



دانشگاه پیام نور

پایان نامه

برای دریافت درجه کارشناسی ارشد

در رشته حسابداری

دانشکده علوم انسانی

گروه علمی حسابداری

عنوان پایان نامه:

بررسی رابطه موجودی نقد و اندازه شرکت

در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر مهدی مشکی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر سید حسن صالح نژاد

نگارش:

محمد جواد پورعلی

اردیبهشت ۱۳۹۱

چکیده

این تحقیق به بررسی عوامل تعیین کننده موجودی نقد با در نظر گرفتن نقش اندازه شرکت می‌پردازد. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۸۹-۸۴ می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که تفاوت‌های قابل ملاحظه‌ای برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقد در میان شرکت‌ها با اندازه‌های مختلف وجود دارد. به ویژه این‌که دارایی‌های نقد شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر، ارتباط قوی‌تری با تغییرپذیری جریان نقد و موجودی نقد ادوار گذشته دارد، این رابطه ممکن است نتیجه نیاز به نگهداری وجوه نقد به دلایل احتیاطی و تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های آتی باشد. همچنین به نظر می‌رسد که موجودی نقد شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت به شرکت‌های بزرگ، رابطه قوی‌تری با دارایی‌های ثابت که دسترسی به منابع مالی خارجی را تسهیل می‌کند، داشته باشد. موجودی نقد شرکت‌های بزرگ مانند شرکت‌های کوچک، بدون توجه به شرایط محدودیت مالی حساسیت مثبتی به جریان نقد نشان می‌دهد، می‌توان این نتیجه متحیرکننده را به هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی و فرصت رشد بالای شرکت‌های بزرگ مرتبط دانست.

واژه‌گان کلیدی: موجودی نقد، اندازه شرکت، محدودیت مالی

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
	فصل اول کلیات طرح تحقیق
۱-۱	مقدمه
۲-۱	تعریف مسأله و بیان سوالات اصلی تحقیق
۳-۱	سابقه و ضرورت انجام تحقیق
۴-۱	فرضیه‌های تحقیق
۵-۱	اهداف و کاربردهای تحقیق
۶-۱	روش گرد آوری اطلاعات تحقیق
۷-۱	قلمرو تحقیق (زمانی، مکانی، موضوعی)
۸-۱	جامعه و نمونه آماری
۹-۱	ساختار تحقیق
۱۰-۱	تعریف واژگان کلیدی

فصل دوم مروری بر ادبیات تحقیق

۲	مقدمه
---	-------

بخش اول

۱-۲	موجودی نقد و تئوری‌های آن
۱-۱-۲	موجودی نقد
۲-۱-۲	تئوری‌های تعیین کننده مانده وجه نقد
۱-۲-۱-۲	تئوری عدم تقارن اطلاعاتی
۲-۲-۱-۲	تئوری نمایندگی
۱-۲-۲-۱-۲	هزینه‌های نمایندگی اختیار مدیریت
۲-۲-۲-۱-۲	هزینه‌های نمایندگی قرارداد بدهی
۳-۲-۱-۲	تئوری داد و ستد (TOT)
۱-۳-۲-۱-۲	هزینه معاملاتی

- ۱۷.....انگیزه احتیاطی (۲-۳-۲-۱-۲)
- ۱۸.....عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه تئوری داد و ستد (۳-۳-۲-۱-۲)
- ۲۰.....تئوری سلسله مراتب تأمین مالی (POT) (۴-۲-۱-۲)
- ۲۱.....عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه تئوری سلسله مراتب (۱-۴-۲-۱-۲)
- ۲۲.....تئوری جریان نقد آزاد (۵-۲-۱-۲)
- ۲۳.....عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه تئوری جریان نقد آزاد (۱-۵-۲-۱-۲)

بخش دوم

- ۲۵.....شرح محدودیت مالی و بیان اثرات آن بر شرکت (۲-۲)
- ۲۵.....تعریف محدودیت مالی (۱-۲-۲)
- ۲۶.....شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت (۲-۲-۲)
- ۲۸.....تفکیک شرکت‌های با محدودیت و بدون محدودیت مالی (۱-۲-۲-۲)
- ۲۸.....اندازه شرکت معیار تفکیک (۱-۱-۲-۲-۲)
- ۳۰.....تأثیرات محدودیت تأمین مالی بر شرکت (۳-۲-۲)
- ۳۰.....تأثیر محدودیت مالی بر سطح موجودی نقد (۱-۳-۲-۲)
- ۳۱.....تأثیر محدودیت تأمین مالی بر سطح مخارج سرمایه گذاری (۲-۳-۲-۲)
- ۳۲.....نقش Q توبین و دیگر عوامل موثر در کسب نتایج مغایر (۱-۲-۳-۲-۲)
- ۳۴.....تأثیر مشهود بودن داری‌ها بر حساسیت جریان نقد (۲-۲-۳-۲-۲)
- ۳۵.....تأثیر محدودیت مالی بر انتخاب شرکت نسبت به جایگزینی منابع مالی (۳-۳-۲-۲)
- ۳۷.....بررسی نوع و شدت حساسیت موجودی نقد به جریان نقد و تبیین مدل (۴-۲-۲)
- ۳۹.....آیا درجه حساسیت جریان نقد تابع مستقیمی از "درجه" محدودیت مالی است؟ (۱-۴-۲-۲)

بخش سوم

- ۴۰.....تحقیقات انجام شده (۳-۲)
- ۴۱.....تحقیقات خارج از کشور (۱-۳-۲)
- ۴۵.....تحقیقات داخل کشور (۲-۳-۲)
- ۴۵.....خلاصه فصل دوم (۳-۳-۲)

فصل سوم روش شناسی تحقیق

۴۷	۱-۳) مقدمه
۴۷	۲-۳) جامعه آماری و نمونه
۴۸	۳-۳) محدوده مکانی و زمان
۴۸	۴-۳) بیان عملیاتی فرضیات تحقیق
۵۴	۵-۳) روش‌های گردآوری اطلاعات و داده‌های تحقیق
۵۴	۶-۳) تحلیل آماری
۵۵	۷-۳) روش اجرای تحقیق
۵۵	۱-۷-۳) مقایسه دو رگرسیون با استفاده از روش متغیرهای موهومی
۵۶	۲-۷-۳) انتخاب سیستم تخمین
۶۰	۳-۷-۳) کشف خود همبستگی در مدل‌های خود رگرسیونی (آزمون h دوربین)
۶۱	۸-۳) مدل‌های پیش بینی اقتصادسنجی
۶۱	۱-۸-۳) مزایای استفاده از داده‌های ترکیبی
۶۲	۲-۸-۳) صورت‌بندی مدل داده‌های ترکیبی
۶۲	۳-۸-۳) تفاوت مفاهیم ترکیبی و تلفیقی
۶۲	۴-۸-۳) انتخاب نوع مدل
۶۴	۹-۳) بررسی مانایی داده‌ها
۶۵	۱۰-۳) خلاصه فصل سوم

فصل چهارم تجزیه و تحلیل آماری

۶۷	۱-۴) مقدمه
۶۷	۲-۴) روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
۶۷	۳-۴) آزمون نرمال بودن داده‌ها
۶۸	۴-۴) فرض‌های روش حداقل مربعات معمولی
۷۰	۵-۴) آزمون فرضیه‌های تحقیق
۷۸	۶-۴) خلاصه فصل چهارم

فصل پنجم خلاصه، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۸۰	۱-۵) مقدمه.....
۸۰	۲-۵) خلاصه تحقیق.....
۸۲	۳-۵) نتیجه‌گیری.....
۸۳	۴-۵) پیشنهادهایی برای تحقیقات بعدی.....
۸۳	۵-۵) پیشنهادهایی برای نتایج تحقیق.....
۸۴	۶-۵) محدودیت‌های تحقیق.....
۸۵	منابع و مأخذ.....
۸۷	ضمائم و پیوست‌ها.....
۸۹	چکیده انگلیسی.....

فهرست جداول و نمودارها

صفحه	عنوان
۱۶	شکل ۱-۲ مقدار بهینه دارایی‌های نقد.....
۲۴	جدول ۱-۲ خلاصه‌ای از پیش بینی مدل‌های نظری در خصوص مانده وجه نقد شرکت‌ها.....
۵۸	شکل ۱-۳ مدل تعدیل جزئی.....
۷۱	جدول ۱-۴ آماره‌های توصیفی مربوط به کل نمونه.....
۷۲	جدول ۲-۴ نتایج آزمون فرضیه اول.....
۷۴	جدول ۳-۴ آماره‌های توصیفی به تفکیک اندازه شرکت.....
۷۶	جدول ۴-۴ نتایج آزمون فرضیه دوم.....
۸۷	جدول پیوست (الف) نتایج حاصل از آزمون مانایی داده‌ها.....
۸۷	جدول پیوست (ب) نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن داده‌ها.....
۸۸	جدول پیوست (ج) نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن جزء اخلاص رگرسیون‌های برآوردی.....
۸۸	جدول پیوست (د) نتایج حاصل از مقایسه شرکت‌های بزرگ در مقابل کوچک.....

پیشگفتار

مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثر نمودن ارزش شرکت به دنبال ایجاد طرح‌های سودآور در شرکت‌ها می‌باشند، هزینه اجرای طرح‌ها و پروژه‌های سودآور در ادبیات مالی و حسابداری مخارج سرمایه‌گذاری نامیده می‌شود. انجام مخارج سرمایه‌گذاری مستلزم تأمین مالی می‌باشد. شرکت‌هایی که قادر به تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود نباشند، به عنوان شرکت‌های با محدودیت مالی شناخته می‌شوند. در واقع محدودیت مالی باعث می‌شود که شرکت‌ها حتی سرمایه‌گذاری‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را نیز رد کنند. عموماً شرکت‌های با محدودیت مالی سعی می‌کنند تا از طریق جریان نقد ایجاد شده در داخل شرکت مخارج سرمایه‌گذاری‌های خود را تأمین کنند. از این لحاظ تحقیقات فراوانی حساسیت بالای مخارج سرمایه‌گذاری را به جریان نقد داخلی نشانه‌ای از محدودیت مالی تلقی می‌نمودند، اما این تحقیقات از یک مشکل بزرگ رنج می‌بردند و آن فرصت رشد آتی بود، زیرا اگر فرصت رشد به شکل مناسبی کنترل نشود، حساسیت بالای سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی می‌تواند صرفاً نشان دهنده فرصت رشد بالاتر باشد و نه محدودیت مالی. برای رفع این مشکل تحقیقاتی که در سال‌های اخیر انجام شده است به بررسی اثر محدودیت مالی بر موجودی نقد تأکید دارد. موجودی نقد نسبت به مخارج سرمایه‌گذاری کم‌تر تحت تأثیر فرصت رشد آتی قرار می‌گیرد. از این‌رو نتایجی که با بررسی حساسیت موجودی نقد به جریان نقد و یا حتی ریسک جریان نقد بدست می‌آید می‌تواند شواهد قوی‌تری از نشانه‌های محدودیت مالی را آشکار کند، هر چند که ادبیات تحقیق در هر دو مورد فوق نتایج کم و بیش متضادی را ارائه می‌کند. در این تحقیق نیز عوامل تأثیرگذار بر وجه نقد مورد بررسی قرار می‌گیرد، به خصوص با مقایسه سطح و عوامل تعیین کننده وجه نقد شرکت‌ها با اندازه‌های مختلف به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر رویه مالی آن‌ها پرداخته می‌شود. دوره تحت بررسی، سالهای ۸۴ تا ۸۹ و شامل شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

فصل اول

کلیات طرح تحقیق

۱-۱ مقدمه

بدون تردید موجودی نقد یکی از سیال‌ترین دارایی‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد، این ویژه‌گی موجودی نقد اهمیت فوق‌العاده‌ای را به آن بخشیده است. توانایی اخذ تصمیمات مالی بهینه و به‌موقع، به مقدار زیادی تحت تأثیر آن قرار دارد. در صورتی که شرکتی با کمبود نقد مواجه باشد، قادر نخواهد بود از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود استفاده کند و یا دیگر نیازهای مالی خود را تأمین نماید، بنابراین این کمبود تأثیر منفی روی ارزش شرکت خواهد داشت. هرچند وجود موجودی نقد در تراز مالی همه شرکت‌ها مهم بوده و ضروری است، اما میزان اهمیت وجود این دارایی می‌تواند برای شرکت‌های مختلف، تغییر کند. به عبارت دیگر ویژه‌گی‌های شرکت‌ها می‌تواند بر میزان اهمیت نگهداشت دارایی‌های نقد تأثیرگذار باشد. بعضی از شرکت‌ها در مواقعی که نیاز به مبالغ معتدلی از نقد دارند، قادرند در اسرع وقت و با صرف هزینه معقول، از منابع مالی خارجی بهره‌گیرند و یا با استفاده از جریان نقدی ایجاد شده در داخل شرکت، این نیاز خود را مرتفع نمایند. لذا سطح موجودی نقد این نوع شرکت‌ها تحت تأثیر محدودیت مالی و انگیزه‌های احتیاطی قرار نمی‌گیرد. در طرف مقابل این طیف، شرکت‌هایی قرار دارند که به علت اختلافات ناشی از بازارهای مالی قادر نیستند تا منابع مالی خارجی را با هزینه منصفانه بدست آورند، همچنین توانایی ایجاد جریان نقد متناسب با نیازهای مالی خود را ندارند. بنابراین میزان و در دسترس بودن دارایی‌های نقدی برای این نوع شرکت‌ها بسیار حیاتی‌تر می‌باشد. این نوع شرکت‌ها هرچند ممکن است از منابع مالی خارجی نیز استفاده کنند، اما به دلیل این که توانایی محدودی در جذب این نوع منابع دارند و یا در صورت جذب، متحمل هزینه گزافی خواهند شد، لذا کم‌تر می‌توانند از این منابع مالی بهره‌گیرند. بنابراین سطح موجودی نقد آن‌ها می‌تواند به شدت تحت تأثیر انگیزه‌های احتیاطی باشد.

۲-۱ تعریف مسأله و بیان سوالات اصلی تحقیق

مطالعات زیادی در مورد اثر محدودیت مالی بر ابعاد مختلف شرکت صورت گرفته است. این درحالی است که در اکثر تحقیقات محققان به شکل سنتی مجذوب اثر محدودیت مالی بر میزان

مخارج سرمایه‌گذاری شده‌اند. با آن‌که نقد یک متغیر مالی است و می‌تواند نسبت به سایر متغیرها بیش‌تر تحت تأثیر محدودیت مالی قرار گیرد، تحقیقات کمی در مورد اثر محدودیت مالی بر موجودی نقد انجام شده است.

برای انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و یا تأمین مالی سایر نیازها، شرکت‌ها باید منابع مالی مناسبی را کسب کنند. این منابع مالی می‌تواند از طریق ایجاد جریان نقد در داخل شرکت کسب شود یا این‌که از منابع مالی خارجی استفاده گردد. انتخاب هر کدام از منابع فوق وابسته به میزان توانایی است که شرکت‌ها در کسب ارزان‌تر هر یک از این منابع دارند. اگر شرکتی در کسب منابع مالی خارجی (به‌علت هزینه بالای آن) ناتوان باشد، تنها گزینه برای آن شرکت استفاده از منابع مالی داخلی می‌باشد. حال اگر منابع داخلی شرکت و به‌طور خاص جریان نقد داخلی آن در سطحی نباشد که بتواند نیازهای سرمایه‌گذاری و دیگر نیازهای شرکت را مرتفع کند، شرکت به اجبار به سمت تأمین مالی آهسته رو می‌آورد. به عبارت دیگر شرکت جریان نقد ایجاد شده در درون شرکت را در طی زمان به‌منظور تأمین مالی اهداف خاص خود، انباشت می‌کند (آلمیدا و دیگران، ۲۰۰۴).

بنابراین سطح موجودی نقد این نوع شرکت‌ها می‌تواند تأثیر زیادی از جریان نقد پذیرا باشد. با توجه به این‌که هدف تحقیق حاضر بررسی اثر محدودیت مالی بر موجودی نقد با در نظر گرفتن اندازه شرکت به عنوان معیاری منطقی از محدودیت مالی است، لذا سوال اصلی تحقیق را می‌توان به شرح زیر مطرح کرد:

آیا موجودی نقد شرکت‌های کوچک و متوسط در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، بیش‌تر تحت تأثیر جریان نقد قرار می‌گیرد؟

۳-۱) سابقه و ضرورت انجام تحقیق

به منظور بررسی رابطه موجودی نقد با اندازه شرکت ابتدا تحقیقاتی را که به بررسی عوامل تعیین‌کننده وجه نقد پرداخته‌اند، مرور می‌شود، سپس تحقیقاتی را که اثرات محدودیت مالی را بر موجودی نقد و دیگر ابعاد شرکت مورد بحث قرار داده‌اند، مرور می‌شود. در بخش سوم از فصل دوم خلاصه‌ای از تحقیقات مذکور گردآوری شده است.

پژوهش حاضر در راستای غنی‌تر نمودن پژوهش‌های انجام شده برای شناخت بهتر اثر محدودیت مالی بر موجودی نقد می‌باشد تا تأمین‌کنندگان منابع مالی و کلیه اشخاص حقیقی و حقوقی که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم منافع آن‌ها با فعالیت‌های شرکت گره خورده، بتوانند تجزیه و تحلیل

بهتری را در مورد وضعیت نقدینگی شرکت انجام دهند. در ایران تحقیق جامعی که بخواهد اثر محدودیت مالی را بر موجودی نقد بررسی کند وجود نداشته است. اگرچه تحقیقاتی در مورد بررسی اثر محدودیت مالی بر مخارج سرمایه‌گذاری و همچنین تحقیقاتی در مورد عوامل تعیین کننده وجه نقد انجام شده است، لیکن تحقیقی با این موضوع خاص که به بررسی اثر محدودیت مالی بر موجودی نقد در میان اندازه‌های مختلف شرکت‌ها پردازد، وجود نداشته است.

۴-۱) فرضیه‌های تحقیق

عواملی مختلفی بر موجودی نقد اثرگذار است، با توجه به تحقیقات انجام شده مهم‌ترین عاملی که می‌تواند در شناخت ما از میزان اثر محدودیت مالی کمک کند، بررسی چگونگی تأثیر جریان نقد به‌عنوان متغیر مستقل بر موجودی نقد به عنوان متغیر وابسته می‌باشد (آلمیدا و دیگران، ۲۰۰۴). عوامل دیگری نیز وجود دارند که در تعیین سطح موجودی نقد شرکت‌ها با توجه به اندازه‌های آن‌ها می‌تواند اثرگذار باشند، میزان دارایی‌های مشهود، ریسک جریان نقد، هزینه فرصت، دارایی‌های جاری به استثنای نقد و فرصت رشد از جمله عوامل تأثیرگذاری هستند که می‌توانند تأثیر متفاوتی در بین شرکت‌ها داشته باشند، از این رو به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شوند.

علت این‌که جریان نقد به عنوان عامل اصلی و تعیین‌کننده محدودیت مالی انتخاب شده است به واکنشی مربوط می‌شود که شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی به آن به طور متفاوت نشان می‌دهند. میزان حساسیت جریان نقد در مدل برآوردی موجودی نقد، برای شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی متفاوت می‌باشد. با توجه به مطالب فوق و سوال اصلی تحقیق، فرضیه‌های تحقیق را می‌توان به شکل زیر مطرح نمود:

الف) رابطه مثبتی بین موجودی نقد و جریان نقد در میان تمام شرکت‌های بزرگ، متوسط و کوچک وجود دارد.

ب) موجودی نقد شرکت‌های کوچک و متوسط، بیش‌تر از شرکت‌های بزرگ تحت تأثیر جریان نقد قرار می‌گیرد.

۵-۱) اهداف و کاربردهای تحقیق

هدف اصلی تحقیق در واقع شناخت اثر محدودیت مالی در بین شرکت‌های کوچک، متوسط و بزرگ بر موجودی نقد با بررسی میزان و نوع رابطه جریان نقد با موجودی نقد می‌باشد. همچنین تحقیق

حاضر قصد دارد تا به بررسی عوامل تجربی تعیین کننده موجودی نقد شرکت نیز پردازد. البته این عوامل با تمرکز به جنبه‌های احتیاطی و دوراندیشی و به خصوص محدودیت در کسب منابع مالی لحاظ خواهند شد.

در این تحقیق سعی می‌شود به استفاده‌کننده‌گان این آگاهی داده شود که کدام شرکت‌ها با محدودیت بیشتری در بدست آوردن منابع مالی روبه‌رو هستند. همچنین سعی می‌شود به تأمین کننده‌گان منابع مالی شرکت، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص امکان تجزیه و تحلیل بهتری برای شناخت بهتر وضعیت نقدینگی شرکت و شناخت بهتری از مجموعه عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات تعیین‌کننده سطح موجودی نقد در ارتباط با محدودیت مالی فراهم شود.

۱-۶) روش گردآوری اطلاعات تحقیق

در پژوهش جاری برای گردآوری داده‌ها از هر دو روش میدانی و کتابخانه‌ای استفاده خواهد شد. از بعد کتابخانه‌ای با استفاده از اینترنت و شبکه‌های اطلاعاتی و مراجعه به کتب، مجلات و پایان‌نامه‌ها به منظور جمع‌آوری ادبیات و پیشینه تحقیق و دستیابی به ساختار کلی تحقیق صورت می‌پذیرد و در مرحله میدانی برای آزمون فرضیات با استفاده از نرم افزارهای تدبیر سهام و ره‌آورد و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج می‌شود. پس از جمع‌آوری داده‌ها از طریق نرم‌افزار صفحه گسترده Excel اطلاعات تجمیع شده و به وسیله نرم‌افزار Eviews تحلیل داده‌ها انجام می‌شود.

۱-۷) قلمرو تحقیق (زمانی، مکانی، موضوعی)

هر تحقیقی باید دارای حدود مشخص و تعریف شده‌ای باشد تا پژوهش‌گر بتواند در تمامی مراحل تحقیق احاطه کافی و قابل اطمینانی بر آن داشته و نتایج آن نیز قابل تعمیم به کل جامعه تحقیق باشد، تحقیق حاضر نیز از این قاعده مستثنی نیست و دارای حدودی به شرح زیر می‌باشد:

قلمرو زمانی تحقیق: بررسی موضوع تحقیق برای یک دوره ۶ ساله و در محدوده زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۹ در نظر گرفته شده است.

قلمرو مکانی تحقیق: جهت جامعه آماری، انتخاب نمونه، جمع‌آوری اطلاعات و آزمون فرضیات، بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

قلمرو موضوعی تحقیق: تحقیق حاضر به بررسی عوامل موثر در تعیین سطح موجودی نقد به خصوص به بررسی اثر محدودیت مالی بر موجودی نقد می پردازد.

۸-۱) جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. روش نمونه گیری نیز روش فیلترینگ (گزینشی) است و شرکت هایی را در بر می گیرد که اطلاعات مورد نیاز تحقیق را دارا بوده و در دسترس هستند. بعد از جمع آوری اطلاعات، به تبعیت از مدل آلمیدا^۱ و دیگران (۲۰۰۴) نمونه بر اساس ارزش بازار سهام به سه گروه تقسیم شده، به این ترتیب شرکت هایی که ارزش بازار سهام آنها در ۳۰ درصد بالای نمونه قرار دارد، به عنوان شرکت های بزرگ و شرکت هایی که ارزش بازار سهام آنها در ۳۰ درصد پایین نمونه قرار دارد، به عنوان شرکت های کوچک و مابقی به عنوان شرکت های متوسط طبقه بندی می شوند^۲. لازم به ذکر است که از متوسط ارزش بازار سهام در طی سال های مورد نمونه استفاده خواهد شد. از آنجایی که حجم کل نمونه جمع آوری شده ۱۳۰ شرکت می باشد، از این رو حجم شرکت های کوچک و بزرگ ۴۰ خواهد بود. بدین ترتیب کلیه شرکت های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند، در نمونه آماری لحاظ می شوند:

- ۱- قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- فعالیت آنها غیرمالی باشد.
- ۳- شرکت های نمونه باید صورت های مالی اساسی را برای سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ به طور کامل تهیه کرده باشند.
- ۴- پایان سال مالی شرکت باید منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۵- شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

^۱ Almeida, Campello and Weisbach

^۲ این شیوه تفکیک شرکت ها به تبعیت از مدل آلمیدا می باشد با این تفاوت که در اینجا با توجه به محدودیت در جمع آوری داده ها و همچنین شرایط نمونه، از درصد بالاتری (۳۰ درصد) برای تفکیک داده ها استفاده شده است. به علاوه در مدل آلمیدا از سال پایه بجای متوسط سال ها استفاده شده است.

۹-۱) ساختار تحقیق

با بیان کلیات طرح تحقیق در این فصل ادبیات موضوع در فصل دوم مرور می‌شود. ادبیات موضوع شامل موجودی نقد و تئوری‌های آن، شرح محدودیت مالی و خصوصیات شرکت‌های با محدودیت مالی، اثرات محدودیت مالی، نقش Q توبین و دیگر عوامل در کسب نتایج مغایر در ادبیات تحقیق، ارائه معیارهای محدودیت مالی و در نهایت تبیین مدل موجودی نقد می‌باشد. در فصل سوم، روش‌شناسی تحقیق حاوی تشریح جامعه آماری و نمونه، محدوده زمانی و مکانی تحقیق، بیان عملیاتی فرضیات تحقیق، روش گردآوری اطلاعات و داده‌های تحقیق و روش اجرای تحقیق بیان می‌شود. فصل چهارم، حاوی تجزیه و تحلیل یافته‌های حاصل از آزمون فرضیات تحقیق می‌باشد. نهایتاً فصل پنجم شامل خلاصه، نتیجه‌گیری و پیشنهادات می‌باشد.

۱۰-۱) تعریف واژگان کلیدی

موجودی نقد^۱: عبارت است از موجودی نقد و سپرده‌های دیداری نزد بانک‌ها و موسسات مالی اعم از ریالی و ارزی (شامل سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بدون سررسید) به کسر اضافه برداشت‌هایی که بدون اطلاع قبلی مورد مطالبه قرار می‌گیرد (سازمان حسابرسی، کمیته فنی، استاندارد حسابداری شماره ۲).

اندازه شرکت^۲: مقصود ارزش بازار سهام شرکت می‌باشد.

محدودیت مالی^۳: زمانی که شکافی بین هزینه‌های تأمین مالی منابع داخلی و خارجی شرکت وجود داشته باشد و شرکت قادر نباشد از طریق منابع داخلی نیازهای مالی خود را تأمین کند، آن شرکت در محدودیت مالی قرار دارد (آلمیدا و دیگران، ۲۰۰۴).

¹ Cash holdings

² Firm size

³ Financing constraints

فصل دوم

ادبیات تحقیق

۲) مقدمه

با توجه به تحولات اخیر بازارهای جهانی به ویژه در اروپا و آمریکا و دامن گیر شدن بسیاری از شرکت‌ها با پدیده بحران مالی، مقالات و پژوهش‌های زیادی برای شناخت سطح محدودیت مالی شرکت‌ها انجام شده است. در این تحقیقات اثر محدودیت مالی با استفاده از معیارهای مختلف مانند اندازه شرکت، رتبه‌های اوراق منتشره، انواع مختلف شاخص‌های ساختگی و... بر ابعاد مختلف شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. این اثرات عمدتاً بر اساس تئوری‌های عدم تقارن اطلاعاتی و دادوستد تجزیه و تحلیل شده است. برای بررسی این‌که آیا محدودیت مالی بر مانده وجه نقد موثر است یا خیر، ابتدا باید مشخص شود که چه عواملی بر میزان موجودی نقد نگهداری شده توسط شرکت تاثیرگذار هستند. لذا ابتدا به شرح تئوری‌های مربوطه و نقشی که هر یک از آن‌ها در تبیین عوامل تاثیرگذار بر موجودی نقد دارند، پرداخته می‌شود. در ادامه پس از شرح محدودیت مالی، به بررسی اثرات آن بر شرکت و از جمله موجودی نقد پرداخته می‌شود. در نهایت تحقیقات انجام شده در این زمینه مرور خواهد شد.

بخش اول

۱-۲) موجودی نقد و تئوری‌های آن

۱-۱-۲) موجودی نقد

وجه نقد به عنوان متعارف‌ترین دارایی جاری محسوب می‌شود و به این سبب که خود عین نقد است در میان دارایی‌های جاری به عنوان اولین قلم فهرست می‌شود. مانده تمام وجه نقد در دسترس و سپرده‌هایی که به سرعت برای اهداف عملیاتی جاری در دسترس هستند، باید در گروه وجه نقد دارایی‌های جاری طبقه‌بندی شوند. اصطلاح "نقد پادشاه" است^۱ یکی از معروف‌ترین ضرب‌المثل‌های تجاری است که به طور کلی بر نقش موجودی نقد در سلامت مالی شرکت تأکید دارد. اگر شرکتی مبلغ بزرگی از دارایی‌های فیزیکی و حساب‌های دریافتی را در ترازنامه داشته باشد، اما موجودی

^۱ Cash is King

نقدی آن به اتمام رسیده باشد، از نظر تکنیکی می‌تواند ورشکسته باشد یا این‌که فرصت‌های رشد ارزشمند را از دست بدهد. بنابراین شرکت‌ها تمایل به انباشت موجودی نقد دارند تا از خودشان در مقابل کمبودهای موقتی موجودی نقد برای نیازهای سرمایه‌گذاری و یا دیگر پرداخت‌های مالی محافظت کنند.

در دنیا کامل (بدون اختلافات مالی) موجودی نقد و یا دیگر دارایی‌های سیال نسبت به ارزش شرکت نامربوط محسوب می‌شوند. زمانی که جریان نقد شرکت برای سرمایه‌گذاری و دیگر پرداخت‌های آن کافی نباشد شرکت می‌تواند بدون تحمل هیچ هزینه‌ای، یا دارایی‌های غیرنقد خود را به نقد تبدیل کند و یا این‌که استفاده از منابع خارجی خود را افزایش دهد. بنابراین سطح موجودی نقد در چنین دنیای کاملی، کاملاً تصادفی و تعیین نشده می‌باشد. هرچند که در دنیا واقعی سطح موجودی نقد به‌طور تصادفی تعیین نمی‌شود. شرکت‌ها برای نگهداری موجودی نقد و انباشت آن در یک سطح مشخص انگیرهای زیادی دارند (برون، ۲۰۰۸). در قسمت بعد به طور خلاصه تئوری‌های تعیین‌کننده سطح موجودی نقد شرکت مرور می‌شود.

۲-۱-۲) تئوری‌های تعیین‌کننده مانده وجه نقد

در ادبیات مالی تئوری‌ها و مدل‌های مختلفی جهت توجیه عوامل موثر بر وجه نقد و دلایل نگهداری آن وجود دارد. دو تئوری عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی چهارچوبی برای ارائه تئوری‌های توجیه‌کننده رفتار نگهداشت وجه نقد می‌باشند. علاوه بر آن‌ها در ادامه سه تئوری دادوستد، سلسله مراتب تأمین مالی و جریان نقد آزاد نیز شرح داده خواهند شد. بدین ترتیب تئوری‌های مربوط به موجودی نقد را می‌توان به شکل زیر ارائه کرد:

۱- تئوری عدم تقارن اطلاعاتی

۲- تئوری نمایندگی

۳- تئوری دادوستد

۴- تئوری سلسله مراتب تأمین مالی

۵- تئوری جریان نقد آزاد

۲-۱-۲-۱) تئوری عدم تقارن اطلاعاتی

طبق دیدگاه اقتصاد اطلاعات اگر یکی از طرف‌های معامله نسبت به دیگری اطلاعات بیش‌تری داشته باشد، دارای مزیت اطلاعاتی است و وجود چنین وضعیتی در سیستم اقتصادی سبب عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی موجود در این سیستم اقتصادی، باعث گزینش نادرست می‌شود. یعنی اشخاص درون شرکت در مورد شرایط کنونی و چشم‌انداز آینده شرکت در مقایسه با سرمایه‌گذاران خارجی اطلاعات بیش‌تری دارند. در نتیجه می‌توانند از این مزیت اطلاعاتی بهره‌جسته که به ضرر سرمایه‌گذاران خارجی تمام خواهد شد. به علاوه اطلاعات نامتقارن، خطر اخلاقی نیز در پی دارد که در آن یک یا چند نفر از طرف‌های معامله می‌تواند شاهد انجام خواسته خود در معامله باشند ولی طرف دیگر نمی‌تواند شاهد چنین رخدادی باشد. بر این اساس حسابداری مالی و گزارشگری خارجی و فرایند استانداردگذاری، واکنش حسابداری به این پدیده تلقی شده و به عنوان سازوکاری برای حل مسأله گزینش نادرست و خطر اخلاقی در نظر گرفته می‌شود (تقوی، ۱۳۸۸).

به همین دلیل است که عدم تقارن اطلاعاتی تأمین منابع مالی خارجی را مشکل‌تر می‌نماید، زیرا اشخاص خارج از شرکت می‌خواهند مطمئن باشند که اوراق بیش از اندازه قیمت گذاری نشده باشد (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹). بنابراین وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران سبب می‌شود که هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد، به نحوی که تأمین مالی خارجی هزینه بیش‌تری برای شرکت در بر خواهد داشت. مطالعه ایزلی^۱ و اوهارا (۲۰۰۳) نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران برای نگهداری سهام با اطلاعات خاص (منتشر نشده) بازده بیش‌تری را طلب می‌نمایند. این بازده بالاتر نشان می‌دهد که اطلاعات خاص، ریسک سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع را در نگهداری سهام افزایش می‌دهد.

سرمایه‌گذاران با اطلاع و آگاه به شکلی بهتر، می‌توانند ضرایب پرتفوی خود را با استفاده از اطلاعات جدید تعدیل نمایند. بنابراین اطلاعات خاص نوعی ریسک سیستماتیک ایجاد می‌نماید که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران برای جبران این ریسک، بازده بیش‌تری را طلب نمایند. در مجموع می‌توان گفت عدم تقارن نقش مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی ایفا می‌نماید. میرز و ماجلوف^۲ (۱۹۸۴) می‌گویند که در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها تمایل به پیروی از یک سلسله مراتب در سیاست‌های تأمین مالی خود دارند به این معنا که آن‌ها تأمین مالی از طریق منابع داخلی را

^۱Easley and O'Hara

^۲Myers and Majluf

نسبت به تأمین مالی از طریق منابع خارجی (حساس به اطلاعات) مرجح می‌دانند. آن‌ها همچنین استدلال می‌کنند مسأله عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌هایی که ارزش آن‌ها به وسیله فرصت‌های رشد تعیین می‌شود شدیدتر است.

اگر شرکتی فرصت‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد که ارزش آن را افزایش دهد در هنگام کمبود وجه نقد ممکن است مجبور شود که برخی از سرمایه‌گذاری‌ها را رها نماید. بنابراین شرکتی با چنین فرصت‌هایی در تلاش برای کاستن احتمال رها نمودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش، مقادیر بیشتری از وجه نقد را نگهداری خواهند نمود (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴).

مدل عدم تقارن اطلاعاتی در بحث تأمین مالی پیش بینی می‌نماید که اهمیت عدم تقارن اطلاعاتی در مورد هزینه تأمین منابع خارجی در ازای فروش اوراق بهاداری که به اطلاعات حساس‌تر هستند، بیشتر است. برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی می‌توان به راه‌حل‌هایی مانند انتخاب استانداردهای حسابداری توسط شرکت و بکارگیری سیاست‌های افشا، مکانیسم‌های خود اجباری و خود انگیزی مدیران به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، وضع قوانین و مقررات و ایجاد واسطه‌های اطلاعاتی مانند تحلیل‌گران و نهادهای رتبه‌بندی اشاره نمود (ایزلی و اوهارا، ۲۰۰۳).

۲-۲-۱-۲) تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی وجه نقد که توسط جنسن و مک لینگ^۱ (۱۹۷۶) ارائه شد، بیان می‌کند که حتی در زمانی که شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیفی دارد، مدیران ترجیح می‌دهند وجه نقد را در جهت علائق خودشان نگهداری کرده و با عدم پرداخت سود سهام، بازده سهامداران را افزایش ندهند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶).

مطالعات گونی^۲ (۲۰۰۳) در همین رابطه نشان می‌دهد که سطح موجودی نقد شرکت‌های واقع شده در کشورهایی که محافظت ضعیفی از حقوق سهامداران صورت می‌گیرد؛ بزرگ‌تر از شرکت‌هایی است که در کشورشان محافظت خوبی از سهامداران به عمل می‌آید.

آغاز مالکیت شرکتی از طریق سهام و جدایی مالکیت از مدیریت منجر به یک مشکل سازمانی مشهور به نام مشکل نمایندگی شد. براساس تئوری جنسن و مک لینگ، تعریف رابطه نمایندگی چنین می‌باشد: قراردادی است که بر اساس آن یک شخص یا بیش‌تر (کارگماران)، شخص دیگری

¹ Jensen and Meckling

² Guney Yilmaz

(کارگزار) را استخدام می‌کنند تا خدماتی را به نمایندگی از کارگماران که مستلزم تفویض اختیار تعدادی تصمیم به کارگزار است، انجام دهد. اگر فرض شود که هر دو طرف به دنبال حداکثرسازی منافع خودشان باشند، دلیل خوبی است برای اعتقاد به این نکته که کارگزاران نمی‌تواند همیشه حداکثر منافع کارگماران را دنبال کند. کارگزاران احتمالاً به افزایش منفعت شخصی تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه‌گذاری آن‌ها بر طرح‌هایی می‌شود که منافع کوتاه‌مدت دارند. در این شرایط برای دستیابی به عایدی‌های متفرقه تحریک شده که منجر به کاهش رفاه کارگماران می‌شود. آن‌ها همچنین در یک واحد اقتصادی دو نوع تضاد منافع را شناسایی می‌نمایند:

الف) تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام

ب) تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارندگان اوراق بدهی

چنین تضادهایی منجر به شناسایی هزینه‌های نمایندگی می‌شود که می‌توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت بکار روند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶).

۱-۲-۲-۱-۲) هزینه‌های نمایندگی اختیار مدیریت

هزینه نمایندگی ناشی از این واقعیت است که مدیران فرصت طلب وجه نقد زیادی را با هزینه سهامداران نگهداری می‌کنند تا از این طریق از انعطاف‌پذیری عملیاتی در تعقیب اهداف خود برخوردار شوند. وجود هزینه‌های نمایندگی در قالب اختیار مدیریت به این مفهوم است که مدیریت می‌تواند نقد را به منظور تعقیب اهداف خود ولی به هزینه سهامداران نگهداری نماید. مدیریت ممکن است نقد بیش‌تری در جهت گریز از ریسک نگهداری کند یا این‌که وجه نقد را به منظور انعطاف‌پذیری بیش‌تر در تعقیب اهداف خود نگهداری کند. به هر حال مدیری که وجوه مازاد را به سهامداران پرداخت نمی‌کند، باید راهی برای هزینه کردن وجه نقد نگهداری شده پیدا کند، لذا هنگامی که پروژه‌های خوب وجود ندارد، پروژه‌های ضعیف را انتخاب می‌نماید. این اقدام مدیریت باعث بزرگ‌تر شدن اندازه شرکت شده و به او اختیاری بیش‌تری می‌بخشد (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴).

به طور کلی هزینه‌های نمایندگی اختیار مدیریت می‌تواند برای شرکت‌هایی که اهداف مدیریت و سهامداران باهم منطبق‌اند، چندان مهم نباشد. بر اساس یک دیدگاه، مالکیت سهام توسط مدیران سبب ریسک‌گریزی مدیران شده و افزایش در مانده وجه نقد نگهداری شده را به دنبال دارد. در مقابل، دیدگاه دیگر معتقد است که تملک سهام توسط مدیران سبب می‌شود تا منافع آن‌ها با منافع سهامداران در یک راستا قرار گیرد، لذا انتظار می‌رود با افزایش مالکیت سهام توسط مدیریت، مانده

وجه نقد کاهش یابد (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹). در همین رابطه طبق مطالعه ازکان و ازکان^۱ (۲۰۰۴)، مانده وجه نقد شرکت‌ها با افزایش مالکیت مدیران کاهش می‌یابد و این بیانگر این مطلب است که اثر همراستایی منافع از اثر ریسک‌گریزی مدیران قوی‌تر است.

با این تحلیل از هزینه‌های نمایندگی اختیار مدیریت، می‌توان انتظار داشت در شرکت‌هایی که پراکنده‌گی سهامداران زیاد باشد مدیریت از اختیار نگهداری وجه نقد مازاد استفاده کند و وجه نقد زیادی توسط مدیریت نگهداری شود. همچنین هر قدر شرکت بزرگتر باشد مدیریت اختیار بیش‌تری خواهد داشت، لذا احتمال نگهداری وجه نقد مازاد افزایش می‌یابد. از سویی انتظار می‌رود در شرکت‌هایی با بدهی پایین نیز وجه نقد بیش‌تری نگهداری شود. زیرا بدهی پایین سبب می‌شود کم‌تر تحت نظارت بازارهای سرمایه قرار گیرند و اختیار مدیریت بیش‌تر باشد (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹).

۲-۱-۲-۲) هزینه‌های نمایندگی قرارداد بدهی

زمانی که منافع سهامداران با منافع وام‌دهندگان (دارندگان اوراق بدهی) و همچنین منافع میان طبقات مختلف وام‌دهندگان متفاوت باشد، هزینه‌های نمایندگی بدهی ایجاد می‌شود. به واسطه این هزینه‌ها برای شرکت‌هایی با اهرم مالی بالا، تأمین مالی اضافی پرهزینه و دشوار می‌گردد. گاهی به این دلیل تمديد قرارداد بدهی‌های موجود شرکت‌ها برای جلوگیری از ورشکستگی و نکول چه در قالب نرخ بهره درخواستی و چه در قالب شرایط جانبی تحمیل شده طی قرارداد غیرممکن می‌گردد (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹).

شرکت‌ها می‌خواهند از شرایطی که در آن هزینه‌های نمایندگی بدهی بالاست و مدیریت نیاز به تأمین وجوه برای پروژه‌های خود دارد، اجتناب نمایند و برای اجتناب از این شرایط و تأمین منابع برای فعالیت‌هایشان و نیز سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ارزشمند، وجه نقد نگهداری می‌نمایند. البته یکی دیگر از راه‌کارها برای اجتناب از هزینه‌های بالای بدهی، داشتن سطح پایین اهرم مالی است، تا شرکت در هر زمان قادر باشد بدهی جدیدی را با هزینه‌ای کم‌تر ایجاد نماید (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹).

در شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند که با هزینه تأمین منابع مالی خارجی بالایی مواجه هستند، انتظار می‌رود دارایی‌های نقدی بیش‌تری نگهداری کنند. زیرا در صورت کمبود وجه نقد شرکت مجبور به رها نمودن پروژه‌های با ارزش خواهد شد. لذا شرکت حاضر به تحمل بازدهی پایین دارایی سیال به قیمت از دست ندادن پروژه‌های سودآور خواهد بود. در این مورد اغلب از

¹ Ozkan Aydin and Ozkan Neslihan