

فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی / سال سوم / شماره ۹ / بهار ۹۰ / صفحات ۶۶ - ۳۹

## عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران

یحیی حساس یگانه\*

علی جعفری\*\*

امیر رسائیان\*\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۰/۲/۲۷

تاریخ دریافت: ۸۹/۶/۱۸

### چکیده:

موجودی‌های نقدی، بخش قابل توجهی از دارایی‌های شرکتها را به خود اختصاص می‌دهند. در پژوهش‌های قبلی متغیرهای متعددی همچون بحران مالی، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت، ساختار سررسید بدهی‌ها، ارتباط با موسسات مالی، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی، اهرم شرکت، سایر دارائی‌های نقدی، ظرفیت تولید جریان‌های نقدی، درصد تقسیم سود، نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است، عضویت در گروه تجاری و کیفیت ارقام تعهدی به عنوان عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها معرفی شده‌اند. لذا هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه عوامل فوق به عنوان متغیرهای مستقل و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در راستای این هدف، اطلاعات ۱۰ ساله (۱۳۷۸-۱۳۸۷) صد و بیست و نه شرکت، مورد مطالعه قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده

\* استادیار، دانشگاه علامه طباطبایی، گروه حسابداری، تهران، ایران

\*\* استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قائم شهر، گروه حسابداری، قائم شهر، مازندران، ایران

\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران

است. نتایج پژوهش بیانگر آنست که متغیرهای مستقل به کار گرفته شده در مدل پژوهش، تقریباً ۸۶ درصد از تغییرات در سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را توضیح می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** سطح نگهداشت وجه نقد، بحران مالی، عضویت در گروه تجاری، کیفیت اقلام تعهدی

#### ۱- مقدمه

در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان‌طور که ذخایر وجه نقد افزایش می‌یابد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود. این که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی مبهم است. نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، نظریه نمایندگی، نظریه موازنه، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی و نظریه جریان وجه نقد آزاد از نظریه‌های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشند. طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (به عنوان مثال از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی) می‌تواند منجر به کاهش سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها شود. طبق نظریه نمایندگی، تضادهایی که منجر به شناسایی هزینه‌های نمایندگی می‌شوند می‌توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت به کار روند. طبق نظریه موازنه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، مدیر، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید. طبق نظریه جریان وجه نقد آزاد، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده، بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. در این پژوهش، عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها از دیدگاه نظریه‌های فوق معرفی و به بررسی روابط آن‌ها به عنوان متغیرهای مستقل و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته پرداخته می‌شود.

## ۲- ادبیات پژوهش و نظریه‌های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد

نظریه‌های مختلفی در ارتباط با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها وجود دارد که با توجه به هر کدام از این نظریه‌ها، عواملی به عنوان عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مطرح می‌شوند:

### نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

این نظریه به حالتی اشاره دارد که یکی از طرف‌های معامله نسبت به دیگران دارای مزیت اطلاعاتی است. در چنین حالتی در اقتصاد گفته می‌شود که اطلاعات، نامتقارن است. در مجموع می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعات، نقش مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی ایفا می‌نماید (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵). به طور کلی کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند بازده سرمایه‌گذاری را به وسیله کاهش عدم تقارن اطلاعات از دو طریق بهبود بخشد:

۱. کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و بنابراین هزینه انتخاب نادرست و در نهایت هزینه تأمین مالی شرکت را کاهش می‌دهد.

۲. کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران و مدیران را کاهش می‌دهد و به وسیله کاهش تضادهای نمایندگی، هزینه سهامداران را برای کنترل مدیران کاهش داده و انتخاب پروژه بهتر انجام می‌شود (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۸، الف).

بنابراین اگر کیفیت اقلام تعهدی به عنوان معیاری از کیفیت گزارشگری مالی، افزایش یابد، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش و سطح نگهداشت وجه نقد نیز کاهش می‌یابد (گارسیا و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

### نظریه نمایندگی

مشکلات نمایندگی یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد شرکت‌هاست. هزینه‌های نمایندگی می‌توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت به کار روند. در مورد اندازه شرکت می‌توان گفت هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد مدیریت اختیار بیش‌تری خواهد داشت. لذا احتمال نگهداری وجه نقد مازاد افزایش می‌یابد. از سویی در شرکت‌های با بدهی پایین نیز انتظار می‌رود وجه نقد بیش‌تری نگهداری شود، زیرا بدهی پایین سبب می‌شود

<sup>۱</sup> - Garcia, et al.

که کم‌تر تحت نظارت بازارهای سرمایه قرار گیرند و اختیار مدیریت بیش‌تر شود. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند دارند و هزینه تأمین منابع مالی خارجی آن‌ها بالاست، دارایی‌های نقدی بیش‌تری نگهداری کنند زیرا در صورت کمبود وجه نقد، شرکت پروژه‌های با ارزش بیش‌تری را از دست خواهد داد (دیتمار و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳).

### نظریه موازنه

طبق این نظریه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند (رسائیان و دیگران، ۱۳۸۹). نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌ای مطمئن برای مواجهه با زیان‌های غیر منتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند (اپلر و دیگران<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹).

### عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه موازنه

بر مبنای نظریه موازنه، عوامل تعیین‌کننده وجه نقد شرکت‌ها شامل موارد زیر می‌باشد.  
**فرصت‌های سرمایه‌گذاری:** هزینه مواجه شدن با کمبود وجه نقد در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیش‌تر، به واسطه هزینه‌های فرصتی که از رها نمودن طرح‌های سرمایه‌گذاری با ارزش ناشی می‌شود بیش‌تر است. بنابراین انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد وجود داشته باشد.

**میزان نقدشوندگی دارایی‌های جاری:** زمانی که شرکت‌ها با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند میزان قابلیت تبدیل دارایی‌های جاری به نقد می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شود (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۸، ج). بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیش‌تر، وجه نقد کم‌تری نگهداری نمایند.

**اهرم مالی:** اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیش‌تری نگهداری کنند. از سوی دیگر از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می‌رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی توسط شرکتی بالا

<sup>۱</sup> - Dittmar, et al.

<sup>۲</sup> - Opler, et al.

باشد از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردار است، در نتیجه ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری نماید. به همین دلیل ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به دقت نمی‌توان تبیین نمود (فریرا و ویللا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴).

**اندازه:** طبق نظریه موازنه، رابطه مورد انتظار میان اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد منفی است. از آنجاکه شرکت‌های بزرگ انعطاف‌پذیری بیش‌تری دارند، می‌توان جریان‌های نقد پایدارتری را برای آن‌ها انتظار داشت. در نتیجه کم‌تر در معرض خطر ورشکستگی قرار دارند و نسبت به شرکت‌های کوچک، دسترسی آسان‌تری به منابع تأمین مالی دارند (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹).

**جریان نقدی:** جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می‌کند، می‌تواند جایگزینی مناسب برای وجه نقد باشد. بنابراین انتظار می‌رود رابطه‌ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد (کاشانی‌پور و دیگران، ۱۳۸۹).

**عدم اطمینان جریان نقدی:** شرکت‌های با جریان‌های نقدی با نوسان بیش‌تر، احتمال بیش‌تری در مواجهه با کمبود وجه نقد دارند. بنابراین رابطه‌ای مثبت بین عدم اطمینان جریان نقدی و مانده وجه نقد انتظار می‌رود (رسائیان و دیگران، ۱۳۸۹).

**سررسید بدهی:** تأثیر سررسید بدهی بر مانده وجه نقد مشخص نیست. شرکت‌هایی که بر بدهی کوتاه‌مدت اتکا می‌کنند باید به طور دوره‌ای قرارداد اعتباری خود را تمدید نمایند و اگر محدودیتی در تمدید قرارداد اعتباری پیش بیاید با ریسک بحران مالی مواجه می‌شوند. بنابراین با کنترل سایر عوامل می‌توان انتظار داشت که سررسید رابطه‌ای منفی با مانده وجه نقد داشته باشد. اما بارسلی و اسمیت<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) نشان دادند که شرکت‌های با درجه اعتباری بالا به واسطه سهولت ایجاد بدهی، معمولاً از بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌نمایند و مانده وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند که این رابطه را مثبت می‌کند.

**بحران مالی:** نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌ای امن برای مواجهه با زیان‌های غیر منتظره به شمار می‌رود. بنابراین شرکت‌هایی که با بحران مالی مواجه هستند، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹).

**پرداخت سود سهام:** شرکتی که در حال حاضر سود سهام می‌پردازد می‌تواند منابع را با کم‌ترین هزینه از طریق کاهش پرداخت سود سهام تأمین نماید (مهرانی و دیگران، ۱۳۸۸).

<sup>۱</sup> - Ferreira and Vilela

<sup>۲</sup> - Barclay and Smith

بنابراین رابطه‌ای منفی بین پرداخت سود سهام و نگهداشت وجه نقد انتظار می‌رود (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

### نظریه سلسله مراتب تأمین مالی

طبق این نظریه، مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶). بنابراین تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

### عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه سلسله مراتبی

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادتر، برای انباشت بیش‌تر وجه نقد تقاضا ایجاد می‌کند. بنابراین رابطه‌ای مثبت بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگهداری وجه نقد انتظار می‌رود.

**اهرم مالی:** در مبحث سلسله مراتب تأمین مالی، زمانی که سرمایه‌گذاری از سود انباشته تجاوز می‌کند، معمولاً بدهی رشد می‌یابد و زمانی که سرمایه‌گذاری کم‌تر از سود انباشته است، بدهی کاهش می‌یابد و بنابراین مانده وجه نقد از الگوی معکوس این فرایند پیروی می‌نماید، یعنی مانده وجه نقد زمانی که سرمایه‌گذاری از سود انباشته بیش‌تر می‌شود کاهش یافته و زمانی که سرمایه‌گذاری‌های کم‌تر از سود انباشته است رشد می‌یابد. رابطه پیش‌بینی شده بین این عامل و مانده وجه نقد طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، معکوس است.

**جریان نقدی:** با کنترل سایر متغیرها انتظار می‌رود که شرکت‌های با جریان نقدی بالاتر وجه نقد بیش‌تری داشته باشند.

**اندازه:** با کنترل عامل سرمایه‌گذاری، شرکتی که بزرگ‌تر است به طور پیش‌فرض موفق‌تر بوده است و از این رو باید وجه نقد بیش‌تری داشته باشد.

### نظریه جریان وجه نقد آزاد

این نظریه بیان می‌دارد که وجوه نقد داخلی بیش‌تر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن‌ها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل

سود سهام) نیستند، آن‌ها دارای انگیزه برای سرمایه‌گذاری هستند، حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۸، ب). بر اساس این نظریه، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده، بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند به همین دلیل با وجه نقد شرکت فعالیت کرده تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند. هر چند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهامداران داشته باشد (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

### عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقدی آزاد

**اهرم مالی:** با ایجاد بدهی مدیران ملزم به پرداخت جریان‌های نقدی آتی می‌شوند و این امر از جریان نقد در دسترس که می‌تواند به اختیار مدیریت هزینه شود می‌کاهد و متعاقباً از هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد نیز می‌کاهد و اثر کنترلی دارد. در نتیجه شرکت‌های با اهرم مالی پایین، کم‌تر مشمول نظارت و کنترل هستند که به مدیریت اختیار بیش‌تری اعطا می‌نماید، بنابراین انتظار می‌رود که اهرم مالی با مانده وجه نقد رابطه معکوس داشته باشد (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹).

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری:** از مدیران شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم، انتظار می‌رود که وجه نقد بیش‌تری نگهداری نمایند تا از در دسترس بودن وجه نقد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها اطمینان داشته باشند، حتی اگر خالص ارزش فعلی این سرمایه‌گذاری منفی باشد که منجر به کاهش ارزش شرکت و ثروت سهامداران خواهد شد. بنابراین با استفاده از نسبت ارزش بازار به دفتری به عنوان عاملی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود که رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد منفی باشد (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹).

**اندازه:** مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد. هم‌چنین شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل به پراکندگی بیش‌تر مالکیت سهامداران داشته که به مدیریت اختیار بیش‌تری اعطا می‌کند. علاوه بر این شرکت‌های بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است تا 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 (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

### روابط بانکی

تأمین مالی بانکی در مقایسه با بدهی عمومی، در کاهش مسایل مربوط به مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثرتر است. وجود روابط بانکی علاوه بر ارائه تصویری مطلوب از وضع شرکت، توانایی آن برای دستیابی به تأمین مالی خارجی را بیش‌تر می‌کند. از این مباحث می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های با بدهی بانکی بیش‌تر، با سهولت بیش‌تری به منابع مالی خارجی دسترسی دارند و می‌بایست وجه نقد کم‌تری نگهداری نمایند. دلیل دیگر این رابطه معکوس تمديد آسان این بدهی‌های بانکی در مواقع لزوم است و بدهی بانکی می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد به شمار رود (ازکان و ازکان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴).

### ۳- پیشینه پژوهش

گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) با استفاده از نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های بورس سهام اسپانیا در دوره‌ای از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ اثر کیفیت حسابداری را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی بالا در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی پایین، سطوح پایین‌تری از وجه نقد نگهداری می‌نمایند. یافته‌ها نشان می‌دهد که با افزایش بدهی بانکی موجودی نقد افزایش یافته و شرکت‌های با جریان نقدی بالاتر وجه نقد بیش‌تری نگهداری می‌نمایند.

بهارات و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) به بررسی داده‌های شرکت‌های دارای وام بانکی و نیز بدهی عام در طول دوره‌ای از سال ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۳ پرداختند. این مطالعه نقش کیفیت سود حسابداری را بر تصمیم وام‌گیرنده در انتخاب شیوه استقراض بررسی می‌نماید و در می‌یابد که کیفیت سود حسابداری بر این امر مؤثر می‌باشد، به نحوی که شرکت‌های با کیفیت پایین سود حسابداری علاقمند به استفاده از وام بانکی یعنی بدهی خصوصی‌تر هستند.

فریرا و ویللا (۲۰۰۴) عوامل مؤثر بر وجه نقد را در نمونه‌ای از شرکت‌های کشورهای اتحادیه اروپا از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که موجودی نقد به طور مثبتی تحت تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و به طور منفی تحت تأثیر نقدشوندگی دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه قرار دارد. بدهی بانکی و موجودی نقد نیز

<sup>۱</sup> - Ozkan and Ozkan

<sup>۲</sup> - Bharath, et al.



با یکدیگر رابطه منفی دارند و مؤید این است که روابط نزدیک بانکی شرکت‌ها را قادر می‌سازد که موجودی نقد کم‌تری با انگیزه احتیاطی نگهداری نمایند.

رسائیان و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته، در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آنست که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) به بررسی رابطه برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیرهای مستقل و  $Q$  توبین به عنوان معیار ارزش شرکت و متغیر وابسته، در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آنست که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. اما بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. سطح نگهداشت وجه نقد نیز رابطه مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

کاشانی پور و دیگران (۱۳۸۹) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۷ نشان دادند که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی داخلی تاکید بالایی می‌کنند.

آقایی و دیگران (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۸۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۸۴ با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی میان دوره‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. اما شواهد

کافی در مورد تأثیر منفی بدهی‌های بلندمدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

کاشانی‌پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۵ به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی-وجه نقد پرداختند. آن‌ها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری نشان دادند که جریان‌های نقدی تأثیر معنی‌داری بر سطح نگهداری وجه نقد نداشته و همچنین تفاوت معنی‌داری بین حساسیت جریان‌های نقدی-وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری، معنی‌دار می‌باشد. بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

فخاری و تقوی (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۵ به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر مانده وجه نقد شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش کیفیت اقلام تعهدی با استفاده از مدل دیچاو و دیچیو<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) اندازه‌گیری شده است. نتایج نشان داد که متغیرهای به کار گرفته شده در پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) تقریباً ۶۲ درصد از تغییرات در مانده وجه نقد شرکت‌های نمونه انتخابی در دوره زمانی پژوهش را توضیح می‌دهند. کیفیت اقلام تعهدی رابطه منفی و معنی‌داری با مانده نقد دارد. به این معنی که کیفیت اقلام تعهدی به عنوان عاملی مؤثر در میزان موجودی نقد، مهم و مربوط است. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین گردیده‌اند:

۱. بین سطح نگهداشت وجه نقد در دوره جاری و سطح نگهداشت وجه نقد دوره قبل در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۲. بین سطح نگهداشت وجه نقد و کیفیت اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

<sup>۱</sup> - Dechow and Dichev

۳. بین سطح نگهداشت وجه نقد و بحران مالی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۴. بین سطح نگهداشت وجه نقد و فرصت‌های رشد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۵. بین سطح نگهداشت وجه نقد و اندازه شرکت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۶. بین سطح نگهداشت وجه نقد و ساختار سررسید بدهی‌ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۷. بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارتباط با موسسات مالی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۸. بین سطح نگهداشت وجه نقد و هزینه فرصت سرمایه سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۹. بین سطح نگهداشت وجه نقد و اهرم شرکت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۰. بین سطح نگهداشت وجه نقد و سایر دارائی‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۱. بین سطح نگهداشت وجه نقد و ظرفیت تولید جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۲. بین سطح نگهداشت وجه نقد و درصد تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۳. بین سطح نگهداشت وجه نقد و نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۴. بین سطح نگهداشت وجه نقد و تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۵. بین سطح نگهداشت وجه نقد و عضویت در گروه تجاری در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

#### ۴. روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ شیوه جمع آوری داده‌ها، پژوهشی توصیفی بوده و روش پژوهش از نوع پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی پژوهش کاربردی است.

#### اطلاعات و نمونه

برای انجام پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها با استفاده از روش حذف سیستماتیک به شرح زیر استخراج گردید. نمونه شامل تمام شرکت‌هایی است که شرایط زیر را دارا باشند: (۱) پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد، (۲) جزو شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند، (۳) در طی دوره مورد بررسی (۱۳۷۸-۱۳۸۷) تغییر سال مالی نداشته باشند، (۴) اطلاعات مالی آن‌ها قابل دسترس باشد. با اعمال شرط‌های فوق، حجم نمونه بالغ بر ۱۲۹ شرکت شد. از آنجا که برخی از متغیرها بر اساس تغییرات محاسبه می‌شوند، سال ابتدا و انتهای دوره زمانی از پژوهش حذف شد و داده‌ها در مجموع ۱۰۳۲ سال-شرکت گردید. داده‌های خام مورد نیاز برای انجام این پژوهش از بانک داده‌ای تدبیرپرداز جمع‌آوری شد.

#### روش برآورد مدل‌های پژوهش

برای برآورد مدل پژوهش از روش رگرسیون ترکیبی استفاده شد. روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چهار روش قابل انجام است:

۱- روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند. ۲- روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضاء داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد. ۳- روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌نماید. ۴- روش اثرات تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضاء داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند.

برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیونی تلفیقی و رگرسیون اثرات ثابت از آزمون F لیمر استفاده شده است. این روش متکی بر ضریب تعیین ( $R^2$ ) به دو روش بوده و آزمون می‌نماید که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به صورت معنی‌داری بزرگ‌تر از ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی است یا خیر. آزمون هاسمن ما را در انتخاب و به‌کارگیری یکی از روش‌های اثرات ثابت (FE) و اثرات تصادفی (RE) یاری می‌رساند. پس از انجام این آزمون‌ها

مشخص گردید که مدل اثرات ثابت و مدل اثر تصادفی بر مدل داده‌های ادغام شده برتری ندارند، بنابراین از مدل داده‌های ادغام شده استفاده گردید. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از مدل‌های اقتصاد سنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند. جهت تعیین معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیون از آماره  $F$  فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره  $t$  استیودنت در سطح اطمینان ۹۰٪، ۹۵٪ و ۹۹٪ استفاده شده است. از آزمون دوربین واتسون نیز جهت بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسماند بر اساس محاسبه نرم افزار Eviews استفاده شد (گجراتی، ۱۳۸۳).

### مدل پژوهش

با توجه به مطالب مذکور در مورد متغیرهای توضیحی، مدل پژوهش که برگرفته از پژوهش‌های فریرا و ویللا (۲۰۰۴)، گارسیا و دیگران (۲۰۰۹)، رسائیان و دیگران (۱۳۸۹)، ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)، کاشانی‌پور و دیگران (۱۳۸۹)، آقای و دیگران (۱۳۸۸)، کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸)، تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) و فخاری و تقوی (۱۳۸۸) می‌باشد به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$\begin{aligned} CASH_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t-1} + \beta_2 AQ_{i,t} - DD_{i,t} + \beta_3 GROWP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \\ & \beta_5 LTDEBT_{i,t} + \beta_6 BANKD_{i,t} + \beta_7 RSPREAD_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 LIQ_{i,t} + \\ & \beta_{10} CFLOW_{i,t} + \beta_{11} INV_{i,t} + \beta_{12} AGE_{i,t} + \beta_{13} BUS-GROUP_{i,t} + \beta_{14} PDP_{i,t} + \\ & \beta_{15} ZSCORE_{i,t} + v_{i,t} \end{aligned}$$

وجه نقد CASH مستقیماً از ترازنامه به دست می‌آید. کیفیت ارقام تعهدی از نظر سرمایه‌گذاران به معنی نزدیکی سود حسابداری به وجه نقد می‌باشد (رسائیان و حسینی، ۱۳۸۷). سنجش کیفیت ارقام تعهدی در پژوهش‌های مختلف با استفاده از سه مدل انجام شده است. گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) در پژوهش خود از هر سه مدل برای سنجش کیفیت ارقام تعهدی استفاده کردند:

در ساده‌ترین روش، کیفیت ارقام تعهدی با استفاده مدل تعدیل شده دیچاو و دیچاو (۲۰۰۰)، محاسبه می‌شود که ارقام تعهدی جاری را با جریان‌های نقدی ناشی از عملیات

گذشته، جاری و آینده مرتبط می‌کند. مدل دیچاو و دیچیو (۲۰۰۰) به شرح زیر می‌باشد:

$$\frac{WCA_{it}}{AvgAssets_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{AvgAssets_{i,t}} + \beta_2 \frac{CFO_{i,t}}{AvgAssets_{i,t}} + \beta_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{AvgAssets_{i,t}} + \varepsilon_{i,t}$$

$WCA$  = اقلام تعهدی سرمایه در گردش شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $CFO$  = مجموع جریان‌های نقد عملیاتی در سال  $t$ ،  $AvgAssets$  = میانگین دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  است و از تقسیم مجموع دارایی‌های شرکت در سال  $t$  و  $t-1$  بر ۲ به دست می‌آید، که به منظور جلوگیری از پراکندگی واریانس‌ها، تمام متغیرها بر آن تقسیم شده‌اند.  $\varepsilon$  = نشان‌دهنده اقلام تعهدی است که توسط جریان‌های نقدی گذشته، جاری و آینده توضیح داده نشده است. بنابراین قدرمطلق مقدار باقیمانده برای مشاهدات هر سال-شرکت، اثر معکوس بر اندازه کیفیت اقلام تعهدی دارد، به این معنی که هر چه  $\varepsilon$  بیش‌تر باشد کیفیت اقلام تعهدی کم‌تر می‌شود.  $\beta$  = ضریب رگرسیون

مدل دوم برای سنجش کیفیت اقلام تعهدی، مدل بال و شیواکومار<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) است که شامل ۳ متغیر اضافه بر مدل دیچاو و دیچیو (۲۰۰۰) است:

$$\frac{WCA_{i,t}}{AvgAssets_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{AvgAssets_{i,t}} + \beta_2 \frac{CFO_{i,t}}{AvgAssets_{i,t}} + \beta_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{AvgAssets_{i,t}} + \beta_4 \frac{\Delta CFO_{i,t}}{AvgAssets_{i,t}} + \beta_5 D + \beta_6 D \frac{\Delta CFO_{it}}{AvgAssets_{it}} + \varepsilon_{i,t}$$

$\Delta CFO$  = تغییرات در جریان‌های نقدی عملیاتی،  $D$  = متغیر مجازی است که اگر  $\Delta CFO$  منفی باشد، برابر با ۱ است و در غیر این صورت صفر خواهد بود.  $D(CFO_{i,t}/AvgAssets_{i,t})$  = اثر متقابل بین این دو متغیر است.

در مدل سوم که بر مبنای مدل پیسنل و دیگران (۲۰۰۰) می‌باشد، رگرسیون داده‌های هر سال-شرکت به صورت زیر برآورد می‌شود:

$$\frac{WCA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{REV_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{CR_{it}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

<sup>۱</sup> - Ball and Shivakumar

REV = کل فروش، CR = کل فروش منهای تغییرات در حساب‌های پرداختی تجاری، قدرمطلق مقدار باقیمانده برای مشاهدات هر شرکت - سال سومین اندازه‌گیری معکوس از کیفیت ارقام تعهدی است.

در پژوهش‌های داخلی همچون فخاری و تقوی (۱۳۸۸) صرفاً از مدل اول برای محاسبه کیفیت ارقام تعهدی استفاده شده است. اما در این پژوهش، هر سه مدل مورد استفاده در پژوهش گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) به کار گرفته شد.

**اثر بحران‌های مالی ZSCORE:** احتمال بحران‌های مالی می‌تواند بر تصمیم شرکت در نگهداشت وجه نقد اثر بگذارد. احتمال بحران‌های مالی در پژوهش گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) طبق برآورد بگلی در سال ۱۹۹۶ که بر اساس مدل اولیه آلتمن (۱۹۶۸) انجام شده بود به صورت زیر محاسبه گردید:

$$ZSCORE = 0.104x_1 + 1.010x_2 + 1.106x_3 + 0.003x_4 + 0.169x_5$$

$X_1$ : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها،  $X_2$ : نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها،  $X_3$ : نسبت سود خالص عملیاتی به کل دارایی‌ها،  $X_4$ : نسبت ارزش دفتری سرمایه به ارزش دفتری بدهی،  $X_5$ : نسبت فروش به کل دارایی‌ها

اما با توجه به این که این مدل در کشور ایران آزمون نشده است، برای محاسبه متغیر بحران مالی باید از مدلی استفاده شود که قبلاً در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفته و تأیید شده است. سلیمانی امیری (۱۳۸۲) از پنج متغیر نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها، نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری، نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها و نسبت فروش به کل دارایی‌ها برای محاسبه متغیر بحران مالی استفاده نمود. نتایج حاصل از پژوهش او نشان می‌دهد که مدل مورد استفاده از توان پیش‌بینی بالایی برخوردار است. بنابراین در پژوهش حاضر از مدل پژوهش سلیمانی امیری (۱۳۸۲) به شرح زیر استفاده شد:

$$ZSCORE_{i,t} = -1/24 - 0/01423WCTA + 0/003724CACL + 0/01952PBTA + 0/01231TETA + 0/006371STA + e$$

$ZSCORE$  = بحران مالی در شرکت،  $WCTA$  = نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها،

$CACL$  = نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری،  $PBTA$  = سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها،  $TETA$  = نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها،  $STA$  = نسبت فروش به کل دارایی‌ها

فرصت‌های رشد (GROWP): برای اندازه‌گیری آن از  $q$  توبین استفاده می‌شود که عبارت است از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها.

اندازه شرکت (SIZE): برای اندازه‌گیری بزرگی شرکت از لگاریتم فروش استفاده می‌شود.

ساختار سررسید بدهی‌ها (LTDEBT): برای تعیین ساختار سررسید بدهی‌ها از نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

ارتباط با موسسات مالی (BANKD): این ارتباط به صورت نسبت بدهی بانکی به کل بدهی‌ها محاسبه می‌شود.

هزینه فرصت سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی (RSPREAD): به صورت تفاوت میان بازده دارایی‌های شرکت (نسبت سود ناخالص عملیاتی به کل دارایی‌ها) و نرخ بهره بدون ریسک (اوراق مشارکت دولتی کوتاه مدت)، محاسبه می‌شود.

اهرم شرکت LEV: به صورت نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

سایر دارایی‌های نقدی LIQ: برای اندازه‌گیری سایر دارایی‌های نقدی موجود که ممکن است جایگزین نقد باشند از سرمایه در گردش منهای وجه نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

ظرفیت تولید جریان‌های نقدی CFLOW: برابر است با مجموع جریان‌های نقد عملیاتی که نشان‌دهنده یک منبع اضافی نقدینگی برای شرکت است و بنابراین می‌تواند جایگزین وجه نقد باشند.

درصد تقسیم سود PDP: که عبارت است از سود پرداخت شده به کل سود.

INV: نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره.

AGE: تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است (از سال تاسیس).

BUS - GROUP: متغیر موهومی بوده و در صورتی که شرکت عضو گروه تجاری باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

افزایش کیفیت اقلام تعهدی می‌تواند باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد شرکت شود و از آنجا که عدم تقارن اطلاعاتی عاملی مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت می‌باشد، طبق تئوری عدم تقارن اطلاعاتی می‌توان بین کیفیت اقلام تعهدی (AQ-DD) و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه‌ای منفی را پیش‌بینی نمود (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹). احتمال بحران‌های مالی



می‌تواند بر تصمیم شرکت در نگهداشت وجه نقد اثر بگذارد. شرکت‌ها ممکن است به منظور مواجهه با پیامدهای ناشی از بحران مالی، وجه نقد بیشتری را نگهداری کنند. بنابراین انتظار می‌رود ضریب ZSCORE مثبت باشد (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹). شرکت‌های با جریان‌های نقدی بالا دارای هزینه‌های پایین‌تر کسری نقدینگی هستند و در نتیجه انگیزه پایینی برای نگهداری زیاد وجه نقدی دارند. در نتیجه انتظار می‌رود که ضریب متغیر CFLOW منفی باشد. هر چند از این منظر که شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند انتظار می‌رود که شرکت‌های با جریان‌های نقدی بالاتر، وجه نقدی بیش‌تری را انباشته کنند. در این صورت ضریب متغیر CFLOW مثبت پیش‌بینی می‌شود (رسائیان و دیگران، ۱۳۸۹). ارتباط بین متغیر GROWP و سطح نگهداری وجه نقد به صورت مثبت پیش‌بینی می‌گردد. شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بالایی هستند به منظور بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه و جلوگیری از عدم بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، وجه نقد بالایی را نگهداری می‌کنند. انتظار می‌رود که ارتباط بین سرمایه‌گذاری (INV) و نگهداری وجه نقد مثبت باشد. زیرا شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالا در دارایی‌های ثابت، به منظور انجام مخارج سرمایه‌ای احتمالاً وجه نقدی بیش‌تری نگهداری خواهند نمود. بنابراین بین مخارج سرمایه‌ای و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه‌ای مثبت پیش‌بینی می‌گردد (کاشانی پور و نقی‌نژاد، ۱۳۸۸). شرکت‌های کوچک و جوان نسبت به سایر شرکت‌ها از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بیش‌تری برخوردار هستند. در نتیجه انتظار می‌رود چنین شرکت‌هایی، وجه نقدی بیش‌تری را نسبت به بقیه شرکت‌ها نگهداری کنند، پس ارتباط بین متغیرهای AGE و SIZE با سطح نگهداری وجه نقد به صورت منفی پیش‌بینی می‌شود. از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می‌رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی توسط شرکتی بالا باشد از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردار است، در نتیجه ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری نماید. بنابراین ارتباط بین متغیر LEV و سطح نگهداری وجه نقد به صورت منفی پیش‌بینی می‌شود (ارسلان و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

شرکت‌هایی که سود تقسیمی بالایی را پرداخت می‌کنند می‌توانند در مواقع لزوم، اقدام به کاهش و یا قطع پرداخت سود نموده و بدین ترتیب اقدام به تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خودشان نمایند. لیکن، قطع سود سهام می‌تواند بر قیمت بازار سهام شرکت اثری منفی برجای گذاشته و موجب کاهش شهرت شرکت گردد (ارسلان و دیگران، ۲۰۰۶). از طرفی امکان دارد

<sup>۱</sup> - Arslan and et al

شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌کنند نسبت به شرکت‌هایی که سود تقسیم نمی‌کنند، به منظور افزایش توان شرکت برای پرداخت سود تقسیمی، وجوه نقد بیش‌تری نگهداری کنند (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). در نتیجه، هیچ ارتباط مثبت و منفی مابین متغیر DIVIDEND و سطح نگهداری وجه نقد پیش‌بینی نمی‌شود. به دلیل دسترسی آسان و کم هزینه شرکت‌های عضو یک گروه تجاری به وجوه نقد و منابع تأمین سرمایه، انتظار می‌رود که متغیر BUS - GROUP به صورت منفی با سطح نگهداری وجه نقد مرتبط باشد (ارسلان و دیگران، ۲۰۰۶). شرکت‌های با درجه اعتباری بالا به واسطه سهولت ایجاد بدهی معمولاً از بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌نمایند و مانده وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند. بنابراین بین سطح نگهداشت وجه نقد و بدهی بانکی (BANK) رابطه‌ای مثبت پیش‌بینی می‌شود (بارسلی و اسمیت، ۱۹۹۵). دارایی‌های جاری می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شود. بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیش‌تر LIQ، وجه نقد کم‌تری نگهداری نمایند. هرچه سررسید بدهی‌ها طولانی‌تر باشد شرکت‌ها وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند بنابراین انتظار می‌رود بین سطح نگهداشت وجه نقد و میزان بدهی‌های بلندمدت LTDEBT رابطه‌ای منفی برقرار باشد. هرچه هزینه فرصت بیش‌تر باشد مدیران سعی در نگهداشت کم‌تر وجه نقد و معادل‌های نقدی می‌نمایند. بنابراین بین سطح نگهداشت وجه نقد و هزینه فرصت RSPREAD رابطه‌ای منفی پیش‌بینی می‌شود (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

##### ۵. تجزیه و تحلیل نتایج

جداول شماره ۱ تا ۳ نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد. تفاوت اصلی این جداول مربوط به نحوه محاسبه معیار معکوس کیفیت ارقام تعهدی است. معیار معکوس کیفیت ارقام تعهدی مربوط به جدول ۱ بر اساس مدل دیچاو و دیچیو (۲۰۰۰) محاسبه شده است.

جدول ۱- خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر وابسته (CASH <sub>t</sub> )				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
CASH <sub>t-1</sub>	۱,۰۱۲۴۸۸	۰,۰۲۰۶۲۷	۴۹,۰۸۶۲۱	۰
AQ-DD1	۰,۰۱۱۶۸۹	۰,۰۰۷۰۸۷	۱,۶۴۹۴۱۱	۰,۰۹۹۴
GROUP	۴۰,۳۲۵۹۷	۱۲۳۱,۷۰۶	۰,۰۳۲۷۴	۰,۹۷۳۹
LTDEBT	۱۳۹۵۸,۲۴	۱۷۰۷۸,۳۸	۰,۸۱۷۳۰۵	۰,۴۱۳۹
BANK	۲۰۲۲۱,۸۵	۷۴۶۵,۲۶۳	۲,۷۰۸۷۵۶	۰,۰۰۶۹

متغیر وابسته (CASH <sub>t</sub> )				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
RSPREAD	-۱۰,۶۲۴۶	۳۱,۰۵۸۴۲	-۰,۳۴۲۰۸	۰,۷۳۲۴
LEV	-۱۴۵۵۷,۹	۵۰۶۸,۱۴	-۲,۸۷۲۴۳	۰,۰۰۴۲
LIQ	-۲۶۸۴۱,۲	۳۱۰۳,۰۵۳	-۸,۶۴۹۹۲	۰
CFLOW	۰,۰۶۵۴۰۷	۰,۰۴۳۲۸	۱۵,۱۱۱۹۱	۰
PDP	۱۴۲,۳۳۷۷	۲۹۲,۰۲۲۱	۰,۴۸۷۴۲۱	۰,۶۲۶۱
ZSCORE	-۱,۱۰۴۳	۱,۳۳۵۰۸۳	-۰,۸۲۷۱۴	۰,۴۰۸۳
SIZE	-۰,۰۳۴۲۲۵	۰,۰۱۵۴۳	-۲۲,۱۸۰۸	۰
INV	۰,۰۰۸۹۶	۰,۰۰۲۹۸۶	۳,۰۰۰۲۳	۰,۰۰۳۹
BUS-GROUP	۰,۰۰۱۵۴۴	۰,۰۰۲۰۳۱	۰,۷۵۹۰۰۹	۰,۴۵
AGE	۰,۰۰۰۰۲۴۳	۰,۰۰۰۰۸۰۶	۰,۳۰۱۳۹۹	۰,۷۶۳
دوربین واتسون	۱,۹۷۴۵۹	R <sup>2</sup>	۰,۸۶۸۹۳۳	
خطای استاندارد	۵۳۲۲۹,۸۶	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۸۶۷۶۴	
آماره F	۶۷۶,۸۳۴۳	احتمال آماره F	۰	

مأخذ: یافته های پژوهشگر

معیار معکوس کیفیت ارقام تعهدی مربوط به جدول ۲ بر اساس مدل بال و شیواکومار (۲۰۰۶) محاسبه شده است.

جدول ۲- خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

متغیر وابسته (CASH <sub>t</sub> )				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
CASH <sub>t-1</sub>	۱,۰۱۲۷۶۷	۰,۰۲۰۵۶۶	۴۹,۲۴۴۵۶	۰
AQ-DD2	۰,۰۱۲۲۱۴	۰,۰۰۷۲۳۱	۱,۶۸۹۱۳۶	۰,۰۹۱۵
GROWP	۵۴,۹۸۵	۱۲۳۱,۳۰۶	۰,۴۴۶۵۶	۰,۹۶۴۴
LTDEBT	۱۳۶۶۰,۵۷	۱۷۰۸۲,۵۳	۰,۷۹۹۶۸۱	۰,۴۲۴۱
BANK	۲۰۱۶۶,۳۳	۷۴۶۶,۲۴۳	۲,۷۰۱۰۰۱	۰,۰۰۷
RSPREAD	-۱۰,۹۰۰۹	۳۱,۰۶۰۸۸	-۰,۳۵۰۹۵	۰,۷۲۵۷
LEV	-۱۴۶۲۰,۷	۵۰۷۰,۰۱۸	-۲,۸۸۳۷۵	۰,۰۰۴
LIQ	-۲۶۸۴۳	۳۱۰۳,۵۶۱	-۸,۶۵۱۸۹	۰
CFLOW	۰,۰۶۵۲۸۹	۰,۰۴۳۳۶	۱۵,۰۵۸۲	۰
PDP	۱۴۰,۶۴۶۶	۲۹۱,۹۸۹۸	۰,۴۸۱۶۸۳	۰,۶۳۰۱
ZSCORE	-۱,۱۰۱۲۲	۱,۳۳۴۹۸۲	-۰,۸۲۴۹	۰,۴۰۹۶

متغیر وابسته (CASH <sub>t</sub> )				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
SIZE	-۰,۰۳۴۳۲۶	۰,۰۰۱۵۵۸	-۲۲,۰۲۳۶	۰
INV	۰,۰۰۹۰۷	۰,۰۰۳۰۱۲	۳,۰۱۱۱	۰,۰۰۴
BUS-GROUP	۰,۰۰۱۵۴۴	۰,۰۰۲۰۳۱	۰,۷۶۰۰۳	۰,۴۴۹۹
AGE	۰,۰۰۰۰۲۳۹	۰,۰۰۰۰۷۹۴	۰,۳۰۱۴۸۶	۰,۷۶۲۵
دوربین واتسون	۱,۹۷۲,۰۴۴	R <sup>2</sup>	۰,۸۶۷۶۵۷	
خطای استاندارد	۵۳۲۲۶,۴۱	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۸۶۸۹۴	
آماره F	۶۷۶,۹۳۵۲	احتمال آماره F	۰	

مأخذ: یافته های پژوهشگر

معیار معکوس کیفیت اقلام تعهدی مربوط به جدول ۳ بر اساس مدل پیسنل و دیگران (۲۰۰۰) محاسبه شده است.

نتایج حاصل از اجرای مدل پژوهش در جداول شماره ۱-۳ نشان داده شده است. در هر سه مدل، آماره های دوربین - واتسون نشانگر فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می باشد. آماره F در رگرسیون های برآوردی در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی دار می باشد. بین متغیرهای مستقل مدل های پژوهش نیز همخطی وجود ندارد. میزان R<sup>2</sup> تعدیل شده هر سه مدل نیز نشان می دهد که تقریباً ۸۶٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

جدول ۳- خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

متغیر وابسته (CASH <sub>t</sub> )				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
CASH <sub>t-1</sub>	۱,۰۲۶۰۳۵	۰,۰۲۰۵۴۷	۴۹,۹۳۶۰۱	۰
AQ-DD3	۰,۰۱۵۱۵	۰,۰۱۰۷۱۲	۱,۴۱۴۴	۰,۱۵۷۶
GROWP	۱۶۹,۱۷۲۴	۱۲۳۱,۹۰۲	۰,۱۳۷۳۲۶	۰,۸۹۰۸
LTDEBT	۱۶۸۱۵,۳۶	۱۷۱۴۲,۵۳	۰,۹۸۰۹۱۵	۰,۳۲۶۹
BANK	۲۱۴۸۰,۶۸	۷۴۶۴,۵۶۳	۲,۸۷۷۶۸۷	۰,۰۰۴۱
RSPREAD	-۷,۰۸۰۰۱	۳۱,۹۰۰۴	-۰,۲۲۷۷۳	۰,۸۱۹۹
LEV	-۱۳۱۹۹,۲	۵۰۸۱,۶۲۳	-۲,۵۹۷۴۴	۰,۰۰۹۵
LIQ	-۲۷۴۷۳,۶	۳۱۰۸,۵۹۶	-۸,۸۳۷۹۴	۰
CFLOW	-۰,۰۶۶۹۶	۰,۰۰۴۳۱۱	۱۵,۵۳۴۸۱	۰

متغیر وابسته (CASH <sub>it</sub> )				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
PDP	۱۴۲,۰۴۸۸	۲۹۲,۱۳۱۹	۰,۴۸۶۲۴۹	۰,۶۲۶۹
ZSCORE	-۱,۰۵۳۳۱	۱,۳۳۵۷۲۳	-۰,۷۸۸۵۷	۰,۴۳۰۵
SIZE	-۰,۰۳۶	۰,۰۰۱۷۱۴	-۲۰,۹۹۹۸	۰
INV	۰,۰۰۸۸۶	۰,۰۰۲۹۴۹	۳,۰۰۴۴	۰,۰۰۳۸
BUS-GROUP	۰,۰۰۱۶۳۷	۰,۰۰۲۱۷۱	۰,۷۵۴۰۱۲	۰,۴۵۱
AGE	۰,۰۰۰۰۳۲۶	۰,۰۰۰۱۰۸۲	۰,۳۰۱۲۸۴	۰,۷۶۴
دوربین واتسون	۲,۰۰۸۲۷۵	R <sup>2</sup>	۰,۸۶۸۸۳۱	
خطای استاندارد	۵۳۲۴۸,۵۹	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۸۶۷۵۴۷	
آماره F	۶۷۶,۲۸۶۴	احتمال آماره F	۰	

مأخذ: یافته های پژوهشگر

ضریب متغیر  $CASH_{it-1}$  مثبت و معنی دار می باشد. این شواهد بیانگر آن است که فرآیند تأخیر در تعدیل سطح نگهداری وجه نقد جاری به سطح نگهداری وجه نقد مطلوب وجود دارد. این یافته، مطابق با یافته از کان و از کان (۲۰۰۴) می باشد. ضریب متغیر AQ-DD که همان معیار معکوس کیفیت اقلام تعهدی می باشد برای معیار معکوس کیفیت اقلام تعهدی به دست آمده از هر سه مدل به کار گرفته شده در پژوهش مثبت می باشد که نشان می دهد، بین کیفیت اقلام تعهدی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه ای منفی وجود دارد. اما این رابطه برای دو معیار حاصل از مدل های دیچاو و دیچو (۲۰۰۰) و بال و شیواکومار (۲۰۰۶) در سطح اطمینان ۹۰ درصد، معنی دار و برای معیار به دست آمده بر اساس مدل پیسنل و دیگران (۲۰۰۰) بدون معنی می باشد. این یافته از نظر نوع رابطه در خصوص دو معیار اول و دوم با نتایج پژوهش گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) و در مورد معیار اول با نتایج پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) مطابقت دارد. نوآوری پژوهش حاضر نسبت به پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) این است که در پژوهش حاضر همچون پژوهش گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) از کیفیت اقلام تعهدی محاسبه شده بر اساس مدل دوم و سوم نیز استفاده شده است. در حالی که در پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) از کیفیت اقلام تعهدی محاسبه شده بر اساس مدل اول به عنوان معیار کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده شده است. با توجه به متفاوت بودن دوره زمانی این پژوهش نسبت به دوره زمانی پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) و همچنین متفاوت بودن شیوه محاسبه معیار کیفیت اقلام تعهدی و مهم تر از آن، تفاوت در سایر متغیرهای مستقل به کار گرفته شده در پژوهش حاضر (استفاده از متغیرهای AGE، BUS-GROUP، INV، SIZE، ZSCORE) استفاده از متغیرهای

علاوه بر متغیرهای به کار گرفته شده در پژوهش مذکور به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش) نسبت به پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، ضریب تعیین تعدیل شده حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بیانگر آنست که متغیرهای به کار گرفته شده در این پژوهش، درصد بالاتری از تغییرات در مانده وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را توضیح می‌دهند. ضریب متغیر  $GROWP$  بدون معنی می‌باشد و نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد اثری بر سطح نگهداری وجه نقد ندارد. ضریب متغیر  $SIZE$  منفی و معنی‌دار می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد که با افزایش اندازه شرکت (معیار معکوسی از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و مسایل نمایندگی) سطح نگهداری وجه نقد کاهش می‌یابد. ضریب متغیر  $LTDEBT$  بدون معنی می‌باشد. ضریب متغیر  $BANK$  مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این مورد بیانگر این موضوع می‌باشد که بدهی بانکی با سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. ضریب متغیر  $RSPREAD$  بدون معنی می‌باشد. ضریب متغیر  $LEV$  منفی و معنی‌دار و دارای علامت انتظاری می‌باشد. ضریب متغیر  $LIQ$  منفی و معنی‌دار و دارای علامت انتظاری است. ضریب متغیر  $CFLOW$  مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این مورد بیانگر این موضوع می‌باشد که سطح جریان نقدی با سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. ضریب متغیر  $PDP$  بدون معنی می‌باشد. ضریب متغیر  $INV$  مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این ضریب دارای علامت انتظاری بوده و نشان می‌دهد که شرکت‌ها به منظور حمایت و پشتیبانی از اجرای پروژه‌های سرمایه‌ای، با افزایش مخارج سرمایه‌ای خودشان اقدام به افزایش سطح نگهداری وجوه نقدی می‌کنند. ضریب متغیر  $(BUS-GROUP)$  بدون معنی می‌باشد. ضریب متغیر  $AGE$  بدون معنی می‌باشد. ضریب متغیر  $ZSCORE$  نیز بدون معنی می‌باشد.

بر خلاف پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، آقایی و دیگران (۱۳۸۸)، اپلر و دیگران (۱۹۹۹) و ازکان وازکان (۲۰۰۴) که رابطه مثبتی میان فرصت‌های رشد و موجودی نقد نشان می‌دهند، در این پژوهش متغیر فرصت رشد رابطه معنی‌داری با وجه نقد نداشته است. از دلایل این تفاوت می‌توان به نحوه محاسبه متفاوت فرصت‌های رشد در هر یک از این پژوهش‌ها اشاره کرد. عدم رابطه معنی‌داری میان نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها (Q توبین) که برای اندازه‌گیری فرصت رشد در این پژوهش استفاده شده و وجه نقد، می‌تواند به این دلیل باشد که قیمت سهام در بورس ایران تحت تاثیر عواملی قرار دارد که قابل اتکا نبوده و قیمت سهام ارزش واقعی شرکت را مشخص نمی‌کند. بنابراین استفاده از این نسبت برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد در بازار بورس ایران مناسب نیست. هم‌چنین دلیل دیگر عدم رابطه معنی‌داری

می‌تواند نشان دهنده این باشد که مدیریت بدون توجه به سایر گزینه‌ها، به علت هزینه فرصت وجه نقد، از نگهداری آن اجتناب می‌کند.

ساختار سررسید بدهی‌ها بر خلاف پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) که رابطه منفی با وجه نقد نشان داد، در این پژوهش رابطه معنی‌داری با سطح نگهداشت وجه نقد ندارد. عدم رابطه معنی‌دار می‌تواند نشان از برنامه‌ریزی مدیریت برای وجه نقد بدون توجه به بازه زمانی طولانی و یا توانایی تأمین مالی مجدد برای تسویه بدهی‌ها باشد. همچنین دلیل آن می‌تواند تفاوت در دوره زمانی و نمونه آماری پژوهش باشد.

برخلاف پژوهش ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، فریرا و ویلا (۲۰۰۴) و مطابق با پژوهش گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) روابط بانکی در قالب نسبت تسهیلات مالی دریافتی به کل بدهی‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح اطمینان ۹۹٪ با وجه نقد دارد به این معنی که شرکت‌های با بدهی بانکی بیشتر وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند.

بر خلاف پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) که بیانگر رابطه منفی و معنی‌دار میان هزینه فرصت و وجه نقد است، طبق گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) در این پژوهش نیز رابطه معنی‌داری میان هزینه فرصت و وجه نقد مشاهده نشد.

اهرم مالی بر خلاف پژوهش گارسیا و مارتینز (۲۰۰۸) و مطابق با ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، فریرا و ویلا (۲۰۰۴) و گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) رابطه منفی و معنی‌داری با وجه نقد دارد.

سایر دارایی‌های نقدی طبق پیش‌بینی نظریه سلسله مراتب تأمین مالی و نظریه موازنه و مطابق با پژوهش ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، فریرا و ویلا (۲۰۰۴) و گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) و برخلاف فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، دارای رابطه منفی با وجه نقد در سطح اطمینان ۹۹٪ است.

طبق پیش‌بینی نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، جریان نقدی در سطح اطمینان ۹۹٪ دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با وجه نقد می‌باشد که با پژوهش‌های اپلر و دیگران (۱۹۹۹)، ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، گارسیا و مارتینز (۲۰۰۸) و گارسیا و دیگران (۲۰۰۹) هماهنگ است.

بر خلاف پژوهش آقایی و دیگران (۱۳۸۸) که رابطه مثبت میان سود تقسیمی و وجه نقد نشان دادند و مطابق با پژوهش‌های فخاری و تقوی (۱۳۸۸) و ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، درصد تقسیم سود رابطه معناداری با وجه نقد ندارد.

مطابق با پژوهش گارسیا و دیگران (۲۰۰۹)، احتمال وقوع بحران‌های مالی با وجه نقد رابطه معنی‌داری ندارد.

مطابق با پژوهش کاشانی‌پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) عضویت در گروه تجاری و تعداد سال‌هایی که از عمر شرکت سپری شده است با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری ندارد. نتایج این پژوهش در مورد رابطه متغیرهای اندازه شرکت و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت با سطح نگهداشت وجه نقد با نتایج پژوهش کاشانی‌پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) مطابقت دارد. اندازه شرکت رابطه منفی و معنی‌داری با سطح نگهداشت وجه نقد دارد. ارتباط بین سرمایه‌گذاری و نگهداری وجوه نقد هم مثبت می‌باشد.

#### ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، فرضیه‌های مطرح شده مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار، بین سطح نگهداشت وجه نقد و متغیرهای مستقل، مورد آزمون قرار گرفت. طبق تئوری‌های موجود، پانزده متغیر مستقل برای توضیح سطح نگهداشت وجه نقد شرکت معرفی گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آنست که متغیر تاخیری وجه نقد ( $CASH_{t-1}$ ) با وجه نقد ( $CASH_t$ ) دارای رابطه مثبت و معنی‌دار می‌باشد. میان کیفیت ارقام تعهدی به دست آمده از مدل اول و دوم و وجه نقد رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. میان کیفیت ارقام تعهدی ( $AQ-DD3$ ) به دست آمده از مدل سوم و وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود ندارد که نشان می‌دهد نتایج مربوط به این مدل در مورد کیفیت ارقام تعهدی با دو مدل قبل متناقض است. از میان متغیرهای کنترلی، رابطه فرصت‌های رشد ( $GROWP$ )، ساختار سررسید بدهی‌ها ( $LDEBT$ )، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی ( $RSPREAD$ )، درصد تقسیم سود ( $PDP$ )، ( $BUS-GROUP$ )،  $AGE$  و احتمال بحران‌های مالی ( $ZSCORE$ ) با وجه نقد معنا دار نیست. در حالی که ارتباط با موسسات مالی یا روابط بانکی ( $BANK$ )، نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره ( $INV$ ) و ظرفیت تولید جریان‌های نقد ( $CFLOW$ ) در سطح اطمینان ۹۹٪ با وجه نقد رابطه مثبت و معنا دار دارند. اهرم شرکت ( $LEV$ )، اندازه ( $SIZE$ ) و سایر دارایی‌های نقدی ( $LIQ$ ) نیز دارای رابطه منفی و معنا دار می‌باشند.

به طور کلی نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تقریباً ۸۶ درصد از تغییرات در سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به وسیله تغییرات متغیرهای به کار گرفته شده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود.



### پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به نتایج این پژوهش به نظر می‌رسد که کیفیت اقلام تعهدی محاسبه شده بر مبنای مدل پژوهش‌های دیچاو و دیچیو (۲۰۰۰) و بال و شیواکومار (۲۰۰۶) عاملی تأثیرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابراین:

۱. از آنجا که کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازارهای مالی باید منجر به افزایش رفاه

عمومی گردد، کاهش عدم تقارن اطلاعات بایستی یک هدف مطلوب عمومی برای تنظیم‌کنندگان رویه‌های حسابداری برای تدوین استانداردها باشد.

۲. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که بر اساس این پژوهش و مطالعات

تکمیلی، مکانیزمی برای ارزیابی و افشای کیفیت اطلاعات حسابداری طراحی نموده، معیارهای کیفیت اطلاعات را مشخص سازد و در این خصوص، شرکت‌های برتر را معرفی نماید.

۳. الزام شرکت‌ها به ارائه اطلاعاتی علاوه بر اطلاعات رایج، به عنوان مثال بخشی تحت

عنوان تحلیل‌های مدیریتی به گزارش‌های مالی اضافه شود تا سرمایه‌گذاران راحت‌تر بتوانند عملکرد شرکت را مورد ارزیابی قرار داده و کیفیت سود را ارزیابی و تصمیمات منطقی اتخاذ نمایند.

۴. استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی باید بدانند که کیفیت اقلام تعهدی، مانده وجه

نقد دوره قبل، روابط بانکی، نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره، ظرفیت تولید جریان‌های نقد، اهرم شرکت، اندازه و سایر دارایی‌های نقدی یک شرکت، عواملی مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها می‌باشد. بنابراین در تصمیمات سرمایه‌گذاریشان به این اطلاعات مالی توجه نمایند.

## منابع

- ۱- آقای، محمدعلی؛ نضافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و علی اکبر جوان، (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال اول، شماره اول و دوم، صص ۵۳-۷۰.
- ۲- احمدپور، احمد و امیر رستایان، (۱۳۸۵). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، سال سیزدهم، شماره ۴۶، صص ۳۷-۶۰.
- ۳- ایزدی نیا، ناصر و امیر رستایان، (۱۳۸۸، الف). اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران، **مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان**، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، صص ۱۲۷-۱۵۴.
- ۴- ایزدی نیا، ناصر و امیر رستایان، (۱۳۸۸، ب). ساختار سرمایه و مالیات بردرآمد شرکت‌ها در ایران، **پژوهشنامه مالیات**، شماره چهارم، سال هفدهم، (شماره پیاپی ۵۲)، صص ۳۱-۴۳.
- ۵- ایزدی نیا، ناصر و امیر رستایان، (۱۳۸۸، ج). بررسی رابطه اهرم مالی و نقدشوندگی دارایی‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه حسابداری مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه**، سال اول، شماره ۲، صص ۱۸-۴۱.
- ۶- ایزدی نیا، ناصر و امیر رستایان، (۱۳۸۹). ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی**، شماره ۵۵، صص ۱۴۱-۱۵۴.
- ۷- تهرانی، رضا و رضا حصارزاده، (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، **تحقیقات حسابداری**، شماره ۳، ص ۳.
- ۸- رستایان، امیر و وحید حسینی، (۱۳۸۷). رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران**، سال سیزدهم، شماره ۵۳، صص ۶۷-۸۲.
- ۹- رستایان، امیر؛ رحیمی، فروغ و سارا حنجری، (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی**، شماره ۶، صص ۱۲۵-۱۴۴.

- ۱۰- سلیمانی امیری، غلامرضا، (۱۳۸۲). نسبت‌های مالی و پیش بینی بحران مالی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات مالی**، شماره ۱۵، صص. ۱۲۱-۱۳۶.
- ۱۱- صلواتی، شاپور و امیر رسائیان، (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران، **نامه اقتصادی مفید**، سال سیزدهم، شماره ۶۳، صص. ۱۴۳-۱۶۳.
- ۱۲- فخاری، حسین و سید روح‌اله تقوی، (۱۳۸۸). کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، دوره ۱۶، شماره ۵۷، صص. ۶۹-۸۴.
- ۱۳- کاشانی‌پور، محمد و بیژن نقی نژاد، (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، **تحقیقات حسابداری**، شماره دوم، صص ۹۳-۷۲.
- ۱۴- کاشانی پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی نژاد، بیژن و امیر رسائیان، (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله پیشرفت‌های حسابداری**، شماره ۳، صص. ۷۴-۵۱.
- ۱۵- گجراتی، دامودار، (۱۳۸۳). **مبانی اقتصاد سنجی**. جلد دوم، ترجمه دکتر حمید ابریشمی، تهران: موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، چاپ سوم.
- ۱۶- مهرانی، ساسان؛ کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان، ۱۳۸۸. عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در ایران، **فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی**، ویژه نامه بورس، صص. ۱۲۵-۱۵۱.
- 17- Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A., (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. **Emerging Markets Review**, 7, 320-338.
- 18- Ball, R., and L, Shivakumar, (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition, **Journal of Accounting Research** 44, 207-242.
- 19- Barclay M. and Smith. C. Jr.. (1995). The Athurity Structure of Corporate Debt. **Journal of Finance**. Vol. 50, pp. 609-31.
- 20- Bharath. S. T., J. Sunder. and S. V. Sunder. (2006), Accounting Quality and Debt Contracting, **SSRN working paper**
- 21- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38, 111-133.
- 22- Dechow, P., and I. Dichev, (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, **Accounting Review** 77, 35-59.

- 
- 23- Ferreira, M. A., and A. Vilela, (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, **European Financial Management**, Vol. 10, No. 2, 295–319
  - 24- Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, **Journal of Accounting and Finance**, Vol49, pp.95–115
  - 25- Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, **Journal of Financial Economics** 52, 3-46
  - 26- Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, **Journal of Banking & Finance**, 28, 2103–2134.