

جریان بهینه وجوه نقد طی چرخه فعالیت شرکت (بلوغ، رشد، افول) با تاکید بر ریسک تامین مالی و سودآوری

آیدین شاکری

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی

آزینا جهانشاد

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی (نویسنده مسئول)

az_jahanshad@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۱/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۲۵

چکیده

افزایش سطح موجودی های نقدی هزینه بر بوده و از طرفی کمبود آن باعث ایجاد ضررهای عمده به شرکت خواهد شد. با تحلیل هزینه نهایی نگهداری و کمبود موجودی های نقد، می توان سطح بهینه نگهداشت وجه نقد در شرکت را تعیین کرد. لذا هدف از این پژوهش بررسی سرعت تعدیلات به سمت جریان وجوه نقد بهینه در مراحل مختلف چرخه فعالیت شرکت (بلوغ، رشد، افول) و بررسی تأثیر ریسک تامین مالی و میزان سودآوری بر این سرعت و بر انحراف از جریان وجوه نقد بهینه می باشد. پژوهش حاضر با استفاده از رگرسیون چندمتغیره و داده های ترکیبی برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ در ۱۶۳ شرکت های فعال و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است.

نتایج پژوهش حاکی از اینست که مراحل رشد و بلوغ و افول سرعت تعدیلات متفاوتی به سمت جریان وجه نقد بهینه وجود دارد که بیشترین تعدیل متعلق به دوران بلوغ و کمترین، متعلق به دوران افول می باشد، ریسک تامین مالی بر شکاف بین جریان نقد واقعی و بهینه تاثیرگذار می باشد و در شرایط ریسک تامین مالی بالا این شکاف بیشتر و به عبارتی سرعت تعدیل کمتری وجود دارد و در شرکتهای با سودآوری بالا سرعت تعدیل به سمت جریان وجه نقد بهینه بیشتر از شرکتهای با سودآوری پایین می باشد.

واژه های کلیدی: جریان وجه نقد عملیاتی، جریان وجه نقد بهینه، ریسک تامین مالی، سودآوری، چرخه فعالیت شرکت.

۱- مقدمه

از طرفی کاهش سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت از طریق سرمایه گذاری وجوه اضافه، سود و در نهایت ارزش سهام شرکت را افزایش می دهد اما افزایش احتمال تمام شدن وجه نقد را نیز به دنبال دارد. بر طبق نظر جنسن زمانیکه میزان جریان نقدی آزاد شرکت ها افزایش پیدا می کند، تضادهای نمایندگی موجود بین مدیران و سهامداران تشدید می شود. در این حالت مدیران می توانند منافع و علایق خودشان را به هزینه سهامداران دنبال کنند و بدین ترتیب منافع مدیران از نگهداری ذخایر نقدی بیش از سهامداران است (آلابانیس و موزامدار^۱، ۲۰۰۴). از معایب دیگر نگهداری وجه نقد بالا می توان به بازده پایین این دارایی ها نسبت به دارایی های ثابت اشاره کرد. تورم بر سطوح نگهداری وجوه نقدی تاثیر بسزایی می تواند داشته باشد. در دوران تورم، شرکت ها به دلیل کاهش ارزش زمانی پول در طی زمان می توانند از انگیزه قوی برای سرمایه گذاری وجوه نقدی مازاد در دارایی های ثابت مثل زمین و ساختمان برخوردار باشند (کاشانی پور و نقی نژاد، ۱۳۸۸).

افزایش سطح موجودی های نقدی هزینه بر می باشد. صرف نظر از اینکه شرکت آن را از طریق فروش دارایی ها یا با استفاده از بازارهای سرمایه انجام دهد. هزینه ثابت دسترسی به بازارهای سرمایه خارجی باعث می شود شرکت به ندرت سرمایه خود را افزایش دهد و معمولاً از موجودی های نقدی و دارایی های نقدی استفاده می کند. البته نگهداری موجودی های نقدی نیز دارای هزینه فرصت می باشد. از طرفی کمبود موجودی های نقدی نیز باعث وارد شدن ضررهای عمده به شرکت خواهد شد. در نتیجه برای مبلغ معینی از خالص دارایی ها، مبلغ بهینه ای از موجودی های نقدی وجود خواهد داشت (دروبتز، ۲۰۱۵). با توجه به مبانی نظری موجود و با توجه به حساسیت موضوع جریان وجوه نقد بهینه پژوهش در این زمینه ضرورت داشته و این پژوهش در صدد بررسی تفاوت سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه در مراحل مختلف چرخه فعالیت (رشد، بلوغ، افول) و نیز با توجه به عوامل مداخله گر و تأثیر گذار همچون ریسک تامین مالی و سودآوری بررسی سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه در شرکت های با ریسک تامین مالی بالا نسبت به شرکت های با ریسک تأمین مالی پایین و شرکت های با سودآوری بالا نسبت به شرکت های با سودآوری پایین مورد نظر می باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

با فرض وجود بازارهای کامل، مدیریت مشکلی از جهت دسترسی به وجه نقد ندارد، لذا مانده وجه نقد در تصمیمات مدیریت موضوع نامربوطی خواهد بود. اما از آنجا که هیچ یک از

جذب سرمایه گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار بااهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: نسبت جریان نقدی مثبت، محدودیت های مالی نشأت گرفته از دارایی های نقدی و نظارت های خارجی شرکت می تواند راه گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت ها باشد. اکثر نظریه ها از جمله نظریه هزینه های معاملاتی موافق وجود نقطه بهینه در نگهداری موجودی های نقدی می باشند. شرکتی که کمبود موجودی های نقدی داشته باشد، سرمایه خود را از طریق بازار سرمایه افزایش می دهد، دارایی های موجود خود را نقد می کند، تقسیم سودها و سرمایه گذاری های خود را کاهش می دهد، در مورد قراردادهای مالی خود مذاکره مجدد می کند و یا ترکیبی از موارد فوق را انجام می دهد (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹).

با تجزیه و تحلیل هزینه ی نهایی نگهداری و هزینه ی نهایی کمبود موجودی های نقدی، می توان سطح بهینه نگهداشت وجه نقد در شرکت را تعیین کرد.

ازکان (۲۰۰۴) معتقد است سطح بالای مانده وجه نقد برای شرکت هایی که میزان معاملات بالایی دارند، موجب کاهش هزینه های تامین مالی می گردد. در عین حال ناکافی بودن وجه نقد باعث می شود که شرکت ها اقدام به فروش دارایی ها، انتشار سهام جدید، استقراض یا کاهش سود تقسیمی در راستای تامین وجوه نقد لازم نمایند. وانگ^۱ (۲۰۰۵) بیان داشت نگهداشت وجه نقد موجب بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری غیر منتظره ی سودآور آتی به هنگام وجود تامین مالی خارجی هزینه بر برای شرکت خواهد شد. هرچند نگهداشت وجه نقد توسط شرکت ها دارای مزایایی است که به برخی از آنها نیز اشاره شد، اما نگهداری وجوه نقد در سطح بالا معایب بسیاری نیز به همراه دارد. کی اون (۲۰۰۶) معتقد است که مدیریت وجه نقد در واقع نوعی تعادل بین ریسک و بازده است. نگهداری مقادیر زیادی از وجه نقد در شرکت اگر چه ریسک نقدینگی را به حداقل می رساند اما سودآوری واحد تجاری را کاهش می دهد. گیلمر^۱ (۱۹۸۵) نتیجه گرفت که بین صنایع و شرکت های مختلف از لحاظ سطح بهینه نقدینگی تفاوت وجود دارد. به نظر وی، سطح بهینه ای برای نقدینگی وجود دارد که شرکت ها به دنبال آن هستند. این سطح بهینه نقدینگی بر اساس خصوصیات شرکت ها، متفاوت می باشد.

تأمین مالی، شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته تأمین می‌کنند. سپس با بدهی‌های کم مخاطره و بعد با بدهی‌های پر مخاطره و سرانجام با انتشار سهام، به تأمین منابع مالی می‌پردازند.

در مرحله رشد اندازه شرکت بیش از اندازه شرکت‌های در مرحله ظهور بوده، میزان فروش و درآمدها نیز نسبت به مرحله ظهور بیشتر است. منابع مالی نیز بیشتر در دارایی‌های مولد سرمایه‌گذاری شده، شرکت از انعطاف پذیری بیشتری در شاخص‌های نقدینگی برخوردار است. نسبت سود تقسیمی در این طیف از شرکت‌ها معمولاً بین 10% و 50% در نوسان است. نرخ بازده داخلی نیز در اغلب موارد بر نرخ هزینه تأمین مالی فزونی دارد رابطه؛ $(IRR > K)$ برقرار است.

در مرحله بلوغ شرکت‌ها فروش با ثبات و متعادلی را تجربه نموده، نیاز به وجوه نقد در اکثر موارد از طریق منابع داخلی تأمین می‌شود. اندازه دارایی‌های این شرکت‌ها نیز به تناسب بیش از اندازه شرکت‌های در مرحله رشد بوده، نسبت سود تقسیمی نیز در این شرکت‌ها معمولاً بین 50% و 100% در نوسان است. به دلیل وفور نقدینگی و کاهش اتکا به سیاست تأمین منابع مالی از خارج، معمولاً نرخ بازده داخلی در این شرکت‌ها معادل یا بیش از نرخ تأمین مالی به عبارتی رابطه $(IRR \geq K)$ برقرار است.

در مرحله افول فرصت‌های رشد عموماً بسیار ناچیز است. شاخص‌های سودآوری، نقدینگی و ایفای تعهدات روند نزولی داشته و شرکت در شرایط رقابتی بسیار سخت محاط شده است؛ ضمن اینکه هزینه تأمین مالی از منابع خارجی بالاست به گونه‌ای که در اغلب موارد نرخ بازده داخلی کمتر از نرخ تأمین مالی است؛ به عبارتی رابطه $(IRR < K)$ برقرار است.

میخاییل و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان نوسانات جریان وجوه نقد و ساختار سرمایه با توجه به سررسید بدهی برای دوره زمانی ۱۹۷۴-۲۰۱۲ پرداختند، نتایج پژوهش آنها حاکی از تاثیر نوسانات جریان وجوه نقد بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌باشد که در شرکت‌هایی که سررسید بدهی بلند مدت تر می‌باشد میزان تاثیر نوسانات جریان وجوه نقد بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه بیشتر است.

دروبتز و همکاران (۲۰۱۵) با استفاده از مدل تعدیلات جزئی به این نتیجه رسیدند که در مرحله رشد انحراف از جریان وجوه نقد بهینه کمتر از سایر مراحل چرخه فعالیت می‌باشد.

ریدیک و ویتد (۲۰۱۴)، اقدام به بررسی مجدد حساسیت جریان نقدینگی شرکت‌ها نسبت به میزان نقدینگی نمودند و در این بررسی از مدل‌های تجربی و نظری متفاوتی بهره

بازارهای سرمایه به معنای کامل کارا نیستند، شرکت‌ها برای دسترسی به وجه نقد با محدودیت‌هایی مواجه هستند، در نتیجه مدیریت نیازمند اتخاذ سیاست‌هایی در جهت مدیریت وجوه نقد است. در این راستا تئوری‌های مختلفی مطرح شده است که هر کدام به عوامل مؤثر بر آن می‌پردازد.

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، یکی از طرف‌های معامله نسبت به دیگران از مزیت اطلاعاتی برخوردار است. در اقتصاد به چنین وضعیتی نامتقارن بودن اطلاعات گفته می‌شود. با توجه به نظریه مذکور، می‌توان آثار ناشی از تفاوت بین اطلاعات عمومی و محرمانه را در بازارهای مالی مشاهده کرد. در مجموع می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی دارد (اسکات، ۱۳۸۶).

نظریه نمایندگی

از آنجایی که میان مدیر و مالک تضاد منافع وجود دارد در نظریه مذکور ساختار قراردادها به منظور هماهنگ کردن منافع مدیران و مالکان مورد بررسی قرار می‌گیرد (اسکات، ۱۳۸۶). مشکلات نمایندگی یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها است.

نظریه جریان وجه نقد آزاد

بر اساس نظریه مذکور، وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این وضعیت آنها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و در تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (برای مثال، سود سهام) نیستند، آنها برای سرمایه‌گذاری انگیزه دارند حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد (جنسن، ۱۹۸۶).

نظریه موازنه

بر اساس نظریه مذکور، شرکت‌ها میزان مطلوب وجه نقد خود را با ایجاد تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد، تعیین می‌کنند (جانی و همکاران، ۲۰۰۴).

نظریه سلسله مراتب تأمین مالی

بر اساس نظریه مذکور، شرکت‌ها تأمین مالی را از منابع داخل شرکت به تأمین مالی خارجی حساس به اطلاعات ترجیح می‌دهند (دراپتزر و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین، در بحث

علامت کیفیت شرکت برای سرمایه گذاران است. پرداخت سود نقدی به سهامداران در شرکت های بالغ افزایش می یابد و تمایل مدیران برای گسترش یا حفظ اندازه شرکت نسبت به رفاه سهامداران افزایش می یابد. سرانجام استفاده ترکیبی از سود نقدی و بازخرید سهام در شرکت هایی که بالغ تر هستند صورت می گیرد. این مطالعه نشان می دهد که چرخه عمر شرکت از مهمترین دلایل برای انتخاب روش های پرداخت سود سهام است.

پورزمانی و سلیمان خان (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی می پردازد در این تحقیق تعداد ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۳ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از ابزار نرم افزاری Eviews و مدل رگرسیون خطی استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که به طور کلی ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تاثیر منفی دارد. همچنین این نتیجه در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی نیز صادق است.

فغانی ماکرانی؛ زندی، آناهیتا (۱۳۹۶) عکس العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد را آزمون نمودند. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۳ می باشد. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش دادههای تابلویی میباشد که به کمک نرم افزارهای اکسل 7002 و Eviews 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 یافته های تحقیق نشان داد که شرکت هایی که وجه نقد زیاد در خود نگهداری می کنند باعث افزایش ریسک سیستماتیک می شود.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر مراحل چرخه عمر شرکت بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ۱۱ ساله، از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ پرداختند و نمونه مقاله با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با ۱۲۳ شرکت است. نتایج مقاله نشان می دهد مرحله رکود بر هزینه سرمایه تاثیر مثبت خواهد داشت اما، مرحله افول بر هزینه سرمایه تاثیر مثبت بیشتری دارد. در صورتی که، در مقایسه با مرحله رکود مرحله رشد و مرحله ی بلوغ بر هزینه سرمایه تاثیر منفی

گرفتند؛ این محققین موفق به یافتن رابطه ای منفی میان تغییرات دارایی های نقدی و جریان نقدینگی شدند.

لو و هنریچ (۲۰۱۲) در پژوهشی پیمایشی، اقدام به مطالعه رابطه بین پدیده عدم تقارن اطلاعاتی و سطح وجه نقد نگهداشت شده پرداختند. آنها دریافتند که شرکت هایی که از سطح عدم تقارن بالاتری برخوردارند، وجه نقد کمتری نگهداری می کنند.

کلاری و همکاران (۲۰۱۲)، تاثیر محدودیت های مالی داخلی و خارجی را بر روی حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی مورد بررسی قرار دادند. آن ها مدلی پیش بینی کردند که این حساسیت را به وسیله اثر متقابل بین درآمد و هزینه نشان می دهد. طبق اثر هزینه سطوح بالاتر سرمایه گذاری نیازمند مفروضات بیشتر، هزینه های بیشتر و در نتیجه ریسک بالاتر است که یک رابطه مثبت بین جریان های نقدی و سرمایه گذاری را نشان می دهد. از طرف دیگر طبق اثر درآمد سطح بالاتر از سرمایه گذاری، درآمد بیشتری برای شرکت ایجاد می کند و در نتیجه ریسک شرکت را کاهش خواهد داد. این تاثیر یک رابطه منفی بین جریان های نقدی و سرمایه گذاری نشان می دهد.

کلینز و همکاران (۲۰۱۲) به انجام پژوهشی تحت عنوان بررسی عدم تقارن زمانی جریانهای نقدی عملیاتی در طی مراحل چرخه عمر شرکت پرداختند، نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود شکتیهایی که در مراحل اولیه چرخه عمر خود قرار دارند نسبت به شرکتهایی که در مراحل بعدی چرخه عمر خود قرار دارند از عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بیشتری برخوردارند.

هارفورد، کشک و مانسی (۲۰۱۲) با مطالعه روی نمونه ای از شرکت های تولیدی آمریکا، عدم تقارن حساسیت نگه داشت وجه نقد نسبت به جریان نقد را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، زمانی که شرکتی با جریان نقدی مثبت مواجه می شود، منفی است و اما هنگامی که شرکتی با جریان نقد منفی روبرو می شود، مثبت است که این نتیجه حاکی از نامتقارن بودن حساسیت جریان نقدی است.

دیتمار و داچین (۲۰۱۱) بیان نمودند که سرعت تعدیل جریان وجوه نقد به سمت جریان وجوه نقد بهینه در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت متفاوت بوده و در مراحل بلوغ بیشترین سرعت تعدیل وجود دارد.

استپانیان (۲۰۱۰) به بررسی چرخه عمر شرکت و نوع پرداخت سود سهام پرداختند، نتایج این پژوهش حاکی از بازخرید سهام، در مرحله رشد سریع بسیار محتمل است و

نشان داده شد که جریان های نقدی تاثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجوه نقد ندارد و همچنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی وجوه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی نیست.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۹۱)، به بررسی تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت تامین مالی بر سطوح سرمایه گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد که رابطه ای بین جریان های نقدی آزاد و سطوح سرمایه گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری، معنی دار است.

قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) با هدف بررسی رابطه بین نگه داشتن وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، پژوهشی انجام دادند. در پژوهش آنها صدوینج شرکت نمونه انتخاب شدند و طی دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش حاکی است که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین نگه داشتن وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس معناداری وجود دارد و یافته ها تاییدکننده نظریه جریان نقدی آزاد هستند.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت پرداختند نتایج پژوهش حاکی از این بود که متغیرهای عمر و اندازه شرکت عوامل تأثیرگذار در رابطه بین سودآوری و بازده می باشند و باعث افزایش ضریب تعیین تعدیل شده می شوند.

۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه در مراحل مختلف چرخه فعالیت (رشد، بلوغ، افول) تفاوت معناداری دارند.

فرضیه دوم: در شرکت های با ریسک تأمین مالی بالا سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه نسبت به شرکت های با ریسک تأمین مالی پایین تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: در شرکت های با سودآوری بالا سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه نسبت به شرکت های با سودآوری بالا پایین تفاوت معناداری وجود دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی و اطلاعات مورد نیاز از روش های کتابخانه ای و اسناد کاوی جمع آوری گردید. تحقیق حاضر از لحاظ زمانی برای دوره ۱۳۸۹-۱۳۹۴ و از نظر مکانی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری در این مطالعه کلیه شرکت های پذیرفته شده در

دارند. با توجه به نتایج فرضیه های تحقیق به سرمایه گذاران و تحلیل گران پیشنهاد می شود در تحلیل طرح های سرمایه گذاری در دارایی های مالی و اوراق بهادار به تاثیر مراحل چرخه عمر شرکت ها بر هزینه سرمایه شرکت ها توجه ویژه داشته باشند، زیرا لحاظ این عوامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه با کمینه مخاطره و بیشترین بازدهی می شود، ضمن آنکه شفافیت محیط تصمیم گیری و نتایج حاصل را نیز دو چندان می نماید.

ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رقابت در بازار محصول، جریان نقد آزاد، بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری برای نمونه ای متشکل از ۱۱۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ پرداختند. یافته های پژوهش حاکی از رابطه تعاملی جریان نقد آزاد و شاخص هرفیندال-هریسمن با کم سرمایه گذاری می باشد.

اسدی و باغدار (۱۳۹۴) به انجام پژوهشی تحت عنوان تأثیر سطح بهینه وجوه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ برای نمونه ای شامل ۱۳۶ شرکت پرداختند. آنها ابتدا با استفاده از رگرسیون پانل دیتا رابطه ی سهمی گونه (مقعر) وجه نقد و ارزش شرکت مورد آزمون قرار دادند، سپس تاثیر انحراف از سطح بهینه وجوه نقد که بر اساس ویژگی های خاص شرکت برآورد شده بود بر ارزش شرکت بررسی نمودند. نتایج رابطه مقعری را بین جریان وجوه نقد نگهداری شده و ارزش شرکت نشان می دهد که موید این است که سطح بهینه ای از وجه نقد وجود دارد که ارزش شرکت را حداکثر می کند نتایج همچنین نشان می دهد انحراف از سطح وجه نقدی که بر اساس ویژگی های خاص شرکتها برآورد شده است، تاثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد.

کلیچ (۱۳۹۳)، در تحقیقی به بررسی اثر گروه های تجاری بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیت های تامین مالی در بورس اوراق بهادار پرداخته است. او در این تحقیق اثرگذاری عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها و اثر عضویت در گروه تجاری بر رفع محدودیت تامین مالی شرکت ها را مورد آزمون قرار داده است. با توجه به نتایج تحقیق، عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها و رفع محدودیت جریان تامین مالی شرکت ها موثر بوده است.

کاشانی پور و نقی زاده (۱۳۹۲)، به بررسی اثر محدودیت های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجوه نقد در برابر تغییرات در جریان های نقدی پرداختند. با استفاده از معیارهای متعدد (اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری) به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی،

بورس اوراق بهادار تهران است. در جامعه فوق محدودیت‌های زیر مد نظر قرار گرفته است:

(۱) شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها قبل از ۱۳۸۷ باشد.

(۲) شرکت‌هایی که پایان دوره مالی آن‌ها ۱۲/۲۹ است.

(۳) شرکت‌هایی که طی دوره مورد تحقیق فعالیت مستمر داشته و جزء شرکت‌های تولیدی باشد.

(۴) شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها برای دوره زمانی تحقیق در دسترس باشد

با توجه به مجموعه شرایط فوق، تنها ۱۶۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ شرایط فوق را دارا بوده و لذا به‌عنوان جامعه غربال شده انتخاب و مورد آزمون واقع شدند.

مدل و متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها مدل اصلی پژوهش

$$C_{it} - C_{it-1} = \lambda (C_{it}^* - C_{it-1}) + \mu_i + e_{it}$$

در این مدل C_{it} و C_{it}^* به ترتیب مشخص‌کننده نسبت جریان نقد واقعی (مشاهده‌شده) و جریان نقد هدف شرکت i در زمان t می‌باشند. μ_i اثرات ثابت شرکت و e_{it} جمله خطا است. λ سرعت تعدیل می‌باشد، که نشان می‌دهد شرکت‌ها با چه سرعتی به سمت جریان نقد بهینه حرکت می‌کنند (دروینتز، ۲۰۱۵).

$$C_{i,t}^* = \beta_1 SDA_{i,t} + \beta_2 WCA_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 DEP_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 R\&D_{i,t} + \beta_7 CEA_{i,t} + \beta_8 DPD_{i,t} + \beta_9 OIA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$SDA_{i,t}$: بدهی‌های کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها

$WCA_{i,t}$: سرمایه در گردش تقسیم بر کل دارایی‌ها

$MB_{i,t}$: ارزش بازار به ارزش دفتری تقسیم بر کل دارایی‌ها

$DEP_{i,t}$: بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر کل دارایی‌ها

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

$R\&D_{i,t}$: شرکت‌هایی که دارای هزینه تحقیق و توسعه عدد ۱ مابقی صفر

$CEA_{i,t}$: هزینه سرمایه تقسیم بر کل دارایی‌ها

$DPD_{i,t}$: عدد یک برای شرکت‌هایی که سود سهام پرداختی دارند و مابقی صفر

$OIA_{i,t}$: سود عملیاتی به کل دارایی‌ها

چرخه عمر

آنتونی و رامش (۱۹۹۲) در پژوهش خود به‌منظور تفکیک شرکت‌ها به مراحل چرخه عمر از سه متغیر: رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی استفاده نمودند. مراحل به شرح ذیل است:

(۱) ابتدا مقادیر سه متغیر فوق برای هر سال شرکت محاسبه شده، این مقادیر بر اساس چندک‌های آماری

به سه طبقه پایین، متوسط و بالا تقسیم می‌شوند.

(۲) به هریک از این مشاهدات که در این طبقات قرار

می‌گیرد یک نمره تعلق می‌گیرد (پایین ۱، متوسط ۲ و

بالا ۳).

(۳) با توجه به نمرات به‌دست‌آمده هریک از مراحل رشد،

بلوغ و افول طبقه‌بندی می‌گردد.

چرخه عمر شرکت	رشد فروش	مخارج سرمایه‌ای	سود تقسیمی
رشد	۳	۳	۱
بلوغ	۲	۲	۲
افول	۲	۱	۳

برای آزمون فرضیه ۲ شرکت‌ها بر اساس ریسک تامین مالی به دو گروه ریسک بالا و پایین تقسیم می‌شوند

$$REF_{i,t} = \frac{CPLTD_{i,t} + CPLTD_{i,t+1} + CPLTD_{i,t+2}}{TLTD_{i,t}}$$

REF: ریسک تامین مالی مجدد

$CPLTD_{i,t}$: حصة جاری بدهی بلندمدت شرکت i برای دوره t

$TLTD_{i,t}$: جمع بدهی‌های شرکت i برای دوره t

برای آزمون فرضیه ۳ شرکت‌ها به دو گروه سودآوری بالا و پایین تقسیم می‌شوند.

PROF: این معیار از طریق تقسیم سود عملیاتی قبل از استهلاک به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود

$$PROF_{i,t} = \frac{EBITD_{i,t}}{BA_{i,t}}$$

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

این آمارها مربوط به ۱۶۳ شرکت طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است که دربردارنده ۹۷۸ سال شرکت می‌باشد.

نگاره (۴-۱): نتایج آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در مدل

DPD	DEP _t	OIA	CEA	WCA	SDA	B/M _t	SIZE _t	C _{it}	آماره
0.319	0.755	2.90539	2.30678	2.286	-1.019	-1.039	12.739	1.237	میانگین
0.1011	0.191	2.49674	1.43850	1.511	-0.970	-0.010	12.555	0.907	میان
1.0000	1.329	9.31569	8.75529	8.674	10.855	5.0259	18.407	8.344	حداکثر
0.0002	0.020	-0.5212	-2.8308	-1.526	-10.34	-12.15	10.041	-4.633	حداقل
0.3883	0.683	2.22880	2.48696	2.215	3.3801	3.2843	1.361	2.955	انحراف معیار
0.8841	۰,۴۱۳	0.79282	0.89899	1.076	0.5272	-1.163	0.886	0.448	چولگی
2.096	3.832	3.12461	3.16873	3.621	4.7163	4.6164	4.360	2.914	کشیدگی
0.9784	0.648	1.88947	1.7846	1.324	1.9786	9348	1.76942	1.363	آماره جارک برا
0.7647	0.854	0.08974	0.1324	0.384	49745	8794	9783	0.234	سطح خطا
978	978	978	978	978	978	978	978	978	مشاهدات

همان‌طور که مشاهده می‌شود، احتمال رد ضریب برآورد شده برای معیار جریان وجه نقد در هر سه مرحله رشد؛ بلوغ و افول کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد. لذا ضریب مذکور در سطح خطای تعیین شده معنادار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت که در شرکت‌های مورد بررسی، در مرحله رشد شکاف بین جریان وجه نقد واقعی و جریان وجه نقد بهینه ۴۹٪ در مرحله بلوغ ۳۵٪ و در محله افول ۶۵٪ می‌باشد. به عبارتی سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه در هر سه مرحله به ترتیب ۵۱٪؛ ۶۵٪ و ۳۵٪ می‌باشد. بنابراین در مرحله بلوغ کمترین شکاف و بیشترین سرعت تعدیل به سمت جریان نقد بهینه وجود دارد. لذا فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود.

در نگاره فوق بابت نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آماره جارک برا استفاده شده است که همان‌طور مشاهده می‌شود تمامی متغیرهای پژوهش دارای توزیع نرمال می‌باشند (در آماره جارک برا H0 نرمال بودن متغیر را نشان می‌دهد، بنابراین از آنجا که سطح خطای کلیه متغیرها از ۵٪ بیشتر است لذا فرضیه H0 رد نمی‌شود).

۲-۵- نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول: سرعت تعدیل به سمت جریان وجوه نقد بهینه در مراحل مختلف چرخه فعالیت (رشد، بلوغ، افول) تفاوت معناداری دارند.

جدول ۵-۲-۱: نتایج برآورد مدل

$$C_{it} = (1 - \lambda)C_{it-1} + \lambda(\beta_1 SDA_{it} + \beta_2 WCA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_7 CEA_{it} + \beta_8 DPD_{it} + \beta_9 OIA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

مرحله رشد				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
C	0.091601	0.068193	1.134325	0.2932
C _{it-1}	0.490871	0.100473	5.989974	0.0000
SDA	0.204619	0.021254	9.627190	0.0000
WCA	-0.007184	0.005295	-1.356787	0.1752
MB	0.000744	0.002000	0.371964	0.7100
DEP	-0.031398	0.023581	-1.331524	0.1834
SIZE	0.061501	0.015217	4.00959	0.0000
CEA	0.004642	0.007038	4.47214	0.0000
DPD	0.701574	0.084203	8.331938	0.0000
OIA	0.009877	0.005379	1.836320	0.0707
آماره دوربین- واتسون	1.912641	ضریب تعیین (R ²)	0.313569	
آماره F	31.30792	R ² تعدیل شده	0.306748	
معناداری آماره F	0.000000			

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
مرحله بلوغ				
C	-0.017669	0.066132	-0.267169	0.7894
C_{it-1}	0.352430	0.111479	3.852507	0.0000
SDA	0.200930	0.020663	9.724199	0.0000
WCA	-0.006766	0.005141	-1.316068	0.1885
MB	0.000655	0.001948	0.336423	0.7366
DEP	-0.035659	0.022859	-1.559948	0.1192
SIZE	0.062186	0.014851	4.118597	0.0000
CEA	0.024907	0.005906	4.216881	0.0001
DPD	0.646947	0.100412	6.442913	0.0000
OIA	0.002634	0.006450	0.408314	0.6843
آماره دوربین- واتسون		1.891153	ضریب تعیین (R^2)	
آماره F		34.08152	R^2 تعدیل شده	
معناداری آماره F		0.000000		

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
مرحله افول				
C	0.003713	0.002032	2.827538	0.00032
C_{it-1}	0.652430	0.111479	5.852507	0.0000
SDA	0.009697	0.003125	3.103128	0.0019
WCA	0.007029	0.002007	3.502177	0.0005
MB	0.252672	0.069836	3.618094	0.0003
DEP	0.004642	0.001038	4.47214	0.0000
SIZE	0.701574	0.084203	8.331938	0.0000
CEA	0.009877	0.005379	1.836320	0.0707
DPD	0.012131	0.012716	0.953970	0.3435
OIA	0.018252	0.008430	2.165036	0.0339

در شرکت‌های مورد بررسی، در شرایط ریسک تأمین مالی بالا ۵۴٪ شکاف بین جریان وجه نقد واقعی و جریان نقد بهینه وجود دارد؛ و در شرایط ریسک تأمین مالی پایین ۴۶٪ شکاف وجود دارد؛ بنابراین در شرایط ریسک تأمین مالی بالا نسبت به شرایط ریسک تأمین مالی پایین ۸٪ (۴۶-۵۴) شکاف بیشتر وجود دارد لذا فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود.

فرضیه دوم: در شرکت‌های با ریسک تأمین مالی بالا سرعت تعدیل به سمت جریان وجه نقد بهینه نسبت به شرکت‌های با ریسک تأمین مالی پایین تفاوت معناداری وجود دارد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، احتمال رد ضریب برآورد شده برای معیار جریان وجه نقد در شرایط ریسک تأمین مالی بالا و پایین کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد. لذا ضریب مذکور در سطح خطای تعیین شده معنادار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت که

جدول ۵-۲-۲: نتایج برآورد مدل

$$C_{it} = (1 - \lambda)C_{it-1} + \lambda(\beta_1 SDA_{it} + \beta_2 WCA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_7 CEA_{it} + \beta_8 DPD_{it} + \beta_9 OIA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

ریسک تأمین مالی بالا				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
C	-0.017669	0.066132	-0.267169	0.7894
C_{it-1}	0.540484	0.136289	3.965438	0.0001
SDA	0.200930	0.020663	9.724199	0.0000
WCA	-0.006766	0.005141	-1.316068	0.1885
MB	0.000655	0.001948	0.336423	0.7366
DEP	-0.035659	0.022859	-1.559948	0.1192
SIZE	0.062186	0.014851	4.118597	0.0000
CEA	0.006645	0.005779	1.149926	0.2543
DPD	0.017044	0.009120	1.868811	0.0660
OIA	0.276951	0.126514	2.189088	0.0321
آماره دوربین- واتسون		1.891153	ضریب تعیین (R^2)	
آماره F		34.08152	R^2 تعدیل شده	
معناداری آماره F		0.000000		

ریسک تأمین مالی پایین				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
C	-0.018432	0.068281	-0.269938	0.7873
C_{it-1}	0.464385	0.069885	4.352100	0.0000
SDA	0.202694	0.021230	9.547723	0.0000
WCA	-0.006940	0.005294	-1.311089	0.1902
MB	0.000636	0.001984	0.320383	0.7488
DEP	-0.031682	0.023568	-1.344265	0.1792
SIZE	0.054674	0.015210	3.559909	0.0000
CEA	0.643641	0.040318	15.96401	0.0000
DPD	0.010193	0.003306	3.083711	0.0020
OIA	0.007233	0.004961	1.458057	0.1448
آماره دوربین- واتسون		1.923683	ضریب تعیین (R^2)	
آماره F		31.88660	R^2 تعدیل شده	
معناداری آماره F		0.000000		

در شرکت‌های مورد بررسی، در شرایط سودآوری بالا ۴۰٪ شکاف بین جریان وجه نقد واقعی و جریان نقد بهینه وجود دارد؛ و در شرایط سودآوری پایین ۵۶٪ شکاف وجود دارد؛ بنابراین در شرایط سودآوری پایین نسبت به شرایط سودآوری بالا ۱۶٪ (۴۰-۵۶) شکاف بیشتر وجود دارد لذا فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شود.

فرضیه سوم: در شرکت‌های با سودآوری بالا سرعت تعدیل به سمت جریان وجه نقد بهینه نسبت به شرکت‌های با سودآوری بالا پایین تفاوت معناداری وجود دارد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، احتمال رد ضریب برآورد شده برای معیار جریان وجه نقد در شرایط سودآوری بالا و پایین کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد. لذا ضریب مذکور در سطح خطای تعیین شده معنادار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت که

جدول ۵-۲-۳: نتایج برآورد مدل

$$C_{it} = (1 - \lambda)C_{it-1} + \lambda(\beta_1 SDA_{it} + \beta_2 WCA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_7 CEA_{it} + \beta_8 DPD_{it} + \beta_9 OIA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

سودآوری بالا				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
C	0.091601	0.068193	1.134325	0.2932
C_{it-1}	0.400871	0.100473	4.989974	0.0000
SDA	0.204619	0.021254	9.627190	0.0000
WCA	-0.007184	0.005295	-1.356787	0.1752
MB	0.000744	0.002000	0.371964	0.7100
DEP	-0.031398	0.023581	-1.331524	0.1834
SIZE	0.061501	0.015217	0.00959	0.0000
CEA	0.684402	0.115766	5.911939	0.0000
DPD	0.006283	0.008940	0.702824	0.4846
OIA	-0.021444	0.009665	2.218740	0.0298
آماره دوربین- واتسون		1.912641	ضریب تعیین (R^2)	
آماره F		31.30792	R^2 تعدیل شده	
معناداری آماره F		0.000000		

سودآوری پایین				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
C	-0.018432	0.068281	-0.269938	0.7873
C_{it-1}	0.564385	0.069885	3.352100	0.0000
SDA	0.202694	0.021230	9.547723	0.0000
WCA	-0.006940	0.005294	-1.311089	0.1902
MB	0.000636	0.001984	0.320383	0.7488
DEP	-0.031682	0.023568	-1.344265	0.1792
SIZE	0.054674	0.015210	3.559909	0.0000
CEA	0.762877	0.098731	7.726846	0.0000
DPD	0.011423	0.006342	1.801162	0.0761
OIA	0.014309	0.007561	1.892388	0.0627
آماره دوربین- واتسون		1.923683	ضریب تعیین (R^2)	
آماره F		31.88660	R^2 تعدیل شده	
معناداری آماره F		0.000000		

۸- نتیجه‌گیری و بحث

مفهوم چرخه عمر شرکتها بسیار پیچیده و چند بعدی است به طور مثال میزان تولید، رقابت در بازار، نمودار یادگیری و تجربه و میزان سرمایه گذاری می تواند معیارهایی جهت تعیین عمر شرکت باشد، درمبانی نظری راجع به شیوه تامین مالی و جریان وجوه نقد در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت پژوهش هایی انجام شده است (درویتز و همکاران، ۲۰۱۵). بانایای و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند سیاست های پرداخت وجه شرکتها با چرخه عمر آنها مرتبط است، که به نظریه سلسله مراتب ارتباط دارد. کامپلو و همکاران (۲۰۰۷) بیان میکنند که شرکتها با توجه به فرصت های سرمایه گذاری که در مراحل مختلف چرخه عمر دارند سرعت تعدیل متفاوتی به سمت جریان نقد بهینه خواهند داشت. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که مراحل رشد و بلوغ و افول سرعت تعدیل های متفاوتی به سمت جریان وجه نقد بهینه وجود دارد؛ که بیشترین تعدیل متعلق به دوران بلوغ و کمترین متعلق به دوران افول می باشد که با نتایج پژوهشهای درویتز و همکاران (۲۰۱۵) و همچنین دیتمار و داچین (۲۰۱۱) مطابقت دارد. عدم تقارن زمانی جریان نقدی، محصول فرعی فرایند بنیادی سودآوری شرکت است این فرایند بنیادی، تعیین کننده جریان های نقدی در طول مراحل چرخه عمر شرکت از بدو تاسیس تا پایان عمر شرکت است. بنابراین یک الگوی منظم قابل پیش بینی میان بازده و جریان های نقدی عملیاتی و جریان نقد بهینه در طول مراحل چرخه عمر شرکت وجود دارد این الگوی منظم قابل پیش بینی در طول مراحل چرخه عمر شرکت و در محیط های خوش خبر و بد خبر از لحاظ عدم تقارن زمانی وقوع، تفاوت های گوناگونی دارد (کلینز و همکاران، ۲۰۱۲).

در محیط های خوش خبر (بازده مثبت سهام) ، شرکت هایی که در مراحل اولیه چرخه عمر خود (شرکت های نوظهور و در حال رشد) هستند، به فرصت های رشد اهمیت زیادی می دهند. بر این اساس وجوه نقد خود را به سرمایه گذاری در سرمایه در گردش، افزایش موجودی ها ، افزایش حساب های دریافتنی، مخارج تحقیق و توسعه و مخارج تبلیغات می رسانند. شرکت هایی که در مراحل بعدی چرخه عمر خود (شرکت های بالغ) قرار دارند از فرصت های رشد خود استفاده نموده اند. از سوی دیگر این شرکت ها بر اساس توان ایجاد جریان های نقدی مورد ارزیابی قرار می گیرند. جریان های نقدی عملیاتی منعکس کننده بهره وری عملیات (دارایی های موجود) شرکت است. همزمان با تغییر در جریان نقدی عملیاتی ارزش شرکت نیز تغییر می کند (کلینز و همکاران، ۲۰۱۲). یک شرکت در طی عمر خود، مراحل گوناگونی از

قبیل ظهور رشد بلوغ و افول را پشت سر می گذارد بین این مراحل، مرحله رشد و بلوغ از جایگاه درخور ملاحظه ای برخوردار است در مرحله رشد، شرکت به بسط و توسعه خود می پردازد وجوه نقد خود را به خرید دارایی های سرمایه ای مولد و سرمایه گذاری در سرمایه در گردش به مصرف می رساند از طرف دیگر دارای بازده سرمایه گذاری بالایی نیز است شرکت هایی که مرحله بلوغ خود را سپری می کنند، از دارایی های موجود خود جریان نقدی ایجاد می کنند و دارای بازده متعادلی هستند بنابراین در طی مراحل چرخه عمر شرکت سرعت تعدیل های متفاوتی به سمت جریان وجه نقد بهینه وجود دارد؛ که بیشترین تعدیل متعلق به دوران بلوغ است .

بر اساس آزمون فرضیه دوم مشخص گردید ریسک تامین مالی بر شکاف بین جریان نقد واقعی و بهینه تاثیرگذار می باشد و در شرایط ریسک تامین مالی بالا این شکاف بیشتر و به عبارتی سرعت تعدیل کمتری وجود دارد که مطابق با نتایج پژوهش دیتمار و داچین (۲۰۱۱) می باشد . بر طبق نظریه سلسله مراتب، شرکتها تامین مالی را از منابع داخل شرکت به تامین مالی خارجی حساس به اطلاعات ترجیح می دهند (دراپتز و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین، در بحث تامین مالی، شرکتها منابع سرمایه گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته تامین می کنند. سپس با بدهی های کم مخاطره و بعد با بدهی های پرمخاطره و سرانجام با انتشار سهام، به تامین منابع مالی می پردازند. در نتیجه، از آنجایی که مدیریت، منابع داخلی تامین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می دهد، به انباشت وجه نقد تمایل دارد تا بتواند در مرحله اول، تامین مالی را از داخل شرکت انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع نکند (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

فازای و همکاران (۲۰۰۴) استدلال نمودند شرکت های با محدودیت تامین مالی شدید، در هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری، بر جریان های نقدی تاکید بیشتری می کنند. به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه تامین مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه گذاری به وجوه داخلی نگهداری شده، باید افزایش یابد. هان و کیو (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت های دارای محدودیت های تامین مالی در پاسخ به افزایش نوسانات جریان های نقدی، نگهداری موجودی های نقدی خود را افزایش می دهند، زیرا محدودیت های تامین مالی نوعی رقابت بین سرمایه گذاری های جاری و آتی به وجود آورده و همچنین با توجه به وجود ریسک جریان های نقدی آتی، باعث ایجاد انگیزه لازم جهت پس انداز های احتیاطی توسط مدیریت می شود. ارسلان و همکاران (۲۰۰۶) نیز نگهداری موجودی های نقدی را به عنوان ابزاری حفاظتی

- در برابر نوسانات جریان های وجوه نقد در شرایط محدودیت تامین مالی خارجی می دانند.
- و نهایتاً با آزمون فرضیه سوم پژوهش نتیجه نشان داد که در شرکتهای با سودآوری بالا سرعت تعدیل به سمت جریان وجه نقد بهینه بیشتر از شرکتهای با سودآوری پایین می باشد که مشابه نتایج یافته های دروینتز و همکاران (۲۰۱۵) می باشد.
- مدیریت وجه نقد در واقع نوعی تعادل بین ریسک و بازده است. نگهداری مقادیر زیادی از وجه نقد در شرکت اگر چه ریسک نقدینگی را به حداقل می رساند اما سودآوری واحد تجاری را کاهش می دهد کی اون (۲۰۰۶). با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه گذاران و مدیران مالی شرکتهای پیشنهاد می گردد برای تبیین رفتار وجه نقد شرکت ها در بورس تهران، به چرخه عمر شرکت ها (رشد، بلوغ و افول) و هر دو عامل سودآوری و ریسک تامین مالی در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری و بهینه یابی جریان وجه نقد توجه نمایند.
- فهرست منابع**
- * استا، سهراب قیطاسی، روح اله (۱۳۹۱)، "اثر چرخه عمر واحد تجاری بر اقلام تعهدی اختیاری"، پژوهش های حسابداری مالی، بهار ۱۳۹۱، دوره ۴، شماره (۱۱) 1، ص 89 تا 103.
- * اسدی غلامحسین، باغدار بهاره، "تأثیر سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه دانش حسابرسی، زمستان ۱۳۹۴، دوره ۱۵، شماره ۶۱، ص ۴۹-۲۷.
- * اسکات، ویلیام (۱۳۸۶)، نظریه حسابداری، ترجمه دکتر علی پارسائیان، تهران، انتشارات ترمه.
- * پورزمانی، زهرا، سلیمان خان، آرامه (۱۳۹۶). "مقایسه تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و بدون محدودیت تامین مالی بر اساس شاخص KZ." دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۶، شماره ۲۲ ص ۵۳-۶۲
- * تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۹۱). "تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری". مجله تحقیقات حسابداری، ۱ (۳): ۵۰-۶۷.
- * رحمانی، علی، مسجد موسوی، میرسجاد و قیطاسی، روح الله. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه چرخه عمر و اندازه شرکت". فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره ۹۰. ص ۱۱۵-۱۰۴.
- * فغانی ماکرانی، خسرو؛ زندی، آناهیتا (۱۳۹۶). "تأثیر عکس العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۶، شماره ۲۲ ص ۹۳-۸۸
- * قربانی س، عدیلی م. (۱۳۹۱)، "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی"، فصلنامه دانش حسابداری، ۳ (۸)، ص ۱۳۱-۱۴۵.
- * کاشانی پور، محمد، تقی نژاد، بیژن. (۱۳۸۹). "بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، صص ۷۲-۹۳.
- * کرمی، غلامرضا و حامد عمرانی. (۱۳۸۹) "تأثیر چرخه ی عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت". بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۵۹ (۱۷) صص ۹۶-۷۹.
- * کرمی، غلامرضا و حامد عمرانی. (۱۳۸۹) "تأثیر چرخه ی عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد". پژوهشهای حسابداری مالی، ۳ (۲) صص ۶۴-۴۹.
- * کلیچ، محسن. (۱۳۹۳)، "بررسی اثر گروه های تجاری بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیتهای تامین مالی در بورس اوراق بهادار"، همایش بررسی ابعاد و تحول روشهای تامین مالی در کشور با تأکید بر نقش بانک، بیمه و بازار سرمایه.
- * ملکیان، ا؛ احمدپور، ا؛ محمدی، م. (۱۳۹۰) بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسیهای حسابرسی و حسابداری ۹۶-۱۰۲: (۱۱) ۳.
- * Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S. (2013). The cash flow sensitivity of cash. The Journal of Finance, 59 (4): 1777-1804.
- * Anthony, J. H. and, K. Ramesh (1992) Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis, Journal of Accounting and Economics, Vol. 15, pp. 203-227.
- * Arsalan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity. Emerging Markets Review 7(4), 320-338.
- * Collins, D. Hribar., P. and X. Tian, (2012). "Cross Sectional Variation Cash Flow Asymmetric Timeliness and Its Effect on the Earnings-Based Measure of Conditional Conservatism". Working Paper. University of Iowa
- * Cleary, S. povel, p. and Raith, M. (201۲). "The u-shaped investment curve: Theory and evidence".

International Accounting Auditing Taxation 13، 1-20.

- * Riddick, L., Whited, T., 2014. "The Corporate Propensity to Save". The Journal of Finance, 64 , 1729-1766.
- * Titman, S. H. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. Journal of Finance. 43(1).

Journal of Financial and Quantitative Analysis, No. 42.Pp.1-40.

- * Crum, R., Jensen, D. & Ketz, E. (2002). An investigation of management's dividend policy model and cash flow measures, Working Paper. The Pennsylvania State University.
- * Dechow, P. M. , A. P. Hutton, J. H. Kim and R. G. Sloan. (2012) "Detecting Earnings Management: A New Approach" Journal of Accounting Research 50: 275-334.
- * Dittmar, A., and R. Duchin, 2011, The dynamics of cash, Working paper, University of Michigan.
- * Drobotz, Wolfgang., Michael, Halling., and Schröder. H.(2015). Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings, Journal of Financial, 102, 3 -138.
- * Dro betz, W., Gruninger, M. & Hirschvogel, S. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. Journal of Banking & Finance, 34, 2168 - 2184.
- * Ferreira, M. A. & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. European Financial Management, 10(2), 295-319.
- * Faulkender, M., Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash, Journal of Finance, 61(3): 1957-1990.
- * Garcia-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J. P. (2008). Accruals quality and corporate cash holdings. Accounting and Finance, 49 (4): 95-115.
- * Gohar G. Stepanyan. (2010). Firm Life Cycle and the Choice of the Form of Payout, www. SSRN. com
- * Harford, J., Kecskes, A., Mansi, S. (2012). Investor Horizons and Corporate Cash Holdings. Review of Financial Studies. 19 (2): 531- 559.
- * Jani, E., Hoesli, M. & Bender, A. w. d. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts. available at www.ssrn.com,id=563863
- * Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporation financial, and takeover. American Economic Review 76, 323-329.
- * Kim, C. S., Mauer, D. & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 33, 335-359.
- * Lau, J., Block, Joern, H. (2012). Corporate Cash Holdings and their Implications on Firm Value in Family and Founder Firms. Corporate Ownership and Control, Forthcoming. 9 (4): 309-326.
- * Michael, O. Keefe, M, Yaghoubi., (2016). "The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities" Journal of Corporate Finance, 6, 53. 234-251.
- * Opler, Tim., Pinkowitz, Lee., Stulz, Rene H. & Williamson, Rohan. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, Journal of Financial Economics, 52, 3 -46.
- * Ozkan, Aydin. & Ozkan, Neslihan. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. Journal of Banking & Finance, 28, 2103-2134.
- * Richard chung, Sandra Ho, Jeony - Bon kim (2004), "ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan " Journal of

یادداشت‌ها

¹ Wang

² Gilmer

³ Allayannis and Mozumdar

⁴ Han and Qiu