

پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی
(علمی- تخصصی)
سال دوم، شماره ۱، پیاپی (۳) بهار ۱۳۹۱، صص ۷۸-۹۲

وجوه نقد نگهداری شده و بازده سبد سرمایه‌گذاری سهام*

دکتر نظام‌الدین رحیمیان
استادیار گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی رجاء
هانیه کاکاوند
مدرس گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی رجاء
محمود حسن زاده
مدرس گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی رجاء

چکیده

وجوه نقد، یکی از حیاتی‌ترین دارایی‌های شرکت است. میزان وجوه نقد نگهداری شده و ارزیابی بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌ها، از موضوعات مورد توجه سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و تحلیلگران مالی است. در این تحقیق، تأثیر میزان نقدینگی شرکت‌ها بر بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام بررسی شده است. برای دستیابی به اهداف پژوهش، داده‌های ۱۶۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ مورد مطالعه قرار گرفتند. برای محاسبه میزان وجوه نقد نگهداری شده نزد شرکت‌های مورد مطالعه، از تحلیل رگرسیون چند متغیره، برای ارزیابی بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌ها از شاخص شارپ و برای آزمون فرضیه تحقیق از آزمون مقایسه میانگین‌ها استفاده شده است. سپس کلیه مشاهدات بر اساس مقادیر وجوه نقد نگهداری شده مرتب و به پنج طبقه تقسیم شده‌اند، به طوری که به تدریج از طبقات اول به آخر، وجوه نقد نگهداری شده افزایش می‌یابد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات بالا، به صورت معناداری از میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات پایین بیشتر است.

واژگان کلیدی

وجوه نقد نگهداری شده، بازده سبد سرمایه‌گذاری سهام، شاخص شارپ

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۱۲/۱۶ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۱/۰۳/۱۶

۱- مقدمه

امروزه در بازارهای رقابتی، بنگاه‌هایی موفق هستند که برای آینده خود برنامه داشته باشند. برنامه‌ریزی مالی از مهم‌ترین رویکردهای برنامه‌ریزی است که اهمیت فراوانی دارد. به دلیل اهمیت فراوان وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آنها، وجوه نقد از اجزای جدایی‌ناپذیر برنامه‌ریزی مالی است. به نظر لی (۲۰۰۷)، وجه نقد اولین و مهم‌ترین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع فقط بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع تأمین کنند. چگونگی استفاده از وجوه نقد داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، با افزایش ذخایر وجه نقد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود یا همچنان نگهداری شود؟ این موضوعی مهم است که مدیران منفعت‌طلب، چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد، یکی را انتخاب می‌کنند. مدیران باید منافع شخصی مخارج جاری را با انعطاف‌پذیری که با نگهداشت ذخایر وجه نقد به دست می‌آید مقایسه کنند. علاوه بر این مدیران منفعت‌طلب باید احتمال فزونی منافع بر مخارج ناشی از نگهداشت وجه نقد زیاد را اندازه‌گیری کنند (رسائیان و همکاران، ۱۳۸۹).

مزیت عمده نگهداری وجوه نقد، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران قیمت است. حال اگر بازار کارا باشد، دلیلی برای نگهداری نقدینگی در شرکت‌ها وجود ندارد. در چنین محیطی، هیچ سطح وجه نقد مطلوبی در نظر گرفته نمی‌شود و هرگاه وجوه داخلی برای به کارگیری در پروژه‌های جدید کافی نباشد، شرکت می‌تواند به سرعت به تأمین مالی خارجی روی بیاورد و این تأمین مالی از منابع خارجی با نرخی منصفانه صورت می‌گیرد (ملکیان و همکاران، ۱۳۸۹).

مدیران به طور معمول، به دنبال سطحی از موجودی نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری آن، در وضعیت بهینه باشد (نظافت و همکاران، ۱۳۸۸). در حقیقت شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این است که برای شرکت‌ها سطح مطلوبی از وجه نقد وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تجزیه و تحلیل هزینه - منفعت، نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (جانی و همکاران، ۲۰۰۴). تحقیقات اخیر نشان دهنده این مطلب است که شرکت‌هایی برای

سرمایه گذاری مورد علاقه هستند که وجه نقد نسبتاً بیشتری نگهداری می کنند. اعتقاد شرکت های نگهدارنده وجه نقد این است که دسترسی بهتری به انواع سرمایه گذاری مناسب خواهند داشت (اسوانسون و آلتیزر، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر، تصمیم گیری در خصوص انواع سرمایه گذاری ها و انتخاب مناسب ترین شیوه سرمایه گذاری، از جمله مباحث اساسی مدیریت مالی است و هدف اصلی حسابداری نیز ارائه اطلاعاتی است که به سرمایه گذاران یا اعتباردهندگان کمک کند تا وجوه نقدی را که احتمالاً در آینده به صورت سود تقسیمی، بهره یا به عنوان بازپرداخت اصل وام پرداخت می شود را برآورد نمایند و ریسک شرکت را نیز حساب کنند.

با توجه به اهمیت وجوه نقد، هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه میان وجوه نقد نگهداری شده و بازده سبد سرمایه گذاری بازار سهام، به عنوان وسیله مناسبی برای کنترل ریسک و اولویت های عمومی سرمایه گذاران است. حال، با توجه به اینکه هدف سرمایه گذاری، کسب سود یا حداقل حفاظت از دارایی های مالی است، در نتیجه، ارزیابی بازده سبد سرمایه گذاری بازار سهام شرکت ها، هم برای سرمایه گذاران و هم برای سرمایه پذیران از جنبه های مختلف اهمیت دارد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

شرکتی که وجه نقد کافی ندارد ورشکسته می شود، اما شرکت دارای وجه نقد زیاد نیز با مشکلات دیگری مانند مخارج غیر مسئولانه و ساختار هزینه ای روبرو می شود که تشنه پول است. بنابراین، برخی شرکت ها ممکن است به دلیل نگهداری میزان نامناسبی از وجه نقد، دچار مشکلات مالی شوند (مدرس و دیانتی، ۱۳۸۲). وجه نقد از سیال ترین و مهم ترین دارایی هاست که اگر به خوبی مدیریت شود منجر به موفقیت های بزرگی خواهد شد و اگر برنامه ریزی نشده باشد، چه بسا باعث ورشکستگی شرکت شود، بنابراین شرکت بدون وجه نقد کافی، در انجام پرداخت های خود ناتوان می شود (لی، ۲۰۰۷).

تحقیقات نشان می دهند که امروزه شرکت ها تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد دارند (رینهارت، ۱۹۹۷). شرکت هایی که مقادیر زیادی وجه نقد دارند، سرمایه گذاری های بهتری را انجام می دهند، زیرا وجه نقد ممکن است در موقعیت های سرمایه گذاری مناسب به کار گرفته شود. به عنوان مثال، از وجه نقد برای خرید فناوری نو استفاده می کنند تا کارایی بنگاه را ارتقا دهند (داویس، ۱۹۹۷). همچنین شرکت های دارای وجه نقد کافی می توانند شرکت های دیگری را خریداری کنند که باعث افزایش ارزش شرکت شود (فوست، ۲۰۰۴). به طور کلی، نگهداری وجه نقد از بحران مالی می کاهد و به عنوان ذخیره ای امن برای مواجهه با زیان های غیرمنتظره به شمار می رود و همچنین پیگیری خط مشی های

سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی ممکن می‌سازد که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند (رسائیان و همکاران، ۱۳۸۹). از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران به طور بالقوه شرکت‌هایی را مجازات می‌کنند که وجه نقد را بیشتر از میزان مورد نیاز نگهداری کنند، زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند از وجه نقد سرمایه‌گذاری شده، نسبت به نگهداری آن بازده بالاتری به دست آورند (اسوانسون و آلتیزر، ۲۰۱۰).

۲-۱- پیشینه خارجی

اپلر و همکاران (۱۹۹۹)، با بررسی عوامل تعیین‌کننده وجه نقد شرکت، به شواهدی در این مورد دست یافتند که شرکت‌های با فرصت زیاد رشد و نوسان‌های شدید در جریان‌های نقدی، وجه نقد نسبتاً بیشتری نگهداری می‌کنند. در حالی که شرکت‌های دارای دسترسی بیشتر به بازارهای سرمایه مانند شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی که درجه اعتباری بالایی دارند، تمایل کمتری به نگهداری وجه نقد دارند.

آلمدیا و همکاران (۲۰۰۴)، افزایش ظرفیت شرکت‌ها برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را دلیل نگهداری موجودی‌های نقدی زیاد توسط شرکت‌ها می‌دانند.

فالکندر و وانگ (۲۰۰۶)، نوسان مقطعی در ارزش نهایی نگهداری وجه نقد شرکت را که ناشی از تفاوت در خط مشی‌های مالی شرکت است بررسی کردند. آنها با بررسی نوسان بازده موجودی مازاد در طی سال مالی شرکت دریافتند که با نگهداری بیشتر وجه نقد، اهرم مالی افزایش یافته، دسترسی به بازار سرمایه بهتر می‌شود و ارزش نهایی وجه نقد کاهش می‌یابد.

هان و کیو (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی، در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجه نقد، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را افزایش می‌دهند، زیرا محدودیت‌های مالی، نوعی رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری جاری و آتی به وجود می‌آورد و با وجود ریسک جریان‌های وجوه نقد آتی، باعث ایجاد انگیزه برای انجام پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود.

هارفورد و همکاران (۲۰۰۸)، با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۱۶۴۵ سال-شرکت برای ۱۸۷۲ شرکت رابطه‌ی بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیئت مدیره بزرگ‌تر و مستقل‌تر، نگهداشت وجه نقد کمتری دارند.

گانی و همکاران (۲۰۰۷)، در تحقیق خود با عنوان شواهد بین‌المللی در مورد تأثیر غیرخطی اهرم مالی بر نگهداری وجه نقد، به بررسی رفتار شرکت‌ها در زمینه نگهداری وجه نقد در فرانسه، آلمان، ژاپن، انگلیس و آمریکا پرداختند. در این پژوهش، تأکید آنان بر رابطه‌ی بین نگهداری وجه نقد و اهرم مالی بوده است. نتایج آنها شواهد محکم و پایداری در مورد وجود رابطه‌ی غیر خطی بین اهرم مالی و وجه نقد نگهداری شده فراهم کرد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که اثر اهرم مالی بر نگهداری وجه نقد تا حدودی به ویژگی‌های خاص کشور از جمله میزان حمایت از بستانکاران، حمایت سهامداران و نظارت مالکان بستگی دارد.

پاول و لی (۲۰۱۰)، عوامل تعیین کننده منابع نقدی شرکت‌ها در استرالیا و اثر آنها بر ثروت سهامداران را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهشگران دریافته‌اند که شرکت‌های با وجه نقد مازاد ((ناپایدار)) به صورت فراوان ((بازده تعدیل شده با ریسک)) بالاتری را در مقایسه با شرکت‌های با وجه نقد مازاد ((پایدار)) به دست می‌آورند. اسوانسون و آلتیزر (۲۰۱۰)، در تحقیقی به بررسی رابطه میان وجه نقد نگهداری شده با بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام پرداختند که نتایج این بررسی نشان دهنده وجود رابطه‌ی مثبت و معنادار میان میزان نگهداشت وجه نقد و بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام بود.

۲-۲- پیشینه داخلی

آقایی و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی‌های بلندمدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، اثر کیفیت گزارشگری مالی را در قالب کیفیت اقلام تعهدی بر میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های ایرانی مورد بررسی قرار دادند. شواهد تجزیه و تحلیل بر اساس داده‌های ترکیبی مقطعی و سری زمانی، نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی، رابطه‌ی منفی و معناداری با نقد و معادل‌های نقد دارد.

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸)، به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری که نماینده‌ای از وجود محدودیت مالی است، نشان دادند که جریان‌های نقدی، تأثیر معناداری را بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارد و همچنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

ملکیان و همکاران (۱۳۸۹)، با بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دریافته‌اند که جریان‌های نقدی، سودآوری و فرصت‌های رشد، رابطه‌ی مثبتی با وجه نقد نگهداری شده دارند و بین اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم، با وجه نقد نگهداری شده رابطه‌ای منفی وجود دارد.

۱- روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از جمله تحقیقات شبه تجربی و از نوع پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است که بر اساس اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می‌گیرد.

۳- فرضیه تحقیق

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین وجوه نقد نگهداری شده و بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام است. برای رسیدن به هدف یاد شده، فرضیه زیر طراحی شده است:

فرضیه تحقیق: با فرض ثبات سایر شرایط، شرکت‌هایی با وجوه نقد نگهداری شده بالاتر، بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام بیشتری دارند.

۴- جامعه آماری و نمونه تحقیق

جامعه آماری این تحقیق، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (شامل ۴۵۷ شرکت، ۲۷۹۱ سال-شرکت) بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ است. برای انتخاب نمونه آماری به روش حذفی سیستماتیک، شروط زیر اعمال شده است:

- ۱- شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه نیست، از نمونه حذف شده‌اند.
- ۲- بانک‌ها، مؤسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری (به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آنها نسبت به سایر واحدهای تجاری) از نمونه حذف شده‌اند.

۳- در پایان، داده‌های پرت (صدک اول و صدک ۹۹ تمام مشاهدات) و شرکت‌هایی که در طول دوره مورد بررسی کمتر از ۵ مشاهده داشته‌اند از نمونه حذف شدند. با اعمال شرایط فوق، تعداد ۱۶۹ شرکت (معادل ۱۲۸۱ سال- شرکت) برای برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه تحقیق انتخاب شده‌اند.

۵- روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق، گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول، برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نظر، از صورت‌های مالی ارائه شده به بورس اوراق بهادار و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره آورد نوین استفاده شده است. در نهایت به کمک نرم افزار ۶ Eviews، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها صورت پذیرفت.

۶- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق، آماره‌های توصیفی (شامل میانگین، میانه، حداقل و حداکثر و انحراف معیار مشاهدات) شمایی کلی از وضعیت و نحوه توزیع داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق و ضرایب همبستگی پیرسون، جهت و شدت همبستگی خطی بین متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهند. برای تعیین میزان وجوه نقد نگهداری شده، از تحلیل رگرسیون چند متغیره به صورت مقطعی استفاده شده (به همراه آماره‌های تی استیودنت، فیشر و ضریب تعیین تعدیل شده) و در پایان برای آزمون فرضیه تحقیق از آزمون مقایسه میانگین‌ها استفاده شده است. برای بررسی فرضیه تحقیق، ابتدا با پیروی از اسوانسن^۱ (۲۰۱۰)، از مدل (۱) برای محاسبه وجوه نقد نگهداری شده شرکت‌های مورد بررسی استفاده می‌شود:

$$PCash_t = b_0 + b_1CCFL_{t-1} + b_2CREC_{t-1} + b_3CINV_{t-1} + b_4CAP_{t-1} + b_5LTA_{t-1} + b_6MKTBKA_{t-1} + b_7DR_{t-1} + \sum b_j S_j + e_t \quad (1)$$

در این مدل، متغیرهای مورد استفاده به این شرح است:
متغیر وابسته:

PCash: نسبت وجه نقد به کل دارایی در پایان دوره

متغیرهای مستقل:

CREC: کاهش حساب‌های دریافتنی

CINV: کاهش موجودی مواد و کالا

CAP: افزایش حساب‌های پرداختنی و بدهی‌های معوق

CCFL: تغییرات وجه نقد منهای حساب‌های دریافتی و موجودی مواد و کالا و حساب‌های پرداختی
 LTA: لگاریتم کل دارایی‌ها منهای وجوه نقد، حساب‌های دریافتی و موجودی مواد و کالا

MKTBKA: ارزش بازار سهام به ارزش دفتری آن

DR: بدهی‌های بلند مدت

S_j : متغیر موهومی و دوارزشی است و مقدار آن برای صنعت j ام برابر ۱ و در سایر موارد برابر صفر است.

e_t : جمله خطا

در مدل فوق، فرض بر این است که مقدار نقدینگی شرکت می‌باست به صورت عادی تابعی از متغیرهای مستقل باشد. بنابراین، باقیمانده‌های مدل (e_t) به عنوان مقدار وجه نقد نگهداری شده شرکت در نظر گرفته شده است.

سپس با استفاده از مدل شارپ، بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌ها محاسبه گردید:

$$s = \frac{\bar{D}_t}{\sigma_t} \quad (\text{مدل ۲})$$

$$\bar{D}_t = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T D_t \quad (\text{مدل ۳})$$

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (D_t - \bar{D}_t)^2} \quad (\text{مدل ۴})$$

که در آن:

D_t : برابر اختلاف بین بازده شرکت (R_t) و میانگین بازده تمام شرکت‌های مورد بررسی در سال t ام است.

\bar{D}_t : میانگین D_t در طول دوره مورد بررسی

σ_t : انحراف معیار D_t و

S : برابر شاخص عملکرد شارپ است.

پس از محاسبه شاخص شارپ، کلیه مشاهدات بر اساس مقادیر وجوه نقد نگهداری شده مرتب، و به پنج طبقه تقسیم شدند، به طوری که به تدریج از طبقات اول به آخر، وجوه نقد نگهداری شده افزایش می‌یابد. در این حالت، چنانچه بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام

شرکت‌های طبقات بالا به صورت معناداری از بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌های طبقات پایین بیشتر باشد، فرضیه تحقیق پذیرفته خواهد شد. فرضیه‌های صفر و مقابل به شکل زیر تنظیم می‌شوند:

$$\begin{cases} H_0: S_{\text{طبقات بالا}} \leq S_{\text{طبقات پایین}} \\ H_1: S_{\text{طبقات بالا}} > S_{\text{طبقات پایین}} \end{cases}$$

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی که حاوی شمای کلی از وضعیت داده‌های تحقیق است، در نگاره (۱) ارائه شده‌اند.^۱ نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که میانگین نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها و وجوه نقد نگهداری شده شرکت‌های مورد بررسی، به ترتیب برابر ۰/۰۳۶ و ۰/۰۰۵ است، بنابراین تنها حدود ۱۴ (۰/۰۰۵ ÷ ۰/۰۳۶) درصد از کل وجوه نقد شرکت‌های مورد بررسی، وجوه نقد نگهداری شده است. همچنین میانگین و میانه عملکرد شرکت‌های مورد بررسی به ترتیب برابر ۰/۱۴۷- و ۰/۰۱۳- است. این مقادیر نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی، به طور میانگین عملکرد پایینی در دوره زمانی مورد بررسی داشته‌اند. با توجه به نزدیکی میانه و میانگین در بیشتر متغیرها، می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرها توزیع مناسبی دارند.

^۱ متغیر وجوه نقد نگهداری شده (HCash) پس از برآورد مدل (۱) محاسبه شده، ولی آماره‌های توصیفی مربوط به آن در این نگاره ارائه شده است.

نگاره (۱): آماره‌های توصیفی داده‌های تحقیق

متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
PCash	۰.۰۳۶	۰/۰۳۰	۰/۱۸۹	۰/۰۰۱	۰/۰۳۱
HCash	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۲	۰/۱۴۹	-۰/۰۴۵	۰/۰۲۹
CREC	۰/۰۰۵	۰/۰۰۶	۰/۲۳۳	-۰/۲۴۷	۰/۰۷۸
CINV	-۰/۰۰۳	-۰/۰۰۳	۰/۲۶۹	-۰/۲۹۴	۰/۰۷۸
CAP	۰/۰۰۷	۰/۰۰۴	۰/۴۴۶	-۰/۴۲۴	۰/۰۹۱
CCFL	-۰/۷۸۲	-۰/۷۸۲	-۰/۱۶۷	-۱/۵۸۴	۰/۲۷۷
LTA	۱۱/۸۷۱	۱۱/۷۶۷	۱۶/۳۸۲	۸/۴۴۰	۱/۴۹۰
MKTBKA	۳/۱۱۰	۲/۱۰۱	۳۳/۰۱۰	-۶/۷۱۹	۳/۴۹۳
DR	۰/۰۹۷	۰/۰۶۲	۰/۶۵۱	۰/۰۰۲	۰/۰۹۳
R	۰/۲۲۳	۰/۰۵۲	۴/۵۱۲	-۰/۷۵۳	۰/۶۵۶
\bar{D}_t	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۸	۰/۵۶۹	-۰/۴۳۳	۰/۱۹۸
σ_t	۰/۶۱۳	۰/۵۲۶	۲/۰۰۵	۰/۰۹۹	۰/۳۳۵
S	-۰/۱۴۷	-۰/۰۱۳	۰/۵۴۵	-۳/۵۷۷	۰/۵۱۲

تعداد مشاهدات: ۱۲۸۱ سال- شرکت

PCash: نسبت وجه نقد به کل دارایی، HCash: وجه نقد نگهداری شده، CREC: کاهش حساب‌های دریافتی، CINV: کاهش موجودی مواد و کالا، CAP: افزایش حساب‌های پرداختی و بدهی‌های معوق، CCFL: تغییرات وجه نقد منهای حساب‌های دریافتی و موجودی مواد و کالا و حساب‌های پرداختی، LTA: لگاریتم کل دارایی‌ها منهای (وجه نقد، حساب‌های دریافتی و موجودی مواد و کالا)، MKTBKA: ارزش بازار سهام به ارزش دفتری آن، DR: بدهی‌های بلند مدت، D_t : برابر اختلاف بین بازده شرکت (R_t) و میانگین بازده تمام شرکت‌های مورد بررسی در سال t است، σ_t : انحراف معیار D_t و S : برابر شاخص عملکرد شارپ است.

۷-۲- نتایج برآورد مدل‌های تحقیق

برای محاسبه وجه نقد نگهداری شده شرکت، ابتدا مدل (۱) برآورد شده، سپس بشرح نگاره (۲)، وجه نقد نگهداری شده استخراج شده است.

نگاره (۲): نتایج برآورد مدل (۱)

متغیرها	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۶۴	۸/۰۲۴	۰/۰۰۰**
	۰/۰۱۰	۲/۹۵۴	۰/۰۰۳**
	۰/۰۱۲	۱/۳۱۳	۰/۱۸۹
	۰/۰۰۶	۰/۶۵۵	۰/۵۱۳
	۰/۰۰۲	۰/۲۲۳	۰/۸۲۴
	-۰/۰۰۱	-۱/۲۳۳	۰/۲۱۸
	۰/۰۰۱	۲/۰۳۱	۰/۰۴۳*
	-۰/۰۴۲	-۶/۷۷۲	۰/۰۰۰**
	-۰/۰۱۳	-۰/۷۳۸	۰/۴۶۱
آماره فیشر (معناداری)	۱۱/۷۵۰ (۰/۰۰۰)**		
ضریب تعیین تعدیل شده	۱۹/۹۳%		
دوربین - واتسون	۱/۴۶۸		

* و ** به ترتیب معناداری در سطح ۵٪ و ۱٪
 ضریب عبارت $\sum_{j=8}^{21} b_j S_j$ ، برابر میانگین ضرایب متغیرهای موهومی مربوط به صنایع مورد بررسی است.

در این مرحله بررسی می‌شود که آیا بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌های طبقات بالا، به صورت معناداری از بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌های طبقات پایین بیشتر است یا خیر؟ نتایج این بررسی در نگاره‌ی (۳) ارائه شده است:

نگاره‌ی (۳): آزمون معناداری تفاوت میانگین بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام در طبقات پایین و بالای ایجاد شده بر اساس وجوه نقد نگهداری شده

طبقات بالا		طبقات پایین			میانگین وجوه نقد نگهداری شده
طبقه پنجم	طبقه چهارم	طبقه سوم	طبقه دوم	طبقه اول	
۰/۰۳۴	۰/۰۱۰	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۶	-۰/۰۱۸	میانگین بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام
-۰/۱۴۹	-۰/۰۷۸	-۰/۱۹۴	-۰/۲۴۷	-۰/۱۵۶	میانگین بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام
			-۰/۲۰۱	-۰/۱۱۳	میانگین بازده سبب سرمایه‌گذاری بازار سهام
		۲/۸۲۱ (۰/۰۰۲)			آماره تی استیودنت (معناداری)

برای این منظور، از آزمون تی استیودنت یک‌سویه استفاده شده است که در آن طبقات اول و دوم به عنوان طبقات پایین و طبقات چهارم و پنجم به عنوان طبقات بالا مد نظر قرار می‌گیرند و میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌های قرار گرفته در طبقات مذکور، مورد مقایسه قرار می‌گیرد. میانگین وجوه نقد نگهداری شده و بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام در هر یک از طبقات پنج‌گانه، در نگاره‌ی (۴) ارائه شده است. نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که میانگین وجوه نقد نگهداری شده در طبقات، به ترتیب برابر $0/018$ ، $0/006$ ، $0/001$ ، $0/010$ و $0/034$ و میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام نیز به ترتیب برابر $0/156$ ، $0/247$ ، $0/194$ ، $0/078$ و $0/149$ است. نتایج آزمون فرضیه تحقیق ($t=2/821$ ، $\alpha=0/002$ = معناداری) نشان می‌دهد که میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات بالا ($0/113$ -)، به صورت معناداری از میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات پایین ($0/201$ -) بیشتر است. این موضوع به معنای پذیرش فرضیه تحقیق است.

۸- نتیجه

نتیجه تحقیق حاضر حاکی از این است که میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات بالا، به صورت معناداری از میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات پایین بیشتر است و این موضوع به معنای پذیرش فرضیه تحقیق است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که نقدینگی زیاد، موجب افزایش توان رقابتی شرکت در به دست آوردن پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بازده (و البته ریسک) بالاتر و جلب توجه سرمایه‌گذاران بالقوه و در نهایت کسب بازده بیشتر سهام می‌شود. یعنی شرکت‌هایی که نقدینگی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها نگهداری می‌کنند، دارای سهامی با عملکرد بالاتر هستند و در نتیجه، سرمایه‌گذاری‌های بهتری نیز دارند، زیرا وجه نقد بیشتر، توان شرکت در تصاحب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر را بالا می‌برد.

مقایسه نتایج این تحقیق با مطالعات پیشین، نشان می‌دهد که یافته‌های حاصل با نتایج مطالعات اسوانسون و آلتیزر (۲۰۱۰) سازگاری دارد. نتایج تحقیق آنها نشان می‌داد رابطه‌ی مثبت و معناداری بین میزان نگهداشت وجه نقد و بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام برقرار است. همچنین آنها معتقدند که نقدینگی بالا، به صورت اخبار خوب به بازار سرمایه وارد می‌شود و باعث جذب سرمایه‌های بیشتر می‌شود.

۹- محدودیت‌ها

این تحقیق با محدودیت‌های زیر مواجه بوده است:

(۱) این تحقیق متأثر از برخی عوامل کلان است که اثر آنها برای همه شرکت‌ها فرض شده و مشاهدات یکسان است، در حالی که ممکن است چنین نباشد. برای نمونه، برخی صنایع از جمله صنعت دارو، همواره تحت نظارت دولت بوده است. برای بزرگ‌تر شدن نمونه مورد بررسی، سعی شد در انتخاب شرکت‌ها و دوره مورد بررسی، معیارهای گزینشی کمتری اعمال شود. از این رو، مواردی چون قدمت شرکت‌ها، درجه اتکا به فناوری جدید و خصوصیات دیگر آنها ممکن است بر نتایج تحقیق اثرگذار باشد.

(۲) تحقیق حاضر برای دوره زمانی هشت ساله از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ انجام شده است. عوامل بی‌شماری نظیر عدم ثبات شرایط سیاسی و اقتصادی وجود دارد که ممکن است قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد. به همین دلیل باید در تعمیم دادن نتایج به دست آمده در این بازه زمانی به سایر زمان‌ها، احتیاط کرد.

۱۰- پیشنهادها

نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد شرکت‌هایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، نسبت به سایر شرکت‌ها بازده سهام بیشتری نیز دارند. با توجه به نتایج تحقیق:

(۱) به سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود در تشکیل سبدهای سرمایه‌گذاری، بیشتر از سهام شرکت‌هایی استفاده کنند که وجه نقد بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

(۲) به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود همواره مقدار نقدینگی خود را نسبت به سایر شرکت‌ها در سطح بالاتری نگاه دارند. این موضوع باعث می‌شود که شرکت، توان انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری با بازده بالاتری را داشته باشد.

۱- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

در این تحقیق، تأثیر میزان وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها بر بازده سرمایه‌گذاری بازار سهام آنها مورد بررسی قرار گرفت. سایر محققان در آینده می‌توانند:

(۱) تأثیر نسبت‌های مالی را بر بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهند.

(۲) با توجه به تأثیر متقابل نسبت‌های مالی بر یکدیگر، این تحقیق را بر روی مجموعه‌ای از نسبت‌های مالی انجام دهند.

یادداشت‌ها

کتابنامه

الف- فارسی

- ۱- آذر، عادل و منصور مؤمنی. (۱۳۸۳). (آمار و کاربرد آن در مدیریت)، جلد دوم، تهران، انتشارات سمت، چاپ هفتم.
- ۲- آقای، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و علی اکبر جوان. (۱۳۸۸). (بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم، صص ۷۰-۵۳.
- ۳- سرمد، زهره، بازرگان، عباس و الهه حجازی. (۱۳۸۴). (روش تحقیق در علوم رفتاری)، تهران، نشر آگاه.
- ۴- رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ و سارا حنجری. (۱۳۸۹). (تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران)، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۲۵-۱۴۳.
- ۵- فخاری، حسین و تقوی، سید روح الله، (۱۳۸۸)، (کیفیت ارقام تعهدی و مانده وجه نقد)، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، ۶۹-۴۸.
- ۶- کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد. (۱۳۸۸). (بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی - وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۷۲-۹۳.
- ۷- مدرس، احمد و زهرا دیان‌تی دیلمی. (۱۳۸۲). (بررسی کاربرد مدل سری زمانی چند متغیری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی: مقایسه تئوری با شواهد تجربی)، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۴، سال دهم، زمستان ۱۳۸۲، صص ۷۷-۱۱۰.
- ۸- ملکیان، اسفندیار؛ احمدپور، احمد و منصور محمدی. (۱۳۸۹). (بررسی رابطه‌ی بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین‌کننده آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران).

ب- انگلیسی

- 9- Foust D. (2004). Making a Pile on Cash-Rich Companies. Business Week, (December 27).122- 125.
- 10- Faulkender, M. and R. Wang. (2006). "Corporate Financial Policy and the Value of Cash". *Journal of Finance* Vol.61 , No. 4: 1957-1990.
- 11- Han,S.and Qiu J.(2006),Corporate Precautionary Cash Holdings, *Journal of Corporate Finance*,Vol 13,Issue1,March 2007,pp.43-57.
- 12- Harford , Jarrad; Mansi , Sattar A., and William F.Maxwell, (2008).Corporate Governance and Firm Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, Vol 87, pp.535-555.
- 13- Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N,(2007)." International evidence on the non-liner impact of leverage on corporate cash holdings". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, No.1.
- 14- Jani , E., Hoesli , M.,Bender, A., et. (2004) . Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts.www.SSRN.com.working Paper .
- 15- Li, K. K. (2007). "Expected holding of cash, future performance and stock return". SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1214962>, Working Paper Series.
- 16- Opler, T., L. Pinkowitz, R.Stulz and R.Williamson. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings . *Journal of Financial Economics* 52: 3-46.
- 17- Powell, R. and Lee, E. (2010). "Excess cash holdings and shareholder value." SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1585623>, Working Paper Series
- 18- Reinhardt A.(1997).An Enormous Temptation to Waste.Business Week,(February 10),42-43.
- 19- Swanson, Z.,& Alltizer ,L. ,(2010). Cash Position Forecasts and Stock Market Portfolio Returns. www.SSRN.com.