

## سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی

### موثر بر آن

محسن دستگیر

استاد گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

امین یوسفی<sup>۱</sup>

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه اصفهان

کریم ایمانی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

تاریخ دریافت: ۹۲/۰۷/۲۷

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۹/۱۵

### چکیده

مدیریت وجه نقد از جمله مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌باشد و لازمه‌ی آن برقراری تعادل میان هزینه‌های نگهداشت وجه نقد و هزینه‌های وجه نقد ناکافی می‌باشد که نوع و اندازه‌ی این هزینه‌ها تا حدودی به استراتژی‌های مالی هر شرکت بستگی دارد. از آنجا که هر دوی شرکت‌هایی که دچار کسری مالی و یا دارای مازاد وجه نقد می‌باشند به دلیل عدم مدیریت صحیح وجه نقد با مشکلات زیادی روبه‌رو می‌شوند، بر همین اساس بررسی میزان انحراف وجه نقد نگهداری شده از سطح هدف، سرعت تعدیل وجه نقد به سمت سطح هدف و عوامل شرکتی موثر بر این سرعت تعدیل موضوع مهم و قابل توجهی برای مدیران شرکت‌ها به شمار می‌آید. در مقاله حاضر سعی بر آن بود تا با تأکید بر اهمیت سرعت تعدیل وجه نقد در حوزه‌ی مالی و بررسی پژوهش‌ها و مدل پویای نگهداشت وجه نقد به تبیین دقیق و جامعی از مفهوم سرعت تعدیل وجه نقد و عوامل شرکتی اثرگذار بر آن پرداخته شود. مطالعه پژوهش‌های خارجی نشان دهنده‌ی آن بود که عوامل شرکتی شامل اندازه، عدم تعادل مالی، جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر میزان سرعت تعدیل وجه نقد موثر می‌باشند.

**واژه‌های کلیدی:** سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، مدل توازن پویای نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل

وجه نقد

طبقه‌بندی موضوعی: M41

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول: aminyosefi66@yahoo.com

## ۱- مقدمه

وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱). مزیت عمده‌ی نگهداری وجوه نقد، افزایش توانایی شرکت براساس استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران‌قیمت می‌باشد. درباره‌ی اهمیت مطالعه در مورد ابعاد مختلف موجودی نقدی اشاره به همین نکته کفایت که تحقیقات انجام گرفته توسط دیتمار و اسمیت<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) نشان دهنده‌ی آن بود که، وجوه نقد و شبه نقد به طور میانگین تشکیل دهنده‌ی ۱۳٪ از کل دارایی شرکت‌های آمریکایی و همچنین تحقیقات النجار و بلقیطر<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) نشان دهنده‌ی حضور میانگین ۹٪ موجودی نقد از کل دارایی‌ها شرکت‌های انگلیسی می‌باشد (النجار، ۲۰۱۳). از آنجا که همه شرکت‌هایی که با عدم توازن در وجوه نقد خود روبه‌رو هستند با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند، بر همین اساس بررسی میزان انحراف وجوه نقد نگهداری شده و اینکه با چه سرعتی موجودی نقد به سمت سطح هدف خود در حال حرکت است، می‌تواند موضوع مهم و قابل توجهی به شمار آید (بولو و همکاران، ۱۳۹۱).

مطالعات در مورد موجودی نقدی از دیرباز در حوزه ادبیات مالی، مورد توجه صاحب نظران بوده است، اما در سال‌های اخیر این موضوع ابعاد به مراتب گسترده‌تری به خود گرفته است. در واقع بحث در مورد اینکه چه میزان وجوه نقد برای حداکثرسازی ارزش شرکت می‌بایست نگهداری شود و اینکه در صورت وجود وجوه نقد مازاد و یا ناکافی شرکت‌ها چگونه (با چه سرعتی) انحراف از سطح بهینه را جبران می‌کنند به عنوان بحث مهم و درخور توجه دانشگاهیان و مدیران شرکت‌ها قرار گرفته است.

یکی از اولین مطالعات انجام گرفته در زمینه‌ی نگهداشت وجوه نقد، مطالعه کیم<sup>۳</sup> و همکاران در سال ۱۹۹۸ بود، که برای تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت در دارایی‌های نقدینه هنگامی که هزینه تأمین مالی خارجی گران است، ارائه کردند. آنها معتقد بودند مقدار بهینه وجوه نقد به وسیله‌ی موازنه بین بازده پایین دارایی‌های نقدینه و منفعت حاصل از حداقل کردن نیاز به تأمین مالی خارجی تعیین می‌شود (بیتس و همکاران، ۲۰۰۹). اما مطالعات اولیه در زمینه وجوه نقد

نگهداری شده، تنها به بررسی عوامل موثر بر وجه نقد نگهداری شده و تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت و محیط اطراف آن بر وجه نقد نگهداری شده پرداخته‌اند، در این مطالعات بندرت پیرامون اینکه شرکت‌ها چگونه و در واقع با چه سرعتی (نرخ) موجودی وجه نقد خود را به سمت سطح بهینه تعیین شده حرکت می‌دهند پرداخته شده بود.

شاید می‌توان پژوهش اپلر<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) را یکی از اولین مطالعاتی دانست که در مورد مدل تعدیل جزئی وجه نقد صورت گرفت. مطالعه‌ی انجام گرفته توسط ازکان و ازکان<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) در مورد تعیین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های انگلیسی، که در آن برای برآورد سطح نگهداشت بهینه از روش توازن پویا (تعدیل جزئی) استفاده نمود، توانست تا حدودی نظرات را به صورت غیر مستقیم به سمت سرعت تعدیل وجه نقد معطوف سازد (آلیس و همکاران، ۲۰۱۲). این پژوهش در ادامه توسط سایر پژوهشگران (دیتمار، ۲۰۱۰ و وینکشواریان<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱) توسعه یافت. در ادامه‌ی این مقاله ابتدا به بیان تئوری‌های مرتبط با سطح بهینه نگهداشت وجه نقد در شرکت پرداخته شده و سپس به بیان سرعت تعدیل وجه نقد و عوامل شرکتی موثر بر آن پرداخته خواهد شد.

## ۲- تئوری‌های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد

به طور کلی با توجه به پژوهش‌های انجام شده، میزان نگهداشت وجه نقد را می‌توان در قالب پنج تئوری سلسله مراتبی، جریان نقدی، نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و توازن توضیح داد. هر کدام از این تئوری‌ها متغیرهایی را به عنوان عوامل اثرگذار بر سطح بهینه نگهداشت وجه نقد معرفی می‌کردند، از آنجا که تئوری توازن معتقد به وجود سطح بهینه وجه نقد بوده و دو مدل نگهداشت وجه نقد که در ادامه به آنها پرداخته خواهد شد، از این تئوری حاصل می‌شوند، در این مقاله به بیان توضیحاتی در مورد آن پرداخته شده است.

### ۲-۱- نظریه توازن

این نظریه که یکی از مهم‌ترین نظریه‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد می‌باشد و به واسطه‌ی آن تعیین سطح بهینه‌ی نگهداشت وجه نقد میسر می‌باشد، معتقد است اگر مدیریت نگران حداکثرسازی ثروت سهامداران است می‌بایست بر اساس میزان اهمیت منافع نهایی و هزینه‌های

نهایی نگهداری وجه نقد به یک سطح بهینه برای وجه نقد نگهداری شده دست یابد (بیگلی و سانچز، ۲۰۱۲). در واقع یک شرکت باید آن میزان پول نقد نگهداری کند تا علاوه بر نیاز روزمره و توانایی مقابله با شوک‌های تصادفی اقتصادی، بتواند مشکلات سرمایه گذاری ناکافی ناشی از انباشت بیش از حد وجه نقد را حل کند (بوبرکی و همکاران، ۲۰۱۳).

بر طبق تئوری توازن، بارزترین منافع موجودی نقدی این است که وجه نقد، ریسک قرار گرفتن در معرض درماندگی‌های مالی را کاهش می‌دهد، زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شود، وجه نقد نگهداری شده مانع از مختل شدن سیاست‌های سرمایه گذاری شرکت می‌شود. نگهداری وجه نقد، هزینه‌های ناشی از افزایش وجوه از خارج شرکت و تسویه دارایی‌ها به دلیل کمبود نقدینگی را کاهش می‌دهد (بیتس و همکاران، ۲۰۰۹). هزینه اصلی که نگهداری وجه نقد به شرکت تحمیل می‌کند، هزینه فرصت سرمایه‌ای است که در دارایی‌های نقدینه سرمایه گذاری شده است (فریا و ویللا، ۲۰۰۴).

مدل‌هایی که بر توازن بین هزینه‌ها و منافع نگهداری موجودی نقد متمرکز می‌شوند در واقع به دنبال پاسخ به این سؤال هستند که از دیدگاه حداکثرسازی ثروت سهامداران، آیا شرکت موجودی نقد بیش از حد بهینه نگهداری می‌نماید یا خیر؟ (دروبتز و گرانینگر، ۲۰۰۷) بر طبق تئوری توازن عواملی هم‌چون فرصت‌های سرمایه‌گذاری، میزان نقد شوندگی دارایی‌های جاری، اهرم مالی، اندازه، جریان نقدی، عدم اطمینان جریان نقدی، سررسید بدهی، بحران مالی و پرداخت سود سهام از جمله عوامل تعیین کننده‌ی وجه نقد در شرکت می‌باشند (یگانه و همکاران، ۱۳۹۰).

### ۳- سرعت تعدیل جزئی<sup>۲</sup> وجه نقد

به‌طور کلی شناخت بسیار کمی در مورد اینکه چگونه شرکت‌ها با توجه به سیاست‌های خاص خود وجوه نقدشان را مدیریت می‌کنند، وجود دارد. همانطور که بیان شد شرکت‌ها با بررسی و در نظر گرفتن منافع و هزینه‌های نهفته در نگهداشت وجه نقد در شرکت و همچنین با توجه به ویژگی‌های خاص خود، میزان وجه نقدی را به عنوان وجه نقد هدف برای خود تعیین می‌نمایند و مترصد دست‌یابی به این میزان از موجودی وجه نقد می‌باشند (دیتمار و داچین، ۲۰۱۰). در واقع این که یک شرکت چه میزان وجه نقد را نگهداری می‌نماید، به وسیله عوامل مختلفی از

قبیل هزینه‌های معاملاتی، هزینه‌های فرصت و عدم تقارن اطلاعاتی تحت تأثیر قرار می‌گیرد (بولو و همکاران، ۱۳۹۱). اما همواره در مطالعات و پژوهش‌ها این خلاء وجود داشته که شرکت‌ها با چه سرعتی وجه نقد خود را به منظور دستیابی به وجه نقد هدف مدیریت می‌کنند. در ادامه به منظور توضیح بهتر مدل‌های نگهداشت وجه نقد، ابتدا به صورت مختصر در مورد هزینه تعدیل وجه نقد مطالبی ارائه می‌شود.

### ۳-۱- هزینه‌های تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد

همانطور که در ابتدای این مقاله نیز عنوان شد، شرکت‌ها به منظور دستیابی به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد درصدد می‌باشند تا با یک سرعت تعدیل مشخص به سمت آن سطح معین حرکت کنند. اما برای دستیابی به این هدف نیازمند صرف هزینه‌هایی می‌باشند که به هزینه تعدیل شهرت دارد. بطور واضح‌تر برای مثال هنگامی که شرکت‌ها دارای مازاد وجه نقد نسبت به سطح بهینه‌شان باشند، برای کاهش این انحراف تصمیم به سرمایه‌گذاری یا تقسیم سود بین سهامداران خواهند گرفت، که این تصمیمات هزینه‌های مالیاتی را برای شرکت در پی خواهد داشت. و یا هنگامی که دچار کسری وجه نقد می‌باشند ناچار به فروش دارایی‌های جاری یا استقراض و یا انتشار سهام خواهند بود، که هزینه‌های انتشار و بهره شامل این تصمیم‌گیری آنها می‌شود (آلیس و همکاران، ۲۰۱۲).

### ۴- مدل‌های نگهداشت وجه نقد

در زمینه‌ی بررسی و مطالعاتی که پیرامون میزان مناسب و متعادل نگهداشت وجه نقد انجام می‌شود دو مدل (چارچوب) توازن ایستا<sup>۸</sup> و توازن پویا<sup>۹</sup> وجود دارد (اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴). با توجه به اینکه هدف این مقاله توضیح سرعت تعدیل وجه نقد می‌باشد، به همین سبب توجه بیشتر این مقاله به توضیح مدل توازن پویا معطوف گردیده است.

#### ۴-۱- مدل توازن ایستا

در مدل توازن ایستای نگهداشت وجه نقد، که در اکثر تحقیقات و پژوهش‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد از آن استفاده شده است، بدین گونه مفروض می‌باشد که شرکت‌ها به منظور حداکثرسازی ارزش خود و با توجه به منافع و هزینه‌های نهایی نگهداشت وجه نقد، به صورت

فعلانه و آنی موجودی نقدی خود را به سمت سطح بهینه نگهداشت وجه نقد مدیریت می کنند. در واقع مدل توازن ایستا سطح بهینه نگهداشت وجه نقد را یک عدد مشخص می داند که همواره شرکت سعی در قرار گرفتن سطح موجودی نقدی خود در آن میزان می باشند. بر طبق این مدل شرکت ها با توجه به شرایط و موقعیتی که شرکت در طی دوره با آن روبه رو می باشند، یک سطح بهینه وجه نقد را برای خود تعیین نموده و چنانچه بر اثر یک اتفاق پیش بینی شده و یا بر اثر یک شوک تصادفی تغییری در خصوصیاتشان رخ دهد، این توانایی را دارد تا بلافاصله به سطح هدف جدید خود (که بر اثر تغییرات در ویژگی های شرکت بوجود آمده) دست یابد (ونکیتشواران، ۲۰۱۱).

#### ۴-۲- مدل توازن پویا

قبل از ارائه مباحث مربوط به مدل توازن پویای وجه نقد، به منظور بیان مناسب تر مطلب و نحوه محاسبه سرعت تعدیل برای خوانندگان، ابتدا شکل محاسبه ی مدل که توسط ازکان و ازکان (۲۰۰۴) بیان شد در این قسمت نمایش داده شده و سپس با طی مراحل به نحوه دستیابی سرعت تعدیل وجه نقد اشاره می شود.

رابطه (۱)

$$cash_{it} - cash_{it-1} = \lambda(cash_{it}^* - cash_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل  $Cash_{it}$  و  $Cash_{it}^*$  به ترتیب مبین نسبت موجودی نقد واقعی (جاری) و موجودی نقد بهینه (هدف) شرکت  $i$  در زمان  $t$  می باشد.  $\varepsilon_{it}$  جزء اخلاص (خطا) در مدل می باشد که جزئیات آن بعداً مشخص می شود. همچنین  $Cash_{it}^* - Cash_{it-1}$  را می توان میزان انحراف از سطح وجه نقد بهینه دانست. و  $\lambda$  نیز ضریب سرعت تعدیل می باشد، که نشان دهنده ی میزان سرعتی که موجودی نقد جاری شرکت با این نرخ به سمت سطح بهینه در حال حرکت است می باشد. اما به منظور برآورد رگرسیونی مدل فوق مراحل به صورت زیر طی می شود

با آوردن  $cash_{it-1}$  (موجودی نقد دوره ی گذشته) به سمت راست معادله خواهیم داشت

$$cash_{it} = (1 - \lambda)cash_{it-1} + \lambda cash_{it}^* + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

دو رویکرد در پژوهش‌های گذشته در رابطه با محاسبه  $Cash_{it}^*$  وجود دارد. در رویکرد اول که توسط اپلر و همکاران (۱۹۹۹) مورد استفاده قرار گرفت وجه نقد هدف برابر است با میانگین متحرکی از موجودی وجه نقد شرکت در سالیان متمادی. در رویکرد دوم که رویکردی جدیدتر و مناسب‌تر می‌باشد سطح بهینه موجودی نقد را متأثر از چندین عامل داخلی شرکت می‌داند (بیتس و همکاران، ۲۰۰۹ و دیتمار و اسمیت، ۲۰۰۷). با توجه تئوری‌های بیان شده در این مقاله موجودی نقد بهینه ( $Cash_{it}^*$ ) متأثر از چندین متغیر شرکتی می‌باشد، که می‌توان آن را به صورت زیر خلاصه کرد:

$$Cash_{it}^* = \beta' X_{it} \quad (۳)$$

در این رابطه متغیر  $X_{it}$  بیانگر برداری از عوامل برونزای موثر بر موجودی نقد شرکت می‌باشد.

با توجه به روابط بیان شده با جایگزین کردن عوامل موثر بر سطح وجه نقد هدف ( $\beta' X_{it}$ ) به جای سطح نقد هدف ( $Cash_{it}^*$ ) مدل نهایی تعدیل جزئی را می‌توان به شکل زیر نمایش داد:

رابطه (۴)

$$Cash_{it} = \alpha_i + \phi Cash_{it-1} + \theta' X_{it} + \varepsilon_{it}$$

که  $\phi = 1 - \lambda$  (در واقع همان سرعت تعدیل) و  $\theta = \lambda \beta$  می‌باشد. بنابراین با برآورد رابطه ۴ و به دست آوردن پارامتر  $\phi$  می‌توان سرعت تعدیل شرکت‌ها را بدست آورد ( $\lambda = 1 - \phi$ ). با توجه به توضیحات فرمولی داده شده به منظور آشنایی بیشتر با مدل پویای نگهداشت وجه نقد، در ادامه به توضیح تئوریک این مدل پرداخته شده است.

مدل توازن پویای نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن ناسازگاری‌های بازار و هزینه‌های پیش رو برای تعدیل، بر خلاف مدل توازن ایستا، معتقد است که تعدیل آنی و فوری سطح جاری وجه نقد به سمت سطح بهینه آن در همه‌ی مواقع مقرون به صرفه و مناسب نیست. در واقع مدل توازن پویا بیان می‌کند که با توجه به تغییراتی که در سطح شرکت‌ها بوجود می‌آید و همچنین

به خاطر هزینه‌بر بودن تعدیل موجودی وجه نقد شرکت‌ها، آنها نمی‌توانند به سرعت به سطح نگهداشت بهینه موجودی نقدی دست پیدا کنند، و در واقع شرکت‌ها با طی کردن یک فاصله زمانی و به صورت تدریجی (تعدیل جزئی) به این سطح دست پیدا می‌کنند. بر خلاف توازن ایستا در مدل توازن پویا سطح بهینه یک نقطه دقیق نمی‌باشد، بلکه طیفی از سطح بهینه وجه نقد در شرکت‌ها وجود دارد. هنگامی که موجودی وجه نقد شرکت‌ها از نقطه حداقل یا حداکثر سطح بهینه گذر کند، شرکت‌ها با توجه به استراتژی‌ها خاص خود مترصد بازگشت به سطح بهینه خواهند بود.

در مدل پویای نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل موجودی نقدی  $(\lambda)$  بین یک و صفر قرار می‌گیرد، که به این حالت تعدیل جزئی گفته می‌شود (یعنی تعدیلی که به تدریج و طی بیش از یک دوره حاصل می‌شود). در صورتی که سرعت (نرخ) تعدیل یک باشد، این حالت تعدیل کامل یا تعدیل پیوسته<sup>۱۰</sup> در یک دوره می‌باشد یعنی شکاف بین سطح موجودی نقد فعلی با سطح نقد هدف در یک دوره و بلافاصله پر می‌شود، در واقع در این هنگام مدل توازن پویای نگهداشت وجه نقد همان مدل توازن ایستا می‌باشد؛ همچنین، اگر سرعت (نرخ) تعدیل شرکتی صفر باشد سطح نگهداشت وجه نقد آن به طور کامل غیرقابل تعدیل<sup>۱۱</sup> می‌باشد.

هنگامی که هیچ هزینه‌ی تعدیل وجود نداشته باشد، شرکت‌ها زمانی که دچار عدم تعادل مالی شده‌اند، بلافاصله می‌توانند موجودی نقدی خود را به سطح هدف برسانند. با این وجود، هزینه‌های تعدیل و ناسازگاری بازار مانع از تعدیل آنی و یکباره موجودی نقدی به سمت سطح هدف می‌گردند. بنابراین، هنگامی که سطح موجودی نقدی شرکت دچار انحراف از سطح بهینه شود، شرکت‌ها در یک فرآیند تعدیل جزئی وجه نقد خود را به سمت سطح هدف می‌رسانند.

از لحاظ تئوری سرعت تعدیل جزئی موجودی نقدی می‌تواند با تئوری سلسله مراتبی موجودی نقدی، که اعتقاد دارد هیچ سطح بهینه موجودی نقدی وجود ندارد و مدیران شرکت‌ها به طور فعالانه وجه نقد خود را مدیریت نمی‌کنند، سازگار باشد. در واقع چون در تعدیل ناقص همواره و به طور دائم حرکت تدریجی به سوی نرخ بهینه در طی دوره وجود دارد، پیروان تئوری سلسله مراتبی به این امر معتقد می‌باشند که اساساً سطح بهینه‌ای برای رسیدن وجود ندارد. در طرف مقابل این دیدگاه عده‌ایی معتقد به سازگاری سرعت تعدیل ناقص با تئوری توازن

هستند که بیان می‌دارد هر شرکت یک سطح بهینه‌ایی از موجودی نقدی دارد، و شرکت‌ها با سرعت تعدیل جزئی به صورت تدریجی در حال رسیدن به سطح بهینه می‌باشند.

یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌ها به صورت پویا و فعالانه وجه نقد خود را به سمت وجه نقد هدف تعدیل می‌کنند (آلیس و همکاران ۲۰۱۲؛ وینکیشواران، ۲۰۱۱؛ دیتمار و دوچین، ۲۰۱۰؛ گارسیا و مارتینز\_سولانو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۸؛ فریرا و ویلا، ۲۰۰۴). در واقع پژوهش‌های صورت گرفته توسط وینکیشواریان (۲۰۱۱) در این زمینه بیان می‌نماید که شرکت‌ها به صورت تدریجی (نه بلافاصله) یک تمایل مرکزی<sup>۱۳</sup> (بازگشت به میانگین) جهت حرکت موجودی نقدی به سمت سطح بهینه خود را دارا می‌باشند، این تعدیلات به صورت ناقص انجام می‌شود (در یک دوره همه تعدیلات لازم انجام نمی‌شود) و پراکنندگی زیادی بین سرعت تعدیل در میان شرکت‌های مختلف وجود دارد. میزان سرعت تعدیل و اینکه شرکت‌ها با چه نرخ موجودی نقد خود را به سمت سطح بهینه نگهداشت وجه نقد تعدیل می‌کنند می‌تواند به ویژگی‌های خاص شرکت مربوط باشد، در واقع مدل تعدیل جزئی (توازن پویا) نگهداشت وجه نقد بیان می‌دارد که شرکت‌ها با ویژگی متفاوت دارای سرعت تعدیل متفاوت نیز می‌باشند. در مجموع به اعتقاد از کان و از کان (۲۰۰۴) استفاده از مدل توازن پویای نگهداشت وجه نقد می‌تواند توجیه‌کننده‌ی بهتر و مناسب‌تری در مقایسه با مدل توازن ایستای آن باشد.

لازم به ذکر است که شرکت‌ها برای اینکه بتوانند تعدیلات لازم را جهت رساندن موجودی وجه نقد به سطح بهینه انجام دهند، می‌توانند از روش‌های مختلفی استفاده کنند که به موقعیت فعلی موجودی نقد شرکت بستگی دارد. برای مثال هنگامی که موجودی نقدی شرکت بیش از سطح مطلوب شرکت باشد، شرکت‌ها می‌توانند از روش‌هایی مانند افزایش در پرداخت سود سهام، پاداش‌های مدیران، هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه تبلیغات و یا پرداخت بدهی‌ها زودتر از موعد سررسید استفاده کنند. از سوی دیگر در حالتی که ذخایر نقدی از سطح مطلوب کمتر باشد شرکت‌ها معمولاً از روش‌های بالا در جهت معکوس و یا صدور سهام جدید، و فروش بخش‌های فرعی خود استفاده می‌کنند. بیشتر اوقات شرکت‌ها ترکیبی از روش‌های فوق را به‌جای استفاده از یک روش واحد به کار می‌گیرند.

### ۵- عوامل شرکتی مرتبط با متوسط سرعت تعدیل موجودی نقدی

با توجه به مطالبی که عنوان گردید و همچنین پژوهش‌هایی که در این زمینه انجام شده، یافته‌ها حاکی از آن است که سرعت تعدیل وجه نقد در شرکت‌های مختلف ولو اینکه از لحاظ صنعت و گروه در موقعیت مشابهی قرار گرفته باشند، به دلیل ویژگی‌های شرکتی مختلفی که در آنها وجود دارد، متفاوت می‌باشد. در ادامه چهار ویژگی خاص شرکتی که بیشتر مورد توجه پژوهشگران (از کان و از کان، ۲۰۰۴؛ وینکشواریان، ۲۰۱۱ و دیتمار و دوچین، ۲۰۱۰) قرار گرفته و به نظر می‌تواند ارتباط بیشتری با عدم تقارن سرعت تعدیل وجه نقد داشته باشند مورد بررسی قرار می‌گیرد:

#### ۵-۱- عدم تعادل مالی<sup>۱۴</sup>

عدم تعادل مالی هنگامی بوجود می‌آید که میان وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی توازنی وجود نداشته باشد. شرکت‌هایی که عدم تعادل مالی داشته باشند یا دارای وجه نقد مازاد می‌باشند و یا دچار کسری وجه نقد می‌شوند (گونی و همکاران، ۲۰۰۷). پژوهشی که در زمینه سرعت تعدیل موجودی نقدی توسط وینکشواریان (۲۰۱۱) بر روی شرکت‌های تولیدی آمریکایی و همچنین توسط دیتمار و دوچین (۲۰۱۰) به انجام رسیده نشان می‌دهد که متوسط سرعت تعدیل موجودی وجه نقد، در شرکت‌های با مازاد وجه نقد نسبت به شرکت‌های با کسری وجه نقد بالاتر می‌باشد. دو دلیل احتمالی برای اینکه چرا سرعت تعدیل بین شرکت‌های با مازاد وجه نقد و شرکت‌هایی که دارای کسری وجه نقد متفاوت می‌باشد وجود دارد. دلیل اول اینکه بر طبق تئوری نمایندگی مدیران شرکت‌هایی که دارای مازاد وجه نقد می‌باشند، نه تنها مایل به جمع آوری وجوه نقدی می‌باشند، در صورت وجود موقعیت و فرصت سرمایه‌گذاری در خارج از شرکت به سرعت وجوه نقدی را به مصرف می‌رسانند، و توانایی تعدیل بهتری را دارا می‌باشند. و دلیل دوم اینکه در حالت عادی هزینه‌های مصرف وجه نقد به مراتب کمتر از هزینه‌های جمع‌آوری آن می‌باشد. بنابراین برای شرکت‌های با مازاد وجه نقد در مقایسه با شرکت‌های با کسری وجه نقد سرعت تعدیل موجودی نقدی به سمت سطح هدف سریع‌تر می‌باشد.

### ۵-۲- اندازه شرکت<sup>۱۵</sup>

شرکت‌ها را می‌توان از جنبه‌های مختلف مانند میزان دارایی‌ها، وسعت، تعداد کارکنان به اندازه‌های مختلف تقسیم نمود. در این مقاله منظور از اندازه‌ی شرکت‌ها در واقع همان میزان دارایی‌هایشان می‌باشد. وینکشوریان (۲۰۱۱) در پژوهشی که بر روی ۳۶۳۶ شرکت آمریکایی انجام داد، به این نتیجه دست یافت که شرکت‌هایی که از لحاظ اندازه و بزرگی در نیمه‌ی پایین رده‌بندی شرکت‌ها از لحاظ اندازه قرار دارند (کوچک‌تر می‌باشند) دارای سرعت تعدیل بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها می‌باشند. به اعتقاد وینکشوریان شرکت‌های کوچک‌تر به احتمال بیشتری از نظر مالی در محدودیت هستند، همچنین آنها از نظر میزان دارایی‌های جاری غیر نقد نیز دارای مقادیر کمتری نسبت به شرکت‌های بزرگ می‌باشند، به همین خاطر به دلیل ترس از شوک و رویدادهای ناگهانی اقتصادی و سیاسی، وجه نقد بیشتری را در شرکت نگهداری می‌کنند. در نتیجه به دلیل نگهداری موجودی نقد بالا در شرکت، می‌توانند سریع‌تر از شرکت‌هایی که از نظر اندازه در چارک‌های بالایی رده‌بندی قرار دارند خود را به سطح بهینه موجودی نقدی برسانند.

### ۵-۳- جریان نقدی آزاد<sup>۱۶</sup>

جریان نقدی آزاد عبارت است از میزان موجودی نقدی که پس از سرمایه‌گذاری‌های لازم شرکت در دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش، برای توزیع بین سرمایه‌گذاران باقی می‌ماند. در واقع جریان نقدی آزاد نشان‌دهنده‌ی میزانی از وجه نقدی می‌باشد که شرکت می‌تواند آن را بین سرمایه‌گذاران شرکت تقسیم کند، این سرمایه‌گذاران شامل بستانکاران از شرکت و صاحبان سهام شرکت می‌شود (النجار، ۲۰۱۳). در واقع وجه تمایز بین متغیر جریان نقد آزاد و عدم تعادل مالی (کسری و مازاد وجه نقد) در اینجا مشخص‌تر می‌شود. زیرا در عدم تعادل مالی، کلیه‌ی مبالغی را که برای پرداخت به سهامداران و بستانکاران در سال مقرر شده، در محاسبات لحاظ می‌شود. اما برای محاسبه جریان نقدی آزاد، فقط میزان وجه نقد بعد از مصارف لازم برای ادامه‌ی فعالیت شرکت لحاظ می‌شود و در واقع برای محاسبه آن هزینه‌ی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در نظر گرفته نمی‌شود.

دیتمار و دوچین (۲۰۱۰) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که دو گروه شرکت‌های با جریان نقدی آزاد مثبت بالا و همچنین جریان نقدی آزاد منفی، دارای متوسط سرعت تعدیل

بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که دارای جریان نقدی آزاد مثبت متوسط هستند، می‌باشند. استدلال آنها برای این آزمون آن بود که شرکت‌هایی که جریان نقدی آزاد منفی دارند، می‌بایست از طریق افزایش تأمین مالی خارجی و یا وجه نقد، کسری جریان نقدی آزاد خود را پوشش دهند، در نتیجه با افزایش میزان تأمین مالی، نسبت هزینه تعدیل برای هر ریال تأمین مالی کاهش می‌یابد، و از آنجا که هزینه‌های تعدیل رابطه معکوسی با سرعت تعدیل دارد، جریان نقدی آزاد منفی افزایش سرعت تعدیل شرکت را به همراه خواهد داشت. همچنین در طرف مقابل شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالا نیز میزان اضافی وجه نقد خود را تا به رسیدن به سطح هدف وجه نقد بین سرمایه‌گذاران (اعم از بستانکاران و سهامداران) توزیع کرده و سرعت تعدیل آنها بالاتر از شرکت‌های میانی از نظر جریان نقدی آزاد می‌باشد.

#### ۵-۴- حاکمیت شرکتی<sup>۱۷</sup>

حاکمیت شرکتی در واقع نشان دهنده‌ی سیستمی است که شرکت‌ها توسط آن اداره و کنترل می‌شوند. به طور کلی زمانی که کنترل سهامداران بر مدیران شرکت کم باشد، حاکمیت شرکتی ضعیف تلقی می‌گردد. مدیران شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف که از لحاظ مالی تحت فشار نیستند و به طور معمول تمایل دارند سرمایه‌گذاری بیشتری نمایند و ذخایر وجه نقد انباشته شده را سریع‌تر مصرف کنند، به طور قطع ترجیح می‌دهند تا به جای سرمایه‌گذاری داخلی از طریق مخارج سرمایه‌ای و تحقیق و توسعه، وجوه را برای تحصیل و سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها مصرف کنند (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸).

به طور عکس در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی، مدیران به دلیل نظارت بیشتری که بر عملکردشان صورت می‌گیرد به راحتی قادر به سرمایه‌گذاری و مصرف وجه نقد در خارج از شرکت نمی‌باشند، در کل اختیارات محدودتری در زمینه استفاده از موجودی وجه نقد دارند. لذا در صورت لزوم حرکت موجودی وجه نقد به سمت سطح بهینه سرعت بیشتری را نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف به خرج می‌دهند. دیتمار و دوچین (۲۰۱۰) در پژوهش خود با عنوان "وجه نقد پویا" در یکی از مفروضات خود در پی یافتن رابطه بین حاکمیت شرکتی و متوسط سرعت تعدیل وجه نقد بودند، که یافته‌های آنها حاکی از آن بود که شرکت‌های با حاکمیت ضعیف‌تر دارای سرعت آرام‌تری نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی می‌باشند.

## ۶- نتیجه‌گیری

به طور کلی در این مقاله سعی بر آن شد تا آشنایی بیشتری برای علاقه‌مندان پیرامون مبحث نگهداشت موجودی نقد و سرعت تعدیل وجه نقد فراهم شود. بطور کلی شرکت‌ها همواره در جست‌وجوی آن سطح بهینه‌ایی از وجه نقد در شرکت می‌باشند، که نه به دلیل کمبود وجه نقد، ضرر عمده به شرکت وارد شود، و نه از طرفی با نگهداشت وجه نقد، فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری از دست برود. در واقع این سطح مدنظر مدیران شرکت‌ها همان سطح بهینه‌ی نگهداشت وجه نقد می‌باشد، که در ارتباط با آن نظریه‌های مختلفی وجود دارد، از جمله مهم‌ترین این نظریه‌ها می‌توان به نظریه‌ی توازن اشاره کرد.

در ادامه دو مدل معروف در تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد که عبارت از مدل توازن ایستا و مدل توازن پویا می‌باشد مورد بررسی قرار گرفت. در مدل توازن ایستای نگهداشت وجه نقد، فرض بر این می‌باشد که هزینه‌های تعدیل و ناسازگاری‌های بازار، نقشی در سرعت تعدیل وجه نقد و شرکت‌ها بلافاصله و به صورت آنی خود را به سطح وجه نقد هدف می‌رسانند. اما در مدل پویای نگهداشت وجه نقد، اعتقاد بر این است که با وجود ناسازگاری‌های بازار و هزینه‌های تعدیل در همه‌ی اوقات موجودی وجه نقد را بطور آنی به سطح بهینه رساندن مقرون به صرفه و مناسب نیست. در واقع مدل توازن پویا بیان می‌کند که شرکت‌ها با طی کردن یک فاصله زمانی و به صورت تدریجی (تعدیل جزئی) به این سطح دست پیدا می‌کنند.

همچنین ذکر این نکته حائز اهمیت است که سرعت تعدیل وجه نقد، در میان شرکت‌های مختلف متفاوت می‌باشد. در واقع شرکت‌ها با توجه به عوامل خاص شرکتی دارای سرعت تعدیل متفاوتی نسبت به یکدیگر می‌باشند. در بخش‌هایی این مقاله با مطالعه و بررسی پژوهش‌های خارجی انجام شده در این زمینه، چهار ویژگی شرکتی شامل عدم تعادل مالی، اندازه‌ی شرکت، جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی که به اعتقاد پژوهشگران بر عدم تقارن سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها موثر می‌باشد، توضیح داده شد.

## پی نوشت

۱	Dittmar & Smith	۱۰	Continuous Adjustment
۲	Al-Najjar & Belghitar	۱۱	Perfect non Readjustment
۳	Kim	۱۲	Garcia & Martinez-Solano
۴	Opler	۱۳	Mean reverting
۵	Ozkan & Ozkan	۱۴	Financial Imbalance
۶	Venkateshwaran	۱۵	Firm Size
۷	Partial Adjustment Speed	۱۶	Free cash flow
۸	Static Trade-off Model	۱۷	Corporate governance
۹	Dynamic Trade-off Model		

## منابع

- بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۱). "رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله دانش حسابداری، ۳(۱۱). ۷-۲۹
- حساس یگانه، یحیی؛ جعفری، علی و رسائیان، امیر (۱۳۹۰). "عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۳(۹). ۳۹-۶۶
- قربانی، سعید و عدیلی، مجتبی (۱۳۹۱). "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی". مجله دانش حسابداری، ۳(۸). ۱۳۱-۱۴۹
- Al Najjar, B. (2013). "The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets". *International Business Review*, 22 (1). 77-88.
- Al-Najjar, B. , and Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*. 32 (4), 231-241.
- Alles, L., Lian, Y. and Yan, Xu. (2012). "The determinants of target cash holdings and adjustment speeds: An empirical analysis of Chinese firms". Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=1981818>
- Bates, W. Thomas, Kahle, Kathleen M. , & Stulz, Rene (2009). "Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to". *Journal of Finance*, 64 (5), 1985-2021.
- Bigelli, M. , and Sanchez-vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*. 36, 26-35.

- Boubakri, N. , El Ghol, S. , and Saffar, W. (2013). "Cash holdings of politically connected firms". *Journal of Multinational Financial Management*. 23 (4), 338-355.
- Markets in Dutch firms". *Kredit und Kapital*. 35, 437-459.
- Dittmar, A. and Duchin, R. (2010). "The Dynamics of Cash." Working Paper Series. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1569529>.
- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*. 83, 599-634.
- Drobetz, W. Gruninger, M. C. (2007). "Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland". *Financial Markets and Portfolio Management*, 21 (3), 293-324.
- Ferreira, M. , and Vilela, A. (2004). "Why do firms Hold cash? Evidence from EMU countries". *European Financial Management*, 10, 295-319.
- Garcia-Teruel, P. J., Martinez-Solano P, (2008). On the determinants of SME Cash Holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*. 35, 127-149.
- Guney, Y. , Ozkan, A. , and N, O. (2007). "International evidence on the nonlinear impact of leverage on corporate cash holdings". *Journal of Multinational Financial Management*, 17 (1), 45-60.
- Harford, J. , Mansi, S. A. , Maxwell, W. F. (2008). "Corporate governance and firm cash holdings in the US". *Journal of Financial Economics*. 87 (3), 535-555.
- Itzkowitz, J. (2013). "Customers and cash: How relationships affect suppliers' cash holding" . *Journal of Corporate Finance*, 19 (1), 159-180.
- Kim, C. S, Mauer, D. and Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 33 (3), 335-359
- Opler, T. , Pinkowitz, L. , Stulz, R. , and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004). "Corporate cash holdings: Empirical investigation of UK companies". *Journal of Banking & Finance*, 28 (9), 2103-2134.
- Venkiteswaran, V. (2011). "Partial adjustment toward optimal cash holding levels". *Review of Financial Economics*, 20 (3). 113-121.