



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
دوره ۱۱/ شماره ۴ (پیاپی ۴۴)/ زمستان ۱۴۰۱
صفحه ۴۵۱ تا ۴۶۴

بررسی تاثیر معیارهای عملکرد بر جریان نقد سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش نقد شوندگی سهام

ابراهیم منصوری

گروه حسابداری، واحد بین الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران
emansouri86@yahoo.com

رویا دارابی

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
royadarabi110@yahoo.com

زهره حاجیها

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
drzhajina@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۱۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۳۰

چکیده

واحدهای انتفاعی در منابع غیر نقدی سرمایه‌گذاری می‌کنند که علاوه بر به دست آوردن وجه نقد اضافی، به دنبال بازده سرمایه‌گذاری نیز هستند. 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. هدف این پژوهش بررسی تحلیل ارتباط معیارهای عملکرد و جریان نقد سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور از متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام و کیوتوبین به‌عنوان معیارهای عملکرد و از معیار نسبت جریان نقد فعالیت سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیر وابسته استفاده شد. نتایج این پژوهش که از اطلاعات مالی ۱۶۶ شرکت طی سال‌ها ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸ و روش رگرسیون چند متغیره به‌دست آمده و بیان می‌کند کیوتوبین با جریان وجه نقد ناشی از فعالیت سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارند و نقد شوندگی سهام شرکت باعث تغییر در سیاست‌های نقدینگی سرمایه‌گذاری توسط شرکت می‌شود.

واژه‌های کلیدی: جریان وجه نقد ناشی از فعالیت سرمایه‌گذاری، معیارهای عملکرد، نقد شوندگی سهام.

۱- مقدمه

بی‌شک مسئله سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت می‌باشد. در صورتی که مدیران بتوانند به‌درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت این امر سبب رشد شرکت شده و ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و با به‌کارگیری آن‌ها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جذب نمایند (محبی، ۱۳۹۴). واحدهای انتفاعی در منابع غیر نقدی سرمایه‌گذاری می‌کنند که علاوه بر به دست آوردن وجه نقد اضافی، به دنبال بازده سرمایه‌گذاری نیز هستند. 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 و جوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آن، وجوه نقد از اجزای جدایی‌ناپذیر برنامه‌ریزی مالی است. وجه نقد اولین و مهم‌ترین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع فقط بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند بنیادهای نقدی خود را به‌موقع تأمین کنند (زندى و تنانى، ۱۳۹۶). مدیریت جریان‌ات وجه نقد منجر به موفقیت‌های بزرگ در شرکت و عدم مدیریت آن موجبات ورشکستگی شرکت‌ها را نیز فراهم می‌آورد (لشگری و همکاران، ۱۳۹۴). در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها تبدیل به یکی از عوامل قابل توجه در ادبیات تأمین 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. باین‌وجود نگهداری وجه نقد هزینه‌هایی نیز در بردارد (گونی^۱ و همکاران، ۲۰۰۹). وقتی یک شرکت قادر است جریان‌های نقدی ایجاد کند که بیشتر از مخارج سرمایه‌گذاری به‌منظور بقاء در تجارت، دارای جریان نقدی آزاد است؛ می‌تواند جریان‌های نقدی آزاد را با پرداخت سود بین مالکین مصرف کند یا به‌منظور رشد بیشتر و حتی جریان‌های نقدی آزاد بیشتر در شرکت نگهداری کند؛ بنابراین، شرکتی با جریان نقدی آزاد ممکن است نامزد مناسبی برای سرمایه‌گذاری باشد؛ زیرا این جریان نقدی آزاد به افزایش قیمت‌های سهام منجر می‌شود (نمازی و شکراللهی، ۱۳۹۵). امروزه به دلیل

گسترش فعالیت‌های اقتصادی، بازارهای مالی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه به‌خصوص بورس اوراق بهادار توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، دسترسی به اطلاعات درست و به‌موقع و تحلیل دقیق و واقع بینانه آن‌ها، مهم‌ترین ابزار جهت اتخاذ تصمیمات درست و کسب منفعت مورد انتظار و استفاده بهینه و مطلوب از امکانات مالی می‌باشد. در جامعه امروز اطلاعات نقش مهمی در زندگی انسان‌ها ایفا می‌کنند و هرچه قدر جامعه پیشرفته‌تر باشد از اطلاعات بیشتر و بهتر استفاده می‌نماید. از دلایل پیشرفت در جوامع توسعه‌یافته استفاده بهینه و مؤثر از اطلاعات می‌باشد.

سؤال اصلی این است که آیا معیارهای عملکرد با تکیه بر وضعیت نقد شوندگی سهام بر جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیری دارد؟

۲- مبانی نظری

تأمین مالی، هنر و علم مدیریت جریان وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه از عوامل، مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۹). مدیران توان انجام عملیاتی را دارند که آن‌ها را در مدیریت جریان وجه نقد عملیاتی درگیر کند، روند ورود و خروج وجه نقد در هر واحد تجاری، بازتاب تصمیم‌گیری‌های مدیریت درباره برنامه‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است. تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی، سبب ایجاد تغییر در سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. با شناخت توسعه و تکمیل روزافزون مفهوم وجوه نقد حاصل از عملیات، جامعه و سرمایه‌گذاران ناگزیر شدند از این صورت مالی برای تصمیم‌گیری اقتصادی خود استفاده کنند، جریان ورود و خروج وجه نقد در هر واحد انتفاعی بازتاب تصمیم‌گیری مدیریت درباره برنامه‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است (برندک و همکاران، ۱۳۹۸) بنابراین، مدیران شرکت ممکن است پروژه‌های دارای ریسک را که می‌تواند مزیت‌های بیشتری برای سهامداران داشته باشد، دنبال کنند و زمانی که زبان‌های بزرگ رخ می‌دهد، این زبان‌ها می‌تواند به دارندگان اوراق قرضه منتقل شود. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد از ناهم‌سویی بین منافع مدیران و سهامداران نشأت می‌گیرد. در حضور جریان‌های وجه نقد، مدیران شرکت تمایل

بنابراین به نظر می‌رسد که شرکت‌ها نه تنها وظیفه انجام فعالیت اقتصادی را بر دوش خود دارند، بلکه مجبور به گزارشگری در مورد نتایج فعالیت خود می‌باشند (کاپلان و همکاران^۳، ۱۹۹۷).

۳- پیشینه تحقیق

داخلی

فخاری و ایرانی (۱۳۹۷) تأثیر تعدیل‌کنندگی ریسک نقدشوندگی بر رابطه‌ای بین وجه نقد مازاد ارزش شرکت را بررسی کردند. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ می‌باشد که پس از اعمال محدودیت‌های مدنظر تعداد ۱۶۵ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب گردید. در این تحقیق برای محاسبه ریسک نقدشوندگی از مدل دوعاملی لیو استفاده گردید است. نتایج نشان‌دهنده‌ای این موضوع است که وجه نقد مازاد باوجود متغیر تعاملی ریسک نقدشوندگی دارای اثر منفی معناداری بر ارزش شرکت است.

رضی‌پور و خدابخشی‌پاریجان (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر خانوادگی و غیر خانوادگی بودن شرکت‌ها بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری با استفاده از اطلاعات ۱۳۶ شرکت، از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ پرداختند. معیارهای خانوادگی بودن، درصورتی‌که سهامداران حداقل ۲۰ درصد از قدرت رأی واحد سرمایه‌پذیر را داشته باشند. بر شرکت نفوذ قابل‌ملاحظه دارند، خانوادگی تلقی می‌شوند و هر شرکتی که شرایط خانوادگی را نداشته باشد، غیر خانوادگی می‌باشد. معیارهای حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری شامل، تغییر در میزان سرمایه‌گذاری شرکت به ازای تغییر در میزان جریان نقدی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که خانوادگی بودن و غیر خانوادگی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

خوشنود و فرخنده (۱۳۹۴) بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد را انجام دادند. در این پژوهش اطلاعات مالی ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است (۴۵۰ شرکت-سال). در این پژوهش، برای نقدشوندگی سهام از چهار معیار نقدشوندگی شامل: معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش، معیار حجم معاملات، معیار گردش معاملات،

دارند شرکت خود را گسترش دهند، حتی به این قیمت که پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را انتخاب کنند (الهادی^۱ و همکاران، ۲۰۱۷).

سرمایه‌گذاری نیز به‌عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد تعریف می‌شود. سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت فرصت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه‌شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران که بر روی تصمیمات آن‌ها تأثیر می‌گذارد موردبررسی قرار می‌گیرد. مسئله حساس و بااهمیت در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، تشخیص وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب و سودآور است. با توجه به اینکه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک متغیر غیرقابل‌مشاهده یاد می‌شود، اندازه‌گیری و ارزیابی همه فرصت‌های بالقوه و بالفعل سرمایه‌گذاری یک شرکت در یکجا مشکل است اما برای رفع این مشکل محققین از معیارهای متفاوتی در دوره‌های مختلف استفاده نموده‌اند (عباسی و همکاران، ۱۳۹۵). اتخاذ تصمیمات مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب و سودآور مسئله حساس و بااهمیتی است. از این فرصت‌ها به‌عنوان یک متغیر غیرقابل‌مشاهده یاد می‌شود که خودبه‌خود اتفاق نمی‌افتد بلکه بایستی آن‌ها را شناسایی و یا این‌که آن‌ها را به وجود آورد. نظر به این‌که فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منبع مالی شرکت به‌منظور درآمد یا کاهش هزینه‌ها می‌شوند لذا ممکن است سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود (ویدهان و همکاران^۲، ۲۰۰۱). دولت به‌عنوان اصلی‌ترین حامی اقتصاد هر کشور همواره نقش قیم را برای واحدهای اقتصادی در هر جامعه ایفا کرده است. دولت‌ها به دلیل در اختیار گرفتن قدرت تصمیم‌گیری در شرکت‌ها و پیاده کردن سیاست‌های کلان خود همواره یک سرمایه‌گذار بزرگ در کشورهای درحال‌توسعه و مخصوصاً ایران بوده است. جدای از بحث‌های مربوط به معایب یا مزایای این‌گونه مالکیت، باید این نکته در نظر گرفته شود که سیستم گزارشگری و حسابداری شرکت‌ها که متأثر از حاکمیت شرکتی آن‌ها می‌باشد تحت تأثیر نوع مالکیت شرکت قرار می‌گیرد. استدلال ارائه‌شده این است که شرکت‌های تحت تملک دولت به دلیل برخورداری از شرایط خاص، اتصال سیاسی با دولت، هزینه‌های کمتری را از سوی دولت تحمل می‌کنند،

³ kaplan & et.al.

¹ Al-Hadi, A

² Vidhan & et.al.

افق‌های کوتاه و بلند با عملکرد شرکت رابطه منفی دارند. علاوه بر این، به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاری‌های خارجی رشد درآمد را کاهش می‌دهد اما هیچ اثری در بهره‌وری شرکت ندارد، این نشان می‌دهد که افزایش سرمایه‌گذاری‌های خارجی لزوماً باعث افزایش رشد درآمد یا بهره‌وری شرکت نمی‌شود. یسنس^۲ و همکاران (۲۰۱۹) مطالعه‌ای با عنوان صورت‌های جریان وجوه نقد و ارزش شرکت انجام دادند. نتایج حاکی از آن بود که شرکت‌هایی که منابع مالی برای پروژه‌های بودجه‌بندی سرمایه را جذب می‌کنند، می‌توانند ارزش شرکت خود را افزایش دهند که منجر به ورود جریان وجوه نقد به فعالیت‌های مالی و خروج جریان‌های وجوه نقد به سوی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مطابق با اهداف آن‌ها می‌شود. همچنین نشان دادند که ورود جریان‌های وجوه نقد از فعالیت‌های عملیاتی نمی‌تواند به‌عنوان یک سیگنال مثبت متفاوت از مطالعات مربوطه در نظر گرفته شود. آن‌ها نتیجه گرفتند که بازار به دلیل وجود رقبای خیلی زیاد از کره جنوبی و چین به‌طور فزاینده‌ای برای شرکت‌های تایوانی رقابتی است؛ علاوه بر این، آن‌ها استدلال کردند که ارزش شرکت نمی‌تواند افزایش یابد اگر ورود جریان‌های وجوه نقد از عملیات ناشی از فروش به علت حاشیه سود پایین یا انقباض خرید به دلیل کاهش سهم بازار، افزایش یافته باشد. هی، چن و هو^۳ (۲۰۱۹) تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی بر تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری را در کشور چین بررسی کردند. نتایج نشان داد تأمین مالی داخلی، سرمایه‌گذاری در کسب‌وکار را گسترش داده و ناکارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، بنابراین کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. آن‌ها بیان می‌کنند، تأمین مالی داخلی می‌تواند موجب ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده و کمبود سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، اما ممکن است موجب ایجاد سرمایه‌گذاری مازاد به‌ویژه در شرکت‌هایی با اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی شود. همچنین مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ناشی از بیش اطمینانی مدیران، در شرکت‌های دولتی در مقایسه با شرکت‌های غیردولتی، بیشتر است. کارتا^۴ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت در ۱۱۷ شرکت در طی ۲۰۱۰-۲۰۱۷ سال‌های در اتریش با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره انجام داد. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که بین کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبتی وجود دارد. یانگ و جیانو^۵ (۲۰۱۹) به بررسی ارتباط نقدینگی سهام و دارایی‌های نقدی شرکت‌ها پرداختند. در این

درصد روزهای انجام معامله به-کار گرفته شد. با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی تأثیرگذاری هر یک از متغیرهای مستقل و کنترلی بر جریان نقدی آزاد بررسی شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد رابطه معناداری وجود دارد.

کاظمی و حیدری (۱۳۹۱) رابطه بین نقد شونددگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. از این‌رو در این مقاله رابطه بین نقد شونددگی سهام که به‌وسیله معیار شکاف بین قیمت خریدوفروش سهام محاسبه‌شده با فرصت‌های سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین نقد شونددگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که بین نقد شونددگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. به‌عبارت‌دیگر، نقد شونددگی سهام یکی از عواملی است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می‌دهد.

خارجی

بولو و همکاران (۱۳۹۱) رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این تحقیق، ابتدا وجه نقد بهینه (قابل قبول) برای شرکت‌ها برآورد شده و در ادامه به بررسی این موضوع پرداخته‌شده است که آیا عملکرد آتی، زمانی که یک واحد تجاری از سطح وجه نقد بهینه برآوردی منحرف می‌شود، تحت تأثیر قرار می‌گیرد یا خیر؟ برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به ۱۴۴ شرکت که در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده بودند، انتخاب شدند. در این تحقیق از روش رگرسیون غلتان و با استفاده از داده‌های پانلی به بررسی فرضیه‌های تحقیق پرداخته‌شده است. نتایج نشان می‌دهد که فرضیه‌های تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار منفی بین میزان انحراف از وجه نقد بهینه و نرخ بازده دارایی‌هایی عملیاتی آینده تأیید نشده است. لیکیتونگ کجاون و ویت‌هستونی^۱ (۲۰۲۰) مطالعه‌ای با عنوان آیا سرمایه‌گذاری‌های خارجی ارزش شرکت و عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد؟ شواهدی از ژاپن را انجام دادند. با استفاده از یک نمونه پانل از شرکت‌های سهامی عام در ژاپن طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۶، دریافتند که سرمایه‌گذاری‌های خارجی رابطه منفی با ارزش شرکت دارند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری‌های خارجی در

4 Karta
5 HuYiLiYong&ZengJianyu

1 Napaporn Likitwongkajon, Chaiporn Vitthessonthi,
2 Yensen Ni
3 He, Chen & Hu

(۲) به لحاظ ساختار گزارشگری جداگانه و ماهیت متفاوت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها و بیمه‌ها و هلدینگ‌ها و بانک‌ها و مؤسسات مالی) از نمونه حذف می‌شوند.
 (۳) شرکت طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
 (۴) اطلاعات مالی شرکت‌ها در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ در دسترس باشد.

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۶۶ شرکت به‌عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است؛ که همه آن‌ها به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. از این رو مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۸ به ۱۳۲۸ سال - شرکت (۸ سال ۱۶۶× شرکت) می‌رسد.

مدل و متغیرهای تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شد:

مدل آزمون فرضیه اول

$$CFO_{it} = a_0 + a_1ROE_{it} + a_2LIQ_{it} + a_3ROA * LIQ_{it} + a_4SIZE_{it} + a_5LEV_{it} + a_6FCF_{it} + a_7AGE_{it} + a_8Risk_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$CFO_{it} = a_0 + a_1Q_{it} + a_2LIQ_{it} + a_3Q * LIQ_{it} + a_4SIZE_{it} + a_5LEV_{it} + a_6FCF_{it} + a_7AGE_{it} + a_8Risk_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای استفاده‌شده در این تحقیق به شرح نگاره ۱ می‌باشد.

مقاله، آن‌ها استدلال می‌کنند که نقدینگی سهام تأثیر منفی بر موجودی‌های نقدی شرکت دارد. اولاً میزان نقدینگی سهام، هزینه‌های صدور اوراق قرضه و تأمین مالی بدهی را کاهش می‌دهد کاهش هزینه کمبود دارایی نقدینگی. دوم، نقدینگی سهام می‌تواند از طریق افزایش مداخله‌ی مدیران و تقویت تهدید خروج، موجب تقویت حاکمیت شرکت‌ها شود و باعث می‌شود که مدیران کمتر تثبیت شوند.

فرضیه‌ها

- (۱) معیارهای عملکرد بر جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار دارد.
- (۲) نقد شوندگی سهام بر رابطه معیارهای عملکرد و جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار دارد.

روش شناسی تحقیق

جامعه و نمونه آماری پژوهش

در این تحقیق برای این‌که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و مابقی حذف می‌شوند. روند انتخاب نمونه در نگاره ۱ ارائه شده است.

- (۱) برای انتخاب نمونه همگن شرکت‌ها تا قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس فعال باشند.

نگاره ۱. متغیرهای پژوهش

تعریف عملیاتی	نام متغیر کمی
معیارهای عملکرد	
از حاصل جمع ارزش بازار شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها بدست می‌آید	کیوتوبین / نسبت ارزش بازار سهام به ارزش خالص شرکت
از تقسیم سود خالص بر جمع حقوق صاحبان به‌دست آمده است.	بازده حقوق صاحبان سهام ROE
اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام	نقد شوندگی سهام LIQ
از تقسیم وجه نقد عملیاتی بر جمع دارایی‌ها شرکت به‌دست آمده است.	نسبت وجه نقد عملیاتی CASH
از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت به‌دست آمده است.	اندازه شرکت SIZE
از تقسیم مجموع بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به‌دست آمده است.	اهرم مالی LEV
در تحقیق حاضر برای سنجش میزان ریسک شرکت از عامل بتا استفاده شده است. در این تحقیق مقادیر بتا از گزارش‌های بورس اوراق بهادار قابل استخراج است. عامل بتا، ماهیتاً مجموعه‌ای از ریسک‌های گوناگون است. از جمله این ریسک‌ها می‌توان به ریسک بازار، ریسک سیاسی، ریسک نوسانات نرخ ارز، ریسک	ریسک سیستماتیک RISK

تعریف عملیاتی	نام متغیر کمی
معیارهای عملکرد	
نوسانات نرخ بهره و ... اشاره نمود (چارلز، ۱۳۸۲). بتا شدت تغییرات بازدهی سهم موردنظر نسبت به بازار است. $\text{Beta} = \frac{\text{cov}(\text{بازدهی بازار، بازدهی سهام})}{\text{var}(\text{بازدهی بازار})}$	
تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران	عمر شرکت age
متغیر وابسته	
تقسیم جریان نقد ناشی از فعالیت سرمایه‌گذاری بر جمع کل دارایی‌ها	نسبت جریان نقد فعالیت سرمایه‌گذاری

مستقل و کنترلی تحقیق از عامل تورم واریانس و تولرانس^۲ استفاده شده است. وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی سبب می‌شود که با وجود بالا بودن ضریب تعیین، اعتبار مدل زیر سؤال برود. همان‌طور که در نگاره شماره ۳ مشخص است.

ضریب همبستگی

ضریب همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. ضریب همبستگی، یکی از معیارهای مورد استفاده در تعیین همبستگی دو متغیر است. ضریب همبستگی شدت رابطه و همچنین نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می‌دهد. این ضریب بین ۱ تا -۱ است و در عدم وجود رابطه بین دو متغیر، برابر صفر است. همبستگی بین دو متغیر تصادفی X و Y به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$r_{xy} = \frac{\overline{xy} - \bar{x} \cdot \bar{y}}{\sqrt{s_x^2 \cdot s_y^2}}$$

تجزیه و تحلیل آماری آمار توصیفی

به طور کلی، روش‌هایی را که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه تحقیق است. به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، ابتدا اطلاعات مربوط به آماره‌های توصیفی متغیرهای وابسته و توضیحی مورد مطالعه در این پژوهش در نگاره ۲ ارائه شده است تا شمایی کلی از داده‌هایی که در این پژوهش مورد تحلیل واقع شده‌اند، به دست آید.

آزمون وایف (شدت همخطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی)

در آمار، عامل تورم واریانس^۱ شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. برای بررسی شدت همخطی بین متغیرهای

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در مطالعه

متغیر	میانگین	میانگین	میانگین	حد اکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱۸	۰/۲۴	۹/۴۹	-۱۶/۰۶	۰/۷۶	-۷/۷۹	۲۰۹/۵	
کیوتوبین	۱/۶۶	۱/۴۶	۶/۵۳	۰/۵۸	۰/۷۱	۲/۰۷	۶/۲۵	
نقدشوندگی	۰/۰۳	۰/۰۳	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۰۱	-۰/۴۳	-۰/۶۱	
اندازه شرکت	۱۴/۰۱	۱۳/۸۵	۲۰/۰۰	۸/۵۰	۱/۶۶	۰/۵۶	۱/۰۷	
اهرم مالی	۰/۵۹	۰/۶۰	۲/۰۸	۰/۰۶	۰/۲۱	۰/۵۶	۳/۳۲	
نسبت وجه نقد نگهداری شده	۰/۰۷	۰/۰۴	۰/۸۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۸	۲/۸۸	۱۱/۸۹	
عمر شرکت	۱۸/۰۵	۱۷/۰۰	۵۱/۰۰	۱/۰۰	۸/۴۹	۱/۲۹	۲/۰۳	
ریسک سیستماتیک	۰/۶۵	۰/۵۶	۵/۹۴	-۲/۸۳	۰/۸۹	۰/۶۳	۲/۷۶	
جریان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۰۴	-۰/۰۳	۱/۰۶	-۰/۵۵	۰/۰۸	۰/۹۲	۳۲/۷۲	

^۲ Tolerance

^۱ variance inflation factor

نگاره ۳. آزمون عامل تورم واریانس

متغیر	تلورانس	عامل تورم واریانس
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۰	۴/۸۴
کیوتوبین	۰/۲۵	۳/۹۰
بازده حقوق صاحبان سهام * نقدشوندگی	۰/۵۴	۱/۸۳
کیوتوبین * نقدشوندگی	۰/۲۲	۴/۵۵
نقدشوندگی	۰/۳۶	۲/۷۵
اندازه شرکت	۰/۷۷	۱/۲۸
اهرم مالی	۰/۵۶	۱/۷۶
نسبت وجه نقد نگهداری شده	۰/۸۵	۱/۱۶
عمر شرکت	۰/۹۵	۱/۰۴
ریسک سیستماتیک	۰/۸۶	۱/۱۵

نگاره ۴. ضریب همبستگی بین متغیرهای مدل بازده حقوق صاحبان سهام

متغیر	سرمایه‌گذاری	جریان نقد	سرمایه‌گذاری	بازده حقوق صاحبان سهام	نقدشوندگی	بازده حقوق صاحبان سهام	اندازه شرکت	اهرم مالی	نسبت وجه نقد نگهداری شده	عمر شرکت	ریسک سیستماتیک
جریان نقد سرمایه‌گذاری	۱										
بازده حقوق صاحبان سهام	-۰/۰۱	۱									
نقدشوندگی	-۰/۰۴	-۰/۰۳	۱								
بازده حقوق صاحبان سهام * نقدشوندگی	-۰/۰۰۹	۰/۵۸	-۰/۰۰۳	۱							
اندازه شرکت	-۰/۱۳	۰/۰۰۹	۰/۱۵	۰/۰۰۷	۱						
اهرم مالی	۰/۰۷	-۰/۰۷	-۰/۰۱	-۰/۰۶	۰/۰۸	۱					
نسبت وجه نقد نگهداری شده	-۰/۲۴	۰/۰۳	-۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۴	-۰/۲۴	۱				
عمر شرکت	۰/۰۹	-۰/۰۰۱	۰/۱۱	۰/۰۰۶	-۰/۰۴	۰/۰۸	-۰/۰۵	۱			
ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۹	۰/۰۲	۰/۲۴	-۰/۰۲	۰/۱۸	-۰/۰۵	-۰/۰۵	-۰/۰۵	۱		

نگاره ۵. ضریب همبستگی بین متغیرهای مدل کیوتوبین

متغیر	سرمایه‌گذاری	جریان نقد	کیوتوبین	نقدشوندگی	نقدشوندگی * کیوتوبین	اندازه شرکت	اهرم مالی	نسبت وجه نقد نگهداری شده	عمر شرکت	ریسک سیستماتیک
جریان نقد سرمایه‌گذاری	۱									
کیوتوبین	-۰/۱۲	۱								
نقدشوندگی	۰/۰۴	-۰/۰۲	۱							
کیوتوبین * نقدشوندگی	-۰/۰۷	۰/۶۳	۰/۶۸	۱						
اندازه شرکت	-۰/۱۳	-۰/۱۵	۰/۱۵	-۰/۰۰۷	۱					
اهرم مالی	۰/۰۷	-۰/۲۵	-۰/۰۱	-۰/۱۸	۰/۰۸	۱				
نسبت وجه نقد نگهداری شده	-۰/۲۴	۰/۲۵	-۰/۰۱	۰/۱۷	۰/۰۴	-۰/۲۴	۱			
عمر شرکت	۰/۰۹	۰/۰۴	۰/۱۱	-۰/۱۱	-۰/۰۴	۰/۰۸	-۰/۰۵	۱		
ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۹	-۰/۰۲	۰/۲۴	۰/۱۳	۰/۱۸	-۰/۰۵	-۰/۰۵	-۰/۰۵	۱	

مورد آزمون قرار گیرد، زیرا ناپیوستگی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های پانل، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. برخلاف آنچه در مورد داده‌های سری زمانی مطرح است، در مورد داده‌های پانلی نمی‌توان برای آزمون ایستایی از آزمون‌های دیکی-فولر و دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF)^۱ بهره جست، بلکه لازم است به نحوی ایستایی جمعی متغیرها آزمون شود. برای این منظور، باید از آزمون لوین، لی و چو^۲ استفاده شود.

همان‌گونه که از نگاره شماره ۶ قابل مشاهده است، تمامی متغیرها بر اساس روش لوین مورد استفاده، فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در سطح مانا می‌باشند. لازم به یادآوری است از آنجاکه متغیرها در سطح، مانا می‌باشند لذا نیازی به آزمون هم‌انباشتگی برای آن‌ها نخواهد بود.

نگاره ۶. نتایج آزمون مانایی و ریشه واحد متغیرهای پژوهش

مقدار احتمال	آماره	تفاضل	متغیر
۰/۰۰۰	-۳۰/۰۱	سطح	نقدشوندگی
۰/۰۰۰	-۱۴۰/۹۴		بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۰	-۱۰۴/۵۰		بازده حقوق صاحبان سهام * نقدشوندگی
۰/۰۰۰	-۲۳/۳۱		کیوتوبین
۰/۰۰۰	-۱۶/۶۲		کیوتوبین * نقدشوندگی
۰/۰۰۰	-۲۲/۹۴		اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۲۰/۸۶		اهرم مالی
۰/۰۰۰	-۲۴/۶۷		نسبت وجه نقد نگه‌داری شده
۰/۰۰۰	-۲۹/۳۵		ریسک سیستماتیک

از این‌رو از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

نگاره ۷. نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس

نتیجه آزمون	مقدار احتمال	آماره وایت	مدل رگرسیون
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۵/۳۸	اول
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۶/۴۹	دوم

تعیین مدل مناسب برای تخمین

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه‌های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به‌منظور تعیین مدل مناسب برای آزمون فرضیات از آزمون‌های چاو

با توجه به نتایج ارائه‌شده در نگاره فوق، همبستگی بین متغیرهای مستقل تاندازه‌ای نیست که بتوان آن را به‌عنوان همبستگی شدید تلقی نمود. لذا می‌توان از آن چشم‌پوشی نمود و مدل ارائه‌شده برای مطالعه حاضر را با همی متغیرهای ذکر شده برای آن برآورد کرد.

آزمون ریشه واحد پایایی

مهم‌ترین بحث در به‌کارگیری روش‌های اقتصادسنجی بررسی روش‌هایی است که از عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی اطمینان حاصل شود. عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی را به روش‌های متفاوتی مورد بررسی قرار می‌دهند. عمدتاً نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن رگرسیون برآوردی می‌شود. پیش از برآورد مدل، لازم است ایستایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها،

آزمون ناهمسانی واریانس

ماهیت داده‌های تابلویی ایجاب می‌نماید تا این‌گونه داده‌ها در بسیاری از مطالعات مبتنی بر این نوع از داده‌ها، مشکل ناهمسانی واریانس بروز نماید. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد، انحراف معیار و استنباط آماری، لازم است تا قبل از پرداختن به هرگونه تخمین وجود و یا عدم وجود ناهمسانی واریانس تحقق یابد. نگاره شماره ۷ نتیجه آزمون واریانس ناهمسانی مدل مورد استفاده در این پژوهش را نمایش می‌دهد. نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس در نگاره ۷ آورده شده است. بررسی آماره آزمون انجام‌شده برای مدل پژوهش نشان می‌دهد که مقدار احتمال محاسبه‌شده کمتر از ۵ صدم است فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس جملات اخلال پذیرفته نمی‌شود و مدل دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد؛

2 Levin, Lee and Chu

¹ Augmented Dicky Fuller

مشخص شدن روش تخمین، به تخمین مدل و آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته خواهد شد.

مقدار احتمال آماره F (کمتر از ۵ صدم) مدل بیانگر معنی‌داری کلی ضرایب می‌باشد و آماره دوربین واتسون با عدد ۲/۰۱ نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلال است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۴۶ درصد و ۳۸ درصد است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل تبیین می‌شوند. با توجه به نتایج نگاره مشاهده می‌گردد که ضریب بازده حقوق صاحبان سهام مثبت می‌باشد اما سطح معنی‌داری آن (۰/۴۷) بیشتر از ۵ درصد، بین بازده حقوق صاحبان سهام و جریان نقد سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. ضریب بازده حقوق صاحبان سهام * نقدشوندگی مثبت می‌باشد اما سطح معنی‌داری آن (۰/۳۲) بیشتر از ۵ درصد، نقدشوندگی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین بازده حقوق صاحبان سهام و جریان نقد سرمایه‌گذاری ندارد. متغیر اندازه با توجه سطح معنی‌داری کمتر ۵ صدم و ضریب منفی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معکوس معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد. متغیر اهرم مالی با توجه سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ صدم رابطه معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری ندارد. متغیر نسبت وجه نقد نگه‌داری شده با توجه سطح معنی‌داری کمتر ۵ صدم و ضریب منفی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معکوسی معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد. متغیر ریسک سیستماتیک با توجه سطح معنی‌داری بیشتر ۵ صدم رابطه معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری ندارد. متغیر عمر شرکت با توجه سطح معنی‌داری کمتر ۵ صدم و ضریب مثبت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مستقیم معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد.

مقدار احتمال آماره F (کمتر از ۵ صدم) مدل بیانگر معنی‌داری کلی ضرایب می‌باشد و آماره دوربین واتسون با عدد ۲/۰۱ نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلال است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۴۶ درصد و ۳۸ درصد است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل تبیین می‌شوند. با توجه به نتایج نگاره مشاهده می‌گردد که ضریب کیوتوبین مثبت می‌باشد و سطح معنی‌داری آن (۰/۰۰۴) کمتر از ۵ درصد، لذا بین کیوتوبین و جریان نقد سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار مستقیمی وجود دارد.

ضریب کیوتوبین و نقدشوندگی منفی می‌باشد و سطح معنی‌داری آن (۰/۰۴) کمتر از ۵ درصد، نشان می‌دهد

(آزمون F لیمر) استفاده شده است. اولین آزمون برای تشخیص انتخاب بین پولینگ و پنل بودن فرضیه‌های تحقیق، آزمون F لیمر بوده است؛ بنابراین باید فرض الگوی مقدار ثابت مشترک که همان همگن بودن مقاطع مختلف مورد مطالعه می‌باشد را بیازماییم، برای آزمون این فرض از آزمون F لیمر استفاده شده است. در صورت رد روش تلفیقی محقق باید از داده‌های تابلویی استفاده کند و برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (انتخاب الگوی اثرات ثابت یا الگوی اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

الف) آزمون F لیمر

نتایج مربوط به آزمون F برای مدل رگرسیونی تحقیق حاضر در نگاره ۸ نشان داده شده است.

نگاره ۸ نتایج آزمون لیمر را به تصویر می‌کشد، از آنجا که میزان احتمال به دست شده کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، لذا فرض صفر این مدل مربوط به پولینگ بودن رد می‌شود؛ و مدل پانل به مدل پولینگ ارجحیت دارد. لذا از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

نگاره ۸. آزمون F لیمر

مدل رگرسیون	F آماره	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
اول	۲/۶۱	۰/۰۰۰	رد فرض صفر
دوم	۲/۵۷	۰/۰۰۰	مدل پانل

ب) آزمون هاسمن

بر اساس نتایج آزمون اف لیمر، ماهیت پانل بودن داده‌ها برای مدل اول تأیید شد، آنگاه با استفاده از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی تصمیم‌گیری می‌شود. چون سطح احتمال کمتر از ۵ صدم است لذا برای برآورد مدل روش اثرات ثابت به روش اثرات تصادفی ارجحیت دارد.

نگاره ۹. آزمون هاسمن

مدل رگرسیون	F آماره	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
اول	۱۹/۲۵	۰/۰۱	رد فرض صفر
دوم	۳۰/۲۴	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

تخمین مدل پژوهش و آزمون فرضیه

در این قسمت از پژوهش با توجه به آزمون‌های صورت گرفته و همچنین بررسی ناهمسانی واریانس برای مدل پژوهش و

و ضریب منفی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معکوسی معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد. متغیر ریسک سیستماتیک با توجه سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ صدم رابطه معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری ندارد. متغیر عمر شرکت با توجه سطح معنی‌داری کمتر از ۵ صدم و ضریب مثبت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مستقیم معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد.

نقدشوندگی تأثیر معنی‌دار معکوسی بر رابطه بین کیوتوبین و جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد. متغیر اندازه با توجه سطح معنی‌داری کمتر از ۵ صدم و ضریب منفی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معکوس معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد. متغیر اهرم مالی با توجه سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ صدم رابطه معنی‌داری با جریان نقد سرمایه‌گذاری ندارد. متغیر نسبت وجه نقد نگهداری شده با توجه سطح معنی‌داری کمتر از ۵ صدم

نگاره ۱۰. نتایج حاصل از تخمین مدل بازده حقوق صاحبان سهام به روش پانل (اثرات ثابت)

متغیر وابسته: جریان نقد سرمایه‌گذاری				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره T	مقدار احتمال
بازده حقوق صاحبان سهام	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۱	۰/۷۱	۰/۴۷
نقدشوندگی	-۰/۱۰	۰/۰۸	-۱/۲۵	۰/۲۰
بازده حقوق صاحبان سهام * نقدشوندگی	۰/۰	۰/۰۳	۰/۹۸	۰/۳۲
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۲	-۲/۲۸	۰/۰۲
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۷	-۰/۰۹	۰/۹۲
نسبت وجه نقد نگهداری شده	-۰/۲۱	۰/۰۳	-۶/۸۶	۰/۰۰۰
ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۷	۰/۲۲	۰/۸۲
عمر شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۲/۹۶	۰/۰۰۳
عرض از مبدأ	۰/۰۳	۰/۰۳	۱/۱۰	۰/۲۶
ضریب تعیین		۰/۴۶		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۸		
آماره F		۵/۸۸		
سطح احتمال		۰/۰۰۰		
آماره دوربین واتسون		۲/۰۱		

نگاره ۱۱. نتایج حاصل از تخمین مدل کیوتوبین به روش پانل (اثرات ثابت)

متغیر وابسته: جریان نقد سرمایه‌گذاری				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره T	مقدار احتمال
کیوتوبین	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۲/۸۲	۰/۰۰۴
نقدشوندگی	۰/۰۶	۰/۰۸	۰/۷۶	۰/۴۵
کیوتوبین * نقدشوندگی	-۰/۱۰	۰/۰۵	-۲/۰۱	۰/۰۴
اندازه شرکت	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	-۲/۵۴	۰/۰۱
اهرم مالی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۴۱	۰/۶۷
نسبت وجه نقد نگهداری شده	-۰/۲۱	۰/۰۳	-۷/۲۰	۰/۰۰۰
ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۱	۰/۴۲	۰/۶۷
عمر شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۲/۸۸	۰/۰۰۴
عرض از مبدأ	۰/۰۳	۰/۰۲	۱/۱۹	۰/۲۳
ضریب تعیین		۰/۴۶		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۸		
آماره F		۵/۷۷		
سطح احتمال		۰/۰۰۰		
آماره دوربین واتسون		۲/۰۱		

نتیجه‌گیری

شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری به منابع مالی احتیاج دارند، اما منابع سرمایه و استفاده از آن‌ها باید به‌خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور بوده و با مشکلات نقدینگی مواجه نشود، تصمیمات تأمین مالی و ترکیب بهینه ساختار سرمایه و همچنین ایجاد جریان‌های نقدی، استفاده‌ی مطلوب از منابع مالی به‌دست‌آمده و توان بازپرداخت بدهی ازجمله مسائلی است که برای شرکت حائز اهمیت است (طالب‌نیا و همکاران، ۱۳۹۴). واحدهای تجاری جهت تصمیمات سرمایه‌گذاری، باید جریان‌های نقد را با توجه به محدودیت منابع، موردتوجه قرار دهند. این امر از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌هایی ازجمله روش ارزش فعلی خالص، انجام می‌شود. طبق این روش سرمایه‌گذاری در یک یا چند طرح در صورتی توجیه‌پذیر خواهد بود که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد، بنابراین پذیرش طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و در نتیجه بهینه نبودن سرمایه‌گذاری می‌شود. جریان‌های نقدی از این حیث دارای اهمیت هستند که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه‌ی محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه‌ی نگهداری وجه نقد و هزینه‌ی وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (نصیری، ۱۳۹۷). حصول نظریه‌هایی برای دستیابی به میزان بهینه جریان نقد سرمایه‌گذاری همواره چالش‌برانگیز بوده است تا بتوان رفتار واقعی تأمین مالی شرکت‌ها را به‌طور واضح تبیین کنند. با توجه به اینکه موضوع که بین کیوتوبین و جریان نقد سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری و مثبتی وجود دارد و با عنایت به ورود متغیر مداخله این نتیجه حاصل می‌گردد که نقدشوندگی بر رابطه بین کیوتوبین و جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری و منفی دارد. لذا می‌توان بیان نمود که نقدشوندگی سهام، تأمین مالی خارجی را برای شرکت تسهیل می‌کند و این نیز منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت می‌شود. به کلام دیگر، نقدشوندگی سهام، برای شرکت سناریوی بهتری را جهت تأمین مالی وجه نقد خارجی مهیا می‌کند.

پیشنهادات آتی

پیشنهاد می‌شود در ارزیابی اولیه سطح جریان نقد سرمایه‌گذاری موجود در شرکت‌ها معیار کیوتوبین مورد استفاده قرار گیرد. زیرا که مدیران، سهامداران و سرمایه‌گذاران بدون توجه به چنین معیاری، با اطلاعاتی ناقص اقدام به سرمایه‌گذاری خواهند کرد. مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان سهام، نحوه

سرمایه‌گذاری شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهامداران است، تأثیر مثبتی بگذارند.

فهرست منابع

- * ایزدی‌نیا، ناصر و رساییان، امیر (۱۳۸۹). ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۵۵، صص ۱۵۴-۱۴۱.
- * آزاد، مهران (۱۳۹۳). تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. برندک، سجاده؛ پاک‌مرام، عسگر و علی‌پور، سعید (۱۳۹۸). بررسی تأثیر جریان نقد عملیاتی بر ارقام تعهدی غیرعادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نوع صنعت. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۷(۳)، ۹۹-۱۲.
- * بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی‌ملکی، بهرام (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۱، زمستان ۱۳۹۱، صص ۷-۲۹.
- * بهدانی، زهره؛ نخعی، حبیب‌ا... و مشهوری، سیدمحمدرضا (۱۳۹۶). بررسی نقش مالکیت دولتی بر رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. سومین همایش ملی و سومین همایش بین‌المللی مدیریت و حسابداری ایران.
- * تقوی، مهدی؛ جبارزاده کنگرلویی، سعید و خدایاریگانه، سعید (۱۳۸۹). تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت پورتنفوی، شماره ۳.
- * حسین‌پور، لیلا و حسین‌پور، محسن (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین جریان نقد آزاد و نسبت کیوتوبین با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران.
- * خوشنود، مهدی و فرخنده، مهسا (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد در شرکت‌های

- * فروغ‌نژاد، حیدر؛ مرادی‌جز، محسن؛ حیدری، حسین و معصومی خانقاه، قادر (۱۳۹۵). نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۵(۱۸)، ۱۷۹-۱۹۶.
- * کاظمی، حسین و حیدری، عباس (۱۳۹۱). رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی). دوره ۵، شماره ۱۶، از صفحه ۲۹ تا صفحه ۳۹.
- * محبی، اعظم (۱۳۹۴). حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی و اثر مالکیت مدیریتی بر آن در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- * محمودآبادی، حمید و نجفی، زهرا (۱۳۹۲). نقش شفافیت اطلاعات در تبیین رابطه بین حمایت سیاسی دولت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۶(۱۸)، ۵۷-۷۲.
- * نصیری، فرزاد (۱۳۹۷). بررسی ارتباط بین جریان نقد آزاد و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از بحران مالی جهانی. پنجمین کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران.
- * نمازی، محمد و شکراللهی، احمد (۱۳۹۵). بررسی تعامل بین جریان نقدی آزاد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان سه‌مرحله‌ای (SLS۳) پیشرفت‌های حسابداری. دوره ۸، شماره ۱، شماره پیاپی ۷۰، صفحه ۱۸۹-۲۲۳
- * Boubakri, N. Cosset, J. C.; and W. Saffar (2008). "Political Connections of Newly Privatized Firms". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 654-673
- * Fang, Vivian W., Noe, Thomas H., Tice, Sheri. (2009). Stock market liquidity and firm value. *J. Financ. Econ.* 94 (1), 150-169.
- * Gunasekarage, A.; Hess, K.; and H. Amity (Jie) (2007). "The Influence of the Degree of State Ownership and the Ownership Concentration on the Performance of Listed Chinese Companies.", *Research in International Business and finance*, Vol. 21, pp. 379-395
- * He, Y., Chen, C., Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 501-510.
- * Hoon Kim, J., & Jun Kim, Y. (2017). Implications of firms having both highly negative accruals and cash flows for test of accruals anomaly. *American Accounting Association*, 31 (1), 1-22. Doi: 10.2308/acch-51513.
- پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۱۵، ۱۱۵-۱۳۲.
- * رحمانی، ایرج (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۲، شماره ۱، ص ۵۳-۳۹.
- * رضی‌پور، فریماه و خدابخشی‌پاریجان، خدیجه (۱۳۹۶). بررسی تأثیر خانوادگی و غیر خانوادگی بودن شرکت‌ها بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس ملی تحقیقات علمی جهان در مدیریت، حسابداری، حقوق و علوم اجتماعی، شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد زرقان - دانشگاه علمی کاربردی شوشتر.
- * زندی، آناهیتا و تنانی، محسن (۱۳۹۶). رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت. حسابداری مالی و حسابرسی دوره ۹، شماره ۳۵، ص ۱-۲۲.
- * سلیمانی، غلامرضا؛ افتخاری، وحید و دانشیار، فاطمه (۱۳۹۹). بررسی رابطه اطمینان‌بخش‌از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی. دانش حسابداری، ۱۱(۴)، ۱۷۱-۱۸۶.
- * طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ دسینه، مهدی و مریدی، فاطمه (۱۳۹۴). اثر تصمیمات تأمین مالی مدیریت بر جریان‌های نقدی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۶)، ۸۷-۱۰۶.
- * طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ و بهادری، مریم و دهقانی، مه‌رسا (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین حساسیت تغییرات جریان‌های نقدی و ارزش شرکت با تغییرات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش حسابداری، اقتصاد و نوآوری در مدیریت، بندرعباس.
- * عباسی، ابراهیم؛ اخضری، حسین و پورعلیخانی، الهه (۱۳۹۵). بررسی تأثیر تصمیمات مالی بر ارزش شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم و مازاد وجوه نقد در بورس تهران. دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۵، شماره ۱۷، ص ۱۴۷-۱۶۴.
- * فخاری، حسین و ایرانی، محمد (۱۳۹۷). تأثیر تعدیل‌کنندگی ریسک نقدشوندگی بر رابطه‌ای بین وجه نقد مازاد ارزش شرکت. سومین کنفرانس ملی سالانه اقتصاد، مدیریت حسابداری، اهواز، دانشگاه شهید چمران اهواز - سازمان صنعت، معدن و تجارت خوزستان

- * Hung, M.; Wong, T. J.; and T. Zhang (2012). "Political Considerations in The Decision of Chinese SOEs to List in Hong Kong.", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, pp. 435-449.
- * Khanna, Naveen, Sonti, Ramana, (2004). Value creating stock manipulation: feedback effect of stock prices on firm value. *J. Financ. Mark.* 7 (3), 237-270.
- * Martinz-Sola, C., Garcia-Truel., P.J. and Martinz-Solano, P. (2008). Corporate Cash holding and Firm Value, *Journal of Financial Economics*, Vol 48.
- * Munoz, Francisco, (2013). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America, *Journal of Empirical Finance*, 20, 18-29.
- * Napaporn Likitwongkajon, Chaiporn Vithessonthi, (2020). Do foreign investments increase firm value and firm performance? Evidence from Japan, *Research in International Business and Finance*, Volume 51, 101099, ISSN 0275-5319 <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101099>
- * Nelly Sari, R. and R. Anugerah (2012). "The Effect Of Corporate Transparency On Firm Performance: Emperical Evidence From Indonesian Listed Companies.", *Modern Accounting and Auditing*, Vol. 7, No. 8, pp. 773-783
- * Nobanee, H., & Ellili, N. (2017). Does operational risk disclosure quality increase operating cash flows? *Brazilian Administration Review*, 14 (4), 1-13. Doi: 10.1590/1807-7692bar2017170025.
- * Sarwar Uddin. A, Wali Ullah. G. M., Samiul Parvez. A, Ashikur. R. (2016). "An Empirical Study on Corporate Governance and Islamic Bank Performance: A Case Study of Bangladesh". *Journal of Finance & Banking Studies* 5(4), 2016: 103-116. <https://doi.org/10.20525/ijfbs.v5i4.478>
- * Vidhan, K. Goyal, A. and Lehn, B. (2001). "Growth Opportunities and Corporate Debt Policy". The Case of the U.S. Defense Industry. *Journal of Financial Economics*, 164: 35-59.
- * Yensen Ni, PaoyuHuang, PinhuiChiang, YuluLiao (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance* Volume 71, Pages 280-290.



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 11/ No. 44/ Winter 2023

The Impact of Performance Criteria on Investment Cash Flow Emphasizing the role of stock liquidity

Ebrahim Mansouri

Phd student , Department of Accounting, kish international Branch, Islamic Azad University ,kish Island, Iran

Roya Darabi

Associate Professor, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Zohreh Hajiha

Assistant Professor, Department of Accounting, East Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Abstract

For-profit units invest in non-cash resources that, in addition to earning extra cash, also seek return on investment. In today's competitive markets, there are successful companies that have a plan for their future. Financial planning is one of the most important planning approaches that is very important. The purpose of this study is to analyze the relationship between performance metrics and investment cash flow with emphasis on the role of political communication of companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, equity return variables and Kyoto were used as performance criteria and the cash flow ratio of investment activity was used as a dependent variable. The results of this study, which was obtained from the financial data of 166 companies during the years 1391 to 1398 and multivariate regression method showed that Kyotubin has a significant relationship with cash flow from investment activity and cashing the company's shares changes the investment liquidity policies of the company.

Keywords: Cash flow from investment activity, Performance metrics, Stock liquidity