

The Comparative Investigation of the Relationship between Internal and External Financial Constraints in Liquidity-Intensive Companies in Tehran Stock Exchange

Zohreh Hajiha^{1*}, Zohreh Mohamadi Chamkhani²

1- Associate Professor, Human Sciences Faculty, Department of Accounting, Islamic Azad University, East Tehran Branch, Tehran, Iran
drzhajiha@gmail.com

2- Master of Accounting, Islamic Azad University, Sirjan Branch, Human Science Faculty, Department of Accounting
zm.hesabdari@gmail.com

Abstract

Establishing balance between the available cash and cash requirements is one of the most important factors of economic health and sustainability of commercial activities. Therefore, the present study examined the sensitivity of external sources to liquidity in firms with domestic and foreign financial constraints listed in Tehran Stock Exchange. In this study, both traditional and modern criteria have been used for separation of firms using financial constraints. In this study, panel data method was used to extract data from 85 companies listed in Tehran Stock Exchange during 1385-1392. The findings suggest that association between operating cash flow and firm size is positive and significant in companies with financial constraints. Also sensitivity of external sources of liquidity to foreign financial sources is higher in the firms with financial constraints compared to the others. The changes in amount of cash have a greater impact on investment in the firms with financial constraints in contrast to others.

Keywords: Financial Constraints; Operating Cash Flow; Limited and Unlimited Companies

حساسیت منابع خارجی به جریان وجه نقد در شرایط محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران

زهرة حاجیه‌ها^{۱*}، زهرة محمدی چم‌خانی^۲

۱- دانشیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری
drzhajiha@gmail.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سیرجان، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری
zm.hesabdari@gmail.com

چکیده

ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی، یکی از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت واحدهای تجاری است. بنابراین پژوهش حاضر، حساسیت منابع خارجی را به نقدینگی در شرایط محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کند. معیار سنتی محدودیت مالی شامل اندازه شرکت و یکی از معیارهای مدرن محدودیت مالی، ذخایر نقدی (وجوه نقد و معادل آن) است. در این پژوهش از هر دو معیار سنتی و مدرن برای تفکیک شرکت‌ها براساس محدودیت مالی استفاده شده است. لذا اطلاعات ۸۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۵ به صورت تابلویی استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد ارتباط وجه نقد عملیاتی با اندازه شرکت‌های دارای محدودیت مالی، مثبت و معنی‌دار است. همچنین حساسیت منابع خارجی به نقدینگی در شرکت‌های محدود در بورس اوراق بهادار تهران به محدودیت منابع مالی خارجی بیشتر از سایر شرکت‌ها است. تغییرات وجوه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند، تأثیر بیشتری در سرمایه‌گذاری دارد.

واژه‌های کلیدی: جریان نقد عملیاتی، شرکت‌های محدود و نامحدود، محدودیت مالی

مقدمه

مؤسسات برای تأمین نقدینگی و بهبود ساختار سرمایه، نیازمند تأمین منابع مالی هستند. شرکت‌ها و مؤسساتی که محدودیت‌های مالی دارند، قابلیت استفاده از همه منابع تأمین مالی را ندارند. این مؤسسات با توجه به محدود یا نامحدود بودن، به منابع خارجی حساسیت دارند. شرکت‌های محدود از نظر تأمین مالی، محدودیت دارند و به دلیل نداشتن نقدینگی و یا ساختار منسجم یا به دلیل بدهی‌های قبلی از مؤسسات مالی نمی‌توانند تأمین مالی کنند یا تسهیلات بگیرند. شرکت‌های نامحدود به آسانی درباره نحوه سرمایه‌گذاری می‌توانند تصمیم‌گیری کنند و حساسیت کمتری به منابع خارجی دارند؛ زیرا معمولاً مؤسسات تأمین مالی، اعتبار شرکت‌ها را برای تأمین منابع در نظر می‌گیرند [۱۵] و منابع، در اختیار آنها قرار می‌دهند. شرکت‌های محدود به علت نداشتن ساختار سرمایه منسجم و اعتبار کافی ممکن است برای مؤسسات تأمین اعتبار چندان جذاب به نظر نیایند؛ بنابراین این شرکت‌ها مجبورند روند سرمایه‌گذاری را برنامه‌ریزی کنند و به آن حساسیت بیشتری داشته باشند. همچنین شرکت‌های محدود، احتمال افزایش سرمایه‌های خارجی را در آینده ندارند و آن را براساس روند نقدینگی موجود افزایش می‌دهند. در مقابل، شرکت‌های نامحدود در صورت وجود مازاد نقدینگی به پرداخت بدهی خود اقدام می‌کنند؛ بنابراین نوع عملکرد این دو طبقه، شرکت‌های محدود و نامحدود درباره بدهی‌ها متضاد است. با توجه به اهمیت وجود نقدینگی کافی در شرایط متفاوت اقتصادی و ضرورت ارتقای توان انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، لازم است مدیران، حوزه اختیارات و حیطة اقتدار خود را در زمینه کنترل وجوه نقد شناسایی و مجموعه عوامل مؤثر در

نگهداشت وجه نقد را در قالب دو دسته عوامل داخلی و خارجی با توجه به اندازه شرکت بررسی کنند [۱]؛ بنابراین هدف از انجام این پژوهش، بررسی این دو دسته عوامل به تفکیک و طبقه‌بندی اندازه شرکت برای کمک به مدیران از یکسو و سایر استفاده‌کنندگان از سوی دیگر است. بررسی رابطه محدودیت مالی منابع خارجی، ارزش وجه نقد و منابع سرمایه‌گذاری در شرکت‌های محدود و نامحدود از نظر تأمین مالی، هدف دیگر آن است.

مبانی نظری

شرکت‌ها زمانی در محدوده تأمین مالی هستند که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده‌شده با یک شکاف روبه‌رو باشند. شرکت‌هایی که نارسایی مربوط به بازار سرمایه درباره آنها شدت بیشتری دارد، برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می‌کنند [۳]. فازاری و همکاران^۱ (۱۹۸۸) بر مبنای این ایده، شاخصی به نام حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را معرفی کردند. این شاخص با اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی تعریف می‌شود. براساس این، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بیشتر باشد، میزان اتکال آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است؛ بنابراین محدودیت مالی بیشتری خواهد داشت. همچنین براساس این شاخص درباره شرکت‌هایی که نقص‌های بازار سرمایه درباره آنها شدیدتر باشد، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بیشتری وجود دارد [۱۴].

شرکت‌هایی را واجد محدودیت مالی می‌نامند که به منابع تأمین مالی خارجی، دسترسی پایین و پرهزینه دارند. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی اشاره شده است. عدم تقارن اطلاعاتی بر این موضوع دلالت دارد که مشارکت‌کنندگان در بازار، دسترسی یکسانی به اطلاعات ندارند [۱۶]. محدودیت‌های مالی داخلی، محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع (وجه نقد) داخل واحد تجاری مطرح هستند و با عنوان هزینه نمایندگی مطرح می‌شوند. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز با «حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی» آن شرکت تعیین می‌شود. ادعا می‌شود شاخص ترکیبی، ارزش افزوده اقتصادی، حساسیت جریان نقدی و ذخایر نقدی است. یکی از معیارهای مدرن محدودیت مالی، ذخایر نقدی (وجوه نقد و معادل آن) در شرکت است. تعیین میزان ذخایر نقدی برای بسیاری از شرکت‌ها، اهمیت خاصی دارد. هرچه میزان قدرت نقدشوندگی بیشتر باشد، بازده حاصل از آن کاهش می‌یابد؛ بنابراین شرکتی که دسترسی مناسبی به بازارهای سرمایه دارد، نباید ذخایر نقدی را نگهداری کند.

تعیین اینکه چه شرکتی واقعاً محدودیت مالی دارد و چه شرکتی محدودیت مالی ندارد، کار بسیار پر مخاطره و دشواری است؛ بنابراین برای تفکیک شرکت‌ها به گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و گروه شرکت‌های بدون محدودیت مالی نیازمند داشتن معیار هستیم. در مبانی نظری و تجربی از معیارهای متعددی به عنوان شاخص وجود محدودیت‌های مالی استفاده شده است. یکی از این معیارها، اندازه شرکت است. استدلال شده است شرکت‌های بزرگ نسبت به

شرکت‌های کوچک، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتر [۱۲] و شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، شفافیت اطلاعاتی پایین‌تری دارند. همچنین شرکت‌های بزرگ‌تر، سهامداران نهادی بزرگی هستند و نظارت دقیق‌تر و باکیفیت‌تری بر مدیران دارند و بدین ترتیب، مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می‌رسانند؛ در نتیجه، شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، هزینه‌های مالی خارجی بیشتر و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه دارند؛ بنابراین شرکت‌هایی که اندازه آنها از مقادیر میانه اندازه تمام شرکت‌های موجود در نمونه پایین‌تر باشد، در ردیف شرکت‌های با محدودیت مالی و در غیر این صورت، در ردیف شرکت‌های بدون محدودیت مالی قرار می‌گیرند. برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش دفتر کل دارایی‌ها استفاده شده است [۷].

فاری^۱ و همکاران استدلال می‌کنند شرکت‌هایی که محدودیت مالی شدید دارند، در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی تأکید بیشتری دارند؛ به عبارت دیگر، با افزایش اختلاف بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می‌یابد. نظریه مبادله‌ای و نظریه سلسله‌مراتبی، نگهداری وجه نقد در شرکت و میزان آن را بیان می‌کنند. مطابق نظریه مبادله‌ای، شرکت‌ها سطح مطلوب نگهداری وجه نقد را براساس ایجاد توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. سه انگیزه عمده برای نگهداری وجه نقد، انگیزه معاملاتی، انگیزه سفته‌بازی و انگیزه احتیاطی است [۲۳] شرکت‌ها اغلب برای انگیزه‌های سفته‌بازی و استفاده از

شرکتی با فسخ پروژه‌های کم‌بازده خود، سطح نگاه‌داشت وجه نقد را افزایش می‌دهد [۹، ۱۰].

پیشینه پژوهش

تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری مالی در شرکت‌ها در آینده آنها تأثیرگذار است. در تصمیم‌گیری‌های مالی، شرکت با استفاده از این وجوه، تعهدات خود را در برابر ارائه‌دهندگان خدمات مالی برآورد می‌کند. در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها ممکن است از برخی از مزایای موجود برای دستیابی به منافع بیشتر در آینده چشم‌پوشی کنند. سرمایه‌گذاری در اموال و تجهیزات می‌تواند نشانه‌ای از پیش‌بینی در دستیابی به سود و بازگشت سرمایه‌گذاری باشد. با توجه به سیاست تأمین مالی، شرکت‌ها، منابع مالی خود را به دو گروه مالی داخلی و مالی خارجی تقسیم می‌کنند. در تأمین مالی داخلی، شرکت‌ها سودشان را به جای توزیع بین سهامداران سرمایه‌گذاری می‌کنند. مانز و همکاران^۱ [۲۲] تأثیر محدودیت مالی داخلی و خارجی را در تصمیم‌های شرکت‌ها برای صادرات و سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های پژوهش و توسعه در شرکت‌های اسپانیایی بررسی کردند. برای سنجش متغیر محدودیت‌های مالی داخلی نیز از یک شاخص مستقیم (جریان نقدی) و یک شاخص غیرمستقیم (بهره‌وری کل) و برای محدودیت‌های خارجی نیز از هزینه‌های مالی شرکت استفاده شد. نتایج آنها نشان داد در دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۰ هر دو عامل محدودیت‌های داخلی و خارجی در تصمیم‌های استراتژیک شرکت‌های اسپانیایی تأثیر داشته‌اند. لوپز و همکاران^۲ (۲۰۱۴) رابطه روند مالی - نقدینگی خارجی در نظریه ساختار سرمایه را با مقایسه شرکت‌هایی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری از وجوه نقد نگهداری شده در شرکت استفاده می‌کنند. از اهداف انگیزه‌های احتیاطی، مقابله با بحران‌ها، جلوگیری از مشکلات نقدینگی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی است.

بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، رویه‌های تأمین مالی از یک رویه سلسله‌مراتبی تبعیت می‌کنند و منابع داخلی بر منابع خارجی ترجیح داده می‌شوند. از آنجایی که شرکت‌های محدود با هزینه‌های انتخاب معکوس نادرست در ارتباط هستند، سرمایه‌گذاران تمایل دارند برای حفاظت و پشتیبانی از قراردادهای خود، تضمین‌هایی دریافت کنند؛ بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌های محدود، نقدینگی مازاد خود را برای دارایی‌های مشهود مانند سرمایه‌گذاری‌های مشهود صرف می‌کنند؛ بنابراین انتظار می‌رود دارایی مشهود باعث تسهیل سرمایه‌گذاری‌های خارجی جدید به‌ویژه در شرکت‌های محدود شود؛ در نتیجه، تأثیر روند نقدینگی در منابع مالی خارجی در شرکت‌های محدود، تأثیر منفی بیشتری دارد، در حالی که در شرکت‌های نامحدود، تأثیری ندارد [۱۷].

این مطالعه در نظر دارد حساسیت منابع خارجی به روند نقدینگی را در شرایط محدودیت‌های مالی بررسی کند. شرکت‌هایی، که جریان نقدی مثبتی دارند، نسبت به شرکت‌هایی که با جریان نقدی منفی مواجه هستند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری دارند. هنگامی که شرکتی، جریان‌های نقدی مثبتی دارد، برای بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از وجوه نقد نگهداری شده خود برداشت می‌کند که همین امر به حساسیت منفی جریان نقدی منجر می‌شود. در مقابل، جریان نقد منفی یک شرکت، به‌طور معمول، نشان‌دهنده بهره‌وری پایین است و در این شرایط، چنین

1 Mániz et al

2 Lopez et al

بر عملکرد واحد تجاری در شرکت‌های ژاپنی را بررسی کردند. آنها بیان کردند دوره تبدیل وجه نقد، معیار مهمی برای ارزیابی نحوه مدیریت است که شرکت‌ها برای سرمایه در گردش خود به کار می‌بندند. نتایج پژوهش آنها نشان داد مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های ژاپنی، سودآوری شرکت‌ها را با کاهش دوره تبدیل وجه نقد افزایش می‌دهد. گواریگلیا^۴ (۲۰۰۸) در پژوهشی، ارتباط محدودیت‌های مالی داخلی، محدودیت‌های مالی خارجی و اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کرد. جامعه آماری مشتمل بر ۲۴۱۸۴ شرکت در سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۶ بوده است. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) نشان می‌دهد حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی، به درجات مختلف محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی وابسته است. دیگر نتایج پژوهش نشان می‌دهد هنگامی که محدودیت‌های مالی خارجی، زیاد و محدودیت مالی داخلی کم است، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بیشتر است. فزاری و همکاران (۱۹۸۸) در پژوهشی، نقش محدودیت مالی را در تعیین سرمایه‌گذاری شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق نیویورک بررسی کردند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی با نرخ سود پرداختی کمتر، حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری را به جریان‌های نقدی نشان می‌دهند.

در ایران نیز فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) تأثیر تغییرات جریان‌های وجوه نقد را در سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها بررسی کردند. بررسی اثر وجود محدودیت تأمین مالی در میزان تأثیرگذاری جریان وجوه نقد از دیگر اهداف این پژوهش بین ۱۴۴ شرکت پذیرفته‌شده

بررسی کردند که از نظر مالی محدود یا نامحدود هستند. آنها نشان دادند شرکت‌های محدود نسبت به ارزیابی عینی، حساسیت بیشتری دارند؛ زیرا آنها در آینده با مشکلات مالی بیشتری روبه‌رو هستند؛ بنابراین تأثیرگذاری در شرکت‌های محدود مشهودتر است؛ زیرا معمولاً برای افزایش بودجه با مشکلاتی مواجه هستند. همچنین شرکت‌های محدود به شدت تحت تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های ناشی از انتخاب نادرست قرار دارند؛ اما درباره شرکت‌های نامحدود، این مسأله صادق نیست؛ بنابراین شرکت‌های محدود به سرمایه‌های داخلی خود وابسته هستند و سرمایه‌گذاری‌های آنها داخلی است. هافورد و همکاران^۱ (۲۰۱۲) [۱۹] در مطالعه‌ای، انگیزه شرکت‌ها را در نگهداری وجه نقد بررسی کردند. آنها دریافتند شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تری دارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی که فرصت بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند، سود کمتری به سهامداران پرداخت می‌کنند. باو و همکاران^۲ (۲۰۱۲) در پژوهشی رابطه اثر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی را بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌ها بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد در وضعیتی که واحد تجاری جریان‌های نقدی مثبت (منفی) دارد، تمایل کمتری (بیشتری) به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و تأمین وجوه لازم پروژه‌های غیرسودآور خواهند داشت. نوبانه و همکاران^۳ (۲۰۱۱) در پژوهشی، دوره تبدیل وجه نقد

1 Harford, J , Kecskes, A , Mansi

2 Bao, D Chan, K , Zhang, W

3 Nobanee, H , Abdullatif, M , & AlHajjar, M

در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۱ به روش GMM است. نتایج نشان می‌دهد از یکسو بین نوع جریان نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها، رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت مالی بدون در نظر گرفتن نوع جریان نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد دارند و سطح بیشتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند. سپاسی و ییلویی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای، حساسیت سطح وجه نقد نگهداری شده را در شرایط جریان‌های نقدی متفاوت بررسی کردند. بدین منظور، ۶۳۰ شرکت در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، برای نمونه پژوهش انتخاب شدند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد حساسیت سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های مختلف نسبت به جریان‌های نقدی متفاوت، نامتقارن است؛ یعنی رابطه سطح نگهداشت وجه نقد و جریان‌های نقدی مثبت با رابطه سطح نگهداشت وجه نقد و جریان‌های نقدی منفی، متفاوت است. قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) پژوهشی با هدف بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی انجام دادند. در پژوهش آنها ۱۰۵ شرکت نمونه انتخاب و در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ بررسی شدند. نتایج پژوهش نشان داد در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد و یافته‌ها تأییدکننده نظریه جریان نقدی آزاد هستند. ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین‌کننده آن را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد بین اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت و اهرم با وجه نقد نگهداری شده، رابطه منفی وجود دارد. کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸) در پژوهشی، حساسیت

سرمایه‌گذاری جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی وجه نقد را به‌عنوان معیارهای محدودیت مالی مقایسه کردند. نمونه استفاده شده، ۷۸ شرکت برای دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۰ بود. آنها با آزمون معنی‌دار بودن ضرایب معادله ذخایر نقدی بهینه، نتیجه گرفتند حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری نسبت به حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسب‌تری برای تعیین محدودیت‌های مالی است؛ با وجود این، آنها از معادله ذخایر نقدی بهینه برای طبقه‌بندی شرکت‌ها استفاده نکردند. جهانخانی و کنعانی امیری (۱۳۸۵) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات حسابداری، الگویی برای تعیین هزینه‌های سرمایه در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران معرفی کرده‌اند. آنها پیش‌بینی نسبی مربوط به حساسیت به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و رابطه آن با بازده آینده سهام و Q توین را با استفاده از الگوی رگرسیون انجام داده‌اند. نتایج نشان می‌دهد هزینه‌های سرمایه در شرکت‌های سرمایه‌بر Q توین بیشتر از شرکت‌های قوی‌تر است.

فرضیه‌های پژوهش

پژوهش حاضر به دنبال بررسی دو فرضیه به شرح زیر است:

- ۱- حساسیت سرمایه‌گذاری در جریان نقدی عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
 - ۲- حساسیت سرمایه‌گذاری در جریان نقدی عملیاتی در شرکت‌های با محدودیت مالی خارجی، تأثیرپذیری کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارد.
- حساسیت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای، همان حساسیت منابع خارجی است. این متغیر به سطح نگهداشت وجه نقد حساس است و اگر شرکت منابع

رابطه سرمایه‌گذاری و وجه نقد عملیاتی بدون وجود محدودیت مالی خارجی آزمون شده است. در واقع، الگوی (۱) با استفاده از اثر جریان‌های نقدی در سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها تعیین می‌شود. همسو با پژوهش لویز و گوارینگلیا (۲۰۱۴) دلیل استفاده از تغییر در فروش، تعیین افزایش یا کاهش منابع نقدی داخلی با عملیات شرکت در دوره مد‌تظر و دوره قبل از آن است.

از آنجا که ما به اثر محدودیت مالی (داخلی و خارجی) در حساسیت به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای آگاه هستیم؛ شرکت‌ها از نظر سطح جریان‌های نقدی عملیاتی به سه گروه کوچک، متوسط و بزرگ تقسیم می‌شوند. برای تفکیک شرکت‌های بزرگ، متوسط و کوچک از یکدیگر برای انجام آزمون فرضیه‌ها از چارک استفاده شده است. به این منظور، ابتدا لگاریتم اندازه شرکت‌ها محاسبه؛ سپس با استفاده از لگاریتم اندازه شرکت‌ها، چارک‌های اول، دوم و سوم محاسبه شده است. شرکت‌هایی که در چارک اول قرار گرفته‌اند، از نوع شرکت‌های کوچک محسوب می‌شوند و شرکت‌هایی که در چارک دوم و سوم قرار گرفته‌اند، به‌عنوان شرکت‌های متوسط و بزرگ طبقه‌بندی شده‌اند. معادله (۲) رابطه اندازه شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری را به جریان‌های نقدی بررسی می‌کند. در این الگو از تغییر چند متغیر با توجه به محدودیت مالی خارجی به شرح زیر استفاده می‌شود:

مازاد داشته باشد، سطح آن افزایش خواهد یافت و برعکس. جریان نقدی عملیاتی در این فرضیه‌ها، مطابق مبانی نظری ارائه‌شده، عامل محدودیت مالی داخلی شرکت و اندازه شرکت، عامل محدودیت مالی خارجی است. با وجود محدودیت‌های خارجی انتظار می‌رود حساسیت منابع خارجی (سرمایه‌گذاری) به روند نقدینگی بیشتر باشد؛ زیرا شرکت‌ها بدون نگرانی از کسری وجه نقد داخلی در آینده به دلیل دسترسی به تأمین مالی خارجی، در صورت وجود نقدینگی مثبت، سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند. برعکس، اگر اطمینان از تأمین مالی خارجی کم باشد، شرکت، وجه نقد کمتری در پروژه‌های سرمایه‌ای صرف خواهد کرد.

الگو و متغیرهای پژوهش

الگوی استفاده‌شده در پژوهش حاضر به صورت معادلات (۱) و (۲) ارائه شده است. الگوی اول برای آزمون رابطه جریان نقدی (به‌عنوان محدودیت منابع داخلی) و سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها در غیاب هر گونه محدودیت خارجی برآورد می‌شود:

$$(1) \quad \frac{I_{it}}{K_{i(t-1)}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{I_{it-1}}{K_{i(t-1)}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{it}}{K_{i(t-1)}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{it-1}}{K_{i(t-1)}} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} + \varepsilon_{it}$$

که در آن I_{it} سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای؛ I_{it-1} سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در دوره $t-1$ ؛ ΔS_{it} تغییر در لگاریتم فروش شرکت در سال t ؛ ΔS_{it-1} تغییر در لگاریتم فروش شرکت در سال $t-1$ ؛ $K_{i(t-1)}$ ارزش اسمی سهام استفاده‌شده در دوره $t-1$ ؛ CF_{it} عامل جریان نقد شرکت؛ و ε : جزء اخلاص الگو است. در این الگو،

(۲)

عملیاتی تقسیم بر حقوق صاحبان سرمایه است. وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (درآمد حاصل از ادامه فعالیت‌های اصلی) است. حقوق صاحبان سهام شامل ارزش اسمی سهام، ذخایر و سود و زیان انباشته است. اندازه شرکت، یک پراکسی خارجی از محدودیت‌های مالی است که برای اندازه‌گیری آن از مجموع دارایی‌های شرکت استفاده می‌شود (مانند پژوهش لویز و گوارینگلیا، ۲۰۱۴). براساس پژوهش لویز و گوارینگلیا (۲۰۱۴) متغیر وابسته، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای است. با توجه به محدودیت‌های مالی شرکت (که براساس پژوهش لویز و گوارینگلیا (۲۰۱۴) با اندازه شرکت در سه طبقه سنجش می‌شود)؛ سرمایه‌گذاری در دوره کنونی و گذشته به سرمایه سهام و فروش شرکت حساس است. اگر شرکت، منابع داخلی داشته باشد که با فروش بیشتر و در نتیجه، وجه نقد عملیاتی بیشتر تأمین می‌شود، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاری بیشتر شود؛ بنابراین متغیرهای ارزش سهام سرمایه و لگاریتم فروش به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده می‌شود. دوره مد نظر یک دوره زمانی ۸ ساله براساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۵ است. نمونه این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که پایان سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود؛ از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ در بورس حضور داشته باشند؛ شرکت بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد؛ اطلاعات لازم شرکت در دسترس باشد؛ شرکت‌ها تولیدی باشند و جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی نباشند. بنابراین معادلات (۱) و (۲) با روش پانل دیتا برای ۸۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران برآورد شده است.

$$\begin{aligned} \frac{I_{it}}{K_{i(t-1)}} = & \beta_0 + \beta_1 \frac{I_{it-1}}{K_{i(t-1)}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{it}}{K_{i(t-1)}} + \\ & \beta_3 \frac{\Delta S_{it-1}}{K_{i(t-1)}} + \beta_4 \frac{CF_{it}^*}{K_{i(t-1)}} SMAIL_{it} + \\ & \beta_5 \frac{CF_{it}^*}{K_{i(t-1)}} MEDIUM_{it} + \\ & \beta_6 \frac{CF_{it}^*}{K_{i(t-1)}} LARGE_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در آن I_{it} سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای؛ I_{it-1} سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در دوره $t-1$ ؛ ΔS_{it} تغییر در لگاریتم فروش شرکت در سال t ؛ ΔS_{it-1} تغییر در لگاریتم فروش شرکت در سال $t-1$ ؛ $K_{i(t-1)}$ ارزش اسمی سهام در دوره $t-1$ ؛ CF_{it} عامل جریان وجه نقد شرکت؛ $SMAIL$ شرکت‌های اندازه کوچک؛ $MEDIUM_{it}$ شرکت‌های اندازه متوسط؛ $LARGE_{it}$ شرکت‌های بزرگ و ε : جزء اخلاص الگوست. در الگوی (۲) اثر متقابل عامل محدودیت خارجی نیز به الگو اضافه می‌شود و تأثیر آن در رابطه دو متغیر نسبت به الگوی اول سنجیده می‌شود. متغیر وابسته در این پژوهش، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای است که مانند پژوهش لویز و گوارینگلیا (۲۰۱۴) با توجه به کل دارایی‌های ثابت مشهود (اموال، اثاث و تجهیزات) منهای وجه نقد به دست آمده از فروش آنها محاسبه می‌شود. متغیر مستقل، عامل جریان نقدی است (که به عنوان عامل محدودیت مالی داخلی شرکت استفاده می‌شود). سایر متغیرهای توضیحی الگو، محدودیت‌های مالی داخلی و وجه نقدی

متغیر مجازی صفر و یک برای شرکت‌های کوچک، متوسط و بزرگ - 1
محاسبه شده با لگاریتم جمع کل دارایی‌ها

یافته‌ها

t-1 است که معادل ۳۳۶۲۴۳/۵۹ میلیون ریال است؛ بنابراین سرمایه‌گذاری در دوره جاری، ارزش کمتری نسبت به دوره قبل دارد. متوسط تغییر لگاریتم فروش کالا و خدمات (نرخ رشد فروش) در دوره t معادل ۰/۰۱۸۸۳ (۱/۸ درصد) و کمتر از دوره t-1 معادل ۰/۰۲۲۹ یا (۲/۲ درصد) است؛ به عبارت دیگر، رشد فروش در زمان جاری کمتر از دوره گذشته برای شرکت‌های مطالعه‌شده در دوره ۱۳۹۲-۱۳۸۵ است.

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای استفاده‌شده در این پژوهش در دوره ۱۳۹۲-۱۳۸۵ در جدول (۱) آورده شده است. آماره‌های گزارش‌شده، دربرگیرنده شاخص‌ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص‌های پراکنندگی شامل واریانس، انحراف معیار متغیرهای استفاده‌شده در این پژوهش برای ۷۶۵ مشاهده (با احتساب یک سال تأخیر در دوره پژوهش) است. نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در دوره t معادل ۳۹۰۸۸۳/۱۷ میلیون ریال و کمتر از دوره

جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای استفاده‌شده در الگو در دوره ۱۳۹۲-۱۳۸۵

شرح	میانگین	میانہ	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای با یک وقفه	۳۹۰۸۸۳/۱۷	۵۲۵۰۰	۲۵۴۷۴۹۴۴۰	۲۰۷۵۰۰-	۳۴۵۸۶۴۱/۵
سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای تأخیری با یک وقفه	۳۳۶۲۴۳/۵۹	۴۴۱۰۰	۳۲۵۵۸۲۷۲۰	۱۶۵۲۰۰-	۳۲۱۴۵۰۲/۱
تغییر لگاریتم فروش کالا و خدمات با یک وقفه	۰/۰۱۸۸۳	۰/۰۱۲۰۵	۳/۰۱۸۶	۳/۳۸۴-	۰/۰۲۷۱۲
تغییر لگاریتم فروش کالا و خدمات تأخیری با یک وقفه	۰/۰۲۲۹	۰/۰۱۱۵۴	-۱/۶۸۴۸	۲/۲	۰/۰۲۲۰۴
جریان نقد عملیاتی با یک وقفه	۷۹۸۵۷/۸۵۲	۱۳۶۵۰	۳۷۲۴۲۲۴۰	۳۴۴۰۰-	۵۰۱۸۴۲/۱
اندازه شرکت	۵۶۹۹۳۲۸/۸۶۹	۱۴۰۸۰۵۰	۱۹۲۴۷۰۴۰۰	۱۱۰۰۰۰	۱۸۴۴۶۰۸/۸

تصادفی- از آزمون هاسمن استفاده شده است. p-value آماره هاسمن برابر با $H=0,00$ به دست می‌آید که براساس آن، روش تخمین آثار ثابت برای الگوی اول و دوم، گزینه مناسب‌تری است؛ از این رو در این مطالعه از روش پانل دیتا- آثار ثابت برای برآورد معادلات (۱) و (۲) استفاده شده است. این الگو با نرم‌افزار Eviews برآورد شده است. برای آزمون عدم خودهمبستگی در الگو، از آماره دوربین-واتسون استفاده می‌شود. این آماره براساس یافته‌های جدول (۲) نزدیک به ۲ است. با توجه به آماره به دست آمده، فرض H_0 پذیرفته می‌شود و می‌توان نشان داد در این الگو، خودهمبستگی وجود ندارد. مقدار ضریب تعیین (R^2) در الگوی اول، برآوردی معادل ۷۶ درصد و در الگوی

متغیرهای اندازه شرکت کوچک، متوسط و بزرگ (SMALL, MEDIUM, LARGE) به دلیل اینکه متغیر مجازی با اعداد صفر و یک هستند، محاسبه آماره‌های توصیفی آنها، تصویر واقعی از این متغیرها نشان نمی‌دهد و فقط کل اندازه شرکت SIZE در جدول بالا آمده است. تعداد شرکت‌ها با اندازه کوچک ۱۷۸، متوسط ۴۰۱ و بزرگ ۱۸۶ مشاهده در در دوره پژوهش برای شرکت‌های نمونه است.

آماره محاسباتی F لیمز از سطح ۵ درصد کوچک‌تر است؛ بنابراین فرضیه صفر مبتنی بر لزوم بررسی مطالعه حاضر به صورت پانل دیتا تأیید می‌شود. برای برآورد الگو از روش داده‌های پانل و برای تشخیص نوع الگو- الگوی آثار ثابت و الگوی آثار

فرضیه دوم پژوهش، وقتی محدودیت مالی خارجی در الگو لحاظ شود، قدرت توضیح سرمایه گذاری شرکت با وجه نقد (محدودیت مالی داخلی) بیشتر شده است. این سرمایه گذاری در شرکت های بزرگ، که مطابق مبانی نظری پژوهش، محدودیت مالی خارجی کمتری دارند، رابطه قوی تری با وجه نقد شرکت دارد.

دوم ۸۶ درصد است و نشان می دهد الگوها، تغییرات نسبت سرمایه گذاری را بر ارزش سهام به خوبی توضیح می دهند. در کل، گفتنی است در الگوی دوم، ۸۶ درصد از تغییرات نسبت سرمایه گذاری بر ارزش سهام با متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می شوند. با بررسی ضریب تعیین متوجه می شویم مطابق انتظار ما در

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه های الگو به روش آثار ثابت

متغیر وابسته: نسبت سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای به ارزش اسمی سهام در دوره قبل - $I_{it} / K_{i(t-1)}$

شرح	متغیر	الگوی اول		الگوی دوم	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ثابت	ثابت	۰/۱۴	۲/۵۳	۰/۱۴	۲/۲۴
نسبت سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه تأخیری به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{I_{it-1}}{K_{i(t-1)}}$	۰/۶۸	۱۱/۶۸	۰/۷۷	۲۳/۰۵
نسبت تغییر لگاریتم فروش کالا و خدمات به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{\Delta S_{it}}{K_{i(t-1)}}$	۱۰۸۳	۴/۵۶	۱۱۰۷۸	۹/۵۹
نسبت تغییر لگاریتم فروش کالا و خدمات تأخیری به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{\Delta S_{it-1}}{K_{i(t-1)}}$	۱۶۰	۱/۱۴	۶۴	۰/۴۵
نسبت جریان نقد عملیاتی به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}}$	۱/۰۴	۳/۸۷	-	-
آثار متقابل اندازه شرکت کوچک با نسبت جریان نقد عملیاتی به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} \cdot SMALL$	-	-	۰/۶۹	۲/۶۲
آثار متقابل اندازه شرکت متوسط با نسبت جریان نقد عملیاتی به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} \cdot MEDIUM$	-	-	۰/۵۵	۲,۴۳
آثار متقابل اندازه شرکت بزرگ با نسبت جریان نقد عملیاتی به ارزش اسمی سهام با یک وقفه	$\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} \cdot LARGE$	-	-	۱/۵۲	۵/۴۵
ضریب تعیین	R ²	۰/۷۶		۰/۸۶	
آماره دورین واتسون	D-W	۲/۴		۲/۴	
آماره F کل رگرسیون	F-Stat	۱۷/۰۹		۳۱/۲	
احتمال آماره F کل رگرسیون	Prob (F-Stat)	۰/۰۰		۰/۰۰	
آماره F لیمر	F _{Leamer}	۱/۶۵		۲/۸۸	
احتمال آماره F لیمر	Prob (F _{Leamer})	۰/۰۰		۰/۰۰	
آماره هاسمن	Hausman	۹۸/۱		۱۷۷	
احتمال آماره هاسمن	Prob (Hausman)	۰/۰۰		۰/۰۰	

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر با برآورد الگوی با داده‌های تابلویی، تاثیر محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی در حساسیت سرمایه‌گذاری بررسی شد. این پژوهش، شواهدی را درباره حساسیت منابع خارجی به روند نقدینگی در شرایط محدودیت‌های مالی برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران فراهم می‌آورد. نتایج برآورد الگو نشان داد نسبت جریان نقد عملیاتی بر ارزش اسمی سهام (به‌عنوان شاخص محدودیت مالی داخلی) تأثیر مثبت و معنی‌داری در نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای به ارزش اسمی سهام (به‌عنوان شاخص حساسیت نقدینگی شرکت) دارد. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد ارتباط متقابل وجه نقد عملیاتی با اندازه شرکت‌های کوچک، مثبت و معنی‌دار است. با توجه به آماره t پایین بودن این متغیر در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، نشان می‌دهد بین محدودیت مالی خارجی که با پراکسی اندازه شرکت سنجیده می‌شود و حساسیت نقدینگی در شرکت‌های کوچک، ارتباط کمتری نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر برقرار است؛ بنابراین حساسیت منابع خارجی به روند نقدینگی ذکر شده در شرکت‌های با منابع مالی محدود در بورس اوراق بهادار تهران در محدودیت مالی خارجی، تأثیرپذیری کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارد. با توجه به معنی‌داری آثار متقابل شرکت‌های بزرگ با وجه نقد عملیاتی، گفتنی است حساسیت منابع خارجی به روند نقدینگی در شرکت‌های قوی‌تر و بزرگ‌تر در بورس اوراق بهادار تهران در محدودیت منابع مالی خارجی، تأثیرپذیری بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارد.

همانگونه که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود ضریب متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی بر ارزش اسمی سهام ($CF_{it} / K_{i(t-1)}$) برابر با ۱/۰۴ و آماره t آن ۳/۸۷ است. با توجه به آماره t و احتمال این متغیر، نتایج الگو، نشان‌دهنده معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته‌ها نشان می‌دهد بین نسبت جریان نقد عملیاتی بر ارزش اسمی سهام به‌عنوان شاخص محدودیت مالی داخلی با متغیر وابسته، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

همانگونه که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل $SMALL$ $\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} *$ در شرکت‌های کوچک برابر با ۰/۶۹ و آماره t آن برابر با ۲/۶۲ است و از مقدار آماره t متغیر $LARGE$ $\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} *$ در شرکت‌های بزرگ که معادل ۵/۴۵ است، کمتر است. با توجه به آماره t پایین این متغیر در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، نتایج نشان می‌دهد بین محدودیت مالی خارجی که با پراکسی اندازه شرکت سنجیده می‌شود، با متغیر وابسته در شرکت‌های کوچک، ارتباط کمتری نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر برقرار است؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. همچنین ضریب متغیر مستقل $LARGE$ $\frac{CF_{it}}{K_{i(t-1)}} *$ برای شرکت‌های قوی‌تر و نامحدود برابر با ۱/۵۲ و آماره t آن برابر با ۵/۴۵ است؛ در صورتی که آماره t مقدار این متغیر برای شرکت‌هایی با منابع مالی محدود، معادل ۲/۶۲ بوده است؛ بنابراین نتایج نشان می‌دهد بین محدودیت منابع مالی خارجی در شرکت‌های قوی‌تر در بورس اوراق بهادار با متغیر وابسته یعنی نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه بر ارزش اسمی سهام، رابطه مثبت و به‌شدت معنی‌داری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

اینگونه شرکت‌ها برای افزایش فروش و سود آوری مصرف نمی‌شود و ممکن است برای افزایش دارایی‌های سرمایه‌ای نیز کاربرد داشته باشد که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه باید به این موضوع توجه کنند.

از آنجا که شرکت‌های با اندازه کوچک‌تر در نگهداشت وجه نقد براساس نتایج این پژوهش، رفتار محتاطانه‌تری نسبت به شرکت‌های بزرگ در پیش گرفته‌اند؛ سرمایه‌گذاران با توجه به ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریز بودنشان، برای سرمایه‌گذاری، شرکت‌های با اندازه‌های بزرگ و یا کوچک را می‌توانند انتخاب کنند. بانک‌ها و اعتباردهندگان نیز در ارزیابی ریسک شرکت‌ها و تصمیم‌های اعطای اعتبار بر نتایج حاصل از این پژوهش می‌توانند اتکا کنند. از آنجایی که نوسان‌ها و عوامل اقتصادی در میزان حساسیت منابع خارجی به روند نقدینگی، تأثیر زیادی دارد؛ بنابراین گفتنی است در تبیین رفتار مدیران شرکت‌ها پیرامون حفظ و نگهداشت وجه نقد، پیش‌بینی‌های خود را درباره شرایط آینده و میزان توان شرکت‌ها در پاسخگویی به تعهدات و انعطاف‌پذیری مالی مبتنی بر این نتایج قرار دهند.

این پژوهش دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۵ را بررسی کرده است. به پژوهشگرانی که قصد پژوهش‌های مشابه دارند، پیشنهاد می‌شود این پژوهش را برای سال‌های جدید انجام دهند تا نوع ارتباط متغیرهای پژوهش در دوره‌های جدید بررسی شود. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده، نقش عوامل اقتصادی مانند تورم، حجم نقدینگی، نرخ ارز، قیمت نفت و طلا به عنوان یکی از عوامل ایجادکننده محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی بر روند نقدینگی شرکت بررسی شود. همچنین نقش تحریم‌های بین‌المللی به عنوان یکی از

به‌طور کلی، نتایج حاصل از پژوهش نشان داد حساسیت منابع خارجی به روند نقدینگی در بین شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند با زمانی که شرکت بدون محدودیت مالی است، متفاوت است. این نتیجه با نتایج مطالعات گذشته (هافورد و همکاران (۲۰۱۲)، لوپز و همکاران (۲۰۱۴)، گوارینگلیا (۲۰۰۸)، فزاری و همکاران (۱۹۸۸) و فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) مشابه است. نتایج، رابطه مثبتی بین جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. همچنین شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر از دیگران دارند، سرمایه‌گذاری‌های خود را بیشتر از دیگران در سطح مطلوبیت نگه می‌دارند. با توجه به نتایج ارائه شده در این مطالعه، پیشنهادهای زیر مطرح می‌شود:

نتایج این مطالعه نشان می‌دهد مدیریت و کنترل وجه نقد، حساسیت زیادی به وجه نقد حاصل از عملیات (اولین بخش از صورت گردش وجوه نقد) شرکت‌ها نشان می‌دهند؛ بنابراین مدیران و سرمایه‌گذاران، توان پیش‌بینی وجوه نقد نگهداشتنی در آینده را با اتکا به روند تغییرات وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی می‌توانند ارزیابی کنند.

وجود رابطه مثبت بین نگهداشت وجه نقد با نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای به ارزش سهام نشان می‌دهد شرکت‌هایی، که دارایی‌های سرمایه‌ای بیشتر دارند نسبت به سایر شرکت‌ها بنا به دلایلی از جمله ضرورت تجدید ساختار دارایی‌ها و عملیات جایگزینی دارایی‌های مستهلک شده، به نگهداشت وجه نقد بیشتری اقدام می‌کنند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران در انتخاب نگرش خوش‌بینانه یا بدبینانه خود به وضعیت آینده شرکت، دیدگاه‌های خود را پیرامون سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها با توجه به این نتایج تعدیل کنند؛ به عبارت دیگر، همواره نقدینگی عملیاتی

- Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*. 11(3): 96-102.
- [9] Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*. 59:1777-1804.
- [10] Allayannis, G., Mozumdar, A. (2004). The impact of negative cash flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates. *Journal of Banking & Finance*. 28: 901-930.
- [11] Bao, D., Chan, K., & Zhang, W. (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings. *Journal of Corporate Finance*. 18: 690-700.
- [12] Denis, J.D., Sibilkov, V. (2007). Financial constraint, investment and the Value of Cash Holding. Working Paper
- [13] Dongmi, L. (2010). Financial constraints: R&D investment, and stock returns. Rady School of Management University of California San Diego 1-6: 22-24.
- [14] Fazzari, M., Steven, Hubbard, R., Glenn & Petersen, C.B. (1988). Investment-cash flow sensitivities are useful, Brookings Papers on Economic Activity: 141-195.
- [15] Flannery, A.J., Mark J., Rangan, P.K. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*. 79: 469-506.
- [16] Gamba, A. & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *Journal of Finance*, 63(5): 2263-2296.
- [17] Garcia-Teruel, P. J., Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, P. (2008). Accruals quality and corporate cash holdings. *Journal of Accounting and Finance*. 49: 95-115.
- [18] Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms. Center for finance and credit markets working paper. 07/03, university of Nottingham.
- [19] Harford, J., Kecskes, A., Mansi, S. (2012). Investor horizons and corporate Cash holdings. *Review of Financial Studies*. 19 (2): 531- 559.
- [20] Kaplan, N., & Zingales, L. (1997). Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints. *Quarterly Journal of Economics*. CXII: 169-215.
- مهم‌ترین عوامل مؤثر در محدودیت مالی شرکت‌ها بر روند نقدینگی شرکت سنجیده شود. در این پژوهش از لگاریتم دارایی به‌عنوان معیار اندازه شرکت استفاده شده است. پژوهش را با استفاده از سایر معیارهای اندازه شرکت از قبیل تعداد کارکنان می‌توان انجام داد.
- منابع**
- [1] Aghae, M. A., & Hassani, H. (2009). Study of the Effect of Managers' Personal Incentives and Corporate Governance Variables on Costs Stickiness in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*. 1(2): 7-35.
- [2] Jahankhani, A., & Kanani Amiri, M. (2006). Presentation of the Model to Determine the Capital Expenditures of Listed Companies in TSE Using Accounting Information. *Daneshvar Raftar*. 86: 17-57.
- [3] Hossein pour, Z. (2005). The investigation between factors effective on investment sensibility – cash flows in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Master dissertation*. Economics and Administrative science. Esfahan University.
- [4] Sepasi, S., & Yabloui Khamsaloui. M. (2014). Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings. *The Iranian Accounting and Auditing Review*. 20(4): 61-67.
- [5] Foroughi, D., & Farzadi, S. (2014). The investigation of changes in cash flows on the cash holding level by financing constraint in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Asset Management & Financing*. 2(1): 21-36.
- [6] Ghorbani, S., & Adili, M. (2012). Firm Value, Cash Holdings and Information Asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*. 3(8): 131-145.
- [7] Kashanipour, M., & Naghinejad, B. (2009). The investigation of effect of financial constraints on cash sensivity, *Accounting Research*. 2:72-93.
- [8] Malekian, E., Ahmadpour, A., & Mohamadi, M. (2012). An empirical investigation on factors determining cash holdings of companies listed in Tehran

- bin/conference/download.cgi?db_name=II
OC2014&paper_id=280.
- [23] Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Boston: Addison Wesley. ISBN 0-321-42177-9.
- [24] Nobanee, H., Abdullatif, M., & Al Hajjar, M. (2011). Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms. *Asian Review of Accounting*. 19: 147-156.
- [21] López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S., & Torre-Olmo. B. (2014), Investment decisions of companies in financial distress. BRQ Business Research Quarterly. ARTICLE IN PRESS.
- [22] Máñez, Juan A. María E., Rochina-Barrachina, S.L., Juan A. & Vicente, O. (2015). Financial constraints and Spanish manufacturing firms' R&D and exporting strategies, available at: <https://editorialexpress.com/cgi->

