

آزمون اثربخشی تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق  
بهادار تهران<sup>۱</sup>

مقاله پژوهشی

محمد رضا نیک‌بخت<sup>۲</sup>، معصومه صابر ماهانی<sup>۳</sup>، مصطفی دلدار<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۱/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۹/۰۳

چکیده

در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، ریسک جریان‌های وجوه نقد دریافتی بیشتر است، بنابراین در این‌گونه شرکت‌ها، سطح نگهداشت وجوه نقد و ریسک بحران مالی آتی شرکت نسبت به سایر شرکت‌ها بالاتر است؛ در نتیجه می‌توان گفت که تمرکز مشتری می‌تواند سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را تحت تأثیر قرار دهد. هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی آزمون اثربخشی تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این راستا، ۱۴۰ شرکت (۹۸۰ مشاهده سال- شرکت) پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی (روش تلفیقی) استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این پژوهش حاکی از تأثیر مثبت و معنادار تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد می‌باشد. به عبارتی، در شرکت‌های با مشتری عمده، میزان سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بالاتر بوده است. این نتایج مبین اهمیت وجود مشتریان عمده در شرکت و اثربخشی این مشتریان در افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

واژگان کلیدی: تمرکز مشتری، سطح نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G32, L11

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2019.23264.1864

۲. دانشیار حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ایران، نویسنده مسئول، Email: Mnikbakht@ut.ac.ir

۳. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، تهران، ایران. Email: Sabermahani.m@ut.ac.ir

۴. دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، تهران، ایران. Email: Mostafa.deldar@ut.ac.ir

## مقدمه

همواره وجوه نقد درصد قابل توجهی از دارایی‌های شرکت‌ها را به خود اختصاص می‌دهند. در دو دهه گذشته، افزایش سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها، توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران و پژوهشگران را به خود جلب کرده است. باتس<sup>۱</sup> و همکاران (۱۹۸۵) استدلال کردند که از سال ۱۹۸۰ تا سال ۲۰۰۶، نسبت وجوه نقد به دارایی‌های شرکت‌های صنعتی آمریکا تقریباً دو برابر شده است. آن‌ها شواهدی یافتند که نشان می‌دهد از سال ۲۰۰۳، سطح نگهداشت وجه نقد اکثر شرکت‌های آمریکایی می‌تواند جوابگوی کل بدهی‌های شرکت اعم از کوتاه‌مدت و بلندمدت باشد؛ بنابراین اخیراً مدیریت وجوه نقد شرکت‌ها به یکی از مهم‌ترین موضوعات در حوزه حسابداری و مدیریت تبدیل شده است. البته مدیریت بهینه وجه نقد مستلزم اتخاذ بهترین رویه در خصوص نگهداری وجه نقد است که کسری و مازاد آن با توجه به هزینه‌های تأمین مالی، منجر به ایجاد هزینه‌های اضافی برای شرکت‌ها می‌شود (فخاری و تقوی، ۱۳۸۸). از این رو، شرکت‌ها بایستی با مدیریت مناسب وجه نقد، درصدد دستیابی به سطح بهینه‌ای از وجه نقد باشند و از طرفی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد خود را بهبود بخشند. منظور از سرعت تعدیل وجه نقد، سرعت حرکت از وجه نقد موجود به سمت وجه نقد بهینه است که مطابق با تئوری توازن پویا، این تعدیل به صورت تدریجی و با سرعت تعدیل مشخصی خواهد بود. از سوی دیگر مطابق با تئوری توازن ایستا، سرعت تعدیل به صورت یکجا اتفاق می‌افتد. ضریب سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سرعت واکنش وجه نقد واقعی نسبت به وجه نقد بهینه، گفته می‌شود. منظور از وجه نقد بهینه در عبارت فوق، میزان وجه نقدی است که بین منافع و مزایای حاصل از نگهداری وجه نقد توازن ایجاد کند (فخاری و اسدزاده، ۱۳۹۶).

در شرکت‌هایی با ویژگی‌های متفاوت، سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد نیز متفاوت است. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌هایی که در طول سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، میزان مشتریان عمده در شرکت می‌باشد (اسوتلانا و سان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). در شرکت‌هایی که دارای مشتریان عمده هستند، ریسک کمبود نقدینگی و به تبع آن ریسک ورشکستگی شرکت بالا می‌باشد که شرکت‌ها برای مقابله با این نوع ریسک، همواره تلاش می‌کنند تا میزان وجه نقد اضافی را در شرکت نگهداری نمایند؛ زیرا ممکن است که شرکت در طول دوره مالی، همه یا برخی از مشتریان عمده خود را از دست دهد و در نتیجه دچار ورشکستگی شود (دالیوال<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۶؛ هوانگ<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۶)؛ بنابراین انتظار می‌رود که در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، میزان نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بالا باشد.

به نظر می‌رسد که شرکت‌ها تمایل بالاتری دارند تا مزایای فروش اعتباری (نسبه) را در اختیار مشتریان عمده در مقایسه با سایر مشتریان (مشتریان خرد) قرار دهند؛ زیرا از دید شرکت، مشتریان عمده قسمت اعظمی از جریان‌های نقدی شرکت را تأمین می‌کنند. همچنین، وجود مشتریان عمده ریسک تجاری

1. Bates  
2. Svetlana and Sun  
3. Dhaliwal  
4. Huang

(ریسک از دست دادن مشتری) و ریسک نقدینگی بالایی را به شرکت تحمیل می‌کنند؛ بنابراین، می‌توان گفت وجود مشتریان عمده در شرکت، احتمال اعطای شرایط فروش نسیه (با سررسید بلندمدت) را در شرکت افزایش می‌دهد تا شرکت از این طریق بتواند نظر مشتریان عمده را به خود جلب کند و این امر ممکن است بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن تأثیر مثبت داشته باشد.

در رابطه با عوامل مؤثر بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، پژوهش‌های محدودی در ادبیات مالی وجود دارد که می‌توان از جمله آن‌ها به سوگیری‌های مدیریت، اهرم مالی، جریان وجه نقد آزاد و ... در خارج از کشور اشاره کرد (جیانگ و لی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ اورلوا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). در بین این عوامل، تمرکز مشتری از جمله عواملی است که با توجه به بررسی‌های به‌عمل‌آمده کمتر مورد توجه قرار گرفته است؛ به عبارت دیگر، اگرچه تا به حال پژوهش‌های بسیاری در زمینه نگهداشت وجه نقد صورت گرفته است ولی در این پژوهش‌ها، کمتر به موضوع سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد توجه شده است؛ یعنی در اکثر این پژوهش‌ها، فرض شده است که تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت وجه نقد بهینه، تعدیلی آنی و فوری است. بر همین اساس، چگونگی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد نیازمند بررسی بیشتری است. همچنین با توجه به کمبود منابع پژوهشی در رابطه با تأثیر تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در خارج از کشور و همچنین ضرورت بررسی آن در بازار سرمایه ایران به دلیل خلأ پژوهشی، پژوهش حاضر درصدد بررسی این موضوع است که چگونه تمرکز مشتری می‌تواند بر ضریب تعدیل وجه نقد اثرگذار باشند. انتظار می‌رود که یافته‌های این پژوهش هم از جهت پر کردن خلأ پژوهشی و هم از جهت شناخت این پدیده در بازار نوظهور سرمایه ایران مفید باشد.

از سوی دیگر، با توجه به رکود مالی و بحران نقدینگی حاکم بر شرکت‌های ایرانی، سطح بهینه نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است (اُپلر<sup>۳</sup> و همکاران، ۱۹۹۹؛ فولی<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۷؛ باتس و همکاران، ۲۰۰۹)؛ اما متأسفانه در پژوهش‌های پیشین، تنها بر جنبه‌های محدودی از مدیریت وجه نقد و حرکت به سمت سطح بهینه آن تأکید شده است (دیتمر و دوچین<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱؛ ویکیتشواران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱؛ گائو<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۳؛ باتس و همکاران، ۲۰۱۳)؛ بنابراین درک چگونگی تأثیر مشتریان عمده به‌واسطه قدرت چانه‌زنی آنان بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد از اهمیت بسزایی برخوردار می‌باشد؛ بنابراین پژوهش حاضر می‌تواند به رشد ادبیات نوظهور در این زمینه کمک نماید.

به‌طور کلی، مطالعه در زمینه تمرکز بر مشتری و سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد به سه دلیل ضرورت دارد: (۱) مطالعات کافی در این زمینه وجود ندارد، (۲) از آنجاکه همه شرکت‌هایی که با عدم توازن

1. Jiang and Lie
2. Orlova
3. Opler
4. Foley
5. Dittmar and Duchin
6. Venkiteswaran
7. Gao



در وجه نقد خود روبه‌رو هستند با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند، بر همین اساس بررسی میزان انحراف وجه نقد نگهداری شده و اینکه با چه سرعتی موجودی نقد به سمت سطح هدف خود در حال حرکت است، می‌تواند موضوع مهم و قابل توجهی به شمار آید و ۳) درک و فهم عوامل مؤثر بر سطح نگهداری وجه نقد و تعدیلات نگهداشت وجه نقد علاوه بر حفظ منافع مدیریت و سرمایه‌گذاران، باعث رشد و شکوفایی شرکت با سرمایه‌گذاری بهینه وجوه نقد مازاد شرکت و نهایتاً افزایش سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های نگهداری وجوه نقد مازاد شرکت می‌شود؛ بنابراین، در ایران به شدت جای خالی پژوهش‌هایی که به شناسایی عوامل مؤثر بر سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بپردازد، احساس می‌شود. از همین رو در ادامه پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، به روش پژوهش پرداخته و سپس به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و بیان نتایج می‌پردازیم.

### مبانی نظری پژوهش

اخیراً مدیران دریافته‌اند که به‌منظور دستیابی به اهداف شرکت، بایستی جلب رضایت مشتریان را نیز در اولویت قرار دهند. اغلب مدیران بر این عقیده هستند که مشتریان شرکت (مخصوصاً مشتریان عمده)، بخش بزرگی از سرمایه شرکت را تشکیل می‌دهند و همواره باید درصدد برقراری رابطه سالم با آن‌ها باشند تا بتوانند به اهداف شرکت جامه‌ی عمل بپوشانند (بریوس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). البته همه مشتریان به یک اندازه برای شرکت بااهمیت نیستند و به نسبت میزان خریدی که در طول چند دوره متوالی از شرکت می‌نمایند، نقش مهمی در آینده شرکت خواهند داشت. منظور از مشتریان عمده شرکت، مشتریانی هستند که قسمت عمده فروش خالص شرکت (حداقل ۱۰ درصد از کل فروش هر سال - شرکت) از محل آن‌ها تأمین می‌شود. در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، احتمال کمبود نقدینگی به علت از دست دادن این‌گونه مشتریان و یا وصول نشدن مطالبات آن‌ها وجود دارد که این عوامل می‌تواند ورشکستگی شرکت را به دنبال داشته باشد.

نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و ذخیره‌ای مطمئن برای رویارویی با زیان‌های غیرمنتظره به شمار می‌رود. همچنین نگهداری وجوه نقد کافی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را ممکن می‌سازد و در نهایت به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند (معطوفی و گلچویی، ۱۳۹۶).

شیوه انباشت وجه نقد در شرکت‌ها تصادفی نیست، بلکه بخش مهمی از راهبرد مالی آن‌ها محسوب می‌شود که ریشه در تمایل بنگاه به انباشت مقدار بهینه وجه نقد دارد (لوزانا و داران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). اگرچه ادبیات پژوهش به‌طور سنتی، وجه نقد نگهداری شده‌ی شرکت را نتیجه جریان نقدی بیش‌ازحد آن می‌داند، اما بررسی‌های اخیر حکایت از روند رو به رشد در میزان نقدینگی دارند که شرکت‌ها ذخیره می‌کنند و آن را نتیجه تصمیم‌گیری راهبردی بنگاه می‌داند (باتس و همکاران، ۲۰۰۹). وضعیت نقدی مناسب، شرکت را

قادر می‌سازد که بر کمبود منابع مالی خارجی یا کاهش در جریان نقدی حاصل از عملیات بنگاه، به‌منظور تأمین مالی طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، به‌آسانی غلبه کند و در یک وضعیت مالی قوی قرار گیرد. زمانی که بازار قادر به تأمین منابع مالی ضروری نیست، بنگاه‌ها دارایی‌های نقدی را به‌عنوان بخش مهمی از خط‌مشی مالی خود نگهداری خواهند کرد. از این‌رو، انباشت وجه نقد، همچون سپری در مقابل نوسانات جریان نقدی عمل می‌کند و انعطاف‌پذیری مدیران را در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری افزایش می‌دهد (گریگلیز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱).

با توجه به موارد بیان‌شده، شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، یک سطح هدف را برای میزان نگهداری وجه نقد در نظر خواهند گرفت و سعی بر آن خواهند داشت که همواره وجه نقد جاری را به سمت سطح هدف تعدیل نمایند. بر این اساس دو الگوی توازن ایستا و توازن پویا در رابطه با تعدیل نگهداشت وجه نقد کاربرد دارد (ونکیتشواران، ۲۰۰۱). در الگوی توازن ایستا که اغلب پژوهش‌ها بدین طریق انجام گرفته‌اند، یک سطح هدف وجه نقد تعیین می‌شود و فرض بر این است که شرکت‌ها بعد از تغییر در ویژگی‌هایشان و ایجاد شوک، بلافاصله به سطح هدف خود برمی‌گردند. در الگوی نگهداشت وجه نقد پویا (تعدیل جزئی)، فرض بر این است که شرکت‌ها با تأخیر، وجه نقد موجود را به سمت ساختار وجه نقد هدف تعدیل می‌نمایند که این تأخیر در تعدیل به دلیل وجود ناسازگاری بازار و هزینه‌های تعدیل است (دیتمار و داچین، ۲۰۱۰).

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. از این‌رو، شرکت‌ها بایستی وجوه نقد خود را به نحو درستی مدیریت کنند و به دنبال دستیابی به سطح بهینه‌ای از وجه نقد باشند (فخاری و اسدزاده، ۱۳۹۶).

سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سرعت واکنش وجه نقد واقعی نسبت به وجه نقد بهینه، گفته می‌شود. منظور از وجه نقد بهینه در عبارت فوق، میزان وجه نقدی است که بین منافع و مزایای حاصل از نگهداری وجه نقد توازن ایجاد کند (معطوفی و گلچویی، ۱۳۹۶). چو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸) معتقدند که مقدار بهینه وجه نقد به‌وسیله‌ی موازنه بین بازده پایین نگهداری دارایی‌های نقد و منفعت ناشی از حداقل کردن نیاز به تأمین مالی خارجی تعیین می‌شود.

علی‌رغم وجود تئوری‌های فوق در مورد سرعت تعدیل وجه نقد ادبیات مالی نشان می‌دهد که عوامل مختلفی می‌تواند بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد مؤثر باشد. به‌طور کلی این عوامل را می‌توان به سه دسته: (۱) عوامل محیطی (مثل شرایط و سهولت تأمین مالی خارجی ... ۲) عوامل شرکتی (مثل جریان وجه نقد آزاد و...) (۳) عوامل رفتاری (مثل سوگیری‌های مدیریت ...) تقسیم نمود. با توجه به طبقه‌بندی مذکور، به دلیل اهمیت نقش تمرکز مشتری و همچنین وجود پژوهش‌های اندک در رابطه با آن، در این پژوهش به بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخته می‌شود.

1. Gryglewicz  
2. Cho

برخلاف دیدگاه سنتی که بیشتر مضرات تمرکز بر مشتری را برجسته کرده است، پاتاتوکاس<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) نشان داد که شرکت‌هایی با مشتریان متمرکز، به یک کارایی عملیاتی بالاتری دست می‌یابند. این بدین معنی است که مشتریان عمده، بالاترین مقدار فروش شرکت را ایجاد می‌کند، بنابراین تمرکز مشتری منجر به بهبود سودآوری و عملکرد شرکت می‌شود.

مطالعات متعددی در مورد موجودی نقدی از دیرباز در حوزه ادبیات مالی، مورد توجه صاحب‌نظران بوده است، اما در سال‌های اخیر این موضوع ابعاد به‌مراتب گسترده‌تری به خود گرفته است. در واقع بحث در مورد اینکه چه میزان وجه نقد برای حداکثر سازی ارزش شرکت می‌بایست نگهداری شود و اینکه در صورت وجود وجه نقد مازاد و یا ناکافی شرکت‌ها چگونه (با چه سرعتی) انحراف از سطح بهینه را جبران می‌کنند به‌عنوان بحث مهم و درخور توجه دانشگامیان و مدیران شرکت‌ها قرار گرفته است.

به‌طور کلی، شرکت‌های با مشتری عمده دارای ریسک تجاری و نقدینگی بالایی هستند زیرا زیان مشتری عمده، می‌تواند منجر به کاهش قابل توجه در جریان نقدی عرضه‌کنندگان (شرکت) شود (هرتزل<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۸؛ دالیوال<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۶). از این رو، احتمال بالاتری وجود دارد که این شرکت‌ها به‌صورت پیش‌فرض ورشکسته شوند. در نتیجه، حضور یک مشتری عمده می‌تواند ریسک جریان وجه نقد، نیاز به نگهداشت وجه نقد اضافی و ریسک بحران مالی آتی را افزایش دهد. این محدودیت باعث شده است که سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های با مشتری عمده، افزایش یابد.

بنابراین، شرکت‌های با مشتریان عمده، ممکن است که بنا به دو دلیل سطح نگهداشت وجه نقد خود را افزایش دهند. اول اینکه، در شرکت‌هایی که دارای مشتریان عمده و بزرگ هستند، ریسک جریان‌ات نقد ورودی شرکت بیشتر است؛ زیرا مشتریان عمده می‌توانند با عدم خرید مجدد از شرکت، منجر به کاهش قابل توجه جریان‌ات نقدی دریافتی شرکت شوند و در نتیجه شرکت را با بحران مالی روبه‌رو نمایند (هرتزل و همکاران، ۲۰۰۸؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۰۶). بنابراین احتمال بالاتری وجود دارد که این شرکت‌ها به‌صورت پیش‌فرض ورشکسته شوند. همچنین مشتریان عمده به‌واسطه قدرت چانه‌زنی خود، علاقه زیادی به انعقاد قراردادهای بلندمدت با شرکت دارند؛ بنابراین، در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، ریسک ورشکستگی بیشتر است و به همین دلیل بایستی سطح نگهداشت وجه نقد به‌منظور مقابله با این ریسک افزایش یابد و مدیران این‌گونه شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا با سرعت بیشتری به سمت سطح نگهداشت وجه نقد هدف (بهینه) حرکت نمایند. دوم اینکه، وانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) در پژوهش خود استدلال کرد که در بعضی مواقع ممکن است که شرکت به‌منظور جلب رضایت مشتریان عمده‌ی خود، در دارایی‌های خاصی

1. Patatoukas  
2. Hertzell  
3. Dhaliwal  
4. Wang

سرمایه‌گذاری نماید تا از این طریق تعهد خود را به مشتریان عمده ثابت کند. گوسمن و کولبیک<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) و پیرسی و لین<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد مشتریان عمده با توجه به قدرت چانه‌زنی خود، تلاش می‌کنند تا محصولات و خدمات با کیفیت‌تر و با قیمتی پایین‌تر از شرکت خریداری نمایند که این امر می‌تواند سودآوری پایین‌تر، سطح نگهداشت وجه نقد بالاتر و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بیشتر را برای شرکت به همراه داشته باشد.

### مروری بر پیشینه پژوهش

نمی‌توان این حقیقت را کتمان کرد که همه شرکت‌ها از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد حمایت می‌کنند و برای حرکت به سمت آن تلاش می‌نمایند، اما با توجه به اینکه عوامل متعددی بر سرعت حرکت شرکت به سمت سطح نگهداشت وجه نقد بهینه (هدف) تأثیرگذار است، بایستی از جنبه‌های مختلفی به بررسی عوامل مؤثر بر این متغیر حیاتی شرکت پرداخته شود؛ از این‌رو در پژوهش حاضر تلاش می‌شود تا یکی از خلأهای موجود در این زمینه برطرف شود. البته صرف‌نظر از تأثیر عوامل مختلف بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، هزینه‌های تعدیل نگهداشت وجه نقد نیز که در نتیجه اقدامات مدیران برای رسیدن به سطح بهینه وجه نقد به شرکت متحمل می‌شود، می‌تواند بر سرعت حرکت به سمت سطح بهینه تأثیرگذار باشد. ادبیات مالی نشان می‌دهد که علیرغم وجود پژوهش‌هایی در زمینه سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، پژوهش‌های اندکی به بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند؛ بنابراین در ادامه به مرور پژوهش‌های مرتبط خارجی و داخلی پرداخته شده است.

آورلوا (۲۰۱۳) بیان می‌کند که شرکت‌هایی با کسری وجه نقد در مقایسه با شرکت‌هایی با مازاد وجه نقد، سرعت تعدیل کمتری دارند. همچنین این پژوهشگر به وجود رابطه‌ی مستقیم بین جریان وجه نقد آزاد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پی برد. کمپلو و گاؤ<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط تمرکز مشتری با قراردادهای بدهی پرداختند. شواهد پژوهش نشان داد در شرکت‌هایی که تمرکز مشتری عمده بیشتر است، ساختار سرسید بدهی بالاتر است. شواهد این پژوهش نشان داد که قراردادهای بدهی در شرکت‌های با تمرکز مشتری بالاتر است.

هوانگ و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که در شرکت‌هایی با تمرکز مشتری، میزان اجتناب مالیاتی و ریسک مالیاتی نیز بیشتر است. دالیوال و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اثر ریسک تمرکز بر مشتری بر هزینه سرمایه پرداختند. شواهد این پژوهش نشان داد که در شرکت‌های با تمرکز مشتری بالاتر است، هزینه سرمایه نیز بالاتر است.

ایروین<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین تمرکز مشتری و سودآوری بر اساس مراحل چرخه عمر شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که در مرحله رشد، بین تمرکز

1. Gosman and Kohlbeck  
2. Piercy and Lane  
3. Campello and Gao  
4. Irvine



مشتری و سودآوری رابطه منفی و معنادار و در مرحله بلوغ، بین تمرکز مشتری و سودآوری رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. اسوتلانا و سان (۲۰۱۸) به بررسی عوامل تعیین کننده سازمانی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که عوامل تعیین کننده سازمانی بخصوص حاکمیت شرکتی و حفاظت از حقوق سهامداران می‌تواند انحراف از سطح نقدینگی هدف و میزان سرعت تعدیل آن را تحت تأثیر قرار دهد.

چانگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد در اقتصادهای نوظهور پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که به‌طور متوسط، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد ۴۶ درصد از شرکت‌های چینی به‌طور قابل ملاحظه‌ای پایین‌تر از شرکت‌های موجود در انگلستان و ایالات متحده آمریکا است. فارینها<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر کیفیت سود بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین این دو متغیر مزبور رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های زیان‌ده، این رابطه تضعیف می‌شود.

چو و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج بیانگر این است که در شرکت‌هایی که تأمین مالی داخلی بالاتری استفاده می‌نمایند، رابطه بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تضعیف می‌شود. اُرلوا و سان<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) به بررسی عوامل مؤثر سازمانی در تعیین سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود دریافته‌اند که تعیین کننده‌های نهادی به‌ویژه حاکمیت شرکتی، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را افزایش می‌دهند. اسوتلانا و رامش<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) در پژوهش خود سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را مورد کنکاش قرار دادند و بر اهمیت سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأکید کردند. نتایج پژوهش حاکی از این است که در شرکت‌های رتبه‌بندی و شرکت‌های دارای امتیاز مالی زیاد، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پایین‌تر است؛ این در حالی است که در شرکت‌هایی با وجوه نقد مازاد، شرکت‌های فاقد رتبه‌بندی و شرکت‌های دارای کسری مالی، سرعت حرکت سطح نگهداشت وجه نقد به سمت سطح بهینه بیشتر می‌باشد.

نتایج ارائه شده در پژوهش کالاک<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۲۱) حاکی از تأثیر منفی بیش‌اطمینانی مدیرعامل بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد است. ایمانی و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند که ویژگی‌های شرکت اعم از اندازه، عدم تعادل مالی، جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل وجه نقد به سمت

1. Chang
2. Farinha
3. Orlova and Sun
4. Svetlana and Ramesh
5. Kalak





هدف تأثیرگذار است. در پژوهش کردستانی و عباسی (۱۳۹۳) شواهدی ارائه شد که نشان می‌دهد عملکرد مالی شرکت‌هایی با مشتری عمده بهتر است. همچنین در این‌گونه شرکت‌ها مدیریت وجه نقد بهتر می‌باشد. فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶) نیز نشان دادند که بین اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی مثبتی وجود دارد؛ البته این رابطه زمانی معنادار است که شرکت دارای کسری وجه نقد باشد. معطوفی و گلجویی (۱۳۹۶) استدلال کردند که در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت بهینه بیشتر است. از سوی دیگر، در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی جوان و شرکت‌های خانوادگی با محدودیت مالی، سرعت تعدیل وجه نقد به سمت هدف بیشتر است. حاجیه‌ها و رجب‌دُری (۱۳۹۶) نیز ادعا کردند که اثربخشی کمیته حسابرسی موجب بهبود مدیریت وجه نقد، افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و در نهایت افزایش سرعت حرکت به سمت بهینه خواهد شد. شواهد ارائه‌شده در پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۶) حاکی از این است که بین تمرکز مشتری و حق‌الزحمه حسابرسی رابطه معکوسی وجود دارد. در پژوهش شیبانی و همکاران (۱۳۹۷) نیز شواهدی ارائه شد که نشان می‌دهد وجود مشتریان عمده در شرکت موجب افزایش فعالیت‌های اجتناب مالیاتی می‌شود. آن‌ها تأکید کردند که این رابطه در شرکت‌هایی با سهم بازار کمتر، شدیدتر است. حاجیه‌ها و تقی‌زاده (۱۳۹۷) در پژوهش خود دریافتند که بین تمرکز مشتری و وام بانکی شرکت‌ها رابطه معکوسی وجود دارد. همچنین، وضعیت مالی شرکت و میزان حساب‌های پرداختی آن، موجب تقویت رابطه منفی بین تمرکز مشتری و وام بانکی شرکت‌ها خواهد شد. امینی‌فرد و صالحی (۱۳۹۸) در پژوهش خود استدلال کردند که در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، میزان پاداش مدیران بیشتر است. همچنین مرادی و همکاران (۱۳۹۸) شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد شرکت‌های دارای مشتریان عمده، سود تقسیمی کمتری دارند.

### فرضیه‌های پژوهش

وجه نقد اغلب به‌عنوان سپری در مقابل عوامل خطرآفرین برای شرکت محسوب می‌شود. به‌طور طبیعی وجه نقد به‌عنوان ضامنی برای شرکت‌های با ریسک بیشتر است؛ بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌های با ریسک مالی و عملیاتی بیشتر، هرگونه کمبود وجه نقد را با سرعت بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها جبران خواهند نمود (جیانگ و لی، ۲۰۱۶). این امر می‌تواند به خاطر حفظ موقعیت و کاهش ریسک کنارگذاری مدیران، در صورت کمبود وجه نقد باشد. طبق نظریه موازنه، وجود مشتریان عمده در شرکت احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارای مشتریان عمده‌ی بالایی هستند، برای کاهش ریسک مالی وجه نقد بیشتری را نگهداری کنند؛ بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌های با مشتریان عمده بیشتر از سرعت تعدیل وجه نقد بیشتری برخوردار باشند.

در طول یک دهه گذشته، تمرکز مشتری موردتوجه مدیران، حساب‌برسان، قانون‌گذاران و پژوهشگران قرار گرفته است و وجود یا عدم وجود این مشتریان، در هنگام ارزیابی ریسک جریان وجوه نقد بااهمیت می‌باشد؛ بنابراین بر طبق بیانیه شماره ۱۳۱ استانداردهای حسابداری مالی (SFAS)، کلیه شرکت‌ها باید

اطلاعات مربوط به مشتریان عمده خود را افشاء نمایند. شرکت‌هایی با مشتری عمده، تمایل دارند تا سطح نگهداشت وجه نقد خود را افزایش دهند؛ تا بتوانند در صورت از دست دادن هر یک از مشتریان عمده‌ی خود، با ریسک بحران مالی مقابله نمایند؛ بنابراین، می‌توان گفت که مشتریان عمده بر میزان وجوه نقد نگهداری شده و تلاش شرکت برای دستیابی به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار هستند (شیبانی و همکاران، ۱۳۹۷).

زمانی که بخش عمده‌ای از محصولات شرکت توسط یک یا چند مشتری عمده خریداری می‌شود، ممکن است که شرکت به‌مرورزمان به این مشتریان وابسته شود و این موضوع برای تداوم فعالیت شرکت بسیار مضر است؛ به‌عنوان مثال، در صورتی که شرکت تأمین‌کننده با ورشکستگی مواجه شود یا مشتری عمده نسبت به تغییر شرکت تأمین‌کننده‌ی خود اقدام کند، شرکت با ریسک جریان نقد آتی مواجه می‌شود، بنابراین همواره شرکت‌هایی با مشتریان عمده، این ریسک را در نظر می‌گیرند و سطح نگهداشت وجه نقد بیشتر و بهینه‌تری دارند (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۶). از سوی دیگر، در صورتی که مشتری عمده‌ی شرکت دچار ورشکستگی شود، شرکت با وصول طلب‌های این مشتری با مشکل مواجه می‌شود؛ به همین دلیل، مدیران شرکت‌هایی با مشتریان عمده، ریسک عدم وصول مطالبات مشتری عمده را در نظر می‌گیرند و بر این اساس تلاش می‌کنند تا همواره وجوه نقد مازاد داشته باشند. مطابق با این ادعا، هر تزل و همکاران (۲۰۰۸) و کولای<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۵) شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد بازده سهام شرکت‌هایی که مشتریان عمده آن‌ها اعلام ورشکستگی کردند، منفی می‌باشد. علاوه بر این، در صورتی که وضعیت مالی مشتری عمده با افت شدیدی مواجه شود، میزان فروش‌های شرکت تأمین‌کننده به‌طور چشمگیری کاهش می‌یابد.

دوم اینکه مطابق با استدلال پیرسی و لین (۲۰۰۶)، مشتریان عمده تمایل دارند از قدرت چانه‌زنی خود به‌منظور وادار کردن تأمین‌کننده به کاهش قیمت فروش، ایجاد شرایط اعتباری راحت‌تر و دفعات تحویل بیشتر با مقادیر کمتر مطابق با کاهش سطح موجودی مشتریان عمده استفاده کنند. این توافقات نامطلوب بر حاشیه سود تأمین‌کننده و تغییر ریسک نقدینگی تأمین‌کننده فشار آورده و در نتیجه موجب سودآوری پایین‌تر برای تأمین‌کننده می‌شود. علاوه بر این، شرکت‌هایی که مشتریان عمده دارند، به‌احتمال زیاد به سرمایه‌گذاری خاص، مانند طراحی و توسعه تجهیزات تخصصی یا معرفی یک سیستم موجودی جدید برای یک مشتری خاص روی می‌آورند و اگر مشتری عمده ارتباط را قطع کند، این سرمایه‌گذاری خاص بلافاصله ارزش خود را از دست می‌دهد. این استدلال‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های با مشتری متمرکز، ریسک جریان‌های نقدی بیشتری دارند؛ بنابراین، شرکت‌های با مشتری متمرکز برای غلبه بر ریسک بالاتر جریان‌های نقدی و نمایش دادن توانایی مالی خود، ترجیح می‌دهند وجه نقد بیشتری نگهداری کنند و با سرعت بیشتری به سمت سطح نگهداشت وجه نقد هدف حرکت نمایند.

با توجه به موارد ذکرشده، فرضیه‌های زیر تدوین و آزمون گردیده است:

فرضیه اول: تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، از نوع شبه تجربی و در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری می‌باشد. همچنین روش پژوهش از نوع استقرایی و پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی (روش تلفیقی) می‌باشد. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها تطبیق یافته است و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نسخه ۱۰ نرم‌افزار ایپوزر<sup>۱</sup> استفاده شده است.

جامعه آماری موردنظر در این پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶، می‌باشند. شرایط زیر برای انتخاب جامعه آماری لحاظ گردیده است:

۱. تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس قبل از سال ۱۳۹۰ و تا پایان سال ۱۳۹۶ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
۲. اطلاعات موردنیاز آن‌ها در دسترس باشد و سهام آن‌ها مورد معامله مستمر قرار گرفته و توقف نماد نداشته باشند.
۳. به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

۴. به دلیل ساختار مالی متفاوت برخی مؤسسات بورسی، شرکت انتخابی جزء بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها و ... نباشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۹۸۰ مشاهده (سال - شرکت) مورد آزمون قرار گرفته شده است.

## الگو و متغیرهای پژوهش

به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش پیرو پژوهش ازکان و ازکان<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، جیانگ و لی (۲۰۱۶) و هوانگ و همکاران (۲۰۱۶) از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است. بدین منظور برای آزمون فرضیه اول از مدل (۱) و برای آزمون فرضیه دوم از مدل (۲) استفاده شده است:

$$Cash_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CC_{it} + \gamma_2 ROA_{it} + \gamma_3 MTB_{it} + \gamma_4 CFV_{it} + \gamma_5 AGE_{it} + \gamma_6 LEV_{it} + \gamma_7 SIZE_{it} + \gamma_8 INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲): آزمون فرضیه دوم

$$Cash_{it} - Cash_{it-1} = \gamma_0 + \gamma_1 (\lambda (Cash_{it}^* - Cash_{it-1})) + \gamma_2 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times CC_{it} + \gamma_3 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times ROA_{it} + \gamma_4 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times MTB_{it} + \gamma_5 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times CFV_{it} + \gamma_6 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times AGE_{it} + \gamma_7 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times LEV_{it} + \gamma_8 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times SIZE_{it} + \gamma_9 (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) \times INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it}$$

1. Eviews
2. Ozkan and Ozkan

که در این مدل‌ها تعریف عملیاتی متغیرها به صورت زیر است:

#### متغیرهای وابسته و نحوه محاسبه آن‌ها

۱. سطح نگهداشت وجه نقد ( $Cash_{it}$ ): در آزمون فرضیه اول، سطح نگهداشت وجه نقد متغیر وابسته است که برای اندازه‌گیری آن از نسبت وجوه نقد به علاوه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  استفاده می‌شود (دیتمار و اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

۲. سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد: مدلی که برای تخمین سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد استفاده شده است، یک مدل تعدیل جزئی می‌باشد که توسط ازکان و ازکان (۲۰۰۴) مطرح شده است. این مدل اجازه می‌دهد که شرکت  $i$  در سال  $t$ ، شکاف بین سطح نگهداشت وجه نقد واقعی و سطح نگهداشت وجه نقد هدف (بهینه) خود را به مقدار  $\lambda$  کاهش دهد:

$$Cash_{it} - Cash_{it-1} = \lambda (Cash_{it}^* - Cash_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در آن:

$Cash_{it}$ : سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در سال  $t$ .

$Cash_{it}^*$ : سطح نگهداشت وجه نقد هدف (بهینه) در سال  $t$ .

$\lambda$ : سرعت تعدیل جزئی نگهداشت وجه نقد است که نشان‌دهنده میزان سرعتی است که سطح نگهداشت وجه نقد شرکت با این نرخ به سمت سطح هدف (بهینه) در حال حرکت است. انتظار می‌رود این ضریب در دامنه ۰ و ۱ قرار گرفته و مقدار بالاتر (نزدیک به یک) نشان‌دهنده سرعت تعدیل سریع‌تر می‌باشد. همچنین، فرض می‌شود که تمامی شرکت‌ها با سرعت یکسان  $\lambda$  به تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد خود می‌پردازند.  $\varepsilon_{it}$ : جزء اخلال مدل است.

تخمین مدل (۳) با دو مشکل با اهمیت مواجه است. مشکل اول، غیرقابل مشاهده بودن یا غیرقابل اندازه‌گیری بودن سطح نگهداشت وجه نقد هدف ( $Cash_{it}^*$ ) است و مشکل دوم حضور وقفه متغیر سطح نگهداشت وجه نقد سال قبل ( $Cash_{it-1}$ ) در میان متغیرهای توضیحی است. برای رفع این مشکلات، از طریق مدل‌سازی سطح نگهداشت وجه نقد هدف (بهینه) به کمک متغیرهای مؤثر بر نگهداشت وجه نقد، به تخمینی معقول از سطح نگهداشت وجه نقد هدف شرکت، دست پیدا می‌کنیم. پس خواهیم داشت:

$$Cash_{it}^* = \beta X_{it-1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه فوق  $X_{it-1}$  برداری از ویژگی‌های شرکت  $i$  در زمان  $t$  است که دربرگیرنده مجموعه عواملی است که بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مؤثر هستند.  $\beta$  هم ضریب تخمینی این بردار خواهد بود که به دنبال برآورد آن‌ها هستیم. در این پژوهش، با توجه به تئوری‌های اصلی نگهداشت وجه نقد (تئوری سلسله مراتبی، تئوری جریان‌های نقد آزاد و تئوری موازنه) چهار عامل سودآوری شرکت، رشد شرکت، اهرم

مالی و اندازه شرکت به عنوان عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت انتخاب شده‌اند. بنابراین برای تخمین ضرایب برداری از مدل زیر استفاده شده است:

$$\text{Cash}_{it} = \beta_1 \text{ROA}_{it-1} + \beta_2 \text{MTB}_{it-1} + \beta_3 \text{LEV}_{it-1} + \beta_4 \text{SIZE}_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

پس از برازش مدل (۴)، از مقادیر مدل ( $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ ) به عنوان ضرایب سطح نگهداشت وجه نقد هدف در رابطه (۱) استفاده می‌شود و سپس با ضرب آن‌ها در ویژگی‌های شرکت ( $X_{it-1}$ )، مقدار سطح نگهداشت وجه نقد هدف (بهینه) به دست خواهد آمد. در نهایت، می‌توان با جایگذاری مقدار برآوردی سطح نگهداشت وجه نقد هدف در مدل (۳)، به تخمین قابل قبولی از سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد ( $\lambda$ ) دست یافت. نکته حائز اهمیت این است که فرض می‌شود که شرکت‌های جامعه آماری با سرعت یکسان  $\lambda$  به تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد خود می‌پردازند.

#### متغیر مستقل و نحوه محاسبه آن

در این پژوهش، تمرکز مشتری ( $CC_{it}$ ) تنها متغیر اصلی و مستقل پژوهش خواهد بود. در ایران، استاندارد یا الزام خاصی برای افشای مشتریان عمده وجود ندارد، ولی بر اساس بیانیه ۱۳۱ هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، در صورتی که درآمد حاصل از فروش به یک مشتری، ۱۰ درصد یا بیشتر از ۱۰ درصد کل درآمد شرکت را تشکیل دهد، افشای چنین مشتریانی در صورت‌های مالی الزامی است. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری تمرکز مشتری از یک متغیر مجازی استفاده شده است؛ بدین صورت که اگر شرکت  $i$  در سال  $t$  دارای مشتری عمده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌گیرد (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

#### متغیرهای کنترلی و نحوه محاسبه آن‌ها

۱. نرخ بازده دارایی‌ها ( $ROA_{it}$ ): نمایانگر نسبت سود خالص به دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  و شاخصی برای محاسبه نرخ بازده دارایی‌ها می‌باشد. عملکرد مطلوب شرکت می‌تواند نمایانگر دستیابی بالاتر شرکت به وجوه نقد و توانایی بالاتر آن‌ها برای تعدیلات احتمالی وجوه نقد باشد (چانگ و همکاران، ۲۰۱۸).
۲. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ( $MTB_{it}$ ): برابر است یا نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ . از مدیران شرکت‌های با رشد بالاتر انتظار می‌رود که وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از در دسترس بودن وجه نقد برای سرمایه‌گذاری در طرح‌ها اطمینان داشته باشند (جیانگ و لی، ۲۰۱۶).
۳. ریسک (نوسان) جریان‌های نقدی ( $CFV_{it}$ ): برابر است با انحراف معیار نسبت وجوه نقد عملیاتی به دارایی پنج سال قبل شرکت  $i$  در سال  $t$ . شرکت‌هایی که نوسان بالایی را در جریان‌های نقدی خود تجربه می‌کنند، به احتمال قوی‌تری با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، زیرا ممکن است به‌طور غیرمنتظره جریان نقدی کاهش یابد. بنابراین، انتظار می‌رود که رابطه‌ای مثبت بین عدم اطمینان جریان نقدی و مانده وجه نقد وجود داشته باشد (فارینها و همکاران، ۲۰۱۸).

۴. عمر شرکت ( $AGE_{it}$ ): برابر است با لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس شرکت  $i$  در سال  $t$ . با افزایش عمر شرکت‌ها، میزان وجوه نقد و تعدیلات آن افزایش خواهد یافت (چانگ و همکاران، ۲۰۱۸).

۵. اهرم مالی ( $LEV_{it}$ ): برابر است با نسبت بدهی به دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$ . با ایجاد بدهی مدیران ملزم به پرداخت جریان‌های نقدی آتی می‌شوند و این امر از جریان نقد در دسترس که می‌تواند به اختیار مدیران هزینه شود، می‌کاهد و متعاقباً از هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد نیز می‌کاهد و اثر کنترلی دارد. بنابراین، انتظار می‌رود که اهرم مالی با مانده وجه نقد رابطه معکوس داشته باشد (دنيس و سیبیلکوی<sup>۳۲</sup>، ۲۰۱۰).

۶. اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): متغیر اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ . شرکت‌های بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است خریداری شوند، با احتمال کمتری در معرض تملک‌های ناخواسته قرار می‌گیرند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که منجر به مقدار بیشتر مانده وجه نقد می‌شود (چانگ و همکاران، ۲۰۱۸).

۷. نوع صنعت ( $INDUSTRY_{it}$ ): در این پژوهش، ابتدا شرکت‌های جامعه آماری مورد بررسی به هفت صنعت فعال تقسیم شده‌اند. در ادامه از یک متغیر مصنوعی (۰ و ۱) برای لحاظ کردن اثرات تصادفی نوع صنعت در مدل‌های پژوهش استفاده شده است (مشایخی و دلدار، ۱۳۹۵).

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

نتایج حاصل‌شده از آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه است، در نگاره (۱) ارائه شده است. میانگین سطح نگهداشت وجه نقد تقریباً ۰/۰۵۱۳ میانه ۰/۰۲۹۸، دارای حداقل مقدار ۰/۰۰۰۲ و حداکثر مقدار ۰/۷۴۶۴ که انحراف معیاری در حدود ۰/۰۶۶۹ دارد. این نتایج نشان می‌دهد که میزان دارایی‌های نقدی و معادل نقد (وجه نقد به‌علاوه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت) به‌طور متوسط حدود ۵ درصد ارزش دفتری دارایی‌های بوده است. همچنین، نزدیک بودن میانگین (۰/۰۵۱۳) به انحراف معیار (۰/۰۶۶۹) متغیر نگهداشت وجه نقد نمایانگر پراکندگی پایین این متغیر است. همچنین میانگین موجودی نقد بهینه (هدف) معادل ۰/۰۴۷ و میانه آن برابر با ۰/۰۴۷ می‌باشد که دارای انحراف معیاری معادل ۰/۰۱۱ است و حداقل و حداکثر این متغیر نیز به ترتیب برابر با ۰/۰۱۰ و ۰/۰۸۴ می‌باشد. این نتیجه نشان می‌دهد که نزدیک بودن میانگین سطح نگهداشت واقعی به موجودی نقد بهینه (هدف)، مبین برنامه جامع شرکت‌ها برای حرکت موجودی نقد واقعی به سمت وجه نقد بهینه (هدف) بوده است. همچنین، نزدیک بودن میانگین به انحراف معیار نیز نمایانگر نرمال بودن این دو متغیر پژوهش (سطح نگهداشت واقعی و موجودی نقد بهینه) بوده است.

علاوه بر این، میانگین نرخ بازده دارایی‌ها تقریباً  $0/072$  میان  $0/063$ ، دارای حداقل مقدار  $0/367-$  و حداکثر مقدار  $0/426$  که انحراف معیاری در حدود  $0/139$  دارد. این نشان می‌دهد که به ازای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های شرکت معادل  $0/072$  بازدهی (سود خالص) کسب شده است. علاوه بر این، میانگین (انحراف معیار) متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها نیز تقریباً  $2/729$  ( $2/049$ ) است. این مؤید این مطلب است که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در جامعه مورد بررسی معادل  $2/729$  برابر ارزش دفتری آن است. همچنین، از لحاظ آماری باید گفت که فاصله میانگین از انحراف معیار دو متغیر نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (رشد شرکت) نمایانگر نرخ‌های بازدهی و رشد متفاوت شرکت‌های بورسی از یکدیگر است که باعث افزایش انحراف معیار (پراکندگی) و فاصله بیشتر میانگین از انحراف معیار شده است.

میانگین ریسک جریان وجوه نقد عملیاتی، تقریباً  $0/092$  و میان‌های در حدود  $0/079$  دارد. مقدار انحراف معیار آن  $0/054$  بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب  $0/016$  و  $0/305$  است. این نتیجه نشان می‌دهد که نوسانات وجوه نقد عملیاتی به‌طور متوسط حدود ۹ درصد بوده است. همچنین، نزدیک بودن میانگین به انحراف معیار متغیر ریسک جریان‌ات نقد عملیاتی مبین توزیع تقریباً نرمال این متغیر بوده است. میانگین شاخص اهرم مالی تقریباً  $0/669$  میان  $0/664$ ، دارای حداقل مقدار  $0/198$  و حداکثر مقدار  $1/141$  که انحراف معیاری در حدود  $0/216$  دارد. این نشان می‌دهد که میزان بدهی شرکت‌های مورد بررسی حدود  $66,9$  درصد دارایی‌ها بوده است. همچنین، می‌توان گفت که با توجه به فاصله بالای میانگین ( $0/669$ ) از انحراف معیار ( $0/216$ )، پراکندگی نسبت اهرم مالی در شرکت‌های مورد بررسی بسیار بالا بوده است که این نمی‌تواند برای بورس اوراق بهادار تهران مطلوب باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
سطح نگهداشت وجه نقد واقعی ( $CASH_{it}$ )	0/0513	0/0298	0/0669	0/0002	0/7464
سطح نگهداشت وجه نقد سال قبل ( $CASH_{it-1}$ )	0/0510	0/0317	0/0617	0/0004	0/4791
سطح نگهداشت وجه نقد هدف (بینه) ( $CASH_{it}^*$ )	0/047	0/047	0/011	0/010	0/084
انحراف از سطح نگهداشت وجه نقد سال قبل ( $CASH_{it}-CASH_{it-1}$ )	-0/0004	-0/0002	0/049	-0/177	0/192
انحراف از سطح نگهداشت وجه نقد هدف ( $CASH_{it}^*-CASH_{it-1}$ )	0/010	0/015	0/027	-0/029	0/068
نرخ بازده دارایی ( $ROA_{it}$ )	0/072	0/063	0/139	-0/367	0/426
رشد شرکت ( $MTB_{it}$ )	2/729	2/206	2/049	0/410	7/954
ریسک جریان وجوه نقد عملیاتی ( $CFV_{it}$ )	0/092	0/079	0/054	0/016	0/305
عمر شرکت ( $AGE_{it}$ )	3/656	3/761	0/347	2/708	4/219
اهرم مالی ( $LEV_{it}$ )	0/669	0/664	0/216	0/198	1/141
اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ )	14/196	14/062	1/361	10/504	19/374

منبع: یافته‌های پژوهش



در جدول ۲، درصد فراوانی نسبی متغیر تمرکز مشتری نشان می‌دهد که در ۶۷ درصد از سال-شرکت‌های مورد بررسی، تمرکز مشتری عمده (مشتریان بالای ۱۰ درصد) وجود داشته است که این درصد متعلق به ۶۵۱ سال-شرکت بوده است.

**جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مجازی پژوهش**

متغیر	شرط	فراوانی مطلق	درصد فراوانی
متغیر مجازی تمرکز بر مشتری عمده (CC <sub>ii</sub> )	دارد= ۱	۶۵۱	۶۶٪
	ندارد= ۰	۳۲۹	۳۴٪
	کل	۹۸۰	۱۰۰٪

منبع: یافته‌های پژوهش

### آمار استنباطی

به‌منظور آزمون مدل‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه بر اساس داده‌های ترکیبی استفاده شده است. قبل از آزمون مدل‌ها، ابتدا بایستی آزمون‌های پیش‌فرض رگرسیون انجام شود. یکی از این آزمون‌ها، آزمون VIF است. در حالت کلی، زمانی که عامل تورم واریانس بزرگ‌تر از ۱۰ باشد، نشان می‌دهد که مشکل هم‌خطی چندگانه‌ی قابل‌توجهی بین متغیرهای مستقل وجود دارد، همچنین مقادیر بزرگ‌تر از ۵ این آماره، بیانگر وجود احتمالی مشکل هم‌خطی است. نتایج حاصل‌شده از این آزمون بیانگر عدم وجود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل می‌باشد. به‌منظور بررسی و کشف مشکل خودهمبستگی از آماره دوربین و اتسون استفاده شده است. در حالت استاندارد باید میزان آماره دوربین و اتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد که با توجه به مقدار آماره دوربین و اتسون در نگاره (۵) و (۶) می‌توان گفت که مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

در قدم بعدی، بایستی الگوی تخمین مدل‌ها مشخص شود. به‌طور کلی، داده‌ها می‌توانند به‌صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشند، بایستی مشخص شود که الگوی مدل‌های پژوهش از نوع تلفیقی (Pooled) یا تابلویی (Panel) می‌باشند؟ بدین منظور از آزمون چاو و آزمون بروش پاگان استفاده شده است. در صورتی که سطح معناداری آزمون چاو و آزمون بروش پاگان بیشتر از ۵ درصد باشد، الگوی مدل از نوع تلفیقی است و در صورتی که سطح معناداری این دو آزمون کمتر از ۵ درصد باشد، الگوی مدل از نوع تابلویی است و از آنجایی که الگوی تابلویی به دو زیرمجموعه‌ی الگوی اثرات تصادفی و الگوی اثر ثابت تقسیم می‌شود، برای بررسی تصادفی یا ثابت بودن الگوی تابلویی بایستی آزمون هاسمن را انجام دهیم (که در این آزمون، سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد مبین الگوی اثرات تصادفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد مبین الگوی اثرات ثابت می‌باشد). نکته قابل‌توجه این است که همواره نتایج آزمون چاو و بروش پاگان، سازگار با یکدیگر می‌باشند. با توجه به اینکه الگوی استفاده شده در این پژوهش از نوع تلفیقی می‌باشند، بنابراین نیازی به انجام آزمون هاسمن به‌منظور انتخاب مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی نداریم، زیرا با توجه به نتایج حاصل از آزمون چاو و آزمون بروش پاگان، در این پژوهش الگوی اثرات مشترک (مقید) بر الگوی تابلویی برتری دارد و بدین ترتیب نیازی به انجام آزمون هاسمن نمی‌باشد. نتایج این آزمون‌ها در نگاره (۳) ارائه شده است. همان‌طور

که مشاهده می‌شود، با توجه سطح معناداری به‌دست‌آمده که بیشتر از ۵ درصد است، نتایج حاکی از آن است که برای هم مدل (۱) و هم مدل (۲) از روش تلفیقی استفاده گردیده است.

**جدول ۳. نتایج آزمون چاو و بروش پاگان**

نتیجه آزمون	آزمون بروش پاگان		آزمون چاو		مدل
	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
روش تلفیقی (Pooled)	۰/۴۹۶	۰/۴۶۲	۰/۱۴۲	۱/۶۰۵	مدل (۱) پژوهش
روش تلفیقی (Pooled)	۰/۱۸۸	۱/۷۳۱	۰/۰۵۹	۲/۰۲۷	مدل (۲) پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه اول این پژوهش به این صورت مطرح شد که «تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد». در نگاره (۴) ضریب متغیر تمرکز مشتری ( $CC_{it}$ ) معادل ۰/۰۱۷ و آماره t معادل ۲/۵۴۳ می‌باشد که در سطح (۰/۰۱۱) معنادار می‌باشد و از آنجاکه کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. بنابراین، فرضیه اول در جهت مستقیم تأیید می‌شود؛ یعنی تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین با توجه به نتایج به‌دست‌آمده برای متغیرهای کنترلی در این فرضیه می‌توان گفت که متغیرهای نرخ بازده دارایی‌ها (در سطح اطمینان بیش از ۹۰٪) و رشد شرکت (در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪) بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معنادار دارند. نتایج پژوهش رابطه معناداری بین نگهداشت وجه نقد و سایر متغیرهای کنترلی (ریسک جریان‌ات وجه نقد، عمر شرکت، اهرم مالی و اندازه شرکت) وجود ندارد. همچنین از آنجایی که شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش در هفت صنعت فعال (دارویی؛ ماشین‌آلات و تجهیزات؛ خودرو و ساخت قطعات؛ کانی و معدنی؛ شیمیایی؛ غذایی و آشامیدنی؛ صنایع فلزی) طبقه‌بندی شدند، نتایج حاصل شده نشان داد که سطح نگهداشت وجه نقد در صنایع مختلف متفاوت بوده است.

**جدول ۴. نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی اول پژوهش**

تعریف متغیر	نماد	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	c	۰/۰۰۹	۰/۱۳۷	۰/۸۹۰	-
تمرکز مشتری	$CC_{it}$	۰/۰۱۷	۲/۵۴۳	۰/۰۱۱	۱/۱۲۵
نرخ بازده دارایی	$ROA_{it}$	۰/۰۴۱	۱/۷۸۹	۰/۰۷۴	۲/۴۵۸
رشد شرکت	$MTB_{it}$	۰/۰۰۲	۲/۸۹۵	۰/۰۰۳	۱/۲۲۲
ریسک جریان‌ات وجه نقد	$CFV_{it}$	-۰/۰۰۲	-۰/۰۴۰	۰/۹۶۷	۱/۱۲۷
عمر شرکت	$AGE_{it}$	-۰/۰۰۴	-۰/۲۹۵	۰/۷۶۷	۱/۱۰۷
اهرم مالی	$LEV_{it}$	-۰/۰۰۴	-۰/۲۶۸	۰/۷۸۸	۲/۲۰۰
اندازه شرکت	$SIZE_{it}$	۰/۰۰۳	۰/۹۴۸	۰/۳۴۳	۱/۱۵۴
اثرات تصادفی نوع صنعت	$INDUSTRY_{it}$	بلی	بلی	بلی	بلی
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۳۵۲		آماره F	۲۳/۶۰۳	
آماره دوربین واتسون	۱/۷۸۳		سطح معناداری	۰/۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه دوم پژوهش به این صورت مطرح گردیده بود که «تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد». در نگاره (۵) ضریب متغیر تمرکز مشتری  $(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times$  معادل ۰/۰۶۳ و آماره  $t$  معادل ۲/۰۱۴ می‌باشد که در سطح (۰/۰۴۴) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود؛ بنابراین، فرضیه دوم نیز در جهت مستقیم تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین نتایج به‌دست‌آمده برای متغیرهای کنترلی در این فرضیه نشان می‌دهد که متغیرهای ریسک جریان‌ات وجوه نقد و عمر شرکت بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معنادار و متغیر اندازه شرکت بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج پژوهش رابطه معناداری بین سایر متغیرهای کنترلی (نرخ بازده دارایی‌ها، رشد شرکت و اهرم مالی) و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد وجود ندارد. همچنین از آنجایی که شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش در هفت صنعت فعال (دارویی؛ ماشین‌آلات و تجهیزات؛ خودرو و ساخت قطعات؛ کانی و معدنی؛ شیمیایی؛ غذایی و آشامیدنی؛ صنایع فلزی) طبقه‌بندی شدند، نتایج حاصل‌شده نشان داد که سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در صنایع مختلف متفاوت بوده است.

**جدول ۵. نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی دوم پژوهش**

تعریف متغیر	نماد	ضریب	آماره $t$	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	C	۰/۰۵۵	۳/۷۶۰	۰/۰۰۰	-
سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد	$\lambda (\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1})$	۰/۴۸۵	۴/۰۰۱	۰/۰۰۰	۱/۸۷۸
تمرکز مشتری	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times CC_{it}$	۰/۰۶۳	۲/۰۱۴	۰/۰۴۴	۱/۱۲۵
نرخ بازده دارایی	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times ROA_{it}$	۰/۱۴۰	۱/۰۹۶	۰/۲۷۳	۲/۴۵۸
رشد شرکت	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times MTB_{it}$	-۰/۰۰۴	-۰/۵۱۴	۰/۶۰۷	۱/۲۲۲
ریسک جریان‌ات وجوه نقد	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times CFV_{it}$	۰/۱۲۵	۲/۱۲۸	۰/۰۳۳	۱/۱۲۷
عمر شرکت	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times AGE_{it}$	۰/۱۶۸	۳/۹۲۵	۰/۰۰۰	۱/۱۰۷
اهرم مالی	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times LEV_{it}$	-۰/۰۷۴	-۱/۴۴۰	۰/۱۵۰	۲/۳۰۰
اندازه شرکت	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times SIZE_{it}$	-۰/۰۲۸	-۲/۸۶۹	۰/۰۰۴	۱/۱۵۴
اثرات تصادفی نوع صنعت	$(\text{Cash}_{it}^* - \text{Cash}_{it-1}) \times INDUSTRY_{it}$	بلی	بلی	بلی	بلی
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۲۳۴	آماره F	۱۸/۱۴۸		
آماره دوربین واتسون	۱/۹۵۷	سطح معناداری	۰/۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهش

### نتیجه‌گیری و بحث

شرکت‌هایی با مشتری عمده، دارای ریسک تجاری و نقدینگی بالاتری هستند؛ زیرا زبان مشتری عمده، می‌تواند منجر به کاهش قابل‌توجه در جریان نقدی عرضه‌کنندگان کالا (شرکت فروشنده) شود؛ بنابراین، در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، به‌منظور مقابله با ریسک بحران مالی آتی، سطح نگهداشت وجه

نقد نیز بیشتر است. این محدودیت باعث شده است که سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های با مشتری عمده، احتمالاً بالاتر است.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش تمرکز مشتری (وجود یا عدم وجود مشتری عمده)، میزان سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها افزایش می‌یابد. به نظر می‌رسد که شرکت‌های با مشتری متمرکز، احتمالاً از ریسک تجاری و جریان‌های نقدی آتی خود مطلع بوده؛ بنابراین این محدودیت احتمالی باعث افزایش نگهداشت وجه نقد شده است. شواهد حاصل از فرضیه دوم پژوهش نشان داد که با افزایش تمرکز مشتری، به احتمال زیاد سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد. به عبارتی، با افزایش تمرکز مشتریان، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد گرایش به رو به بالا دارد. گوسمن و کلبیک (۲۰۰۹) و پیرسی و لین (۲۰۰۶) استدلال کردند که مشتریان عمده با توجه به قدرت چانه‌زنی خود، تلاش می‌کنند تا محصولات و خدمات با کیفیت‌تر و با قیمتی پایین‌تر از شرکت خریداری نمایند که این امر می‌تواند سودآوری پایین‌تر، سطح نگهداشت وجه نقد بالاتر و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بیشتر را برای شرکت به همراه داشته باشد.

با توجه به نتایج به دست آمده، استدلال می‌شود که فروش به مشتریان بالای ۱۰ درصد (مشتریان عمده)، دارای مزایا و معایبی است. بزرگ‌ترین مزیت فروش‌های عمده، کاهش ریسک عدم فروش محصول و کاهش رقابت بازار محصول است که این موضوع می‌تواند از کاهش فروش شرکت جلوگیری کرده و دسترسی شرکت به وجوه نقد را افزایش دهد و در نهایت حرکت شرکت را برای دستیابی به یک سطح بهینه وجه نقد سرعت بخشد.

از طرفی، با توجه به وضعیت فعلی اقتصاد ایران و وجود بحران مالی در اکثر شرکت‌ها، ورشکستگی با از دست دادن هر مشتری عمده می‌تواند زبان‌های جبران‌ناپذیری (از جمله کاهش ناگهانی جریان‌های ورودی وجه نقد) به شرکت وارد کند؛ زیرا پیدا کردن مشتری عمده در وضعیت فعلی اقتصادی ایران، امری سخت بوده است. بنابراین می‌توان گفت با توجه به نتایج این پژوهش، وجود مشتریان عمده ریسک فروش را پایین آورده و با افزایش جریان‌های نقدی ورودی به شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد و شرکت توانایی بیشتری برای حرکت به سمت وجوه نقد بهینه دارد.

نتایج این پژوهش، با پژوهش‌های قبلی مربوط به تمرکز مشتری (کمپلو و گائو، ۲۰۱۴؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶؛ کردستانی و همکاران، ۱۳۹۳؛ خان‌محمدی، ۱۳۹۵) متفاوت است؛ زیرا این پژوهش به بررسی اثر تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخته است. همچنین نتایج این پژوهش با پژوهش‌های گوسمن و کلبیک (۲۰۰۹) و پیرسی و لین (۲۰۰۶) از نظر جهت و نوع پژوهش مطابقت دارد؛ زیرا پژوهش‌های یادشده به بررسی اثر تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند و به نتایجی مشابه با پژوهش حاضر دست یافته‌اند.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر مبنی بر اهمیت نقش مشتریان عمده در کاهش ریسک عدم فروش محصولات شرکت‌ها، به مدیران اجرایی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به تأثیر مثبت تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت توجه ویژه‌ای داشته باشند. از این رو، به



مدیران پیشنهاد می‌شود که به دلیل شرایط نامطلوب فعلی اقتصاد ایران و بالا رفتن ریسک عدم فروش محصولات در نتیجه کاهش قدرت خرید مردم، در راستای شناسایی هر چه بیشتر مشتریان عمده گام بردارند تا با فروش بالاتر محصولات خود به مشتریان کلیدی، ضمن نگهداری میزان وجه نقد کافی، مسیر حرکت خود را به سمت نگهداری سطوح وجه نقد بهینه بهبود بخشند و در نتیجه سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد افزایش یابد. همچنین، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که اگر به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با نقدینگی کافی و سرعت تعدیل وجوه نقد بالا هستند، در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای تمرکز مشتری (مشتری عمده) هستند؛ زیرا نتایج این پژوهش مبین تأثیر مثبت تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد است.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر ریسک نقدینگی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. همچنین، پیشنهاد می‌شود با تفکیک مشتریان عمده به دودسته مشتریان حقیقی و حقوقی یا نهادی و غیر نهادی، تأثیر تمرکز مشتری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت بررسی گردد. پژوهشگران در پژوهش‌های آتی خود می‌توانند تأثیر مدیریت سود واقعی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را مورد بررسی قرار دهند تا دریابند که آیا مدیریت سود واقعی مدیران می‌تواند رابطه بین دو متغیر فوق‌الذکر را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین، پژوهشگران می‌توانند رابطه بین تمرکز مشتری و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را در شرکت‌های دارای محدودیت (بحران) مالی مورد بررسی قرار دهند. در نهایت، پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی به بررسی تأثیر خریدهای عمده بالای ۱۰ درصد (تمرکز بر خریدهای عمده) بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت پرداخته شود.

## منابع

- امینی‌فرد، زینب و صالحی، مهدی. (۱۳۹۸). تأثیر تمرکز مشتری بر پاداش مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری، ۱(۳۲)، صص. ۱۴۰-۱۲۱.
- ایمانی، کریم؛ دستگیر، محسن و یوسفی، امیر. (۱۳۹۲). سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی مؤثر بر آن. پژوهش‌های حسابداری، ۳(۳)، صص. ۳۳-۱۹.
- بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۳(۱۱)، صص. ۲۹-۷.
- حاجیه، زهره و تقی‌زاده، نفیسه. (۱۳۹۷). تأثیر تمرکز مشتری بر قرارداد وام بانکی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۳)، صص. ۳۴۶-۳۲۷.
- حاجیه، زهره و رجب‌دوری، حسین. (۱۳۹۶). تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر سطح نگهداشت وجه نقد. دانش حسابداری، ۲(۲۹)، صص. ۸۳-۶۳.
- خان‌محمدی، سیاوش. (۱۳۹۵). بررسی اثر تمرکز بر مشتری بر اجتناب و ریسک مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.
- خدادادی، ولی؛ ویسی، سجاد و چراغی‌نیا، علی. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین تمرکز مشتری و حق‌الزحمه حسابرسی. دانش حسابداری مالی، ۴(۱)، صص. ۶۰-۴۵.
- شیبانی‌تدرجی، عباس؛ خدای‌پور، احمد و پورحیدری، امید. (۱۳۹۷). تأثیر تمرکز مشتری بر اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن سهم بازار شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، صص. ۲۳۲-۲۱۵.
- فخاری، حسین و اسدزاده، احمد. (۱۳۹۶). اثر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد. راهبرد مدیریت مالی، ۵(۴)، صص. ۲۳-۱.
- فخاری، حسین و تقوی، سید روح‌الله. (۱۳۸۸). کیفیت ارقام تعهدی و مانده وجه نقد. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۳)، صص. ۸۴-۶۹.
- کردستانی، غلامرضا و عباسی، عبدالاحد. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر عملکرد مالی شرکت. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۲(۳)، صص. ۸۱-۹۲.
- مرادی، مهدی؛ دلدار، مصطفی و صابرمهانی، معصومه. (۱۳۹۸). تأثیر تمرکز مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت. راهبرد مدیریت مالی، ۲۴(۱)، صص. ۹۴-۷۱.
- مشایخی، بیتا و دلدار، مصطفی. (۱۳۹۵). ارتباط مدیریت مالیات و مدیریت سود در گروه‌های تجاری. دانش حسابداری، ۷(۲۶)، صص. ۵۸-۳۳.
- معطوفی، علیرضا و گلچویی، محمد. (۱۳۹۶). رابطه بین مالکین خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹(۴)، صص. ۸۲-۶۱.

Aminifard, Z & Salehi, M. (2020). **The effect of customer focus on managers' rewards in companies listed on the Tehran Stock Exchange.** *Accounting Research*, 1 (32), pp.140-121 (In Persian).

Bates, T. Kahle, K & Stulz, R. (2009). **Why do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?** *The Journal of Finance*, 64(5), pp.1985–2021.

Bates, T. Chang, C & Chi, J. D. (2017). **Why Has the Value of Cash Increased Over Time?** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming, 30(1), pp.166-192.

Berrios, R. (2006). **Government contracts and contractor behavior.** *Journal of Business Ethics*, 63(5), pp.119-130.

Bulu, GH. Babajani, J & Mohseni Maleki, B. (2011). **The relationship between cash and more than the optimal level, with the future performance of the listed companies in Tehran Stock Exchange.** *Journal of Accounting Knowledge*, 11(23), pp.7-29 (In Persian).

Campello, M & Gao, J. (2014). **Customer concentration and loan contract terms.** *Journal of Accounting & Economics*, 44(1/2), pp.579-606.

Chang, L. Deng, K & Wang, X. (2018). **The Dynamic Speed of Cash Holding Adjustment in a Transition Economy: A New Approach and Evidence.** *Emerging Markets Finance & Trade*, 6(1), pp.1-15.

Cho, H. Choi, S & Kim, M. (2018). **Cash Holdings Adjustment Speed and Managerial Ability.** *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 14(1), pp.1–25.

Denis, D & Sibilkov, V. (2010). **Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings.** *The Review of Financial Studies*, 23(1), pp.247–269.

Dhaliwal, D. Judd, M & Shaikh, S.A. (2016). **Customer concentration risk and the cost of equity capital.** *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), pp.23–48.

Dhaliwal, D. Michas, P.N. Naiker, V & Sharma, D. (2014). **Major Customer Reliance and Auditor Going-Concern Decisions.** *The Accounting Review*, 78 (1), pp. 95–117.

Dittmar, A & Duchin, R. (2010). **The Dynamics of Cash.** *Pacific-Basin Finance Journal*, 55(2), pp.270-282.

Dittmar, A & Smith, J. (2007). **Corporate Governance and the value of Cash Holdings,** *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp.599-634.

Emani, K. Dastgir, M & Yousefi, A. (2012). **The cash holdings adjustment speed and Corporative characteristics affectivness on it.** *Accounting Research*, 2(1), pp.19-33 (In Persian).

Farinha, J. Cesario, M & Nuno, S. (2018). **Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets.** *International Review of Financial Analysis*, 56(6), pp. 238-252.

Fakhkhari, H & Asadzadeh, A. (2016). **Effect of financial leverage and free cash flow on cash holdings adjustment speed.** *Financial Management Strategy*, 19(3), pp.1-23(In Persian).

Fakhkhari, H & Taghavi, S.R. (2008). **Accruals and cash balances.** *Accounting and Auditing Reviews*, 5(4), pp.69-84 (In Persian).

Foley, C. Hartzell, J. Titman, S & Twite, G. J. (2007). **Why do firms hold so much cash? A Tax-Based Explanation.** *Journal of Financial Economics*, 86(27), pp.579–607.



- Gao, H. Harford, J & Li, K. (2013). **Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms.** *Journal of Financial Economics*, Forthcoming, 21(3), pp.219-240.
- Gosman, M & Kohlbeck, M. (2009). **Effects of existence of identity of major customers on supplier profitability: is Wal-Mart different.** *Journal of Management Accounting Research*, 21(5), pp.179–201.
- Gryglewicz, S. (2011). **A Theory of Corporate Financial Decisions with Liquidity and Solvency Concerns.** *Journal of Financial Economics*. 99(2), pp.365–384.
- Hajiha, Z & Taghizadeh, N. (2017). **Impact of Customer Cocentration on Bank Loan Contract: Evidence from Tehran Stock Exchange.** *Accounting and auditing reviews*, 25(3), pp.327-346(In Persian).
- Hajiha, Z & Rajabdari, H. (2016). **Impact of the Audit Committee's characteristics on the level of cash holdings.** *Accounting Knowledge*, 2(29), pp.63-83 (In Persian).
- Hertzel, M. Li, M & Rodgers, K. (2008). **Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain.** *Journal of Financial Economics*, 87(16), pp.374–387.
- Huang, H. Lobo, G. Wang, C & Xie, H. (2016). **Customer concentration and corporate tax avoidance.** *Journal of Banking and Finance*, 72(4), pp.184–200.
- Irvine, P. Park, S & Yildizhan, C. (2016). **Customer-base concentration, profitability and distress across the corporate life cycle.** *The Accounting Review*, 91(3), pp.883-906.
- Jiang, Z & Lie, E. (2016). **Cash holding adjustments and managerial entrenchment.** *Journal of Corporate Finance*, 36(2), pp.190-205.
- Kalak, I. Goergen, M & Guney, Y. (2021). **CEO Overconfidence and the Speed of Adjustment of Cash Holdings.** *The International Journal of Accounting*, 41 (3), pp.295–314.
- Khanmohammadi, S. (2015). **Investigating the Effect of Customer Concentration on Avoidance and Tax Risk in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange.** Master's Thesis, Islamic Azad University, Tehran Research Branch (In Persian).
- Khodadadi, V. Weisi. S & Cheraghinia, A. (2016). **Investigate the relationship between customer Concentration and audit fees.** *Financial Accounting Knowledge*, 4(1), pp.60-45 (In Persian).
- Kolay, M. Lemmon, M & Tashjian, E. (2015). **Distress-related spillover effects in the supply chain: information revelation or real economic cost.** *Contemporary Accounting Research*, 30 (3), pp.970–995.
- Kurdestani, GH & Abbasi, A.A. (2013). **Investigating the Impact of Customer Focus on Corporate Financial Performance.** *Asset and Finance Management*, 2(3), pp.81-92 (In Persian).
- Lozano, M. B & Durán, R. F. (2016). **Family Control and Adjustment to the Optimal Level of Cash Holding.** *The European Journal of Finance*, 52(2), pp.434-448.
- Mashayekhi, B & Deldar, M. (2015). **The relationship between tax management and earnings management in business groups.** *Accounting Knowledge*, 7(26), pp.33-58 (In Persian).
- Matofi, A & Golchoubi, M. (2016). **Relationship between Family Owners and the Speed of Adjustment on the Amount of Cash Holdings: Evidence from the Tehran Stock Exchange.** *Financial Accounting Research*, 9(4), pp.61-82 (In Persian).

- Moradi, M. Deldar, M & SaberMahani, M. (2020). **The Impact of Customer Focus on Company Dividend Payment Policy.** *Financial Management Strategy*, 24 (1), pp.71-94 (In Persian).
- Opler, T. Pinkowitz, L. Stulz, R & Williamson, R. (1999). **Determinants and implications of cash holdings.** *Journal of Financial Economics*, 52(6), pp.3-46.
- Orlova, S. (2013). **Cash Holdings Speed of Adjustment.** *Accounting Experimental Research*, 4(1), pp.23-43.
- Orlova, S & Sun, L. (2018). **Institutional determinants of cash holdings speed of adjustment.** *Global Finance Journal*, 37(4), pp.123-137.
- Ozkan, A & Ozkan, N. (2004). **Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies.** *Journal of Banking and Finance*, 28(3), pp.2103-2134.
- Patatoukas, P. N. (2012). **Customer-base concentration: Implications for firm performance and capital markets.** *The Accounting Review*, 87(16), pp.363-392.
- Piercy, N & Lane, N. (2006). **The underlying vulnerabilities in key account management strategies.** *European Management Journal*, 24(6), pp.151-162.
- Sheybani Tazerji, A. Khaddamipour, A & Pourheidari, O. (2017). **Impact of customer Concentration on tax avoidance with regard to the company's market share.** *Accounting and auditing reviews*, 25(2), pp.215-232 (In Persian).
- Svetlana, V & Ramesh, R. (2020). **Cash Holdings Speed of Adjustment.** *International Review of Economics and Finance*, 30(17), pp.44-1.
- Svetlana, V & Sun, L. (2018). **Institutional determinants of cash holdings speed of adjustment.** *Global Finance Journal*, 37(4), pp.123-137.
- Venkiteshwaran, V. (2011). **Partial Adjustment Toward Optimal Cash Holding Levels.** *Review of Financial Economics*, 20(3), pp.113-121.
- Wang, J. (2012). **oo """" "" tt sssssss s hhhiiiiii ii l oooooo000000000000rs ff tttt ttt oooooo00000 oooooo** *Journal of Corporate Finance*, 18(5), pp.860-878.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی