

بررسی تاثیر جریان وجه نقد بر نگه داشت وجه نقد با در نظر گرفتن نقش فرصت های سرمایه گذاری

حسین اسدی ۱ و لیلا صفدریان ۲

۱ کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، اصفهان، ایران

۲ استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، اصفهان، ایران

چکیده

شرکت‌ها به منظور مقابله با کمبودهای غیرمترقبه وجه نقد و نیز تأمین مالی جهت سرمایه‌گذاری‌هایی که برای شرکت دارای خالص ارزش فعلی مثبت است، سعی در نگهداری میزانی وجه نقد می‌نمایند. از سوی دیگر، نگهداری وجه نقد ممکن است مشکلاتی نیز به همراه داشته باشد. مهمترین این مشکلات، مشکلات نمایندگی موجود بین سهامداران و مدیران است. مدیران می‌توانند به بهای از دست رفتن منافع سهامداران، به دنبال منافع شخصی خود باشند و از این لحاظ، نگهداری وجه نقد منافع مدیران را بیشتر از سهامداران تحقق می‌بخشد. لذا هدف این پژوهش بررسی تاثیر جریان وجه نقد بر نگه داشت وجه نقد با در نظر گرفتن نقش فرصت های سرمایه گذاری است. در راستای هدف پژوهش، دو فرضیه تدوین شد. جهت آزمون این دو فرضیه با استفاده از روش حذف سامانمند، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۳ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی شش ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ لغایت ۱۳۹۷ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که جریان های نقدی بر نگه داشت وجه نقد تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد که فرصت های سرمایه گذاری در تاثیر وجه نقد در نگه داشت وجه نقد نقش تعدیلی تضعیف کننده دارد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه گذاری، جریان های نقدی، نگه داشت وجه نقد.

۱. مقدمه

از جمله اصلی‌ترین وظایف مدیران مالی، برنامه‌ریزی و هدایت صحیح منابع و مصارف سرمایه می‌باشد. به گونه‌ای که افزایش حداکثری ارزش شرکت و همچنین ثروت سهامداران را به همراه داشته باشد. در این راستا، مدیریت وجوه نقد با هدفمندسازی حجم نگهداری وجوه نقد و حجم مربوط به سرمایه‌گذاری کارآمد و همچنین بهینه‌سازی سازوکارهای دریافت و پرداخت می‌تواند نقش به‌سزایی را در تحقق هدف اصلی مدیریت مالی که همانا حداکثر کردن ارزش شرکت است، ایفا کند. بنابراین مدیریت صحیح وجوه نقد با تعیین مانده مطلوب آن، تعادل بین هزینه‌های نگهداری و هزینه‌های فرصت استفاده از وجوه نقد را (در سطح حداقل ممکن) ایجاد کرده و شرایط مساعد استفاده از این دارایی را فراهم می‌کند. یکی از موضوعاتی که به خوبی در کتاب شناسی مالی به آن پرداخته شده، حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد است (سدیدی و سانیانی، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری یکی از اجزای مهم تقاضای کل است که نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی هر کشور ایفا می‌کند؛ لذا شناخت رفتار سرمایه‌گذاری در کانون توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. بر این اساس، از دیرباز نظریه پردازان درصدد تهیه الگویی بوده‌اند تا بتوانند رفتار سرمایه‌گذاری را تبیین و عوامل مهم تأثیرگذار بر آن را شناسایی کنند (هادیان و تحویلی، ۱۳۹۳).

جریان‌های نقدی همواره یکی از موضوعات مورد تأکید در مدیریت شرکت‌ها است. شرکت‌ها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای هدف اصلی هر واحد تجاری که سودآوری است، نیاز به جریان‌های نقدی دارند. مدیران در شرایط مختلف اقتصادی خرد و کلان تصمیماتی به منظور انجام این سرمایه‌گذاری‌ها اتخاذ می‌نمایند که به میزان اتکای آن‌ها به منابع سرمایه‌گذاری، یعنی جریان‌های نقدی وابسته است. بدیهی است هرچه نوسانات جریان‌های نقدی کمتر باشد، قابلیت پیش‌بینی آینده و برنامه‌ریزی جهت پروژه‌های آتی نیز میسر می‌گردد. لذا، عدم ثبات میزان جریان‌های نقدی باعث جلوگیری از اجرای پروژه‌های بلندمدت می‌گردد. شرکت‌هایی که در دسترسی به منابع تأمین مالی با مشکلاتی مواجه هستند، نسبت به شرکت‌هایی که دسترسی آسان‌تری به این منابع دارند، رفتارهای متفاوتی در این شرایط از خود نشان می‌دهند. مدیران این شرکت‌ها به منظور حفظ قدرت رقابتی شرکت و میزان نقدینگی، اقدام به ذخیره نمودن و نگه داشتن جریان‌های نقدی به جای مصرف آن‌ها در پروژه‌های مختلف می‌نمایند. لیکن این عمل در شرکت‌هایی که دسترسی به منابع تأمین مالی دارند، با توجه به اینکه در کمترین زمان توان دسترسی به میزان نقدینگی موردنیاز را دارند، کمتر صورت می‌پذیرد. با توجه به نوسان جریان‌های داخلی و همچنین عدم دسترسی به بازارهای تأمین مالی خارجی، این شرکت‌ها اجرای پروژه‌های خود را به سال‌های بعد منتقل کرده و یا سطح سرمایه‌گذاری مدنظر خود را پایین می‌آورند. با توجه به مبانی نظری مطرح شده می‌توان دریافت که حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌تواند در اثر بحران‌های نقدینگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد شود و بسته به شدت محدودیت‌های مالی شرکت‌ها متفاوت است، که این موضوع اهمیت بالای نگه داشتن وجه نقد و ارتباط آن با جریان‌های نقدی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد. لذا، تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی شرکت‌ها، یکی از مسائل شایان توجه در ادبیات تأمین مالی محسوب می‌شود. مزیت عمده‌ی نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارج از شرکت است، از طرف دیگر نگهداری سطوح بالای وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. بنابراین، هدف این پژوهش بررسی تأثیر جریان وجه نقد بر نگه داشتن وجه نقد با در نظر گرفتن نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری است.

۲. مبانی نظری و بیان مساله

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. شرکت‌هایی که سطوح بالایی از وجه نقد را نگهداری می‌نمایند انتظار می‌رود که با محدودیت‌های مالی کمتری مواجه شوند (سلیمی و خاکزاد کهق، ۱۳۹۸). 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. وجه 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 تأمین کنند

(رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲). مؤسسه‌های اقتصادی عموماً بخشی از دارایی‌های خود را به صورت موجودی‌های نقدی نگهداری می‌نمایند و تعیین اینکه چه میزانی از دارایی‌ها باید به صورت وجه نقد نگه داشته شود، از تصمیمات مهمی است که مدیریت واحد تجاری اخذ می‌کند (کیم و همکاران^۱، ۱۹۹۸؛ ازکان و ازکان^۲، ۲۰۰۴). به طور معمول، مدیران به دنبال سطح بهینه‌ای از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداشت وجه نقد، از بروز آسیب‌های عمده به واحد تجاری و از دست دادن فرصت‌ها جلوگیری نموده، حداکثر ارزش آفرینی ممکن را از سطح موجودی نقدی بهینه کسب نمایند. در واقع، مدیران برای میزان نقدینگی انتهای یک دوره زمانی برنامه‌ریزی و در جهت رسیدن به آن تلاش می‌کنند. تا کنون پژوهش‌های بسیاری (مانند آلمیدا و همکاران^۳، ۲۰۰۴؛ ازکان و ازکان، ۲۰۰۴؛ گارسیا و همکاران^۴، ۲۰۰۹) به بررسی انگیزه‌ها و عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداخته‌اند و عوامل مختلفی، از جمله حساب‌های دریافتی، موجودی‌های کالا، خالص سرمایه در گردش، بدهی‌های جاری و بلند مدت، سود خالص، سود تقسیمی، فرصت‌های رشد شرکت و اندازه شرکت‌ها را به عنوان عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت موجودی‌های نقدی ذکر کرده‌اند (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸).

همچنین، وجود عدم اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارد. این عدم اطمینان، واحد تجاری را به سمت موقعیتی می‌برد که در آن، بیش از آنچه انتظار دارد، متحمل مخارج می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که بیشتر انتظار دارند با عدم اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی مواجه شوند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (اوپلر و همکاران^۵، ۱۹۹۹). به عبارت دیگر شرکت‌هایی که نوسان بالایی را در جریان‌های نقدی خود تجربه می‌کنند، به احتمال قوی-تری با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، زیرا ممکن است به طور غیر منتظره جریان نقدی کاهش یابد. بنابراین، انتظار می‌رود که رابطه‌ای مثبت بین عدم اطمینان جریان نقدی و مانده وجه نقد وجود داشته باشد (جنی و همکاران^۶، ۲۰۰۴). به سبب اهمیتی که جریان‌های نقدی در سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت واحدهای تجاری دارد، پیش‌بینی آن به عنوان یکی از اجزای لاینفک برنامه ریزی مالی و نیز اثرهایی که بر دیگر عناصر صورت‌های مالی دارد، از موضوع‌های مهمی است که مدیران واحدهای اقتصادی توجه خاص به آن دارند. از جمله مهمترین عوامل تعیین‌کننده جریان‌های نقدی که بر وضعیت نقدینگی شرکت نیز تأثیرگذار است، می‌توان به ماهیت فعالیت شرکت‌ها، روش‌های تأمین مالی و مدیریت مطالبات اشاره کرد (فروغی و فرزادی، ۱۳۹۳). اهمیت آن تا آنجاست که جریان نقدی در واحدهای اقتصادی را می‌توان به جریان گردش خون در بدن تشبیه کرد؛ از آنجا که جریان نقدی یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می‌نماید، می‌تواند جایگزین مناسبی برای وجه نقد باشد (کمپته فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۶). وجه نقد نگهداری شده مانند یک شمشیر دو لبه است، که ممکن است با توازن بین هزینه‌ها و منافع حاصل از آن، بتوان سطح بهینه‌ای را برای آن متصور بود، سطحی که ارزش شرکت در آن حداکثر می‌شود (مارتینرسولا و همکاران^۷، ۲۰۱۳). بنابراین اگر مدیران نگران حداکثر سازی ثروت سهامداران هستند می‌بایست بر اساس میزان اهمیت منافع نهایی و هزینه‌های نهایی نگهداری وجه نقد، یک سطح بهینه از وجه نقد را نگهداری کنند (فریرا و ویلا^۸، ۲۰۰۴).

تردید وجود ندارد که میزان ذخایر نقدی یک شرکت باید متناسب با جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی آن تعیین شود. همچنین، می‌توان انتظار داشت که میزان ذخایر نقدی با میزان جریان‌های نقدی عملیاتی در یک راستا حرکت کند (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). اینکه مدیران در شرایط مختلف اقتصادی شرکت چه تصمیماتی در جهت انجام سرمایه‌گذاری-ها اتخاذ می‌کنند، به منابع نقدی شرکت و نوسان‌های ایجاد شده در جریان‌های نقدی وابستگی شدیدی دارد (دنيس و

1 - Kim et al

2 - Ozkan & Ozkan

3 - Almeida et al

4 - Garcia et al

5 - Opler et al

6 - Jani et al

7 - Martínez-Sola et al

8 - Ferreira & Vilela

سیبیلکوف^۹، ۲۰۱۰). در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع نقدی و کارا بودن آن صورت گیرد (یانگ و جیانگ^{۱۰}، ۲۰۰۸). انتظار می‌رود که تاثیرپذیری جریان نقدی نسبت به سرمایه‌گذاری تحت تاثیر محدودیت‌های مالی قرار گیرد (گرولون و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۸). یکی از معیارهای مدرن تشخیص محدودیت مالی، میزان ذخایر نقدی (موجودی نقد و معادل‌های آن) موجود در شرکت است. انتظار می‌رود که شرکت‌های دچار محدودیت مالی برای بیمه کردن خود در برابر نیازهای سرمایه‌گذاری آینده، به ذخیره سازی وجوه نقد اقدام کنند (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴). از طرف دیگر، شرکت‌ها باید بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری حال و آینده خود، نوعی موازنه برقرار کنند. در صورت ذخیره سازی جریان‌های نقدی، توان سرمایه‌گذاری واحد تجاری در زمان حاضر، کاهش می‌یابد. در این زمینه، مقایسه خالص ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌های حال و آینده از اهمیت خاصی برخوردار خواهد بود (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). تاری وردی و همکاران (۱۳۹۳) و رضایی و گرکز (۱۳۹۲) از نسبت کیوتوبین به عنوان معیار اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند. به عقیده جنس و مکلینگ^{۱۲} (۱۹۷۶) مدیران انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر داشته و در نتیجه به احتمال زیاد آنان برخی پروژه‌های با ارزش فعلی منفی را برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود نگهداری می‌کنند و تمایلی به فسخ آن‌ها نشان نمی‌دهند و از این طریق وجه نقد نگهداری شده در شرکت را به سمت این فرصت‌های سرمایه‌گذاری سوق داده و موجب کاهش سطح نگهداشت وجه نقد برای رسیدن به انگیزه‌های فرصت‌طلبانه خود می‌شوند. از سوی دیگر محققانی همچون اپلر و همکاران (۱۹۹۹)، ازکان و ازکان (۲۰۰۴) و فریرا و ویلا (۲۰۰۴) نشان دادند که شرکت‌هایی که جریان نقدی بیشتری دارند، وجه نقد بیشتری نیز نگهداری می‌کنند. همچنین ازکان و ازکان (۲۰۰۴) و ردیک و وایت^{۱۳} (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه‌های ناشی از کمبود نقدینگی، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌نمایند. هنگامی که شرکت‌ها با جریان‌های نقدی مثبتی روبه‌رو هستند، به علت انگیزه مدیران در استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری به کاهش سطح نگهداشت وجه نقد و هدایت منابع نقدی به سوی سرمایه‌گذاری‌ها اقدام خواهند نمود. به عبارت دیگر انتظار می‌رود که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در تاثیر وجه نقد بر نگه داشتن وجه نقد نقش تعدیلی تضعیف‌کننده داشته باشد. به عبارت دیگر این انتظار می‌رود که فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تضعیف تاثیر جریان‌های نقدی بر نگه داشتن وجه نقد گردد (کو و مانگ^{۱۴}، ۲۰۱۹).

با توجه به مبانی مطرح شده در خصوص موضوع پژوهش، این انتظار می‌رود که جریان‌های نقدی بر نگه داشتن وجه نقد تأثیرگذار باشد. همچنین می‌توان انتظار داشت که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین جریان‌های نقدی و نگه داشتن وجه نقد تأثیرگذار باشد. در نتیجه این سوالات مطرح می‌گردد که آیا جریان‌های نقدی بر نگه داشتن وجه نقد تاثیر دارد؟ آیا فرصت‌های سرمایه‌گذاری در این تاثیر نقشی دارد؟

۳. مروری بر پژوهش‌های پیشین

کو و مانگ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها" به بررسی داده‌های تابلویی ۸۹۸ شرکت کره ای برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۴ پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که حساسیت به نگه‌داشت وجه نقد شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها پایین تر است، به میزان قابل توجهی بیشتر می‌کند. حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری نیز در صورت وجود فرصت کم سرمایه‌گذاری، پایین تر است. هر دوی یافته‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌ها در پاسخ به افزایش جریان وجه نقد و در صورت عدم امکان سرمایه‌گذاری مناسب، وجه نقد خود را نگه دارند. این یافته‌ها حاکی از آن است که ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید برای تشویق شرکت‌ها برای مصرف وجه نقد بیشتر ضروری است.

9 - Denis & Sibilkov

10 - Yang & Jiang

11 - Grullon et al

12 - Jensen & Meckling

13 - Riddick & Whited

14 - Koo & Maeng

گروولون و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان "تمرکز بر کیو توبین و جریان نقدی" به بررسی تاثیر نسبت کیوتوبین، جریان های نقدی و محدودیت های مالی بر میزان سرمایه گذاری شرکتها پرداخته اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۵۰-۲۰۱۵ با استفاده از تعداد مشاهدات ۱۱۴۰۳۶ سال- شرکت در کشور ایالات متحده آمریکا انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد که هزینه های سرمایه گذاری توسط شرکت های عمومی ایالات متحده بسیار متمرکز است. ۱۰۰ سرمایه گذار بزرگ، ۶۰ درصد کل هزینه های سرمایه را تشکیل می دهند و بیشترین تغییر در سرمایه گذاری کل را در اختیار دارند. این تمرکز بالا باعث ایجاد اختلافی بین شرکت های متوسط و مؤسسات کلان اقتصادی می شود. برای شرکت های بزرگ، جریان نقدی به عنوان عامل اصلی هزینه های سرمایه گذاری محسوب می شود و برای شرکت های کوچک اهمیتی ندارد. وجه نقد پیش بینی بهتری از فرصت های سرمایه گذاری آینده برای مصرف کنندگان (هزینه کنندگان) بزرگ فراهم می کند، همچنین نسبت کیوتوبین بر سرمایه گذاری شرکت ها تاثیرگذار است، حتی اگر این شرکت ها به لحاظ مالی از محدود نباشند. این نتایج نشان می دهد که حداقل برای بزرگترین مصرف کنندگان، بعید است که خطای اندازه گیری باعث اهمیت جریان نقدی شود. نتایج حساسیت جریان سرمایه گذاری بالقوه را برای شرکت های کوچک و با رشد کم پیش بینی می کند و نشان می دهد که جریان نقدی هنوز مهم ترین عامل تعیین کننده نوسانات اقتصاد کلان در هزینه های سرمایه گذاری است.

یانگ و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "سیاست پولی، نگه داشت وجه نقد و سرمایه گذاری شرکت"، به بررسی تاثیر سیاست پولی بر سرمایه گذاری شرکت و اثر کاهشی نگه داشت وجه نقد پرداخته اند. این پژوهش در بازه زمانی ۲۰۰۳-۲۰۱۳ با استفاده از مشاهدات ۱۳۷۶۶ سال- شرکت انجام شده است. نتایج نشان می دهد که سیاست پولی انقباضی میزان سرمایه گذاری شرکت را کاهش می دهد در حالیکه نگه داشت وجه نقد موجب کاهش چنین اثر معکوسی می شود. نقش کاهشی نگه داشت وجه نقد برای شرکت های درمانده مالی و شرکت های غیر دولتی و شرکت های موجود در بازارهای مالی کمتر توسعه یافته مشهودتر می باشد. علاوه بر این، نگه داشت وجه نقد در زمان سیاست پولی انقباضی موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری می شود و سیاست پولی انقباضی موجب بالا رفتن حساسیت جریان نقدی می شود.

هارفورد و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان افق سرمایه گذار و نگهداشت وجه نقد شرکت های بزرگ به بررسی انگیزه شرکت ها در نگهداری وجه نقد پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۸۵-۲۰۰۹ با استفاده از مشاهدات ۱۱۳۷۳ سال- شرکت در کشور ایالات متحده آمریکا و با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره به روش اثرات ثابت انجام شده است. آن ها دریافتند شرکت هایی که دارای فرصت های سرمایه گذاری بلندمدت تری هستند، وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند. همچنین شرکت های که فرصت بیشتری برای سرمایه گذاری دارند، سود کمتری به سهامداران پرداخت می کنند.

باو و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان حساسیت نامتقارن جریان های نقدی و نگهداشت وجه نقد به بررسی رابطه بین اثر جریان های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت ها پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۷۲-۲۰۰۶ با استفاده از مشاهدات ۱۰۵۴۹۲ سال- شرکت در کشور ایالات متحده آمریکا و با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره به روش گشتاورهای تعمیم یافته انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد، در وضعیتی که واحد تجاری جریان های نقدی مثبت (منفی) دارد، تمایل کمتری (بیشتری) به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین، شرکت های دارای محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت تأمین مالی، تمایل کمتری به سرمایه گذاری در پروژه های جدید و تأمین وجوه مورد نیاز پروژه های غیرسودآور خواهند داشت.

ریدیک و وایتد^{۱۸} (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی علل نگهداری وجه نقد توسط شرکت ها و تغییرات آن پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۷۲-۲۰۰۷ با استفاده از مشاهدات ۲۵۰۰ سال- شرکت در کشور ایالات متحده آمریکا و با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره به روش حداقل مربعات معمولی و گشتاورهای تعمیم یافته انجام شده است. آنها در پژوهش خود با

15 - Yang et al

16 - Harford et al

17 - Bao et al

18 - Riddick & Whited

استفاده از مدلی پویا و با کنترل متغیر کیوتوبین دریافتند رابطه منفی معناداری بین جریان‌های نقدی و تغییرات میزان نگهداری وجه نقد وجود دارد. استدلال آنها این بود که علت تمایل به نگهداری وجه نقد کمتر در مقابل جریان‌های نقدی مثبت به بهره‌وری مثبت حاصل از به کارگیری جریان‌های نقدی و همچنین، کاهش هزینه تأمین مالی برمی‌گردد. فخاری و اسد زاده (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان "اثر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد" به بررسی تأثیر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند. به همین منظور داده‌های مربوط به تعداد ۶۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مالی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ به روش رگرسیونی تحلیل ترکیبی داده‌ها و سری زمانی مورد تجزیه تحلیل قرار گرفتند. نتایج بیانگر این است که بین اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی مستقیم وجود دارد و این ارتباط در حالت کسری وجه نقد صادق بوده ولی در حالت مازاد وجه نقد این ارتباط وجود ندارد. موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان "رابطه‌ی بین حاشیه‌ی ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط" به بررسی رابطه‌ی بین حاشیه‌ی ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و حاکمیت شرکتی شرکت‌ها در بازار سرمایه پرداخته‌اند. در این پژوهش با جمع‌آوری داده‌های مالی ۱۶۲ شرکت در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ و با آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق نرم‌افزار آر، مشخص شد حاشیه‌ی ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، تفاوتی ندارد. ضمن آن که در سطح شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، بین حاشیه‌ی ارزش وجه نقد نگهداری شده و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه‌ی معکوس و معناداری وجود دارد؛ به‌طوری که این ارتباط از طریق سرمایه‌گذاران نهادی تعدیل می‌شود، ولی استقلال هیئت‌مدیره و شهرت حسابرسی تأثیری بر آن ندارند. شکرخواه و مرتضی‌زاد (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "مقایسه عوامل موثر بر سطح نگهداری وجه نقد در صنایع مختلف" به بررسی عوامل موثر بر سطح نگهداری وجه نقد در صنایع مختلف پرداختند. برای انجام این پژوهش داده‌های ۱۲۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ گردآوری و از نظر آماری با به کارگیری الگوهای رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی، تجزیه و تحلیل شده است. به این منظور الگو پژوهش ابتدا در کل نمونه پژوهش و سپس به تفکیک شش صنعت (خودرو و ساخت قطعات فلزات اساسی مواد دارویی ماشین آلات و تجهیزات شیمیایی سیمان، آهک و گچ) مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های تجربی پژوهش حاکی از آن است که هر کدام از عوامل موثر بر سطح نگهداری وجه نقد، تأثیری متفاوت در صنایع مختلف بر جای می‌گذارد؛ به نحوی که دوره وصول مطالبات در صنعت خودرو و ساخت قطعات، اهرم مالی در صنعت فلزات اساسی، گردش موجودی کالا در صنایع مواد دارویی و ماشین‌آلات و تجهیزات و جریان نقد عملیاتی در صنایع شیمیایی و سیمان، آهک و گچ بیشترین تأثیر را بر سطح نگهداری وجه نقد دارند. فروغی و فرزادی (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی"، به بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های وجه نقد بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت و بررسی اثر وجود محدودیت‌های تأمین مالی بر میزان تأثیرگذاری جریان‌های وجه نقد بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. در این پژوهش، اطلاعات ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ جمع‌آوری و پردازش گردید. در این پژوهش از روش گشتاوری تعمیم یافته لحظه‌ای استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آن است که از یک سو بین نوع جریان‌های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند. احدی‌سرکانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه عوامل درون شرکتی و برون شرکتی با نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی عوامل درون شرکتی و برون شرکتی مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش تمرکز مالکیت، وجه نقد حاصل از عملیات، اندازه شرکت، حجم دارایی‌های ثابت و عدم تقسیم سود به عنوان عوامل درون شرکتی و متغیرهای نرخ تورم، حجم نقدینگی، بهای طلا، بهای نفت و بهای ارز به عنوان

عوامل برون شرکتی در نظر گرفته شده اند تا رابطه آنها با سطح نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گیرد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل ۹۵ شرکت طی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ با استفاده از تحلیل همبستگی و ضمن استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان میدهد که متغیرهای وجه نقد عملیاتی، اندازه شرکت، حجم دارایی های ثابت، عدم تقسیم سود، نرخ تورم، حجم نقدینگی و نرخ ارز با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ارتباط معناداری دارند. همچنین این نتایج حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین متغیرهای تمرکز مالکیت، بهای طلا و بهای نفت با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها می باشد.

۴. بیان فرضیه ها

فرضیه اول: جریان های نقدی بر نگه داشت وجه نقد تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: فرصت های سرمایه گذاری در تاثیر وجه نقد در نگه داشت وجه نقد نقش تعدیلی تضعیف کننده دارد.

۵. تبیین متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آن ها پرداخته می شود.

تبیین و اندازه گیری متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش نگه داشت وجه نقد است که از طریق تقسیم وجه نقد و معادل وجه نقد سال t منهای سال $t-1$ تقسیم بر کل دارایی ها محاسبه می شود.

تبیین و اندازه گیری متغیر مستقل

متغیر مستقل در این پژوهش جریان های نقدی است که به شرح زیر محاسبه می شود:

جریان های نقدی^{۱۹}: برابر است با نسبت جریان های نقدی عملیاتی به کل دارایی ها.

تبیین و اندازه گیری متغیر تعدیل کننده

فرصت های سرمایه گذاری^{۲۰}: در این پژوهش به پیروی از کو و مانگ (۲۰۱۹) برای محاسبه فرصت های سرمایه گذاری از دو معیار به شرح زیر استفاده می شود:

۱- مقدار کیوتوبین بالا (HIQ): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه مقدار نسبت کیوتوبین بزرگتر از میانگین نمونه باشد عدد یک می گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می گیرد. نسبت کیوتوبین برابر است با مجموع ارزش دفتری کل بدهی ها و ارزش بازار سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هرسهم) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها. در پژوهش های تاری وردی و همکاران (۱۳۹۳) و رضایی و گرکز (۱۳۹۲) نیز از نسبت کیوتوبین به عنوان معیار اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری استفاده شده است.

۲- مقدار سرمایه گذاری بالا (HINV): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه مقدار نسبت سرمایه گذاری ها به کل دارایی های شرکت بزرگتر از میانگین نمونه باشد عدد یک می گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می گیرد.

تبیین و اندازه گیری متغیرهای کنترلی

نسبت کیوتوبین^{۲۱}: برابر است با مجموع ارزش دفتری کل بدهی ها و ارزش بازار سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هرسهم) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها. متغیر نسبت کیوتوبین در قسمت متغیرهای تعدیل کننده به عنوان یک متغیر ساختگی آمده که باتوجه به مقادیر آن کد صفر و یک می گیرد. ولی در قسمت متغیرهای کنترلی از مجموع ارزش دفتری کل بدهی ها و ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها محاسبه می شود.

اندازه شرکت^{۲۲}: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها.

19 - CF

20 - X

21 - Q

22 - lnTA

سرمایه گذاری^{۲۳}: برابر است با نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی ها. مخارج سرمایه ای برابر است با ارزش دفتری دارایی های ثابت مشهود سال جاری منهای ارزش دفتری دارایی های ثابت مشهود سال گذشته به اضافه هزینه استهلاک سال جاری. تغییرات سرمایه در گردش^{۲۴}: برابر است با سرمایه در گردش سال جاری منهای سرمایه در گردش سال گذشته. سرمایه در گردش از تفاوت بین دارایی های جاری و بدهی های جاری محاسبه می شود. تغییرات بدهی های کوتاه مدت^{۲۵}: برابر است با بدهی های کوتاه مدت سال جاری منهای بدهی های کوتاه مدت سال گذشته.

۶. طرح آزمون فرضیه ها

در این پژوهش به پیروی از کو و مانگ (۲۰۱۹) از مدل شماره (۱) برای آزمون فرضیه اول پژوهش استفاده خواهد شد. در مدل (۱) در صورتی که ضریب α_1 معنادار باشد، فرضیه اول رد نمی شود. مدل (۱):

$$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \alpha_2 Q_{i,t} + \alpha_3 \ln TA_{i,t} + \alpha_4 \left(\frac{INV}{TA}\right)_{i,t} + \alpha_5 \left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{i,t} + \alpha_6 \left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it}$: تغییرات نگه داشت وجه نقد شرکت i در سال t

$\left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t}$: جریان های نقدی شرکت i در سال t

$Q_{i,t}$: نسبت کیوتوبین شرکت i در سال t

$\ln TA_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t

$\left(\frac{INV}{TA}\right)_{i,t}$: سرمایه گذاری شرکت i در سال t

$\left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{i,t}$: تغییرات سرمایه در گردش شرکت i در سال t

$\left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{i,t}$: تغییرات بدهی های کوتاه مدت شرکت i در سال t

همچنین در این پژوهش به پیروی از کو و مانگ (۲۰۱۹) از مدل شماره (۲) برای آزمون فرضیه دوم پژوهش استفاده خواهد شد. در مدل (۲) در صورتی که ضریب β_2 معنادار باشد، فرضیه دوم رد نمی شود.

مدل (۲):

$$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} * \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_3 Q_{i,t} + \beta_4 \ln TA_{i,t} + \beta_5 \left(\frac{INV}{TA}\right)_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{i,t} + \beta_7 \left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$X_{i,t}$: فرصت های سرمایه گذاری شرکت i در سال t

۷. نوع پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت از جمله پژوهش های توصیفی-همبستگی است، زیرا ارتباط بین متغیرهای پژوهش را با استفاده از مدل های رگرسیون بررسی می کند. در تحقیقات توصیفی همان گونه که از نام آن پیداست محقق می خواهد وضع موجود یک پدیده یا شی یا اتفاق خاصی را بررسی و توصیف نماید. امروزه نتایج این تحقیقات کمک شایانی به تصمیم گیری ها و سیاست گذاری ها در سطح جامعه دارد. همچنین این پژوهش از آن جهت که با استفاده از مدل ها، روش های و نظریه های موجود به

23 - INV

24 - ΔNWC

25 - ΔSTD

دنبال حل مشکل یا بهبود وضعیت تصمیم‌گیری در قلمرو پژوهش است، لذا نوع پژوهش بنیادی تجربی است. تحقیقات توصیفی نیز به تحقیقات توصیفی کاربردی و بنیادی تقسیم می‌شوند. در بعد کاربردی از نتایج این تحقیقات در تصمیم‌گیری‌ها و سیاست‌گذاری‌ها و همچنین برنامه‌ریزی‌ها استفاده می‌شود و در بعد بنیادی به کشف حقایق و واقعیت‌های جهان خلق می‌انجامد. از آن جهت که در گردآوری داده‌ها از اطلاعات عملکردی شرکت‌ها بر مبنای صورتهای مالی تاریخی استفاده می‌شود، لذا طرح پژوهش پس‌رویدادی است. با توجه به اینکه در این پژوهش از روش نمونه‌گیری تصادفی استفاده خواهد شد، در بیان نتایج در ارتباط با نمونه از روش توصیفی و در تعمیم نتایج به جامعه آماری از روش استنتاج استقرایی استفاده خواهد شد.

۸. جامعه و نمونه

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بنابراین قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۲ لغایت ۱۳۹۷ است. برای نمونه-گیری از روش حذف سامانمند استفاده خواهد شد که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است:

۱- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع بانک‌ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزنگ نباشند.

۲- به منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.

۳- در دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش قابل‌دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های اعمال‌شده در نهایت تعداد ۱۰۳ شرکت از جامعه آماری به‌عنوان نمونه انتخاب گردید.

۹. یافته‌ها

در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره اف استفاده می‌شود و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره تی استفاده می‌گردد. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده برای مشخص کردن ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل‌ها در جداول زیر منعکس می‌شود.

جدول (۱): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{CF}{TA}\right)_{it} + \alpha_2 Q_{it} + \alpha_3 \ln TA_{it} + \alpha_4 \left(\frac{INV}{TA}\right)_{it} + \alpha_5 \left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{it} + \alpha_6 \left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{it} + \varepsilon_{it}$					
احتمال	آماره تی	انحراف استاندارد	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۰	۵/۲۹۹	۰/۰۱۵	۰/۰۸۲	CF_TA	جریان‌های نقدی
۰/۰۰۰	۹/۰۵۷	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۴	Q	نسبت کیوتوبین
۰/۰۰۰	۴/۴۶۴	۰/۰۰۴	۰/۰۲۱	LNTA	اندازه شرکت
۰/۳۶۸	۰/۹۰۰-	۰/۰۱۱	۰/۰۱۰-	INV_TA	سرمایه‌گذاری شرکت
۰/۰۰۰	۱۳/۴۲۰	۰/۰۰۳	۰/۰۵۲	DNWC_TA	تغییرات سرمایه در گردش
۰/۰۰۰	۲۰/۴۶۱	۰/۰۰۲	۰/۰۴۹	DSTD_TA	تغییرات بدهی‌های کوتاه مدت
۰/۰۰۰	۴/۶۴۱-	۰/۰۶۸	۰/۳۱۹-	C	ضریب ثابت
۲/۳۹۰	آماره اف	۰/۳۳		ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال آماره اف	۰/۲۹		ضریب تعیین تعدیل شده	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل معنادار است. مقدار ضریب جریان‌های نقدی مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه اول است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر

برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

جدول (۲): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم در مدل اول

$$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} * \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_3 Q_{i,t} + \beta_4 \ln TA_{i,t} + \beta_5 \left(\frac{INV}{TA}\right)_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{i,t} + \beta_7 \left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
جریان های نقدی	CF_TA	۰/۰۷۷	۰/۰۱۳	۵/۶۳۱	۰/۰۰۰
اثر ضریب مقدار کیوتوبین بالا در جریان های نقدی	HIQ*CF_TA	۰/۲۵۱-	۰/۰۹۳	۲/۶۹۵-	۰/۰۰۷
نسبت کیوتوبین	Q	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۳/۹۹۰	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	LNTA	۰/۰۲۱	۰/۰۰۴	۴/۷۹۸	۰/۰۰۰
سرمایه گذاری شرکت	INV_TA	۰/۰۱۱-	۰/۰۱۲	۰/۸۸۱-	۰/۳۷۸
تغییرات سرمایه در گردش	DNWC_TA	۰/۰۵۲	۰/۰۰۳	۱۳/۵۴۹	۰/۰۰۰
تغییرات بدهی های کوتاه مدت	DSTD_TA	۰/۰۴۹	۰/۰۰۲	۲۰/۷۹۱	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	C	۰/۳۱۴-	۰/۰۶۲	۵/۰۰۲-	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۳۳		آماره اف	۲/۳۶۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۹		احتمال آماره اف	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل معنادار است.

مقدار ضریب متغیر اثر ضریب مقدار کیوتوبین بالا در جریان های نقدی مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه دوم است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر برابر ۰/۰۰۷ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

جدول (۳): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم در مدل دوم

$$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} * \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_3 Q_{i,t} + \beta_4 \ln TA_{i,t} + \beta_5 \left(\frac{INV}{TA}\right)_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{i,t} + \beta_7 \left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
جریان های نقدی	CF_TA	۰/۰۵۷	۰/۰۱۲	۴/۶۸۵	۰/۰۰۰
اثر ضریب مقدار سرمایه گذاری بالا در جریان های نقدی	HINV *CF_TA	۰/۰۹۶-	۰/۰۰۶	۱۵/۲۲۹-	۰/۰۰۰
نسبت کیوتوبین	Q	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۴	۱۰/۸۱۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	LNTA	۰/۰۲۱	۰/۰۰۴	۴/۴۶۳	۰/۰۰۰
سرمایه گذاری شرکت	INV_TA	۰/۰۰۹-	۰/۰۱۰	۰/۸۳۹-	۰/۴۰۱
تغییرات سرمایه در گردش	DNWC_TA	۰/۰۴۸	۰/۰۰۲	۱۶/۲۰۱	۰/۰۰۰
تغییرات بدهی های کوتاه مدت	DSTD_TA	۰/۰۴۴	۰/۰۰۲	۱۶/۸۷۹	۰/۰۰۰

$$\left(\frac{\Delta CASH}{TA}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} * \left(\frac{CF}{TA}\right)_{i,t} + \beta_3 Q_{i,t} + \beta_4 \ln TA_{i,t} + \beta_5 \left(\frac{INV}{TA}\right)_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\Delta NWC}{TA}\right)_{i,t} + \beta_7 \left(\frac{\Delta STD}{TA}\right)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

احتمال	آماره تی	انحراف استاندارد	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۰	۴/۶۶۷-	۰/۰۶۸	۰/۳۲۱-	C	ضریب ثابت
۲/۴۸۵	آماره اف	۰/۳۴			ضریب تعیین
۰/۰۰۰	احتمال آماره اف	۰/۲۹			ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می شود و این نشان می دهد که مدل معنادار است.

مقدار ضریب متغیر اثر ضریب مقدار سرمایه گذاری بالا در جریان های نقدی مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه دوم است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر برابر ۰/۰۰۰ می باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می توان گفت که فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می شود.

۱۰. نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که جریان های نقدی بر نگره داشت وجه نقد تاثیر مثبت و معناداری دارد، در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید می شود. یکی از معیارهای مدرن تشخیص محدودیت مالی، میزان ذخایر نقدی موجود در شرکت است. انتظار می رود که شرکت های دچار محدودیت مالی برای بیمه کردن خود در برابر نیازهای سرمایه گذاری آینده، به ذخیره سازی وجوه نقد اقدام کنند. از طرف دیگر، شرکت ها باید بین فرصت های سرمایه گذاری حال و آینده خود، نوعی موازنه برقرار کنند. در صورت ذخیره سازی جریان های نقدی، توان سرمایه گذاری واحد تجاری در زمان حاضر، کاهش می یابد. در این زمینه، مقایسه خالص ارزش فعلی سرمایه گذاری های حال و آینده از اهمیت خاصی برخوردار خواهد بود. لذا، شرکتها با توجه به نیازهایی که در مورد وجوه نقد دارند، به شدت به نگهداری وجوه نقد روی می آورند که این امر می تواند بر روند استفاده از وجوه نقد و تصمیم گیری های مرتبط با آن بسیار اثرگذار باشد. در نتیجه این انتظار می رود که وجود و نگهداری منابع مالی در شرکت، باعث شود که شرکت بتواند از فرصت های سرمایه گذاری استفاده کرده و تعهدات خود را پرداخت نماید و همچنین می تواند از بالا رفتن هزینه تأمین مالی شرکت جلوگیری کند. این ادعا منجر به این موضوع می شود که شرکت با افزایش میزان وجوه نقد نگهداری خود سطح نگهداشت وجوه نقد فعالیت های سرمایه گذاری خود را ترقی خواهد داد، بنابراین این روند به بهبود سطح مدیریت و برنامه ریزی وجوه نقد شرکت منجر خواهد شد و به طور کلی به سود شرکت خواهد بود. در نتیجه این انتظار می رود که جریان های نقدی بر نگره داشت وجه نقد تاثیر مثبت و معناداری داشته باشد. نتایج بدست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کو و مانگ (۲۰۱۹)، باو و همکاران (۲۰۱۲)، ریدیک و وایتند (۲۰۰۹)، فخاری و اسد زاده (۱۳۹۶)، شکرخواه و مرتضی زاد (۱۳۹۴)، فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) و احدی سرکانی و همکاران (۱۳۹۲) همخوانی دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که فرصت های سرمایه گذاری در تاثیر وجه نقد در نگره داشت وجه نقد نقش تعدیلی تضعیف کننده دارد، در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تایید می شود. جریان های نقدی در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزشگذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه گذاری نقشی مهم ایفا می نماید. چگونگی به کارگرفتن وجوه، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران تلقی می شود. در دوران رشد اقتصادی شرکت، با افزایش ذخایر وجه نقد مدیران تصمیم می گیرند که بر اساس چه فرایندی وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف انجام مخارج شود یا برای تحصیل مجدد دارایی ها بکارگرفته شود. از سوی دیگر شرکت ها برای بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری نیاز به وجه نقد داشته و شرکت هایی که

جریان نقدی مثبت دارند، مایل هستند از بودجه داخلی خود برای سرمایه گذاری بیشتر استفاده کنند، در حالی که شرکت‌هایی که جریان نقدی منفی دارند، باید به دلیل کمبود بودجه سرمایه گذاری خود را محدود کنند و در نتیجه وابستگی بیشتری به سرمایه گذاری نسبت به جریان وجوه نقدی خواهند داشت. از سوی دیگر هنگامی که شرکت‌ها با جریان‌های نقدی مثبتی روبه‌رو هستند، به علت انگیزه مدیران در استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه گذاری به کاهش سطح نگهداشت وجه نقد و هدایت منابع نقدی به سوی سرمایه گذاری‌ها اقدام خواهند نمود. در نقطه مقابل، رویارویی شرکت با وضعیت جریان‌های نقدی منفی، مدیران را به علت نیاز به حمایت از پروژه‌های زیان‌آور موجود و جلوگیری از انتشار اخبار بد ناشی از وجود جریان‌های نقدی منفی به بازار، به سوی افزایش سطح نگهداشت وجه نقد سوق می‌دهد. بنابراین، این انتظار می‌رود که فرصت‌های سرمایه گذاری در تاثیر وجه نقد در نگه‌داشت وجه نقد نقش تعدیلی تضعیف‌کننده داشته باشد. نتایج بدست آمده در آزمون فرضیه دوم از بعد معناداری با نتایج پژوهش‌های کو و مانگ (۲۰۱۹)، یانگ و همکاران (۲۰۱۷)، هارفورد و همکاران (۲۰۱۲) و موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۶) همخوانی دارد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه شده است:

- با توجه به نتایج پژوهش به سهامداران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیرهای خود مبنی بر سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار به متغیرهای جریان‌های نقدی و نگه‌داشت وجه نقد توجه داشته باشند زیرا جریان‌های نقدی در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزشگذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری نقشی مهم ایفا می‌نماید. همچنین وجود و نگهداری وجه نقد در شرکت، باعث خواهد شد که شرکت بتواند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کرده و تعهدات مالی و بانکی خود را پرداخت کند و همچنین می‌تواند از بالا رفتن هزینه تأمین مالی شرکت جلوگیری کند. این ادعا منجر به این موضوع می‌شود که شرکت با افزایش میزان وجوه نقد نگهداری خود سطح نگهداشت وجوه نقد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود را ترقی خواهد داد، بنابراین این روند به بهبود سطح مدیریت و برنامه‌ریزی وجوه نقد شرکت منجر خواهد شد و به طور کلی به سود شرکت خواهد بود.

- با توجه به نتایج پژوهش به سهامداران پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیرهای خود مبنی بر سرمایه‌گذاری به متغیرهای جریان‌های نقدی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری توجه داشته باشند زیرا مدیران انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر داشته و در نتیجه به احتمال زیاد آنان برخی پروژه‌های با ارزش فعلی منفی را برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود نگهداری می‌کنند و تمایلی به فسخ آن‌ها نشان نمی‌دهند و از این طریق وجه نقد نگهداری شده در شرکت را به سمت این فرصت‌های سرمایه‌گذاری سوق داده و موجب کاهش سطح نگهداشت وجه نقد برای رسیدن به انگیزه‌های فرصت‌طلبانه خود می‌شوند.

منابع

- احدی سرکانی، سیدیوسف؛ سنگ‌په‌نی، هاجر و مهدی دسینه (۱۳۹۲). بررسی رابطه عوامل درون شرکتی و برون شرکتی با نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **بورس اوراق بهادار** ۶(۲۳): ۷۷-۱۰۱.
- آقایی، محمد علی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی** (۲۱): ۵۳-۷۰.
- تاری وردی، یداله. دسینه، مهدی. تقی‌زاده، علی. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکت‌ها و سیاست‌های تقسیم سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های نوین در حسابداری** (۴)۱: ۹۳-۱۰۷.
- رحیمیان، نظام‌الدین؛ قربانی، محمود؛ شعبانی، کیوان. (۱۳۹۲). رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. **مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۱۰(۴۰): ۱۵۱-۱۷۵.
- رضائی، نواب. گرکز، منصور. (۱۳۹۲). اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری. **مدیریت دارایی و تأمین مالی** (۳)۱: ۹۹-۱۱۸.

- سدیدی، مهدی؛ محمدی سانیانی، احمد. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی با سطح مخارج سرمایه‌گذاری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی ۱۱(۴۱): ۱۰۵-۱۲۹.
- سلیمی، یوسف؛ خاکزاد کهق، سجاد. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش نهایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت ۲(۶): ۶۴-۷۹.
- شکرخواه، جواد و مجتبی مرتضی‌زاده. (۱۳۹۴). مقایسه عوامل موثر بر سطح نگهداری وجه نقد در صنایع مختلف. فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه ۲۰(۱): ۶۷-۸۶.
- فروغی، داریوش؛ فرزادی، سعید. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت دارایی و تامین مالی ۲(۴): ۲۱-۳۶.
- فخاری، حسین. اسد زاده، احمد. (۱۳۹۶). اثر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد. راهبرد مدیریت مالی ۵(۴): ۱-۲۳.
- کمیته فنی سازمان حسابرسی (۱۳۸۶). استانداردهای حسابداری، سازمان حسابرسی، شماره ۱۶۰.
- هادیان، ابراهیم؛ تحویلی، علی. (۱۳۹۳). تأثیر نوسانات سیاست های مالی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در ایران. مطالعات اقتصادی کاربردی ایران ۳(۱۲): ۹۱-۱۱۰.
- Almeida, H. Campello, M., Weisbach, M.S. (2004). "The cash flow sensitivity of cash", **Journal of finance**, Vol.59.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, Investment, and the value of cash holdings. **Review of Financial Studies**, 23(1), 247-269.
- Ferreira, M. A. & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. **European Financial Management**, 10(2), 295-319.
- Garcia-Teruel, P. J.P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, **Journal of Accounting and Finance**, Vol49, pp 95-115.
- Grullon, Gustavo. Hund, John. James P. Weston. (2018). Concentrating on q and cash flow, **Journal of Financial Intermediation** 33 (2018) 1-15.
- Harford, J., Keckes, A., and Mansi, S. (2012). Investor horizons and corporate cash holdings, **Review of Financial Studies**, 19 (2): 531-559.
- Jani, E and Hoesli, M, and Bender, A., (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=563863>.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, **Journal of Financial and Economics**, 3: 305-360.
- Kim, C.-S., Mauer, D.C., Sherman, A.E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence"; **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.33.
- Koo, Jaewoon. & Maeng, Kyunghye. (2019). Investment opportunities and cash holdings of firms: an empirical study on Korean firms, **Applied Economics**, 51:23, 2492-2500.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. **Applied Economics**, 45(2), 161-170.
- Ozkan Aydin and Neslihan Ozkan. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, **Journal of Banking & Finance** 28: 2103-2134.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. **Journal of Financial Economics** 52(1), 3-46.
- Riddick, L., Whited, T., (2009). "The Corporate Propensity to Save". **The Journal of Finance**, 64 , 1729-1766.

- Yang J. and Jiang Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study, **The Business Review** 11 (1): 159-166.
- Yang, X. Han, L. Li, W. Yin, X. Tian, L. (2017). Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China, **China Economic Review** 46: 110–122.