

منابع نقدی شرکت‌های ثبت‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران

اکرم تفتیان، محدثه نجفی، سمیرالسادات رئیس‌یان،

استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.
taftiyan@iauyazd.ac.ir

دانشجو کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.
Mohadesenajafi77@yahoo.com

دانشجو کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.
raisiyan515@gmail.com

چکیده: این پژوهش به بررسی عوامل و نظریه‌های نگه‌داشت وجه نقد شرکت می‌پردازد. در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها تبدیل به یکی از عوامل قابل توجه در ادبیات تامین مالی شده است. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران‌قیمت است. بنابراین ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحد‌های تجاری و تداوم فعالیت آنهاست و این موضوع که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی است مبهم که نیاز به بررسی دارد.

کلمات کلیدی: منابع نقدی، بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه در گردش.

۱. مقدمه

موجودی‌های نقدی همواره درصد قابل توجهی از دارایی‌های شرکت‌ها را به خود اختصاص داده‌اند. وجه نقد از این نظر دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهام را افزایش دهد. معمولاً، مدیران به دنبال سطحی از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی‌های نقدی حالت بهینه داشته باشد [1]. در شرکت‌های که پول را به جای سرمایه‌گذاری برای خرج کردن نزد خود حفظ می‌کند، شرکت نگهداری‌کننده‌ی وجه نقد نامیده می‌شود. در مقاله‌ی بررسی سیاست‌های بانک جهانی، لاو (۲۰۱۱) منابع نقدی را بخشی از سودهای نگهداری شده تعریف کرد که به منظور گسترش کسب‌وکار خرج نمی‌شوند [2]. اولین مطالعات روی منابع نقدی را بائومول^۱ (۱۹۵۲)، میلر و آر^۲ (۱۹۶۶) و ملتزر^۳ (۱۹۶۳) انجام دادند [3][4][5]. اما بر اساس تحقیق النجار^۴ (۲۰۱۳)، پس از تحقیق آپلر^۵ و همکارانش (۱۹۹۹) روی عوامل نگه‌داشت وجه نقد، [6]علاقه به مطالعه در مورد انگیزه‌ی شرکت‌ها برای حفظ دارایی‌های نقدی افزایش پیدا کرد. آپلر و همکارانش (۱۹۹۹) ادعا کردند در صورت وجود یک بازار کامل، نگه‌داشت وجه نقد بی‌معنا

¹ Baumol

² Miller & Orr

³ Meltzer

⁴ Al-Najjar

⁵ Opler

می‌شود [7]. آن‌ها افزودند که به دلیل عدم وجود امتیاز نقدینگی، برای شرکت هیچ هزینه فرصتی برای نگاه داشتن وجوه نقدی وجود ندارد. بر اساس تعریف آن‌ها، در صورتی که شرکت مجبور به تقلیل این وجوه برای سرمایه‌گذاری، تقسیم سود، یا افزایش سرمایه‌گذاری با فروش اوراق بهادار یا دارایی‌ها باشد با کمبود دارایی نقدی مواجه می‌شود. آن‌ها بر این نکته تأکید داشتند که کمبود دارایی‌های نقدی برای شرکت هزینه‌بر است (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹).

همیشه این سؤال مطرح بوده که چرا شرکت‌ها وجوه نقد را نزد خود نگه می‌دارند؟ عوامل تعیین‌کننده‌ی نگاه داشتن وجوه نقد کدام عوامل هستند؟ هدف از این مطالعه، شناسایی درباره‌ی عوامل تعیین‌کننده‌ی نگاه داشتن وجه نقد در بورس اوراق بهادار و همچنین شناخت نظریه‌های مربوط به ارتباط نگاه داشتن وجه نقد شرکت می‌باشد.

از آنجایی که تمرکز این پژوهش بر گرایش به نگاه داشتن وجه نقد به دلیل تأثیرات موقت ایجاد شوک و ریسک در یک دوره‌ی زمانی مشخص است، اطلاعات لازم برای مدیران و سرمایه‌گذاران را با توجه به نحوه‌ی نقدی یا غیرنقدی بودن شرکت‌ها و از نظر قبول پروژه‌های سودآور در هر مقطع زمانی، فراهم می‌آورد. این امر به سود شرکت‌ها و سهام‌داران بوده و به آن‌ها درک کاملی از بزرگی تأثیر عوامل مربوط به کشور و شرکت بر منابع نقدی شرکت می‌دهد. این پژوهش سرمایه‌گذاران را قادر به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و تصمیم‌گیری کاملاً آگاهانه برای سرمایه‌گذاری می‌کند و این عمل را با توجه به این موضوع انجام می‌دهد که شرکت‌ها به منظور اجتناب از بار مالی غیرمنتظره، در عملیاتشان بهتر جایگاه‌یابی می‌کنند. علاوه بر این، از آنجایی که شرکت‌ها برای دسترسی به سرمایه، با محدودیت‌ها و هزینه‌های بالایی دست‌به‌گریبان هستند، تهیه‌ی اطلاعات و بینش شرکت‌ها نسبت به سیاست‌های نگاه داشتن وجه نقد برای اجتناب از کاهش و ریسک کاهش سرمایه‌گذاری‌های ارزشمند تهیه شوند؛ بنابراین، این باور وجود دارد که نتایج این تحقیق عوامل تأثیرگذار بر نگاه داشتن وجه نقد شرکت را که استفاده از آن‌ها به نفع مدیران شرکت می‌باشد، آشکار ساخته و اساس انجام تحقیقات درباره‌ی نگاه داشتن وجوه نقد در شرکت شود؛ که در ادامه به بررسی نظریه‌های نگاه داشتن وجه نقد و عوامل تعیین‌کننده‌ی نگاه داشتن وجه نقد پرداخته خواهد شد.

۲. نظریه‌های نگاه داشتن وجه نقد شرکت

۲-۱. نظریه‌ی توازن

مطابق تعریف، منظور از نظریه‌ی توازن، راه‌های تصمیم‌گیری درباره‌ی میزان لحاظ کردن بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه، از طریق تعادل برقرار کردن بین بدهی و مزایای بدهی است. بر اساس مطالعات النجار (۲۰۱۳)، مباحث مطرح شده در نظریه‌ی توازن عبارت است از اینکه شرکت‌ها با اهمیت دادن بیشتر به هزینه‌های حاشیه‌ای نسبت به مزایای نگاه داشتن وجه، ارزش خود را حداکثر می‌کنند. مطابق فرض، هدف مدیران، حداکثرسازی ثروت سهام‌داران از طریق نگاه داشتن وجه نقد است. فریرا و ویلا (۲۰۰۴) به طور خلاصه سه مورد از مزایایی که شرکت‌ها از وجوه نگهداری شده کسب می‌کنند را بیان کردند [8]. آن‌ها به این نکته اشاره کردند که نگاه داشتن وجه نقد، احتمال آشفته‌گی مالی را کاهش می‌دهد، زیرا به صورت یک اندوخته‌ی امن برای مواجهه با خسارات غیرمنتظره یا محدودیت‌های افزایش سرمایه از صندوق‌های خارج از شرکت عمل می‌کند. آن‌ها همچنین ادعا کردند که نگاه داشتن وجه نقد، حتی در زمان مواجهه با محدودیت‌های مالی، می‌تواند متعاقباً منجر به پذیرفتن سیاست سرمایه‌گذاری بهینه شود و نهایتاً، آن‌ها افزودند که نگاه داشتن وجه نقد، هم‌چنان که به صورت یک ذخیره‌ی اتکایی بین منابع شرکت و استفاده‌ی شرکت از صندوق‌ها عمل می‌کند، به حداقل‌سازی هزینه‌های افزایش صندوق‌های سرمایه‌گذاری خارجی یا نقد کردن دارایی‌های فعلی کمک می‌کند. فریرا و ویلا (۲۰۰۴) ادعا کردند که هزینه‌ی حاشیه‌ای

⁶ Ferreira & Vilela

سنتی وجوه نگهداری شده، به دلیل بازده پایین دارایی‌های نقد، هزینه فرصت سرمایه است. بر اساس مطالعات آن‌ها، ویژگیهای شرکت، مانند پرداخت سود سهام، فرصت سرمایه‌گذاری، اهرم، اندازه، جریان نقدی و سررسید بدهی، ارتباط تنگاتنگی با تصمیمات نگه‌داشت وجه دارند.

۲-۲. نظریه‌ی سلسله‌مراتبی

بر اساس این نظریه شرکتها در وضعیت معمول، سرمایه را به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی هزینه برمی‌دانند؛ لذا هنگام نیاز به منابع بر بدهی اتکا می‌کنند و زمانی که منابع کافی دارند، بدهی‌ها را در سررسیدشان پرداخت، و یا در پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری، و یا دارایی‌های نقد انباشت می‌کنند [9]. نظریه‌ی سلسله‌مراتبی که مدل سلسله‌مراتبی نیز خوانده می‌شود را می‌توان گام‌ها یا مراحل تعریف کرد که شرکت‌ها متعهد می‌شوند در ساختار سرمایه‌ای که برای عملیات کسب‌وکارشان برگزیده‌اند به فعالیت بپردازند. در ادامه‌ی این فرآیند، شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه‌ای‌شان به ایجاد رتبه‌بندی یا سلسله‌مراتب می‌پردازند.

این نظریه نشان می‌دهد که هیچ سطح بهینه‌ی نگه‌داشت وجه نقد برای یک شرکت وجود ندارد (نجار، ۲۰۱۳). میرز و مجلوف^۷ (۱۹۸۴) نشان دادند که شرکت‌ها برای حداقل‌سازی هزینه‌های مربوط به عدم تقارن اطلاعات، از یک سلسله‌مراتب مالی پیروی می‌کنند [10]. بر اساس این نظریه، مراتب آن با منابع داخلی شروع می‌شود و شرکت‌ها از وجوه صندوق‌های خارجی تنها پس از فرسوده شدن منابع داخلی استفاده می‌کنند. بر اساس مطالعات میرز (۱۹۸۴)، شرکت‌ها به کسب سرمایه از خارج شرکت، از طریق بدهی در مقایسه با صدور سهام، تمایل بیشتری دارند؛ زیرا بدهی نسبت به ایجاد سرمایه با فروش سهام، دارای هزینه‌های اطلاعاتی کمتری است (نجار، ۲۰۱۳). می‌توان وجه نقد را نتیجه‌ی تصمیمات مختلف تهیه منابع مالی و سرمایه‌گذاری ناشی از الگوی سلسله‌مراتبی ایجاد سرمایه در نظر گرفت [11]. فریرا و ویلا (۲۰۰۴) ادعا کردند که از وجه نقد می‌توان برای به ترتیب ایجاد سرمایه جهت پرداخت بدهی شرکت و وجه نقد انباشته استفاده کرد. دیتامار^۸ و همکاران (۲۰۰۳) همچنین دریافته‌اند که شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان نقدی، شرکت‌هایی هستند که به توزیع سودهای سهام به کار گرفته شده برای ایجاد سرمایه‌ی بدهی و در نتیجه، وجوه نقد اندوخته می‌پردازند. این نظریه همچنین بیان می‌کند که شرکت‌های بزرگ‌تر و گسترده‌تر ساختار بهتری برای اندوختن وجه نقد بیشتر دارند، چرا که بسیار سودآور هستند. در ادامه به بیان مروری مختصر درباره‌ی مشخصات شرکت‌هایی پرداخته می‌شود که بر اساس نظریه‌های توازن و سلسله‌مراتبی، با تصمیمات نگه‌داشت وجه نقد شرکت ارتباط دارند.

۲-۳. نظریه‌ی هزینه‌ی تبدالی

نظریه‌ی محرک هزینه‌ی تبدالی کینز^۹ (۱۹۳۶) درباره‌ی نگهداری وجوه نقد تصریح می‌کند که شرکت‌ها به احتمال زیاد، زمانی که هزینه‌های افزایش دادن سرمایه از صندوق‌های خارجی بالا است، ترازهای نقدی خود را افزایش می‌دهند [12]. این هزینه‌ها معمولاً با ایجاد سرمایه از خارج در ارتباط هستند. دیتامار و همکارانش (۲۰۰۳) نشان دادند که کسب سرمایه از خارج از شرکت، هزینه‌های ثابت قابل توجه و همچنین صرفه به مقیاس در مدیریت وجوه نقد می‌طلبد. آپلر و همکارانش (۱۹۹۹) این نظریه را با فرض بر اینکه خرید و فروش دارایی‌های مالی و واقعی هزینه‌بر است، توضیح دادند. به ویژه، فرضیه‌ای وجود دارد مبنی بر اینکه هزینه‌ی افزایش سرمایه از طریق صندوق‌های خارجی، متشکل از یک هزینه‌ی ثابت به اضافه‌ی یک

⁷ Myers & Majluf

⁸ Dittmar

⁹ Keynes

هزینه‌ی متغیر است که به مقدار افزایش سرمایه از این طریق بستگی دارد. در چنین مواردی، آپلر (۱۹۹۹) بر این عقیده است که کمبود دارایی‌های نقد یک شرکت باید صندوق‌های بازار سرمایه را افزایش داده، دارایی‌های فعلی را نقد کرده، سود تقسیمی سهام و سرمایه‌گذاری را کاهش داده، درباره‌ی قراردادهای مالی فعلی مجدداً مذاکره کرده، یا ترکیبی از این اقدامات را انجام دهد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که تنها در صورتی که شرکت دارایی‌هایی داشته باشد که بتواند آن‌ها را با هزینه‌ی اندکی نقد کند، ترجیح می‌دهد که از بازار سرمایه استفاده کند. این در حالی است که افزایش استفاده از وجوه صندوق‌ها، بدون توجه به اینکه شرکت این کار را با فروش دارایی‌ها یا استفاده از بازار سرمایه انجام می‌دهد، پرهزینه است. هزینه‌های ثابت دسترسی به بازارهای خارجی نشان می‌دهد که شرکت باید گاه‌گاهی صندوق‌ها را افزایش داده و از وجه نقد و دارایی‌های نقد شونده به عنوان یک حائل استفاده کند. در نتیجه، برای یک مقدار بدهی خالص مفروض، یک مقدار وجه نقد بهینه وجود دارد و وجه نقد تنها یک بدهی منفی نیست. بر اساس تحقیق باثوم^{۱۰} و همکارانش (۲۰۰۴)، این موضوع می‌تواند دلیل این باشد که چرا شرکت‌های کوچک بیشتر از شرکت‌های دیگر در شرایط محدودیت مالی در نظر گرفته می‌شوند [13].

شرکت‌ها در آفریقا به دلیل ماهیت در حال توسعه بودن بازار مالی و همچنین هزینه‌ی سنگین تأمین وجوه نقد از خارج از شرکت، در مقابل تقاضای پرداخت سود سهام سهام‌داران، می‌توانستند آسیب‌پذیر باشند. این موضوع دارای تأثیرات عظیمی بر تحقیق و توسعه، سرمایه‌گذاری‌ها و رشد است.

۲-۴. نظریه‌ی هزینه‌ی احتیاطی

بر اساس تحقیق بیتز^{۱۱} (۲۰۰۹)، شرکت به منظور رویارویی بهتر با شوک‌های نامطلوب در مواقع پرهزینه بودن دسترسی به بازارهای سرمایه، به نگه‌داشت وجه نقد می‌پردازد. نظریه‌ی انگیزه (محرک) احتیاطی همچنین بیان می‌کند که شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، زیرا شوک‌های نامطلوب و آشفتگی مالی برای آن‌ها هزینه‌ی بیشتری به همراه دارد. این نظریه توسط کینز (۱۹۳۶) مطرح شد. کینز توضیح داد که در کنار تبادلات روزانه، رخدادهای پیش‌بینی نشده‌ی بسیاری در حیات شرکت هستند که باعث می‌شود آن‌ها به نگهداری وجه نقد روی بیاورند. همچنین رتل^{۱۲} (۲۰۱۱) توضیح داد که از منظر کارایی، تحولات در فرصت‌های رشد و تغییرات هم‌زمان در نیاز به ظرفیت ایجاد سرمایه در آینده، موجب می‌شود که مدیران محتاط به تعدیل ترازهای نقدی شرکت روی بیاورند. شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر برای اجتناب از محدودیت‌های مالی در آینده، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، درحالی‌که شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف در مطلوب‌ترین حالت نگهداری سطوح پایین‌تر وجه نقد را برمی‌گزینند.

۲-۵. دسترسی به ایجاد سرمایه و نگه‌داشت وجه نقد شرکتی

پیترسن و راجان^{۱۳} (۱۹۹۷) بیان کردند که تمایل شرکت به فراهم کردن اعتبار تجاری با دسترسی به ایجاد سرمایه‌ی کوتاه‌مدت رابطه‌ی مستقیم دارد [14]. نتیجه‌ی این امر می‌تواند مهم باشد، زیرا طی یک بحران مالی، دسترسی شرکت به ایجاد سرمایه بانکی ممکن است محدود شده و امکان اعتبار تجاری کم‌تر توسط تأمین‌کنندگان ممکن است نقدینگی آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین بر اساس تحقیقات سوفی^{۱۴} (۲۰۰۹)، سقف‌های اعتبار در ابتدای امر در نتیجه‌ی اصطکاکات بازار سرمایه ایجاد می‌شود و یک سقف مختص اعتبار از طریق تضمین در دسترس بودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای به عهده

¹⁰ Baum

¹¹ Bates

¹² Rettl

¹³ Petersen & Rajan

¹⁴ Sufi

گرفتن پروژه‌های مهم، بر این اصطکاکات غلبه می‌کند [15] به عبارتی دیگر، سقف‌های اعتبار باید اصطکاکات بازار سرمایه را که شرکت‌ها را به نگهداری وجه نقد به عنوان یک موجودی احتیاطی نقدینگی تشویق می‌کند، هدف قرار دهند. به عقیده‌ی سوفی (۲۰۰۹)، از آنجایی که بانک‌ها کاراترین تأمین‌کنندگان نقدینگی در اقتصاد هستند، شرکت‌ها باید به جای اتکا بر وجوه نقد داخلی بر سقف‌های اعتباری متکی باشند. این‌ها استدلالاتی هستند که گاتو و استراهان^{۱۵} (۲۰۰۶) نیز آن‌ها را به اشتراک گذاشته بودند. [16] آن‌ها همچنین تصدیق کردند که اتکای یک شرکت به اعتبارات، شاخصی از سطح محدودیت مالی است که شرکت با آن روبرو می‌شود.

سدور^{۱۶} (۲۰۰۶)، در مطالعه‌ی درباره‌ی شرکت‌های فرانسوی، پی به وجود یک رابطه‌ی منفی بین سطوح وجوه نقدی شرکت‌های بالغ و اعتبار تجاری آن‌ها برد [17]. این رابطه، یافته‌های کیم^{۱۷} و همکارانش را تأیید می‌کند. سدور (۲۰۰۶) نشان داد که اگر اعتبار تجاری مثبت باشد، سیاست بازرگانی شرکت شامل فروش اعتباری و پرداخت نقدی به تأمین‌کننده‌هایش می‌شود؛ بنابراین، شرکت یک نیاز مالی فوری پیدا می‌کند و برای پرداخت به تأمین‌کننده‌هایش از وجه نگهداری شده‌ی خود استفاده می‌کند. در نتیجه، سطح وجوه نقدی آن پایین می‌آید. از سوی دیگر، زمانی که اعتبار تجاری منفی باشد، شرکت از مشتریانش درخواست پرداخت‌های کوتاه‌مدت می‌کند و از تأمین‌کننده‌هایش پرداخت‌های بلندمدت می‌گیرد؛ بنابراین، شرکت نیاز فوری به ایجاد سرمایه پیدا نکرده و در نتیجه وجوه نقد را برای اینکه بتواند از پس پرداخت‌های دوره‌های زمانی آتی به تأمین‌کنندگان برآید، ذخیره می‌کند.

۲-۶. دسترسی به ایجاد سرمایه و توسعه‌ی اقتصادی

دسترسی به ایجاد سرمایه برای رشد اقتصادی مستمر و توسعه‌ی اجتماعی، امری حیاتی است. شرکت‌های بسیار کوچک، کوچک و متوسط، زمانی که محصولات و خدمات مالی طراحی شده مطابق با تقاضای آن‌ها، در دسترسشان قرار می‌گیرد، می‌توانند فرصت‌های کارآفرینی به دست آورند. بر اساس گزارشی از نصر و بانک جهانی^{۱۸} (۲۰۰۴)، دسترسی به ایجاد سرمایه برای رشد و توسعه‌ی اقتصادی مهم است. آن‌ها متذکر شدند که داشتن یک سیستم مالی کارا که می‌تواند به ارائه‌ی خدمات ضروری بپردازد، قادر است تأثیرات بزرگی بر توسعه‌ی اقتصادی کشور بگذارد. توسعه‌ی مالی بزرگ‌تر منجر به افزایش رشد، کاهش تغییرات اقتصادی، ایجاد فرصت‌های شغلی و بهبود توزیع درآمد، آن‌طور که در بخش زیادی از مرور پیشینه‌ی تجربی آمده است، می‌شود. یک بازار مالی دارای کارکرد خوب در هدایت کردن وجوه صندوق‌ها به بهره‌ورترین استفاده‌ها، نقشی حیاتی بازی می‌کند و ریسک‌ها را به کسانی تخصیص می‌دهد که بهتر از بقیه می‌توانند آن‌ها را تحمل کنند. مدارک مبتنی بر اقتصاد کلان بسیاری هستند که نشان می‌دهند توسعه‌ی یک کشور شدیداً با توسعه‌ی بازارهای مالی همبستگی دارد (لوین، ۲۰۰۴).

۲-۷. نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

یکی از پدیده‌های منفی که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، نبود تقارن اطلاعاتی است که به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از

¹⁵ Gatev & Strahan

¹⁶ Saddour

¹⁷ Kim

¹⁸ Nasr & World Bank

قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده کند. این آگاهی بیشتر، باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است. عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت ها و سرمایه گذاران سبب می شود که هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد به طوری که تأمین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به همراه خواهد داشت؛ به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی تأمین منابع مالی خارجی را مشکل تر می سازد، زیرا افراد خارج از شرکت می خواهند مطمئن باشند که اوراق بیش از اندازه قیمت-گذاری نشده باشد. در مجموع می توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه تأمین مالی تأثیر مهمی خواهد داشت.

۳. عوامل تعیین کننده ی نگاهداشت وجه نقد

۳-۱. اهرم مالی

بسیاری از محققان مانند بیتز و همکاران (۲۰۰۹)، دی ملو^{۱۹} و همکاران (۲۰۰۸)، اوزکان و اوزکان^{۲۰} (۲۰۰۴) و غیره، پی به وجود یک رابطه ی منفی بین نگاهداشت وجه نقد شرکت و اهرم برده اند [18] [19] [20]. النجار (۲۰۱۳) نیز نشان داد که در شرکت های هندی یک رابطه ی منفی بین نگاهداشت وجه نقد و اهرم وجود دارد، اما مطابق یافته های او، در کشور برزیل، اهرم عامل تعیین کننده و معناداری نبود. این در حالی است که از مطالعه ی صورت گرفته توسط گارسیا-تروئل و ماتینز-سولانو^{۲۱} (۲۰۰۸) درباره ی عوامل تعیین کننده ی نگاهداشت وجه نقد در شرکت های کوچک و متوسط (SMEs) در اسپانیا و همچنین مطالعات اگوندیپ^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۲) در مورد شرکت های نیجریه ای، یک رابطه ی مثبت بین نسبت نقدینگی و اهرم به دست آمد [21]. ارتباط بین اهرم و نگاهداشت وجه نقد به این صورت است که شرکت هایی که از اهرم استفاده می کنند، به دلیل احتمال بیشتر قرارگیری در تنگنای مالی، بیش از دیگر شرکت ها ممکن است به اندوختن وجه نقد روی بیاورند. تحقیقات نشان می دهند که سطوح وجه نقدی با افزایش میزان بدهی، کاهش می یابند (باسکین، ۱۹۸۷). بر همین اساس، شرکت هایی که دارای دارایی های نقدی بیشتری هستند می توانند این دارایی ها را به وجه نقد تبدیل کرده و به این ترتیب، مقادیر کمتری وجه نقد نزد خود نگاهدارند. النجار (۲۰۱۳) با نقل قول از فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، بیان کرد که شرکت های که سطح بدهی آن ها بالا است، کم تر قادر به اندوختن وجه نقد هستند. دلیلی که برای این امر ذکر شده این است که آن ها در مقایسه با شرکت های با بدهی نسبتاً پایین، بهتر مورد نظارت قرار می گیرند.

۳-۲. جریان نقدی

در مورد رابطه ی بین جریان نقدی و نگاهداشت وجه نقد، مانند اهرم اتفاق نظری در یافته ها وجود ندارد [22]. در حالی که برخی مطالعات تجربی پی به وجود روابطی منفی برده اند، دیگر مطالعات نشان از وجود روابط مثبت دارند. بر اساس مطالعات جانسن^{۲۳} (۱۹۸۶)، زمانی که سرمایه داران خارج از شرکت از دادن وجه نقد برای سرمایه گذاری جدید امتناع می کنند، مدیران با محدودیت روبرو می شوند. از سویی دیگر، مدیران در مواقعی که جریان نقدی افزایش می یابد، برای سرمایه گذاری جدید آزادی عمل پیدا می کنند. کیم و همکاران (۱۹۹۸)، بائو^{۲۴} و همکاران (۲۰۱۲) و شاه^{۲۵} (۲۰۱۱)، پی به وجود یک رابطه ی منفی

¹⁹ D'Mello

²⁰ Ozkan & Ozkan

²¹ Garcia-Teruel & Martinez-Solano

²² Ogundipe

²³ Jensen

²⁴ Bao

²⁵ Shah

بردند. این در حالی است که تحقیقات فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، گارسیا-تروئل و ماتینز-سولانو (۲۰۰۸)، کودرک^{۲۶} (۲۰۰۵)، اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴)، آپلر و همکاران (۱۹۹۹) حاکی از وجود یک رابطه‌ی مثبت است. به طور مثال آپلر و همکاران (۱۹۹۹) این طور استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی که دارای جریان نقدی بالا هستند احتمال دارد جلوی برخی از سودها را بگیرند، نگردها داشت وجه نقدشان را برای سرمایه‌گذاری آتی در صندوق جمع کنند یا آن را برای استفاده در مواقع ضروری کنار بگذارند.

۳-۳. هزینه‌ی سرمایه‌ای

بر اساس مطالعات بیتز و همکاران (۲۰۰۹)، به دلیل رابطه‌ی منفی بین نیاز به نگردها داشت وجه نقد و سهولت استقراض، انتظار می‌رود که هزینه‌ی سرمایه‌ای، نگردها داشت وجه نقد را کاهش دهد. کیم و همکاران (۲۰۱۱) این ادعا را مطرح می‌کند که هزینه‌ی سرمایه‌ای، باعث بهبود یا ایجاد دارایی‌های جدید برای یک شرکت شود و از آنجایی که از این دارایی‌ها می‌توان در صورت نیاز برای وثیقه نیز استفاده کرد، می‌تواند ظرفیت استقراض را افزایش داده و از نیاز به نگردها داشت وجه نقد بکاهد. از سوی دیگر، ریدیک و ویتد^{۲۷} (۲۰۰۹) این موضوع را مطرح کردند که از آنجایی که هزینه‌ی سرمایه‌ای می‌تواند به طور بالقوه تنگنای مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نمایندگی کنند، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌های دارای هزینه‌ی سرمایه‌ای بالاتر به نگردها داشت وجه نقد روی بیاورند [23].

کیم و همکاران (۲۰۱۱)، اسکندر-داتا و جیا^{۲۸} (۲۰۱۲) و بیتز و همکاران (۲۰۰۹)، به طور تجربی وجود یک رابطه‌ی منفی بین هزینه‌ی سرمایه‌ای و نگردها داشت وجه نقد را اثبات کردند. این در حالی است که کوسنادی^{۲۹} (۲۰۰۵)، پینکویتز و ویلیامسن (۲۰۰۱)، آپلر و همکاران (۱۹۹۹) پی به وجود یک رابطه‌ی مثبت بین هزینه‌ی سرمایه‌ای و نگردها داشت وجه نقد بردند، به این صورت که با افزایش مخارج سرمایه‌ای، نگردها داشت وجه نقد نیز به شکل معناداری افزایش پیدا می‌کند.

۳-۴. اندازه‌ی شرکت

رابطه‌ی بین اندازه‌ی شرکت و نگردها داشت وجه نقد هم‌چنان یکی از ابعاد حیاتی تمام مطالعات مربوط به نگردها داشت وجه نقد باقی مانده است (کیم و همکاران، ۲۰۱۱). برای مثال میلر و آر (۱۹۶۶) این موضوع را مطرح کرده‌اند که صرفه به مقیاس در مدیریت وجوه نقد، شرکت‌های کوچک‌تر را بیشتر از شرکت‌های بزرگ‌تر به سمت نگردها داشت وجوه نقد بیشتر سوق می‌دهد. آن‌ها افزودند که هزینه‌ی دریافت شده در ارتباط با استقراض با مقدار وام همبستگی ندارد که این امر باعث می‌شود که آن‌ها را هزینه‌ی ثابت در نظر گرفت که نسبتاً سنگینی آن برای شرکت‌های کوچک بیشتر از شرکت‌های بزرگ است. بر اساس مطالعات آن‌ها، شرکت‌های کوچک گرایش به نگردها داشت وجه نقد بیشتری دارند. تحقیقات تجربی مانند اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) و کیم و همکاران (۲۰۱۱a)، وجود این رابطه‌ی منفی را اثبات کرده‌اند. یکی از دلایل دیگر برای وجود چنین رابطه‌ای را راجان و زینگالس^{۳۰} (۱۹۹۵) و تیمان و وسلز^{۳۱} (۱۹۹۸) مطرح کردند [24]. آن‌ها در تحقیقات خود نشان دادند که شرکت‌های بزرگ‌تر وجوه نقد کم‌تری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر نگهداری می‌کنند، زیرا تنوع آن‌ها باعث وجود احتمال کم‌تری برای پیشامد تنگنای مالی می‌شود.

²⁶ Couderc

²⁷ Riddick & Whited

²⁸ Iskandar-Datta & Jia

²⁹ Kusnadi

³⁰ Rajan & Zingales

³¹ Titman & Wessels

مطالعه‌ی مربوط به شرکت‌های تجاری عمومی در ایالات متحده که توسط آپلر و همکاران (۱۹۹۹) صورت گرفت و یکی از مطالعات مربوط به شرکت‌های غیرمالی بریتانیایی که توسط اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) صورت گرفت و مطالعات دی‌ملو و همکاران (۲۰۰۸)، بیتز و همکاران (۲۰۰۹)، فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، هارفورد^{۳۲} و همکاران (۲۰۰۸)، همگی وجود این رابطه‌ی منفی بین اندازه‌ی شرکت و نگاه‌داشت وجه نقد را تأیید کردند.

۳-۵. سود سهام پرداختنی

نظریه‌ی توازن وجود یک رابطه‌ی منفی را بین پرداخت سودهای سهام و نگاه‌داشت وجه نقد پیش‌بینی می‌کند (نچار، ۲۰۱۳). دلیلی که این تئوری برای این پیش‌بینی خود می‌آورد این است که «شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند» می‌توانند هزینه‌های نگاه‌داشت وجه نقد را با کاهش پرداخت سودهای سهام تعدیل و متوازن کنند. به‌عبارتی‌دیگر، شرکت‌هایی که به سهام‌داران خود سود سهام توزیع می‌کنند، بیشتر این توانایی را دارند که در صورت نیاز با کاهش پرداخت سودهای سهام، صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با هزینه‌های کم‌تر افزایش دهند اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) نیز این دیدگاه را مطرح کردند. آن‌ها استدلال کردند که شرکت‌هایی که با منابع مالی داخلی پایین مواجه می‌شوند، می‌توانند با صدور برگه سهام یا حتی کاهش پرداخت سود سهام، از این هزینه‌ها اجتناب کنند. دیگر مطالعات، هم‌چون تحقیق آپلر و همکاران (۱۹۹۹)، نیز با بیان اینکه اگر شرکت دچار کمبود دارایی‌های نقد شونده شود می‌تواند با هرکدام از راه‌های کاهش سرمایه‌گذاری یا سودهای تقسیمی سهام، یا با افزایش سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های خارجی از طریق صدور برگه سهام یا فروش دارایی‌ها، کمبود دارایی‌های نقد شونده را جبران کند، وجود این رابطه‌ی منفی را تأیید کردند.

۳-۶. سرمایه در گردش خالص

سرمایه در گردش خالص (NWC) شامل دارایی‌هایی می‌شود که جایگزین وجه نقد می‌شوند (باتز و همکاران، ۲۰۰۹). بر اساس یافته‌های اسکندر-داتا و جیا (۲۰۱۲)، این طور فرض می‌شود که شرکت‌هایی که سرمایه در گردش بیشتری را نزد خود نگه می‌دارند، نگاه‌داشت وجه نقد آن‌ها کم‌تر است. دی‌ملو و همکاران (۲۰۰۸) نیز پی به وجود یک رابطه‌ی منفی بین سرمایه در گردش خالص و نگاه‌داشت وجه نقد بردند. هم‌چنین تحقیقات فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، پینکویتز و ویلیامسن (۲۰۰۱)، آپلر و همکاران (۱۹۹۹) و اگوندیپ و همکاران (۲۰۱۲) همگی وجود رابطه‌ی منفی بین سرمایه در گردش خالص و نگاه‌داشت وجه نقد را نشان دادند.

۳-۷. نسبت بازار به دفتری

شیامن-سوندر و میرز^{۳۳} (۱۹۹۹) درباره‌ی این موضوع بحث کرده‌اند که شرکت‌های دارای جریان نقدی بالا، دارای نسبت بازار به دفتر بالا نیز هستند. این شرایط به این دلیل روی می‌دهد که می‌توان از این شرکت‌ها انتظار سودآوری در آینده داشت. مطالعات کیم و همکاران (۱۹۹۸)، آپلر و همکاران (۱۹۹۹)، فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴)، دروبتز و گرونینگر^{۳۴} (۲۰۰۷)، گارسیا-تروئل و مارتینز-سولانو (۲۰۰۸)، کیم و همکاران (۲۰۱۱)، کوسانادی (۲۰۰۵)، اگوندیپ و

³² Harford

³³ Shayam-Sunder Myers

³⁴ Drobetz & Grüninger

همکاران (۲۰۱۲) و اسکندر-داتا و جیا (۲۰۱۲)، این رابطه‌ی مثبت را تأیید کرده‌اند [26]. میرز و مجلوف (۱۹۸۴) به این نکته اشاره می‌کنند که شرکت‌هایی که ارزش آن‌ها عمدتاً توسط فرصت‌های رشد آن‌ها تعیین می‌شود، متحمل هزینه‌های ایجاد سرمایه‌ی خارجی بالایی می‌شوند. افزون بر این، بر اساس استدلال‌ات هریس و راویو^{۳۵} (۱۹۹۱)، اشلیفر و ویشنی^{۳۶} (۱۹۹۲)، از شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بیشتری هستند نیز ممکن است انتظار برود که متحمل هزینه‌ای برای تنگناهای مالی و ورشکستگی بشوند، زیرا ارزش آن‌ها به‌جای دارایی‌های ملموس یا جریان‌های نقدی خاص، به فرصت‌های رشدشان بستگی دارد؛ بنابراین، این نوع شرکت وجوه نقدی بیشتری نزد خود نگه می‌دارد تا از این هزینه‌ها اجتناب کند.

۳-۸. بازده دارایی‌ها

بازده دارایی‌ها به کمک نسبت سود خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید. نظریه‌ی توازن رابطه‌ی منفی بین بازده دارایی‌ها و نگاهداشت وجه نقد پیش‌بینی می‌کند؛ با این ادعا که شرکت‌های سودآور برای اجتناب از مشکلات سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد، دارای جریان نقدی کافی هستند (میرز و مجلوف، ۱۹۸۴) در صورتیکه نظریه‌ی سلسله‌مراتبی، با اشاره به اینکه نگاهداشت وجه نقد با تغییرات جریان نقدی دچار نوسان می‌شود، یک رابطه‌ی مثبت را پیش‌بینی می‌کند و این در حالی است که اگوندیپ (۲۰۱۲) در مطالعاتش پی به یک رابطه‌ی مثبت بین نگاهداشت وجه نقد و بازده دارایی‌ها برد.

۳-۹. قانون‌مندی

بر اساس تحلیل‌های فریرا و ویللا (۲۰۰۴)، شرکت‌ها در کشورهایی با مکانیزم‌های بالای حمایت از سرمایه‌گذاری، وجه کم‌تری نگه می‌دارند. قبلاً هم دیتمار^{۳۷} و همکارانش (۲۰۰۳) با توسعه‌ی تحلیل خود در حدی که علاوه بر حقوق سهام‌داران شامل حقوق اعتباردهندگان و کیفیت اعمال قوانین هم می‌باشد، چنین ادعایی را مطرح کرده بودند. مطالعات گونی^{۳۸} و همکاران (۲۰۰۳) نیز این یافته‌ها را تأیید کرده‌اند [26]. اگرچه پینکویتز و همکاران (۲۰۰۳) نیز گفته بودند که کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران در آن‌ها ضعیف است، انگیزه‌ی بیشتری برای تصمیم‌گیری‌هایی دارند که آن‌ها را قادر به تخصیص سودهای شخصی بیشتر به وسیله‌ی اعمال کنترل می‌کند. از آنجایی که سلب مالکیت وجه نقد راحت‌تر از دارایی‌های ثابت صورت می‌گیرد، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های موجود در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاری در آن‌ها ضعیف است، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند.

۳-۱۰. تولید ناخالص داخلی و نگاهداشت وجه نقد

پیشینه‌ی تحقیق درباره‌ی رابطه‌ی بین تولید ناخالص داخلی و نگاهداشت وجه نقد اندک است. با این حال، گارسیا-تروئل و مارتینز-سولانا (۲۰۰۸)، با استفاده از نرخ‌های بهره به عنوان معیار اندازه‌گیری رشد اقتصادی، بیان کرد که وقتی نرخ‌های بهره در اقتصاد افزایش می‌یابد، شرکت‌ها وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند. اگرچه، گارسیا-تروئل و مارتینز-سولانا (۲۰۰۸) بین

³⁵ Harris & Raviv

³⁶ Shleifer & Vishny

³⁷ Dittmar

³⁸ Guney

نگه‌داشت وجه نقد و رشد GDP هیچ رابطه‌ای مشاهده نکردند. آن‌ها با توجه به اعتبار داخلی بانک‌ها به این نکته اشاره کردند که سطح وجوه نقد یک شرکت با افزایش استفاده از بدهی بانکی، افت می‌کند.

تحقیق یونسو (۲۰۰۴) یکی از دلایل ثبات نگاه‌داشت وجه نقد در تحقیق منابع نقدی شرکت‌های ثبت‌شده در بازار بورس آفریقا به کمبود مخارج تحقیق و توسعه در این کشورها مربوط می‌شود که آن‌ها را وادار به نگهداری مقادیر زیادی وجه نقد برای حفاظت در مقابل شوک‌ها و رویدادهای غیرمنتظره‌ی آینده می‌کند. بیتز و همکاران (۲۰۰۹) و دی‌مالو و همکاران (۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی که متعهد به انجام تحقیق و توسعه‌ی بزرگ‌تری هستند، نیاز دارند که برای مقابله با شوک‌ها وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. بیتز و همکاران (۲۰۰۹) همچنین این موضوع را مطرح می‌کنند که انتقال وجه نقد از شرکت‌ها به طرف خرید (کسب مالکیت) نشان می‌دهد که شرکت‌ها باید ترازهای نقدی بزرگ‌تری را برای برون‌ریزی بر حسب خریدشان (کسب مالکیت) نگهداری کنند.

به گفته‌ی گارسیا-تروئل و مارتینز-سولانو (۲۰۰۸)، شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به منظور محدود نکردن و عدم لغو پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآورشان، سطوح نقدینگی بالاتری دارند. از آنجایی که بیشتر این شرکت‌ها فرصت‌های سرمایه‌گذاری اندکی دارند، وجه نقد ثابت و کمتری نگهداری می‌کنند.

یکی دیگر از دلایل مقادیر ثبت شده‌ی ثابت نگاه‌داشت وجه نقد می‌تواند به عوامل خاص کشور شامل حاکمیت مناسب و قانون‌مندی نسبت داده شود. تقریباً تمام کشورهای مورد بررسی در این تحقیق دارای رژیم‌های مشروع قوی بودند که از حقوق سرمایه‌گذاران دفاع می‌کردند. همان‌طور که پیشینه‌ی تحقیق نشان می‌دهد کشورهایی که دارای قوانین شدید حمایت از سرمایه‌گذار هستند، وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند. نتایج این تحلیل ظاهراً این ادعا را اثبات می‌کند.

بر اساس گزارش سازمان ملل (۲۰۰۲)، دلایل اساسی بالا بودن نگاه‌داشت وجه نقد دو کشور بوتسوانا و مصر، این بود که دولت‌های این دو کشور در توسعه‌ی خود از بخش خصوصی حمایت کرده و این حمایت را به گونه‌ای انجام می‌دادند که سرمایه‌گذاران نیز در تجارت کردن و سرمایه‌گذاری در کشور امنیت بیشتری داشته باشند. این گزارش همچنین بیان می‌دارد که این دو کشور به شدت تحت حاکمیت شرکت‌های استخراج معدن الماس بودند که باعث می‌شد سطوح وجه نقد آن‌ها در نتیجه‌ی مدیریت مناسب بالا باشد. آن‌ها همچنین اقدام به فعالیت تحقیق و توسعه کردند که آن‌ها را قادر به پیش‌بینی شوک‌های آینده می‌ساخت و بنابراین وجه نقد بیشتری را برای جلوگیری از تأثیر منفی در اقتصاد در آینده ذخیره می‌کردند.

۴. پیشینه تحقیق

آکیلدریم و گونی (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان نگاه‌داشت وجه نقد و بحران مالی به این نتیجه دست یافتند که میزان نگهداری وجه نقد در طی دوره مورد بررسی در هر دو دسته کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، رشد مثبتی داشته است؛ و تئوری مبادله‌ای و سلسه مراتبی نقش مهمی در توضیح عوامل تعیین کننده وجه نقد در دوره قبل از بحران بازی می‌کنند.

ال نجار (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان عوامل مالی تعیین کننده نگهداری وجه نقد: شواهدی از برخی بازارهای نوظهور، به بررسی عوامل مؤثر نگهداری وجه نقد (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) در کشورهای در حال توسعه پرداخت نتایج تحقیق وی نشان داد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تأثیرگذار است.

راجان داملو و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی عوامل تعیین کننده وجه نقد پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که مدیران نسبت وجه نقد بالاتری را به شرکت‌های کوچک‌تر، با هزینه تحقیق و توسعه بالاتر، سرمایه در گردش خالص کمتر و اهرم کمتر تخصیص می‌دهند؛ بنابراین نسبت وجه نقد با دشواری بالا بردن سرمایه خارجی و کاهش قابلیت در دسترس بودن وجه نقد از منابع داخلی همبستگی دارد.

دروبتز و گرونینگر (۲۰۰۷) در تحقق خود با نام نگهداری وجه نقد شرکت‌ها به بررسی عوامل تعیین کننده وجوه نقدی شرکت‌های غیر مالی پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از رابطه معکوس و معنادار در بین مشهود بودن دارایی‌ها و اندازه شرکت با دارایی‌های نقدی و همچنین وجود رابطه غیرخطی بین نسبت اهرم و نقدینگی شرکت می‌باشد

شجری و زندیه (۱۳۹۵) تحقیقی را با عنوان "عوامل مالی تعیین کننده منابع نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد" انجام دادند نتایج آن‌ها نشان داد اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند در قضاوت نسبت به مبلغ، زمان و میزان اطمینان از تحقق جریان وجوه نقد می‌تواند به استفاده کنندگان صورت‌های مالی کمک کند. اطلاعات مزبور بیانگر چگونگی ارتباط بین سودآوری واحد تجاری و توان آن جهت ایجاد وجه نقد و در نتیجه مشخص کننده کیفیت سود تحصیل شده توسط واحد تجاری است [27].

افلاطونی (۱۳۹۴) تحقیقی را با عنوان "بررسی عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت موجودی‌های مواد و کالا و رتبه‌بندی آن‌ها با استفاده از الگوریتم‌های درخت تصمیم و شبکه عصبی انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که به غیر از نسبت اهرمی و عمر شرکت، سایر متغیرها رابطه معناداری با سطح نگهداشت موجودی‌های مواد و کالا دارند. همچنین، نتایج رتبه بندی متغیرها نشان می‌دهد که مخارج سرمایه ای و اندازه شرکت دارای بیشترین اهمیت و جریان وجوه نقد عملیاتی و رشد شرکت، دارای کمترین اهمیت در تبیین میزان نگهداشت موجودی‌های مواد و کالای شرکت‌ها هستند.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) تحقیقی را با عنوان "بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" انجام دادند [28]. یافته‌های پژوهش نشان دهنده وجود رابطه منفی بین اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم با وجه نقد نگهداری شده می‌باشد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی سودآوری و فرصت‌های رشد رابطه مثبتی با وجه نقد نگهداری شده دارند. نتایج این پژوهش می‌توانند به واسطه انگیزه هزینه‌های معاملات و انگیزه احتیاطی در خصوص نگهداری وجه نقد توضیح داده شوند.

۵. نتیجه‌گیری

این مطالعه به بررسی نظریه و عوامل تعیین کننده‌ی نگهداشت وجه نقد شرکت پرداخته شد. بر اساس این مطالعه همچنین می‌توان نتیجه گرفت که نگهداشت وجه نقد تنها تحت تأثیر عوامل خاص شرکت و نه متغیرهای خاص کشور بودند. همچنین، عوامل تعیین کننده‌ی مقدار نگهداشت وجه نقد در این کشورهای در حال توسعه تقریباً مشابه عوامل شناسایی شده در کشورهای توسعه یافته هستند. هزینه‌ی سرمایه‌ای، دارایی‌های جدیدی برای شرکت‌ها آفریده و امنیت وثیقه را بهبود می‌بخشد، باعث افزایش دسترسی به اعتبار نیز می‌شود (بتس و همکاران، ۲۰۰۹)؛ بنابراین، در کشورهای که دارای هزینه‌ی سرمایه‌ای پایین‌تری هستند با کاهش ظرفیت استقراض مواجه شده و بنابراین تمایل به نگهداری وجوه نقد بیشتری دارند. شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر، زمانی که از هزینه‌های بالای استقراض رنج می‌برند، به دلیل افزایش ریسک تنگنای مالی و ورشکستگی در این شرکت‌ها، انگیزه‌های بیشتری برای نگهداشت وجه نقد دارند. همچنین حاکی از گسترش بخش خصوصی در کشور برای قادر ساختن شرکت‌ها به تأمین سرمایه و نیز پیشروی کارکرد اعتبار تجاری به عنوان یکی از ابزارهای تأمین سرمایه کوتاه مدت است. از این نتایج می‌توان این‌طور برداشت کرد که گسترش مستمر محیط مالی از سوی دولت، محدودیت‌های مالی شرکت‌ها را از میان برداشته و بنابراین کارایی اقتصادی را بهبود می‌بخشد.

علاوه بر این، اطلاع از رابطه‌ی بین سطوح مقادیر نگهداشت وجه نقد و عوامل خاص شرکت، سرمایه‌گذاران را نسبت به تصمیمات‌شان درباره‌ی ترازهای نقدی سرمایه‌گذاران هدفشان، آگاه‌تر می‌سازد. برای مثال، شرکت‌های دارای بازده دارایی بالا باید وجوه نقدی بیشتری نگهداری کنند. نگهداشت وجه نقد در چنین شرکت‌هایی می‌تواند زمانی که این وجوه افزایش می‌یابند منجر به این شود که شرکت، پروژه‌های سودآور را از دست بدهد.

این تحقیق، آغازگر بحث‌هایی درباره‌ی عوامل تعیین‌کننده‌ی میزان نگهداشت وجه نقد شرکتی در شرکت‌ها، به‌ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط و عوامل خاصی که مدیران باید از آن‌ها آگاه باشند، است. نتایج این پژوهش برای یک شرکت که بخواهد اطلاع یابد که در طول مثلاً یک بحران مالی یا یک دوره‌ی تورم بالا، وجوه نقدی بیشتری نگه دارد یا کم‌تر مفید خواهد بود. همچنین دانستن این موضوع که کدام عوامل مربوط به شرکت دارای تأثیری مثبت یا منفی بر تصمیم‌گیری در مورد مقدار نگهداشت وجه نقد است، برای شرکت اهمیت دارد.

۶. منابع

- [۱]. یونس بادآور نهندی وسعید درخور (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، ص ۱۶۷-۱۸۹.
- [2]. Lov, I. (2011) Empirical analysis of corporate savings in Egypt. Policy Research Working Paper, The World Bank Development Research Group
- [3]. Baumol, W.J. (1952) The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach. The Quarterly Journal of Economics, 66 (4), 545-556.
- [4]. Miller, M.H. and Orr, D. (1966) A model of the demand for money by firms. The Quarterly Journal of Economics, 80 (3), 413-435.
- [5]. Meltzer, A.H. (1963) The demand for money: A cross section study of business firms. The Quarterly Journal of Economics, 77 (3), 405-422
- [6]. Al-Najjar, B. (2013) The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. International Business Review, 22 (1), 77-88.
- [۷]. Opler, T. Pinkowitz, L. Stulz, R. and Williamson, R. (1999) The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics, 52 (1), 3-46
- [8]. Ferreira, M.A. and Vilela, A.S. (2004) Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. European Financial Management, 10 (2), 295-319.
- [۹]. مجتبی عدیلی، نگهداشت وجه نقد (۱۳۹۱) ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، ص ۱۳۱-۱۴۹.
- [10]. Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13 (2), 187-221.
- [11]. Dittmar, A. Mahrt-Smith, J. and Servaes, H. (2003) International corporate governance and corporate cash holdings. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38 (1), 111-133
- [12]. Keynes, J.M. (1936) The general theory of employment, interest and money. London: Harcourt Brace.

- [13]. Baum, C.F. Caglayan, M. Ozkan, N. and Talavera, O. (2004) The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms. ZEW Discussion Paper, Centre for European Economic Research, 04-10.
- [14]. Petersen, M.A. and Rajan, R.G. (1997) Trade credit: Theories and evidence. *The Review of Financial Studies*, 10 (3), 661-691.
- [15]. Sufi, A. (2009) Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*, 22 (3), 1057-1088
- [16]. Gatev, E. and Strahan, P.E. (2006) Banks' advantage in hedging liquidity risk: Theory and evidence from the commercial paper market. *The Journal of Finance*, 61 (2), 867-892.
- [17]. Saddour, K. (2006) Determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms. CERE Working Paper, Universite Paris 7088.
- [18]. Bates, T.W. Kahle, K.M. and Stulz, R.M. (2009) Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64 (5), 1985
- [19]. D'mello, R. Krishnaswami, S. and Larkin, P.J. (2008) Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32 (7), 1209-1220.
- [20]. Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004) Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28 (9), 2103-2134.
- [21]. Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, P. (2008) On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35 (1-2), 127-149.
- [22]. Kim, J. Kim, H. and Woods, D. (2011a) Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30 (3), 568-574.
- [23]. Riddick, L.A. and Whited, T.M. (2009) The corporate propensity to save. *The Journal of Finance*, 64 (4), 1729-1766.
- [24]. Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995) What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- [25]. Kusnadi, Y. (2005) Corporate governance mechanisms and corporate cash holdings. Working paper, Hong Kong University of science and Technology
- [26]. Guney, Y. Ozkan, A. and Ozkan, A. (2003) Additional international evidence on corporate cash holdings. Working Papers, University of Surrey.
- [27].

[۲۸] غلام رضاشجری، سمیه زندیه (۱۳۹۵) عوامل تعیین کننده منابع نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد، تجزیه و تحلیل‌های

مالی، ص ۸۶-۹۰.

[۲۹]. اسفندیارملکیان، احمد احمدپور، منصور محمدی (۱۳۹۰) بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده

آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، انجمن حسابداری ایران، ص ۱۱-۷.

