

## بررسی رابطه عوامل درون شرکتی و برون شرکتی با نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید یوسف احدی سرکانی<sup>1</sup> / هاجر سنگ پهنی<sup>2</sup> / مهدی دسینه<sup>3</sup>

### چکیده

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی، یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت واحدهای تجاری است. از سوی دیگر بیشتر شرکت‌های ایرانی به علت موقعیت تورمی که موجود است ترجیح می‌دهند تا وجه نقد خود را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند. هر چند چنین پدیده رایجی سپر مقاومت در برابر تورم تلقی می‌شود، لیکن اثر ثانویه آن این است که شرکت‌ها در سرسید بدهی‌ها در مانده شده و به اعتبار سازمان لطمه وارد می‌شود. تجربه نشان داده است که اغلب شرکت‌هایی که با درماندگی مالی و ورشکستگی مواجه شده‌اند همواره از سوء مدیریت سرمایه در گردش و نیز ضعف در کنترل وجه نقد رنج می‌برده‌اند.

هدف اصلی این تحقیق بررسی عوامل درون شرکتی و برون شرکتی مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1381 تا 1390 می‌باشد. در این تحقیق 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 شده‌اند تا رابطه آنها با سطح نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گیرد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل 95 شرکت طی سال‌های 1381 تا 1390 با استفاده از تحلیل همبستگی و ضمن استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان 95 درصد نشان می‌دهد که متغیرهای وجه نقد عملیاتی، اندازه شرکت، حجم دارایی‌های ثابت، عدم تقسیم سود، نرخ تورم، حجم نقدینگی و نرخ ارز با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ارتباط معناداری

1. استادیار، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه، [ms\\_ahadi@yahoo.com](mailto:ms_ahadi@yahoo.com)

2. ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس

3. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.

دارند. همچنین این نتایج حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین متغیرهای تمرکز مالکیت، بهای طلا و بهای نفت با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد.

**واژگان کلیدی:** نگهداشت وجه نقد، عوامل درون شرکتی، عوامل برون شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران.

**طبقه‌بندی موضوعی:** P4.



## مقدمه

اگرچه وجه نقد نگهداری شده در تاریخ ترازنامه، دارایی مهمی برای شرکت به حساب می‌آید، لیکن نگهداری این دارایی بیش از اندازه لازم، می‌تواند نشانه‌ای از عدم کارایی در تخصیص منابع باشد و هزینه‌های زیادی را بر شرکت تحمیل نماید (Elliot, 2010).

جریان‌ات نقدی در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش‌گذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری نقشی مهم ایفا می‌نماید. چگونگی به کارگرفتن وجوه، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران تلقی می‌شود. در دوران رشد اقتصادی شرکت، با افزایش ذخایر وجه نقد مدیران تصمیم می‌گیرند که بر اساس چه فرایندی وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف‌انجام مخارج شود یا برای تحصیل مجدد دارایی‌ها بکارگرفته شود. این که مدیران با توجه به منافع خود چگونه بین مصرف یا نگهداشت منابع وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی مبهم است. بطور منطقی آنان منافع حاصل از مخارج جاری را با انعطاف‌پذیری ایجاد شده ناشی از وجوه نقد مقایسه می‌نمایند. بعلاوه، مدیران احتمال فزونی منافع بر مخارج آتی ناشی از نگهداشت وجه نقد مازاد را اندازه‌گیری نموده و همواره به دنبال نگهداشت سطحی از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری وجوه نقدی در حالت بهینه قرار داشته باشد. نتایج بررسی‌های اخیر بیان می‌دارد که شرکت‌ها به منظور کاهش مشکلات ناشی از نگهداشت وجه نقد اضافی و سرمایه‌گذاری مناسب منابع وجه نقد به دو شیوه عمل می‌کنند. بازخرید سهام و تقسیم سود (Ofiser, 2010).

سرمایه‌گذاران همواره مایلند بدانند که شرکت‌ها در چه زمانی، با چه مخاطره‌ای و به چه میزانی جریان‌ات نقدی خود را توزیع می‌نمایند. از این جهت بسیاری از تحقیقات تجربی نشان داده‌اند که سطح نقدینگی شرکت‌ها به گونه‌ای هدفمند مدیریت می‌شود تا اطلاعات دقیقی در اختیار استفاده‌کنندگان و به ویژه سرمایه‌گذاران قرارگیرد. مدیران با توجه به پیش‌بینی‌های انجام شده برای رسیدن به سطح معینی از نقدینگی در مقاطع زمانی مختلف برنامه‌ریزی می‌نمایند. دستیابی به این سطح از نقدینگی از چه عواملی تأثیر می‌پذیرد؟ شناخت این عوامل انجام پیش‌بینی‌های آتی توسط سرمایه‌گذاران را تسهیل می‌نماید. چنانچه بر اساس مدل‌های نظری بازده سهام شرکت‌ها که بخشی از آن متأثر از وضعیت نقدینگی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها است، تحت تأثیر دو دسته عوامل معین ریسک سیستماتیک (عوامل برون شرکتی) و غیر سیستماتیک (عوامل درون شرکتی) قرار گیرد، می‌توان پیش فرض‌های اولیه این تحقیق یعنی تأثیرپذیری وجوه نقد نگهداری شده در هر مقطع زمانی از دو دسته

عوامل یاد شده را استنتاج نمود. از دیگر سوی ویژگی های گوناگونی می توانند چگونگی تعیین سطح نقدینگی را توصیف نمایند. آشنایی با این ویژگی ها و درک روابط بین آنها پیش نیاز اصلاح نقدینگی هدف خواهد بود. با توجه به بحران نقدینگی در برخی صنایع، وجود تورم و شرایط اقتصادی حاکم در کشور طی سال های 1381 الی 1390، مقطع زمانی مورد نظر انتخاب و نقش متغیرهای اقتصادی به عنوان عوامل برون شرکتی از یک سو و همچنین برخی از عوامل درون شرکتی از سوی دیگر با میزان نگهداشت وجه نقد مورد مقایسه قرار گرفته است.

### ضرورت و اهمیت پژوهش

با توجه به اهمیت وجود نقدینگی کافی در شرایط متفاوت اقتصادی و ضرورت ارتقاء توان انعطاف پذیری مالی شرکت ها، لازم است مدیران حوزه اختیارات و حیطه اقتدار خود در زمینه کنترل وجوه نقد را مورد شناسایی قرار داده و مجموعه عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد را در قالب دو دسته عوامل داخلی و خارجی مورد بررسی قرار دهند. هدف از انجام این تحقیق بررسی این دو دسته عوامل به تفکیک و طبقه بندی آنها جهت کمک به مدیران از یک سو و سایر استفاده کنندگان از سوی دیگر می باشد. از دیگر اهداف این مطالعه، کمک به فعالان بازار سرمایه، تصمیم گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل در تحلیل طرح های سرمایه گذاری در دارایی های مالی و اوراق بهادار با عنایت به نتایج حاصله به منظور افزایش شفافیت عوامل در شرایط تصمیم گیری و به تبع آن انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه با توجه به ریسک و بازده جداگانه آنها می باشد.

با توجه به مطالب فوق، مسئله اصلی تحقیق این است که چه عواملی بر نگهداشت وجه نقد اثر می گذارند؟ از بین این مجموعه عوامل، عوامل داخلی در این زمینه نقش بیشتری دارند یا عوامل خارجی؟ پاسخگویی به سوالات فوق و تعمیم نتایج حاصل از مشاهدات، همراه با اولویت بندی عوامل دوگانه مؤثر بر حجم نقدینگی قابل نگهداشت، مدیریت را در امر کنترل عوامل داخلی با توجه به اولویت های بدست آمده و اتخاذ تصمیمات صحیح در مواجهه با تغییرات عوامل برون شرکتی با توجه به شدت تأثیرگذاری آنها بر نقدینگی شرکت ها یاری می نماید.

### ادبیات و پیشینه تحقیق

میکلسون و همکاران (Mikkelson, et al., 2003) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که نگهداشت مداوم وجه نقد مازاد منجر به عملکرد ضعیف نمی شود و نشان دهنده تضاد منافع بین مدیران و

سهامداران نیست. شواهد آنان با این فرض مطابقت دارد که ذخایر وجه نقد، ارزش شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. در مقابل هارفورد (Harford, 1999) دلایلی را بیان می‌دارد که بر اساس آن سهامداران همواره نگران نقش مباشرتی مدیران در کنترل ذخایر وجوه نقدی می‌باشند. وی نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که از لحاظ وجه نقد غنی هستند با احتمال بیشتری به تحصیل سایر شرکت‌ها می‌پردازند و چنین تصمیمی به احتمال زیاد کاهنده ارزش شرکت است.

کالچوا و همکاران (Kalcheva, et al., 2007) بررسی کردند که چگونه حمایت از حقوق سهامداران بر نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد. آنها دریافتند که در سطح بین‌المللی، کشورهایی با حقوق ضعیف‌تر سهامداران، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. به علاوه، آنها نتیجه گرفتند که دارایی‌های نقدی با ارزش شرکت رابطه‌ای منفی دارد.

هارفورد و همکاران (Harford, et al., 2008) با استفاده از نمونه‌ای شامل 11645 سال-شرکت برای 1872 شرکت رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار دادند. نتایج بررسی آنان نشان می‌دهد که شرکت‌های با مالکیت داخلی و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های با ساختار حاکمیت شرکتی مناسب‌تر و هیئت‌مدیره بزرگتر و مستقل‌تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند. سابرامانیام و همکاران (Subramaniam, et al., 2011) در تحقیقی مشابه یانتو به بررسی رابطه بین ساختار شرکت و میزان وجه نقد نگهداری شده پرداختند. آنها با جمع‌آوری شواهد در محیط بورس نیویورک طی سال‌های 1988 تا 2006 نشان دادند شرکت‌هایی که دارای مالکیت غیر متمرکز و متنوع‌تری هستند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت متمرکز دارند به طور معناداری کمتر وجه نقد نگهداری می‌کنند. بررسی‌های بیشتر آنها بیان می‌دارد، به دلیل اینکه شرکت‌هایی که دارای مالکیت متنوعی هستند دارای روابط بیشتری با سایر شرکت‌ها و صنایع خاص آنها داشته و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بیشتری دارند، از این رو وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

یانتو (Yuanto, 2011) به آزمون رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، مانده وجه نقد و تأثیر بر ارزش شرکت در بورس سنگاپور پرداخت. نتایج بررسی نشان می‌دهد، شرکت‌های دارای اثر بخشی کمتر حاکمیت شرکتی تمایل بیشتری برای نگهداری وجه نقد دارند.

صورت‌های مالی مبهم و فاقد شفافیت، اعتماد سهامداران و سرمایه‌گذاران را کاهش داده و انگیزه آنان برای سرمایه‌گذاری را از بین می‌برد. از این رو تأمین وجه نقد کافی برای انجام مناسب فعالیت‌های

شرکت با هدف کسب انعطاف پذیری مالی، ایفاء تعهدات و پیشبرد اهداف عملیاتی یک ضرورت به شمار می رود (فائمی و همکاران، 1391).

کاشانی پور و همکاران (1388) به بررسی اثر محدودیت های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد با توجه به تغییرات 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، نشان داده شد که جریان های نقدی رابطه معناداری با سطوح نگهداری وجه نقد ندارد؛ همچنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی در قبال تغییرات وجه نقد در دو دسته شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

فخاری و همکاران (1388) اثر کیفیت گزارشگری مالی را در قالب کیفیت اقلام تعهدی بر میزان نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار دادند. یافته های آنان نشان می دهد که کیفیت گزارشگری مالی با شاخص وجه نقد و معادل های نقدی رابطه منفی و معناداری دارد. این نتایج همچنین بیانگر آن است که متغیرهای فرصت رشد، جریان نقدی و دارایی های نقدی اثر مثبتی بر مانده نقد دارد و متغیرهای اندازه و سررسید بدهی با مانده وجه نقد رابطه ای منفی دارد.

آقایی و همکاران (1388) تأثیر ده عامل را در نگهداری موجودی های نقدی توسط شرکت ها مورد مطالعه قرار دادند. شواهد تحقیق آنان حاکی از آن است که حساب های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی های کالا و بدهی های کوتاه مدت به ترتیب از مهمترین عوامل با تأثیر منفی بر نگهداری موجودی های نقدی می باشند. از سوی دیگر، فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان های نقدی و سود خالص به ترتیب از مهمترین عوامل با تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی های نقدی به شمار می روند. اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی های بلندمدت و اندازه شرکت ها بر نگهداری موجودی های نقدی مشاهده نشد.

مهرانی و همکاران (1388) بر اساس مدل تروال و سولانا (2009) کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجه نقد را آزمودند، نتایج آزمون آنها که در دوره 1379 تا 1385 و در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته بود، نشان می دهد که سطح موجودی نقد در شرکت هایی که از کیفیت بالاتر حسابداری برخوردارند، نسبت به آنهایی که دارای کیفیت پایین تر حسابداری اند، کمتر می باشد.

وجه تمایز مجموعه مطالعات انجام شده در حوزه مورد مطالعه با محتوای تحقیق حاضر، ترکیب انتخاب عوامل بر حسب دو دسته عوامل داخلی و خارجی و اولویت بندی آنها به منظور کنترل عوامل

داخلی و اتخاذ تصمیمات مناسب در هنگام مواجهه با شرایط خاص محیطی می‌باشد (مطالعات گذشته پاسخ روشنی در این زمینه ارائه نداده‌اند). فرایند تشخیص، شناسایی و انتخاب دو دسته عوامل داخلی و خارجی با اتکا به نتایج حاصل از مجموعه مطالعات انجام شده در گذشته، استنتاج از بدیهیات اولیه و دیدگاه‌های رایج در بین تصمیم‌گیرندگان، با توجه به تأثیر خاص مهمترین عوامل داخلی و خارجی بر وضعیت نقدینگی شرکت‌ها صورت پذیرفته است.

## تئوری‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد

### 1- نظریه عدم تقارن اطلاعاتی<sup>1</sup>

طبق این نظریه، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (به عنوان مثال از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی) می‌تواند منجر به کاهش سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها شود. این نظریه به حالتی اشاره دارد که یکی از طرف‌های معامله نسبت به دیگران دارای مزیت اطلاعاتی است. در چنین حالتی در اقتصاد گفته می‌شود که اطلاعات، نامتقارن است. در مجموع می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعات، نقش مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی ایفا می‌نماید (احمد پور و همکاران، 1385).

### 2- نظریه نمایندگی<sup>2</sup>

تضادهایی که منجر به شناسایی هزینه‌های نمایندگی می‌شوند می‌توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت به کار روند. مشکلات نمایندگی یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد شرکت‌هاست. هزینه‌های نمایندگی می‌توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت به کار روند.

در مورد اندازه شرکت می‌توان گفت هر چه شرکت بزرگتر باشد، مدیریت اختیار بیش‌تری خواهد داشت؛ لذا احتمال نگهداری وجه نقد مازاد افزایش می‌یابد. از سویی در شرکت‌هایی با بدهی پایین نیز انتظار می‌رود وجه نقد بیش‌تری نگهداری شود، زیرا بدهی پایین سبب می‌شود که کمتر تحت نظارت بازارهای سرمایه قرار گیرند و اختیار مدیریت بیش‌تر شود. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند دارند و هزینه تأمین منابع مالی خارجی آنها بالاست، دارایی‌های نقدی بیش‌تری نگهداری کنند زیرا در صورت کمبود وجه نقد، شرکت پروژه‌های با ارزش بیش‌تری را از دست خواهد داد (Dittmar, et al., 2003).

1. Information Asymmetry Theory

2. Agency Theory

3- نظریه موازنه<sup>1</sup>

طبق این نظریه شرکت‌ها میزان وجه نقد بهینه خود را با برقراری موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند (رسائیان و همکاران، 1389). نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌ای مطمئن برای مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند (Opler, 1999).

4- نظریه سلسله مراتب تأمین مالی<sup>2</sup>

طبق این نظریه، مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد (صلواتی و همکاران، 1386). بنابراین تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید (Ferreira, et al., 2004). بر اساس این نظریه شرکت‌ها در وضعیت معمول، سرمایه را به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی هزینه بر می‌دانند؛ لذا هنگام نیاز به منابع بر بدهی اتکا می‌کنند و زمانی که منابع کافی دارند، بدهی‌ها را در سررسیدشان پرداخت یا در پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری یا به صورت دارایی‌های نقد انباشت می‌کنند. اپلر و همکاران (Opler, 1999). در واقع این نظریه در خصوص نگهداری وجه نقد از نظریه ساختار سرمایه نشأت می‌گیرد که توسط میرز و همکاران (Myers, et al., 1984) ارائه شد.

## فرضیه‌های تحقیق

## فرضیه اصلی اول

بین نگهداشت وجه نقد با عوامل درون شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

## فرضیه‌های فرعی:

- بین نگهداشت وجه نقد با میزان تمرکز مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

1. Balance Theory

2. Financing Hierarchy Theory



- بین نگهداشت وجه نقد با وجه نقد حاصل از عملیات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد با اندازه شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد با حجم دارایی‌های ثابت ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد با عدم تقسیم سود ارتباط معنی داری وجود دارد.

### فرضیه اصلی دوم

بین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با عوامل برون شرکتی ارتباط معنی داری وجود دارد.

### فرضیه های فرعی

- بین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تورم ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با حجم نقدینگی ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با نرخ ارز (دلار) ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با بهای طلا ارتباط معنی داری وجود دارد.
- بین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با بهای نفت ارتباط معنی داری وجود دارد.

### مدل های تحقیق

مدل مربوط به فرضیه اصلی اول پژوهش

$$\text{CashHolding}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OwnershipFocus}_{it} + \alpha_2 \text{OCF}_{it} + \alpha_3 \text{Size}_{it} + \alpha_4 \text{FixedAssets} / \text{Total Asset}_{it} + \alpha_5 \text{Cumulative} / \text{equity}_{it} + e_{it}$$

متغیر وابسته:

نسبت نگهداشت وجه نقد بر جمع دارایی‌ها که از طریق صورت‌های مالی شرکت‌ها (ترازنامه) استخراج و محاسبه خواهد شد.

**متغیر های مستقل**

تمرکز مالکیت<sup>1</sup>: منظور از تمرکز مالکیت میزان سهام در مالکیت سهامداران عمده می باشد و سهامداران عمده به سهامدارانی اطلاق می شود که در گزارش صورت های مالی شرکت یا در گزارش هیئت مدیره به مجمع در ترکیب سهامداران عمده شرکت قرار می گیرند و بیش از 5% سهام شرکت در اختیار داشته باشند (حساس یگانه و همکاران).

گردش وجه نقد عملیاتی<sup>2</sup>: از طریق صورت های مالی شرکت ها (صورت جریان وجوه نقد) استخراج و محاسبه می شود.

اندازه شرکت<sup>3</sup>: برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها که از طریق صورت های مالی شرکت ها (ترازنامه) استخراج و محاسبه می شود.

درصد دارایی های ثابت از کل دارایی ها: که از طریق صورت های مالی شرکت ها (ترازنامه) استخراج و محاسبه می شود.

عدم تقسیم سود: از طریق محاسبه نسبت سود انباشته به جمع کل حقوق صاحبان سهام با استفاده از اطلاعات صورت های مالی شرکت ها به دست می آید.

**مدل مربوط به فرضیه اصلی دوم پژوهش**

$$\text{CashHolding}_{it} = \alpha_1 \text{Fluctuation}_{it} + \alpha_2 \text{Liquidity}_{it} + \alpha_3 \text{Currency}_{it} + \alpha_4 \text{GoldPrice}_{it} + \alpha_5 \text{Oil Price}_{it} + e_{it}$$

**متغیر وابسته**

نسبت نگهداشت وجه نقد بر جمع دارایی ها که از طریق صورت های مالی شرکت ها (ترازنامه) استخراج و محاسبه خواهد شد.

**متغیر های مستقل**

تورم<sup>4</sup>: که از سایت بانک مرکزی و با توجه به اطلاعات و آمار منتشره از سوی این بانک محاسبه و استخراج می شود.

نقدینگی<sup>5</sup>: برابر است با حجم پول به اضافه سپرده های غیر دیداری (همان سپرده های پس انداز و مدت دار) که از سایت بانک مرکزی و با توجه به اطلاعات و آمار منتشره از سوی این بانک محاسبه و

---

1. Ownership Focus

2. Operating Cash Flow (OCF)

3. Size

4. Inflation

5. Liquidity

استخراج می‌شود. لازم به ذکر است که حجم پول مساوی اسکناس و مسکوک دست مردم به اضافه سپرده‌های دیداری (سپرده‌هایی که به محض رویت باید نقد شوند مثل چک‌ها) می‌باشد. نرخ ارز (دلار)<sup>1</sup>: که از سایت بانک مرکزی و با توجه به اطلاعات و آمار منتشره از سوی این بانک محاسبه و استخراج می‌شود.

**بهای طلا**<sup>2</sup>: که از سایت بانک مرکزی و با توجه به اطلاعات و آمار منتشره از سوی این بانک محاسبه و استخراج خواهد شد.

**قیمت نفت**<sup>3</sup>: که از سایت بانک مرکزی و با توجه به اطلاعات و آمار منتشره از سوی این بانک محاسبه و استخراج می‌شود. **Oil**: خطای پیش‌بینی مدل.

## روش پژوهش

### جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری به کار گرفته شده شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ایران در فاصله سال‌های 1381-1390 است. نمونه آماری نهایی شامل 95 شرکت است و روش نمونه‌گیری بکار گرفته شده، حذف سیستماتیک می‌باشد و شامل شرکت‌هایی است که دارای شرایط زیر هستند:

- 1) متنوع شده (تجاری) باشند، یعنی محصولات متنوع تولید می‌کنند.
- 2) با توجه به دوره زمانی در دسترس اطلاعات (1381-1390)، شرکت قبل از سال 81 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال 1390 از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد.
- 3) به منظور افزایش همسنجی و همسان‌سازی شرایط انتخابی شرکت‌ها، پایان سال مالی شرکت‌ها 29 اسفند ماه می‌باشد.
- 4) به دلیل شفاف بودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ) این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند.

5) اطلاعات مورد نیاز متغیرهای تحقیق (صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی) در دسترس باشد.

6) شرکت‌ها نباید وقفه معاملاتی داشته باشند.

### روش‌های آماری آزمون فرضیه‌ها

از آنجایی که هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه عوامل داخلی و خارجی موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؛ لذا در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره با به کارگیری داده‌های ترکیبی و مقطعی استفاده شده است.

برای تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش‌های آماری به دو شکل توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد که در ابتدا با استفاده از آمار توصیفی به تبیین و توصیف ویژگی‌های جمعیت شناختی داده‌ها پرداخته می‌شود و سپس برای برآورد پارامترها و بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق، فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین از نرم افزارهای EViews6 و SPSS19 برای تحلیل توصیفی داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها و استخراج مدل رگرسیون استفاده می‌شود.

- استفاده از آزمون T-Student برای فرضیه‌های تحقیق و معنادار بودن ضرایب.
- استفاده از ضریب تعیین و ضریب تعیین تصحیح شده برای توضیح دادن رابطه میان متغیر (متغیرهای) مستقل و متغیر وابسته.
- استفاده از آزمون دوربین- واتسون برای بررسی استقلال خطاها. مقدار این آماره بین 0 تا 4 تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره باید نزدیک 2 شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده‌ها و اگر نزدیک به 4 شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده‌های متوالی است. به طور کلی اگر آماره دوربین - واتسون بین  $1/5$  و  $2/5$  قرار گیرد، می‌توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت (مومنی، 1386).
- استفاده از آماره F برای آزمون مناسب بودن مدل.

### فروضات رگرسیون خطی

تنها در صورتی می‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود که شرایط زیر برقرار باشند:

1. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، عدم وجود خودهمبستگی<sup>1</sup> یا همبستگی پیاپی بین خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط معادله رگرسیون) است. در الگوی رگرسیون فرض می‌شود که خطاها یک متغیر تصادفی هستند و نسبت به یکدیگر هیچ رابطه‌ای نداشته (مستقل از یکدیگرند)، یا به عبارت دیگر:

$$E(u_i, u_j)_{i \neq j} = 0$$

$$E(u_i, u_{i+h})_{h \neq 0} = 0$$

به عبارت دیگر، کوواریانس بین جملات خطا برابر با صفر خواهد بود.

2. معادله رگرسیون برازش شده در کل معنادار باشد. برای آزمون معناداری کلی مدل از آماره  $F$  در سطح 95% استفاده می‌شود.

3. خطاهای معادله دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. برای بررسی نرمال بودن خطاهای معادله، مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شده، منحنی اجزای خطا در مدل رگرسیون رسم می‌گردد و سپس با نمودار نرمال مقایسه می‌شود.

4. بین متغیرهای مستقل موجود در الگوی رگرسیون همبستگی وجود نداشته باشد (دارای هم‌خطی<sup>2</sup> نباشند). زیرا در صورتی که شدت رابطه بین متغیرهای مستقل بسیار زیاد باشد، اندازه‌گیری جداگانه اثرات هر یک از متغیرها بر روی متغیر وابسته دشوار است.

### تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

در مواردی که بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل مدنظر باشد و هدف محقق این است که بر اساس این ارتباط و با استفاده از داده‌های تاریخی، پارامتر (پارامترهایی) برای متغیر (متغیرهای) مستقل برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش‌بینی نماید، داده‌ها و متغیرهای موجود در یک مدل معمولاً در سه نوع مختلف می‌تواند باشد:

داده‌های سری زمانی<sup>3</sup>

داده‌های مقطعی<sup>4</sup>

داده‌های ترکیبی<sup>5</sup>

1. Auto Correlation
2. Multi Collinearity
3. Time Series Data
4. Cross Section Data
5. Pooling Data

داده‌های سری زمانی: مقادیر یک متغیر (چند متغیر) را در نقاط متوالی در زمان، اندازه‌گیری می‌کند. این توالی می‌تواند سالانه، فصلی، ماهانه، هفتگی یا حتی به صورت پیوسته باشد.

داده‌های مقطعی: مقادیر یک متغیر (چند متغیر) را در طول زمان و روی واحدهای متعدد اندازه‌گیری می‌کند، این واحدها می‌تواند واحدهای تولیدی، صنایع و یا شرکت‌های مختلف باشد.

داده‌های ترکیبی: در واقع بیان‌کننده داده‌های مقطعی در طی زمان است، یا به عبارت دیگر این داده‌ها حاصل ترکیب دو دسته داده‌های سری زمانی و مقطعی می‌باشد.

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه‌های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به منظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است.

### یافته‌های پژوهش

#### یافته‌های مربوط به فرضیه اصلی اول

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آنها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول 1 ارائه شده است. مقدار آماره  $F(11/276)$  نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همان‌طور که در قسمت پایین جدول 1 مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از  $64/2\%$  و  $61/7\%$ . بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود  $61/7\%$  از تغییرات نسبت وجه نقد نگهداری شده به کل دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند.

در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان‌دهنده میزان تأثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر نسبت وجه نقد نگهداری شده، به کل دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی است.

جدول (1): نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون (عوامل داخلی)

CashHolding <sub>it</sub> = $\alpha_0 + \alpha_1 \text{OwnershipFocus}_{it} + \alpha_2 \text{OCF}_{it} + \alpha_3 \text{Siz}_{it} + \alpha_4 \text{Fixed Assets/TotalAsset}_{it} + \alpha_5 \text{Cumulative/Equity}_{it} + e_{it}$					
سطح معنی‌داری	آماره t	مقدار ضریب	ضریب متغیر	نام متغیر	
0/004	2/873	1/522	$\alpha_0$	عدد ثابت	
0/1975	-1/2908	-3/234	$\alpha_1$	Ownership Focus	تمرکز مالکیت
0/000	3/838	6/467	$\alpha_2$	OCF	گردش وجه نقد عملیاتی
0/0037	-2/987	-4/311	$\alpha_3$	Size	اندازه شرکت
0/014	2/847	1/241	$\alpha_4$	FA/TA	نسبت دارایی‌های ثابت به کل
0/003	-2/034	-2/051	$\alpha_5$	C/E	عدم تقسیم سود
11/276	آماره F		0/642	ضریب تعیین	
0/000	معنی‌داری (P-Value)		0/617	ضریب تعیین تعدیل شده	
1/925	آماره دوربین واتسون				

**نحوه داوری:** در صورتی که مقدار (sig) محاسبه شده توسط نرم‌افزار کمتر از سطح اطمینان در نظر گرفته شده (در این پژوهش معادل 5%) باشد، معنی‌داری متغیر مورد نظر تأیید شده و فرضیه مرتبط با آن تأیید می‌گردد. همچنین با توجه به مقدار آماره t نیز اگر این آماره از مقدار معادل آن در جدول t-Student با همان سطح اطمینان (5%) بیشتر باشد، فرضیه مرتبط با آن تأیید می‌شود. با توجه به توضیحات فوق نیز اطلاعات جدول 1 می‌توان گفت که در معادله فوق تمامی متغیرها در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشند.

#### نتیجه آزمون فوئی اول

مطابق با جدول 1، سطح معنی‌داری (sig) متغیر تمرکز مالکیت (Ownership Focus) بیشتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این

متغیر (1/2908-) کوچکتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر تمرکز مالکیت در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار نمی باشد. لذا فرضیه فرعی اول تحقیق مبنی بر این که بین نگهداشت وجه نقد با تمرکز مالکیت شرکت ارتباط معنی دار وجود دارد، رد می شود.

#### نتیجه آزمون فرعی دوم

مطابق با جدول 1، سطح معنی داری (sig) متغیر گردش وجه نقد عملیاتی (OCF) کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (3/828) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر گردش وجه نقد عملیاتی در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار می باشد. لذا فرضیه فرعی دوم تحقیق مبنی بر این که بین نگهداشت وجه نقد با گردش وجه نقد عملیاتی شرکت ارتباط معنی دار وجود دارد، با عدم رد مواجه می شود.

#### نتیجه آزمون فرعی سوم

مطابق با جدول 1، سطح معنی داری (sig) اندازه شرکت (Size) کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (2/987-) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر اندازه در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار می باشد. لذا فرضیه فرعی سوم تحقیق مبنی بر این که بین نگهداشت وجه نقد با اندازه شرکت ارتباط معنی دار وجود دارد، با عدم رد مواجه می شود.

#### نتیجه آزمون فرعی چهارم

مطابق با جدول 1، سطح معنی داری (sig) متغیر نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها (FA/TA) کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (2/847) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها (FA/TA) در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار می باشد. بنابراین فرضیه فرعی چهارم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با جمع دارایی های ثابت ارتباط معنی داری دارد، با عدم رد مواجه می شود.



### نتیجه آزمون فرعی پنجم:

مطابق با جدول 1، سطح معنی‌داری (sig) متغیر عدم تقسیم سود (C/E) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (2/034-) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر عدم تقسیم سود در مدل رگرسیونی تحقیق معنی‌دار می‌باشد. بنابراین فرضیه فرعی پنجم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با عدم تقسیم سود ارتباط معنی‌داری دارد، با عدم رد مواجه می‌شود.

### یافته‌های مربوط به فرضیه اصلی دوم:

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آنها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول 2، ارائه شده است. مقدار آماره  $F$  (13/025) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همان‌طور که در قسمت پایین جدول 2، مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از 69/1% و 66/5%. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود 66/5% از تغییرات نسبت وجه نقد نگهداری شده به کل دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تأثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر نسبت وجه نقد نگهداری شده به کل دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی است.

**نحوه داوری:** در صورتی که مقدار sig محاسبه شده توسط نرم افزار کمتر از سطح اطمینان در نظر گرفته شده (در این پژوهش معادل 5%) باشد، معنی‌داری متغیر مورد نظر تأیید شده و فرضیه مرتبط با آن تأیید می‌گردد. همچنین با توجه به مقدار آماره  $t$  نیز اگر این آماره از مقدار معادل آن در جدول  $t$ -Student با همان سطح اطمینان (5%) بیشتر باشد، فرضیه مرتبط با آن تأیید می‌گردد. با توجه به توضیحات فوق نیز اطلاعات جدول 2، می‌توان گفت که در معادله فوق تمامی متغیرها در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشند.

جدول (2): نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون (عوامل خارجی)

CashHolding <sub>it</sub> = $\alpha_0 + \alpha_1$ Fluctuation <sub>it</sub> + $\alpha_2$ Liquidity <sub>it</sub> + $\alpha_3$ Currency <sub>it</sub> + $\alpha_4$ Gold Price <sub>it</sub> + $\alpha_5$ Oil Price <sub>it</sub> + e <sub>it</sub>					
سطح معنی داری	آماره t	مقدار ضریب	ضریب متغیر	نام متغیر	
0/004	2/873	3/641	$\alpha_0$	عدد ثابت	
0/000	6/073	5/034	$\alpha_1$	Fluctuation	نرخ تورم
0/000	3/838	4/598	$\alpha_2$	Liquidity	حجم نقدینگی
0/002	2/388	2/098	$\alpha_3$	Currency	نرخ ارز
0/2918	-1/0592	-3/215	$\alpha_4$	Gold Price	قیمت طلا
0/363	0/911	-3/913	$\alpha_5$	Oil Price	قیمت نفت
13/025	آماره F		0/691	ضریب تعیین	
0/000	معنی داری (P-Value)		0/665	ضریب تعیین تعدیل شده	
2/435	آماره دوربین واتسون				

### نتیجه آزمون فرعی ششم

مطابق با جدول 2، سطح معنی داری (sig) متغیر نرخ تورم کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر (6/073) بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر نرخ تورم در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار می باشد. بنابراین فرضیه فرعی ششم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با نرخ تورم ارتباط معنی داری دارد، با عدم رد مواجه می شود.

### نتیجه آزمون فرعی هفتم

مطابق با جدول 2، سطح معنی داری (sig) متغیر حجم نقدینگی کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (3/838) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر حجم نقدینگی در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار می‌باشد. بنابراین فرضیه فرعی هفتم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با حجم نقدینگی ارتباط معنی داری دارد، با عدم رد مواجه می‌شود.

### نتیجه آزمون فرعی هشتم

مطابق با جدول 2، سطح معنی داری (sig) متغیر نرخ ارز کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (2/388) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر نرخ ارز در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار می‌باشد. بنابراین فرضیه فرعی هشتم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با نرخ ارز ارتباط معنی داری دارد، با عدم رد مواجه می‌شود.

### نتیجه آزمون فرعی نهم

مطابق با جدول 2، سطح معنی داری (sig) متغیر قیمت طلا بیشتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (1/0592-) کوچکتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر قیمت طلا در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار نمی‌باشد. بنابراین فرضیه فرعی نهم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با قیمت طلا ارتباط معنی داری دارد، رد می‌شود.

### نتیجه آزمون فرعی دهم:

مطابق با جدول 2، سطح معنی داری (sig) متغیر قیمت نفت بیشتر از سطح معنی در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (00/911) کوچکتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان 95% متغیر قیمت نفت در مدل رگرسیونی تحقیق معنی دار نمی‌باشد. بنابراین فرضیه فرعی دهم تحقیق مبنی بر این که نگهداشت وجه نقد با قیمت نفت ارتباط معنی داری دارد، رد می‌شود.

### نتایج کلی تحقیق

ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) نشان می‌دهد که عوامل خارجی در بیان تغییرات جریان نقدی مؤثرتر است (69 درصد در مقابل 64 درصد). هر چند که 80 درصد از عوامل داخلی و 60 درصد از عوامل خارجی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری داشته‌اند ولی شدت تعیین روابط در متغیرهای برون شرکتی بیشتر است. از بین عوامل درون شرکتی جریان وجه نقد حاصل از عملیات بیشترین و نسبت دارایی‌های ثابت از کل دارایی‌ها کمترین و از بین عوامل برون شرکتی نرخ تورم بیشترین و نرخ ارز کمترین رابطه را با سطح نگهداشت وجه نقد داشته‌اند.

به نظر می‌رسد میزان نگهداری وجه نقد کافی و یا مازاد با توجه به تصمیمات مدیریت و به منظور مواجه نشدن با مخاطرات آتی ناشی از تورم و وقفه در تداوم عملیات شرکت باشد.

### پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

- 1- نتایج این مطالعه بیان می‌کنند که مدیریت و کنترل وجه نقد حساسیت به نسبت قابل ملاحظه‌ای نسبت به وجه نقد حاصل از عملیات (اولین بخش از صورت گردش وجوه نقد) شرکت‌ها نشان می‌دهند. لذا مدیران و سرمایه‌گذاران می‌توانند توان پیش‌بینی وجوه نقد قابل نگهداشت در آینده را با اتکاء به روند تغییرات وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی ارزیابی نمایند.
- 2- از آنجا که شرکت‌ها با اندازه کوچکتر در نگهداشت وجه نقد بر اساس نتایج این تحقیق رفتار محتاطانه‌تری را نسبت به شرکت‌های بزرگ در پیش گرفته‌اند؛ لذا سرمایه‌گذاران بسته به ریسک‌پذیری و یا ریسک‌گریز بودنشان می‌توانند در انتخاب کانون‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با اندازه‌های بزرگ و یا کوچک را انتخاب نمایند. بانک‌ها و اعتباردهندگان نیز در ارزیابی ریسک شرکت‌ها و تصمیمات اعطای اعتبار می‌توانند بر نتایج حاصل از این تحقیق اتکاء نمایند.
- 3- وجود رابطه مثبت و معنادار بین نگهداشت وجه نقد با نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌بر نسبت به شرکت‌های کاربر بنا به دلائلی از جمله ضرورت تجدید ساختار دارایی‌ها و عملیات جایگزینی دارایی‌های مستهلک شده، اقدام به نگهداشت وجه نقد بیشتری می‌نمایند. لذا سرمایه‌گذاران در انتخاب نگرش خوش‌بینانه و یا بدبینانه خود نسبت به وضعیت آتی شرکت دیدگاه‌های خود را پیرامون سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها با توجه به این نتایج تعدیل نمایند.

- 4- در رابطه با عدم تقسیم سود که رابطه معکوس و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد ممکن است این امر حاکی از ضعف در مدیریت سرمایه گذاری شرکت به عنوان یک نتیجه نامطلوب باشد و یا نوعی انعطاف پذیری مالی و راهبردی کنترل شده در جهت کاهش ریسک مالی به عنوان یک نتیجه نامطلوب تلقی شود، لازم است، استفاده کنندگان داخلی و خارجی سایر رفتارهای مدیریتی را به منظور حصول نتایج قابل اتکا مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند.
- 5- از آنجا که نتایج این تحقیق میزان حساسیت شاخص های اندازه گیری کننده مدیریت نگهداشت وجه نقد در مقابل نوسانات عوامل اقتصادی را مورد تأیید قرار داده است و این حساسیت پذیری به ترتیب در قبال تغییرات و نوسانات نرخ تورم، حجم نقدینگی جامعه و نرخ ارز معنی دار و مثبت و دارای بیشترین ضرائب به دست آمده است. لذا در تعمیم مشاهدات حاصل از انجام این تحقیق می توان به استفاده کنندگان از صورت های مالی پیشنهاد نمود، در تبیین رفتار مدیران شرکت ها پیرامون حفظ و نگهداشت وجه نقد نقش نوسانات نرخ تورم را بیش از حجم نقدینگی و دخالت تغییرات حجم نقدینگی را بیش از نرخ ارز در این زمینه مورد ملاحظه قرار داده و پیش بینی های خود را در ارتباط با شرایط آتی و میزان توان شرکت ها در پاسخگویی به تعهدات و انعطاف پذیری مالی مبتنی بر این نتایج قرار دهند.
- 6- با اتکاء به آماره  $R^2$  در مدل های برازش شده به کلیه استفاده کنندگان از صورت های مالی شامل اعتبار دهندگان، شرکت های بیمه، سرمایه گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می شود، در اتخاذ تصمیمات مرتبط نقش عوامل خارجی نسبت به عوامل داخلی را در حجم وجوه نقد نگهداری شده مؤثرتر دانسته و در پیش بینی شرایط آتی شرکت ها این امر را مورد ملاحظه قرار دهند.
- 7- فقدان ارتباط بین دو شاخص بهای نفت و قیمت طلا با سطح نگهداشت وجه نقد می تواند ناشی از عوامل مختلفی باشد که توصیه می شود مدیران و سایر استفاده کنندگان با توجه به سایر شاخص های مقایسه ای بکار گرفته شده در این تحقیق میزان اهمیت دو عامل یاد شده را در نوسانات آتی حجم نقد نگاهداری شده مورد توجه و ملاحظه قرار دهند و نقش سایر عوامل را مؤثرتر تلقی نمایند.

### پیشنهادات برای تحقیقات آتی

- به منظور انجام پژوهش‌های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوع‌های زیر پیشنهاد می‌شود:
- 1) بررسی تأثیر متغیرهای همچون، ساختار سرمایه، ساختار مالکیت، محدودیت‌های مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها.
  - 2) یکی از محدودیت‌های این تحقیق عدم استفاده از رگرسیون در سطح شرکت (رگرسیون سری زمانی) به دلیل کوتاه بودن سری زمانی هر شرکت بوده است. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که در سال‌های آتی با در اختیار داشتن اطلاعات لازم برای انجام تحقیق مشابه در بازه زمانی طولانی‌تر، این تحقیق با استفاده از رگرسیون سری زمانی در سطح هر شرکت انجام گردد.
  - 3) بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر در نمونه‌های تفکیک شده، بر اساس مراحل چرخه تجاری و نیز چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت‌ها.

### پیوست‌ها

1- نرخ عوامل برون شرکتی طی سالهای 1381 الی 1390

عوامل	شرح	81	82	83	84	85
Fluctuation	نرخ تورم	15.8	15.6	15.2	10.4	11.9
Liquidity	حجم نقدینگی	34.780	38.733	44.772	50.676	61.452
Currency	نرخ ارز	8.140	8.482	8.864	9.140	9.243
Price Gold	بهای طلا	86.021	105.935	128.535	151.101	206.526
Price Oil	بهای نفت	23.52	26.89	34.6	50.66	61.07

عوامل	شرح	86	87	88	89	90
Fluctuation	نرخ تورم	18.4	25.4	10.8	12.4	25.4
Liquidity	حجم نقدینگی	79.990	157.764	169.028.56	211.286	251.430
Currency	نرخ ارز	8.956	9.717	9.834	10.364	12.260
Price Gold	بهای طلا	234.450	284.826	268.500	390.400	746.800
Price Oil	بهای نفت	69.3	94.66	77.21	109.84	124.62

2- آماره های توصیفی متغیرهای مستقل

بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میان	میانگین	شرح متغیرها	
0.2569	0.0319	0.0655	0.1395	0.1422	CH	نسبت نگهداشت وجه نقد بر جمع دارایی‌ها
0.972	0.0000	0.337	0.599	0.507	OwnershipFocus	تمرکز مالکیت
0.304	0.030	0.079	0.169	0.169	OCF	گردش وجه نقد عملیاتی
19.618	9.536	1.413	12.653	12.845	Size	اندازه شرکت
0.657	0.272	0.110	0.469	0.468	FA/TA	نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها
15.251	0.149	4.356	7.533	7.678	C/E	عدم تقسیم سود
25.467	10.436	4.628	15.278	15.801	Fluctuation	نرخ تورم (درصد)
0.30.514	0.80.347	0.68.761	0.97.799	0.13.105	Liquidity	حجم نقدینگی (میلیارد ریال)
12.260	8.140	1.112	9.243	9.507	Currency	نرخ ارز (هر دلار به ریال)
746.800	86.021	185.296	234.450	261.448	Gold Price	قیمت طلا (هر گرم به ریال)
124.62	23.52	33.02	69.30	67.47	Oil Price	قیمت نفت (هر بشکه به دلار)

## منابع و مأخذ:

1. احمد پور، احمد. رسائیان، امیر. (1385). "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره 46، صص 37-60.
2. آقایی، محمد علی. نظافت، احمدرضا. ناظمی اردکانی، مهدی. جوان، علی اکبر. (1388). "بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی. سال اول شماره 2، صفحه 53-70.
3. رسائیان، امیر. رحیمی، فروغ. حنجری، سارا. (1389). "تأثیر مکانیزم های درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش های حسابداری مالی، شماره 6، صص 125-144.
4. صلواتی، شاپور. رسائیان، امیر. (1386). "بررسی رابطه ی بین ساختار سرمایه و نقد شوندگی سهام در ایران"، میان رشته ای "نامه مفید" شماره 63 (علمی-پژوهشی)، صص 143-163.
5. فخاری، حسین. تقوی، سید روح الله. (1388). "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال شانزدهم، شماره 57، صفحه 69-84.
6. قائمی، محمد حسین. علوی، سیدمصطفی. (1391). "رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد" حسابداری مدیریت، سال 5، شماره 12، صص 67-78.
7. کاشانی پور، محمد. نقی نژاد، بیژن. (1388). "بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص 72-93.
8. مهرانی، کاوه. حصارزاده، رضا. (1388). "کیفیت حسابداری و سطح نگهداشت وجه نقد" فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره
9. Dittmar, A. Mahrt-Smith, J. Servaes, H. (2003). "International corporate governance and corporate cash holdings. Journal of financial and quantitative analysis". 38(1), 111-133.
10. Ferreira, M. A. and A. Vilela. (2004). "Why Do Firms Hold Cash? Evidence From EMU Countries, European Financial Management". Vol.1, No.2, 295-319.
11. Harford. Jarrad, Wayne, Mikkelson. Megan, Partch. (2008). "The Effect of Cash Reserves on Corporate Investment and Performance in Industry Declines". working paper.
12. Kalcheva, I. Lins, K.V. (2006). "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems". Working Paper .



13. Mikkelsen, W. Partch, M. (2003). "Do persistent large cash reserves hinder performance?. Journal of Financial and Quantitative Analysis". 38, 275-294.
14. Myers, S. C. and N. S. Majluf. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". Journal Of Financial Economics, No 20, 293-315.
15. Opler, T. Pinkowitz, L. Stulz, R., Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holding" Journal Of Financial Economics". No 52, 3-46.
16. Subramaniam, Venkat. Tony T. Tang, Heng Yue. Xin Zhou. (2011). "Firm Structure and Corporate Finance". No 17, 759\_77.
17. Teruel, P. J, Solano. (2009). "Accruals quality and corporate cash holdings". Journal Of Accounting and Finance, No 49, 95\_11.
18. Yuanto, K. (2011). "Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?". Journal Of Corporate Finance, No 17, 725\_740.

