



پایان نامه کارشناسی ارشد در رشته حسابداری

عنوان:

# بررسی اثر جریان های نقدی منفی بر حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی

استاد راهنما:

دکتر حسین اعتمادی

اساتید مشاور:

دکتر محمد علی مرادی

دکتر منصور مومنی

تحقیق و نگارش:

مهدی طالبی

(این پایان نامه از حمایت مالی معاونت پژوهشی دانشگاه سیستان و بلوچستان بهره مند شده است)

شهریور ۱۳۸۹

## بسمه تعالی

این پایان نامه با عنوان بررسی اثر جریان های نقدی منفی بر حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی قسمتی از برنامه آموزشی دوره کارشناسی ارشد رشته حسابداری توسط دانشجو مهدی طالبی تحت راهنمایی استاد پایان نامه دکتر حسین اعتمادی تهیه شده است. استفاده از مطالب آن به منظور اهداف آموزشی با ذکر مرجع و اطلاع کتبی به حوزه تحصیلات تکمیلی دانشگاه سیستان و بلوچستان مجاز می باشد.

مهدی طالبی

این پایان نامه ۴ واحد درسی شناخته می شود و در تاریخ ..... توسط هیئت داوران بررسی و درجه ..... به آن تعلق گرفت.

تاریخ	امضاء	نام و نام خانوادگی
		استاد راهنما: دکتر حسین اعتمادی
		استاد مشاور: دکتر محمد علی مرادی
		استاد مشاور: دکتر منصور مومنی

داور ۱:

داور ۲:

نماینده تحصیلات تکمیلی:



## تعهدنامه اصالت اثر

اینجانب مهدی طالبی تأیید می‌کنم که مطالب مندرج در این پایان‌نامه حاصل کار پژوهشی اینجانب است و به دستاوردهای پژوهشی دیگران که در این نوشته از آن استفاده شده است مطابق مقررات ارجاع گردیده است. این پایان‌نامه پیش از این برای احراز هیچ مدرک هم سطح یا بالاتر ارائه نشده است.

کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به دانشگاه سیستان و بلوچستان می‌باشد.

نام و نام خانوادگی دانشجو: مهدی طالبی

امضاء

تقدیم بہ:

پدر بزرگوارم

کہ همچون کوه تکیہ گاہ من و منظر ایشا و بردباری است

و

مادر مہربانم

کہ کنجینہ مہر و محبت و منظر عطف خداوندی است

## سپاسگزاری

با سپاس به بارگاه با عظمت خداوندی که با لطف خویش به بنده توفیق عنایت فرمود تا در محضر اساتید معظم و دوستان با صفای خودم در جایگاه یک طالب علم و دانش بخشی از دریافت های خود از اساتید بزرگوارم را در این برهه ارائه نمایم به امید اینکه مقبول افتاده و در آینده راهنما و چراغ راه خدمت به جامعه عزیزم باشد. بر خود لازم می دانم از استاد بزرگوار راهنمایم جناب آقای دکتر حسین اعتمادی تشکر و قدردانی ویژه داشته باشم که در این مسیر از هدایت های ایشان کمال استفاده را نموده ام و امیدوارم که در آینده نیز از این الطاف بی بهره نباشم. همچنین تشکرات بی شائبه خودم را از اساتید مشاور جناب آقایان دکتر محمد علی مرادی و دکتر منصور مومنی که مسلماً حق بسیاری به گردن بنده دارند داشته باشم. اجازه می خواهم از تمامی اساتید حسابداری و تمامی عزیزانی که وظیفه هدایت و پرورش فکری بنده را داشته اند، سپاس و تشکر خالصانه را بنمایم و از خداوند منان خواهانم که عمر تمامی این عزیزان را به بلندای آسمان گرداند و به بنده این لطف را بنماید که قدردان تمامی این انسان های والا به شایستگی تمام باشم.

## چکیده:

بحث درباره حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در ابتدا توسط فزاری، هابارد و پترسن در سال ۱۹۸۸ میلادی مطرح گردید. آنها حساسیت بالای سرمایه گذاری به جریان نقدی را به عنوان معیاری برای وجود محدودیت های مالی تفسیر نمودند و به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت مالی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بالاتری دارند. با این وجود، نتایج مغایری توسط مطالعات تجربی اخیر شامل مطالعات انجام شده توسط کاپلان و زینگالس، کاداپاکام و دیگران و کلیبری بدست آمده است. نتایج بدست آمده توسط کلیبری به جریان های نقدی منفی نسبت داده شد. بنابراین در تحقیق حاضر به دنبال تعیین نحوه اثر گذاری جریان های نقدی منفی بر حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی در بین شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران و در فاصله زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ می باشیم. حجم نمونه شامل ۱۰۳ شرکت گردید. با استفاده از معیار های اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی، گروه تجاری، سطح نگهداری وجه نقد، مدل وجه نقد بهینه و سطح نگهداری وجه نقد-مدل وجه نقد بهینه شرکت های موجود در نمونه به دو گروه شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی طبقه بندی گردیدند. نتایج نشان می دهد که بین سرمایه گذاری و جریان نقدی رابطه مستقیم معنادار وجود دارد. همچنین با حضور جریان های نقدی منفی، اثر محدودیت های مالی کاهش یافته به طوری که شرکت های بدون محدودیت مالی در مقایسه با شرکت های دارای محدودیت مالی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بالاتری از خود نشان می دهند. این یافته مطابق با نتایج بدست آمده توسط کلیبری می باشد. علاوه بر این تجزیه و تحلیل اضافی نشان می دهد که مشاهدات جریان نقدی منفی موجب کاهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی می گردد.

**کلمات کلیدی:** حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی - محدودیت های تامین مالی - سرمایه گذاری -

جریان نقدی منفی

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	<b>فصل اول: کلیات تحقیق</b>
۲	۱-۱- مقدمه
۳	۲-۱- تعریف مساله
۴	۳-۱- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق
۵	۴-۱- فرضیات تحقیق
۵	۵-۱- اهداف تحقیق
۵	۶-۱- کاربرد های تحقیق
۶	۷-۱- حدود تحقیق
۶	۸-۱- روش تحقیق
۶	۹-۱- روش و ابزار گردآوری داده ها
۶	۱۰-۱- جامعه آماری
۷	۱۱-۱- نمونه انتخابی
۷	۱۲-۱- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات
۹	۱۳-۱- تعریف واژه ها و مفاهیم کلیدی
۱۰	۱۴-۱- ساختار کلی تحقیق
۱۱	<b>فصل دوم: ادبیات تحقیق</b>
۱۲	۱-۲- مقدمه
۱۳	۲-۲- حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی
۱۵	۳-۲- نقدی بر یافته های پیشگامان
۱۷	۴-۲- جریان های نقدی منفی و حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی
۱۸	۵-۲- منابع تامین مالی
۲۰	۶-۲- نقص های بازار سرمایه و شکاف هزینه ای بین تامین مالی داخلی و خارجی
۲۰	۱-۶-۲- سرمایه گذاری حداقل: فرضیه اطلاعات نا متقارن
۲۳	۲-۶-۲- سرمایه گذاری بیش از حد: فرضیه نمایندگی
۲۵	۷-۲- نگهداری وجه نقد
۲۵	۱-۷-۲- تئوری توازن
۲۷	۲-۷-۲- تئوری سلسله مراتبی
۲۸	۸-۲- اثرات هزینه ای و درآمدی
۳۱	۹-۲- معیار های محدودیت مالی
۳۲	۱-۹-۲- اندازه شرکت

۳۳	..... ۲-۹-۲- عمر شرکت
۳۳	..... ۳-۹-۲- نسبت سود تقسیمی
۳۴	..... ۴-۹-۲- گروه های تجاری
۳۶	..... ۵-۹-۲- سطح نگهداری وجه نقد
۳۷	..... ۶-۹-۲- مدل وجه نقد بهینه
۳۸	..... ۱۰-۲- پیشینه تحقیق
۳۸	..... ۱-۱۰-۲- تحقیقات انجام شده خارجی
۴۷	..... ۲-۱۰-۲- تحقیقات انجام شده در ایران
۴۹	..... <b>فصل سوم: روش تحقیق</b>
۵۰	..... ۱-۳- مقدمه
۵۰	..... ۲-۳- مساله تحقیق
۵۰	..... ۳-۳- فرضیه های تحقیق
۵۱	..... ۴-۳- حدود پژوهش
۵۱	..... ۵-۳- جامعه و نمونه آماری
۵۲	..... ۶-۳- روش گردآوری داده ها
۵۳	..... ۷-۳- ابزار تحقیق
۵۳	..... ۸-۳- روش تحقیق و تجزیه و تحلیل اطلاعات
۵۳	..... ۱-۸-۳- روش آزمون فرضیه اول
۵۴	..... ۲-۸-۳- روش آزمون فرضیه دوم
۵۶	..... ۳-۸-۳- مدل سرمایه گذاری
۶۰	..... ۴-۸-۳- مدل وجه نقد بهینه
۶۲	..... ۹-۳- روش متغیرهای موهومی
۶۴	..... <b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل یافته ها</b>
۶۵	..... ۱-۴- مقدمه
۶۵	..... ۲-۴- آماره های توصیفی
۶۶	..... ۳-۴- آزمون فرضیه اول
۶۹	..... ۴-۴- آزمون فرضیه دوم
۷۱	..... ۵-۴- استفاده از روش متغیرهای موهومی
۷۵	..... ۶-۴- برآورد مدل وجه نقد بهینه
۷۸	..... <b>فصل پنجم: نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات</b>
۷۹	..... ۱-۵- مقدمه
۷۹	..... ۲-۵- نتایج آزمون فرضیه اول
۷۹	..... ۳-۵- نتایج آزمون فرضیه دوم
۸۱	..... ۴-۵- نتیجه گیری
۸۲	..... ۵-۵- پیشنهادات برای تحقیقات آتی
۸۲	..... ۶-۵- محدودیت های تحقیق
۸۳	..... <b>مراجع</b>



۸۷	..... پیوست ها
۸۸	..... پیوست (الف) - اسامی شرکت های موجود در نمونه به تفکیک صنعت
۹۲	..... پیوست (ب) - آزمون فرضیه اول
۹۸	..... پیوست (ج) - آزمون فرضیه دوم
۱۲۴	..... پیوست (د) - استفاده از روش متغیر های موهومی (مدل ۳-۳)
۱۵۴	..... پیوست (ه) - مدل وجه نقد بهینه

## فهرست جدول ها

صفحه	عنوان جدول
۵۲	جدول ۱-۳. صنایع موجود در نمونه
۵۶	جدول ۲-۳. سطح نگهداری وجه نقد - مدل وجه نقد بهینه
۶۵	جدول ۱-۴. خلاصه آماره های توصیفی مورد استفاده در این تحقیق
۶۷	جدول ۲-۴. خلاصه نتایج برآورد مدل (۱-۳) و آزمون فرضیه اول
۶۹	جدول ۳-۴. خلاصه نتایج برآورد مدل (۱-۳) و آزمون فرضیه دوم
۷۲	جدول ۴-۴. خلاصه نتایج برآورد مدل (۳-۳)
۷۵	جدول ۵-۴. نتایج برآورد مدل وجه نقد بهینه (مدل (۲-۳))

## فهرست شکل ها

صفحه

عنوان شکل

۲۹

شکل ۱-۲. اثر جریان نقدی و اطلاعات نامتقارن بر سرمایه گذاری در مدل پاول و ریس

## فصل اول

### کلیات تحقیق

رابطه بین محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی<sup>۱</sup> یکی از موضوعات بحث برانگیز در سال های اخیر بوده است. همانطور که مودیگلیانی و میلر<sup>۲</sup> استدلال کرده اند، در بازار های کامل<sup>۳</sup> تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها تحت تاثیر تصمیمات تامین مالی آنها قرار نمی گیرد. اما بازار های سرمایه کامل نیستند و نقص های موجود در آنها شکافی را بین هزینه های تامین مالی داخلی و خارجی ایجاد می کند. شرکت هایی که با نقص های اطلاعاتی بالاتری روبرو می باشند شکاف بیشتری را تجربه می کنند و بنابراین با محدودیت های تامین مالی بیشتری مواجه اند<sup>۴</sup>. شرکتها پروژه های سرمایه گذاری را تنها در صورتی اجرا خواهند نمود که ارزش فعلی جریان های نقدی تنزیل شده بیشتر از مخارج سرمایه ای مربوط به پروژه باشد. بعلاوه هیچ محدودیت سرمایه وجود نداشته و شرکت ها می توانند همیشه تامین مالی خارجی را به هزینه ای معادل با هزینه سرمایه<sup>۵</sup> خودشان انجام دهند<sup>۶</sup> [۳۷]. لیکن فرض عدم نقص بازار غیر واقع بینانه است [۳۰].

دیدگاه سنتی در خصوص حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در ابتدا توسط فازاری و دیگران<sup>۷</sup> در سال ۱۹۸۸ میلادی مطرح شد. وی عنوان کرد، شرکت هایی که با محدودیت های مالی شدیدتری روبرو می شوند، به عبارت دیگر اختلاف هزینه بین تامین مالی داخلی و خارجی بزرگتری دارند مجبورند تا بیشتر بر وجه نقد داخلی برای انجام سرمایه گذاری ها تکیه کنند<sup>۸</sup> [۳]. با این وجود نتایج و یافته های آنان به وسیله مطالعات کاپلان و زینگالس<sup>۹</sup> و کلیری<sup>۱۰</sup> به چالش کشیده شد<sup>۱۱</sup> [۳۴، ۲۵، ۳، ۲]. در حال حاضر نیز ما شاهد دوگانگی وسیعی در ادبیات تئوریک و تجربی موجود در خصوص حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی هستیم.

در این پژوهش، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی با حضور جریان های نقدی منفی در یک بازار نوظهور (بورس اوراق بهادار تهران) بررسی گردیده و انتظار می رود که گامی هر چند کوچک برای توسعه ادبیات تجربی در این خصوص برداشته شود.

---

1- Investment – Cash flow Sensitivity  
 2- Modigliani, F., Miller, M.,  
 3- Perfect capital markets  
 4- Cost of capital  
 5- Fazzari, S., et al., (1988)  
 6- Kaplan, S., Zingales, L.,  
 7- Cleary, S.,

## ۱-۲- تعریف مساله

در صورت فقدان نقص های بازار سرمایه<sup>۱</sup> مثل نقص های اطلاعاتی و قراردادی، استدلال می شود که هیچ گونه اختلافی بین هزینه تامین مالی داخلی و خارجی وجود ندارد. به عبارتی تمام شرکت ها دسترسی مساوی و نامحدود به تامین مالی خارجی داشته و از این رو می توانند تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی خودشان را از هم تفکیک کنند. در صورت با کشش بودن عرضه سرمایه، این فرض وجود دارد که مخارج سرمایه ای یک شرکت کاملاً تابعی از فرصت های سرمایه گذاری آن می باشد. لیکن در صورت وجود نقص های بازار سرمایه، جانشینی کاملی بین منابع وجوه داخلی و خارجی وجود ندارد. هزینه تامین مالی خارجی را می توان تابعی از نقص های بازار سرمایه دانست [۶]. بطور دقیق تر اختلاف موجود را می توان ناشی از مشکلات قراردادی، هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۲</sup> موجود بین سرمایه گذاران درون سازمانی و بیرون سازمانی دانست [۳۱، ۲۵]. شرکت هایی که دچار مشکلات اطلاعاتی و نمایندگی<sup>۳</sup> شدیدی هستند، دسترسی محدودی به تامین مالی خارجی داشته، بنابراین فرصت های سرمایه گذاری سودآور را به آسانی رد نموده و یا از آنها صرف نظر می کنند. این موضوع در دراز مدت به توانایی سودآوری، رشد و در نتیجه وضعیت مالی شرکت ها لطمه وارد نموده و چه بسا زمینه ساز عقب ماندن از عرصه رقابت و حذف از بازار را برای شرکت ها ایجاد نماید. چنین شرکت هایی را شرکت های با محدودیت مالی<sup>۴</sup> می نامند. بنابراین دسترسی به منابع وجوه داخلی برای شرکت های با محدودیت مالی موضوعی حیاتی و بسیار مهم تلقی می شود. پس این انتظار وجود دارد که در صورت نوسانات در جریان های نقدی، سرمایه گذاری شرکت های با محدودیت مالی تحت نوسانات شدیدی قرار گیرد. بعلاوه انتظار می رود که شرکت های بدون محدودیت مالی، بعلت دسترسی آسان و کم هزینه به منابع وجوه خارجی دارای حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پایین تری نسبت به شرکت های با محدودیت مالی باشند.

اما زمانیکه شرکت شدیداً در وضعیت بدی قرار دارد، سرمایه گذاری نمی تواند به جریان نقدی حساسیت نشان دهد. درک شهودی این است، زمانیکه کمبود نقدینگی شدید است، شرکت به سمت بحران مالی سوق می یابد و تنها قادر به انجام سرمایه گذاری های کاملاً اساسی می باشد. هر گونه کاهش اضافی در سرمایه گذاری در پاسخ به کاهش های اضافی در جریان نقدی ناممکن است، بطوریکه حساسیت سرمایه گذاری به

- 
- 1- Capital market imperfections
  - 2- Information asymmetry
  - 3- Informational and agency problems
  - 4- Financially constraint firms

جریان نقدی بسیار پایین می باشد. طبق تعریف، شرکت با محدودیت مالی دسترسی محدود تری به تامین مالی خارجی دارد و با سرعت بیشتری به مرحله سرمایه گذاری حداقل<sup>۱</sup> می رسد. بنابراین شرکت بدون محدودیت مالی احتمالاً حساسیت بیشتری را نسبت به شرکت با محدودیت مالی، خصوصاً هنگامیکه جریان های نقد داخلی پایین هستند، نشان می دهد. استدلال این است که جریان نقد منفی شاخصی سودمند است برای مشخص نمودن شرکت هایی که در بحران مالی قرار دارند [۳]. لذا ما در اینجا به دنبال یافتن پاسخ این سوال هستیم که آیا جریان های نقد منفی می تواند موجب کاهش اثر محدودیت های مالی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی گردد؟

### ۱- ۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

سرمایه گذاری شرکت یک عامل حیاتی است که فعالیت بازار سرمایه و اقتصاد را در سطح وسیعی تحت تاثیر قرار می دهد. تاکنون هیچگونه اتفاق نظری در رابطه با این که کدام عوامل بیشترین تاثیر را بر چنین تصمیماتی دارند، بدست نیامده است. اغلب محققان با این نظر موافق بودند که سطح محدودیت های مالی یک شرکت، نقش مهمی در تصمیم سرمایه گذاری آن بازی می کند [۹]. تصمیمات سرمایه گذاری از جمله عوامل اصلی رقابت و تداوم بقا در دنیای کنونی بوده و باید با هدف حداکثر ساختن ارزش و رشد شرکت اتخاذ گردد. وابستگی سرمایه گذاری به منابع وجوه داخلی به این دلیل که تامین مالی خارجی پرهزینه است مطلوب نبوده و از تئوری بازارهای کامل فاصله دارد. شرکت ها ممکن است بدلیل نوسان در جریانهای نقدی داخلی، بعضی از فرصت های سرمایه گذاری را رد نموده و یا آن ها را به تعویق اندازند. محققان نشان دادند که شرکتهای با کسری جریان نقدی از بازارهای سرمایه خارجی به منظور پوشش این کسری استفاده ننموده و از سرمایه گذاری صرف نظر می کنند. چنین وضعیتی در بلند مدت به توانایی رقابت و سودآوری شرکت ها لطمه وارد نموده و شرکت ها را به سمت بحران های مالی و ورشکستگی سوق خواهد داد. بدیهی است که بحران های مالی و ورشکستگی شرکت ها اثرات بسیار شدید و منفی بر شاخص های کلان اقتصادی چون نرخ بیکاری، تولید ناخالص ملی و ... خواهد داشت [۳۳].

دلایل شکاف موجود بین هزینه تامین مالی داخلی و خارجی را می توان عمدتاً به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مربوط دانست [۲۵، ۳۱]. برای درک اهمیت موضوع مثالی ذکر می گردد. وجود

---

1- Underinvestment

استانداردهای ضعیف حسابداری می تواند موجب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی گردد [۴۰] و این رابطه موجود را می توان در چارچوب گزارشگری و شفافیت ضعیف توجیه نمود. بهبود سیستم های بازار سرمایه، ایجاد ابزارهای نوین تامین مالی، بهبود قوانین و مقررات دولتی، بهبود استانداردهای حسابداری و حسابرسی مسلماً در کاهش نقص های بازار سرمایه نقش مهمی ایفا خواهد نمود. لذا ضروری است به این موضوع پرداخته شود که آیا چنین تئوری هایی در بازار نوظهور ایران نیز کاربرد دارد یا خیر؟

#### ۱-۴- فرضیات تحقیق

- با توجه به تئوریه‌ها و پیشینه موضوع، این تحقیق شامل فرضیه‌هایی به شرح زیر است:
- ۱- بین مشاهدات سرمایه گذاری و جریان نقدی رابطه مستقیم معنی داری وجود دارد.
  - ۲- در شرکت های بدون محدودیت مالی حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در مقایسه با شرکت های دارای محدودیت مالی بیشتر است.

#### ۱-۵- اهداف تحقیق

هدف اصلی این تحقیق بررسی اثر جریان های نقدی منفی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به عبارت دیگر، آیا جریان های نقدی منفی می تواند موجب کاهش اثر محدودیت های مالی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی گردد.

#### ۱-۶- کاربردهای تحقیق

با توجه به این که تا کنون تحقیقی تحت این عنوان در ایران صورت نگرفته است، امید است تحقیق حاضر گام کوچکی برای توسعه ادبیات تجربی در این خصوص در کشور باشد. از سوی دیگر، حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی که در ادبیات تئوریک به عنوان معیاری برای وجود محدودیت های تامین مالی خارجی در نظر گرفته شده است و محدودیت در تامین مالی خارجی حاکی از وجود نقص های موجود در بازار سرمایه اعم از نقص های اطلاعاتی و نمایندگی می باشد، لذا انتظار می رود با انجام این تحقیق تا حدودی پی به میزان تاثیر این نقص ها بر بازار نوظهور ایران برده و بتواند عامل محرکی باشد تا دست اندرکاران با ارائه راهکارها و



انجام اقدامات اصلاحی لازم در جهت کاهش نقص های موجود در بازار برآمده و به سمت بازار کامل جهت گیری نماییم.

#### ۱-۷- حدود تحقیق

قلمرو موضوعی: در این تحقیق قلمرو موضوعی شامل بررسی اثر جریان های نقدی منفی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

قلمرو مکانی: شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

قلمرو زمانی: این تحقیق از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ می باشد.

#### ۱-۸- روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف توسعه ای بوده و در حیطه تحقیقات توصیفی - رگرسیونی است و داده های مورد نیاز آن از اطلاعات واقعی شرکتهای در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری خواهد شد.

#### ۱-۹- روش و ابزار گردآوری داده ها

اطلاعات و داده های مورد نیاز این تحقیق با استفاده از دو روش جمع آوری خواهند شد:

۱. اطلاعاتی که مربوط به مباحث تئوریک پژوهش می باشند از منابع مختلف مانند کتب و نشریات معتبر بین المللی که بصورت آنلاین در پایگاه های اینترنتی موجود می باشند، جمع آوری خواهد شد.
۲. اطلاعات و داده های خام مورد نیاز شرکت ها به منظور بررسی فرضیه های پژوهش از طریق نرم افزارهای ره آورد نوین، تدبیر پرداز و در مواقع لزوم از طریق مراجعه مستقیم به صورت های مالی شرکت ها که در لوح های فشرده (CD) منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و وب سایت [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) در دسترس است، جمع آوری خواهد شد.

#### ۱-۱۰- جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و نمونه آماری از میان این شرکت ها استخراج خواهد گردید.

## ۱۱-۱- نمونه انتخابی

نمونه شامل شرکت هایی است که تمام شرایط زیر را دارا باشند:

۱. پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
۲. جزو شرکت های مالی (مثل بانک ها، موسسات بیمه) و شرکت های سرمایه گذاری نباشند.
۳. قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و قیمت سهام آنها در پایان هر کدام از سال های ۱۳۸۰-۱۳۸۶ مشخص باشد.
۴. در طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۰-۱۳۸۶) تغییر سال مالی نداشته باشند.
۵. حداقل در یکی از سال های دوره مورد بررسی (۱۳۸۰-۱۳۸۶) دارای خالص جریانهای نقدی عملیاتی منفی باشند.
۶. اطلاعات مالی آن ها قابل دسترس باشد.

## ۱۲-۱- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

برای بررسی و تعیین حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی از مدل (۱-۱) استفاده می شود [۶]:

$$I_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 CFLOW_{it} + \beta_2 Q_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱-۱)}$$

که در این مدل :

$I$ : بیانگر شرکت (بعد مکانی) و  $t$  بیانگر سال (بعد زمانی) می باشد؛

$I$ : بیانگر سرمایه گذاری بوده و با استفاده از نسبت مخارج سرمایه ای در داراییهای ثابت بر خالص دارایی

های ثابت اول دوره اندازه گیری می شود؛

CFLOW: بیانگر جریان نقدی بوده و با استفاده از نسبت خالص جریان های نقدی حاصل از فعالیت های

عملیاتی بر خالص دارایی های ثابت اول دوره اندازه گیری می شود؛

$Q$ : بیانگر فرصت های رشد ( $Q$  توبین<sup>۱</sup>) بوده و برابر با نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها بعلاوه ارزش بازار

حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری کل دارایی ها می باشد [۶،۱۴،۳۶،۳۹].

در بسیاری از پژوهش های انجام شده، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را براساس رگرسیون

سرمایه گذاری به جریان نقدی و  $Q$  توبین بررسی نموده اند [۲۳،۲]. در یک بازار سرمایه کامل، ضریب  $Q$  توبین

---

1- Tobin's Q

باید تنها متغیر تاثیر گذار بوده و ضریب CFLOW از لحاظ آماری معنی دار نباشد. ضریب مثبت و معنی دار متغیر CFLOW به عنوان شاهدهی برای وجود محدودیت های تامین مالی خارجی تلقی می گردد [۲۷]. متغیر مورد علاقه در این تحقیق CFLOW بوده و ضریب آن (یعنی  $\beta_1$ ) بعنوان حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تعریف خواهد شد. به منظور طبقه بندی شرکت ها به طبقات با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی از معیار های اندازه شرکت<sup>۱</sup>، عمر شرکت<sup>۲</sup>، نسبت سود تقسیمی<sup>۳</sup>، گروه تجاری<sup>۴</sup>، سطح نگهداری وجه نقد<sup>۵</sup>، مدل وجه نقد بهینه<sup>۶</sup> و سطح نگهداری وجه نقد-مدل وجه نقد بهینه استفاده خواهد شد.

مدل وجه نقد بهینه: این مدل بصورت مدل (۲-۱) تصریح گردیده است [۶]:

$$CASH_i = \beta_0 + \beta_1 DCASH_i + \beta_2 CFLOW_i + \beta_3 STD_i + \beta_4 SSTD_i + \beta_5 Q_i + \beta_6 I_i + \beta_7 SIZE_i + \beta_8 DIVIDEND_i + \beta_9 AGE_i + \beta_{10} BUS - GROUP_i + u_i \quad \text{مدل (۲-۱)}$$

که در این مدل:

$i$  بیانگر شرکت (واحد های مقطعی) می باشد؛

CASH: نسبت موجودی وجوه نقد بر کل داراییها؛

DCASH: مقدار با وقفه متغیر وابسته می باشد، به عبارت دیگر  $CASH_{t-1}$ ؛

CFLOW: بیانگر جریان نقدی بوده و با استفاده از نسبت خالص جریان های نقدی حاصل از فعالیت های

عملیاتی بر خالص دارایی های ثابت اول دوره اندازه گیری می شود؛

STD: نسبت ارزش دفتری بدهی های کوتاه مدت بر کل داراییها؛

SSTD: مجذور STD؛

Q: بیانگر فرصت های رشد (Q توبین) بوده و برابر با نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها بعلاوه ارزش بازار

حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری کل دارایی ها می باشد؛

I: بیانگر سرمایه گذاری بوده و با استفاده از نسبت مخارج سرمایه ای در داراییهای ثابت بر خالص دارایی

های ثابت اول دوره اندازه گیری می شود؛

SIZE: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل داراییها؛

- 
- 1- Firm size
  - 2- Firm age
  - 3- Dividend ratio
  - 4- Business group
  - 5- Cash holdings
  - 6- Optimal cash model

DIVIDEND: نسبت سود نقدی پرداختی بر ارزش دفتری کل داراییهای اول دوره؛

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

BUS - GROUP: متغیر موهومی<sup>۱</sup> بوده و در صورتیکه شرکت عضو یک گروه تجاری باشد مقدار یک و در

غیر اینصورت مقدار صفر می گیرد.

در صورت کامل بودن بازار های سرمایه سطح بهینه نگهداری وجه نقد نامربوط خواهد بود، زیرا شرکت ها

قادر خواهند بود که در هر لحظه از زمان به یک نرخ یکسان قرض دهی و قرض گیری کنند [۲۶].

به منظور آزمون فرضیه اول لازم است تا مدل (۱-۱) را در حالت کلی برآورد نموده، علامت و معنی داری ضریب

CFLOW را تعیین نماییم.

برای بررسی فرضیه دوم، ابتدا شرکت های موجود در نمونه را با استفاده از معیارهای بیان شده به دو گروه،

شرکت های بدون محدودیت مالی و با محدودیت مالی طبقه بندی می کنیم و سپس مدل (۱-۱) را در هر دو

گروه از شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی برآورد نموده و ضریب CFLOW بدست آمده

در هر دو گروه را با هم مقایسه می کنیم.

### ۱-۱۳- تعریف واژه ها و مفاهیم کلیدی

**حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی:** تغییر در میزان سرمایه گذاری شرکت به ازای تغییر در

میزان جریان نقدی است.

**جریان های نقدی منفی:** مقصود از جریان های نقدی منفی در این تحقیق، مازاد جریان های خروجی بر

جریان های ورودی وجه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی می باشد.

**محدودیت های تامین مالی:** دلالت بر دسترسی محدود شرکت ها به تامین مالی خارجی دارد که ناشی

از وجود مشکلات اطلاعاتی و نمایندگی شدید در آنها می باشد [۳۱، ۲۵].

**عدم تقارن اطلاعاتی:** عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این موضوع دارد که مشارکت کنندگان در بازار

دسترسی یکسانی به اطلاعات ندارند. مثلا افراد درون سازمانی دارای اطلاعات جزئی تری راجع به تصمیمات

استراتژیک شرکت بوده و آن را در اختیار سرمایه گذاران خارجی قرار نمی دهند [۲۷].

---

1- Dummy variable