

بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازگشت دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش امیدي قاسم‌آباد^۱، عباسعلی دریائی^۲

چکیده - هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازگشت دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق سطح نگهداشت وجه نقد بعنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است و ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازگشت دارایی‌ها بعنوان متغیرهای وابسته می‌باشند. روش تحقیق از نظر هدف توسعه‌ای می‌باشد. داده‌های مورد نیاز آن از مشاهده اسناد مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می‌شود. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که برای برآورد حجم نمونه آماری از روش فرمول کوکران استفاده گردید که تعداد ۱۲۵ شرکت برآورد شد. با توجه به نتایج تحقیق مشخص شد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین سطح نگهداشت وجه نقد و نرخ بازگشت دارایی‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: نگهداشت وجه نقد، ارزش افزوده اقتصادی، نرخ بازگشت دارایی‌ها.

۱- مقدمه

امروزه، وجه نقد به عنوان یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر، مورد تمامی شرکت‌ها و موسسات قرار دارد. وجه نقد در تمامی بخش‌ها و واحدهای اقتصادی شرکت‌ها در جریان است و از طرفی، هرگونه فعالیت اقتصادی خواه ناخواه تاثیر مستقیم یا غیرمستقیم بر روی وجه نقد خواهد گذاشت. در واقع وجه نقد سیال‌ترین و بهترین دارایی شرکت است، که اگر به خوبی مدیریت شود، منجر به موفقیت‌های بزرگی در شرکت خواهد شد و اگر بدون مهارت و برنامه‌ریزی نشده مدیریت شود، چه بسا، موجبات ورشکستگی شرکت را نیز فراهم آورد (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰). نقدینگی موضوع عمده و مهمی است که در کانون توجه مدیران مالی شرکت‌ها قرار دارد،

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

^۲ عضو هیئت علمی حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی، قزوین، ایران (نویسنده مسئول)

البته بعضی نقدینگی را واجد اهمیت بیشتر می‌دانند و معتقدند که اگر شرکتی نقدینگی نداشته باشد، در حال احتضار به سر می‌برد. به عبارت دیگر بدون نقدینگی شرکت نمی‌تواند به بقای خود ادامه دهد. هدف مدیریت سرمایه در گردش برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد (فتیحی و توکلی، ۱۳۸۸). از طرفی دیگر سرمایه‌گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در بکارگیری از سرمایه‌ی آنها و ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت آگاهی یابند. برای نیل به این هدف سیستم‌های ارزیابی عملکرد ابزارهایی مفید برای ارزیابی عملکرد مدیران ارایه می‌دهند. از جمله مناسب‌ترین روش‌های ارزیابی عملکرد مدیریت بکارگیری معیارهای اقتصادی و نه حسابداری است. بهترین راه برای پیشینه کردن ارزش افزوده شرکت، افزایش در ارزش افزوده اقتصادی آن (که بیانگر توان شرکت در کسب بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه آن می‌باشد) است (رضازاده و حیدریان، ۱۳۸۹). در گذشته معیارهای حسابداری همچون سود، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد مطرح بوده‌اند که منجر به افزایش ثروت سهامداران می‌شدند این در حالی است که امروزه ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای اقتصادی به عنوان معیارهای مناسب ارزیابی عملکرد مطرح می‌باشند (وانگ، ۲۰۱۴).

ارزش افزوده اقتصادی یک معیار ارزیابی عملکرد می‌باشد که ظاهراً پیچیده است. مدیران به ابزاری نیاز دارند که امکان مدیریت همزمان هزینه‌های عملیاتی و هزینه سرمایه را فراهم آورد. در مقابل کانون توجه معیارهای دیگر اندازه‌گیری 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 شرکت‌های بزرگ و به منظور انگیزش مدیران در جهت ایجاد ارزش برای سهامداران، مورد استفاده قرار گرفته است. 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 EVA این است که مدیران مسئول ایجاد ارزش و حداکثر کردن ثروت سهامداران هستند (دیوت و هال، ۲۰۰۴). هدف این تحقیق بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازگشت دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۲- پیشینه تحقیقات

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 می‌دهد. 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. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که بین کیفیت سود و مانده وجه نقد شرکت رابطه منفی وجود دارد. همچنین یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت پایین سود منجر به کاهش ارتباط ارزشی سطح نگهداشت وجه نقد از دید سرمایه‌گذاران می‌شود. دروینتر و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در ارتباط با ویژگی‌های خاص و عدم تقارن اطلاعات شرکت‌ها، با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۴۸۲۴۰ سال - شرکت، از ۴۵ کشور در دوره زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ پرداختند. این پژوهش به آزمون دو فرضیه متقابل می‌پردازد. طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، عدم تقارن اطلاعات تأمین مالی خارجی را برای شرکت مشکل و پر هزینه می‌سازد در این حالت برای بازار وجه نقد اضافی دارای ارزش بیشتری می‌شود. در مقابل نظریه جریان نقد آزاد پیش‌بینی می‌کند که نگهداری وجه نقد اضافی همراه با عدم تقارن اطلاعات، خطر اخلاقی ایجاد می‌کند و در نتیجه منجر به کاهش ارزش وجه نقد در بازار می‌شود. با استفاده از رگرسیون فاما و فرنچ، نتایج این پژوهش فرض مبتنی بر نظریه جریان نقد آزاد را تأیید کرد، البته نتایج به‌دست آمده به طور کلی تناقضی با نظریه سلسله مراتب تأمین مالی ندارد، این یافته‌ها 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. 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 سرمایه‌گذاری 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، سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار کاهش می‌یابد و از طرفی با اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها افزایش می‌یابد. قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با انتخاب نمونه‌ای 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. آنها از روش تجزیه و تحلیل پانل و رگرسیون حداقل مربعات ادغامی به منظور آزمون فرضیه‌ها و تخمین ضرایب استفاده کردند. 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 یافته‌های پژوهش آنها مؤید نظریه جریان نقد آزاد می‌باشد. دموری و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین ارزش شرکت با هموارسازی سود و کیفیت سود گزارش شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۶، به بررسی این که آیا صرفاً هموارسازی سود باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود و یا اینکه هموارسازان سود همزمان باید کیفیت سود گزارش شده را نیز در نظر بگیرند؟ پرداختند. بدین منظور، شرکت‌های نمونه را با استفاده از روش ایکل به دو گروه هموارساز و غیر هموارساز تفکیک کردند. سپس با به کارگیری روش اسلون به دو گروه سود با کیفیت و بدون کیفیت و در نهایت، به چهار گروه شرکت‌های هموارساز سود با کیفیت، غیر هموارساز سود با کیفیت، هموارساز سود بدون کیفیت و غیر هموارساز سود بدون کیفیت تقسیم و رابطه قیمت سهام با هموارسازی سود و کیفیت سود در دو سطح سود و تغییرات سود آزمون کردند. نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های هموارساز سود با کیفیت بالاترین ارزش و برای شرکت‌های غیر هموارساز سود بدون کیفیت کمترین ارزش را قائل هستند.

۳- متدولوژی تحقیق

۳-۱- فرضیه‌های تحقیق

- رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد.
- رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و نرخ بازگشت دارایی‌ها وجود دارد.

۳-۲- نحوه اندازه‌گیری متغیرها

ارزش افزوده اقتصادی: ارزش افزوده اقتصادی بر اثربخشی مدیریت در یک سال معین تأکید داشته و یکی از ارکان این تحقیق است. با عنایت به اینکه فرمول محاسب‌های ارزش افزوده اقتصادی به شرح ذیل است، هر یک از اجزاء آن به شرح ذیل محاسبه می‌گردند (رسانیان و کاشانی‌پور، ۱۳۸۸):

$$EVA = (r - c) * Capital$$

که در رابطه بالا:

EVA: ارزش افزوده اقتصادی؛ I: نرخ بازده سرمایه؛ C: نرخ هزینه سرمایه؛ Capital: سرمایه
سطح نگهداشت وجه نقد: که در این تحقیق عبارت است از نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت (رضایی
و همکاران، ۱۳۹۳).

نرخ بازگشت دارایی‌ها: شاخصی از چگونگی سودآوری شرکت وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت می‌باشد.
نرخ بازگشت دارایی‌ها یک ایده درباره مدیریت کارآمد در رابطه با استفاده از دارایی‌ها در جهت تولید سود
(دارایی‌های مولد) می‌دهد که از طریق تقسیم سود سالیانه به کل دارایی شرکت محاسبه می‌شود (رستمی،
۱۳۹۰).

۳-۳- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، توسعه‌ای بوده و در حیطه تحقیقات توصیفی - رگرسیونی است و داده‌های
مورد نیاز آن از مشاهده اسناد مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری
می‌شود. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز این تحقیق با استفاده از دو روش جمع‌آوری شده‌اند: ابتدا اطلاعاتی که
مربوط به مباحث نظری تحقیق بوده‌اند بصورت کتابخانه‌ای جمع‌آوری گردید. سپس اطلاعات و داده‌های خام
مورد نیاز شرکت‌ها به منظور بررسی فرضیات پژوهش از طریق نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین، تدبیرپرداز جمع-
آوری شده است.

۳-۴- مدل تحقیق

برای بررسی فرضیه‌های مطرح شده مدل‌های رگرسیونی زیر براساس پژوهش شن و همکاران (۲۰۱۵) در
نظر گرفته شده است:

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 t ام در سال t ام؛ ROA: نرخ بازگشت دارایی‌ها شرکت t ام در
سال t ام؛ Cash: سطح نگهداشت وجه نقد که عبارت است از نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت؛

Growth: فرصت‌های رشد (شاخص کیو- توین)؛ Debt: نسبت بدهی (نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی - ها)؛ SIZE: اندازه شرکت نام در سال نام (لگاریتم طبیعی فروش)؛ LEV: اهرم مالی برای شرکت نام در سال نام؛ PDP: درصد تقسیم سود (عبارت است از سود پرداخت شده به کل سود)

۳-۵- جامعه آماری و برآورد حجم نمونه آماری

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها استخراج گردید. در این تحقیق جامعه آماری متشکل از شرکت‌هایی است که شامل ویژگی‌های زیر باشند:

۱. سهام شرکت از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.
 ۲. طی سال‌های مالی یاد شده تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. جزو بانک‌ها یا مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها) نباشند.
 ۴. سال مالی تمام شرکت‌ها پایان اسفند ماه باشد.
- براساس ویژگی‌های فوق‌الذکر، جامعه آماری این تحقیق متشکل از صد و هشتاد و پنج شرکت در هر سال می‌باشد. با توجه به محدود بودن جامعه از فرمول کوکران برای تعیین اندازه نمونه استفاده گردید که به شرح زیر است:

$$n = \frac{185 \times (1.96)^2 \times (49.945)^2}{(185 - 1) \times 5^2 + (1.96)^2 \times (49.945)^2} \cong 125$$

که در رابطه بالا متغیرها به صورت N اندازه جامعه آماری، n اندازه نمونه، ∂_x^2 واریانس جامعه، α^2 خطای برآورد و $Z_{\alpha/2}$ مقدار توزیع نرمال در سطح خطای α^2 می‌باشد.

۴- نتایج

۴-۱- آمار توصیفی

ویژگی‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق، اعم از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی در جدول ۱ آورده شده است. آماره‌های گزارش شده شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، ضریب چولگی و انحراف معیار متغیرها بکار گرفته شده در تحقیق می‌باشد.

جدول ۱: خلاصه آماره‌های توصیفی مورد استفاده در تحقیق

متغیرها	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	انحراف معیار
ROA	-۰/۳۴	۳/۳۵	۰/۸۶	۰/۹۱	۰/۴۵
EVA	-۲۹۳۵۳۷	۲۹۸۶۳۵	۱۲۵۱۵	-۱۰۸۵	۱۲۱۳۲
Cash	۰/۰۰۱۷۵۸	۰/۹۷۸۸۵۴	۰/۰۴۱۲۹۳	۰/۰۹۶	۰/۱۲۰۵۶۴
Growth	-۷۹/۳۲	۱۴۷/۵۳	۱/۲۵	۲/۷۷	۱۱/۲۴
Debt	۰/۱۲۵	۰/۷۹۵	۰/۳۵۲	۰/۵۶۲	۰/۴۷
Size	۵/۵۴	۱۷/۷۷	۱۲/۱۳	۱۲/۱۷	۱/۴۷
Lev	۰/۰۱	۰/۹۷۱	۰/۷۰۲۵	۰/۶۸۲۰۳	۰/۱۶۱
PDP	۰/۰۰	۰/۹۲۵	۰/۲۶۵	۰/۴۹۸	۰/۶۵

۴-۲- مانایی داده‌ها

برای بررسی چنین حالتی می‌توان از آزمون EG، ADF و ACDF استفاده کرد. نتایج به شرح جدول

زیر است:

جدول ۲: مانایی داده‌ها

روش	آماره	p-value
-۵۰.۶۷۵۸ Im, Pesaran and Shin W-Stat		
متغیر	Im, Pesaran and Shin W-Stat prob.	آماره t
ROA	-۳.۲۱۹۰	*، .۰۰۰۰
EVA	-۶.۶۷۷۸	*، .۰۰۰۰
Cash	-۱۱.۱۲۵	*، .۰۰۰۰
Growth	-۱۸.۱۲۴	*، .۰۰۰۰
Debt	-۵.۱۲۳۶	*، .۰۰۰۰
Size	-۷.۷۸۵۹	*، .۰۰۰۰
Lev	-۶.۴۲۵۳	*، .۰۰۰۰
PDP	-۱۰.۷۸۱۲	*، .۰۰۰۰

با توجه به جدول ۲ به دلیل اینکه سطح معناداری متغیرهای تحقیق از سطح خطای ۵ درصد پایین تر است می‌توان گفت داده‌ها مانا هستند.

۴-۳- نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

جدول ۳: نتایج مربوط به فرضیه اول

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

جدول ۴: نتایج مربوط به فرضیه دوم

متغیر وابسته: نرخ بازگشت دارایی‌ها			
نتیجه آزمون مدل شماره (۱) فرضیه اول			
آزمون داده‌های ترکیبی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۵	۲/۸۹	۱/۲۵	سطح نگهداشت وجه نقد
۰/۲۵۳	۱/۲۶	۱/۳۳	فرصت‌های 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
آزمون‌های 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

همانطور که جدول‌های ۳ و ۴ نشان می‌دهد؛ رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و نرخ بازگشت دارایی‌ها وجود دارد. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. با استفاده از ادبیات موجود، تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت نیز آزمون شد تا سطح بهینه وجه نقد به منظور ارزش آفرینی هر چه بیشتر شناسایی گردد و اهمیت موضوع روشن‌تر شود. در نتیجه آزمون مدل اول، فرضیه اول مورد تأیید قرار گرفت که مطابق با نتایج پژوهش‌شن و همکاران (۲۰۱۵) بوده است. بین نسبت بدهی و نرخ بازگشت دارایی‌ها رابطه منفی معنادار وجود دارد. با افزایش بدهی‌های شرکت با توجه به افزایش هزینه‌های مالی که ممکن است در دل آن وجود داشته باشد میزان سودآوری شرکت کاهش می‌یابد که منجر به کاهش نرخ بازگشت دارایی‌ها می‌شود. بین

اندازه شرکت و نرخ بازگشت دارایی‌ها رابطه مثبت معنا دار وجود دارد. کیل و نیکلسون (۲۰۰۳)، اعتقاد دارند، اندازه شرکت اعم از جمع دارایی‌ها، 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 ذی‌نفعان و وجود مکانیزم‌های کنترلی بیشتر از ریسک تجاری کمتری برخوردارند. از طرفی واتر و زیمرمن (۱۹۹۰)، عنوان می‌دارند که شرکت‌های بزرگ به دلیل تحمل هزینه‌های 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 می‌دهد. 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 می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی قدرت اختیار بیشتری داشته باشند.

رابطه معنا داری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم نیز تایید می‌شود. در نتیجه آزمون مدل دوم، فرضیه دوم مورد تأیید قرار گرفت که مطابق با نتایج پژوهش‌شن و همکاران (۲۰۱۵) بوده است. رابطه معنا داری بین فرصت‌های رشد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. ارزش افزوده اقتصادی معیار عملکردی ساده است و تصویر واقعی از ایجاد ثروت سهامداران را ارائه می‌دهد و در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، شناسایی فرصت‌هایی برای بهبود و توجه به منافع کوتاه مدت همانند منافع بلندمدت به مدیران یاری می‌رساند. در این پژوهش نیز نشان داده شد که با ایجاد فرصت‌های رشد می‌توان ارزش افزوده اقتصادی را بهبود بخشید. بین نسبت بدهی و ارزش افزوده اقتصادی رابطه منفی معنا دار وجود دارد. با افزایش بدهی‌های شرکت با توجه به افزایش هزینه‌های مالی که ممکن است در دل آن وجود داشته باشد میزان سودآوری شرکت کاهش می‌یابد که منجر به کاهش ارزش افزوده اقتصادی می‌شود.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

۵-۱- نتیجه آزمون فرضیه اول

رابطه معنا داری بین سطح نگهداشت وجه نقد و نرخ بازگشت دارایی‌ها وجود دارد. بنابراین فرضیه فرعی اول تایید می‌شود. در سال‌های اخیر، در ادبیات مالی، توجه روزافزونی به سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها شده است. این علاقه و توجه، ناشی از این واقعیت است که شرکت‌ها، مقادیر بااهمیتی از وجه نقد را در

ترازنامه خود نگهداری می‌کنند. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آتی آن را نشان دهد. همچنان‌که نتایج پژوهش نشان داد، تغییرات نرخ بازگشت دارایی‌ها به طور معناداری با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه دارد. می‌توان با تحلیل تأثیرات متغیرهای کنترلی مانند اندازه بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، تا میزانی تأثیرات نرخ بازگشت دارایی‌ها را نیز ارزیابی کرد. همچنین، بنابر یافته‌های پژوهش، به تحلیلگران مالی، سرمایه‌گذاران و مدیران مالی، توصیه می‌شود که به اثر احتمالی احتمالی اندازه بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت توجه داشته و ارتباط بین آنها را خطی فرض نکنند. یافته‌های پژوهش مطابق با شن و همکاران (۲۰۱۵) و در تضاد با یافته‌های نظیر و افزار (۲۰۰۹) بوده است.

۲-۵- نتیجه آزمون فرضیه دوم

رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. بنابراین فرضیه فرعی دوم نیز تایید می‌شود. مطالعاتی که تاکنون به موضوع سطح نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند، عوامل موثر متعددی را شناسایی نمودند که از آن جمله می‌توان به اهرم مالی، رشد شرکت، اندازه شرکت، وضعیت حاکمیت شرکتی و ... اشاره کرد. از کان و از کان (۲۰۰۴) مطالعه‌ای 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 غیرخطی بین مالکیت مدیریتی و سطح نگهداشت وجه نقد ارائه کردند. ساختار مالکیت به عنوان عاملی که می‌تواند ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک بدیل اقتصادی عملکرد، را تحت تأثیر قرار دهد؛ مورد توجه بسیاری از پژوهشگران قرار گرفته است (دلوف، ۲۰۰۳). در بیشتر واحدهای تجاری وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی است. ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی این واحدها و تداوم فعالیت آنهاست. در این بین همواره تعیین سطح مطلوبی از وجه نقد را می‌توان از جمله دغدغه‌های پیش‌روی مدیران واحد تجاری دانست. یکی از منابع در دسترس نقدینگی که می‌تواند جایگزین مناسبی برای وجه نقد نیز باشد، جریان‌های نقدی است. معمولاً شرکت‌هایی که بیشتر انتظار دارند با عدم اطمینان در خصوص جریان‌های نقدی مواجه شوند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش

نوسان‌های جریان‌های وجوه نقد افزایش می‌دهند. میزان ارزش افزوده اقتصادی یکی از عوامل تعیین‌کننده عملکرد مطلوب شرکت‌ها است که میزان وجه نقد اثر مهمی بر آن دارد. سطح بهینه وجه نقد می‌تواند مانع از هدررفت منابع سازمان و در نتیجه عملکرد مطلوب می‌شود. نتایج یافته‌ها منطبق با نتایج پژوهش‌شن و همکاران (۲۰۱۵) و در تضاد با یافته‌های رسائیان و اصغری (۱۳۸۶) بوده است.

۶- پیشنهادات و محدودیت‌های تحقیق

تبیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌ها به وسیله مدیران مالی از نتایج مستقیم پژوهش حاضر است. رابطه خطی معنادار بین سطح بهینه نگهداشت با معیارهای عملکرد نشان‌گر آن است که سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه باید در تبیین عملکرد مدیران به این موضوع مهم توجه وافر داشته باشند. با این حال، به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود تا تبیین رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد حسابداری و اقتصادی را در صنایع مختلف به‌طور جداگانه مدنظر قرار دهند. همچنین پیشنهاد می‌شود با توجه به تورم بالا در کشور، ارزش زمانی وجه نقد را در تبیین متغیرها در نظر بگیرند. مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر عدم دسترسی به داده‌های برخی از شرکت‌ها بوده است که حذف آنها روایی نتایج پژوهش حاضر را کاهش می‌دهد. همچنین فقدان ادبیات مناسب در ایران در تبیین بهینه محتوای نظری مرتبط با شرایط ایران اثر منفی گذاشت.

۷- منابع و مآخذ

۱. رسائیان، امیر؛ کاشانی‌پور، محمد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد. پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، ۷(۲۵)، ۱۲۱-۱۳۸.
۲. رستمی، علی. (۱۳۹۰). رابطه بین شاخص‌های گوناگون سودآوری، نقدینگی و ارزش شرکت. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی.
۳. رضازاده، جواد؛ حیدریان، جعفر. (۱۳۸۹). تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی. تحقیقات حسابداری، ۲(۷)، ۲۰-۳۳.
۴. رهنمای‌رودپشتی؛ فریدون، کیانی، علی. (۱۳۸۷). بررسی استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده. فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، ۴(۱۳)، ۶-۱۸.

۵. فتحی، سعید؛ توکلی، یاسین. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی. فصلنامه بررسی‌های بازرگانی، ۳۶(۷)، ۱۰۴-۱۱۶.
۶. فروغی، داریوش، علی سعیدی، امیر رسائیان و سحر زارع (۱۳۹۰). تأثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی - پژوهشی (۲): ۸۱-۵۷.
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.