه نقد و هزینه وجوه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. (مرادزندی، ۱۳۹۴، ۵۹)

بازارهای مالی، بازارهایی هستند که در آنها دارایی‌های مالی مبادله می‌شوند. دارایی‌های مالی، دارایی‌هایی مثل سهام و اوراق قرضه هستند که ارزش آنها به ارزش تولیدات و خدمات ارایه شده توسط شرکت‌های منتشرکننده آنها وابسته است. تاثیر عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجوه نقد مازاد و در نتیجه کارایی بازار سرمایه و رفتار سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و به طور کلی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را در بردارند، لذا به نظر می‌رسد که بررسی ارتباط بین این دو مولفه گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط به این موضوع می‌باشد. این پژوهش در صدد جستجوی یافتن پاسخی برای این سوال است که آیا بین تاثیر عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجوه نقد مازاد رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مدیریت وجوه نقد شامل مجموعه گسترده‌ای از فعالیت‌های مربوط به جمع‌آوری، نگهداری و پرداخت آن می‌باشد که هدف آن تعیین نقدینگی مورد نیاز واحد تجاری، مدیریت بر مانده وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت است (بولو و همکاران، ۹، ۱۳۹۱). مدیریت نقدینگی منجر به ایجاد موازنه بین مازاد و کسری نقدینگی، توانمندی یک بنگاه اقتصادی در ایفای تعهدات و بهره‌برداری از فرصت‌های کسب و کار می‌شود (ماهنامه بانک تجارت، ۱۰، ۱۳۸۹). به نظر هواکیم (۲۰۰۹) در توجیه نگهداری وجوه نقد در درون واحد تجاری، دلایل مختلفی ارائه شده است وی دو انگیزه اصلی برای نگهداری موجودی‌های نقدی توسط بنگاه اقتصادی بیان می‌کند. این انگیزه‌ها عبارتند از:

انگیزه معاملاتی: این انگیزه موید این است که شرکت‌ها همیشه باید توازن نقدینگی خود را حفظ کنند، چون مبالغ پرداختی تأثیر منفی روی نقدینگی می‌گذارد و از طرفی دریافتی‌ها نیز تأثیر مثبت بر وجوه نقد دارند، بنابراین شرکت‌ها همیشه باید حداقل مقداری وجوه نقد را نزد خود نگه دارند تا بتوانند با استفاده از آن، عملیات روزانه خود را پوشش دهند (کاشانی پور و نقی‌نژاد، ۹۶، ۱۳۸۸).

انگیزه احتیاطی: این انگیزه بیشتر به مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت‌های تجاری و اجتناب از ورشکستگی می‌پردازد. انگیزه احتیاطی به افزایش هزینه‌های ناشی از هدر رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی تأکید می‌کند. بر این اساس شرکت‌ها موجودی‌های نقدی را برای مواجهه با وقایع پیش‌بینی نشده نگهداری می‌نمایند و در صورتی که هزینه سایر منابع تأمین مالی بسیار زیاد باشد، برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود از موجودی‌های نقدی نگهداری شده، استفاده می‌نمایند. بنابراین می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های کوچک‌تر جهت مقابله با مواردی از قبیل هزینه زیاد تأمین مالی خارجی، موجودی نقدی بیشتری را نگهداری نمایند. بعلاوه انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری هستند، موجودی‌های نقدی بیشتری نگهداری نمایند تا هزینه فرصت مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های آتی را به حداقل برسانند. بطور مشابه شرکت‌های دارای نوسان بیشتر جریان‌ات نقدی، شرکت‌هایی که بطور مکرر با کمبود نقدینگی مواجه می‌شوند، نیاز دارند نقدینگی بیشتری را انباشته نمایند (ازکان، ۲۰۰۴، ۱۰۵). امروزه وجوه نقد به عنوان یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر مورد توجه تمامی شرکت‌ها و مؤسسات قرار دارد. وجوه نقد به مثابه خون برای بدن انسان است که در صورت نبود آن شرکت‌ها

بهادار تهران به‌منظور قابلیت مقایسه شرکت‌هایی که سهام آنها در بورس پذیرفته می‌شود، برای محاسبه جریان نقد آزاد و افشای آن در امیدنامه پذیرش و درج شرکت‌ها، از این روش محاسباتی استفاده می‌کند. جریان نقد عملیاتی در صدر صورت جریان وجه نقد می‌آید و خالص مخارج سرمایه‌ای انجام شده هم از بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت مزبور اخذ و از تفاضل آنها جریان نقد آزاد محاسبه می‌شود. وجود وجه نقد مازاد برای یک شرکت، می‌تواند نشانه‌ای مبهم برای بازار تلقی شود. زیرا هم می‌تواند دارای جنبه‌های مثبت و هم جنبه‌های منفی باشد. نگهداری زیاد وجه نقد توسط شرکت‌ها، می‌تواند منجر به شکل‌گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود که این امر ممکن است باعث افزایش اختیارات مدیریت گردیده و باعث آسیب رساندن به منافع سهامداران شود. به عبارت دیگر نگهداری وجه نقد بالا، منجر به هزینه فرصت برای شرکت می‌شود چرا که وجوه نقد دارای نرخ بازده پایینی می‌باشد و به طور آشکاری بر بازده بازار و همچنین بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها اثر می‌گذارد (میکلسون، ۲۰۰۳، ۲۸۱). از طرفی عدم نگهداری وجه نقد کافی برای شرکت‌هایی که با محدودیت در تامین مالی روبرو می‌شوند نیز ممکن است باعث از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده شوند و از این رو بر عملکرد آتی و بازده شرکت‌ها تاثیر منفی داشته باشد، با وجود این، برخی دیگر از تئوری‌ها از مزایای نگهداری وجه نقد سخن می‌گویند و معتقدند که شرکت‌ها به دلیل استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری احتمالی آینده، اقدام به نگهداری وجه نقد بالایی می‌کنند که در این صورت با نادیده گرفتن تئوری تضاد نمایندگی، انتظار افزایش بازده و عملکرد آتی شرکت‌های را دارند (بولو و همکاران، ۱۳۹۱، ۸). اما قابل ذکر است که در رابطه با سطح نگهداری وجه نقد نظریه‌هایی وجود دارد که این نظریه‌ها از دیدگاه‌های مختلف مازاد و کسری وجه نقد را در واحد اقتصادی تحلیل می‌کنند. برای مثال طبق نظریه موازنه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (جانی و همکاران، ۲۰۰۴). همچنین این نظریه پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌هایی که با مازاد و کسری وجه نقد مواجه نیستند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود بهره‌برده و بازده بالاتری را بدست می‌آورند. نظریه دیگر نظریه سلسله مراتب تأمین مالی می‌باشد طبق این نظریه افراد داخل شرکت آگاه‌تر از

قادر به ادامه حیات اقتصادی خود نیستند. به عبارتی وجه نقد در تمامی بخش‌های واحدهای اقتصادی شرکت‌ها در جریان است و از طرفی هرگونه فعالیت اقتصادی خواه ناخواه تأثیر مستقیم یا غیر مستقیم بر روی وجه نقد خواهد گذاشت. مدیریت جریان‌ات وجه نقد منجر به موفقیت‌های بزرگ در شرکت و عدم مدیریت آن موجبات ورشکستگی شرکت‌ها و کاهش ریسک سیستماتیک را نیز فراهم می‌آورد. بعضی مواقع شرکت‌ها باید وجه نقد قابل توجهی در دسترس داشته باشند تا بتوانند از مزایا و محاسن چانه زنی و تخفیفات استفاده کنند. تحقیقات در زمینه نگهداشتن وجه نقد مازاد بیشتر انگیزه معاملاتی و انگیزه احتیاطی را مورد تأکید قرار داده‌اند. انگیزه انجام معاملات بیشتر، به دلیل هزینه بر بودن استفاده از سایر دارایی‌ها بجز وجه نقد در انجام معاملات تجاری می‌باشد. بر این اساس می‌توان گفت هدف این شرکت‌ها بالابردن حجم معاملات است. میزان نگهداشتن وجه نقد در شرکت‌ها وابستگی شدیدی به میزان تورم در سطح اقتصاد دارد مثلاً وجه نقد به عنوان اقلام پولی در شرایط تورمی دارای زیان نگهداری است و در این شرایط بایستی سرمایه‌گذاری شود و در شرایطی که میزان تورم پایین است نگهداری وجه نقد جهت کاهش هزینه استقراض می‌تواند بر سودآوری شرکت تاثیر گذار باشد، از این رو سرمایه‌گذاران بایستی هنگام تصمیم‌گیری، وجه نقد در دسترس را به عنوان یکی از عواملی که در تصمیم‌گیری‌ها تاثیر گذار است را مد نظر قرار دهند، در غیر این صورت با کاهش تعداد روزهای معاملاتی در بازار بورس مواجه خواهند شد. تصمیمات کوتاه مدت، مانند میزان وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش، می‌تواند بر ارزش شرکت در بلندمدت تاثیرگذار باشد. بر این اساس، مدیران در شناسایی اهمیت میزان نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش در خلق ارزش اضافی برای سهامداران کمک کند. همچنین، سرمایه‌گذاران بتوانند با درک روابط بین وجه نقد نگهداری شده و بازدهی سهام، در انتخاب بهینه مصارف وجوه، تصمیم‌گیری کنند. جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. جریان نقد آزاد از طریق کسر کردن مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی محاسبه می‌شود. گفتنی است، بورس اوراق

سیاست تقسیم سود) در کشور های در حال توسعه (برزیل، هند، روسیه و چین) پرداخته و نتایج بدست آمده از آن را با کشورهای انگلستان و آمریکا مقایسه نمود. نتایج وی نشان می دهد که ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تاثیر گذار است؛ و شباهت هایی بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در رابطه با فاکتورهای تاثیر گذار بر روی نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

گوهو (۲۰۱۴) به این نتیجه دست یافتند که مدیران وجه نقد را به دلیل رعایت جانب احتیاط (با انگیزه پیشگیرانه) نگهداری می کنند. همچنین میکلسون و پارچ (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که نگهداشت مداوم وجه نقد زیاد منجر به عملکرد ضعیف می شود. و نشان دهنده تضاد منافع بین مدیران و سهامداران است. شواهد آنان با این فرض مطابقت می کند که سهامداران نگران برداشت مدیران بر ذخایر بزرگ و جوه داخلی باشند. ولی نشان می دهد شرکت هایی که از لحاظ وجه نقد غنی هستند با احتمال بیشتری به تحصیل سایر شرکت ها می پردازند و تحصیل های آنها با احتمال بیشتری کاهنده ارزش است.

فورقی (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان "محدودیت مالی و سرمایه گذاری شرکت" به بررسی نقش محدودیت مالی در تعیین سرمایه گذاری شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق نیویورک پرداخته و معتقدند شرکت هایی با نرخ سود پرداختی کمتر، حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی بالاتری را نشان می دهند.

آسم و آلم (۲۰۱۵)، به بررسی تأثیر تغییرات چشم انداز بازار برای سرمایه گذاری با رویکرد پرداخت و عدم پرداخت سود سهام با در نظر گرفتن تئوری وجوه نقد مازاد پرداخت. زمانی که بازار در رکود می باشد اثر منفی بر عدم پرداخت نسبت به پرداخت سود سهام دارد و تفاوت تمرکز بر روی مقدار بالای وجه نقد مازاد دارد. زمانی که بازار در رونق می باشد اثر مثبتی بر عدم پرداخت نسبت به پرداخت سود سهام و تفاوت تمرکز بر روی مقدار بالای وجه نقد مازاد دارد.

نتایج مطالعه رحیمیان و همکاران (۱۳۹۱) نشان داد که نقدینگی زیاد، موجب افزایش توان رقابتی شرکت در به دست آوردن پروژه های سرمایه گذاری با بازده بالاتر و جلب توجه سرمایه گذاران بالقوه و در نهایت کسب بازده بیشتر سهام می شود. به عبارت دیگر، شرکت هایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند، نسبت به سایر شرکت ها بازده سهام بیشتری نیز دارند.

فخاری (۱۳۹۳) به بررسی اثر محافظه کاری حسابداری بر ارتباط بین وجه نقد نگهداری شده و بازده غیرعادی سهام

سهامداران هستند. و اگر منابع داخل شرکت برای تأمین مالی برنامه های سرمایه گذاری بهینه، کافی نباشد مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه های سودآور شوند. در این حالت شرکت با بازده سهام پایین تری مواجه می شود (دروبتز و همکاران، ۲۰۱۰). نظریه بعدی نظریه جریان وجه نقد آزاد می باشد در این (ردیک، ۲۰۰۹) بیان می دارد که وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن ها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه گذاری هستند، حتی زمانی که هیچ سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد بر همین اساس جریان وجه نقد آزاد منجر به کاهش بازده سهام می شود (گارسیا و همکاران، ۲۰۰۴). از طرفی دیگر در مبانی نظری مربوط به رابطه تورم و بازده سهام دیدگاه های کاملاً متفاوتی وجود دارد. بدین معنی که گروهی از رابطه مثبت و برخی از رابطه منفی بین تورم و بازده سهام حمایت کرده اند، در حالی که بعضی از تحقیقات به هیچگونه رابطه معنی داری دست نیافتند در نهایت با توجه به اثر وجه نقد بر بازده سهام، می توان به این نتیجه رسید که نگهداری وجه نقد مازاد و کسری آن، منجر به کاهش ارزش شرکت می شود. با توجه به آنچه که ارایه شده است قصد داریم در این پژوهش به مطالعه عکس العمل بازار یا چگونگی کنش بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم.

نتایج مطالعه پالازو (۲۰۱۱) حاکی از آن است یک ارتباط مثبت بین موجودی نقد و ریسک سیستماتیک مورد انتظار وجود دارد. همچنین او بیان کرد که شرکت های پر ریسک بیشتر محتمل است تا از وجوه اضافی برای تأمین مالی استفاده کنند.

نتایج مطالعه لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) حاکی از آن است که نگهداشت وجه نقد بر تعداد و حجم معاملات تأثیر می گذارد. مطالعات همچنین نشان می دهد که محافظه کاری حسابداری می تواند مشکلات نمایندگی را کم کرده و انگیزه لازم را برای مدیران جهت تصمیمات سرمایه گذاری موثر فراهم کند. آن ها همچنین دریافتند که تعداد و حجم معاملات می تواند ارزش بازار یک دلار اضافی در موجودی نقد را افزایش دهد.

ال نجار (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان عوامل مالی تعیین کننده نگهداری وجه نقد، شواهدی از برخی بازارهای نوظهور، به بررسی عوامل موثر بر نگهداری وجه نقد (ساختار سرمایه و

۴) جزء بانکها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه- گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها نباشند).
با توجه به این فرایند فوق تعداد ۱۳۲ شرکت (۷۱۰ سال - شرکت) به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردیدند. روش گرد آوری داده اسنادکاوی است و داده های مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های نمونه (منابع دست دوم)؛ از طریق سامانه بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شد. برای آزمون فرضیه از الگوی رگرسیون چند متغیره و نرم افزار Eviews و برای تجزیه و تحلیل آن از داده های تابلویی استفاده شده است.

۴- فرضیه های پژوهش و مدل تحقیق

مطابق موارد مطرح شده در چارچوب نظری پژوهش، فرضیه های زیر مورد نقد و بررسی قرار میگیرد:

۴-۱- فرضیه اصلی پژوهش

بین واکنش بازار و نگهداشت وجه نقد مازاد رابطه ای وجود دارد.

۴-۲- فرضیه های فرعی

- ۱) بین نگهداشت وجه نقد مازاد و ریسک سیستماتیک رابطه ای وجود دارد.
- ۲) بین نگهداشت وجه نقد مازاد و بازدهی سهام رابطه ای وجود دارد.
- ۳) بین نگهداشت وجه نقد مازاد و تعداد روزهای معاملاتی رابطه ای وجود دارد.
- ۴) بین نگهداشت وجه نقد مازاد و حجم معاملات رابطه ای وجود دارد.

برای بررسی این روابط از مدل کلی مارت اسمیت (۲۰۰۷) و هارفورد و همکاران (۲۰۰۸)، استفاده می کنیم که این مدل، مدل اصلاح شده نسخه از AL اپلر و همکاران. (۱۹۹۹) می باشد. جهت بررسی مدل اصلی پژوهش متغیر مستقل شامل ریسک سیستماتیک، بازدهی سهام، تعداد روزهای معاملاتی؛ حجم معاملات سالانه می باشد. متغیر کنترلی شامل، اهرم مالی، نسبت سریع، اندازه شرکت می باشد. بنابراین مدل اصلی پژوهش بصورت رگرسیون زیر خواهد بود:

در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۰ پرداخته اند. در این راستا برای اندازه گیری محافظه کاری از مدل گیولی و هین ۲۰۰۰ و برای اندازه گیری دارایی نقد نگهداری شده از نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری بر ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال و برای ارزیابی بازده غیرعادی از تفاوت بین نرخ بازده واقعی و نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران بهره گرفته شده است در این پژوهش از الگوی رگرسیون چندمتغیره و ضریب همبستگی پیرسون و رتبه ای اسپیرمن برای تجزیه و تحلیل فرضیات تحقیق بهره گرفته شد با توجه به نتایج تحقیق می توان گفت محافظه کاری بر رابطه بین دارایی های نقدنگهداری شده و بازده غیرعادی سهام دارای اثر تعدیل کننده است و این بدان معناست که با افزایش محافظه کاری سطح دارایی های نقد نگهداری شده کاهش و به دنبال آن بازده غیرعادی سهام افزایش می یابد

لشگری و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر رابطه بین کسری و مازاد وجه نقد با بازده سهام بر روی ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در بازده زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج نشان داد که بین مازاد و کسری وجه نقد و بازده سهام در شرایط لحاظ نمودن تورم، رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین مازاد و کسری وجه نقد و بازده سهام در شرایط لحاظ نمودن تورم، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی می باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۳ است. برای این که جامعه غربالگری شده یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان جامعه غربالگری شده پژوهش انتخاب شده و مابقی حذف می شوند.

- ۱) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آن ها، سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- ۲) طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۳) کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت ها برای پژوهش در دسترس باشد.

۵-۳- متغیر کنترلی

متغیر کنترلی مورد استفاده در پژوهش حاضر به پیروی از پژوهش های قبلی و به عنوان سایر عوامل موثر بر واکنش سرمایه گذاران عبارتند از :

- اهرم مالی : این متغیر از طریق تقسیم ارزش دفتری کل بدهی ها بر ارزش دفتری کل دارایی ها در پایان سال مالی بدست می آید .
- نسبت سریع : این متغیر برابر با نسبت مجموع دارایی های سریع (وجه نقد ، سرمایه گذاری های کوتاه مدت و حساب های دریافتنی) بر کل بدهی های جاری در پایان سال مالی است . شرکت های دارای نسبت بیش تر ، توانایی بالاتری برای ایفای به موقع تعهدات شرکت را دارند.
- اندازه شرکت : این متغیر برابر با لگاریتم طبیعی کل فروش در پایان سال مالی است.
- شرکت های دارای فروش بیش تر ، به احتمال زیادی توانایی بیش تری برای ایفای به موقع تعهدات دارند.
- فرصت رشد : این متغیر از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بدست می آید .
- سود آوری : این متغیر از طریق نسبت سود عملیاتی به کل دارایی ها بدست می آید . شرکت های دارای سود آوری بیش تر ، به دلیل توانایی بیش تر برای ایفای تعهدات ، ریسک کم تری دارند .

۶- یافته های پژوهش

مدل آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق شامل شاخص های مرکزی، پراکندگی و توزیع هستند. در این پژوهش اطلاعات مربوط به میانگین و میانه از گروه شاخص های مرکزی، انحراف معیار از گروه شاخص های پراکندگی و کشیدگی و چولگی از گروه شاخص های توزیع ارائه شده اند. آماره های توصیفی متغیرهای مدل اصلی پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

$$CASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 NWC_{i,t} + \beta_6 CAPEX_{i,t} + \beta_7 FINDIS_{i,t} + \beta_8 REG_{i,t} + \beta_9 INDSIG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این معادله

CASH = برابر لگاریتم طبیعی نسبت وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش به خالص داراییها؛ برابر شرکت و اثرات ثابت می باشد.

CF = نسبت جریان وجه نقد به خالص دارایی ها

LEVERAGE = برابر کل دارایی ها تقسیم بر خالص دارایی ها

MTB = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری می باشد

SIZE = لگاریتم طبیعی خالص دارایی ها می باشد

NWC = برابر نسبت سرمایه در گردش به خالص دارایی ها

CAPEX = هزینه های سرمایه ای تقسیم بر خالص دارایی ها

FINDIS = نسبت هزینه های تحقیق و توسعه به فروش

REG = متغیر صفر و یک می باشد

INDSIG = انحراف استاندارد جریان نقدی می باشد که به

نسبت دارایی ها بر ۲۰ سال برای شرکت ها در صنایع مختلف تعریف شده است.

۵- متغیرهای پژوهش

۵-۱- متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش وجه نقد است. برابر لگاریتم طبیعی نسبت وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش به خالص داراییها؛ برابر شرکت و اثرات ثابت می باشد؛ وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان های نقدی نقشی محوری دارند.

۵-۲- متغیرهای مستقل

متغیر های مستقل استفاده شده در این پژوهش شامل معیارهای مختلف واکنش بازار بوده که عبارتند از :

- ریسک سیستماتیک: برای سنجش آن از ضریب بتای شرکت ها استفاده گردیده است .
- بازدهی سهام : برای سنجش آن از بازدهی سالانه سهام شرکت ها استفاده گردیده است.
- تعداد روزهای معاملاتی : این متغیر برابر با تعداد روزهایی است که سهام شرکت مورد داد و ستد واقع شده است.
- حجم معاملات سالانه : این متغیر برابر با حجم معاملات سالانه سهام است که به صورت لگاریتم طبیعی استفاده گردید.

جدول شماره (۱): آماره های توصیفی متغیرهای مدل اصلی تحقیق

نام متغیر	مینیمم	ماکزیمم	انحراف معیار	میانگین	چولگی	کشیدگی
CASH	۱۰,۲۳۴	۸۵,۶۴۳	۹,۸۵۲	۳۶,۵۴	۲,۲۱۴۵	۰,۳۲۱۴
CF	۰,۳۵۸۶	۰,۹۸۲۵	۳,۲۵	۸,۵۴	۱,۹۶۵	۰,۳۶۵
LEVERAGE	۰,۲۰۲	۰,۹۸۸	۰,۳۷۴	۰,۶۰۶	۱,۳۲۵	۰,۱۲۳۶
MTB	۰,۲۱۰	۰,۸۹۶	۰,۳۲۱	۰,۸۶۲	۲,۰۳۶۵	۰,۸۶۵۴
SIZE	۰,۰۱۲	۰,۳۲۱	۰,۰۲۵	۰,۰۸۰۲	۲,۵۲۵۶	۰,۲۱۴
NWC	۱,۸۵۴	۲,۳۸۹	۰,۴۳۲	۰,۹۶۳	۱,۶۲۳	۰,۷۶۹۸
CAPEX	۱,۹۸۶	۴۰۱,۲۱۵	۳۵,۶۴۵	۴۶,۳۱۴۵	۰,۵۱۴۲	۰,۶۵۴۲
FINDIS	۰,۶۴۵	۰,۹۷۵	۰,۸۶۳	۱,۲۰۳	۱,۰۴۳۲	۰,۴۶۵۳
REG	۰	۱	۰,۳۰۱	۰,۵۶۶	۱,۳۶۹	۰,۵۶۹
INDSIG	۰,۲۸۵	۱,۳۶۸	۰,۴۳۲	۰,۷۶۵	۱,۶۹۵	۰,۴۵۲

۷- بررسی همبستگی میان متغیرهای مدل اصلی پژوهش

در این بخش با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون به بررسی وجود و جهت همبستگی بین متغیرهای مدل پژوهش پرداخته می‌شود. ماتریس ضرایب همبستگی در جدول شماره (۲) ارائه شده است. سطح معنی داری مربوط به ضرایب همبستگی بین متغیرها، شدت رابطه بین متغیرهای توضیحی مدل اصلی تحقیق ضعیف یا متوسط بوده و همبستگی قوی میان متغیرهای توضیحی قابل مشاهده نیست. بنابراین ورود همزمان متغیرها در مدل تحقیق خللی از بابت هم خطی ایجاد نخواهد کرد.

با توجه به کشیدگی و چولگی بیان شده در جدول توصیفی ما از داده های نرمال استفاده کرده ایم چون چولگی بین عدد ۳+ و ۳- است ، و کشیدگی بین ۱- و ۱+ است پس این داده ها نرمال می باشد. میانه شاخصی است که ۵۰ درصد (نیمی) مشاهدات از آن کوچکتر و ۵۰ درصد (نیمی) مشاهدات از آن بزرگتر هستند. انحراف معیار (که با نماد σ نشان داده می‌شود) یکی از شاخص‌های پراکندگی است که نشان می‌دهد به طور میانگین داده‌ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله دارند. اگر انحراف معیار مجموعه‌ای از داده‌ها نزدیک به صفر باشد، نشانه آن است که داده‌ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ در حالیکه انحراف معیار بزرگ بیانگر پراکندگی قابل توجه داده‌ها می‌باشد. انحراف معیار برابر با ریشه دوم واریانس است. خوبی آن نسبت به واریانس، این است که هم بعد با داده‌ها می‌باشد.

جدول شماره (۲): ضرایب همبستگی بین متغیرهای مدل اصلی پژوهش

متغیر	CASH	CF	LEVERAGE	MTB	SIZE	NWC	CAPEX	FINDIS	REG	INDSIG
CASH	۱	۰,۱۱۷	۰,۱۱۸	۰,۱۸۲	۰,۱۴۲	۰,۱۸۳	۰,۱۸۶	۰,۱۹۸	۰,۱۳۲	۰,۱۸۳
CF		۱	۰,۳۶۳	۰,۱۷۲	۰,۱۳۵	۰,۱۴۲	۰,۱۴۳	۰,۱۸۵	۰,۱۶۹	۰,۱۴۲
LEVERAGE			۱	۰,۱۳۹	۰,۱۸۷	۰,۱۵۲	۰,۱۴۷	۰,۱۵۲	۰,۱۹۸	۰,۱۵۲
MTB				۱	۰,۱۷۷	۰,۱۵۴	۰,۱۳۵	۰,۴۱۳	۰,۱۲۵	۰,۱۵۴
SIZE					۱	۰,۱۴۱	۰,۱۸۴	۰,۱۸۸	۰,۱۴۵	۰,۱۴۱
NWC						۱	۰,۱۳۹	۰,۱۱۴	۰,۱۴۱	۰,۱۸۷
CAPEX							۱	۰,۱۳۸	۰,۱۱۷	۰,۱۷۴
FINDIS								۱	۰,۲۱۴	۰,۱۲۸
REG									۱	۰,۱۱۳
INDSIG										۱

برای بررسی تأیید مدل اثرات ویژه زمانی برای مدل تحقیق خود از آزمون هاسمن استفاده می شود .
نتایج حاصل از برآورد مدل در جدول شماره (۵) ارائه شده است.

جهت تخمین مدل و انجام آزمون‌های مذکور، از نرم افزار Eviews 7 استفاده شده است. برای انتخاب الگوی مناسب، از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده گردید. نتایج این آزمون‌ها در جدول شماره (۳) و (۴) ارائه گردیده است.
برای سنجش داده ای ترکیبی در مقابل اثر تصادفی از آزمون F استفاده می شود که در این مدل برابر ۴,۶۶۶۹۶۸ می باشد.

جدول شماره (۳): نتایج انتخاب الگو برای آزمون مدل پژوهش

نتایج آزمون F لیمر برای نشان دادن داده های ترکیبی در مقابل اثر تصادفی			
نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۴,۶۶۶۹۶۸	۰,۰۰۰۰۰	تأیید مدل اثرات ویژه زمانی و شرکت کنترل

منبع: محاسبات تحقیق

جدول شماره (۴): نتایج انتخاب الگو برای آزمون مدل پژوهش

نتایج آزمون هاسمن برای نشان دادن مدل fix در مقابل random			
نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون هاسمن	۰,۰۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰۰	تأیید مدل اثرات ویژه زمانی و شرکت کنترل

منبع: محاسبات تحقیق

جدول شماره (۵): نتایج برآورد مدل پژوهش

نتایج برآورد مدل				
آزمون داده های پائل اثرات ثابت				متغیرهای توضیحی
K-S	P - value	آماره t	ضریب	
۰,۰۴۵۲	۰,۱۲۸۴	۱,۵۵۱۱۳۹	۸۱۵۹,۶۹۹	عرض از مبدا
۰,۰۲۳۱	۰,۰۰۰۰	۴,۷۸۶۳۳۲	۰,۲۷۸۹۹۵۳	CASH
۰,۰۳۲۵۶	۰/۰۰۰۰	۵,۷۰۵۰۳۴	۴,۳۱۳۲۳	CF
۰,۰۴۲۱۴	۰,۰۰۰۰۹	۱,۳۹۶۴۵۴	۲,۹۸۵	LEVERAGE
۰,۰۱۳۲۵	۰/۰۰۰۱	۱,۹۴۰۰۷۶	۰,۹۸۵	MTB
۰,۰۳۲۵۴	۰,۰۰۰۰	۴۷,۸۴۳۰۱	۰,۶۹۱۱۵۹	SIZE
۰,۰۲۱۴	۰,۰۰۰۰	۷۳,۹۰۷۲۷	۰,۲۳۰۹۲۸	NWC
۰,۰۵۶۳	۰,۰۰۰۰۰	۷۲,۳۶۵۴۲	۰,۲۳۱۴۵۲	CAPEX
۰,۰۴۵۲	۰,۰۰۰۰۰	۵,۲۵۶۴۳	۳۲,۲۵۶۴	FINDIS
۰,۰۴۳۲۱	۰,۰۰۰۰۰	۴۶,۸۵۴۲	۰,۴۹۱۱۲۳	REG
۰,۰۴۲۵	۰,۰۰۰۰	۳۵,۳۲۵	۰,۶۵۴	INDSIG
۰/۰۰۰۰۰				P-value
۰/۹۱				R^2
۰/۸۵				R^2 تعدیل شده
۱,۸۹				دوربین واتسن

منبع: محاسبات نویسنده

۸- آزمون فرضیات تحقیق

مدل های رگرسیون بکار رفته در فرضیات همان مدل رگرسیون مدل تحقیق هست با کمی تغییرات

نتیجه آزمون اصلی

• **فرضیه اصلی:** بین واکنش بازار و نگهداشتن وجه نقد مازاد رابطه ای وجود دارد.
برای آزمون فرضیه اصلی از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_nx_n + u_t$$

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:
 $Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$

Y: نگهداشت وجه نقد

x₁: ریسک سیستماتیک

x₂: نسبت سریع

b₁, b₂: ضرایب متغیرها

u_{it}: مقدار خطای احتمالی

a₀: عرض از مبدا

Y: نگهداشت وجه نقد

x₁: واکنش بازار

x₂: اندازه شرکت

x₃=اهرم مالی

b₁, b₂: ضرایب متغیرها

u_{it}: مقدار خطای احتمالی

a₀: عرض از مبدا

جدول شماره (۷): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$					
متغیر	ضرایب متغیرها	آماره t	سطح معناداری	نتیجه	شاخص (vif)
a ₀	۲,۵۶۸	۸,۳۲۵۶۹	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۷۵۴۶۳
x ₁	۰,۳۳۱۲	۰,۰۲۳۵۶	۰,۰۱۲۳۵	معنادار	۱,۷۵۴۶
x ₂	۱,۰۲۳۲	۱,۰۲۵۶	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۳۲۳
	مقدار	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
R ²	۰,۳۳۳	K-S	۰,۱۳۳	۰,۰۸۷۵	
R ² تعدیل شده	۰,۳۰۱	F فیشر	۱۴,۲۳۵	۰,۰۰۰	
D-W	۱,۷۸۴۵۶				

منبع: محاسبات تحقیق

جدول شماره (۶): نتایج آزمون فرضیه اصلی

$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_nx_n + u_t$					
متغیر	ضرایب متغیرها	آماره t	سطح معناداری	نتیجه	شاخص (vif)
a ₀	۲,۳۶۵	۹,۲۱۴۵	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۶۵۸۹
x ₁	۰,۳۲۱۴	۰,۶۵۸۹	۰,۰۲۳۵۶	معنادار	۱,۸۷۴۵
x ₂	۱,۰۳۲۵	۱,۰۳۲۵	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۲۳۶
x ₃	۱,۰۴۵	۰,۳۲۵۴	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۴۵۲
	مقدار	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
R ²	۰,۶۵۴	K-S	۰,۱۲۳	۰,۰۷۸۹	
R ² تعدیل شده	۰,۵۲۳	F فیشر	۱۳,۸۹۵	۰,۰۰۰	
D-W	۱,۶۵۸۹				

منبع: محاسبات تحقیق

نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول:

از آنجا که ضریب بدست آمده برای نگهداشتن وجه نقد مازاد و ریسک سیستماتیک در جدول فوق ۰,۳۳۱۲ می باشد و سطح معناداری این ضریب کمتر از ۵ درصد است بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و ریسک سیستماتیک رابطه ای وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و بازدهی سهام رابطه ای وجود دارد.

برای آزمون فرضیه فرعی دوم از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$$

Y: نگهداشت وجه نقد

x₁: بازده سهام

x₂: سودآوری

b₁, b₂: ضرایب متغیرها

u_{it}: مقدار خطای احتمالی

a₀: عرض از مبدا

از آنجا که ضریب بدست آمده برای واکنش بازار و نگهداشت وجه نقد در جدول ۰,۳۲۱۴ می باشد و سطح معناداری این ضریب کمتر از ۵ درصد است بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین واکنش بازار و نگهداشتن وجه نقد مازاد رابطه ای وجود دارد.

• فرضیات فرعی

فرضیه اول: بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و ریسک سیستماتیک رابطه ای وجود دارد.

$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$

متغیر	ضرایب متغیرها	آماره t	سطح معناداری	نتیجه	شاخص (vif)
	مقدار	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
R ²	۰,۶۴۵	K-S	۱,۳۲۵۶	۰,۰۰۹۸۵	
R ² تعدیل شده	۰,۶۳۲	F فیشر	۱۲,۳۲۵۶	۰,۰۰۰	
D-W	۱,۶۵۴۷				

منبع: محاسبات تحقیق

نتیجه آزمون فرضیه سوم

از آنجا که ضریب بدست آمده برای نگهداشتن وجه نقد مازاد و تعداد روزهای معاملاتی در جدول فوق ۰,۶۵۴۵ می باشد و سطح معناداری این ضریب کمتر از ۵ درصد است بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و تعداد روزهای معاملاتی رابطه ای وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و حجم معاملات رابطه ای وجود دارد.

برای آزمون فرضیه چهارم از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$$

Y: نگهداشت وجه نقد

X1: حجم معاملات

X2: سودآوری

b1, b2: ضرایب متغیرها

uit: مقدار خطای احتمالی

a0: عرض از مبدا

جدول شماره (۱۰): نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$

متغیر	ضرایب متغیرها	آماره t	سطح معناداری	نتیجه	شاخص (vif)
	مقدار	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
a ₀	۳,۴۱۲	۱۱,۴۲۶۸	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۵۶۹۸
x ₁	۰,۲۳۲۱	۰,۷۵۹	۰,۰۲۳۱۴	معنادار	۱,۸۹۸
x ₂	۱,۳۲۵	۱,۳۲۵۶	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۳۲۵۶
R ²	۰,۳۲۳	K-S	۰,۱۳۲	۰,۰۸۷۴۵	
R ² تعدیل شده	۰,۳۲۵	F فیشر	۱۴,۱۲۵۰	۰,۰۰۰	
D-W	۱,۵۶۹۸				

منبع: محاسبات تحقیق

جدول شماره (۸): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$

متغیر	ضرایب متغیرها	آماره t	سطح معناداری	نتیجه	شاخص (vif)
	مقدار	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
a ₀	۱,۳۲۵۶	۷,۲۳۵۴	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۸۹۷۸
x ₁	۰,۴۴۵۶	۰,۰۳۲۵۶	۰,۰۱۲۶۵	معنادار	۱,۴۵۶
x ₂	۱,۰۳۲۵۶	۱,۰۴۵۶	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۲۳۴
R ²	۰,۴۵۶	K-S	۱,۳۴۵	۰,۰۷۸۵	
R ² تعدیل شده	۰,۴۰۲	F فیشر	۱۳,۲۵۴۶	۰,۰۰۰	
D-W	۱,۸۷۹				

منبع: محاسبات تحقیق

نتیجه آزمون فرضیه دوم

از آنجا که ضریب بدست آمده برای نگهداشتن وجه نقد مازاد و بازدهی سهام در جدول فوق ۰,۴۴۵۶ می باشد و سطح معناداری این ضریب کمتر از ۵ درصد است بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و بازدهی سهام رابطه ای وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و تعداد روزهای معاملاتی رابطه ای وجود دارد.

برای آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$$

Y: نگهداشت وجه نقد

x1: تعداد روزهای معاملاتی

x2: فرصت رشد

b1, b2: ضرایب متغیرها

uit: مقدار خطای احتمالی

a0: عرض از مبدا

جدول شماره (۹): نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$

متغیر	ضرایب متغیرها	آماره t	سطح معناداری	نتیجه	شاخص (vif)
	مقدار	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
a ₀	۱,۴۵۶	۶,۳۲۵۶	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۷۸۹۵
x ₁	۰,۶۵۴۵	۰,۰۳۲۵۶	۰,۰۱۳۲۵	معنادار	۱,۳۶۵
x ₂	۱,۰۶۵۴	۱,۰۴۵۶	۰,۰۰۰۰	معنادار	۱,۴۵۲

نتیجه آزمون فرضیه چهارم

از آنجا که ضریب بدست آمده برای متغیر نگهداشتن وجه نقد مازاد و حجم معاملات در جدول فوق ۰,۲۳۱ می باشد و سطح معناداری این ضریب کمتر از ۵ درصد است بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین نگهداشتن وجه نقد مازاد و حجم معاملات رابطه ای وجود دارد.

۹- نتیجه گیری و بحث

شرکت هایی که وجه نقد زیاد در خود نگهداری می کنند باعث افزایش ریسک سیستماتیک می شود. شرکت های حاضر در بازار صنایع مختلف با تقویت بعد ظرفیت محیطی مستقیم بر عملکرد شرکت اثر می گذارند و شرکت ها نقش عوامل درونی چون ظرفیت محیطی پویایی محیطی و سطح تمرکز صنعت را که باعث تقویت در کار خود می شوند را لحاظ می کنند. در فرضیه اول فرعی به بررسی نگهداشت وجه نقد و ریسک سیستماتیک پرداخته شده است که در تحقیق نتایج مطالعه پالازو (۲۰۱۱) حاکی از آن است یک ارتباط مثبت بین موجودی نقد و ریسک سیستماتیک مورد انتظار وجود دارد. همچنین او بیان کرد که شرکت های پر ریسک بیشتر محتمل است تا از وجوه اضافی برای تامین مالی استفاده کنند. ما هم در این بررسی به تاثیر مثبت بین نگهداشت وجه نقد و ریسک سیستماتیک رسیده ایم.

در فرضیه دوم فرعی نگهداشت وجه نقد و بازدهی سهام مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفته است که در تحقیق ال نجار (۲۰۱۲) نتایج بدست آمده از آن را با کشورهای انگلستان و آمریکا می توان مقایسه نمود. نتایج وی نشان می دهد که ساختار سرمایه و سیاست بازدهی سهام و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تاثیر گذار است، و شباهت هایی بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در رابطه با فاکتورهای تاثیر گذار بر روی نگهداشت وجه نقد وجود دارد. که نتیجه بررسی در این جا بدین صورت بوده است که بین نگهداشت وجه نقد و بازدهی سهام رابطه مستقیم و مثبت وجود دارد.

در فرضیه چهارم فرعی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و حجم معاملات مورد بررسی قرار گرفت که در تحقیق لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) محافظه کاری حسابداری می تواند مشکلات نمایندگی را کم کرده و انگیزه لازم را برای مدیران جهت تصمیمات سرمایه گذاری موثر فراهم کند. آن ها همچنین دریافته اند که تعداد و حجم معاملات می تواند ارزش بازار یک دلار اضافی در موجودی نقد را افزایش دهد.

در ادامه و در پی رسیدن به هدف اصلی تحقیق، بررسی رابطه بین واکنش بازار و نگهداشتن وجه نقد مازاد است،

مشخص شد که نگهداشت وجه نقد مازاد باعث ایجاد واکنش بازار می شود. در فرضیه اصلی تحقیق که به واکنش بازار در برابر نگهداشت وجه نقد اشاره شده است در تحقیقات فلاح (۱۳۹۴) اهرم مالی و جایگزین های وجه نقد، سودآوری، اندازه شرکت، مخارج سرمایه ای و واکنش بازار در برابر وجه نقد نگهداری شده به بررسی پرداخته اند، سود سهام پرداختی و فرصت های سرمایه گذاری با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری ندارند. همچنین نتایج اهرم مالی، مخارج سرمایه ای، فرصت های سرمایه گذاری و تمرکز مالکیت رابطه معناداری با متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد در شرکت های دولتی نداشته ولی سایر متغیرهای تحقیق دارای رابطه معنادار با متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد می باشد. متغیرهای پرداخت سود سهام، سودآوری، تمرکز مالکیت نیز رابطه معناداری با متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد در شرکت های خصوصی ندارند و سایر متغیرهای تحقیق دارای رابطه معناداری با متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد می باشند. ولی ما هم در این بررسی بدین نتیجه دست یافتیم که رابطه بین واکنش بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مستقیم و تاثیر گذار است. به منظور بررسی دقیق تر نتایج به دست آمده و اطمینان بیشتر از تاثیر عوامل مورد انتظار، پیشنهاد می شود، پژوهش حاضر برای سال های مالی بیشتر و به تفکیک صنعت انجام شود تا تجزیه و تحلیل اثرات و پیشنهاد راه حل مشکلات با اطمینان بیشتری انجام شود.

فهرست منابع

- * فلاح مرادی نژاد آستانه، سیدمصطفی و مهدی مشکي، ۱۳۹۴، بررسی عوامل مالی تعیین کننده نگهداشت وجه نقد در مؤسسات دولتی و خصوصی، کنفرانس بین المللی اقتصاد مدیریت و علوم اجتماعی،
- * بولو، قاسم، باباجانی، جعفر و محسن ملکی، بهرام " رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، ۱۱، ۷-۲۹، ۱۳۹۱.
- * رحیمیان، نظام الدین. کاکاوند، هانیه. حسن زاده، محمود. (۱۳۹۱). وجوه نقد نگهداری شده و بازده سبد سرمایه- گذاری سهام. پژوهش های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱، پیاپی (۳)، صص ۷۸-۹۲
- * فخاری، حسین. آذین فر، کاوه. حسین آبادی، مژگان. (۱۳۹۳). اثر محافظه کاری حسابداری بر ارتباط بین وجه نقد نگهداری شده و بازده غیرعادی سهام، نخستین کنفرانس ملی آینده پژوهی

یادداشت‌ها

¹. Garcia-Teruel

- * کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۷۲- ۹۳
- * لشگری، زهرا. احمدزاده، یونس. طحان، مریم. (۱۳۹۴). تأثیر مازاد و کسری وجه نقد بر بازده سهام در شرایط تورمی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. سال ۷. شماره ۲۵. صص ۶۵-۷۸
- * ماهنامه بانک تجارت. (۱۳۸۹)، "بررسی مدیریت ریسک نقدینگی در بانک های ایرانی"، شماره ۱۶۰، صص ۱۷
- * مراد زندی آناهیتا؛ تنانی محسن؛ " تأثیر جریان وجه نقد آزاد و سطح انباشت وجه نقد بر انعطاف پذیری مالی" پژوهش های حسابداری مدیریت و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۷، پاییز ۱۳۹۴، صفحه ۵۷-۷۲
- * Asem. E, Alam .S. (2015).Market movements and the excess cash theory. The Quarterly Review of Economics and Finance. 55. P.140-149
- * Drobetz, W., Gruninger, M. and Hirschvogel, S. ,(2010), "Information Asymmetry and The Value of Cash", Journal of Banking & Finance, 34,2168-2184
- * Foroghi, D. & Farzadi, S. (2014). The effect of changes in cash flows on cash Holdings regarding Financing constraint facing the companies listed in Tehran Stock Exchange. Asset Management & Financing, 2(4): 21-36. (in Persian)
- * Gao, R. & Grinstein, Y. (2014). Firms' cash holdings, precautionary motives, and systematic uncertainty. From http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2478349.
- * -Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P" On the Determinants of SME Cash Holdings: Evidence from Spain" Journal of Business Finance & Accounting, 35 (1), 127-149 ,2008.
- * Jani. E. Hoesli, M. & Bender, A. w. d. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency a. Conflicts. Available at www.ssrn.com,id=563863.
- * Betse, Jnf,(2011), Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow. A Journal of practice & Theory, Vol 22.No2,PP.61
- * Mikkelson,W. and Partch, M. ,(2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 38, PP. 275-294.
- * Ozkan, A., and Ozkan, N. Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. Journal of Banking and Finance, 28, 2103-2134,2004.
- * Palazzo, Dino (2011). Cash holdings, risk, and expected returns. Journal of Financial Economics, 104 (1) , 162-185.
- * Louis, Henock and Amy Sun and OktayUrcan (2012). Value of cash holding and accounting conservatism. Contemporary Accounting Research. NO. 5, PP. 1-39.