



نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل آن و درجه اهرم مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر یحیی کامیابی^۱

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر

بهرام محسنی ملکی رستاقی^۲ ©

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر

(تاریخ دریافت: ۲۷ تیر ۱۳۹۷؛ تاریخ پذیرش: ۱۰ آذر ۱۳۹۷)

نقدینگی واحد تجاری، توان دسترسی به وجوه نقد در مواقع نیاز است. شرکتهایی که با کسری یا مازاد وجه نقد مواجه هستند، با مشکلات بالقوه زیادی روبرو خواهند شد. از این رو در این مطالعه ابتدا وجه نقد بهینه شرکتهای تعیین شده و سپس سرعت تعدیل وجه نقد برای رسیدن به وجه نقد بهینه آزمون شد. در ادامه سرعت تعدیل مورد نظر با در نظر گرفتن درجه اهرم مالی شرکتها مورد بررسی قرار گرفت. برای این منظور اطلاعات ۱۲۰ شرکت برای سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج نشان می دهد که شرکت های پایین وجه نقد بهینه با سرعت بیشتری نسبت به شرکت های بالا، به سمت وجه نقد بهینه حرکت می کنند. همچنین نتایج نشان می دهد که با در نظر گرفتن اهرم مالی، سرعت رسیدن به وجه نقد بهینه برای شرکت های پایین وجه نقد بهینه، بسیار بیشتر از شرکت های بالای وجه نقد بهینه است.

واژه های کلیدی: وجه نقد بهینه، سرعت تعدیل وجه نقد، اهرم مالی، نقدینگی، نگهداشت وجه نقد.

^۱ y.kamyabi@umz.ac.ir

^۲ b.mohsenim@umz.ac.ir

مقدمه

وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهمترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تامین مالی به واحد انتفاعی وارد می شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی ها و گسترش واحد انتفاعی به مصرف می رسد. جریان ورود و خروج وجه نقد در هر واحد انتفاعی، بازتاب تصمیم گیریهای مدیریت در مورد برنامه های کوتاه و بلندمدت عملیاتی و طرح های سرمایه گذاری و تامین مالی است [۵].

با توجه به اهمیت وجه نقد نگهداری شده در شرکت، مانده وجه نقد بهینه، شامل مصالحه بین هزینه های فرصت نگهداری مانده وجه نقد بالا و هزینه نگهداری مانده بسیار کم وجه نقد می باشد. ماهیت این دو دسته از هزینه ها، بستگی به رویه های سرمایه در گردش هر شرکتی دارد. اگر یک واحد تجاری دارای سرمایه در گردش انعطاف پذیری باشد، معمولاً اقدام به نگهداری پرتفویی از اوراق بهادار قابل تبدیل به وجه نقد را می نماید. در این حالت، هزینه های کمبود وجه نقد با هزینه های مرتبط با خرید و فروش پی در پی اوراق بهادار مورد مصالحه قرار می گیرد. در حالی که اگر شرکتی رویه سرمایه در گردش انقباضی را در پیش بگیرد، معمولاً اقدام به استقراض کوتاه مدت برای برطرف نمودن نیازهای نقدینگی خود می نماید. در این حالت، هزینه های مربوط شامل هزینه های بهره و سایر هزینه های مرتبط با قرارداد وام می باشد. از این رو برای واحدهای تجاری، تعیین میزان بهینه ای از وجه نقد قابل نگهداری اهمیت فراوانی دارد چرا که مدیران با آگاهی از میزان وجه نقد بهینه، تلاش مضاعفی برای دستیابی به آن می کنند. به عبارتی دیگر سرعت رسیدن واحدهای تجاری به وجه نقد بهینه موضوع کلیدی برای مدیران مالی شرکت هاست [۸].

مارتینز سولا و همکاران^۱ (۲۰۱۳)، بیان می دارند که وجه نقد نگهداری شده مانند یک شمشیر دو لبه است؛ که ممکن است با توازن بین هزینه ها و منافع حاصل از آن، بتوان سطح بهینه ای را برای آن متصور بود، سطحی که ارزش شرکت در آن حداکثر میشود [۲۹].

از اینرو شرکتهای بایستی با مدیریت مناسب وجه نقد، درصدد دستیابی به سطح بهینه ای از وجه نقد باشند. حال این سؤال پیش می آید که سرعت تعدیل وجه نقد شرکت به چه صورت تحقق می یابد؟ آیا این تعدیل یک فرایند یکجا و آنی است و یا به صورت تدریجی صورت میگیرد؟ منظور ما از سرعت تعدیل وجه نقد سرعت حرکت از وجه نقد موجود به سمت وجه نقد بهینه است. در تلاش برای پاسخگویی به این سؤال، تئوری هایی در ادبیات مالی مطرح شده است. 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 می افتد. اما اینکه عوامل مؤثر بر سرعت تعدیل وجه نقد چه عواملی هستند، پژوهشهای محدودی در ادبیات مالی وجود دارد که میتوان از جمله آنها به سوگیریهای مدیریت، جریان

¹ Martínez-Sola, García-Teruel & Martínez-Solano.

وجه نقد آزاد، انعطاف پذیری مالی و ... اشاره کرد. در بین این عوامل، اهرم مالی از جمله عواملی می باشد که با توجه به بررسی های به عمل آمده کمتر مورد توجه قرار گرفته است [۱۱]. اهرم مالی به کاربرد منابع و وجوهی اشاره دارد که برای شرکت، هزینه ثابت مالی ایجاد می کند. هر چه اهرم مورد استفاده در میزان بدهی ها و سهام ممتازی که برای شرکت هزینه ثابت ایجاد می کند، بیشتر باشد، ریسک مالی بیشتر می شود. ریسک تغییرات اهرم تقریباً در کنترل مدیریت است [۱۳]. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه ی منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر ارزش شرکت به انتخاب منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه تامین مالی شوند. هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه که حداکثر کردن ارزش بازار شرکت می باشد، از طریق ترکیب مناسب منابع مالی شرکت حاصل می گردد [۱۹]. بنابراین آگاهی از میزان اهرم مالی شرکت ها در تصمیم گیری برای نگهداشت میزان بهینه ای از وجه نقد و سرعت رسیدن به آن، برای واحدهای تجاری حائز اهمیت است.

با توجه به توضیحات فوق، به طور کلی انتظار بر این است که هر چه شرکتها درجه اهرم مالی بالاتری داشته باشند، مطابق تئوری توازن پویا، با سرعت بیشتری به سمت وجه نقد بهینه حرکت می کنند تا با حفظ ظرفیت بدهی خود، بتوانند در آینده از بدهی، برای تأمین مالی خود استفاده کنند. بنابراین در این مطالعه ابتدا به تعیین وجه نقد بهینه شرکت ها پرداخته و سرعت تعدیل شرکت ها برای رسیدن به وجه نقد بهینه مورد بررسی قرار گرفته و در ادامه این سرعت با در نظر گرفتن درجه اهرم مالی شرکت ها مورد آزمون قرار گرفت. با توجه به کمبود منابع پژوهشی در رابطه با تأثیر اهرم مالی بر سرعت تعدیل 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 اهرم می تواند بر ضریب تعدیل وجه نقد اثرگذار باشند انتظار می رود یافته های این پژوهش هم از جهت پر کردن خلأ پژوهشی و هم از جهت شناخت این پدیده در بازار نوظهور سرمایه ایران مفید باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مبانی نظری

۳ نظریه برای تبیین نگهداری وجه نقد توسط شرکت ها مورد استفاده قرار می گیرد: نظریه مصالحه (سازش)^۱: بر اساس این نظریه، شرکت ها سطح وجه نقد بهینه خود را از طریق مقایسه بین هزینه ها و مزایای نگهداری وجه نقد بدست می آورند. اگر فرض کنیم که مدیران به دنبال حداکثر سازی ثروت سهامداران باشند، در این صورت آنها ترجیح می دهند وجه نقد را تا حدی نگهداری کنند که مزایای نهایی با هزینه های نهایی آن برابر گردد. کینز^۲ (۱۹۳۶)، مزایای نگهداری وجه نقد را ناشی از

^۱ Trade-off theory

^۲ Keynes

انگیزه های احتیاطی و معاملاتی قلمداد نمود. هزینه نگهداری وجه نقد نیز هزینه فرصت از دست رفته مربوط به نگهداری دارایی های نقدی با بازده بسیار پایین می باشد. [۲۸]

نظریه سلسله مراتب^۱: این نظریه که نخستین بار توسط میرز و ماجلوف^۲ (۱۹۸۴)، مطرح شد، به این موضوع اشاره دارد که هیچ گونه سطح وجه نقد بهینه برای شرکت ها وجود ندارد. علاوه بر این در این نظریه فرض بر این است که یک سلسله مراتب برای تامین مالی شرکت ها وجود دارد که شامل ابتدا سرمایه گذاری و جوه در داخل شرکت (نگهداری وجه نقد)، سپس استقراض و در نهایت تامین مالی از طریق بازار سرمایه می باشد. [۳۰]

نظریه جریان وجه نقد آزاد^۳: این نظریه که توسط جنسن^۴ (۱۹۸۶) مطرح شد، بیان می کند که مدیران به طور کلی ترجیح می دهند که وجه نقد بیشتری را نسبت به پرداخت آن به سهامداران نگهداری کنند. دلیل این ادعا این است که نگهداری وجه نقد باعث افزایش سطح دارایی هایی می شود که کنترل بر این دارایی ها توسط مدیریت بیشتر می باشد و در نتیجه زمینه لازم برای دستیابی به اهداف مدیریت را فراهم می کند. [۲۶]

بسیاری از تحقیقات مربوط به نگهداری وجه نقد، از نظریه مصالحه پیروی می کنند و معتقدند سطح بهینه ای از وجه نقد برای شرکت ها وجود دارد که ارزش سهامداران را به حداکثر می رساند از پژوهش های داخلی می توان به پژوهش های مشکی و صناعی (۱۳۹۵)، ناظمی و زارع (۱۳۹۵)، بولو و همکاران (۱۳۹۱) [۱۵، ۱۷، ۲] و از پژوهش های خارجی می توان به آلیس و همکاران^۵ (۲۰۱۲)، دبتمار و دوچین^۶ (۲۰۱۰)، فریرا و ویلا^۷ (۲۰۰۴) اشاره کرد [۲۱، ۲۴، ۲۵].

از سویی دیگر، در راستای توجیه ماهیت و رفتار سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، تئوریهای مختلفی در ادبیات مالی ارائه شده است. اساس تئوری های مذکور تئوری توازن است. این تئوری به این معناست که سطح بهینه ای از وجه نقد وجود دارد که شرکت میتواند در یک نقطه یا دامنه محدودی از این سطح بهینه حرکت کند. بر این اساس تئوری توازن به دو گروه توازن ایستا و پویا تقسیم شده است [۷].

تئوری توازن ایستا، بیانگر این است که شرکت ها به منظور حداکثر سازی ارزش خود و با توجه به منافع و هزینه های نهایی نگهداشت وجه نقد، به صورت یکجا موجودی نقدی خود را به سمت سطح بهینه نگهداشت وجه نقد تعدیل میکنند [۲۱]. ونکیتشواریان^۸ (۲۰۱۱)، معتقد است بر طبق مدل توازن ایستا

¹ Pecking Order theory

² Myers & Majluf.

³ Free Cash Flow theory

⁴ Jensen

⁵ Alles, Lian, & Xu

⁶ Dittmar & Duchin

⁷ Ferreira & Vilela

⁸ Venkiteshwaran

شرکت‌ها با توجه به شرایط و موقعیتی که در طی دوره با آن روبه‌رو می‌باشند، سطح بهینه وجه نقد را برای خود تعیین کرده و چنانچه بر اثر یک اتفاق پیش‌بینی نشده و یا بر اثر یک شوک تغییری در خصوصیات شان رخ دهد، سطح بهینه خود را تغییر می‌دهند. در حالی که در تئوری توازن پویا، نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن ناسازگاری‌های بازار و هزینه‌های پیش‌رو برای تعدیل، برخلاف مدل توازن ایستا، معتقد است که تعدیل آنی و فوری وجه نقد به سمت سطح بهینه آن در همه مواقع مقرون به صرفه و مناسب نیست و تعدیل وجه نقد به سمت وجه نقد بهینه به صورت تدریجی و در طول زمان صورت می‌گیرد [۳۱]. بنابراین تئوری‌های اشاره شده بیان می‌کنند که سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها برای رسیدن به وجه نقد بهینه با یکدیگر متفاوت است و به عوامل مختلفی بستگی دارد. یکی از این عوامل تاثیرگذار اهرم مالی می‌باشد. استفاده بیش از حد از بدهی، ریسک ساختار سرمایه را افزایش می‌دهد و باعث ایجاد مسائلی از قبیل احتمال ورشکستگی و ناتوانی در پرداخت بدهی می‌شود [۱]. طبق نظریه موازنه، اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند، برای کاهش ریسک مالی وجه نقد بیشتری را نگهداری کنند [۷]. بنابراین انتظار داریم شرکت‌های با بدهی بیشتر از سرعت تعدیل وجه نقد بیشتری برخوردار باشند. همچنین جیانگ و لی^۱ (۲۰۱۶)، معتقدند که وجه نقد اغلب به عنوان سپری در مقابل عوامل خطرآفرین برای شرکت محسوب می‌شود. به طور طبیعی وجه نقد به عنوان 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 که این امر می‌تواند به خاطر حفظ موقعیت و کاهش ریسک کنار گذاری مدیران، در صورت کمبود وجه نقد باشد مرور ادبیات نظری فوق نشان می‌دهد که مطابق با تئوری موازنه، اهرم می‌تواند از عوامل مؤثر بر سرعت تعدیل وجه نقد باشد [۲۷].

با توجه به موارد فوق، در این مطالعه ابتدا وجه نقد بهینه شرکت‌ها محاسبه شده و سپس سرعت تعدیل شرکت‌ها برای رسیدن به وجه نقد بهینه تعیین و اثرات نوع ساختار سرمایه بر این سرعت سنجیده می‌شود. در ادامه به بررسی پژوهش‌های انجام شده در این حوزه پرداخته می‌شود.

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی

موسوی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاشیه ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط پرداختند. نتایج نشان داد حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، تفاوتی ندارد. ضمن آن که در سطح شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، بین حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری شده و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد، به طوری

¹ Jiang & Lie

که این ارتباط از طریق سرمایه‌گذاران نهادی تعدیل می‌شود، ولی استقلال هیئت‌مدیره و شهرت حسابرسی تأثیری بر آن ندارند [۱۶].

عباس زاده و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر تورم و چرخه عملیاتی بر نگهداشت وجه نقد پرداختند. پژوهش آنها در بازه سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ برای ۱۱۸ شرکت انجام شد. آنها به این نتیجه رسیدند که بین تورم و نگهداشت وجه نقد رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد، و بین چرخه عملیاتی شرکت و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود ندارد [۹].

خدای پور و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و میزان نگهداشت وجه نقد با لحاظ شرایط محدودیت مالی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین اجتناب از پرداخت مالیات و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. به عبارت دیگر نتایج نشان داد شرکت‌هایی که از پرداخت مالیات اجتناب می‌کنند، میزان وجه نقد بیشتری دارند. همچنین در شرکت‌هایی که با محدودیت مالی روبرو هستند، این رابطه قوی‌تر است [۴].

عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگهداشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد در شرکت، ارتباط منفی با ارزش شرکت پیدا می‌کند. همچنین سهام‌داران به نسبت‌های جاری و آئی در شرکت‌های اهرمی توجه بسیاری می‌کنند [۱۰].

توکل نیا و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی ارتباط انحنایی بین اهرم مالی و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. علاوه بر این، ارتباط انحنایی بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش بیانگر ارتباط (U) شکل بین اهرم مالی و سطح نگهداشت وجه نقد و بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت است [۳].

ذبیحی و صادقی مقدم (۱۳۹۳)، به بررسی عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در صنایع خودروسازی و فلزات بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که بین فرصت سرمایه‌گذاری و سطح نگهداشت وجه نقد بین اندازه شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد و بین جریان نقدی عملیاتی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد بین اهرم مالی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد بین سهم بازار و سطح نگهداشت وجه نقد ارتباط معنی‌داری وجود ندارد همچنین بین متغیرهای کنترلی سطح نگهداشت وجه نقد سال قبل و نسبت سایر دارایی‌های نقدی با سطح نگهداشت وجه نقد سال جاری شرکت‌ها ارتباط معنی‌داری وجود ندارد [۶].

فروغی و فرزادی (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آن است که از یک سو بین نوع جریان‌های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و از سوی دیگر،

شرکتهای دارای محدودیتهای تأمین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریانهای نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری میکنند [۱۲].

مرادی و هاتفی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی های نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد که حساسیت جریان های نقدی وجه نقد شرکت ها در اثر مواجه شدن با جریان های نقدی مثبت و منفی تفاوت ندارد. همچنین تفاوتی میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی مشاهده نشد [۱۴].

وکیلی فرد و سروش یار (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی ارزیابی تاثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر عملکرد و بازده آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج پژوهش نشان می دهد که نگهداری وجوه نقد ناکافی باعث تضعیف عملکرد شرکت شده، لیکن نگهداری وجوه نقد مازاد نسبت به سطح بهینه، باعث بهبود عملکرد شرکت می گردد. نتیجه دیگر پژوهش از ناتوانی بازار در انعکاس اثر نگهداشت مازاد و ناکافی وجه نقد حکایت دارد [۱۸].

پیشینه خارجی

آکیلدریم و گونی^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان نگهداشت وجه نقد و بحران مالی: شواهدی از بازارهای در حال توسعه و توسعه یافته، به بررسی ۲۳ کشور در حال توسعه و ۲۶ کشور توسعه یافته در طی سالهای ۱۹۹۵-۲۰۱۱ پرداختند. آنها نشان دادند اولاً، میزان نگهداری وجه نقد در طی دوره های مورد بررسی در هر دو دسته کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه رشد مثبتی داشته است. ثانیاً بعد از بحران مالی در طی سالهای ۲۰۰۷ الی ۲۰۰۹ به طور متوسط نگهداشت وجه نقد در کشورهای در حال توسعه افزایش یافته، اما در کشورهای توسعه یافته اندکی کاهش پیدا کرده است. ثالثاً هر دو تئوری مبادله ای و سلسله مراتبی نقش مهمی در توضیح عوامل تعیین کننده وجه نقد در دوره قبل از بحران بازی میکنند. با این حال، نقش تئوری مبادله ای بر نگهداری وجه نقد پس از بحران مالی بسیار کم رنگ شده است [۲۰].

ال نجار^۲ (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان عوامل مالی تعیین کننده نگهداری وجه نقد، به بررسی عوامل موثر بر نگهداری وجه نقد (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) در کشورهای در حال توسعه (برزیل، هند، روسیه و چین) پرداخت و نتایج بدست آمده از آن را با کشورهای انگلستان و آمریکا مقایسه نمود. نتایج نشان داد که ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تاثیر گذار است؛ و شباهت هایی بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در رابطه با فاکتورهای تاثیر گذار بر روی نگهداشت وجه نقد وجود دارد [۲۲].

¹ Akyildirim & Guney

² Basil Al-Najjar

باو و همکاران^۱ (۲۰۱۲)، در پژوهشی رابطه بین اثر جریان های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت ها را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، در وضعیتی که واحد تجاری جریان های نقدی مثبت (منفی) دارد، تمایل کمتری (بیشتری) به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین، شرکت های دارای محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت تأمین مالی، تمایل کمتری به سرمایه گذاری در پروژه های جدید و تأمین وجوه مورد نیاز پروژههای غیرسودآور خواهند داشت [۲۳].

وینکشواریان^۲ (۲۰۱۱)، به بررسی رابطه اندازه شرکت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخت. نشان داد که شرکتهایی که از لحاظ اندازه و بزرگی در نیمه پایینی رده بندی شرکتها از لحاظ اندازه (کوچکتر می باشند) قرار دارند، دارای سرعت تعدیل بالاتری نسبت به سایر شرکتها می باشند [۳۱].

فرضیه های پژوهش

با توجه به توضیحات اشاره شده در بخش های قبلی، با فرض وجود وجه نقد بهینه در شرکت ها، مطابق با تئوری توازن پویا، سرعت رسیدن شرکتهای مختلف به این وجه نقد بهینه، متفاوت است. چون شرکتهایی که با کمبود نقدینگی مواجه هستند با مشکلات بیشتری نسبت به شرکت های دارای مازاد وجه نقد مواجه هستند، بنابراین فرضیه اول به صورت زیر بیان می شود:

فرضیه اول: سرعت تعدیل وجه نقد، برای شرکتهای پایین وجه نقد بهینه نسبت به شرکتهای بالای وجه نقد بهینه سریعتر است.

از سویی دیگر، همانطوری که اشاره شد، یکی از عوامل موثر بر سرعت رسیدن شرکت ها به وجه نقد بهینه، درجه اهرم مالی شرکت هاست. به طور کلی انتظار بر این است که هر چه شرکت ها درجه اهرم مالی بالاتری داشته باشند، مطابق تئوری توازن پویا، با سرعت بیشتری به سمت وجه نقد بهینه حرکت می کنند تا با حفظ ظرفیت بدهی خود، بتوانند در آینده از بدهی، برای تأمین مالی خود استفاده کنند. به عبارتی دیگر، شرکتهایی که وجه نقد پایین تر و اهرم مالی بالاتری داشته باشند، به دلیل هم مشکلات ناشی از نقدینگی و هم مشکلات ناشی از تأمین مالی در آینده و حفظ ظرفیت بدهی، نسبت به شرکت های دارای وجه نقد بالا، سرعت تعدیل بیشتری خواهند داشت. بنابراین فرضیه دوم به صورت زیر بیان می شود:

فرضیه دوم: در صورت وجود اهرم مالی، سرعت تعدیل وجه نقد، برای شرکتهای پایین وجه نقد بهینه، نسبت به شرکتهای بالای وجه نقد بهینه، سریعتر است.

¹ Bao, Chan, & Zhang

² Venkiteshwaran

روش‌شناسی پژوهش

رویکرد این مطالعه کمی و از دید چشم انداز نظری از نوع اثباتی می باشد. همچنین از دید روش تحقیق از لحاظ جمع آوری داده ها از نوع داده های ثانویه (آرشیوی) و از دید تحلیل داده ها از نوع تحلیل آماری به حساب می آید.

قلمرو زمانی پژوهش، مربوط به سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بوده اما با توجه به اینکه برای برآورد وجه نقد بهینه، به اطلاعات ۴ سال قبل احتیاج بوده است لذا به اطلاعات سال های ۱۳۸۷ به بعد نیاز است. برای انتخاب نمونه، شرکت هایی انتخاب شدند که دارای شرایط زیر باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 ۲. شرکت های مورد مطالعه، جزء شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد.
 ۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد. اطلاعات مورد نیاز شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجه نقد، قیمت سهام شرکتهای و ... می باشد.
 ۴. شرکت های مورد نظر در طول سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ سال مالی خود را تغییر نداده باشند و سهام آنها طی سالهای مذکور در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله واقع شده باشد.
- با توجه به محدودیت های فوق، ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب و فرضیه های مربوط مورد آزمون قرار گرفت.

مدل ها و متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

برای بررسی فرضیه های پژوهش به صورت زیر عمل می شود:

ابتدا با استفاده از مدل شماره ۱، به بررسی عوامل تاثیرگذار بر وجه نقد بهینه شرکتهای می پردازیم:

(۱)

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Profit_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 AT_{i,t} + \beta_4 CE_{i,t} + \beta_5 DR_{i,t} + \beta_6 EV_{i,t} + \beta_7 Sale_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$Cash_{i,t}$: وجه نقد نگهداری شده شرکت i در سال t که بر مجموع داراییها تقسیم می شود.

$Profit_{i,t}$: سود عملیاتی شرکت i در سال t که بر مجموع داراییها تقسیم می شود.

$Size_{i,t}$: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت i در سال t .

$AT_{i,t}$: دارایی های ثابت مشهود شرکت i در سال t که بر مجموع داراییها تقسیم می شود.

$CE_{i,t}$: مخارج سرمایه ای شرکت i در سال t که بر مجموع داراییها تقسیم می شود. مخارج سرمایه ای از بخش جریان وجه نقد ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری صورت جریان وجه نقد بدست آمده است.

$DR_{i,t}$: نسبت مجموع بدهی به مجموع داراییهای شرکت i در سال t .

$EV_{i,t}$: نوسان پذیری سود عملیاتی شرکت i در سال t . که برابر است با انحراف معیار سود عملیاتی ۴ سال گذشته که بر مجموع داراییها تقسیم می شود.

$Sale_{i,t}$: لگاریتم طبیعی میزان فروش شرکت i در سال t .

پس از تخمین عوامل تاثیرگذار بر وجه نقد با توجه به مدل شماره ۱، ضرایب هر را متغیر به صورت جداگانه برای شرکت های موجود در هر صنعت و با استفاده از داده های ترکیبی (پنل) بدست آورده و با جایگذاری در مقادیر واقعی هر سال، وجه نقد بهینه هر شرکت-سال بدست آمده است. به عبارتی دیگر ضرایب مورد نظر با استفاده از داده های ۴ سال قبل و برای هر صنعت به صورت جداگانه تخمین زده شده است. در مرحله بعد با استفاده از مدل شماره ۳، به بررسی سرعت تعدیل وجه نقد برای رسیدن به وجه نقد بهینه پرداخته شده است:

$$C_{i,t+1} - C_{i,t} = \delta_1(C_{above})(Dev) + \delta_2(C_{below})(Dev) + \varphi_{i,t+1} \quad (3)$$

C_{above} : متغیر ساختگی که اگر شرکت بالاتر از وجه نقد بهینه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ می باشد.

C_{below} : متغیر ساختگی که اگر شرکت پایین تر از وجه نقد بهینه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ می باشد.

$$Dev = \hat{C}_{i,t+1} - C_{i,t} \quad (4)$$

که در آن \hat{C} برابر وجه نقد بهینه محاسبه شده از مدل شماره ۱ می باشد.

δ_1 : سرعت تعدیل برای شرکتهای بالای وجه نقد بهینه

δ_2 : سرعت تعدیلات برای شرکتهای زیر وجه نقد بهینه

هر چه سرعت بالاتر باشد به معنای این است که شرکت ها سریعتر به وجه نقد بهینه می رسند. و در نهایت با وارد کردن متغیر نسبت اهرم مالی به مدل فوق، سرعت تعدیل وجه نقد بین شرکت های دارای اهرم مالی بالا و پایین برای رسیدن به اهرم بهینه مورد بررسی قرار گرفته است. برای انجام این آزمون از داده های ترکیبی استفاده شده است.

(5)

$$C_{i,t+1} - C_{i,t} = \delta_1(Dev_above) + \delta_2(Dev_below) + \delta_3(Dev_above_L_C) + \delta_4(Dev_below_L_C) + \varphi_{i,t+1}$$

در معادله فوق:

: $C_{above} * Dev$ Dev_above

: $C_{below} * Dev$ Dev_below

: $C_{above} * Dev * L$ Dev_above_L

: $C_{below} * Dev * L$ Dev_below_L

منظور از L اهرم مالی است. بقیه متغیرها در بخش قبلی توضیح داده شده است.

یافته های پژوهش

نتایج آمار توصیفی

نتایج مربوط به آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش به صورت زیر است:

نگاره (۱) - نتایج آمار توصیفی

Sale	EV	DR	CE	AT	Size	profit	cash	
۱۱,۸	۰,۰۵	۰,۶۱	-۰,۰۳	۰,۲۴	۱۱,۹	۰,۱۶	۰,۰۴	میانگین
۱۱,۷	۰,۰۴	۰,۶۱	-۰,۰۱	۰,۲۰	۱۱,۸	۰,۱۴	۰,۰۳	میانه
۱۴,۰	۰,۲۶	۲,۰۷	۰,۳۳	۰,۸۵	۱۴,۰	۰,۶۷	۰,۶۸	بیشینه
-۱۰,۶	۰,۰۰۱	۰,۰۸	-۰,۰۵	۰,۰۰	۱۰,۶	-۰,۰۲	۰,۰۰۲	کمینه
۰,۶۱	۰,۰۳	۰,۲۱	۰,۰۷	۰,۱۸	۰,۶۰	۰,۱۳	۰,۰۵	انحراف معیار

منبع: یافته های پژوهش

میانگین وجه نقد نگهداری شده شرکتها تقریباً ۴ درصد مجموع داراییها پس از کسر وجه نقد می باشد. همچنین بیشترین مقدار نگهداشت وجه نقد تقریباً برابر ۶۹ درصد بوده که مربوط به شرکت کمباین سازی ایران در سال ۱۳۹۲ می باشد. همچنین میانگین سود عملیاتی شرکت های بررسی شده برابر ۱۶ درصد مجموع دارایی ها می باشد. میزان دارایی های ثابت نگهداری شده شرکت ها به طور میانگین تقریباً ۲۴ درصد مجموع دارایی ها بوده و بیشترین مقدار آن ۸۵ درصد مجموع دارایی ها می باشد که مربوط به شرکت سیمان خزر در سال ۱۳۸۹ است. متوسط نسبت بدهی های شرکت های مورد بررسی تقریباً ۶۱ درصد بوده که بیشترین میزان نگهداشت بدهی به دارایی برابر ۲,۰۷ بوده که بیانگر منفی بودن حقوق صاحبان سهام این شرکت می باشد که ناشی از زیان انباشته است. سایر اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش در جدول فوق نشان داده شده است.

در این مطالعه ابتدا مفروضات رگرسیون شامل، بررسی ناهمسانی واریانس، آزمون استقلال خطاها، آزمون هم خطی و پایایی متغیرها مورد آزمون و سپس نتایج هر فرضیه مورد بررسی قرار گرفت. همچنین قبل از بررسی فرضیه های پژوهش، ابتدا وجه نقد بهینه شرکت ها از طریق مدل شماره ۱ بدست آمده است.

بررسی فرضیه شماره ۱

قبل از برای بررسی فرضیه شماره ۱، ابتدا سرعت تعدیل وجه نقد برای تمامی شرکت های نمونه مورد بررسی قرار می گیرد (حالت اول) و در ادامه سرعت تعدیل برای شرکت های بالا و پایین وجه نقد بهینه بررسی می گردد (حالت دوم).

در برآورد یک مدل که داده های آن از نوع ترکیبی است، ابتدا باید نوع مدل برآورد مشخص شود. بدین معنی که ابتدا مشخص کنیم بهترین مدل از میان مدل های تجمیعی، مدل اثرات ثابت و مدل اثرات

تصادفی کدام است و سپس به برآورد مدل بپردازیم. برای این کار، از آزمون چاو (لیمیر)^۱ و آزمون هاسمن^۲ استفاده شده است.

نگاره (۲) - انتخاب بهترین مدل برآورد فرضیه شماره ۱

نتیجه	معناداری	آزمون هاسمن	معناداری	آماره F لیمیر	حالت اول
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۱۴۲,۴۹۴۷۰۸	۰,۰۰۰۰	۲,۵۳۴۹۸۲	حالت اول
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۱۳۹,۳۰۶۴۹	۰,۰۰۰۰	۲,۴۶۹۵۵۱	حالت دوم

منبع: یافته های پژوهش

پس از بررسی مفروضات رگرسیون و انتخاب بهترین مدل، اقدام به برآورد رگرسیون و آزمون فرضیه می کنیم:

نگاره (۳) - نتایج فرضیه شماره ۱

حالت دوم			حالت اول			متغیرها
معناداری	آماره t	ضرایب	معناداری	آماره t	ضرایب	
۰,۰۸۹۲	۱,۷۰۵۸	۰,۰۱۴۸	۰,۰۰۰۷	۳,۴۲۸۱	۰,۰۰۵۶	جزء ثابت
-	-	-	۰,۰۰۰۰	۲۸,۷۵۴	۰,۴۵۲۰	DEV
۰,۰۰۰۰	۱۷,۲۳۶	۰,۱۴۷۶	-	-	-	DEV_ABOVE
۰,۰۰۰۰	۷,۰۵۳۹	۰,۳۴۵۴	-	-	-	DEV_BELOW
$C_{i,t+1} - C_{i,t}$ متغیر وابسته:						
۰,۵۲۲۵			۰,۷۱۸۳			ضریب تعیین
۰,۳۵۷۹			۰,۶۲۲۷			ضریب تعیین تعدیل شده
۳,۱۷۵۸			۷,۵۱۲۰			آماره F
۰,۰۰۰۰			۰,۰۰۰۰			احتمال آماره F
۲,۰۳۱۸			۲,۰۱۰۶			دوربین-واتسن

منبع: یافته های پژوهش

اطلاعات جدول فوق در حالت اول نشان می دهد که شرکت های نمونه مورد بررسی به طور متوسط با سرعت بیش از ۴۵ درصد به سمت وجه نقد بهینه حرکت می کنند. به عبارتی دیگر در یک سال ۴۵ درصد فاصله بین وجه نقد واقعی سال گذشته و وجه نقد بهینه را پر می کنند. در حالت دوم که شرکت ها را به ۲ طبقه بالا و پایین وجه نقد بهینه تقسیم کرده ایم، نتایج نشان می دهد که شرکت های پایین وجه نقد بهینه با سرعت بیشتری نسبت به شرکت های بالای وجه نقد بهینه، به سمت وجه نقد بهینه حرکت می کنند. یعنی فرضیه شماره ۱ تایید می شود. ضریب تعیین مدل مورد نظر در حالت دوم

¹ Chow (Limier) Test

² Haussman Test

نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل آن و درجه اهرم مالی...

۷۳.

۰,۵۲ می باشد و بیانگر این است که تقریباً ۵۲ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. آماره دوربین واتسن نیز، برابر ۲,۰۳ می باشد. این آماره باید بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد.

بررسی فرضیه شماره ۲

قبل از بررسی فرضیه شماره ۲، ابتدا متغیر اهرم مالی را برای کل شرکت های نمونه محاسبه نموده و برای آزمون فرضیه دوم مورد استفاده قرار می گیرد.

نگاره (۴) - انتخاب بهترین مدل برآورد فرضیه شماره ۲

حالت اول	آماره F لیمر	معناداری	آماره هاسمن	معناداری	نتیجه
حالت اول	۲,۵۴۹۴۶۶	۰,۰۰۰۰	۱۵۱,۹۲۳۹۶۳	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت
حالت دوم	۲,۴۵۵۱۹۰	۰,۰۰۰۰	۱۴۸,۲۹۳۳۳۴	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

پس از بررسی مفروضات رگرسیون و انتخاب بهترین مدل، اقدام به برآورد رگرسیون و آزمون فرضیه می کنیم:

نگاره (۵) - نتایج فرضیه شماره ۲

متغیرها	حالت اول		حالت دوم	
	ضرایب	آماره t	ضرایب	آماره t
جزء ثابت	۰,۰۰۸۴	۴,۱۳۸۵	۰,۰۰۰۰	۳,۴۱۰۵
DEV	۰,۳۶۹۸	۷,۸۵۹۶	-	-
DEV*L	۰,۴۷۰۱	۳,۶۴۹۳	-	-
DEV*ABOVE	-	-	۰,۴۳۷۹	۶,۲۱۷۳
DEV*BELOW	-	-	۰,۴۴۲۲	۱۶,۵۵۶
DEV*ABOVE*L	-	-	۰,۲۲۶۱	۱,۸۱۷۶
DEV*BELOW*L	-	-	۰,۴۷۴۰	۲,۸۸۴۳
متغیر وابسته: $C_{i,t+1} - C_{i,t}$				
ضریب تعیین	۰,۶۷۹۶۹	۰,۶۲۳۵۸		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۵۶۹۳۳	۰,۴۹۰۰۶		
آماره F	۶,۱۵۸۵	۴,۶۷۰۳		
احتمال آماره F	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰		
دوربین-واتسن	۲,۰۴۵۶	۲,۰۶۲۲		

منبع: یافته های پژوهش

نتایج بررسی جدول شماره ۵، در حالت اول نشان می دهد که هنگامی که اهرم مالی وارد مدل های قبلی شده است، این بار شرکت های نمونه مورد بررسی با سرعت میانگین تقریباً ۶۶ درصد به سمت وجه نقد بهینه حرکت می کنند. $(۰,۶۶) = (۰,۴۷۰۱ * ۰,۶۱) + (۰,۳۶۹۸)$. یعنی اهرم مالی وارد مدل می شود سرعت

رسیدن شرکت ها به وجه نقد بهینه افزایش می یابد. برای بررسی بیشتر، شرکت ها را به ۲ دسته بالا و پایین وجه نقد بهینه تفکیک نموده و این بار نتایج حالت دوم نشان می دهد زمانی که اهرم مالی وارد مدل می شود، شرکت های پایین وجه نقد بهینه با سرعت بیشتری نسبت به شرکت های بالای وجه نقد بهینه، به سمت وجه نقد بهینه حرکت میکنند. طبق تئوری توازن پویا انتظار بر این است که در شرکت های پایین وجه نقد بهینه، هر چه میزان بدهی (اهرم مالی) بالاتر باشد، ریسک در آنها بالاتر بوده و بنابراین برای حفظ ظرفیت بدهی خود در آینده تلاش می کنند تا سریعتر به وجه نقد بهینه برسند. ضریب تعیین مدل مورد نظر ۰,۶۲ می باشد و بیانگر این است که تقریباً ۶۲ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. آماره دوربین واتسن نیز که بیانگر خودهمبستگی است و در قسمت های بالا توضیح داده شد، برابر ۲,۰۶ می باشد. این آماره باید بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد.

نتیجه گیری

مطابق مبانی نظری اشاره شده انتظار بر این است تا سرعت تعدیل وجه نقد در بین شرکت هایی که پایین تر از وجه نقد بهینه قرار دارند، نسبت به شرکت هایی که بالای وجه نقد بهینه هستند، بیشتر باشد. چرا که استدلال بر این است که شرکت ها به صورت محافظه کارانه رفتار می کنند و همیشه وجه نقد کافی در شرکت برای مسائلی احتیاطی نگهداری می کنند. نتایج تایید کننده فرضیه اول می باشد. همچنین مطابق فرضیه ۲ انتظار بر این است که در صورت وجود اهرم مالی، سرعت تعدیل وجه نقد، برای شرکتهای زیر وجه نقد بهینه، نسبت به شرکتهای بالای وجه نقد بهینه، سریعتر باشد. در واقع انتظار بر این بود که شرکت هایی که اهرم مالی بالایی دارند (یعنی میزان بدهی آنها بیشتر است)، در صورتی وجه نقد پایینی نگهداری می کنند تمایل دارند با سرعت بیشتری به سمت وجه نقد بهینه حرکت کنند. نتایج فرضیه دوم نیز تایید کننده این استدلال می باشد به طوری که در حالت وجود اهرم مالی، سرعت تعدیل شرکت های پایین وجه نقد بهینه به طور چشمگیری بالاتر از سرعت تعدیل شرکت های بالای وجه نقد بهینه است.

پیشنهادات

با توجه به میزان اهمیت نگهداشت وجه نقد بهینه توسط شرکت ها و نوع رفتار آنها، به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می شود تا شرکت ها را از منظر معیارهای نقدینگی و توجه آنها به میزان نگهداشت وجه نقد به صورت ادواری رتبه بندی نماید. همچنین به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می شود در انتخاب شرکت ها برای سرمایه گذاری یا اعطای اعتبار، به مسئله نقدینگی و نگهداشت وجه نقد توجه کافی داشته باشند و آنها را مورد ارزیابی قرار دهند. همچنین به سازمان حسابرسی به عنوان متولی تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی در ایران، پیشنهاد می گردد، در تدوین استانداردهای مختلف، تاثیر آنها را بر میزان نگهداشت وجه نقد شرکتهای مورد بررسی قرار دهند به عبارتی دیگر اثرات استانداردهای تدوین شده را بر رفتار شرکت ها در تغییرات وجه نقد نگهداری شده آنها را مورد ارزیابی قرار دهند.

همچنین برای انجام پژوهشات آتی موارد زیر پیشنهاد می گردد:

۱. در نظر گرفتن سایر عوامل موثر در میزان نگهداشت وجه نقد برای تعیین وجه نقد بهینه.
۲. بررسی سرعت تعدیل وجه نقد با در نظر گرفتن میزان و نوع بدهی های جاری شرکت ها.
۳. بررسی سرعت تعدیل وجه نقد در بین شرکت های موجود در صنایع مختلف.
۴. بررسی سرعت تعدیل وجه نقد با در نظر گرفتن سایر عوامل مانند اندازه شرکت و...

فهرست منابع

۱. ایزدی نیا، ناصر و رحیمی دستجردی، محسن. (۱۳۸۸). "تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران ۱(۳)، ۱۶۱-۱۳۶.
۲. بولو، قاسم، باباجانی، جعفر و محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۱). "رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری**، ۳(۱۱)، ۲۹-۷.
۳. تقوی، مهدی. (۱۳۸۰). **مدیریت مالی** ۱. تهران، انتشارات دانشگاه پیام نور.
۴. توکل نیا، اسماعیل و تیرگری، مهدی. (۱۳۹۳). "اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیر خطی و سلسله مراتبی". **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت**، ۷(۳)، ۵۱-۳۵.
۵. خدای پور، احمد، امینی نیا، میثم و فدوی، محمدحسن. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و میزان نگهداشت وجه نقد با لحاظ شرایط محدودیت مالی"، **دانش حسابداری مالی**، ۲(۱)، ۸۱-۶۷.
۶. دستگیر، محسن و تالانه، عبدالرضا. (۱۳۸۵). "سود، قیمت سهم و ارزشیابی مبتنی بر اختیارات". **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۳(۴۶)، ۱۸-۳.
۷. ذبیحی، فاطمه و صادقی مقدم، سمیه. (۱۳۹۳). "عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". **مجموعه مقالات همایش ملی نقش حسابداری در تحقق برنامه های چند ساله توسعه دولت**.
۸. رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ و حنجری، سارا. (۱۳۸۹). "تأثیر مکانیزم های نظارتی دورن سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، ۴(۶)، ۱۴۴-۱۲۵.
۹. شباهنگ، رضا. (۱۳۸۸). **مدیریت مالی**. (چاپ دوازدهم). مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
۱۰. شعری آناقیز، صابر و محسنی، بهرام. (۱۳۹۴). "انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه". رساله دکتر. دانشگاه علامه طباطبایی.
۱۱. عباس زاده، محمدرضا، پایدارمنش، نوید و خرمی، متینا. (۱۳۹۵). "بررسی تاثیر تورم و چرخه عملیاتی شرکت ها بر نگهداشت وجه نقد". **دانش حسابداری مالی**، ۳(۲)، ۸۶-۵۳.
۱۲. عظیمی مجید، صباغ منیژه. (۱۳۹۳). "ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، ۶(۲۱)، ۱۵۲-۱۲۹.

۱۳. فرجی، یوسف. (۱۳۸۵). **پول، ارز و بانکداری**. (چاپ دهم). شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی.
۱۴. فروغی، داریوش و فرزادی، سعید. (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر تغییرات جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله مدیریت دارایی و تامین مالی**، (۱)۲، ۳۶-۲۱.
۱۵. قدیری مقدم، ابوالفضل و اسدیان، فاطمه. (۱۳۸۹). "بررسی تاثیر ویژگیهای شرکت بر ساختار سرمایه". **مجله توسعه و سرمایه**، (۵)۳، ۱۷۶-۱۵۵.
۱۶. مرادی، مهدی و هاتفی، حجت. (۱۳۹۳). "بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی های نقد". **مجله دانش حسابداری**، (۱۹)۵، ۷۳-۵۱.
۱۷. مشکی میاوقی، مهدی و صنایعی ماسوله، مهیار. (۱۳۹۵). "بررسی تاثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد"، **راهبرد مدیریت مالی**، (۲)۴، ۱۲۰-۱۰۳.
۱۸. موسوی شیری، سید محمود، مصطفوی، نیلوفر و یزدانی، مهدیه. (۱۳۹۶). "رابطه بین حاشیه ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه گذاری بیش از حد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط". **فصلنامه علمی-پژوهشی بررسیهای حسابداری و حسابرسی**، (۲)۲۴، ۲۸۲-۲۶۳.
۱۹. ناظمی اردکانی، مهدی و زارع حسین آبادی، حمید. (۱۳۹۵). "تأثیر انحراف از وجه نقد بهینه بر بازده انباشته آتی غیرعادی سهام". **مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری**، (۲۴)۷، ۱۵۴-۱۳۷.
۲۰. وکیلی فرد حمیدرضا، سروش یار افسانه. (۱۳۹۱). "ارزیابی تاثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر عملکرد و بازده آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، (۱۵) ۴، ۱۳۳-۱۱۷.
۲۱. یوسف زاده، نسرین. (۱۳۸۶). "عوامل موثر بر ساختار سرمایه با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان.
22. Akyildirim, E ; Ethem Guney, I. (2014). "Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: Evidence from Developing and Developed Markets". **Social Science Research Network. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2375099>**.
23. Alles, L. Lian, Y. & Xu, C. Y. (2012). "The determinants of target cash holdings and adjustment speeds: An empirical analysis of Chinese firms". **In 2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference**.
24. Basil Al-Najjar.(2013)."The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets".**International Business Review**,22(1),77-88
25. Bao, D., Chan, K. C., & Zhang, W. (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holding" . **Journal of Corporate Finance**, 18(4),690.
26. Dittmar, A. K. & Duchin, R. (2010). "The dynamics of cash". Ross School of Business Paper, 11(38).

27. Ferreira, M. A. & Vilela, A. S. (2004). "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries". **European Financial Management**, 10(2), 295-319
28. Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". **American Economic Review**, 76 (2), 323-329.
29. Jiang, Z. & Lie, E. (2016). "Cash holding adjustments and managerial entrenchment". **Journal of Corporate Finance**, 36(1), 190-205.
30. Keynes, J.M. (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Harcourt Brace, London.
31. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). "Corporate cash holding and firm value". **Applied Economics**, 45(2), 161-170.
32. Myers, S. & Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have". **Journal of Financial Economics**, 13(2): 187-221.
33. Venkiteshwaran , V. (2011). "Partial adjustment toward optimal cash holding levels". **Review of Financial Economics**, 20 (3). 113-121.

تهران، میرداماد، نرسیده به میدان محسنی، خیابان حساری، نبش کوچه دهم پلاک ۳۴

کدپستی: ۱۵۴۷۷۳۳۹۱۱

تلفن: ۲۲۲۲۷۲۲۱

فکس: ۲۲۹۰۷۶۷۲

وبسایت

www.iaaaar.com

ایمیل

iranianiaa@yahoo.com



Cash Holding Levels, its Adjustment Speed and Financial Leverage Ratio in Tehran Stock Exchange (TSE)

Yahya Kamyabi (PhD)¹

Associate Professor of Accounting, University of Mazandaran, Babolsar

Bahram Mohseni Maleki² ©

Assistant Professor of Accounting, University of Mazandaran, Babolsar

(Received: 18 July 2019; Accepted: 1 December 2018)

The liquidity of a firm can be defined as the access to cash in times of need. Companies that are faced with a deficit or surplus cash, both will face many potential problems. Therefore, in this study, the optimal cash have been identified and then adjusting the cash speed companies to optimize cash was tested. Then, the speed of adjustment with regard to the Company's financial leverage was investigated. For this purpose, financial information for 2011 to 2016, 120 companies have been studied. The results show that, companies below optimal cash, compared to above optimal cash, Move more rapidly toward the optimal cash. In addition, the result show that When leverage in the model used, the speed of adjusting optimal cash for below, is much higher than that of above optimal cash companies.

Keywords: Optimal Cash, Speed Cash Adjustment, Financial Leverage, Liquidity, Cash Holding.

¹ y.kamyabi@umz.ac.ir

² b.mohsenim@umz.ac.ir © (Corresponding Author)