

بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد اقتصادی و حسابداری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش امیدی قاسم آباد^۱، عباسعلی دریائی^۲

^۱ گروه حسابداری، واحد رامسر، دانشگاه آزاد اسلامی، رامسر، ایران.

^۲ عضو هیئت علمی حسابداری، دانشگاه بین المللی امام خمینی، قزوین، ایران.

نام نویسنده مسئول:

عباسعلی دریایی

چکیده

هدف نهایی هر بنگاه اقتصادی حداکثر کردن ارزش ذاتی برای سهامداران در طول یک زمان متمادی به معنای ارزش آفرینی پایدار است. هدف از پژوهش حاضر، آزمون نظریه های نمایندگی، ذی نفعان و نگهداشت وجه نقد در مورد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج پژوهش نتایج نشان می دهد که رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و نرخ بازگشت دارایی ها وجود دارد و همچنین تغییرات نرخ بازگشت دارایی ها به طور معناداری با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه دارد. علاوه بر موارد مذکور، رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. تبیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد برای شرکتهای به وسیله مدیران مالی از نتایج مستقیم پژوهش حاضر است. با این حال، به پژوهشگران آتی توصیه می شود تا تبیین رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد حسابداری و اقتصادی را در صنایع مختلف به طور جداگانه مد نظر قرار دهند. همچنین پیشنهاد می شود با توجه به تورم بالا در کشور، ارزش زمانی وجه نقد را در تبیین متغیرها در نظر بگیرند.

واژگان کلیدی: نگهداشت وجه نقد، عملکرد اقتصادی، عملکرد حسابداری، داده های

ترکیبی

مقدمه

در سال های اخیر بسیاری از شرکتها با وضعیت نامناسب نقدینگی مواجه اند که بررسی عوامل مرتبط با این وضعیت حائز اهمیت است. هدف نهایی هر بنگاه اقتصادی حداکثر کردن ارزش ذاتی برای سهامداران در طول یک زمان متمادی به معنای ارزش آفرینی پایدار است. بنابراین استراتژی های سازمانی، تخصیص منابع و سیستم های ارزیابی عملکرد، باید همگی بر تحقق این امر متمرکز شوند. در راستای همین هدف، نگهداری سطح مطلوب وجه نقد برای پرداخت بدهی های سر رسید شده، استفاده از فرصت های ناگهانی مناسب جهت سرمایه گذاری که نشانه ای از انعطاف پذیری واحد تجاری می باشد و دسترسی به مواد اولیه برای تولید به طوری که شرکت بتواند به موقع جوابگوی تقاضای مشتریان باشد از جمله دلایل اهمیت مفهوم سرمایه در گردش می باشد. لذا هرگونه تصمیمی که در این بخش توسط مدیران واحد تجاری اتخاذ می شود اثرات شدیدی بر روی بازدهی عملیاتی واحد تجاری می گذارد که در نهایت موجبات تغییر ارزش شرکت و ثروت سهامداران را به دنبال خواهد داشت (رهنمای رودپشتی و کیانی، ۱۳۸۷).

از طرفی دیگر سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در بکارگیری از سرمایه ی آنها و ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت آگاهی یابند. برای نیل به این هدف سیستم های ارزیابی عملکرد ابزارهایی مفید برای ارزیابی عملکرد مدیران ارایه می دهند. ازجمله مناسب ترین روش های ارزیابی عملکرد مدیریت بکارگیری معیارهای اقتصادی و نه حسابداری است. بهترین راه برای بیشینه کردن ارزش افزوده شرکت، افزایش در ارزش افزوده اقتصادی آن (که بیانگر توان شرکت در کسب بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه آن می باشد) است. در گذشته معیارهای حسابداری همچون سود، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد مطرح بوده اند که منجر به افزایش ثروت سهامداران می شدند این در حالی است که امروزه ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای اقتصادی به عنوان معیارهای مناسب ارزیابی عملکرد مطرح می باشند (وانگ، ۲۰۱۴).

ارزش افزوده اقتصادییک معیار ارزیابی عملکرد می باشد که ظاهراً پیچیده است. مدیران به ابزاری نیاز دارند که امکان مدیریت هم زمان هزینه های عملیاتی و هزینه سرمایه را فراهم آورد. در مقابل کانون توجه معیارهای دیگر اندازه گیری عملکرد، ارزش افزوده اقتصادی، بر موضوعاتی مانند هزینه سرمایه و ارزش ایجاد شده برای سهامداران قرار دارد. ارزش افزوده اقتصادی، مفهومی است که در بسیاری از شرکت های بزرگ و به منظور انگیزش مدیران در جهت ایجاد ارزش برای سهامداران، مورد استفاده قرار گرفته است (دت و هال، ۲۰۰۴). یکی از معیارهایی که امروزه مورد توجه مدیریت مالی و حسابداری مدیریت قرار گرفته، مفهوم ارزش افزوده اقتصادی است. از مبانی اساسی در مفهوم ارزش افزوده این است که مدیران مسئول ایجاد ارزش و حداکثر کردن ثروت سهامداران هستند (حساس یگانه و دلخوش، ۱۳۹۰).

یکی از معیارهای عملکرد حسابداری، سود باقی مانده است که به عنوان سود عملیاتی پس از کسر مخارج سرمایه تعریف شده و درواقع ارزش افزوده نسخه تغییر یافته ای از سود باقی مانده به همراه تعدیلاتی است که بر سود و سرمایه انجام می شود. در دهه ۱۹۷۰ و قبل از آن سود باقی مانده شهرت و استفاده چندانی نداشت. باوجود این ارزش افزوده در عمل، مفهومی مشابه با نامی متفاوت است که استفاده از آن در حال گسترش، می باشد و روز به روز بر تعداد شرکتهایی که از آن استفاده می کنند نیز افزوده می شود. فقط می توان حدس زد که چرا سود باقی مانده هرگز چنین شهرتی کسب نکرد. یکی از دلایل ممکن این است که ارزش افزوده اقتصادی با مفهوم ارزش افزوده بازار عرضه می شود. این مفهوم به لحاظ تئوریک اتصال منطقی با ارزشیابی های بازار دارد و در زمانی که سرمایه گذاران می خواهند بر ارزش سهامدار تمرکز کنند، معیار مناسبی محسوب می شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین، تبیین رابطه بین وجه نقد و عملکرد می تواند راه کارهای مناسبی را در خصوص اداره شرکت ها در اختیار مدیریت قرار دهد. لذا سوال اصلی تحقیق به این صورت مطرح می شود که آیا بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد اقتصادی و حسابداری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

بیشینه پژوهش

قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با انتخاب نمونه ای شامل ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷، به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد، همچنین یافته های پژوهش آنها مؤید نظریه جریان نقد آزاد می باشد.

رازقی و امیرحسینی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین بهبود نگهداشت وجه نقد و ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی» با بررسی اثر اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی بر سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد و در نهایت ارزش نگهداشت وجه نقد به این نتیجه

رسیدند که با اجرای سیاست ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی، سرمایه گذاری کمتر و بیشتر از حد در شرکت های بورس اوراق بهادار کاهش می یابد.

فریرا و ویلا (۲۰۰۴) عوامل مؤثر بر وجه نقد را در نمونه ای از شرکت های کشورهای اتحادیه اروپا از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ بررسی نمودند. نتایج آن ها نشان داد که موجودی نقد به طور مثبتی تحت تأثیر فرصت های سرمایه گذاری و جریان های نقدی و به طور منفی تحت تأثیر نقدشوندگی دارایی ها، اهرم مالی و اندازه قرار دارد. بدهی بانکی و موجودی نقد نیز با یکدیگر رابطه منفی دارند و مؤید این است که روابط نزدیک بانکی شرکت ها را قادر می سازد که موجودی نقد کمتری با انگیزه احتیاطی نگهداری نمایند. شرکت ها در کشورهای با محافظت بیشتر از سرمایه گذاران و مالکیت متمرکز نیز موجودی نقد کمتری داشته که نقش هزینه های نمایندگی ناشی از اختیار مدیریت را تأیید می نماید.

گارسپا و همکاران (۲۰۰۹) با استفاده از نمونه ای متشکل از شرکت های بورس سهام اسپانیا در دوره ای از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ اثر کیفیت حسابداری را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی بالا در مقایسه با شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی پایین، سطوح پایین تری از وجه نقد نگهداری می نمایند. یافته ها نشان می دهد که با افزایش بدهی بانکی موجودی نقد افزایش یافته و شرکت های با جریان نقدی بالاتر وجه نقد بیشتری نگهداری می نمایند.

دجو و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی ارتباط معیارهای کیفیت سود (مانند پایداری و نوسان پذیری) بر رقم سود حسابداری که بر اساس مبنای تعهدی تهیه شده پرداختند.

سیموتین (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان «وجه نقد مازاد و بازده سهام» اثرات ویژگی های شرکت بر روی وجه نقد مازاد و بازده سهام را در بازار بورس اوراق بهادار کشور آمریکا مورد مطالعه قرار دادند. هدف این پژوهش بررسی ویژگی های مؤثر بر وجه نقد مازاد و بازده سهام می باشد. مطالعات انجام شده در این پژوهش نشان می دهد که ویژگی های داخلی شرکت از جمله نقدینگی، ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها، رشد دارایی ها، اندازه شرکت، هزینه های تحقیق و توسعه، مخارج سرمایه ای، جریان های نقدی عملیاتی، سرمایه در گردش، بدهی های بلندمدت و بتای بازار شرکتها بر روی وجه نقد مازاد و بازده سهام اثرگذار می باشد، ولی از میان این ویژگیها فقط بتای بازار شرکت ها، شاخص های بدهی، اقلام تعهدی و رشد دارایی های شرکت بر روی وجه نقد مازاد و بازده سهام دارای اثرات قابل توجهی می باشد.

درویتز و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت ها در ارتباط با ویژگی های خاص و عدم تقارن اطلاعات شرکت ها، با استفاده از نمونه ای متشکل از ۴۸۲۴۰ سال-شرکت، از ۴۵ کشور در دوره زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ پرداختند. نتایج این پژوهش فرض مبتنی بر نظریه جریان نقد آزاد را تأیید کرد، البته نتایج به دست آمده به طور کلی تناقضی با نظریه سلسله مراتب تأمین مالی ندارد، این یافته ها حاکی از این نیست که شرکت نباید از منابع داخلی خود قبل از استقراض استفاده کند، بلکه مؤید این مطلب است که ممکن است انباشته کردن وجه نقد برای جلوگیری از تأمین مالی خارجی در آینده و زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، بهینه نباشد.

سان و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان کیفیت سود و سطح نگهداشت وجه نقد به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت پرداختند. یافته های پژوهش آنها نشان می دهد که بین کیفیت سود و مانده وجه نقد شرکت رابطه منفی وجود دارد. همچنین یافته های این پژوهش نشان می دهد که کیفیت پایین سود منجر به کاهش ارتباط ارزشی سطح نگهداشت وجه نقد از دید سرمایه گذاران می شود.

مان و جان (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «سرمایه در گردش، نگهداشت وجه نقد و سودآوری» به بررسی رابطه بین سرمایه در گردش، نگهداری وجه نقد و سودآوری پرداختند. در این پژوهش، اثر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین سرمایه در گردش و سودآوری آزمون شده است و نتایج روابط پویا بین سرمایه در گردش، وجه نقد و سودآوری بنگاه را نشان می دهد.

روش شناسی پژوهش

منظور از روش در تحقیق، ارائه مهارت ها و تجربه هایی است که دست یابی به هدف را آسان تر و عملی تر می سازد و با صرف وقت کمتر، نتایج بیشتری به دست می آید. این نکته، در کلیه روش ها مطرح است. یعنی هر کاری بر مبنای «روش» های برگرفته از تجربه ها و موفقیت ها انجام پذیرد، تضمین بیشتری برای بهره دهی آن خواهد بود و افراد «دارای روش» موفق ترند و مبتدیانی که با روش افراد موفق آشنا می شوند، زودتر به نتیجه می رسند. این تحقیق بر اساس هدف از نوع کاربردی و از نظر اجزاء، از نوع تحلیلی - توصیفی و مبتنی بر استراتژی همبستگی است که با استفاده از نمونه منطقی، سعی در تعمیم نتایج و یافته ها به کل جامعه آماری دارد، کاربردی است. توصیفی و از نوع پیمایشی و همبستگی است زیرا قصد دارد تا با استفاده از نظرات افراد نسبت به یکسری شاخص ها، روابط میان چند متغیر را در صحنه خاص محک بزند. در

این تحقیق از آزمون F لیمر برای انتخاب بین مدل های اثرات مشترک و اثرات ثابت می باشد که در صورت انتخاب مدل اثرات ثابت، از آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می شود. همچنین خودهمبستگی جز اخلاص مدل، ناهمسانی واریانس و نرمال بودن داده ها بررسی خواهد شد. برای تبیین قدرت توضیح دهنده متغیرهای توضیحی از ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی معنی داری متغیرها از آماره t و برای بررسی کفایت کلی مدل از آماره F فیشر استفاده خواهد شد. همچنین تحلیل های آماری با استفاده از نرم افزار ایووز ۷ انجام خواهد شد.

جامعه و نمونه آماری

تحقیق حاضر از نظر هدف، توسعه ای بوده و در حیطه تحقیقات توصیفی - رگرسیونی است و داده های مورد نیاز آن از مشاهده اسناد مربوط به صورت های مالی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می شود. در این تحقیق جامعه آماری متشکل از شرکت هایی است که شامل ویژگی های زیر باشند:

۱. سهام شرکت از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.
 ۲. طی سال های مالی یاد شده تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. جزو بانک ها یا مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، لیزینگ ها) نباشند.
 ۴. سال مالی تمام شرکت ها پایان اسفند ماه باشد.
- بر اساس ویژگی های فوق الذکر، نمونه آماری این تحقیق متشکل از صد و هشتاد و پنج شرکت در هر سال می باشد.

روش و ابزار گردآوری داده ها

همچنین اطلاعات و داده های مورد نیاز این تحقیق از منابع مختلف مانند کتب و نشریات معتبر داخلی و بین المللی که یا به صورت مستقیم در پایگاه های اینترنتی موجود بوده اند یا از طریق مراجعه به کتابخانه های معتبر، جمع آوری گردیدند. و اطلاعات و داده های خام مورد نیاز شرکت ها به منظور بررسی فرضیات پژوهش از طریق نرم افزارهای ره آورد نوین، تدبیر پرداز و در بسیاری از موارد با مراجعه مستقیم به صورت های مالی شرکت ها که در لوح های فشرده منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری گردید. قلمرو زمانی این تحقیق از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ می باشد. لذا پس از تعیین جامعه آماری با توجه به محدود بودن جامعه از فرمول ککران^۱ برای تعیین اندازه نمونه استفاده گردید. در تحقیق حاضر برای برآورد آماره های توصیفی و پارامترهای مدل های موجود در تحقیق و تجزیه و تحلیل و استنباط آماری از نرم افزارهای EXCEL و EVEIWS استفاده گردیده است.

مدل رگرسیونی پژوهش

مدل ۱:

$$EVA = a + \beta_1 \text{Cash}_{it} + \beta_2 \text{Growth}_{it} + \beta_3 \text{Debt}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{PDP} + \epsilon_{it}$$

مدل ۲:

$$ROA = a + \beta_1 \text{Cash}_{it} + \beta_2 \text{Growth}_{it} + \beta_3 \text{Debt}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{PDP} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

EVA: ارزش افزوده اقتصادی شرکت نام در سال tام

ROA: نرخ بازگشت دارایی ها شرکت نام در سال tام

Cash: سطح نگهداشت وجه نقد که عبارت است از نسبت وجه نقد به کل دارایی های شرکت.

Growth: فرصت های رشد (شاخص کیو-توبین)

Debt: نسبت بدهی (نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی ها)

SIZE: اندازه شرکت نام در سال tام (لگاریتم طبیعی فروش)

¹Cocran

LEV: اهرم مالی برای شرکت نام در سال tام

PDP: درصد تقسیم سود (عبارت است از سود پرداخت شده به کل سود)

یافته های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده و آزمون فرضیه ها از روش های آماری توصیفی و استنباطی استفاده شده است که به منظور انجام تجزیه و تحلیل های آماری به نرم افزار ایویوز ۷ منتقل گردید.

آماره های توصیفی

ویژگی های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق، اعم از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی در جدول زیر آورده شده است. آماره های گزارش شده شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، ضریب چولگی و انحراف معیار متغیرها بکارگرفته شده در تحقیق می باشد.

جدول ۱: خلاصه آماره های توصیفی مورد استفاده در تحقیق

متغیرها	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	ضریب چولگی	انحراف معیار
ROA	-۰/۳۴	۳/۳۵	۰/۸۶	۰/۹۱	۱/۳۲	۰/۴۵
EVA	-۲۹۳۵۳۷	۲۹۸۶۳۵	۱۲۵۱۵	-۱۰۸۵	-۲۰/۵	۱۲۱۳۲
Cash	۰/۰۱۷۵۸	۰/۹۷۸۸۵۴	۰/۴۱۲۹۳	۰/۰۹۶	۱/۳۲	۰/۱۲۰۵۶۴
Growth	-۷۹/۳۲	۱۴۷/۵۳	۱/۲۵	۲/۷۷	۶/۷۵	۱۱/۲۴
Debt	۰/۱۲۵	۰/۷۹۵	۰/۳۵۲	۰/۵۶۲	۰/۰۵	۰/۴۷
Size	۵/۵۴	۱۷/۷۷	۱۲/۱۳	۱۲/۱۷	۰/۰۵	۱/۴۷
Lev	۰/۰۱	۰/۹۷۱	۰/۷۰۲۵	۰/۶۸۲۰۳	۰/۲۶	۰/۱۶۱
PDP	۰/۰۰	۰/۹۲۵	۰/۲۶۵	۰/۴۹۸	۰/۰۵	۰/۶۵

آنچه از جدول بالا استنتاج می شود، آن است که میانگین (۰/۹۱) و میانه (۰/۸۶) در مورد نرخ بازگشت دارایی ها بسیار به هم نزدیک بوده و این موضوع، بازده تقریباً یکنواخت را در اغلب شرکت های بزرگ بورسی مورد آزمون، نشان می دهد؛ همچنین بیانگر آن است که توزیع نرخ بازگشت دارایی ها از توزیع نرمالی برخوردار است. و انحراف معیار ۰/۴۵ تأییدی دوباره بر نتایج فوق است. همچنین حداقل و حداکثر ارزش افزوده اقتصادی نشان می دهد، عملکرد ارزش افزوده اقتصادی متفاوت و فاصله داری در شرکت های بورسی ایرانی را نشان می دهد.

مانایی داده ها

جهت بررسی ایستایی متغیرها آزمون های مختلفی از جمله آزمون لوین و لین (LL)، آزمون ایم، پسران و شین (IPS)، آزمون فیشر و آزمون دیکی - فولر مقطعی^۲ را می توان بکار گرفت. در صورت نالایستایی متغیرهای مدل، احتمال ایجاد رگرسیون ساختگی، آزمون همجمعی به عنوان یک پیش آزمون قابل استفاده است. به این ترتیب، تنها در شرایط همجمعی متغیرها می توان به نتایج اعتماد کرد. همجمعی بدین معنی است که علی رغم اینکه سری های زمانی به تنهایی غیر مانا هستند ولی ترکیب خطی از دو یا چند سری زمانی، می تواند ساکن باشد. برای بررسی چنین حالتی می توان از آزمون EG، ADF و ACDF استفاده کرد. نتایج به شرح جدول زیر است:

²Im, Pesaran, Shin

³Fisher

جدول ۱: مانایی داده ها

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
روش	آماره	p-value
Im, Pesaran and Shin W-Stat ۵۰,۶۷۵۸-۰,۰۰۰۰		
متغیر	Im, Pesaran and Shin W-Stat prob.	آماره t
ROA	-۳,۲۱۹۰	*۰,۰۰۰۰
EVA	-۶,۶۷۷۸	*۰,۰۰۰۰
Cash	-۱۱,۱۲۵	*۰,۰۰۰۰
Growth	-۱۸,۱۲۴	*۰,۰۰۰۰
Debt	-۵,۱۲۳۶	*۰,۰۰۰۰
Size	-۷,۷۸۵۹	*۰,۰۰۰۰
Lev	-۶,۴۲۵۳	*۰,۰۰۰۰
PDP	-۱۰,۷۸۱۲	*۰,۰۰۰۰

آمار استنباطی

برازش مدل های یک و دو در جدول های شماره ۲ و ۳ آمده است.

جدول ۲ متغیر وابسته: نرخ بازگشت دارایی ها			
نتیجه آزمون مدل شماره (۱)			
آزمون داده های ترکیبی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۵	۲/۸۹	۱/۲۵	سطح نگهداشت وجه نقد
۰/۲۵۳	۱/۲۶	۱/۳۳	فرصت های رشد
۰/۰۰۰	-۳/۵۲۶	-۲/۲۳	نسبت بدهی
۰/۰۱۱	۲/۷۷	۰/۰۳	اندازه شرکت
۰/۷۱۴	-۰/۹۳	-۰/۰۳	اهرم مالی
۰/۵۲۰۹	۱/۴۶	۰/۳۰	درصد تقسیم سود
۱/۷۶	آماره دوربین واتسون	۱۲۵	آماره F
۲۵٪	R ² تعدیل شده	۰/۰۰۰	P-value
آزمون های پانل			
نتیجه	معناداری آزمون	آماره آزمون	
تائید کاربرد FE در برابر POOL OLS	۰/۰۰۰۰	۱/۷۷	آزمون F تعمیم یافته
تائید کاربرد RE در برابر FE	۰/۱۱۰۰	۷/۷۸	آزمون هاسمن

جدول ۳ متغیر وابسته: ارزش افزوده اقتصادی			
نتیجه آزمون مدل شماره (۲)			
متغیر توضیحی	آزمون داده های ترکیبی		
	ضریب	آماره t	P - value
سطح نگهداشت وجه نقد	۰/۶۲	۳/۶۳	۰/۰۰
فرصت های رشد	-۰/۱۴	-۱/۸۹	۰/۰۵
نسبت بدهی	-۰/۰۰۳	-۲/۲۳	۰/۰۲
اندازه شرکت	۰/۵۲۶	۱/۲۱	۰/۲۵
اهرم مالی	۱/۷۸	۱/۱۱	۰/۵۶
درصد تقسیم سود	۰/۹۷۸	۱/۹۹	۰/۰۸
آماره F	۱۱۶	آماره دوربین واتسون	۲/۱۲
P-value	۰/۰۰۰	R ² تعدیل شده	۱۸٪
آزمون پانل			
	آماره آزمون	معناداری آزمون	نتیجه
آزمون F تعمیم یافته	۱/۸۷	۰/۰۰۰	تأیید کاربرد FE در برابر POOL OLS
آزمون هاسمن	۱۱/۱۰	۰/۰۱	تأیید کاربرد FE در برابر RE

بین اندازه شرکت و نرخ بازگشت دارایی ها رابطه مثبت معنادار وجود دارد. کیل و نیکلسون (۲۰۰۳)، اعتقاد دارند، اندازه شرکت اعم از جمع دارایی ها، جمع فروش و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت ارتباط مستقیمی با هم دارند. بدیهی است که اندازه شرکت تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکتهای بزرگتر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی نفعان و وجود مکانیزم های کنترلی بیشتر از ریسک تجاری کمتری برخوردار دارند. از طرفی واتز و زیمرمن (۱۹۸۶)، عنوان می دارند که شرکت های بزرگ به دلیل تحمل هزینه های سیاسی بیشتر ناچار به افشای بیشتری نیز هستند. همچنین مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند زیرا رشد، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می دهد. با این حال شرکتهای بزرگتر سوق به پراکندگی بیشتر مالکیت سهامداران داشته که به مدیریت اختیار بیشتری اعطا نماید. علاوه بر این شرکتهای بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است تا خریداری شوند با احتمال کمتری هدف دربرگیری هستند. بنابراین انتظار می رود که مدیران شرکتهای بزرگ در خصوص سرمایه گذاری و سیاستهای مالی قدرت اختیار بیشتری داشته باشند. رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. بنابراین این ارتباط معنی دار نیز مطابق با نتایج پژوهش شن و همکاران (۲۰۱۵) بوده است. رابطه معناداری بین فرصت های رشد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. بین نسبت بدهی و ارزش افزوده اقتصادی رابطه منفی معنادار وجود دارد. با افزایش بدهی های شرکت با توجه به افزایش هزینه های مالی که ممکن است در دل آن وجود داشته باشد میزان سودآوری شرکت کاهش می یابد که منجر به کاهش ارزش افزوده اقتصادی می شود. بین درصد تقسیم سود و ارزش افزوده اقتصادی رابطه مثبت معنادار وجود دارد. سیاست تقسیم و استراتژی های طراحی آن از جمله وظایف مدیریت مالی است که تاثیر قابل ملاحظه ای بر ساختار سرمایه شرکت و قیمت گذاری سهام آن دارد. تعدادی از شرکتها همه ساله درصد معینی از سود خودشان را بین سهامداران تقسیم می کنند. چنین سیاستی باعث خواهد شد که سود پرداختی به سهامداران همراه با نوسانات سود خالص تغییر نماید. و البته این موضوع ارزش افزوده اقتصادی شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود داشت. مطالعاتی که تاکنون به موضوع سطح نگهداشت وجه نقد پرداخته اند، عوامل موثر متعددی را شناسایی نمودند که از آن جمله میتوان به اهرم مالی، رشد شرکت، اندازه شرکت، وضعیت حاکمیت شرکتی و ... اشاره کرد. کنوازکان مطالعه ای که در بریتانیا انجام دادند، تأثیر ساختار مالکیت بر سطح نگهداشت وجه نقد را آزمون نمودند. آنان با توجه به آشفتگی ادبیات و تضادهای موجود، شواهدی مبنی بر وجود ارتباط غیر خطی بین مالکیت مدیریتی و سطح نگهداشت وجه نقد ارائه کردند. ساختار مالکیت به عنوان عاملی که می تواند ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک بدیل اقتصادی عملکرد، را تحت تأثیر قرار دهد؛ مورد توجه بسیاری از پژوهشگران قرار گرفته است (دلوف، ۲۰۰۳). بنابراین وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی جریان های نقدی نقشی محوری دارند. مطالعاتی که تاکنون به موضوع سطح نگهداشت وجه نقد پرداخته اند، عوامل موثر متعددی را شناسایی نمودند که از آن جمله میتوان به اهرم مالی، رشد شرکت، اندازه شرکت، وضعیت حاکمیت شرکتی و ... اشاره کرد. در این مطالعه تلاش شد تا با استفاده از تضاد استدلال ها، ارتباط بین سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد ارزیابی گردد و نتیجه ای فراگیر که بتواند استدلال های متضاد را در خود جای دهد، حاصل گردد. از میان موضوعات مختلف مربوط به شرکت ها، ارزیابی عملکرد مدیران نقش ویژه ای دارد. ارزیابی عملکرد شرکتها از مهمترین موضوعات مورد توجه سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان دولت و مدیران است و پایه بسیاری از تصمیمگیری های داخل و خارج از سازمان می باشد. عدم بکارگیری معیارهای صحیح برای تعیین ارزش شرکتها و ارزیابی عملکرد آنها باعث می شوند که ارزش یا قیمت سهام آنها بیشتر یا کمتر از ارزش واقعی آنها ارزشگذاری شود. پیامدهای چنین ارزیابی اشتباه و نادرستی میتواند منجر به ضرر و زیان برخی از سازمانها و افراد ذینفع شود. نتایج پژوهش حاضر نشان داد که رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و نرخ بازگشت دارایی ها وجود دارد. همچنین، رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. تبیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد برای شرکتها به وسیله مدیران مالی از نتایج مستقیم پژوهش حاضر است. با این حال، به پژوهشگران آتی توصیه می شود تا تبیین رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد حسابداری و اقتصادی را در صنایع مختلف به طور جداگانه مد نظر قرار دهند. همچنین پیشنهاد می شود با توجه به تورم بالا در کشور، ارزش زمانی وجه نقد را در تبیین متغیرها در نظر بگیرند.

منابع و مراجع

- [۱] رسانیان، امیر؛ کاشانی پور، محمد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه ی بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد. پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، ۷(۲۵)، ۱۳۸-۱۲۱.
- [۲] رستمی، علی. (۱۳۹۰). رابطه بین شاخص های گوناگون سودآوری، نقدینگی و ارزش شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی.
- [۳] رضازاده، جواد؛ حیدریان، جعفر. (۱۳۸۹). تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتهای ایرانی. تحقیقات حسابداری، ۲(۷)، ۳۳-۲۰.
- [۴] رهنمای رودپشتی، فریدون. کیائی، علی. (۱۳۸۷). بررسی تبیین استراتژیهای مدیریت سرمایه در گردش در شرکتهای پذیرفته شده. فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، ۴(۱۳)، ۱۸-۶.
- [۵] فتحی، سعید؛ توکلی، یاسین. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاههای اقتصادی. فصلنامه بررسی های بازرگانی، ۷(۳۶)، ۱۱۶-۱۰۴.
- [۶] فروغی، داریوش، علی سعیدی، امیر رسانیان و سحر زارع (۱۳۹۰). تأثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی (۲): ۵۷-۸۱.
- [7] Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- [8] Dewet, J. H. Hall (2004). A Strategic Approach in Managing Shareholder wealth for companies listed on the securities Exchange south Africa. Doctoral thesis University of Pretoria, Pretoria.
- [9] Ehrbar, T. A. L. (1998). EVA – The Real Key to Creating Wealth. John Wiley. New York.
- [10] Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2009). Working capital management, access to financing, and firm value. Working Paper. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1431165>.
- [11] Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(4), 28-38.
- [12] Opler, Tim., Pinkowitz, Lee., Stulz, ReneH. & Williamson, Rohan. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- [13] Ozkan, Aydin. & Ozkan, Neslihan. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103-2134.
- [14] Park, K. and S. Jang (2014). "Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification and Firm Performance: A Holistic Analysis", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 33, pp. 51-63.
- [15] Schipper, K. and L. Vincent (2003). "Earnings quality" *Accounting horizons*, 17, 97, 110.
- [16] Shen, Y., Zou, L & Chen, D (2015). "Does EVA performance evaluation improve? the value of cash holdings? Evidence from China", *China Journal of Accounting Research* 8, 213-241.
- [17] Wang, G. Y. (2014). "The Impact of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance", *Journal of Service Science and Management*, Vol. 3, No. , pp. 408-418.
- [18] Watts, R.L., Zimmerman, J., (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ.