

بررسی تاثیر بحران نقدینگی بر حساسیت جریان نقدی در بورس اوراق

بهادار تهران

زهرا ثانوی عباس آبادی^۱

تاریخ پذیرش ۱۴۰۱/۰۶/۲۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۰۳

چکیده

هدف کلی از انجام این پژوهش، بررسی تاثیر بحران نقدینگی بر حساسیت جریان نقدی در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. با توجه به ادبیات موجود و پژوهش دروینتز و همکاران (۲۰۱۷)، متغیر وابسته این پژوهش، حساسیت جریان نقدی می باشد. متغیر مستقل این پژوهش، بحران نقدینگی و متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری می باشند. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ می باشد. برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار **Eviews** جهت آزمون های مربوطه و آمار توصیفی آزمون فرضیات استفاده می شود. در نهایت از روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده های ترکیبی استفاده شده است. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین بحران نقدینگی و حساسیت جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد که تاثیر بحران نقدینگی بر حساسیت جریان نقدی در شرکت های دارای ضعف مالی بیشتر از شرکت های دارای سلامت مالی می باشد.

کلمات کلیدی: بحران نقدینگی، حساسیت جریان نقدی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به

ارزش دفتری

۱- مقدمه

فازاری، هوبارد و پیترسون (۱۹۸۸) در تحقیق اثرگذارشان از حساسیت‌های سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بهره بردند تا نشان دهند که شرکت‌های دچار ضعف مالی تنگنای بیشتری را در زمینه‌ی جذب صندوق‌های سرمایه‌ی خارجی در قیاس با شرکت‌های دارای سلامت مالی تجربه می‌نمایند. آنها از این یافته‌ها به عنوان شواهد و قرائنی استفاده نموده‌اند، مبنی بر اینکه شرکت‌های دارای ضعف مالی^۱ در دسترسی به بازارهای سرمایه^۲ با اصطکاک^۳ مواجه می‌گردند. ما از این روش به عنوان «آزمون سنتی»^۴ برای ردیابی و پی بردن به محدودیت‌های بازار سرمایه^۵ اطلاق می‌نماییم. به طور کل تحقیقاتی که در این زمینه انجام گردیده‌اند از مدل تک معادله‌ای فازاری، هوبارد و پیترسون (۱۹۸۸) بهره برده‌اند که در چارچوب آن آزمون رگرسیون برای مخارج سرمایه در خصوص جریان‌های نقدی اجرا می‌شود (همراه با برخی متغیرهای کنترلی). ضریب مثبت و معنادار آماری در مورد جریان‌های نقدی به عنوان مصداقی مبنی بر محدودیت دسترسی به بازارهای سرمایه تصویر می‌گردد. در روش تک معادله‌ای مقرر می‌گردد که چنانچه شرکتی سرمایه‌گذاری‌هایش را در واکنش به کمبود جریان نقدی کاهش دهد، این امر می‌بایست ناشی از این مسئله باشد که شرکت قادر به جذب صندوق‌های سرمایه‌ی خارجی کافی برای جبران کسری نبوده و در نتیجه از نظر مالی دچار محدودیت است.

هدف اصلی ما در این مقاله بررسی این مسئله بوده است که آیا محدودیت شرکت‌ها در دسترسی به بازارهای سرمایه در شرایط اقتصاد کلان تغییر خواهد کرد یا نه. به زبان دقیقتر، پیش‌بینی می‌کنیم که بحران‌های نقدینگی تأثیرات جانبی (عوارض جانبی) بر توانایی شرکت‌ها خواهند داشت. با توجه به اینکه در تحقیقات صورت گرفته پیشین از آن دسته از داده‌های تجمیعی بهره گرفته شده است که محیط‌های مختلف نقدینگی (شرایط گوناگون نقدینگی) را

لحاظ نموده‌اند، در تحقیق حاضر از جنبه‌های مختلف بر غنای ادبیات تحقیقات انجام شده در زمینه‌ی محدودیت دسترسی به بازار سرمایه خواهیم افزود.

نخست از آنجایی که داده‌های تجمیعی دارای قابلیت سرپوش نهادن بر تفاوت‌ها از حیث چگونگی رفتار شرکت‌ها تحت شرایط گوناگون اقتصادی مرتبط با نقدینگی می‌باشند، ما مدل تحقیق را به صورت جداگانه در طول دوره‌های غیر بحران، در طول دوره‌های نسبتاً بحرانی نقدینگی پس از سال ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ و در طول بحران مالی اخیر ۱۳۹۱-۱۳۹۳ را به بوته‌ی آزمون گذاشتیم. سپس بررسی نموده‌ایم که آیا اندازه‌گیری سنتی اصطکاک‌های بازار سرمایه - تفاوت‌های حساسیت جریان نقدی بین شرکت‌های دارای سلامت مالی و شرکت‌های دچار ضعف مالی - همراه با شدت بحران‌های نقدینگی افزایش می‌یابد یا نه.

ثانیاً، به منظور درک دقیق و کامل همبستگی بین شرایط نقدینگی و بزرگی موانع پیش روی شرکت‌ها، به بررسی حساسیت‌های جریان‌های نقدی به صورت جداگانه در طول دوره‌های غیربحران و دوره‌های بحران نقدینگی پرداخته و سپس به مقایسه‌ی این دو مجموعه بررسی‌ها پرداختیم تا دریابیم که آیا اصطکاک‌های بازار سرمایه همراه با شدت بحران‌های نقدینگی افزایش می‌یابند یا نه. فرض نمودیم که شرکت‌های دچار ضعف مالی در طول بحران‌های نقدینگی بیشتر از شرکت‌های دارای سلامت مالی تأثیر خواهند پذیرفت. علاوه بر آن به ارزیابی تفاوت‌ها از نظر حساسیت جریان نقدی بین دوره‌های غیر بحران و دوره‌های بحران نقدینگی به صورت جداگانه برای شرکت‌های دارای سلامت مالی و شرکت‌های دارای ضعف مالی پرداختیم. با این شیوه‌های آزمون سنتی توانستیم ارزیابی نماییم که چگونه شدت بحران بر محدودیت‌ها در دسترسی به بازار سرمایه تأثیرگذار است (دروبتز و همکاران، ۲۰۱۷).

ثالثاً، اصطکاک‌های بازار سرمایه هزینه‌هایی را بر دوش شرکت‌ها در اثر اختلال در تصمیمات مالی آنها وارد می‌نماید، مثلاً به شکل معضلات بیش سرمایه‌گذاری^۱. معیار سنتی برای ردیابی (پی بردن) محدودیت‌های بازار سرمایه صرفاً نشان می‌دهد که تا چه حدی شرکت‌های دارای ضعف مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای سلامت مالی عملکرد تقریباً بهینه

دارند. چنانکه حساسیت‌های جریان نقدی در شرکت‌های دارای سلامت مالی و شرکت‌های دارای ضعف مالی در طول بحران‌های نقدینگی رو به افزایش بگذارند، اما شکاف بین حساسیت‌های جریان نقدی تغییر نکند، معیار سنتی برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی هیچ گونه تغییر در اصطکاک‌های مالی را نشان نمی‌دهد. در مقابل، مجموع تغییرات در حساسیت‌های جریان نقدی از زمان‌های عادی به دوره‌های بحران که شرکت‌های دارای ضعف مالی و شرکت‌های دارای سلامت مالی تجربه می‌نمایند را به عنوان مجموع هزینه‌های بحران‌های نقدینگی برای اقتصاد تعبیر می‌نماییم. چهارم هم تحقیقات پیمایشی (نظرسنجی) (کامپلو، گراهام و هاروی، ۲۰۱۰؛ کامپلو و همکاران، ۲۰۱۱) و هم تحقیقات تجربی (داشین و همکاران، ۲۰۱۰؛ اوشینا و اسچارفستین، ۲۰۱۰؛ آلمیدا و همکاران، ۲۰۱۱؛ بلیس و همکاران، ۲۰۱۳) شواهد و قرائنی را ارائه داده‌اند مبنی بر اینکه بحران رهن بدون پشتوانه بطور غیر معمولی شدید بوده است. چنانچه حساسیت‌های جریان نقدی به عنوان معیار منطقی برای سنجش شدت بحران‌های نقدینگی تلقی گردند، باید منعکس کننده‌ی افزایش تنگناها و دشواری‌های پیش روی شرکت‌ها در جذب صندوق‌های سرمایه از طریق عرضه‌ی نقدینگی و بدهی در طول بحران مالی اخیر باشند. در نظر گرفتن این بحران در نمونه‌ی تحقیق حاضر نمونه‌ای ایده‌آل برای بررسی این مسئله را ارائه می‌نماید که آیا این بحران از نظر اندازه‌گیری‌های محدودیت‌های دسترسی به بازار سرمایه به طور غیر معمول شدید بوده است یا نه. سرانجام، در حالیکه همه‌ی تحقیقات صورت گرفته‌ی پیشین از مدل تک معادله‌ای فازاری، هوبارد و پیترسون (۱۹۸۸) بهره برده‌اند، ما در این تحقیق از مدل چند معادله‌ای حساسیست جریان نقدی (گاچف و همکاران، ۲۰۱۰) بهره برده‌ایم. در طول بحران‌های شدید، احتمال اینکه تأثیرات جانبی محدود به تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها گردند اندک است. علاوه بر آن ممکن است اینگونه تأثیرات جانبی بر تصمیمات در زمینه‌ی تأمین مالی و تصمیمات توزیع سهامداران اثرگذار باشند. از آنجایی که مدل گاچف و همکاران^۱ (۲۰۱۰) شامل همه‌ی متغیرهای مهم سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و پرداخت سهامداران می‌باشد، می‌توانیم توضیحات

جامعی در خصوص چگونگی مقابله‌ی شرکت‌ها با بحران مالی اخیر را ارائه کنیم. با توجه به مفاهیم مطرح شده، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال می‌باشد که بحران نقدینگی چه تاثیری بر حساسیت جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- ارتباط وجه نقد با سود

در تحلیل نهایی، جریان‌های ورود و خروج وجه نقد از واحدهای انتفاعی، اصولی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری‌های حسابداری بر آن مبتنی می‌باشد و قاعدتاً سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بر مبنای آن تصمیم‌گیری می‌کنند. وجه نقد در ارتباط با سرمایه و سود به این دلیل حایز اهمیت است که معرف قدرت خریدی است که می‌توان در اقتصاد بازار به اشخاص یا مؤسسات دیگر انتقال داد تا به مصرف تهیه کالاها و خدمات مورد نیاز خود برسانند. بنابراین، بسیاری از اندازه‌گیری‌های حسابداری بر گردش وجوه نقد در گذشته، حال و انتظارات آینده مبتنی می‌باشد. درآمد فروش معمولاً بر مبنای وجوه نقد خالصی اندازه‌گیری می‌شود که انتظار می‌رود از فروش کالاها یا خدمات تحصیل گردد. هزینه‌ها نیز معمولاً بر مبنای وجوه نقد پرداخت شده برای تحصیل کالاها و خدمات مورد استفاده واحد انتفاعی اندازه‌گیری می‌شود. براساس حسابداری تعهدی می‌توان بخش از دریافت‌ها یا پرداخت‌های نقدی آتی را به دوره جاری تخصیص داد یا بخشی از دریافت‌ها یا پرداخت‌های نقدی گذشته را به دوره جاری یا دوره‌های آتی انتقال داد (شباهنگ، ۱۳۸۲، ۸۶).

۲-۲- ارتباط بین اهداف حسابداری و وجه نقد

هدف گزارشگری مالی، ارائه اطلاعاتی است که بر مبنای آن استفاده‌کنندگان بتوانند مبلغ، زمان و ابهام در مورد جریان‌های نقدی آتی بنگاه را ارزیابی نمایند. این گونه ارزیابی‌ها بر اساس اطلاعات مربوط به وضعیت مالی بنگاه صورت می‌گیرد. وضعیت مالی دارای ابعاد مختلفی است، لیکن همه ابعاد در نهایت به گردش نقدی ارتباط می‌یابد از این رو، به نظر می‌رسد که اطلاعات مربوط به گردش نقد، اطلاعات مربوطتری را به عنوان مبنای ارزیابی جریان‌های

نقدی آتی فراهم می‌آورد. یکی از مهمترین ابعاد ارزیابی‌ها، بررسی سود آوری است که جزئیات مشروح مربوط به آن در صورت حساب سود و زیان منعکس می‌شود.

۲-۳- اهمیت فوق‌العاده جریان‌های نقدی عملیاتی

تداوم حیات واحد تجاری براین وابسته است که بخش اعظم از جریان‌های نقدی آتی آنها ناشی از فعالیت‌های عملیاتی باشد. کسری جریان‌های نقدی ناشی از عملیات مبین این مطلب است که واحد تجاری نتواند این کسری را از طریق سایر منابع مالی و سرمایه گذاری تأمین نماید. در حقیقت توانایی یک موسسه در افزایش وجه نقد از طریق فعالیت‌های مالی (منظور اخذ وام و استقراض) وابستگی زیادی به وجه نقد بدست آمده از عملیات دارد. اصولاً بستانکاران و سهامداران در مؤسساتی تمایل به سرمایه‌گذاری دارند که آن موسسه وجه نقد کافی برای پرداخت بدهی‌ها در سررسید و سود سهام را داشته باشد (علی‌احمدی، ۱۳۸۶).

۲-۴- مدیریت نقدینگی، توانایی واریز بدهی‌ها و انعطاف‌پذیری

از دیگر اهداف ارائه اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی، ارزیابی نقدینگی و توانایی واحد تجاری در پرداخت تعهداتش می‌باشد. نقدینگی عبارت است از توانایی نسبی در تبدیل دارایی‌ها به وجه نقد می‌باشد و گاهی اوقات به عنوان میزان نزدیکی دارایی‌ها به وجه نقد قلمداد می‌شود و همچنین به ارتباط بین بدهی‌های کوتاه مدت و اقلام نقد و نزدیک به نقد نیز اطلاق می‌گردد. توانایی واریز تعهدات در مفهوم وسیع‌تر به توانایی وصول وجه نقد یا داشتن وجوه قابل دسترسی جهت هر هدف که ممکن است از طرف موسسه مورد نیاز باشد اطلاق می‌گردد. در معنای دقیق‌تر توانایی در پرداخت تعهدات عبارت است از توانایی واحد تجاری در پرداخت تعهدات خود در سررسید می‌باشد. مفهوم انعطاف‌پذیری مالی به معنای توانایی واحد تجاری در تحصیل وجه نقد طی زمان کوتاه به منظور بهره‌جویی از فرصت‌های مناسب و یا در برخورد با وقایع پیش‌بینی نشده است. هر سه مفهوم فوق‌الذکر در ارتباط با یکدیگر می‌باشد. لیکن مفهوم انعطاف‌پذیری دارای مفهوم گسترده‌تر از توانایی در پرداخت تعهدات و مفهوم توانایی در پرداخت تعهدات دارای مفهوم گسترده‌تر از نقدینگی است. توانایی پرداخت تعهدات برای تداوم فعالیت شرکت ضروری است. عدم پرداخت تعهدات ممکن است سبب

ورشکستگی، تسویه اجباری، زیان برای صاحبان سهام و بستنکاران گردد (حسینی، ۱۳۸۵، ۲۶).

۲-۵- اهمیت جریان‌های نقدی

استفاده کنندگان صورت‌های مالی نیازمند اطلاعات در خصوص چگونگی ایجاد و مصرف وجه نقد توسط واحد تجاری هستند. این نیاز صرف نظر از ماهیت فعالیت‌های واحد تجاری و تلقی یا عدم تلقی وجه نقد به عنوان محصول واحد تجاری وجود دارد، چرا که علی‌رغم تفاوت این واحدها از لحاظ فعالیت‌های اصلی درآمدزا، نیازها به وجه نقد عمدتاً از دلایل مشابهی ناشی می‌شود به عبارت دیگر واحدهای تجاری جهت هدایت عملیات، تسویه تعهدات و پرداخت سود سهام تماماً به وجه نقد نیاز دارند. جریان‌های نقدی در یک واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری‌های حسابداری بر اساس آنها انجام می‌پذیرد و چنین تصور می‌شود که بستنکاران و سرمایه‌گذاران نیز تصمیماتشان را بر همین اساس اتخاذ می‌نمایند. وجوه نقد از این نظر دارای اهمیت است که نشان دهنده قدرت خرید عمومی است و در مبادلات اقتصادی به سهولت می‌تواند به سازمان‌ها و یا اشخاص مختلف جهت رفع نیازهای خاصشان و در تحصیل کالا و خدمات انتقال یابد. اگرچه صورت جریان وجوه نقد اطلاعاتی را درباره جریان‌های وجه نقد واحد تجاری طی دوره مالی مورد گزارش ارائه می‌کند.

۲-۶- حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد

آلایانیس و موزامدار (۲۰۰۴) حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد را درصد تغییرات در سطوح نگهداری وجوه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی تعریف می‌کنند. فازاری و همکارانش^۱ (۱۹۸۸) استدلال کردند که با افزایش اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت استفاده از جریان‌های نقدی وجوه نقد افزایش می‌یابد. به طور کلی مطالعه مبانی نظری مدیریت مالی نشان دهنده این موضوع است که شرکت‌ها با توجه به نیازهایی که در مورد وجوه نقد دارند، به شدت به نگهداری وجوه نقد روی می‌آورند که این امر می‌تواند بر روند استفاده از وجوه نقد و تصمیم‌گیری‌های مرتبط با آن بسیار اثرگذار باشد. نگهداری وجوه

نقد، در واقع، کمک می‌کند تا از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی در صورت کمبود وجوه نقد جلوگیری شود. به عنوان مثال، بیتس و همکارانش (۲۰۰۹) اشاره به این موضوع دارند که افزایش وجوه نقد و نگهداری آن بیشتر برای پاسخ به تقاضاهای رو به رشد نقدینگی در برابر شوک‌های جریان وجوه نقد صورت می‌گیرد.

۷-۲- عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقدی آزاد

۱. اهرم مالی: با ایجاد بدهی مدیران ملزم به پرداخت جریان های نقدی آتی می شوند و این امر از جریان نقد در دسترس که می تواند به اختیار مدیریت هزینه شود می کاهد و متعاقباً از هزینه نمایندگی جریان های نقد آزاد نیز می کاهد و اثر کنترلی دارد. در نتیجه شرکت های با اهرم مالی پایین، کم تر مشمول نظارت و کنترل هستند که به مدیریت اختیار بیش تری اعطا می نماید، بنابراین انتظار می رود که اهرم مالی با مانده وجه نقد رابطه معکوس داشته باشد (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹).

۲. فرصت های سرمایه گذاری: از مدیران شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری کم، انتظار می رود که وجه نقد بیش تری نگهداری نمایند تا از در دسترس بودن وجه نقد برای سرمایه گذاری در پروژه ها اطمینان داشته باشند، حتی اگر خالص ارزش فعلی این سرمایه گذاری منفی باشد که منجر به کاهش ارزش شرکت و ثروت سهامداران خواهد شد. بنابراین با استفاده از نسبت ارزش بازار به دفتری به عنوان عاملی برای فرصت های سرمایه گذاری انتظار می رود که رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و مانده وجه نقد منفی باشد (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹).

۳. اندازه: مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می دهد. هم چنین شرکت های بزرگ تر تمایل به پراکندگی بیش تر مالکیت سهامداران داشته که به مدیریت اختیار بیش تری اعطا می کند. علاوه بر این شرکت های بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است تا خریداری شوند، با احتمال کم تری در معرض تملک های ناخواسته قرار می گیرند. بنابراین، انتظار می رود که مدیران شرکت های بزرگ در خصوص سرمایه گذاری و سیاست های مالی،

قدرت و اختیار بیش تری داشته باشند که منجر به مقدار بیش تر مانده وجه نقد می شود (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

۳- پیشینه تحقیق

هانگ (۲۰۰۹) طی پژوهشی با عنوان ((تاثیر مقطعی نوسان پذیری جریان نقدی و بازده های سهام مورد انتظار)) در مقاله اخیر خود رابطه منفی قوی بین نوسان پذیری جریان نقدی و بازده های سهام مربوط به آن در بازار آمریکا گزارش داد. او نشان می دهد که شرکت ها دارای نوسان پذیری جریان نقدی پایین ۱.۳۵٪ به ازای هر ماه نسبت به همتایان خود که دارای ریسک بالایی هستند، از عملکرد بیشتری برخوردار هستند.

بجتی و همکاران (۲۰۱۰) طی پژوهشی با عنوان ((حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، جریمه اعتباری و محدودیت های تامین مالی در شرکت های کوچک و متوسط)) به این نتیجه رسیدند که وجود محدودیت های مالی و گستره ی آنها به طور مستقیم قابل مشاهده نیست.

دروبتز و همکاران (۲۰۱۷) پژوهشی را با عنوان ((بررسی تأثیرات بحران های نقدینگی بر حساسیت های جریان نقدی)) مورد بررسی قرار دادند. آنها به بررسی رابطه ی بین بحران های نقدینگی و اصطکاک های مالی در زمینه ی جذب صندوق های سرمایه پرداختند. آنها از اطلاعات ۲۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس آمریکای شمالی طی سالهای ۱۹۷۲ الی ۲۰۱۱ پرداختند. یافته های این تحقیق نشان داده اند که شکافی که در حال حاضر بین حساسیت های جریان نقدی شرکت های دارای سلامت مالی و شرکت های دارای ضعف مالی و همچنین حساسیت های جریان نقدی که در درون خود این شرکت ها دیده می شود، رابطه ی مثبت با شدت بحران های نقدینگی وجود دارد. در این تحقیق با استفاده از یک مدل چند معادله ای در زمینه ی حساسیت های جریان نقدی، دریافتند که جزئی ترین بحران های نقدینگی تأثیرات چشمگیری بر فعالیت های تامین مالی (فاینانس) در شرکت ها دارند. بحران مالی اخیر به طور خاص در مورد شرکت های دچار ضعف مالی شدید بوده است و مانعی پیش روی تصمیم گیری های آنها در زمینه سرمایه گذاری و تامین مالی آنها شده است. شرکت های دارای

سلامت مالی قادر بوده‌اند تا از طریق حفظ و تداوم انعطاف‌پذیری مالی سرمایه‌گذاری‌هایشان را محافظت نمایند.

بادآور نهندی و درخور (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و سرمایه‌گذاری پرداختند. محدودیت مالی که بیشتر شرکت‌ها به نوعی دچار آن می‌باشند یکی از مباحث مهم برای تمام شرکت‌ها در سطح جهان می‌باشد. در این تحقیق اطلاعات مالی 86 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا 1389 بررسی شده است (۴۳۰ سال - شرکت). برای تعیین اینکه شرکتی دارای محدودیت مالی است یا بدون محدودیت مالی از سه شاخص استفاده گردیده است. در راستای بررسی اهداف تحقیق سه فرضیه اصلی مطرح گردیده است. بر اساس تحلیل‌های صورت گرفته در مورد فرضیه اول مشخص گردید که وجه نقد در مورد شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد. نتایج فرضیه دوم رابطه مستقیم وجه نقد با میزان سرمایه‌گذاری را نشان داد. در فرضیه سوم بررسی گردید که تغییرات وجوه نقد در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث بازدهی مازاد می‌شود که در نهایت این فرضیه نیز مورد تأیید قرار گرفت.

رسائیان و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بر این اساس با توجه به متغیرهای در نظر گرفته شده و تدوین فرضیه اصلی پژوهش، به جمع‌آوری اطلاعات مربوط به تعداد ۹۶ شرکت طی یک دوره زمانی ۱۳ ساله شامل سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۲ پرداخته شده است و مدل مربوط به تحلیل رگرسیون تصریح شده است. نتایج کلی پژوهش نشان دهنده این موضوع است که عدم تقارن اطلاعاتی بر میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار بوده که میزان آن نسبت شرایط تقارن اطلاعاتی بیشتر است.

رحیمیان و جان فدا (۱۳۹۳) به بررسی نظام راهبری شرکتی و محدودیت‌های مالی (حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد) پرداختند. نمونه مورد استفاده در این مطالعه، مشتمل

بر ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است و برای آزمون فرضیه‌ها از روش‌های رگرسیون خطی و خوشه‌بندی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تعداد سهامداران عمده و استقلال هیئت‌مدیره، تأثیر افزایشی و معنادار بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

علی نژاد ساروکلانی و آئین (۱۳۹۳) پژوهشی را با عنوان ((تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد)) مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که از بین معیارهای مدیریت سرمایه در گردش تنها تأثیر دوره وصول مطالبات، با توجه به محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان وجه نقد مثبت و معنی‌دار است؛ اما تأثیر دوره واریز بستانکاران، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان وجه نقد معنی‌دار نیست.

تنانی و همکاران (۱۳۹۵) پژوهشی را با عنوان ((بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی با بازده سهام و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)) مورد بررسی قرار دادند. برای بررسی تجربی این موضوع داده‌های ۱۰۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است. براساس یافته‌های بدست آمده از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد کیفیت سود به رابطه فی مابین جریان‌های نقد عملیاتی و بازده سهام تأثیر مثبت دارد.

بنابراین فرضیه‌های پژوهش بصورت زیر قابل بیان است:

فرضیه اول: بین بحران نقدینگی و حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: تأثیر بحران نقدینگی بر حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های دارای ضعف مالی بیشتر از شرکت‌های دارای سلامت مالی می‌باشد.

۴- روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی است که برای به دست آوردن ضرایب مدل از تحلیل رگرسیون استفاده خواهد کرد. روش همبستگی از روش تحقیق های توصیفی (غیرآزمایشی) است. تحقیقات همبستگی، شامل کلیه تحقیقاتی است که در آنها سعی می شود رابطه بین متغیر های مختلف با استفاده از ضریب همبستگی، کشف و تعیین شود. این تحقیق از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است. در واقع سرمایه گذاران می توانند با اتکا بر نتایج تحقیق، در مورد انعطاف پذیری شرکت ها دانش بیشتری کسب نموده و در تصمیمات اقتصادی خود لحاظ نمایند که در نهایت می تواند به تخصیص بهینه منابع کمک نماید.

۴-۱- نمونه آماری

کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۵، ۵۳۵ شرکت می باشد که اعمال محدودیتهای زیر و با استفاده از روش نمونه گیری حذفی، تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب شده اند. این محدودیت ها شامل موارد زیر می باشد:

۱. کلیه شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند.
۲. شرکت هایی که بعد از سال ۹۱ و قبل از سال ۹۵ از بورس خارج و وارد فرابورس شده اند.
۳. شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، اطلاعات آنها در دسترس نباشد.
۴. شرکت هایی که ماهیت سرمایه گذاری و واسطه گری مالی (هلدینگ، لیزینگ و بانک ها) داشته باشند.
۵. شرکتهایی که در فاصله زمانی پژوهش تغییر دوره مالی داده و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند نباشد.

۲-۴- روش ها و ابزار گردآوری اطلاعات

برای محاسبات مربوط به متغیر های تحقیق حاضر که روش گردآوری آنها به صورت کتابخانه ای نیز می باشد از اطلاعات بورس اوراق بهادار و صورت های مالی شرکت ها استفاده خواهد شد. با توجه به عدم دقت کافی برخی از نرم افزار های موجود در زمینه

اطلاعات شرکت ها از جمله تدبیر پرداز و ره آورد نوین، تلاش می شود در این تحقیق از صورت های مالی تک تک شرکت های نمونه استفاده شود. برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Eviews جهت آزمون های مربوطه استفاده گردیده است. داده های مربوط به هر یک از متغیرهای تحقیق به صورت فصلی از سایت بانک مرکزی، نماگرهای اقتصادی و نماگرهای بورس استخراج گردیده است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و استخراج نتایج پژوهش، از نرم افزارهای Eviews، Excel استفاده شده است. همچنین، سطح اطمینان مورد استفاده برای آزمون فرضیه ها و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. علاوه بر این، به منظور آزمون فرضیه ها، از روش داده های ترکیبی استفاده شده است. در داده های ترکیبی به منظور انتخاب بین داده های تابلویی و داده های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده می شود. برای برآورد پارامترهای مدل های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک از اهمیت ویژه ای برخوردار است. از جمله مهمترین این فروض، فرض های مربوط به بررسی نرمال بودن باقیمانده های مدل، عدم خود همبستگی، عدم هم خطی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده های مدل است. برای بررسی نرمال بودن باقیمانده ها از آزمون جارک- برا استفاده شده است.

۴-۳- مدل و نحوه اندازه گیری متغیرها:

متغیر وابسته (حساسیت جریان نقدی)

در این پژوهش با بهره گیری از پژوهش درووتز و همکاران (۲۰۱۷)، حساسیت جریان نقدی از طریق ذیل و با بهره گیری از روش شناسی گاچف و همکاران (۲۰۱۰)، از ۸ متغیری که در محدودیت بحران نقدینگی سهم می باشند، استفاده می شود.

$$CAPX_t + ACQUIS_t - ASALES_t + DIV_t - EQUISS_t - \Delta LTD_t - \Delta STD_t + \Delta CASH_t \equiv CF_t$$

$CAPX$ = مخارج سرمایه ای

$ACQUIS$ = اموال، ماشین آلات و تجهیزات

$SALES$ = فروش

DIV = سود تقسیمی نقدی

$EQUISS$ = حقوق صاحبان سهام

ΔLTD = تغییرات بدهی بلند مدت

ΔSTD = تغییرات بدهی کوتاه مدت

$\Delta CASH$ = تغییران نقدینگی

CF = حساسیت جریان نقدی

متغیر مستقل (بحران نقدینگی)

از آنجائیکه طبق قانون بانک مرکزی، افزایش درصد نقدینگی طی سال‌ها از عدد ۲۵ افزایش یابد، نقدینگی در آن سال به بحران تبدیل شده و لذا کشور در آن سال با بحران نقدینگی مواجهه است. لذا سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۳ سال‌های بحران نقدینگی بوده و سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ سال‌های بعد از بحران نقدینگی می‌باشد.

متغیر تعدیل کننده (سلامت مالی)

برای طبقه بندی شرکت‌ها از لحاظ مالی به سالم و ضعیف، از شاخص هادلوک و پریکس (۲۰۱۰) استفاده گردید. شاخص آنها شامل اندازه شرکت و سن شرکت به عنوان پیش‌بینی کننده از میزان محدودیت‌های مالی شرکت‌ها بوده است. عدد یک یعنی شرکت دارای سلامت مالی و عدد صفر یعنی اینکه شرکت دارای محدودیت مالی است.

$$SA\text{-index} = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$$

$SIZE$ = اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها)

AGE = سن شرکت (تفاوت سال t و سال تاسیس شرکت)

*شرکت‌های دارای شاخص بالاتر، در معرض محدودیت مالی بیشتری قرار دارند.

اولین محدودیت در معادله (۴) بیان می‌کند که، هنگامی که شوک در جریان نقدی وجود دارد، مجموع برآوردها برای منابع و متغیرهای استفاده شده، تا ۱ دلار اضافه خواهد شد و برعکس نشانه تغییر در جریان نقدی می‌باشد. اگر، برای مثال، متغیر منبع جریان نقدی برابر با \$ ۱ افزایش یابد،

اولاً) سپس متغیرهای منبع دیگر باید ۱ دلار کاهش یابد،

دوماً) متغیرهای استفاده شده باید ۱ دلار افزایش دهند،
یا سوماً) پاسخ ترکیبی از متغیرهای منبع (جریان نقدی) و استفاده شده باید به ۱ دلار برسد.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش با بهره‌گیری از پژوهش دروبتز و همکاران (۲۰۱۷)، متغیرهای کنترلی به شرح زیر می‌باشند:

۱. اندازه شرکت (LN(Assets)): از طریق لگاریتم طبیعی دارائی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

۲. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (M/B): که از طریق نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود.
در این پژوهش با بهره‌گیری از پژوهش دروبتز و همکاران (۲۰۱۷) از مدل رگرسیون چند متغیره و چندگانه بصورت ذیل استفاده می‌شود:

$$i'L = -1, i'K = \mathbf{0}_{1 \times 8}, i'M = \mathbf{0}_{1 \times 2}.$$

اگر شوک از متغیرهای کنترلی خارجی (اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) یا از هر متغیر وابسته تاخیری باشد، کل پاسخ در برابر معادلات باید به صفر (مجموعه دوم و سوم محدودیت‌ها در معادله (۴)) متصل شود، زیرا این متغیرها، متغیرهای منبع یا استفاده از وجوه در دوره فعلی را نشان نمی‌دهد.

۵- نتیجه یافته

۵-۱- آمار توصیفی

بعد از وارد نمودن داده‌ها در نرم افزار در این بخش با استفاده از داده‌های ۱۳۰ شرکت و از طریق بازخوانی فایل اکسل در نرم افزار Eviews7، آمار توصیفی داده‌ها را استخراج می‌کنیم. در جدول ۴-۱ نتایج آمار توصیفی متعلق به تک تک متغیرها نمایش داده شده است.

جدول ۱- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	انحراف معیار	حد اکثر	حد اقل	چولگی	کشیدگی
حساسیت جریان نقدی	Value	۶۵۰	۰.۶۳	۰.۵۸	۰.۳۳	۰.۸۵	۰.۲۱	۰.۲۳	۰.۳۹
بحران نقدینگی	LC	۶۵۰	۰.۶	۱	۰.۴۹	۱	۰	۰.۴	۱.۸
سلامت مالی	SA-index	۶۵۰	۰.۵۲	۱	۰.۴۹	۱	۰	۰.۱۱	۱.۹
اندازه شرکت	LN(Assets)	۶۵۰	۱۴.۲۱	۱۳.۸۵	۱.۷۱	۱۹.۱	۱۰.۱	۰.۶۵	۰.۳۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۶۵۰	۱.۰۷	۱.۰۲	۰.۱۷	۳.۱۴	۰.۷۱	۶.۵	۵۵.۵

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 (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۹، ص ۸). در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی هم‌چون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی^۱ و کشیدگی^۲ انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌هاست. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد (مومنی و قیومی، ۱۳۹۰).

جدول ۴-۱ آمار توصیفی مطالعه را نشان می دهند. براساس اطلاعات جدول، شاخص های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است. بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده ها نشان می دهد زیرا میانگین تحت تاثیر این مقادیر قرار می گیرد. همه متغیرها کشیدگی مثبت دارند یعنی نسبت به نمودار نرمال پهن تر و توزیع از توزیع نرمال کشیده تر و بلندتر هستند. متغیر اندازه شرکت دارای انحراف معیار $1/71$ می باشد که نسبت پراکندگی بیش از حد داده ها را نشان می دهد. حداکثر داده متغیر اندازه شرکت برابر 19.1 و حداقل آن برابر 10.1 درصد بوده که پراکندگی بیش از حد داده های متغیر اندازه شرکت در بورس اوراق بهادار تهران را نشان می دهد. متغیر ارزش شرکت، چولگی برابر $5/35$ را دارد، یعنی چولگی به سمت راست دارد یا به عبارتی اکثر داده ها از میانگین کمترند و کشیدگی آن برابر $29/8$ می باشد که نشان دهنده این موضوع می باشد که توزیع داده از توزیع نرمال بیشتر است.

۲-۵- آمار استنباطی

۲-۲-۵- نتایج آزمون همبستگی

نتایج آزمون همبستگی شدت وابستگی دو متغیر به هم را هم بستگی گویند. که معمولاً آن را با ضریبی بین -1 تا $+1$ بیان می دارند. اگر ضریب هم بستگی بین دو متغیر بیش تر از صفر باشد، آن ها با هم رابطه مثبت دارند. حال اگر ضریب هم بستگی بین آن ها از صفر کم تر باشد، رابطه بین آن ها منفی است. در جدول ۴-۲ خروجی نتایج آزمون هم بستگی متغیرها را نشان می دهد.

جدول ۲ نتایج آزمون هم بستگی

نسبت ارزش بازار به ارزش	اندازه شرکت	سلامت مالی	تیران نقدینگی	حساسیت جریان نقدی	نام متغیر
				۱	حساسیت جریان نقدی
			۱	۰.۲۲	بحران نقدینگی
		۱	۰.۲۵	۰.۴۷	سلامت مالی
	۱	۰.۴۷	۰.۳۲	۰.۱۱	اندازه شرکت

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۱۶	۰.۱۹	۰.۱۱	۰.۰۴	۱
-------------------------------	------	------	------	------	---

منبع: خروجی نرم افزار

۵-۲-۳- نتایج آزمون نرمال بودن داده ها

انجام این تحقیق به منظور تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می‌گردد و این روش بر این فرض استوار است که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال باشد، به طوری که توزیع غیر نرمال متغیر وابسته منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها شده و نتایج درستی را ارائه نمی‌دهد. از این رو در ادامه لازم است، نرمال بودن توزیع این متغیر مورد آزمون قرار گیرد. نرمال بودن باقیمانده‌های مدل رگرسیونی یکی از فرض‌هایی رگرسیونی است که نشان‌دهنده اعتبار آزمون‌های رگرسیونی است، بنابراین نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می‌انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه‌حل مناسبی برای نرمال نمودن آن‌ها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ نمود.

در این قسمت نتایج آزمون نرمال بودن داده‌ها ارائه می‌شود. از آن جایی که سطح معناداری آزمون جارک- برا برای تمامی متغیرها بیشتر از ۰.۰۵ می‌باشد لذا داده‌های تمامی متغیرها نرمال می‌باشند. این نتایج در جدول ۴-۳ ارائه می‌شود.

جدول ۳ نتایج آزمون جارک - برا

ردیف	نام متغیر	سطح معناداری آزمون جارک- برا
۱	حساسیت جریان نقدی	۰.۱۸
۲	بحران نقدینگی	۰.۱۳
۳	سلامت مالی	۰.۲۱
۴	اندازه شرکت	۰.۰۶
۵	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۱۴

منبع: خروجی نرم افزار

۵-۲-۴- آزمون مانایی (ایستایی)

برای جلوگیری از انجام رگرسیون‌های کاذب در تحقیق، ابتدا مانایی متغیرهای مورد بررسی قرار گرفته که برای این منظور از آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) (LLC) استفاده نموده‌ایم. با استفاده از آزمون‌های صورت گرفته این موضوع که آیا سری‌های زمانی مورد استفاده فرآیندی مانا (با مرتبه انباشتگی صفر) و یا واگرا (با مرتبه انباشتگی غیر صفر) دارند، بررسی شده است. چنانچه متغیری ایستا نباشد، باید با تفاضل‌گیری‌های متوالی آن را ایستا کرد تا از وقوع رگرسیون کاذب جلوگیری شود. نتایج جدول نشان دهنده این است که در سطح معنی‌داری ۰/۰۵، آزمون ریشه واحد صورت گرفته در حالت سطح با نوع عرض از مبدا و روند، بیان‌کننده این موضوع است که برای تمامی متغیرهای تحقیق آماره آزمون LLC مقادیر سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ دارد که در نتیجه در سطح معناداری ۰/۰۵ فرضیه صفر رد شده و متغیرها دارای ریشه واحد نمی‌باشند.

جدول ۴- نتایج آزمون مانایی (ایستایی)

آزمون لوین، لین و چاو		نماد	متغیرها
سطح معناداری	آماره آزمون		
۰/۰۰۰	۶/۲۲	Value	حساسیت جریان نقدی
۰/۰۰۰	۶/۳۲	LC	بحران نقدینگی
۰/۰۰۰	۶/۴۷	SA-index	سلامت مالی
۰/۰۰۰	۶/۲۱	LN(Assets)	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۶/۵۵	MB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

منبع: خروجی نرم افزار

۵-۲-۵- نتایج آزمون F لیمر

در بخش داده‌های ترکیبی ابتدا باید مشخص شود که تفاوت فردی یا به اصطلاح ناهمگنی در مقاطع وجود دارد یا اینکه مقطع‌ها با هم همگن هستند؟ و برای این تخمین می‌بایست داده‌های آماری را روی هم انباشته کرد و به روش OLS معمولی (پولینگ دیتا^۱) برآورد را انجام داد یا روش پانل دیتا مناسب است؟ با استفاده از F لیمر می‌توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه صفر آماره F مبتنی بر همگن بودن مقاطع (پولینگ بودن داده‌های

_____ بررسی تاثیر بحران نقدینگی بر حساسیت جریان نقدی در بورس اوراق...

آماره) است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل بودن داده های آماری) پذیرفته می شود. نتایج آزمون F در جدول زیر انعکاس یافته است.

جدول ۵- نتایج آزمون F لیمر برای مدل های پژوهش

نام مدل	آماره	Statistics	Prob
اول	Cross-section F	۱.۲۱	۰.۰۰۰
اول	Cross-section Chi square	۲۹.۲۸	۰.۰۰۰

منبع: خروجی نرم افزار

نتایج جدول بیانگر رد شدن فرضیه صفر و وجود ناهمگنی مقاطع در سطح ۵٪ می باشد و در واقع بیانگر مناسب بودن روش پنل دیتا برای برآورد مدل می باشد.

۶-۲-۵- نتایج آزمون هاسمن

بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت های فردی قابل لحاظ کردن است و روش داده های ترکیبی برای برآورد مدل پژوهش مناسب است، باید مشخص شود که خطای تخمین، ناشی از تغییر در مقاطع است یا این که در طی زمان رخ داده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهایی با دو اثر ثابت و اثر تصادفی استفاده می شود. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول زیر انعکاس یافته است.

جدول ۶- نتایج آزمون هاسمن

نام فرضیه	آماره	prob
اول	Chi-Sq.Statistic	۱.۱۴
اول	Prob	۰.۱۶

منبع: خروجی نرم افزار

نتایج آزمون هاسمن برای مدل پژوهش بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد نشده و اثر تصادفی برای برآورد مدل مناسب است.

۶-۲-۵- آزمون همخطی

همخطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر همخطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، به این معناست که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالا وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن ضریب تعیین، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. برای آزمون همخطی از شاخص تورم واریانس استفاده شده است. با توجه به اینکه تورم واریانس متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ می‌باشد، بنابراین بین متغیرهای مستقل همخطی وجود ندارد.

جدول ۷- نتایج آماره تورم واریانس

آماره تورم واریانس	نام متغیر
مدل پژوهش	
۱/۴۷	حساسیت جریان نقدی
۱/۲۱	بحران نقدینگی
۱/۱۹	سلامت مالی
۱/۳۵	اندازه شرکت
۱/۲۷	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

منبع: خروجی نرم افزار

۶-۲-۵- آزمون ناهمسانی واریانس

چنانچه مدل از نوع داده های ترکیبی باشد، ناهمسانی واریانس نیز بررسی می شود. در این مطالعه برای بررسی ناهمسانی از آزمون وایت استفاده شده است. مقدار به دست آمده از آزمون وایت نشان می‌دهد که ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

جدول ۸- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (وایت)

ضرب متقاطع	آماره	شرح
مدل پژوهش	مدل پژوهش	
۱۳/۶۵۹	۰/۶۲۳	آماره
۰/۴۱۱	۰/۷۷۲	احتمال

منبع: خروجی نرم افزار

۶- نتایج پژوهش

هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر بازاریابی داخلی و تبلیغات شفاهی بر جذب گردشگران در شهر سرعین می باشد. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی گردشگران شهر سرعین می باشد. به علت نامحدود بودن جامعه آماری نمونه بر اساس جدول مورگان ۳۸۴ نفر در نظر گرفته شد ابزار مورد استفاده پرسشنامه می باشد و برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار spss و رگرسیون ساده و چندگانه استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که بازاریابی داخلی بر جذب گردشگران تأثیر معناداری دارد. تبلیغات شفاهی بر جذب گردشگران شهر سرعین تأثیر معناداری دارد. بر اساس نتایج تحقیق پیشنهاد گردید که برای ارائه بهتر خدمات در رقابت شهر سرعین با سایر شهرهای توریسی، پیشنهاد می شود تا سعی کنند خدمات و تسهیلات ارائه شده متناسب با نیازهای مشتری باشد و در این راه می توانند از خود مشتریان کمک بگیرند.

۸- نتیجه گیری

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین بحران نقدینگی و حساسیت جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش پالکار (۲۰۱۷) و آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) مطابقت دارد. همچنین نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هاشمی و افیونی (۱۳۹۶) و موین (۲۰۰۴) مطابقت ندارد.

در طول بحران های شدید، احتمال اینکه تأثیرات جانبی محدود به تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها گردند اندک است. علاوه بر آن ممکن است اینگونه تأثیرات جانبی بر تصمیمات در زمینه ی تأمین مالی و تصمیمات توزیع سهامداران اثرگذار باشند. از آنجایی که مدل گاجف و همکاران^۱ (۲۰۱۰) شامل همه ی متغیرهای مهم سرمایه گذاری، تأمین مالی و پرداخت سهامداران می باشد، می توانیم توضیحات جامعی در خصوص چگونگی مقابله ی شرکت ها با بحران مالی اخیر را ارائه کنیم.

مجموعه تحقیقاتی که از روش فازاری، هویارد و پیترسون (۱۹۸۸) پیروی نموده‌اند یافته‌های به دست آمده را مورد تأیید قرار داده‌اند و توافق داشته‌اند که شرکت‌های دچار ضعف مالی حساسیت‌های سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را بیشتر از شرکت‌های دارای سلامت مالی نشان داده‌اند (گلشریت و هملیبرگ^۱، ۱۹۹۵؛ آلاینیست و موزومدار، ۲۰۰۴). البته در دیگر تحقیقات عکس این مسئله مشاهده شده است و نوعی رابطه‌ی ناهماهنگ بین حساسیت‌های سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و محدودیت‌های مالی را نشان داده‌اند (کاپلان و زینگالس، ۱۹۹۷؛ کاداپاکان و همکاران، ۱۹۹۸، کلری، ۱۹۹۹). یکی از توضیحات در خصوص اینگونه نتایج متناقض می‌تواند این باشد که وجود محدودیت‌های مالی و گستره‌ی آنها به طور مستقیم قابل مشاهده نیست (موین، ۲۰۰۴؛ بچتی و همکاران، ۲۰۱۰). تحقیقات مختلف از پروکسی‌های (متغیرهای جانشین) برای محدودیت‌های مالی بهره برده‌اند و به طور بالقوه حساسیت‌های جریان نقدی را به شکل‌های متفاوتی برآورد کرده‌اند. یکی دیگر از توضیحات احتمالی این است که کیو-توبین ممکن است با خطا برآورد شده باشد و این دلالت بر آن دارد که سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به جریان‌های نقدی حساس هستند، چون جریان‌های نقدی بیشتر منعکس کننده‌ی فرصت‌های رشد هستند تا محدودیت‌های مالی (اریکسون و وایتد، ۲۰۰۰، رابرت و وایتد، ۲۰۱۲).

بروان و پیترسون (۲۰۰۹) به تبیین چارچوب تک معادله‌ای از دو جنبه پرداختند: نخست، هزینه‌های تعدیل در سرمایه‌گذاری‌ها رادر نظر گرفته و سرمایه‌گذاری‌های تأخیردار را در مدل‌شان لحاظ کردند. ثانیاً متغیری را اضافه کردند که مقدار تأمین مالی خارجی شرکت‌ها را نشان می‌دهد. بوند و سودرپوم (۲۰۱۳) از داده‌های شبیه‌سازی شده بهره بردند تا نشان دهند که در شرایط محدودیت، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مشروط به اندازه‌گیری‌های کیو-توبین به صورت هماهنگ با هزینه‌ی تأمین مالی خارجی افزایش می‌یابد. مک‌لین و ژائو^۲ (۲۰۱۴) دریافتند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی زمانی افت می‌کند که شرایط اقتصادی بهبود یابند (و تأمین مالی خارجی کم هزینه باشد). آنها به طور مستقیم به بررسی

رابطه‌ی بین جریان‌های نقدی و متغیرهای تأمین مالی پرداخته و پی بردند که حساسیت‌های عرضی نقدینگی و بدهی به جریان‌های نقدی توأم با بهبود شرایط اقتصادی برجسته‌تر خواهند شد.

نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد که تاثیر بحران نقدینگی بر حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های دارای ضعف مالی بیشتر از شرکت‌های دارای سلامت مالی می‌باشد.

نتایج این پژوهش با نتایج پالکار (۲۰۱۷) و آلیانیست و موزومدار (۲۰۰۴) همخوانی دارد. مشاهدات این پژوهش حاکی از آن بوده است که محدودیت‌های بازار سرمایه در زمینه‌ی حساسیت تأمین مالی به جریان نقدی در شرکت‌های دچار ضعف مالی حتی در طول جزئی‌ترین بحران‌ها وجود داشته است. این شواهد و قرائن در طول بحران مالی اخیر چشمگیرتر بوده است، بخصوص زمانی که محدودیت‌های دسترسی به بازار سرمایه هم از نظر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و هم از نظر حساسیت تأمین مالی به جریان نقدی در شرکت‌های دچار ضعف مالی مشاهده شد. بودجه‌های سرمایه در این شرکت‌ها در طول بحران رهن بدون پشتوانه با محدودیت و کاهش شدیدی مواجه بوده است: میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی معادل ۰/۵۵۴ دلار در قبال کاهش جریان‌های نقدی به میزان ۱ دلار بوده است (بالاترین مقدار تخمین زده شده برای دیگر خرده نمونه‌ها فقط ۰/۰۴۱ دلار بوده است). این یافته نشان می‌دهد که بحران مالی اخیر یک بحران نقدینگی با شدت غیر معمول بوده است.

ثالثاً، شواهد و قرائن به دست آمده در این تحقیق نشان می‌دهند که اصطکاک‌های بازار سرمایه در شرکت‌های برخوردار از سلامت مالی عمدتاً محدود به حساسیت‌های تأمین مالی به جریان نقدی بوده‌اند. این شرکت‌ها قادر بوده‌اند تا از مخارج سرمایه در برابر تأثیرات بحران‌های نقدینگی پیش از سال ۲۰۰۷ محافظت نمایند. حتی در طول بحران مالی اخیر، قادر بوده‌اند تا ۰/۹۶ از مخارج سرمایه‌ی خود را محفوظ نگه دارند. به نظر می‌رسد که نکته‌ی کلیدی در محافظت از سرمایه‌گذاری داشتن انعطاف‌پذیری مالی از نظر ظرفیت استفاده نشده در زمینه‌ی استقراض کوتاه مدت و وجه نقد مازاد کافی باشد. با این وجود اگرچه این شرکت‌ها از نظر مالی دارای سلامت تلقی می‌گردند، اما قادر نبوده‌اند که در طول بحران مالی اخیر اقدام به

صدور و انتشار بدهی دراز مدت نمایند که در واقع تأییدیست بر ادعای همواره مطرح شده مبنی بر اینکه بازارها سرمایه را فریز(مسدود) کرده‌اند.

سرانجام، به استثنای شرکت‌های دچار ضعف مالی در طول بحران مالی اخیر، اصطکاک در زمینه‌ی جذب صندوق‌های سرمایه از نظر حساسیت‌های سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مشاهده نشده است، در عوض، در مورد حساسیت‌های جریان‌های نقدی در متغیرهای تأمین مالی به ویژه متغیرهای اهرم مالی (استقراض کوتاه مدت و دراز مدت و کاهش نگهداشت وجه نقد) مشهود بوده‌اند. روی هم رفته، نتیجه‌گیری می‌کنیم که رابطه‌ی مثبت و چشمگیری بین مشکلاتی که شرکت‌های در جذب صندوق‌های سرمایه تجربه می‌کنند و شدت بحران‌های نقدینگی وجود دارد.

۹- منابع

حسین پور، زهرا. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین عوامل موثر و حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اداری و اقتصاد. دانشگاه اصفهان.

حیدرپور، فرزانه. کاظم پور، مسعود. (۱۳۹۴). رابطه سیاست تقسیم سود با جریان‌های نقدی آزاد و سودهای آتی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال هفتم، شماره بیست و ششم، ۷۳-۵۸.

ذوالفقاری، مهدی. ستایش، محمد حسین. (۱۳۹۰). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار، شماره ۱۵، سال چهارم، ۷۱-۸۷.

رحیمیان، نظام‌الدین، جان‌فدا، رضا. (۱۳۹۳). نظام راهبری شرکتی و محدودیت‌های مالی (حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره دهم، ۲۵-۴۵.

رسائیان، امیر. اخلاقی، حسنعلی. نوروزی، محمد. (۱۳۹۳). بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی و چوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲۳، ۱۲۸-۱۴۶.

ستایش، محمدحسین، مهتری، زینب، (۱۳۹۰). تجزیه و تحلیل رابطه بین جریانهای نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۲، ۱۴۹-۱۷۱.

عرب صالحی، مهدی و مجید اشرفی. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۹)، ۷۵-۹۴.

علیزاده، علی. (۱۳۸۰). بررسی ارتباط بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات جریان های نقد، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.

علی نژاد ساروکلائی، مهدی. و آئین، صدیقه. (۱۳۹۳). تاثیر سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت های تامین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره دوم، شماره پیاپی (۲۰)، ۴۵-۶۰.

Allayannis, G., and A. Mozumdar, 2004, The impact of negative cash-flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates, *Journal of Banking and Finance* 28, 901-930.

Almeida, H., M. Campello, B. Laranjeira, and S. Weisbenner, 2011, Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis, *Critical Finance Review* 1, 3-58.

Altman, E., 1968, Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance* 23, 589-609.

Becchetti, L., A. Castelli, and I. Hasan, 2010, Investment-cash flow sensitivities, credit rationing and financing constraints in small and medium-sized firms, *Small Business Economics* 35, 467-497.

Bhagat, S., N. Moyen, and I. Suh, 2005, Investment and internal funds of distressed firms, *Journal of Corporate Finance* 11, 449-472.

Bliss, B.A., Y. Cheng, and D.J. Denis, 2013, Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008-2009 credit crisis, forthcoming, *Journal of Financial Economics*.

Bond, S., and M. Söderbom, 2013, Conditional Investment-Cash Flow Sensitivities and Financing Constraints, *Journal of the European Economic Association* 11, 112-136

Brown, J.R., and B.C. Petersen, 2009, Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments, *Journal of Banking and Finance* 33, 971-984.

Brunnermeier, M.K., 2009, Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives* 23, 77-100.