



**پایان نامه**

**برای دریافت مدرک کارشناسی ارشد**

**رشته حسابداری**

**رابطه نامتقارن بین ذخایز نقدی و حساسیت گردش وجه نقد  
در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

**ریحانه علیخانی کوپائی**

**استاد راهنما :**

**دکترسید حسن صالح نژاد**

**استاد مشاور :**

**خانم یاسمن خلیلی**

**تابستان ۱۳۹۲**



دانشگاه پیام نور

مرکز بهشهر

پایان نامه

برای دریافت مدرک کارشناسی ارشد

رشته حسابداری

**رابطه نامتقارن بین ذخایز نقدی و حساسیت گردش وجه نقد  
در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

ریحانه علیخانی کوپائی

استاد راهنما :

دکترسید حسن صالح نژاد

استاد مشاور :

خانم یاسمن خلیلی

تابستان ۱۳۹۲

تقدیم به

پدر فداکار

و

مادر مهربانم

و

همسر عزیزم

## تقدیر و تشکر

وظیفه خود می دانم از استاد گرانقدر جناب آقای دکتر صالح نژاد که در طول نگارش پایان نامه از راهنمائیهای ارزنده ایشان بهره مند بودم ، سپاسگزاری کنم .

انجام این تحقیق مدیون مشاوره ارزشمند استاد ارجمند سرکار خانم یاسمن خلیلی است که در تمامی مراحل تحقیق ، ارشادات ایشان راهگشای انجام کار بوده است .

## چکیده

یکی از اهداف مهم تامین مالی شرکت ها ، سرمایه گذاری در پروژه های سود آور است . راه های زیادی برای تامین منابع مالی لازم وجود دارد . شیوه های مختلف تامین مالی شامل تامین مالی داخلی و خارجی می باشد . ادعا می شود که در صورت وجود مشکلات نمایندگی<sup>۱</sup> و عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۲</sup> ، اتکا شرکت به منابع داخلی جهت تامین مالی افزایش می یابد . شرکت هایی که بیشتر در معرض این مشکلات قرار داشته باشند شرکت های دچار محدودیت مالی<sup>۳</sup> نامیده اند . یکی از شاخص های که در سال های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته میزان حساسیت گردش وجه نقد شرکت ها است . میزان ذخایر نقدی بهینه شرکت ها با استفاده از معادله ای که بر مبنای عوامل نگهداری وجه نقد توسط شرکت ها طراحی گردیده است ، اندازه گیری می شود . داده های مورد استفاده شامل نمونه مرکب از ۵۸ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۰-۹۰ می باشد .

برای تجزیه و تحلیل داده ها از روش داده های تابلویی استفاده شده . نتایج حاصل از آزمون تجربی فرضیه ها نشان می دهد که بین حساسیت گردش وجه نقد و ذخایر نقدی رابطه معناداری وجود ندارد و لی بین اندازه شرکت و نسبت سود تقسیمی و حساسیت گردش وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد . بین حساسیت گردش وجه نقد در شرکت های دچار محدودیت مالی و شرکت های فاقد محدودیت مالی تفاوت قابل قبولی وجود دارد همچنین در بین شرکت های دارای جریان نقدی عملیاتی مثبت با شرکت های دارای جریان نقدی منفی و میزان حساسیت گردش وجه نقد تفاوت وجود دارد که به طور کامل در فصل چهارم بررسی شده اند .

**کلید واژه ها :** حساسیت گردش وجه نقد<sup>۴</sup> ، ذخایر نقدی<sup>۵</sup> ، عدم تقارن<sup>۶</sup>

---

<sup>۱</sup> Agency cost  
<sup>۲</sup> Asymmetric information  
<sup>۳</sup> Constrained firms  
<sup>۴</sup> Cash flow sensitivity  
<sup>۵</sup> Cash holding  
<sup>۶</sup> asymmetric

## فهرست مطالب

صفحه

عنوان

### فصل اول : کلیات تحقیق

|    |   |
|----|---|
| ۱۱ | ..... ۱-۱- مقدمه                        |
| ۱۲ | ..... ۲-۱- شرح و بیان مسئله پژوهشی      |
| ۱۴ | ..... ۳-۱- اهمیت انجام پژوهش            |
| ۱۵ | ..... ۴-۱- اهداف پژوهش                  |
| ۱۶ | ..... ۵-۱- کاربرد نتایج پژوهش           |
| ۱۶ | ..... ۶-۱- فرضیه های پژوهش              |
| ۱۶ | ..... ۷-۱- نوع پژوهش                    |
| ۱۷ | ..... ۸-۱- جامعه آماری                  |
| ۱۷ | ..... ۹-۱- شیوه نمونه گیری و حجم نمونه  |
| ۱۷ | ..... ۱۰-۱- روش و ابزار گردآوری اطلاعات |
| ۱۷ | ..... ۱۱-۱- ابزار تجزیه و تحلیل         |
| ۱۸ | ..... ۱۲-۱- واژه های کلیدی پژوهش        |
| ۱۸ | ..... ۱۳-۱- جمع بندی                    |

### فصل دوم : مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

|    |  |
|----|--|
| ۱۹ | ..... ۱-۲- مقدمه                       |
| ۲۰ | ..... ۲-۲- مخارج سرمایه ای             |
| ۲۰ | ..... ۳-۲- مبانی بودجه بندی سرمایه ای  |
| ۲۱ | ..... ۴-۲- بودجه بندی سرمایه ای        |
| ۲۲ | ..... ۵-۲- فرایند بودجه بندی سرمایه ای |
| ۲۵ | ..... ۱-۵-۲- مرحله برنامه ریزی         |
| ۲۵ | ..... ۲-۵-۲- مرحله ارزیابی طرحها       |

- ۲۵ ..... ۲-۵-۳- مرحله انتخاب طرحها
- ۲۵ ..... ۲-۵-۴- مرحله اجرا
- ۲۶ ..... ۲-۵-۵- مرحله کنترل و پیگیری
- ۲۶ ..... ۲-۵-۶- مرحله رسیدگی و بازرسی عملیات (حسابرسی)
- ۲۷ ..... ۲-۶-۶- عواملی که بر تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای موثر می باشند، کدامند؟
- ۲۸ ..... ۲-۶-۱- شرایط اقتصادی
- ۲۸ ..... ۲-۶-۲- سیاستهای رشد
- ۲۸ ..... ۲-۶-۳- ارزیابی مخاطره
- ۲۸ ..... ۲-۶-۴- عوامل ادراکی
- ۲۹ ..... ۲-۷-۷- مفروضات بودجه بندی سرمایه ای
- ۲۹ ..... ۲-۷-۱- به حداکثر رساندن سود سهامداران
- ۲۹ ..... ۲-۷-۲- قطعی بودن میزان درآمدها و هزینه ها
- ۲۹ ..... ۲-۷-۳- جریان های ورودی و خروجی به صورت نقد
- ۳۰ ..... ۲-۸-۸- روش های ارزیابی طرح های سرمایه گذاری
- ۳۱ ..... ۲-۸-۱- دوره بازگشت سرمایه (PP)
- ۳۱ ..... ۲-۸-۲- معکوس دوره بازگشت سرمایه (PR)
- ۳۱ ..... ۲-۸-۳- روش خالص ارزش فعلی (npv)
- ۳۳ ..... ۲-۸-۴- شاخص نرخ سودآوری (PI)
- ۳۴ ..... ۲-۸-۵- نرخ بازده داخلی (IRR)
- ۳۵ ..... ۲-۸-۶- شاخص نرخ بازده حسابداری (ARR)
- ۳۶ ..... ۲-۹-۹- روش های تحلیل مخاطره
- ۳۹ ..... ۲-۱۰-۱۰- نظریه اقتصادی سرمایه گذاری
- ۳۹ ..... ۲-۱۱-۱۱- میزان در سرمایه گذاری
- ۳۹ ..... ۲-۱۱-۱- مقدار هزینه و سود موردانتظار
- ۳۹ ..... ۲-۱۱-۲- نظریه نئوکلاسیکها
- ۴۰ ..... ۲-۱۱-۳- میزان ریسک و امنیت اقتصادی

- ۴۱ ..... نظریه شتاب سرمایه گذاری. ۴-۱۱-۲
- ۴۱ ..... ابزارهای تامین مالی. ۱۲-۲
- ۴۲ ..... تامین مالی کوتاه مدت. ۱-۱۲-۲
- ۴۲ ..... اعتبار تجاری ( خرید نسبه کالا یا خدمت ) ۱-۱-۱۲-۲
- ۴۲ ..... اوراق تجاری کوتاه مدت ( اوراق قرضه ) ۲-۱-۱۲-۲
- ۴۲ ..... تامین مالی میان مدت و بلند مدت ۲-۱۲-۲
- ۴۲ ..... وامهای بانکی بلندمدت ۱-۲-۱۲-۲
- ۴۳ ..... اجاره های بلندمدت ۲-۲-۱۲-۲
- ۴۳ ..... سهام عادی شرکت ها ۳-۲-۱۲-۲
- ۴۳ ..... اوراق قرضه ۴-۲-۱۲-۲
- ۴۳ ..... سهام ممتاز ۵-۲-۱۲-۲
- ۴۳ ..... تعریف محدودیت مالی ۱۳-۲
- ۴۴ ..... معیار های سنتی محدودیت مالی ۱۴-۲
- ۴۴ ..... اندازه شرکت ۱-۱۴-۲
- ۴۵ ..... عمر شرکت ۲-۱۴-۲
- ۴۵ ..... نسبت سود تقسیمی ۳-۱۴-۲
- ۴۶ ..... گروه های تجاری ۴-۱۴-۲
- ۴۶ ..... معادله ذخایر نقدی بهینه ۱۵-۲
- ۴۶ ..... سرمایه گذاری ۱-۱۵-۲
- ۴۶ ..... فرصت سرمایه گذاری ۲-۱۵-۲
- ۴۷ ..... جریان نقدی عملیاتی ۳-۱۵-۲
- ۴۷ ..... میزان استفاده از بدهی ۴-۱۵-۲
- ۴۸ ..... پژوهش های خارجی ۱۶-۲
- ۴۹ ..... پژوهش های داخلی ۱۷-۲
- ۵۱ ..... جمع بندی ۱۸-۲



## فصل سوم : روش پژوهش

|    |  |
|----|--|
| ۵۲ | ..... ۱-۲-۱- مقدمه   |
| ۵۳ | ..... ۳-۳- فرضیه های پژوهش   |
| ۵۳ | ..... ۴-۳- قلمرو پژوهش   |
| ۵۴ | ..... ۲-۲- نوع پژوهش   |
| ۵۴ | ..... ۱-۴-۳- قلمرو مکانی   |
| ۵۴ | ..... ۲-۴-۳- قلمرو زمانی   |
| ۵۴ | ..... ۵-۳- جامعه آماری   |
| ۵۴ | ..... ۶-۳- نمونه آماری   |
| ۵۵ | ..... ۷-۳- نحوه جمع آوری داده  |
| ۵۵ | ..... ۸-۳- متغیرهای مستقل پژوهش  |
| ۵۷ | ..... ۱-۸-۳- نسبت جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی                      |
| ۵۷ | ..... ۲-۸-۳- سود تقسیمی  |
| ۵۷ | ..... ۳-۸-۳- اندازه شرکت   |
| ۵۷ | ..... ۴-۸-۳- نسبت مخارج سرمایه ای تقسیم بر کل دارایی                         |
| ۵۸ | ..... ۵-۸-۳- گروه تجاری  |
| ۵۸ | ..... ۶-۸-۳- نسبت خالص افزایش در دارایی غیر جاری ( ثابت ) تقسیم بر کل دارایی |
| ۵۸ | ..... ۷-۸-۳- نسبت بدهی کوتاه مدت تقسیم بر کل دارایی                          |
| ۵۸ | ..... ۹-۳- متغیرهای وابسته پژوهش   |
| ۵۸ | ..... ۱-۹-۳- نسبت ذخایر نقدی تقسیم بر کل دارایی                              |
| ۵۹ | ..... ۱۰-۳- روش تجزیه و تحلیل  |
| ۶۰ | ..... ۱۱-۳- روش های آزمون فرضیه های پژوهش                                    |
| ۶۱ | ..... ۱-۱۱-۳- روش آزمون فرضیه اول  |
| ۶۲ | ..... ۲-۱۱-۳- روش آزمون فرضیه دوم  |
| ۶۲ | ..... ۳-۱۱-۳- روش آزمون فرضیه سوم  |

|  |   |
|--|---|
| ۶۲                                       | ..... روش های آماری مورد استفاده در پژوهش   |
| ۶۳                                       | ..... ابزارهای اندازه گیری و محاسبه متغیرها   |
| ۶۴                                       | ..... جمع بندی  |
| <b>فصل چهارم : تجزیه و تحلیل داده ها</b> |   |
| ۶۵                                       | ..... ۱-۴- مقدمه  |
| ۶۶                                       | ..... ۲-۴- آمار توصیفی  |
| ۶۷                                       | ..... ۳-۴- آزمون فرضیه اول  |
| ۷۱                                       | ..... ۴-۴- آزمون فرضیه دوم  |
| ۷۸                                       | ..... ۵-۴- آزمون فرضیه سوم  |
| ۸۵                                       | ..... ۶-۴- جمع بندی   |
| ۸۶                                       | ..... ۱-۵- مقدمه  |
| ۸۷                                       | ..... ۲-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول  |
| ۸۷                                       | ..... ۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم  |
| ۸۸                                       | ..... ۴-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه سوم  |
| ۸۹                                       | ..... ۵-۵- تحلیل کلی نتایج آزمون فرضیه ها   |
| ۹۰                                       | ..... ۶-۵- نتیجه گیری   |
| ۹۰                                       | ..... ۷-۵- محدودیت های پژوهش  |
| ۹۰                                       | ..... ۸-۵- پیشنهاد های پژوهش  |
| ۹۰                                       | ..... ۱-۸-۵- کاربرد های حاصل از پژوهش   |
| ۹۲                                       | ..... پیوست شماره ۱ : نمونه انتخابی شرکت های عضو سازمان بورس اوراق بهادار تهران..         |
| ۹۳                                       | ..... پیوست شماره ۲ : نتایج مدل های پژوهش بدست آمده با استفاده از نرم افزار <b>Eviews</b> |
| ۹۸                                       | ..... پیوست شماره ۳: داده های استخراج شده و نتایج برنامه <b>Excel</b>                     |
| ۱۰۷                                      | ..... منابع و مأخذ  |

## فهرست جدول ها

- جدول ۴-۱- آمار توصیفی نمرات عوامل موثر بر حساسیت گردش وجه نقد ..... ۶۶
- جدول ۴-۲- نتایج آزمون لیمر نمرات عوامل موثر بر حساسیت گردش وجه نقد ..... ۶۸
- جدول ۴-۳- نتایج آزمون هاسمن نمرات عوامل موثر بر حساسیت گردش وجه نقد..... ۶۸
- جدول ۴-۴- نتایج تحلیل مدل برای نمرات عوامل موثر بر حساسیت گردش وجه نقد . ۶۹
- جدول ۴-۵- ضرایب پردازش مدل برای نمرات عوامل موثر بر حساسیت گردش وجه نقد ۷۰
- جدول ۴-۶- مقادیر آمار توصیفی شاخص WW..... ۷۲
- جدول ۴-۷- نتایج آزمون لیمر نمرات شرکت های با محدودیت مالی ..... ۷۲
- جدول ۴-۸- نتایج آزمون هاسمن نمرات مدل شرکت های با محدودیت مالی ..... ۷۳
- جدول ۴-۹- نتایج تحلیل مدل برای نمرات مدل شرکت های با محدودیت مالی..... ۷۳
- جدول ۴-۱۰- ضرایب پردازش مدل برای نمرات مدل شرکت های با محدودیت مالی... ۷۴
- جدول ۴-۱۱- نتایج آزمون لیمر نمرات مدل شرکت های با محدودیت مالی ..... ۷۵
- جدول ۴-۱۲- نتایج آزمون هاسمن نمرات مدل شرکت های بدون محدودیت مالی ۷۶
- جدول ۴-۱۳- نتایج تحلیل مدل برای نمرات مدل شرکت های بدون محدودیت مالی .. ۷۶
- جدول ۴-۱۴- ضرایب پردازش مدل برای نمرات مدل شرکت های بدون محدودیت مالی ۷۷
- جدول ۴-۱۵- نتایج آزمون لیمر مدل با مقدار مثبت متغیر نسبت جریان نقدی بر کل دارایی ۷۹
- جدول ۴-۱۶- نتایج آزمون هاسمن مدل با مقدار مثبت متغیر نسبت جریان نقدی بر کل دارایی ۷۹
- جدول ۴-۱۷- نتایج تحلیل مدل با مقدار مثبت نسبت جریان نقدی بر کل دارایی ..... ۸۰
- جدول ۴-۱۸- ضرایب پردازش مدل با مقدار مثبت متغیر نسبت جریان نقدی بر کل دارایی ۸۰
- جدول ۴-۱۹- نتایج آزمون لیمر مدل با مقدار منفی متغیر نسبت جریان نقدی بر کل دارایی ۸۱
- جدول ۴-۲۰- نتایج آزمون هاسمن مدل با مقدار منفی متغیر جریان نقدی بر کل دارایی ۸۲
- جدول ۴-۲۱- نتایج تحلیل مدل با مقدار منفی متغیر نسبت به جریان نقدی بر کل دارایی ۸۲
- جدول ۴-۲۲- ضرایب پردازش مدل با مقدار منفی متغیر نسبت جریان نقدی ..... ۸۳
- فهرست نمودار
- ۸ ۲- فرایند بودجه بندی سرمایه ای..... ۲۷

## فصل اول

### کلیات پژوهش

#### ۱-۱- مقدمه

در این فصل، کلیات پژوهش ارائه شده است. هدف از ارائه فصل حاضر این است که خواننده با جایگاه و نقاط تمایز پژوهش با سایر مطالعات آشنا شده و تصویری کلی از مراحل پژوهش را مشاهده نماید به این ترتیب که ابتدا مبانی نظری پژوهش به صورت مختصر ارائه می شود. در قسمت اهمیت و ضرورت تحقیق به نقشی که نتایج پژوهش در سیاست گذاری های کلان اقتصادی کشور و تصمیم گیری مدیران شرکت ها ایفا می کند، پرداخته می شود. پیشنهاد های کاربردی حاصل از نتایج پژوهش در فصل پنجم ارائه شده است. سپس اهداف چهار گانه پژوهش، استفاده کنندگان احتمالی، نتایج پژوهش و فرضیه های پژوهش ارائه می گردد. در قسمت روش تحقیق، ابتدا نوع پژوهش در مبنای هدف و ماهیت بیان می شود، در ادامه به معرفی جامعه آماری، روش نمونه گیری و ابزار گرد آوری متغیرهای مورد استفاده در پژوهش پرداخته می شود. روش آماری و تکنیک های اقتصادسنجی به کار گرفته شده در پژوهش در فصل سوم به صورت مفصل تشریح می شود. در پایان فصل نیز واژگان کلیدی به صورت گسترده ای در سایر فصول و به ویژه در فصل دوم به کار گرفته شده اند.

## ۱-۲- شرح مسئله پژوهشی

یکی از اهداف مهم تامین مالی، انجام سرمایه گذاری در شرکت ها برای سود آوری بیشتر می باشد. مدیران شرکت به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت به دنبال اجرای سرمایه گذاریهای سود آور میباشند که انجام این پروژه ها ی سود آور مستلزم تامین مالی می باشد. عنایتی (۱۳۸۳) معتقد است، تنها منابع تامین مالی کمبود نقدینگی تسهیلات بانکی نیست و راهکارهای دیگری نیز وجود دارد. محدودیت های مالی داخلی محدودیت هایی هستند که در ارتباط با منابع (وجه نقد) داخل واحد تجاری مطرح بوده و می توان تحت عنوان هزینه نمایندگی مطرح کرد. میزان اتکا یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق "حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی" آن شرکت تعیین می شود. ادعا می شود که شرکت هایی که دچار محدودیت های مالی هستند از حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی بیشتری برخوردارند. شرکت هایی که نارسایی های مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود بیشتر به منابع داخلی تکیه می کنند. خرازی و همکارانش بر مبنای این اندیشه شاخص به نام "حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی" را معرفی کرده است. در این پژوهش با توجه به نظریات آلمیدا و همکارانش<sup>۱</sup> و ریدیک<sup>۲</sup> در مورد حساسیت گردش وجه نقد از ذخایر نقدی به بررسی نظریات آنها پرداخته خواهد شد. ریدیک و همکارانش معتقدند که حساسیت گردش وجه نقد از ذخایر نقدی به طور کلی منفی می باشد. پژوهش های قبل به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته و نشان می دهد که شرکت های که ذخایر نقدی نگهداری می کنند بسیار می باشند که وجود این ذخایر نقدی زمان نبود وجه نقد در شرکت از هزینه ی بالای تامین مالی منابع از خارج شرکت جلوگیری می کند. آلمیدا و همکارانش مدلی را ارائه دادند که در آن شرکت ها برای دسترسی به منابع خارجی با مشکلات زیادی مواجه هستند و بخش بیشتری از منابع مالی خود را از داخل شرکت تامین می کنند که اصطلاحاً به چنین شرکت هایی "شرکت دچار محدودیت مالی"<sup>۳</sup> می نامند که معیار های محدودیت مالی به دو گروه سنتی و مدرن تقسیم می شوند. معیارهای سنتی محدودیت مالی شامل: اندازه شرکت<sup>۴</sup>، عمر شرکت، نسبت سود

---

<sup>۱</sup>Aimida

<sup>۲</sup>Riddick

<sup>۳</sup>Constrained firms

<sup>۴</sup>Sizefrim

تقسیمی<sup>۱</sup>، گروه‌های تجاری<sup>۲</sup> می‌باشد. معیارهای مدرن محدودیت مالی شامل: شاخص ترکیبی، ارزش افزوده اقتصادی، حساسیت جریان نقدی و ذخایر نقدی است.

یکی از معیارهای مدرن محدودیت مالی ذخایر نقدی (وجوه نقد و معادل) آن در شرکت است. تعیین میزان ذخایر نقدی برای بسیاری از شرکت‌ها از اهمیت خاص برخوردار است. هر چه میزان قدرت نقد شوندگی بیشتر باشد بازده حاصل از آن کاهش می‌یابد بنابراین شرکتی که دسترسی مناسبی به بازارهای سرمایه دارد نباید به نگهداری بپردازد.

آلمیدا و همکارانش بر مبنای انگیزه احتیاطی نگهداری وجه نقد استدلال می‌کنند که شرکت‌ها دارای محدودیت مالی، به منظور بهره برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی و جلوگیری از هدر رفتن فرصت‌های ارزشمند قسمت زیادی از جریان نقدی خود را ذخیره می‌کنند.

تحقیقات ریدیک و ویتد<sup>۳</sup> نشان می‌دهد که ارتباط مثبتی بین تغییرات در وجه نقد و گردش وجه نقد وجود دارد که کاهش (افزایش) وجه نقد در زمانی که گردش وجه نقد منفی (مثبت) است ایجاد می‌شود. ریدیک و ویتد با وقف دادن نتایج خود با نظریه آلمیدا و همکارانش از یک شاخص گشتاور (GGM) برای بیان حساسیت گردش وجه نقد منفی از وجوه نقد استفاده می‌کنند که نشان می‌دهند نامتقارن بودن حساسیت گردش وجه نقد به دلیل وجود قراردادهای الزام آور، منع اخبار نامناسب و هزینه نمایندگی ایجاد می‌شود. که با توجه به مباحث ذکر شده در این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سوالات که آیا حساسیت گردش وجه نقد زمانی که گردش وجه نقد مثبت<sup>۴</sup> است با زمانی که گردش وجه نقد منفی<sup>۵</sup> است تفاوت دارد؟ آیا شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که فاقد محدودیت مالی اند، در میزان عدم تقارن حساسیت گردش وجه نقد موثر هستند یا خیر؟ و آیا ذخایر نقدی بر حساسیت گردش وجه نقد تاثیر دارد؟

برای این پژوهش سه فرضیه مطرح شده که با استفاده از روش تجزیه تحلیل آماری مورد آزمون تجربی قرار خواهد گرفت.

---

<sup>۱</sup> Payout ratio

<sup>۲</sup> Bond rating

<sup>۳</sup> Riddivk la whited

<sup>۴</sup> Positive cf

<sup>۵</sup> Negative cf

### ۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

در کشور ما تاکنون پژوهشی درباره تعیین محدودیت مالی با معیار ذخایر نقدی صورت نگرفته با توجه به عدم وجود سازگاری های مناسب جهت حمایت از حقوق سرمایه گذاران نرخ تامین مالی در بازار سرمایه نسبتاً بالا است. آلمیدا و همکاران به بررسی جریان نقدی عملیاتی و ذخایر نقدی پرداختند. هدف اصلی آنها مقایسه معیار " حساسیت جریان نقدی وجه نقد" با " حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری" بود. آنها با استفاده از تحلیل ها نظری و تجربی، اقدام به گسترش مدل نقدینگی اوپلر<sup>۱</sup> نمودند که با استفاده از داده های متعلق به ۲۹۹۵۴ شرکت از سال ۱۹۷۱-۲۰۰۰ در بازار بورس اوراق بهادار نیویورک، اثبات کرده اند که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسب تری برای شناسایی محدودیت های مالی است (اوپلر، ۱۹۹۹: ۴۵).

ارسلان و همکاران رابطه جریان نقدی و سرمایه گذاری را در شرکت های ترکیه قبل و بعد از یک دوره بحران مالی بررسی کردند، آنها با استفاده از مدل جریان نقدی بهینه، شرکت ها را به دو گروه طبقه بندی نموده، حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی در بین شرکت های دو گروه مقایسه کردند. یافته آنها نشان داد که در دوره بحران مالی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به میزان قابل توجهی افزایش می یابد. همچنین ذخایر نقدی معیار مناسبی برای تعیین محدودیت های مالی یک شرکت بوده، شرکت ها با ذخایر نقدی اندک، حساسیت سرمایه گذاری - ذخایر نقدی بالاتری دارند (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶: ۳۲۵).

حسین پور در پژوهشی با عنوان " بررسی رابطه بین عوامل موثر و حساسیت- جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین اندازه، ارزش افزوده، درصد سود تقسیمی، سابقه فعالیت شرکت و " حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی" پرداخت، وی با بررسی ۸۷ شرکت طی یک دوره پنج ساله، دریافت که بین اندازه، ارزش افزوده، نسبت سود تقسیمی شرکت و حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی رابطه ای وجود ندارد. مطالعه آنها، کارایی معیارها سنتی مالی را ارزیابی نمود (حسین پور، زهرا، ۱۳۸۴).

کاشانی پور و نقی نژاد در پژوهشی با عنوان " بررسی اثر محدودیت مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد" به مقایسه حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی وجه نقد به عنوان معیار های محدودیت مالی پرداختند. نمونه مورد استفاده ۷۸ شرکت برای دوره ۸۰-۸۵ تشکیل شده بود.

آنها با آزمون معنی دار بودن ضرایب معادله ذخایر نقدی بهینه، نتیجه گرفتند که حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری نسبت به حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسبی برای تعیین محدودیت های مالی است، با وجود این، آنها از معادله ذخایر نقدی بهینه برای طبقه بندی شرکت ها استفاده نکردند (کاشانی پور و نقی نژاد، ۱۳۸۸: ۹۵).

آقایی و همکاران در پژوهشی به عنوان " بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " به برآورد معادله ذخایر نقدی بهینه شرکت ها با استفاده از متغیر های مالی پرداختند. آنها پس از آزمون ضرایب معادله ذخایر نقدی بهینه، دریافتند که حساب های دریافتنی، خالص سرمایه در گردش، موجودی کالا و بدهیهای کوتاه مدت به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تاثیر منفی در نگهداری موجودی های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان های نقدی و سود خالص به ترتیب مهمترین عوامل دارای تاثیر مثبت بر نگهداری موجودی نقدی هستند آنها شواهد کافی در مورد تاثیر منفی بدهی های بلند مدت و اندازه شرکت ها بر نگهداری موجودی های نقدی به دست نیاوردند (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸: ۵۳).

#### ۱-۴- اهداف پژوهشی

اهداف پژوهشی انجام شده به شرح زیر می باشد:

۱. تعیین اثر ذخایر نقدی بر حساسیت گردش وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۲. مقایسه حساسیت گردش وجه نقد در شرکت های دچار محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی.

۳. مقایسه حساسیت گردش وجه نقد در شرکت ها با جریان نقدی مثبت و منفی.

که فرضیه دوم را با استفاده از شاخص WW محدودیت های مالی شرکت را نیز مورد آزمون قرار می دهیم.



## ۱-۵- کاربرد نتایج پژوهش

می توان تحلیل گران بازار بورس را در تحلیل فعالیتهای سرمایه گذاری شرکت ها و نحوه تامین منابع یاری کند. مدیران از نتایج حاصل می توانند در اولویت بندی منابع تامین مالی پژوهش سرمایه گذار شرکت استفاده کند. سهامداران با درک عوامل افزایش مخارج تامین مالی شرکت ها، می توانند در جهت کاهش مشکلات نمایندگی شرکت تلاش کنند. کاهش این مشکلات به کاهش مخارج تامین مالی شرکت و افزایش ثروت شرکت منجر می شود. بر مبنای مطالب ذکر شده می توان ادعا کرد که شرکت هایی که نارسایی مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است برای تامین پروژههای سرمایه گذاری خود، بیشتر بر منابع ذخایر داخلی تکیه دارند که باعث ایجاد حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد می شود، که این شاخص از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی تعریف می شود. بر این اساس، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است بنابراین از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود. همچنین بر اساس این شاخص در مورد شرکت هایی که نقص بازار بر آنها بیشتر است انتظار حساسیت جریان نقدی بیشتری وجود دارد. در این پژوهش می توان دریافت که حساسیت جریان نقدی بیشتر شامل شرکت های با محدودیت مالی می باشد تا شرکت های فاقد محدودیت مالی علاوه بر آن می توان دریافت که بین حساسیت گردش وجه نقد و ذخایر نقدی رابطه ی خطی وجود ندارد.

## ۱-۶- فرضیه های پژوهش

۱. بین حساسیت گردش وجه نقد و ذخایر نقدی رابطه ی معنا داری وجود دارد.
۲. حساسیت گردش وجه نقد در شرکت هایی که محدودیت مالی دارند با شرکت های فاقد محدودیت مالی متفاوت است.
۳. حساسیت گردش وجه نقد زمانی که گردش وجه نقد مثبت است با زمانی که گردش وجه نقد منفی است متفاوت است.

## ۱-۷- نوع پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف از نوع کاربردی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی می باشد. برای آزمون هر فرضیه از یک معادله استفاده می شود.

## ۱-۸- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ خواهد بود.

## ۱-۹- شیوه نمونه گیری و حجم نمونه

برای نمونه گیری از روش منظم یا حذف سیستماتیک استفاده خواهد شد، بدین ترتیب که شرکت هایی که شرایط زیر را دارند به عنوان نمونه آماری انتخاب و بقیه شرکت ها از نمونه آماری حذف می شوند.

۱. دوره مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم گردد و در طی دوره مورد تحقیق، سال خود را تغییر نداده باشند.

۲. اطلاعات مالی آنها در دسترس بوده و به طور مرتب صورت های مالی سالانه را ارائه داده باشند.

۳. قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۴. جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد.

که تعداد شرکت های مورد بررسی به ۵۸ عدد رسید.

## ۱-۱۰- روش و ابزار گردآوری اطلاعات

روش گردآوری اطلاعات کتابخانه ای و میدانی است. اطلاعات اساسی در خصوص پژوهش اعم از تاریخچه ویژگی ها و سایر موارد از کتب و نشریات موجود، مقالات فراهم شده، داده های مخارج سرمایه ای، قیمت، تعداد سهام، بدهی کوتاه مدت و سایر اطلاعات مربوط به بورس اوراق بهادار از آماره های منتشره توسط بورس و پایگاه اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره آورد نوین بدست آمده است.

## ۱-۱۱- ابزار تجزیه و تحلیل

در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل از آزمون  $F$  و  $R^2$  استفاده شده و استخراج نتایج از نرم افزار های Excel ، Eviews7، استفاده شده است.

## ۱-۱۲- واژه های کلیدی پژوهش

حساسیت جریان نقدی<sup>۱</sup>: به میزان انباشته سازی جریان نقدی .

شرکت های دچار محدودیت مالی<sup>۲</sup>: شرکت هایی که با توجه به عواملی مانند اندازه، مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات، در تامین منابع سرمایه خارجی دچار مشکل بوده و منابع داخلی برای آنها از اهمیت خاصی برخوردار است .

جریان نقدی عملیاتی<sup>۳</sup>: شامل جریانهای نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیتهای عملیاتی و نیز آن دسته از جریانهای نقدی است که ماهیتاً به طور مستقیم قابل ارتباط با سایر طبقات جریانهای نقدی صورت جریان وجوه نقد نباشد(نوروش و دیگران ۱۳۸۳).

شاخص سرمایه گذاری<sup>۴</sup>: یکی از ابزارهای اندازه گیری عملکرد شرکت ها که از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری یا ارزش جایگزین دارایی های شرکت بدست می آید و نشان دهنده فرصت های سرمایه گذاری شرکت است(کاراپام و همکاران، ۱۹۹۸:۶).

## ۱-۱۳- جمع بندی

در این فصل، ابتدا کلیاتی در رابطه با نقش ذخایر نقدی در تعیین مخارج سرمایه گذاری شرکت، عنوان شد. سپس به شرح و بیان مسئله پژوهشی پرداخته شد. در ادامه اهمیت و ضرورت انجام پژوهش، اهداف و کاربرد های پژوهش حاضر بیان گردید. به منظور بررسی مسئله پژوهشی و اهداف عنوان شده در فصل، سه فرضیه تدوین و بیان گردید. در فصل حاضر ضمن ارائه شرح مختصری از روش انجام پژوهش، به معرفی جامعه آماری مورد آزمون پرداخته شد و نحوه انتخاب نمونه آماری تشریح گردید. در پایان نرم افزار های کامپیوتری استفاده شده جهت آزمون فرضیه های پژوهش معرفی گردید. این پایان نامه به شیوه زیر سازمان دهی شده است، در فصل دوم مبانی نظری و پیشینه پژوهش تشریح شده است. فصل سوم به روش تحقیق و معرفی متغیرها و الگوهای آماری پژوهش اختصاص دارد. نتایج آزمون های آماری مربوط به فرضیه های پژوهش در فصل چهارم ارائه شده است. در نهایت پایان نامه با تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آزمون های تجربی و ارائه پیشنهاد برای تحقیقات آتی در فصل پنجم خاتمه می یابد .

---

<sup>۱</sup> sensitivity of cash flow  
<sup>۲</sup> constrained firm  
<sup>۳</sup> Operating Cash Flow  
<sup>۴</sup> Q-toobin

## فصل دوم

### مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

#### ۲-۱- مقدمه

در این فصل، مبانی نظری و ادبیات مرتبط با پژوهش ارائه می شود. هدف از ارائه فصل حاضر، آشنایی خواننده با مفاهیم مرتبط با هدف پژوهش و مبانی نظری مطرح شده توسط پژوهشهای قبلی است. در بخش اول، مفهوم مخارج سرمایه ای از دیدگاه حسابداری ارائه شده است. پس از مشخص شدن جایگاه مخارج سرمایه ای در ادامه حیات شرکت، مروری بر شیوه های ارزیابی پروژههای سرمایه گذاری توسط شرکت ها انجام می شود. این شیوه های ارزیابی دارای تاثیر مهمی بر نرخ تامین مالی قابل تحمل شرکتها است. سپس نظریه های اقتصادی سرمایه گذاری که عمدتاً مخارج سرمایه گذاری شرکت ها را تابع عوامل غیر مالی می دانند، معرفی شده اند. سپس شیوه هایی که شرکت ها برای تامین منابع لازم جهت اجرای پروژههای سرمایه گذاری خود بکار می برند همراه با مزایا و معایب هر شیوه ارائه شده است. بسیاری از معایب معرفی شده در مورد ابزارهای تامین مالی برون سازمانی، به مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های مبادله مربوط می شوند. تعاریف مربوط به محدودیت مالی شرکت و شیوه اندازه گیری آن در بخشی جداگانه ارائه شده است. پس از آشنایی با مفهوم محدودیت مالی، معیار های عملیاتی شناسایی محدودیت مالی در قالب معیارهای سنتی و معیارهای مدرن (ذخایر نقدی بهینه) معرفی شده است. در نهایت مروری بر مطالعات خارجی و داخلی مرتبط با موضوع پژوهش انجام شده است. این مطالعات در شناسایی مبانی نظری و نیز نتیجه گیری مقایسه ای که در فصل پنجم انجام می شود، مفید هستند.