

## بررسی تاثیر دارایی نقدی نگهداری شده و انعطاف پذیری مالی بر بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فهیمة بشیری<sup>۱</sup>

کارشناسی ارشد دانشگاه علوم و تحقیقات فارس

امیر حسین جمالی

استادیار دانشگاه آزاد مرودشت

تاریخ دریافت: ۹۲/۰۶/۱۳

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۹/۱۵

### چکیده

تحقیق حاضر به تبیین رابطه بین دارایی نقدی نگهداری شده و انعطاف پذیری مالی با بازدهی غیرعادی سهام می‌پردازد. بازده غیرعادی به تفاوت نرخ بازده واقعی و نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران اشاره دارد. برای اندازه‌گیری دارایی نقدی نگهداری شده از دو مدل اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) و اپلر و همکاران (۲۰۰۴)، و انعطاف‌پذیری مالی از مدل فالكندر و وانگ استفاده شده است. پژوهش حاضر از نوع کاربردی و هدف اصلی این پژوهش تبیین تاثیر میزان دارایی نقدی نگهداری شده و انعطاف‌پذیری مالی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها می‌باشد. بدین منظور از اطلاعات مالی ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ و همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده از نرم‌افزارهای SPSS و Eviews7 استفاده نموده‌ایم. نتایج پژوهش حاکی از این است که دارایی نقدی نگهداری شده تاثیر منفی و با اهمیتی بر متغیر وابسته، بازده غیرعادی، داشته است بطوری که با افزایش نسبت دارایی‌های نقدی نگهداری شده از میزان بازده غیرعادی کاسته می‌شود و بالعکس، در حالی که انعطاف‌پذیری مالی تاثیر بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها ندارد.

واژه‌های کلیدی: دارایی نقدی نگهداری شده، انعطاف‌پذیری مالی، بازده غیرعادی سهام

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G10

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول: fa.bashiri@yahoo.com

## ۱- مقدمه

امروزه میزان دارایی‌های نقدی نگهداری شده توسط شرکت‌ها و عوامل موثر بر آن از مباحث مهمی می‌باشد که در ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته است. از نقطه نظر یک شرکت، وجوه نقد مازاد نگهداری شده به معنای ناکارآمدی عملیات واحد تجاری است. در صورتی که این منابع به درستی مصرف نشوند، هیچ نوع بازدهی برای شرکت نخواهد داشت. اما مسأله اساسی در این موضوع نهفته است که آیا در صورت سرمایه‌گذاری مطلوب وجه نقد و نگهداری سطح بهینه برای آن بازدهی بیش از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود یا خیر؟ از سوی دیگر، انعطاف‌پذیری مالی بیانگر توان شرکت برای تامین منابع مالی، به منظور عکس‌العمل به موقع در برابر پیشامدهای غیرمنتظره آتی و حداکثر کردن ارزش شرکت می‌باشد. واحدهای تجاری با انعطاف‌پذیری مالی قادرند در برابر فشارهای مالی<sup>۱</sup> مقاومت نمایند و در ضمن در صورت بروز فرصت‌های سودآور، وجوه لازم جهت سرمایه‌گذاری را با حداقل هزینه فراهم نمایند. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران همواره بر مبنای اطلاعات موجود در صورت‌های مالی و بر اساس شرایط موجود در بازار میزانی از ریسک را برای سرمایه‌گذاری خود در نظر می‌گیرند و با توجه به این ریسک بازده مورد انتظار خود را شکل می‌دهند. حال اگر شرکتی به بازدهی کمتری از میزان انتظار سرمایه‌گذاران دست یابد، طبیعتاً در جذب سرمایه‌های مورد نیاز خود با مشکل مواجه خواهد شد. از سوی دیگر اگر شرکت به میزان بیشتری از این بازده (بازده غیرعادی) دست یابد، سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت راغب خواهند شد. حال براساس مبانی نظری موجود انتظار می‌رود سرمایه‌گذاری بیشتر در وجه نقد از آنجا که باعث افزایش انعطاف‌پذیری مالی یک شرکت می‌گردد، قدرت شرکت را در رویارویی با سرمایه‌گذاری‌های دارای فرصت‌های رشد آتی افزایش دهد که این مسأله خود می‌تواند باعث ایجاد بازده اضافی (غیرعادی) برای سرمایه‌گذاران در سهام عادی یک شرکت گردد. بنابراین هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر دارایی نقدی نگهداری شده و انعطاف‌پذیری مالی بر بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌ها می‌باشد.

### مبانی نظری

انعطاف پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن مدیران در خصوص سرمایه گذاری در آینده ایفا می کند. مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف پذیری را برای شرکت ها جهت استفاده از فرصت های سودآور الزامی کرده است. میرز (۱۹۸۴) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکت ها ممکن است مانع استفاده آنها از فرصت های سودآور شود، حتی هنگامی که مدیران و سهامداران علاقمند به استفاده از این فرصت ها هستند. تحصیل بهینه منابع منجر به موفقیت شرکت ها در بازار شده و شرکت ها از این طریق می توانند فرصت های بازار را با موفقیت دنبال کنند و از مزایای فعالیت در بازار بهره مند شوند و به بازدهی بالاتر از انتظار دست یابند.

### دارایی نقدی نگهداری شده

سودآوری و نقدینگی دو هدف ناسازگار در یک شرکت هستند. هدف مدیریت نقدینگی، نگهداری سطح کافی وجه نقد و سایر دارایی های جاری مثل حساب دریافتی و موجودی هاست. اگر یک شرکت مقدار زیادی دارایی جاری نگهداری نماید، به خاطر نگهداری نقدینگی، وضعیت سودآوری شرکت به شدت تضعیف می شود. از سوی دیگر، شرکتی که سطح دارایی جاری پایینی دارد؛ اگر چه از لحاظ وضعیت نقدینگی در شرایط خوبی به سر نمی برد و ممکن است با مشکل عدم توانایی بازپرداخت به موقع بدهی هایش مواجه شود، اما سودآوری شرکت بالا خواهد رفت. دارایی های جاری مازاد به دلیل بدون استفاده ماندن، ممکن است تأثیر معکوس بر سودآوری شرکت داشته باشد. هم زمان با افزایش ریسک عملیاتی، شرکت باید با افزایش سطح دارایی های جاری، شرکت را در مقابل تبعات منفی عدم دسترسی به دارایی های جاری محافظت نماید (بورتن و اسمیت، ۲۰۰۲).

### انعطاف پذیری مالی

تمامی شرکت ها، مقداری انعطاف پذیری نهفته در اصول و رویه های حسابداری را در اختیار دارند که می توانند از آن به منظور منحرف کردن سود گزارش شده استفاده کنند. بارتون و اسکینر (۲۰۰۲) ادعا کردند که گزارشگری مالی مبتنی بر اصول پذیرفته شده حسابداری، سطح

مدیریت سود افزاینده را محدود می‌کند. زیرا مدیریت سود افزاینده منجر به بیش‌نمایی سود و در نتیجه بیش‌نمایی دارایی‌ها در ترازنامه شده و این آثار به‌صورت تجمعی در ترازنامه انباشته می‌شود. از نظر بارتون و همکاران (۲۰۰۲) ناتوانی شرکت در حفظ نرخ رشد سود، احتمالاً ناشی از محدودیت‌هایی است که در اثر کاهش انعطاف‌پذیری حسابداری، به‌وجود می‌آید. عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر با اهمیتی بر انعطاف‌پذیری مالی به عنوان یک الگوی تامین مالی دارد و به واسطه این عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمانی نسبت به افراد برون سازمانی، بخشی از توان بالقوه شرکت برای موارد احتمالی آتی (همانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری) حفظ می‌شود تا در صورت نیاز از آن استفاده گردد. نظریه سلسله مراتب تامین مالی را می‌توان زیر بنای الگوی انعطاف‌پذیری مالی دانست. نتایج تحقیقات گذشته در خصوص انعطاف‌پذیری مالی، نشان می‌دهد که شرکت‌ها در تامین مالی خود عملاً این الگو را با محافظه‌کاری در خصوص آینده و انجام واکنش مناسب در برابر رویدادهای احتمالی آتی، بکار می‌گیرند.

### بازده سهام

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام می‌باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند (بشیری و حقیقت، ۱۳۹۱). از سوی دیگر، هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری کسب سود و نهایتاً به حداکثر رساندن ثروتشان می‌باشد. به منظور تحقق بخشیدن به این امر سرمایه‌گذاران در دارایی‌هایی که دارای بازده بالا و ریسک نسبتاً پایینی می‌باشند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه‌گذاری بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد ارزش آن دارایی بیشتر است و ثروت سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه در دهه‌های جاری گرایش سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان مالی به اطلاعات جریان‌های نقدی فزونی یافته است که خود حاکی از بالا بودن محتوای اطلاعاتی این داده‌ها می‌باشد، پژوهش‌گران رویکردهای مختلفی را در ارزیابی این محتوای اطلاعاتی در پیش می‌گیرند و مدل‌های مختلفی نیز به منظور اثبات ادعاهای خود به کار می‌برند که از پرکاربردترین این مدل‌ها مدل‌های مبتنی بر بازده غیرعادی سهام می‌باشد. همچنین پژوهشگران از این پژوهش‌ها به منظور آزمون تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی سهام و فایده‌مندی اطلاعات حسابداری برای تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند. فاما

و فرنچ (۱۹۹۷) در پژوهش‌های خود دریافتند که ارزش بازار و درجه اهرم مالی از متغیرهای مؤثر بر بازده غیرعادی است. موضوعی که در این مدل‌ها اهمیت دارد، موضوع محاسبه بازده غیرعادی سهام است که بیش از هر چیز به وجود یک بازار فعال، پر تحرک و کارا متکی است، بازاری که معاملات سهام شرکت‌ها بی‌وقفه در آن جریان دارد و نسبت به اطلاعات حساس است و واکنش نشان می‌دهد.

### پیشینه تجربی

#### پیشینه داخلی

مدرس و همکاران به شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. از بین ۵ متغیر مستقل خطای پیش‌بینی سود هر سهم، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه سهام، نسبت بدهی به حقوق سهام، نسبت حاشیه سود خالص و بازده حقوق صاحبان سهام؛ تنها متغیرهای خطای پیش‌بینی سود هر سهم به صورت مثبت و شرایط عمومی بازار قبل از عرضه سهام و نسبت حاشیه سود خالص به صورت معکوس با بازده غیرعادی رابطه معکوس دارد. رحیمیان (۱۳۹۱) بیان می‌کند که میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات بالا، به صورت معناداری از میانگین بازده سبد سرمایه‌گذاری بازار سهام طبقات پایین بیشتر است. حقیقت و بشیری (۱۳۹۱) به بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های مرحله تولد به انتشار سرمایه و بدهی کم خطرکنند. و نسبت‌های اهرمی متعادلی را نگهداری می‌نمایند. شرکت‌ها در مرحله رشد از تأمین مالی بدهی استفاده و نسبت‌های اهرمی بالایی را نگهداری کنند. شرکت‌های مرحله بلوغ به تأمین مالی درون سازمانی متکی هستند و نسبت‌های اهرمی کمی را نگهداری می‌نمایند. یافته‌های این تحقیق با نظریه توازن سازگار است ولی با نظریه ترجیحی در زمینه شرکت‌های مرحله تولد مطابقت ندارد.

#### پیشینه خارجی

هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالیکه شرکت‌های با کیفیت بالاتر

حاکمیت شرکتی و هیأت‌مدیره بزرگ‌تر و مستقل‌تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند. از کان و از کان به بررسی تاثیر پذیرش سهام شرکت‌ها در بورس بر وضعیت انعطاف‌پذیری مالی آن‌ها پرداخته شده است. با توجه به اینکه پذیرش شرکت‌ها در بورس معمولاً منعکس‌کننده راحتی دسترسی به منابع تامین مالی خارجی می‌باشد، این تحقیق با بررسی مقایسه‌ای داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و سایر شرکت‌هایی که در بورس پذیرفته نیستند در پی آزمون این امر بوده است که آیا پذیرش شرکت‌ها در بورس‌های اوراق بهادار، منجر به انعطاف‌پذیری مالی بیشتری می‌گردد یا خیر. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به شرکت‌هایی که در بورس نیستند، قادرند تا هنگام نیاز، منابع تامین مالی داخلی را با منابع تامین مالی خارجی و به ویژه از طریق بدهی جایگزین نمایند. این تحقیق نشان داد که شرکت‌های پذیرفته شده حتی فراتر از بازار سرمایه داخلی دارای انعطاف‌پذیری مالی هستند. به هر حال نتیجه اصلی این تحقیق این است که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و در سایر شرکت‌ها، انعطاف‌پذیری مالی عمدتاً از طریق استفاده منعطف از تامین مالی از طریق بدهی امکان پذیر می‌باشد. کلارک (۲۰۱۳) به آزمون رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، مانده وجه نقد و تاثیر بر ارزش شرکت در بورس سنگاپور پرداخت. نتایج بررسی شرکت‌های دارای اثر بخشی کمتر حاکمیت شرکتی تمایل بیشتری برای نگهداری وجه نقد دارند. نتایج دیگر نشان می‌دهد که به دلیل انعطاف‌پذیری و همچنین تعارض بین مدیران و مالکان و تئوری نمایندگی، مدیران به منظور احتیاط وجه نقد ذخیره می‌کنند. علاوه بر این شرکت‌هایی دارای ساختار مالکیت هرمی در مقابل شرکت‌های تک مالکی و یا متمرکز وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند و ارزش بازار بالاتری دارند.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: دارایی‌های نقد نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.

فرضیه دوم: انعطاف‌پذیری مالی شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.

### روش پژوهش

در این تحقیق به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری از روش کتابخانه‌ای استفاده نمودیم. برای جمع‌آوری داده‌های مالی این تحقیق از روش میدانی استفاده شد. همچنین از نرم افزار Excel برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها استفاده شد و به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار Spss استفاده می‌شود. همچنین آزمون کولموگورف، اسمیرنوف (K-S) برای آزمودن نرمال بودن توزیع جامعه، آماره F و آزمون ANOVA برای آزمودن معنادار بودن رگرسیون، آماره‌های t برای آزمودن معنادار بودن ضرایب و آزمون دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر مورد استفاده قرار گرفت

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه انتخابی این تحقیق شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند:

(۱) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

(۲) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۳/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.

(۳) شرکت سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی و بیمه نباشد.

(۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

### تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

بازده غیر عادی (مازاد) سهام: متغیر وابسته این تحقیق بازده غیر عادی (مازاد) سهام می‌باشد. برای محاسبه این نرخ باید تفاوت بین نرخ بازده واقعی و نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران محاسبه شود:

$$\Delta r_i = r_i - E(r_i)$$

که در این رابطه،  $\Delta r_i$  بازدهی غیر عادی سهام،  $r_i$  بازدهی واقعی سهام و  $E(r_i)$  بازدهی مورد انتظار سهامداران است. نرخ بازدهی واقعی به کمک رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$r_i = \frac{P_t - P_{t-1} + Div_{t-1}}{P_{t-1}}$$

که در این مدل  $P_t$  قیمت سهام در انتهای دوره،  $P_{t-1}$  قیمت سهام در ابتدای دوره، و  $Div_{t-1}$  سود تقسیمی دوره مالی است.

با استفاده از مدل CAPM نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران محاسبه می‌گردد:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

در این رابطه،  $\beta_i$  ریسک سیستماتیک شرکت است و از کوواریانس بین بازدهی بازار و بازدهی سهم تقسیم بر واریانس بازدهی بازار در رابطه زیر محاسبه شده است:

$$\beta_i = \frac{COV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$$

بنای دارایی این مزیت عمده را دارد که تمام ریسک سیستماتیک را که یک سهم در خود دارد به صورت یک متغیر بیان می‌کند.

با توجه به فرضیات تحقیق در این پژوهش از دو متغیر مستقل استفاده خواهد شد:

الف) انعطاف‌پذیری مالی: یعنی توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام موثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیر منتظره واکنش نشان دهد. مجموعه صورت‌های مالی، اطلاعاتی را که جهت ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری مفید است منعکس می‌کند. انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های غیر منتظره سرمایه‌گذاری به خوبی بهره‌گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات مثلاً به دلیل کاهش غیر منتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پائین و احتمالاً منفی قرار دارد به حیات خود ادامه دهد. انعطاف‌پذیری مالی در این تحقیق با استفاده از مدل فالکندر و وانگ اندازه‌گیری خواهد شد.



برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی براساس مدل فالكندر و وانگ<sup>۲</sup> از نسبت  $\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  استفاده خواهد شد. که  $\Delta C_{i,t}$  = تفاوت ابتدا و انتهای دوره وجه نقد نگهداری شده در شرکت و  $M_{i,t-1}$  = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره مالی شرکت است.

ب) دارایی های نقدی نگهداری شده: برای اندازه گیری این متغیر براساس تحقیقات پیشین دو مدل مد نظر است:

۱) روش اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) در این روش برای تعیین دارایی ها نقدی از نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت بر کل دارایی های شرکت استفاده می کنیم.

$$OZCH = \frac{\text{مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت}}{\text{کل دارایی ها}}$$

۲) روش اپلر و همکاران (۱۹۹۹)؛ این روش نیز مشابه روش قبلی است با این تفاوت که مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت از مجموع دارایی های شرکت در مخرج، کسر می شود.

$$OPCH = \frac{\text{مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت}}{\text{مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت - کل دارایی ها}}$$

### - متغیرهای کنترل

در یک تحقیق اثر تمام متغیرها بر یکدیگر را نمی توان به طور همزمان مورد مطالعه قرار داد. بنابراین محقق اثر برخی از متغیرها را کنترل نموده و یا آن ها را خنثی می کند. در این تحقیق علاوه بر متغیرهای کنترلی که در هنگام اندازه گیری متغیر مستقل (انعطاف پذیری مالی و دارایی های نقد نگه داری شده) مورد بررسی قرار گرفت، در مدل تحقیق نیز از متغیرهای زیر استفاده گردیده است: نسبت تغییر سود قبل از بهره و مالیات به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره،  $(\frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}})$ ، نسبت تغییر خالص دارایی ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره  $(\frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}})$ ، نسبت تغییر مخارج تحقیق و توسعه به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره  $(\frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}})$ ، نسبت تغییر هزینه بهره به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای

دوره  $(\frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}})$ ، نسبت تغییر سود تقسیمی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره  $(\frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}})$ ، اهرم بازار  $(L_{i,t})$  و نسبت وجه نقد نگهداری شده شرکت در ابتدای دوره به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره  $(\frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}})$ ،  $(\frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}})$ ، به منظور تخمین تاثیر تغییر در ارزش وجه نقد برای سطوح مختلف وجه نقد نگهداری شده استفاده شده است، مورد استفاده قرار گرفته است. (متغیرهای یاد شده به عنوان متغیرهای تعاملی معرفی می‌شوند).

## یافته‌های پژوهش

نگاره (۱): خلاصه نتایج آمار توصیفی

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
بازده غیرعادی (AR)	۱۰۴۰	۱۰/۱۴	-۴/۷۲۶	۱۳۳/۸۹۱۳	-۱/۱۸۴	۷۰/۳۴۷	-۲۰۲۸/۱۱	۱۱۸۸/۴۴
نسبت تغییر در وجه نقد به ارزش بازار سهام (FF)	۱۰۴۰	-۰/۰۷۰۶	۰/۰۰۴	۲/۰۶۶۴۱	-۲۴/۷۵	۶۴۱/۰۴۶	-۵۷/۵۵	۲/۹۴
دارایی‌های نقد نگهداری شده به روش OZCH	۱۰۴۰	۰/۰۵۶۹	۰/۰۳۹۰	۰/۰۵۹۴۸	۲/۹۳۵	۱۲/۳۶۷	۰/۰۰	۰/۴۹
دارایی‌های نقد نگهداری شده به روش OPCH	۱۰۴۰	۰/۰۶۵۸	۰/۰۴۱	۰/۰۸۷۴۵	۴/۷۲	۳۲/۶۳۱	۰/۰۰	۰/۹۵
نسبت تغییر در سود قبل از بهره و مالیات به ارزش بازار سهام	۱۰۴۰	۰/۳۲۶۹	۰/۰۲۵	۷/۹۳۸۶۳	۳۰/۱۹۵	۹۴۰/۲۱۵	-۲/۳۶	۲۴۹/۵۸
نسبت تغییر در خالص دارایی‌ها به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	۱۰۴۰	۰/۲۲۷۹	۰/۰۴۸	۶/۶۹۰۳۲	۳۰/۳۹۴	۹۶۹/۳۲۴	-۳۷/۷۴	۲۱۱/۹۷
نسبت تغییر در هزینه بهره به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	۱۰۴۰	۰/۰۴۶۲	۰/۰۰۶	۱/۸۹۵۲	۲۱/۴۵۳	۷۳۰/۳۵۸	۲۵/۸۳	۵۵/۳۱
نسبت تغییر در سود تقسیمی به ارزش بازار سهام	۱۰۴۰	۰/۰۳۹۵	۰/۰۰۵	۰/۵۷۳۸۱	۳۰/۱۵۲	۹۴۹/۷۷	-۰/۵۵	۱۸/۱۱
اهرم بازار	۱۰۴۰	۰/۵۳۷۴	۰/۵۵۳۵	۰/۲۱۷۰۵	-۰/۱۷۴	-۷۵۵	۰/۰۳	۱
نسبت وجه نقد نگهداری شده به ارزش بازار سهام	۱۰۴۰	۰/۲۵۹۵	۰/۰۴۷۵	۴/۲۴۲۳۵	۲۵/۱۱۵	۶۵۸/۳۵۱	۰/۰۰	۱۱۹/۳۹

## - تحلیل آماری فرضیه اول

با توجه که برای اندازه گیری متغیر دارایی های نقد نگهداری شده از دو مدل استفاده می شود، برای اثبات فرضیه فوق از دو مدل زیر استفاده خواهد شد: اندازه گیری دارایی های نقد نگهداری شده براساس مدل روش اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) مدل مورد استفاده برای تحلیل فرضیه به شرح زیر می باشد:

$$r_i - E(r_i) = \alpha_0 + \alpha_1 OZCH + \alpha_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_8 L_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_9 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \alpha_{10} L_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نگاره (۲): نتایج آماری مدل اول

مدل	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
	B	خطای استاندارد	بتا			آماره VIF
ثابت	۱/۸۳۱	۰/۱۱۶	---	۱۵/۸۲۳	۰۰۰	---
دارایی های نقد نگهداری شده به روش OZCH	-۱/۱۸۷	۰/۴۸۹	-۰/۱۲۳	-۲/۴۲۵	۰/۰۱۶	۱/۴۲۶
نسبت تغییر در سود قبل از بهره و مالیات به ارزش بازار سهام	۰/۹۸۲	۰/۱۶۶	۰/۳۲	۵/۹۲۱	۰۰۰	۱/۶۲۷
نسبت تغییر در خالص دارایی ها به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	۰/۰۵۵	۰/۰۹۹	۰/۰۲۸	۰/۵۵۷	۰/۵۷۸	۱/۳۹۸
نسبت تغییر در هزینه بهره به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	-۰/۲۴۸	۰/۶۰۷	-۰/۰۱۹	-۰/۴۰۸	۰/۶۸۳	۱/۲۱۱
نسبت تغییر در سود تقسیمی به ارزش بازار سهام	۰/۱۲۳	۰/۰۵۴	۰/۱۱۴	۲/۲۶۸	۰/۰۲۴	۱/۴۱۳
اهرم بازار (Lev)	-۰/۵۲۹	۰/۱۳۲	-۰/۲۱۹	-۳/۹۹۳	۰۰۰	۱/۶۸۵

مدل	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
	B	خطای استاندارد	بتا			آماره VIF
نسبت وجوه نقد نگهداری شده به ارزش بازار سهام (Cash)	۰/۲۶۹	۰/۰۶۴	۰/۲۳	۴/۲۱۳	۰۰۰	۱/۶۶۹
FF × Cash	-۰/۶۶۵	۰/۴۳۷	-۰/۱۰۹	-۱/۵۲۲	۰/۱۲۹	۲/۸۶
FF × Lev	-۰/۶۶۶	۱/۲۱	-۰/۰۳۷	-۰/۵۵۱	۰/۵۸۲	۲/۵۳۶

همانطوریکه در جدول ضرایب مدل (Coefficients) مشاهده می‌شود، سطح معناداری (sig) متغیر دارایی‌های نقدی نگهداری شده براساس مدل اوزکان (OZCH) به عنوان متغیر مستقل تحقیق ۰/۰۱۶ و مقدار آماره t-استیودنت آن ۲/۴۲۵- می‌باشد و این به معنای آن است که فرض صفر فوق (مبنی بر برابر بودن ضریب این متغیر با صفر) در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و این بدان معناست که تاثیر متغیر دارایی‌های نقدی نگهداری شده بر متغیر وابسته تحقیق (بازده غیر عادی سهام) معنادار بوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره t این متغیر مقداری منفی است و از آنجایی که بین این دو متغیر رابطه معناداری مشهود بوده است، لذا در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت دارایی‌های نقدی نگهداری شده تاثیر منفی و با اهمیتی بر متغیر وابسته داشته است، بطوری که با افزایش نسبت دارایی‌های نقدی نگهداری شده از میزان بازده غیر عادی سهام کاسته می‌شود و بالعکس. "بنابراین فرضیه نخست تحقیق در خصوص تاثیر گذاری دارایی‌های نقدی نگهداری شده بر بازده غیر عادی سهام شرکت در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد". اندازه‌گیری دارایی‌های نقد نگهداری شده براساس روش اپلر و همکاران (۱۹۹۹) مدل استفاده برای این فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

$$r_i - E(r_i) = \alpha_0 + \alpha_1 OPCH + \alpha_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_8 L_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_9 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \alpha_{10} L_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## نگاره (۳): نتایج مدل دوم

مدل	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
	B	خطای استاندارد	بتا			آماره VIF
ثابت	۱/۷۹۶	۰/۱۱۲	---	۱۶/۰۲۸	۰۰۰	---
دارایی های نقد نگهداری شده به روش OZCH	-۰/۷۰۸	۰/۳۱۷	-۰/۱۰۸	-۲/۲۳۷	۰/۰۲۶	۲/۲۹۵
نسبت تغییرات در سود قبل از بهره و مالیات به ارزش بازار سهام	۰/۹۹۲	۰/۱۶۶	۰/۳۲۳	۵/۹۷۹	۰۰۰	۱/۶۲۲
نسبت تغییر در خالص دارایی ها به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	۰/۰۶	۰/۰۹۹	۰/۰۳	۰/۶۰۲	۰/۵۴۸	۱/۳۹۵
نسبت تغییر در هزینه بهره به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	-۰/۲۵۵	۰/۶۰۸	-۰/۰۲	-۰/۴۲	۰/۶۷۵	۱/۲۱
نسبت تغییر در سود تقسیمی به ارزش بازار سهام	۰/۱۲۱	۰/۰۵۴	۰/۱۱۳	۲/۲۴۴	۰/۰۲۵	۱/۴۱۳
اهرم بازار (Lev)	-۰/۵۰۲	۰/۱۳	-۰/۲۰۸	-۳/۸۷	۰۰۰	۱/۶۱۴
نسبت وجوه نقد نگهداری شده به ارزش بازار سهام (Cash)	۰/۲۵۳	۰/۰۶۲	۰/۲۱۷	۴/۰۶	۰۰۰	۱/۵۸۶
FF × Cash	-۰/۶۰۵	۰/۴۳۳	-۰/۰۹۹	-۱/۳۹۶	۰/۱۶۳	۲/۸۰۷
FF × Lev	-۰/۵۸۷	۱/۲۰۹	-۰/۰۳۳	-۰/۴۸۵	۰/۶۲۸	۲/۵۲۶

همان طوریکه در جدول ضرایب مدل (Coefficients) مشاهده می شود، مقدار آماره t- استیودنت متغیر دارایی های نقدی نگهداری شده براساس مدل اوپلر (OPCH) به عنوان متغیر مستقل تحقیق  $-۲/۲۳۷$  و سطح معناداری (sig) آن برابر با  $۰/۰۲۶$  می باشد و این بدان معناست که تاثیر متغیر دارایی های نقدی نگهداری شده بر متغیر وابسته تحقیق (بازده غیرعادی سهام) معنادار بوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره t این متغیر مقداری منفی است و از آنجایی که بین دو متغیر رابطه معنادار مشهود بوده است، لذا در سطح اطمینان  $۹۵\%$  می توان گفت دارایی های نقدی نگهداری شده تاثیر منفی و با اهمیتی بر متغیر وابسته داشته است، بطوری که با افزایش نسبت دارایی های نقدی نگهداری شده از میزان بازده غیرعادی سهام کاسته می شود و بالعکس.

بنابراین فرضیه نخست تحقیق در خصوص تاثیر گذاری دارایی های نقدی نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام شرکت در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می گیرد.

### - تحلیل آماری فرضیه دوم

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق به شرح زیر است:

$$r_i - E(r_i) = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_8 L_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \alpha_9 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \alpha_{10} L_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نگاره (۴): نتایج مدل سوم

مدل	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
	B	خطای استاندارد	بتا			VIF آماره
ثابت	۱/۷۳۴	۰/۱۰۹	---	۱۵/۹۴۷	۰۰۰ .۰	---
نسبت تغییر در وجوه نقد نسبت به ارزش بازار سهام (FF)	۰/۷۹۱	۰/۶۰۱	۰/۱۳۵	۱/۳۱۸	۰/۱۸۸	۵/۷۹۷
نسبت تغییر در سود قبل از بهره و مالیات به ارزش بازار سهام	۱/۰۴۸	۰/۱۶۸	۰/۳۴۱	۶/۲۳۳	۰۰۰ .۰	۱/۶۵۵
نسبت تغییر در خالص دارایی ها به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	۰/۰۶۸	۰/۰۹۹	۰/۰۳۴	۰/۶۸۴	۰/۴۹۴	۱/۳۹۲
نسبت تغییر در هزینه بهره به ارزش بازار ابتدای دوره سهام	-۰/۴۱۸	۰/۶۱۴	-۰/۰۳۲	-۰/۶۸۱	۰/۴۹۷	۱/۲۲۷
نسبت تغییر در سود تقسیمی به ارزش بازار سهام شرکت	۰/۱۱۲	۰/۰۵۴	۰/۱۰۴	۲/۰۵۳	۰/۰۴۱	۱/۴۱۵
اهرم بازار (Lev)	-۰/۳۷۸	۰/۱۲۳	-۰/۱۵۷	-۳/۰۷	۰/۰۰۲	۱/۴۳۹
نسبت وجوه نقد نگهداری شده به ارزش بازار سهام (Cash)	۲۲۱ .۰	۰۶۰ .۰	۱۸۹ .۰	۶۵۳ .۳	۰۰۰ .۰	۱/۴۸۲
FF × Cash	-۰/۸۲۵	۰/۵۳۴	-۰/۱۳۵	-۱/۵۴۶	۰/۱۲۳	۴/۲۲۰
FF × Lev	-۱/۴۵۳	۱/۴۹۵	۰/۰۸۱	-۰/۹۹۵	۰/۳۲	۳/۶۵۳

همان طوریکه در جدول ضرایب مدل (Coefficients) مشاهده می شود، مقدار آماره  $t$  استیودنت متغیر انعطاف پذیری مالی (FF) که نشان دهنده میزان تغییرات در وجوه نقد نگهداری شده نسبت به دوره گذشته می باشد، برابر با  $1/318$  و سطح معناداری (Sig) آن برابر با  $0/188$  می باشد. بزرگتر بودن سطح معناداری این متغیر از  $5\%$  بدان معناست که تاثیر متغیر انعطاف پذیری مالی بر متغیر وابسته تحقیق (بازده غیرعادی سهام) معنادار نبوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  این متغیر مقداری مثبت است می توان گفت تاثیر مثبتی بر متغیر وابسته داشته است، به طوری که با افزایش انعطاف پذیری مالی بر میزان بازده غیرعادی سهام افزوده می شود و بالعکس، اما با توجه به سطح معناداری این متغیر، رابطه یاد شده چندان قابل اتکا نیست.

\* بنابراین فرضیه دوم تحقیق در خصوص تاثیر گذاری انعطاف پذیری مالی بر بازده غیرعادی سهام شرکت در سطح اطمینان  $95\%$  مورد تایید قرار نگرفته و رد می شود.

### نتیجه گیری

در این تحقیق سعی شد تا به بررسی تاثیر و رابطه بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی و دارایی های نقد نگه داری شده با بازده غیرعادی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود. نتایج به دست آمده از روش های آماری بکارگیری شده نشان داد که دارایی های نقدی نگهداری شده تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است. نتایج به دست آمده بیانگر وجود یک رابطه منفی و معنادار بین این دو متغیر است، بطوریکه با افزایش دارایی های نقدی نگهداری شده از میزان بازده غیرعادی سهام کاسته و با کاهش میزان نگهداشت دارایی های نقدی، بر میزان بازده غیرعادی سهام افزوده شده است. این نتیجه به دست آمده نشان می دهد که از دید سرمایه گذاران، نگهداری دارایی های نقدی، افزاینده ارزش سهام شرکت نیست و به نوعی اتلاف منابع در نظر گرفته شده است. دیگر نتایج تحقیق نشان داد که انعطاف پذیری مالی تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام نداشته است. این نتایج نشان می دهد که انعطاف پذیری مالی تاثیر مثبتی بر بازده غیرعادی سهام داشته و شرکت هایی که انعطاف پذیری مالی بیشتری داشته اند، بازده اضافی بالاتری را کسب کرده اند، هر چند که این رابطه چندان قابل ملاحظه نبوده است.

سایر نتایج به دست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که؛ تغییرات در سود قبل از بهره و مالیات و نیز تغییرات در سود تقسیمی تاثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است، به نحوی که با افزایش سود قبل از بهره و مالیات (نسبت به دوره گذشته) و نیز افزایش سود تقسیمی نسبت به دوره ماقبل آن، بر میزان بازده غیرعادی سهام افزوده شده است و بالعکس. مطابق نتایج بدست آمده اهرم مالی تاثیر منفی و با اهمیتی بر بازده غیرعادی سهام داشته است و با افزایش اهرم مالی و نیز افزایش هزینه‌های بهره، از میزان بازده غیرعادی سهام کاسته شده است.

### پیشنهاد های پژوهش

با توجه به نتیجه فرضیه اول اثر معکوس نگهداری وجه نقد برای رفع نیازهای مالی شرکت به مدیران عالی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که برای تامین مالی منابع مورد نیاز خود از طریق بدهی اقدام نمایند؛ زیرا با کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران، آنان را وادار به حرکت در جهت افزایش ارزش شرکت خواهد نمود به این دلیل که، تامین مالی از طریق استقراض، مدیران را ملزم به پرداخت مبالغی تحت عنوان بهره و اصل استقراض در مواقع زمانی مختلف می‌کند و از این طریق به افزایش بازده اضافی سهام کمک شایانی خواهد نمود. نتیجه فرضیه اول می‌تواند بیانگر وجود محتوای اطلاعاتی وجه نقد نگهداری شده برای سهامداران باشد. در دهه‌های جاری گرایش سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان مالی به اطلاعات جریان‌های نقدی فزونی یافته است که خود حاکی از بالا بودن محتوای اطلاعاتی این داده‌ها می‌باشد. از سوی دیگر، یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام می‌باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند. بنابراین توجه به این دو موضوع می‌تواند زمینه رشد و بالندگی شرکت را فراهم آورد. از سوی دیگر، سودآوری باعث تغییر در قیمت و نهایتاً افزایش بازده سهام می‌شود. مکمل سودآوری وجود وجه‌نقد یا همان جریان‌های نقدی می‌باشد، لذا جریان‌های نقدی به عنوان جزء نقدی سود نیز می‌تواند بر بازده سهام تأثیرگذار باشد که این نشان از وجود محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی است به نحوی که افشای هرچه بهتر اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی، باعث ارزیابی بهتر شرکت توسط سرمایه‌گذاران و بستنکاران و در نتیجه کسب بازده بیشتر نسبت به بازده بازار خواهد شد. اما رابطه معکوس فوق در این تحقیق می‌تواند باعث شود که شرکت‌ها همواره به دنبال سطح بهینه از وجه‌نقد نگهداری



شده باشند تا از تبعات منفی آن جلوگیری به عمل آورند. با توجه رد فرضیه دوم و وجود رابطه مثبت و غیر معنادار بین انعطاف پذیری مالی و بازده غیر عادی سهام، پیشنهاد می شود شرکت ها در مسایل مربوط به تامین مالی که لازمه ادامه حیات و رشد و شکوفایی آن ها می باشد، نیز این ابهام در خصوص آینده را همواره در نظر داشته و بخشی از توان خود را برای موارد پیش بینی نشده آتی حفظ نموده و در تامین مالی انعطاف پذیری خود برای انجام واکنش مناسب در آینده را حفظ می کنند. بدین صورت شرکت ها بخشی از توان خود را برای رویدادها و موقعیت های پیش نشده آتی حفظ نموده تا بتوانند قدرت انجام واکنش مناسب به این رویدادها را داشته باشند و موقعیت خود را در بازارهای رقابتی و در میان سایر رقبای حفظ نمایند. البته معنادار نبودن رابطه فوق مساله ای است که شاید از محدودیت های اعمال شده بر تحقیق حاصل شده باشد.

### پی نوشت

۱ Financial Stress

۲ Faulkender, M. H. and R. Wang

### منابع

- بشیری، وهاب؛ حقیقت حمید؛ (۱۳۹۱)، "تاثیر انعطاف پذیری مالی بر چرخه حیات شرکت ها"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره) قزوین
- رحیمیان، محمد (۱۳۹۱) "ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های ایرانی" رساله دکترای حسابداری از دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- رسانیان، امیر؛ رحیمی، فروغ؛ حنجری، سارا (۱۳۸۹) "تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۶، ص ۱۴۴-۱۲۵.
- مدرس، احمد؛ عسگری، محمدرضا "شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران" فصل نامه بورس اوراق بهادار

Bortun, r. and Smith, C. Jr., (2002). The Athurity Structure of Corporate Debt, Journal of Finance, Vol. 50, pp. 609-31.

- Clark, B. (2013). "The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical
- Fama, M. A. , and A. French, (1997). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 295–319.
- Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A. , and William F. Maxwell, (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, Vol 87, pp. 535-555
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984). "corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. " *Journal of Financial Economics* 20: 315-293
- Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
- Opler, T. , L. Pinkowitz, et al. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holding. " *Journal of Financial Economics* 52: 46-3.
- Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2009). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103–2134.
- Skinner, g. (2002). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics* 13 ,187-221