





دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

تأثیر ویژگی‌های خاص شرکتی موثر بر سرعت تعدیل جزئی وجه نقد در رسیدن به
سطح بهینه نگهداشت موجودی نقدی

استاد راهنما:

دکتر عبدالله خانی

استاد مشاور:

دکتر غلامحسین کیانی

پژوهشگر:

امین یوسفی

مهرماه ۱۳۹۲

کلیه حقوق مادی و معنوی مترتب بر دست آوردهای
مطالعات، ابتکارات و نوآوری های ناشی از پژوهش
موضوع این پایان نامه متعلق به دانشگاه اصفهان
است. دانشجو موظف به رعایت آئین نامه و منشور
اخلاق در پژوهش برای ارائه و یا چاپ مطالب
مستخرج از پایان نامه خود می باشد.



دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی مدیریت مالی آقای امین یوسفی تحت عنوان

بررسی ویژگی‌های خاص شرکتی مرتبط با سرعت تعدیل جزئی وجه نقد، در رسیدن به
سطح بهینه نگهداشت موجودی نقدی

در تاریخ ۱۳۹۲/۰۷/۲۸ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با به تصویب نهایی رسید.

- ۱- استاد راهنمای پایان نامه دکتر عبدالله خانی با مرتبه علمی استادیار امضا
- ۲- استاد مشاور پایان نامه دکتر غلامحسین کیانی با مرتبه علمی استادیار امضا
- ۳- استاد داور داخل گروه دکتر مهدی عربصالحی با مرتبه علمی استادیار امضا
- ۴- استاد داور خارج گروه دکتر هادی امیری با مرتبه علمی استادیار امضا

امضای مدیر گروه

تقدیم به پدر بزرگوار و مادر مهربانم:

آن دو فرشته ای که از خواسته هایشان گذشتند،
سختی ها را به جان خریدند و خود را سپر بلای
مشکلات و ناملایمات کردند تا من به جایگاهی
که اکنون در آن ایستاده ام برسم.

تقدیم به خواهرم :

که وجودش شادی بخش و صفایش مایه آرامش
من است.

سپاس‌گزاری

توفیق خدمت‌گزاری به حریم دانش و پژوهش، موهبتی است که حضرت حق، بندگان خویش را از سر لطف و کرم نصیبی می‌رساند و آنان را به این افتخار عزت می‌بخشد. خدای را سپاس که به من توفیق اعطا نمود تا پژوهش حاضر را با موفقیت به انجام برسانم. در راستای این پژوهش همواره مورد لطف و عنایت عزیزانی بوده‌ام که بر خود لازم می‌دانم مراتب قدردانی خود را نسبت به آن‌ها ابراز نمایم.

با خالصانه‌ترین مراتب تقدیر و تشکر از:

استاد گرانقدر راهنما، جناب آقای دکتر عبدالله خانی که همواره در طی این پژوهش دلسوزانه، دانش و تجربه‌های ارزنده خویش را جهت به سرانجام رساندن این پژوهش در اختیار این جانب قرار دادند. استاد ارجمند مشاور، جناب آقای دکتر غلامحسین کیانی که همواره با تجربه‌های خویش، مرا از دریای علم و معرفتشان غنی ساختند.

اساتید محترم داور، جناب آقایان دکتر مهدی عربصالحی و دکتر هادی امیری که با دقت فراوان این پژوهش را مطالعه و داوری نموده‌اند.

همچنین با سپاس بی دریغ از همه‌ی دوستان گرانمایه و همکلاسی‌های عزیزم که مرا صمیمانه و مشفقانه یاری داده‌اند.

و با تشکر خالصانه به پیشگاه همه کسانی که به نوعی مرا در به انجام رساندن این مهم یاری نموده‌اند.

"در خاتمه از خداوند منان، علو درجات و عمر با عزت برایشان آرزومندم"

امین یوسفی

مهرماه ۱۳۹۲

چکیده:

مدیریت وجه نقد یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌باشد که در آن مدیران می‌بایست بین هزینه‌ی نگهداری وجه نقد و هزینه‌ی وجه نقد ناکافی تعادل برقرار کنند، در این میان نوع و اندازه‌ی این هزینه‌ها تا حدودی به استراتژی‌های مالی هر شرکت بستگی دارد. بنابراین، تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و بررسی عوامل موثر بر آن از اهمیت قابل توجه‌ایی برای مدیران شرکت‌ها برخوردار می‌باشد. مدیران شرکت‌ها پس از بررسی عوامل موثر بر سطح بهینه نگهداشت وجه نقد به دنبال آن خواهند بود که چگونه و با چه سرعتی قادرند سطح جاری وجه نقد خود را به سطح بهینه تعیین شده برسانند؟ در واقع تعیین سطح بهینه وجه نقد، مرحله آغازین مدیریت وجه نقد می‌باشد، پس از آن شرکت‌ها می‌بایست با بررسی عواملی شرکتی موثر بر سرعت تعدیل وجه نقد جاری شرکت به سمت سطح بهینه، در جهت حداکثرسازی ثروت سهامداران گام بردارند. بر همین اساس مسئله‌ی اصلی این پژوهش این است که چه متغیرهای شرکتی می‌توانند با متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها مرتبط باشند؟

به منظور پاسخ‌گویی به این سؤال و با توجه به مبانی نظری این تحقیق، تأثیر چهار عامل خاص شرکتی، شامل عدم تعادل مالی، اندازه، جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. برای انجام این پژوهش نمونه‌ایی متشکل از ۱۰۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ انتخاب گردید و برای آزمون فرضیه‌ها از مدل تعدیل جزئی وجه نقد به روش داده‌های ترکیبی و از روش اقتصادسنجی گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شد.

نتایج این پژوهش با استفاده از مدل ازکان و ازکان حاکی از وجود سطح هدف وجه نقد برای شرکت‌های مورد بررسی و همچنین متوسط سرعت تعدیلی به میزان ۰/۶۵۷ در این شرکت‌ها بود، که یک سرعت تعدیل نسبتاً بالا می‌باشد. همچنین نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌های با جریان نقدی آزاد مثبت بالا و یا جریان نقدی آزاد منفی، اندازه‌ی کوچک، مازاد وجه نقد و حاکمیت شرکتی ضعیف، بطور متوسط، سرعت تعدیل وجه نقد بالاتری نسبت به شرکت‌های با جریان نقدی آزاد متوسط، اندازه‌ی بزرگ، کسری وجه نقد و حاکمیت شرکتی قوی دارند که موید یکسان نبودن و عدم تقارن سرعت تعدیل در شرکت‌های مختلف می‌باشد.

کلید واژه‌ها: سرعت تعدیل جزئی وجه نقد، سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، تئوری توازن، مدل پویای نگهداشت

وجه نقد، فرایند بازگشت به میانگین

فهرست مطالب

صفحه

عنوان

فصل اول : کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه.....	۱
۲-۱- شرح و بیان مسأله‌ی پژوهش.....	۲
۳-۱- اهداف پژوهش.....	۵
۴-۱- اهمیت و ارزش پژوهش.....	۵
۵-۱- کاربرد پژوهش.....	۶
۶-۱- فرضیه‌های پژوهش.....	۶
۷-۱- روش پژوهش.....	۶
۱-۷-۱- جامعه‌ی آماری.....	۷
۲-۷-۱- روش و طرح نمونه برداری.....	۷
۳-۷-۱- حجم نمونه و روش محاسبه.....	۷
۴-۷-۱- ابزار گردآوری داده ها.....	۷
۵-۷-۱- ابزار تجزیه و تحلیل.....	۸
۸-۱- کلید واژه‌ها.....	۸
۹-۱- خلاصه‌ی فصل.....	۹

فصل دوم : ادبیات و پیشینه‌ی پژوهش

۱-۲- مقدمه.....	۹
۲-۲- نگاهداشت وجه نقد.....	۱۰
۳-۲- تئوری‌های وجه نقد نگهداری شده.....	۱۰
۱-۳-۲- تئوری توازن.....	۱۱
۲-۳-۲- تئوری سلسله مراتبی.....	۱۲
۳-۳-۲- تئوری نمایندگی.....	۱۳
۴-۳-۲- تئوری جریان نقدی آزاد.....	۱۵

۱۶-۳-۵-۲- تئوری عدم تقارن اطلاعاتی	۱۶
۱۶-۴-۲- انگیزه‌های نگهداری وجه نقد	۱۶
۱۷-۴-۱- انگیزه معاملاتی	۱۷
۱۷-۴-۲- انگیزه احتیاطی	۱۷
۱۸-۲-۴-۱- عدم تقارن اطلاعاتی	۱۸
۱۸-۲-۴-۲- مصون سازی	۱۸
۱۹-۴-۳- انگیزه سفته بازی	۱۹
۱۹-۴-۴- انگیزه نمایندگی	۱۹
۱۹-۴-۵- انگیزه مالیاتی	۱۹
۲۰-۵-۲- عوامل موثر بر وجه نقد نگهداری شده	۲۰
۲۰-۵-۱- فرصت‌های رشد	۲۰
۲۱-۵-۲- جریان‌های نقدی	۲۱
۲۲-۵-۳- سود عملیاتی قبل از بهره و مالیات	۲۲
۲۲-۵-۴- اندازه‌ی شرکت	۲۲
۲۳-۵-۵- اهرم	۲۳
۲۴-۵-۶- سود نقدی	۲۴
۲۴-۵-۷- سایر دارایی‌هایی نقدینه	۲۴
۲۴-۵-۸- مخارج سرمایه‌ای	۲۴
۲۵-۶-۲- سرعت تعدیل جزئی وجه نقد	۲۵
۲۵-۶-۱- مدل توازن ایستا	۲۵
۲۵-۶-۲- مدل توازن پویا	۲۵
۲۷-۷-۲- عوامل شرکتی مرتبط با متوسط سرعت تعدیل موجودی نقدی	۲۷
۲۷-۷-۱- عدم تعادل مالی	۲۷
۲۸-۷-۲- اندازه شرکت	۲۸
۲۸-۷-۳- جریان نقدی آزاد	۲۸
۲۹-۷-۴- حاکمیت شرکتی	۲۹

۲۹	۸-۲- پیشینه پژوهش
۲۹	۱-۸-۲- پژوهش های خارجی
۳۳	۲-۸-۲- پژوهش های داخلی
۳۶	۹-۲- خلاصه ی فصل

فصل سوم : روش پژوهش

۳۷	۱-۳- مقدمه
۳۸	۲-۳- نوع پژوهش
۳۸	۳-۳- قلمرو پژوهش
۳۸	۱-۳-۳- قلمرو موضوعی پژوهش
۳۸	۲-۳-۳- قلمرو مکانی پژوهش
۳۹	۳-۳-۳- قلمرو زمانی پژوهش
۳۹	۴-۳- جامعه ی آماری پژوهش
۳۹	۵-۳- روش نمونه گیری و حجم نمونه
۴۰	۶-۳- روش های جمع آوری داده های مورد نیاز پژوهش
۴۱	۷-۳- آزمون مانایی متغیرها
۴۲	۸-۳- ابزار تجزیه و تحلیل
۴۲	۹-۳- فرضیه های پژوهش
۴۲	۱۰-۳- متغیرهای مورد بررسی
۴۳	۱-۱۰-۳- متغیر وابسته
۴۳	۲-۱۰-۳- متغیرهای مستقل
۴۴	۳-۱۰-۳- متغیرهای مستقل خاص شرکتی
۴۶	۱۱-۳- روش شناختی پژوهش
۴۷	۲- ۱۱-۳- روش های تخمین در داده های ترکیبی
۴۷	۱۲-۳- مدل پژوهش
۵۰	۱- ۱۲-۳- روش تخمین مدل
۵۱	۱۳-۳- روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)
۵۲	۱-۱۳-۳- آزمون های مورد استفاده در مدل GMM

۵۳	..... ۳-۱۳-۱-۱-آزمون سارگان
۵۳	..... ۳-۱۳-۱-۲-آزمون همبستگی سریالی
۵۴	..... ۳-۱۴-خلاصه فصل

فصل چهارم : تجزیه و تحلیل داده‌ها

۵۵	..... ۴-۱-مقدمه
۵۶	..... ۴-۲-آمار توصیفی
۵۷	..... ۴-۳-نتایج آزمون مانایی متغیرها
۵۷	..... ۴-۴-فرضیه های پژوهش
۵۸	..... ۴-۵-نتایج آزمون فرضیه ها
۵۸	..... ۴-۵-۱-برآورد مدل تعدیل جزئی نگهداشت وجه نقد
۵۹	..... ۴-۵-۱-۱-نتایج رگرسیون
۶۰	..... ۴-۵-۲-نتیجه آزمون فرضیه اول
۶۳۲	..... ۴-۵-۴-نتیجه آزمون فرضیه دوم
۶۳	..... ۴-۵-۴-نتیجه آزمون فرضیه سوم
۶۵	..... ۴-۵-۵-نتیجه آزمون فرضیه چهارم
۶۷	..... ۴-۶-خلاصه ی فصل

فصل پنجم : نتیجه گیری و پیشنهادها

۶۸	..... ۵-۱-مقدمه
۶۹	..... ۵-۲-خلاصه
۷۰	..... ۵-۳-نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش
۷۰	..... ۵-۳-۱-تحلیل نتایج مدل تعدیل جزئی نگهداشت وجه نقد
۷۲	..... ۵-۳-۲-تحلیل نتایج آزمون فرضیه ی اول
۷۳	..... ۵-۳-۳-تحلیل نتایج آزمون فرضیه ی دوم
۷۳	..... ۵-۳-۴-تحلیل نتایج آزمون فرضیه ی سوم
۷۴	..... ۵-۳-۵-تحلیل نتایج آزمون فرضیه ی چهارم
۷۵	..... ۵-۴-محدودیت‌های پژوهش

۷۵	پیشنهادهای پژوهش	۵-۵
۷۵	پیشنهادهای کاربردی مبتنی بر یافته‌های پژوهش	۵-۵-۱
۷۶	پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی	۵-۵-۲
۷۷	خلاصه‌ی فصل	۵-۶
۷۸	منابع و مأخذ	
۸۵	پیوست شماره‌ی (۱): لیست شرکت‌های عضو نمونه	
۸۸	پیوست شماره‌ی (۲): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Cash	
۸۸	پیوست شماره‌ی (۳): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Grow	
۸۹	پیوست شماره‌ی (۴): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Rcash	
۸۹	پیوست شماره‌ی (۵): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Prof	
۹۰	پیوست شماره‌ی (۶): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Div	
۹۰	پیوست شماره‌ی (۷): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Lev	
۹۱	پیوست شماره‌ی (۸): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Ex cash	
۹۱	پیوست شماره‌ی (۹): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Expenditure	
۹۲	پیوست شماره‌ی (۱۰): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Size	
۹۲	پیوست شماره‌ی (۱۱): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر Fimb	
۹۳	پیوست شماره‌ی (۱۲): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر FCF	
۹۳	پیوست شماره‌ی (۱۳): خروجی آزمون مانایی لوین لین چو برای متغیر CG	
۹۴	پیوست شماره (۱۴): خروجی مدل تعدیل جزئی با روش داده‌های ترکیبی با استفاده از مدل GMM	
۹۵	پیوست شماره (۱۵): خروجی مدل تعدیل جزئی برای شرکت‌های با کسری و مازاد وجه نقد	
۹۶	پیوست شماره (۱۶): خروجی مدل تعدیل جزئی برای شرکت‌های با اندازه‌ی کوچک و بزرگ	
۹۷	پیوست شماره (۱۷): خروجی مدل تعدیل جزئی برای شرکت‌هایی با FCF بالا و منفی و FCF میانی	
۹۸	پیوست شماره (۱۸): خروجی مدل تعدیل جزئی شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف	

فهرست جدول‌ها

صفحه	عنوان
۴۰.....	جدول (۱-۳): تعداد شرکت‌های عضو هر صنعت در نمونه.....
۴۶.....	جدول (۲-۳): متغیرهای مورد استفاده در پژوهش.....
۵۶.....	جدول (۱-۴): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.....
۵۷.....	جدول (۲-۴): نتایج آزمون ریشه واحد به روش LLC.....
۵۹.....	جدول (۳-۴): نتایج برآورد مدل تعدیل جزئی با روش داده‌های ترکیبی با استفاده از مدل GMM.....
۶۱.....	جدول (۴-۴): نتایج برآورد مدل تعدیل جزئی برای دو دسته شرکت‌های با کسری و مازاد وجه نقد.....
۶۲.....	جدول (۵-۴): نتایج برآورد مدل تعدیل جزئی برای دو دسته شرکت‌های با اندازه‌ی کوچک و بزرگ.....
۶۴.....	جدول (۶-۴): نتایج برآورد مدل تعدیل جزئی برای شرکت‌هایی با دسته بندی FCF بالا و منفی و دسته‌ی FCF میانی.....
۶۵.....	جدول (۷-۴): نتایج برآورد مدل تعدیل جزئی برای دو دسته شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف.....
۶۶.....	جدول (۸-۴): خلاصه نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش.....

فصل اول

کلیات

۱-۱- مقدمه

موجودی وجه نقد یکی از بخش‌های با اهمیت در صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد که از دیرباز تا کنون مورد توجه خاص استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بوده است. تصمیم‌گیری برای تعیین سطح نگهداشت وجه نقد یکی از اصلی‌ترین مباحث در حوزه‌ی مدیریت وجه نقد می‌باشد. در واقع هدف از مدیریت وجه نقد، ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی شرکت می‌باشد. به همین منظور شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های موثر بر میزان نگهداشت وجه نقد، یک سطح نگهداشت بهینه وجه نقد را برای خود مشخص می‌نمایند و سعی در دستیابی به این سطح بهینه تعیین شده، در سریع‌ترین زمان ممکن دارند. از آنجایی که همواره موانعی مانند ناسازگاری‌های بازار (هزینه‌های ورشکستگی، نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی) و هزینه‌های تعدیل بر سر راه سرعت تعدیل شرکت‌ها وجود دارد، به همین خاطر تعدیل جزئی^۱ سطح وجه نقد جاری به سمت سطح بهینه، جایگزین تعدیل آنی آن شده است.

در این میان، عوامل خاص شرکتی می‌توانند با میزان سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها ارتباط داشته باشد. در واقع برای مدیران شرکت‌ها اطلاع از عواملی که با کاهش و افزایش سرعت تعدیل وجه نقد آنها در ارتباط است حائز اهمیت می‌باشد. در این پژوهش، به اندازه‌گیری متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌های نمونه در راه رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، پرداخته می‌شود و همچنین به این پرسش پاسخ داده می‌شود که آیا شرکت‌های نمونه با توجه به ویژگی‌های خاص شرکتی خود، دارای سرعت تعدیل متفاوتی نسبت به یکدیگر می‌باشند یا خیر؟ در ابتدای این فصل توضیحاتی پیرامون موضوع پژوهش ارائه شده است. سپس اهداف، اهمیت و ارزش و کاربرد نتایج پژوهش بیان شده است. در ادامه نیز فرضیه‌های پژوهش بیان گردیده و روش پژوهش و مدل مورد استفاده تشریح گردیده است. سپس جامعه‌ی آماری، روش نمونه‌گیری، ابزارهای گردآوری داده‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل ارائه شده است و در پایان واژه‌های کلیدی پژوهش بیان می‌گردد.

¹ Partial Adjustment

۱-۲- شرح و بیان مسأله‌ی پژوهش

در این پژوهش سعی بر آن بوده تا با توضیح تئوری‌های مطرح شده‌ی در ارتباط با نگهداشت وجه نقد، ابتدا متغیرهای موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شناسایی و سپس با تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها، با استفاده از مدل پویای نگهداشت وجه نقد، به محاسبه سرعت تعدیل موجودی وجه نقد برای شرکت‌های نمونه پرداخته شود. همچنین با بررسی مطالعات خارجی انجام شده در این حوزه تأثیر چهار عامل خاص شرکتی موثر بر سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها که عبارت‌اند از عدم تعادل مالی، اندازه، حاکمیت شرکتی و جریان نقدی آزاد بودند، مورد بررسی قرار گرفت که هدف از آن توضیح چرایی عدم تقارن سرعت تعدیل وجه نقد در میان شرکت‌های مختلف می‌باشد. به منظور توضیح کامل‌تر در مورد موضوع مورد پژوهش در ادامه به شرح و بیان مسأله پژوهش پرداخته شده است.

در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها تبدیل به یکی از عوامل مهم تأمین مالی برای مدیران مالی شرکت‌ها شده است. از مزایای مهم نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکار، افزایش قدرت شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند پیش‌رو و پرهیز از هرگونه تأمین مالی خارجی گران قیمت و جلوگیری از بی‌ثباتی در پرداختی‌های شرکت در هنگام نوسانات بازار است (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۰). در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان‌طور که میزان 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. اینکه مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، همواره موضوع مبهمی می‌باشد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۰).

در ارتباط با سطح نگهداشت وجه نقد نظریه‌های متعدد و گاه متضادی وجود دارد. جنسن و مک‌لینگ^۱ (۱۹۷۶) تضاد منافع بین مدیران شرکت‌ها با سهامداران را مسئله نمایندگی نامیدند. مدیران انگیزه‌ی زیادی برای نگهداشت وجه نقد، هم به جهت افزایش منافع شخصی و هم به جهت افزایش قدرت و کنترل‌شان دارند. دارایی نقدی زیاد، مدیران را قادر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف می‌کند، حتی اگر این پروژه‌ها دارای خالص ارزش فعلی منفی باشند، زیرا مدیران درصدد ایجاد امپراطوری در صنعت خود بدون در نظر گرفتن منافع سهامداران می‌باشد (هوانگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۳). به اعتقاد کالچوا و لینس^۳ (۲۰۰۷) و هارفورد^۴ و همکاران (۲۰۰۸) نگهداشت وجه نقد بالا سبب ضعیف شدن نظم بازار و افزایش اسراف در مدیران پرسابقه می‌شود، در نتیجه در چنین شرایطی برای سهامداران وضعیت مطلوب، کاهش سطح وجه نقد می‌باشد. بنابراین، بر اساس تئوری نمایندگی^۵ و هنگامی که تضاد منافع بین سهامداران و مدیران بالا باشد، سطح بهینه نگهداشت وجه نقد می‌بایست پایین باشد (بریسکر^۶ و همکاران، ۲۰۱۳). مسئله نمایندگی یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده‌ی نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها می‌باشد و نتایج نشان می‌دهد در کشورهایی که از حقوق سهامداران به خوبی محافظت نمی‌شود، شرکت‌ها نسبت به کشورهایی که سهامداران از حمایت خوب برخوردارند وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰).

¹ Jensen & Meckling

² Huang

³ Kalcheva & Lins

⁴ Harford

⁵ Agency Theory

⁶ Brisker

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی^۱ از دیگر نظریه‌های تعیین میزان وجه نقد بهینه می‌باشد، عدم تقارن اطلاعاتی از پدیده‌های منفی رایج است که در بازار اوراق بهادار رخ می‌دهد و منجر به تصمیمات نادرست در شرکت‌ها می‌شود (کلارسون^۲ و همکاران، ۲۰۰۷). عدم تقارن هنگامی به وجود می‌آید که یک طرف قرارداد از اطلاعات بیشتری نسبت به طرف دیگر برخوردار باشد و این اطلاعات تأثیر مهمی بر معامله‌ی بین آنها داشته باشد (دروبتز^۳، ۲۰۱۰). عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران سبب می‌شود که هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد به طوری که تأمین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به همراه داشته باشد، بر طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، در صورت وجود عدم تقارن اطلاعات شرکت‌ها ترجیح می‌دهند سطح نگهداشت وجه نقد خود را افزایش دهند (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱).

نظریه‌ی سلسله مراتبی^۴ بیان می‌دارد که هیچ سطح مطلوبی برای موجودی نقدی در شرکت‌ها وجود ندارد. بر اساس این نظریه که توسط مایرز و مجلوف^۵ (۱۹۸۴) مطرح گردید، به دلیل کم هزینه بودن تأمین مالی داخلی نسبت به تأمین مالی خارجی، عمدتاً مدیران ترجیح می‌دهند که از منابع داخلی استفاده نمایند. به همین دلیل آنها معمولاً سعی می‌کنند تا وجه نقد بیشتری را در شرکت نگهداری نمایند (النجار^۶، ۲۰۱۳). در طرف مقابل بر اساس نظریه‌ی توازن^۷ (که در تضاد با نظریه سلسله مراتبی می‌باشد)، شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد میزان وجه نقد مطلوب خود را تعیین می‌نمایند (جانی^۸ و همکاران، ۲۰۰۴). هر چه سطح نگهداشت وجه نقد بیشتر باشد، احتمال پیدایش بحران مالی کاهش می‌یابد و در واقع وجه نقد به عنوان یک ذخیره مطمئن جهت مواجهه شرکت‌ها با محدودیت مالی عمل کرده و هزینه جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود را کاهش می‌دهد (اپلر^۹ و همکاران، ۱۹۹۹). همچنین، تعیین میزان وجه نقد بهینه می‌بایست تحت بررسی‌های جامع قرار گیرد، زیرا نگهداشت وجه نقد یک نوع هزینه می‌باشد، و بالا بودن میزان آن موجب آن می‌شود که شرکت‌ها با احتمال بیشتری فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور را از دست دهند. در واقع نگهداشت سطح بالایی از وجه نقد ممکن است نشان دهنده‌ی مسئله نمایندگی بین مدیران شرکت و سهامداران نیز باشد (النجار، ۲۰۱۳).

نظریه‌ی جریان نقدی آزاد^{۱۰}، نظریه‌ی دیگری در این رابطه می‌باشد که توسط جنسن و مکلینگ^{۱۱} (۱۹۷۶) مطرح شده است. بر طبق این نظریه، مدیران علاقه دارند تا به جای پرداخت جریان وجه نقد آزاد به صورت سود پرداختنی، وجه نقد در دسترس را در داخل شرکت ذخیره نمایند، تا بتوانند هم بر کنترل و قدرتشان بر شرکت بیفزایند و هم در هنگام نیاز به تأمین مالی مجدد، نیازمند تأمین مالی از خارج شرکت نباشند (بریکسر، ۲۰۱۲). با توجه به عوامل ذکر شده، شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، یک سطح هدف را جهت میزان وجه نقد نگهداری در نظر خواهند گرفت و سعی بر آن خواهند داشت تا همواره وجه نقد جاری را به سمت سطح هدف تعدیل نمایند. در این رابطه، دو مدل که در زمینه نگهداشت وجه نقد، جهت تعیین سطح بهینه

¹ Information Asymmetry Theory

² Clarkson

³ Drobetz

⁴ Pecking Order Theory

⁵ Myers & Majluf

⁶ Al Najjar

⁷ Trade-off Theory

⁸ Jani

⁹ Opler

¹⁰ Free Cash Flow Theory

¹¹ Jensen & Meckling

موجودی نقدی کاربرد دارند عبارت‌اند از مدل توازن ایستا^۱ و مدل توازن پویا^۲ (ونکیتشواران^۳، ۲۰۱۱). در مدل توازن ایستا که اغلب پژوهش‌ها بدین طریق انجام گرفته یک سطح بهینه وجه نقد تعیین می‌شود و فرض بر این است که شرکت‌ها بعد از تغییر در خصوصیاتشان و یا ایجاد یک شوک، بلافاصله به سطح هدف خود بر می‌گردند. اما در مدل نگهداشت وجه نقد پویا (تعدیل جزئی^۴) که در این پژوهش از آن استفاده شده است، فرض بر این است که شرکت‌ها با تأخیر، وجه نقد موجود را به سمت ساختار وجه نقد بهینه تعدیل می‌نمایند (دیتمار و دوچین، ۲۰۱۰). پژوهش انجام گرفته توسط ونکیتشواران (۲۰۱۱) در این زمینه بیان می‌کند که شرکت‌ها بصورت تدریجی (باتأخیر) و بر اساس بازگشت به میانگین به سمت سطح بهینه وجه نقد خود حرکت خواهند نمود. این تأخیر در تعدیل را می‌توان به دلیل وجود ناسازگاری^۵ بازار و هزینه‌های تعدیل دانست (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). در واقع در بازار سرمایه ناقص وجود ناسازگاری بین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی موجب می‌شود تا شرکت‌ها قادر نباشند به سرعت خود را با وضعیت بازار و صنعت وفق دهند. همچنین این ناسازگاری‌ها و عوامل مشابه آن ممکن است مانع از آن شوند که شرکت‌ها بتوانند دارایی‌های جاری خود را جهت اصلاح انحراف از سطح هدف خود مدیریت کنند (ونکیتشواران، ۲۰۱۱). به اعتقاد ازکان و ازکان (۲۰۰۴) استفاده از مدل پویای نگهداشت وجه نقد می‌تواند توجه‌کننده‌ی بهتری نسبت به مدل ایستای آن باشد.

مدل تعدیل جزئی نگهداشت وجه نقد بیان می‌دارد که شرکت‌ها با ویژگی‌های متفاوت دارای سرعت تعدیل متفاوت نیز می‌باشند (ونکیتشواران، ۲۰۱۱). به طوری که تحقیقات انجام شده در این زمینه حاکی از آن است که بطور متوسط سرعت تعدیل در شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگتر می‌باشند آهسته‌تر از سرعت تعدیل شرکت‌های کوچکتر می‌باشد (ونکیتشواران، ۲۰۱۱). جریان نقدی آزاد را نیز می‌توان یکی از ویژگی‌های شرکتی مرتبط با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دانست، در واقع هرچقدر جریان‌های نقدی آزاد بزرگتر باشند (چه مثبت و یا منفی)، متوسط سرعت تعدیل بیشتر از حالتی خواهد بود که شرکت‌ها دارای جریان نقدی متوسط هستند (دیتمار و دوچین، ۲۰۱۰).

یکی دیگر از ویژگی‌های خاص شرکت‌ها که با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقدشان، ارتباط دارد، حاکمیت شرکتی می‌باشد. در پژوهش‌های انجام شده توسط دیتمار و دوچین (۲۰۱۰)، یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های باحاکمیت شرکتی قوی‌تر بطور متوسط سرعت تعدیل بالاتری نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف دارند. برای محاسبه نوع حاکمیت شرکتی (قوی یا ضعیف) معیارهای مختلفی وجود دارد که از جمله مهم‌ترین آنها که در این پژوهش نیز از آن استفاده می‌شود می‌توان به نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره در شرکت اشاره کرد (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۹). آخرین ویژگی مورد بررسی مرتبط با سرعت تعدیل وجه نقد، عدم تعادل مالی می‌باشد (عدم تعادل مالی به نبود توازن در وجه نقد خروجی و ورودی اطلاق می‌شود). بدین صورت شرکت‌های با مازاد وجه نقد، به‌طور متوسط دارای سرعت تعدیل بالاتری نسبت به شرکت‌های با کسری وجه نقد، می‌باشند (دیتمار و دوچین ۲۰۱۱).

دو دیدگاه برای توضیح اینکه چرا سرعت تعدیل بین شرکت‌های با مازاد وجه نقد و کسری وجه نقد متفاوت است وجود دارد، دیدگاه اول اینکه طبق نظریه نمایندگی، مدیران با حاکمیت شرکتی ضعیف مایل به جمع‌آوری

¹ Static Model of Cash Holdings

² Dynamic Model of Cash Holdings

³ Venkiteshwaran

⁴ Partial Adjustment

⁵ Frictions

⁶ Ozkan & Ozkan

وجه نقد زیاد هستند و در صورت وجود موقعیت سرمایه‌گذاری در خارج از شرکت به سرعت وجه نقد را به مصرف می‌رسانند، و دیدگاه دوم این است که به دلیل اینکه هزینه‌های مصرف وجه نقد کمتر از ایجاد و جمع‌آوری آن می‌باشد، بنابراین، سرعت تعدیل شرکت‌های با مازاد وجه نقد سریع‌تر از شرکت‌های با کسری وجه نقد می‌باشد (ونکیتشواران، ۲۰۱۱).

با در نظر گرفتن مطالب بیان شده در این بخش، این پژوهش با کمک مدل پویای نگهداشت وجه نقد و به روش گشتاورهای تعمیم یافته به دنبال یافتن این جواب بوده که آیا شرکت‌های نمونه با توجه به ویژگی‌های خاص خود که شامل اندازه‌ی شرکت، عدم تعادل مالی، جریان‌های نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی می‌باشد، بطور متوسط دارای سرعت تعدیل وجه نقد متفاوتی از یکدیگر می‌باشند یا خیر؟

۳-۱- اهداف پژوهش

با در نظر گرفتن مطالبی که در قسمت شرح و بیان مساله بدان اشاره شد، هدف اصلی این پژوهش، تعیین سرعت تعدیل سطح فعلی نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها به سمت سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت‌ها می‌باشد. در واقع، هدف کلی این پژوهش را می‌توان به اهداف زیر تفکیک نمود:

۱. تعیین ارتباط مازاد و کسری وجه نقد (عدم تعادل مالی) با متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۲. تعیین ارتباط اندازه شرکت با متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۳. تعیین ارتباط جریان‌های نقدی آزاد شرکت با متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۴. تعیین ارتباط حاکمیت شرکتی با متوسط سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۴-۱- اهمیت و ارزش پژوهش

از آنجایی که میزان وجوه نقد از منابع با اهمیت و حیاتی هر واحد اقتصادی می‌باشد بنابراین برقراری یک تعادل میان سطح موجودی نقد نگهداری شده و نیازهای آتی نقدی یکی از با اهمیت‌ترین عوامل سلامت اقتصادی شرکت‌ها و ضامن تداوم فعالیت آنها می‌باشد. شرکت‌ها با توجه به بررسی منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، برای خود یک سطح نگه‌داشت بهینه‌ایی را تعیین نموده و با دستیابی به این سطح به دنبال حداکثرسازی ارزش خود می‌باشند. بطور کلی نگهداشت سطح بهینه‌ای از وجه نقد، موجب کاهش هزینه‌های گزینش نادرست (که با تأمین مالی خارجی افزایش می‌یابد) می‌گردد و در نتیجه می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت شود. اما بحث مهم در این پژوهش این است که مدیران مالی شرکت‌ها با چه سرعتی می‌توانند سطح فعلی موجودی نقدی خود را به سمت سطح هدف (بهینه) موجودی نقدی تعدیل نمایند و چه ویژگی‌ها و عواملی با متوسط این سرعت تعدیل در ارتباط می‌باشند یا به عبارت دیگر، موجب تسریع یا کند شدن سرعت تعدیل وجه نقد به سمت سطح نگهداشت بهینه می‌شود. در واقع اهمیت این موضوع از آن جهت می‌باشد که شرکت‌ها با بررسی عوامل موثر بر سرعت تعدیل وجه نقد بتوانند با توجه و تمرکز بر این

عوامل، با تخمین مناسب از سرعت تعدیل، به صورت کارا تر و بهتری به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد به منظور حداکثرسازی ارزش خود دست یابند.

۱-۵- کاربرد پژوهش

می توان انتظار داشت که با استفاده از نتایج این پژوهش مدیران شرکت ها قادر باشند با در نظر گرفتن متغیرهای موثر بر سطح بهینه نگهداشت وجه نقد این پژوهش در داشته های شرکتی خود، سطح بهینه موجودی وجه نقد خود را بدست آورند. همچنین با توجه به نحوه محاسبه سرعت تعدیل در این پژوهش و عوامل شرکتی اثرگذار بر سرعت تعدیل بتوانند به تخمین مناسبی از مدت زمان دستیابی به سطح بهینه وجه نقد خود دست پیدا کنند. در واقع برای هر یک از شرکت ها که مدیریت دارایی های جاری حائز اهمیت است، تأثیر ویژگی های خاص شرکتی موثر بر سرعت تعدیل (اندازه، قدرت حاکمیت شرکتی، تعادل یا عدم تعادل مالی و میزان جریان نقدی آزاد) دارای کاربرد می باشد. از آنجایی که توازن بین منافع و هزینه های نگهداری وجه نقد از مهم ترین عوامل لازم جهت تداوم فعالیت واحدهای تجاری می باشد، لذا این پژوهش می تواند اطلاعات مفید و قابل استفاده ای را در اختیار مدیران مالی، سهامداران و اعتباردهندگان (بستانکاران، بانک ها و سایر موسسات مالی) شرکت، در مورد سطح بهینه وجه نقد و مدت زمانی که طول می کشد شرکت به سطح بهینه موجودی وجه نقد دست یابد، قرار دهد. همچنین این پژوهش می تواند برای دانشجویان و پژوهشگران فعال در زمینه مدیریت وجه نقد، اطلاعات مفیدی از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن را در اختیار قرار دهد. و پژوهشگران آتی می توانند با بررسی این پژوهش و مقایسه آن با پژوهش های دیگر پژوهش های کامل تری انجام داده تا بتوانند مدیران و سایر مسئولین مربوطه ی شرکت ها را در این زمینه یاری رسانند.

۱-۶- فرضیه های پژوهش

۱. شرکت های با مازاد وجه نقد، متوسط سرعت تعدیل بالاتری نسبت به شرکت های که دچار کسری وجه نقد می باشد، دارند.
۲. شرکت های با اندازه ی کوچک تر دارای متوسط سرعت تعدیل بالاتری نسبت به شرکت های با اندازه ی بزرگتر دارند.
۳. دو گروه شرکت های با جریان نقدی آزاد خیلی بالا و همچنین جریان نقدی آزاد منفی، متوسط سرعت تعدیل بالاتری نسبت به شرکت های با جریان آزاد نقدی مثبت متوسط دارند.
۴. شرکت با نسبت بالای اعضای غیر موظف در هیئت مدیره متوسط سرعت تعدیل بالاتری نسبت به شرکت های با نسبت کم اعضای غیرموظف دارند.

۱-۷- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت جزء پژوهش های توصیفی - علی محسوب می شود که بر مبنای اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به انجام رسید. همچنین این پژوهش از نظر هدف، کاربردی می باشد، زیرا نتایج حاصل از این پژوهش می تواند در فرآیند تصمیم گیری مورد استفاده قرار گیرد.

همان‌طور که پیش‌تر بیان شد هدف این پژوهش بررسی سرعت تعدیل وجه نقد و عوامل شرکتی مرتبط با سرعت موجودی وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد. برای بررسی و سنجش سرعت تعدیل از مدل توازن پویای نگهداشت وجه نقد (تعدیل جزئی) استفاده شده است، که در فصل سوم به طور کامل به تشریح این مدل پرداخته شده است.

۱-۷-۱- جامعه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری که در این پژوهش تحت بررسی قرار گرفته، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ می‌باشد.

۱-۷-۲- روش و طرح نمونه برداری

روش نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت حذف سیستماتیک است، بنابراین، شرکت‌هایی که دارای شرایط مندرج در بند ۱-۷-۴ هستند، به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند.

۱-۷-۳- حجم نمونه و روش محاسبه

نمونه انتخابی شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. تا قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
 ۳. طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 ۴. اطلاعات مالی آنها در فاصله زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۰ در دسترس باشد.
 ۵. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.
- با در نظر گرفتن شرایط بالا ۱۰۰ شرکت برای انجام این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰ انتخاب شده‌اند.

۱-۷-۴- ابزار گردآوری داده‌ها

در این پژوهش به منظور جمع‌آوری مبانی نظری موضوع پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است، بدین صورت که اطلاعات لازم از طریق مطالعه کتب، نشریات و مراجعه به سایت‌های تخصصی، جمع‌آوری شده است. شیوه گردآوری داده‌ها اسنادکاوی بوده است. بدین منظور جهت تخمین مدل و آزمون فرضیه‌های پژوهش در بخش آزمون فرضیه‌ها، داده‌ها و اطلاعات مالی مورد نیاز پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در بانک‌های اطلاعاتی، نرم‌افزارهای مختص این کار از جمله تدبیرپرداز و رهاورد نوین و همچنین سایت‌های تخصصی مانند کدال^۱ وجود دارد، جمع‌آوری شده است.

^۱ www.codal.ir