

واکاوی نقش ارزش افزوده اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد و بیش سرمایه گذاری در بازار سرمایه ایران

مجید قادری رهقی^{۱*}

حسین جهان بخش رستمی^۲

میلاذ جهان بخش رستمی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۰/۱۹

چکیده

ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیاری برای سنجش عملکرد مالی یک شرکت، نشان دهنده توانایی آن در ایجاد ارزش بیشتر از هزینه های سرمایه گذاری است. در این راستا، شرکت هایی که قادر به تولید ارزش افزوده اقتصادی مثبت هستند، معمولاً از توانایی بیشتری در نگهداشت وجه نقد برخوردارند، زیرا این شرکت ها می توانند منابع مالی خود را به طور مؤثرتری مدیریت کنند و از این طریق، نقدینگی لازم برای سرمایه گذاری های آینده را تأمین نمایند. ادبیات داخلی تا به حال نتوانسته این دو وجه را پیوند دهد؛ بنابراین، این پژوهش به بررسی رابطه ی بین ارزیابی ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگهداشت وجه نقد و بیش (کم) سرمایه گذاری در بین شرکت های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ می پردازد. روش انجام پژوهش به صورت همبستگی می باشد و از اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که از منابع مختلف از جمله نرم افزار رهاورد نوین، سایت بورس و صورت های مالی شرکت ها استخراج شده است. نتایج آزمون ها نشان می دهد که سیاست ارزش گذاری ارزش افزوده اقتصادی باعث کاهش بیش (کم) سرمایه گذاری می شود. همچنین ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزش گذاری عملکرد ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می دهد. بر اساس نتایج کسب شده شرکت هایی که عملکرد مالی بهتری دارند و ارزش افزوده اقتصادی بالاتری را گزارش می کنند، معمولاً جذاب تر برای سرمایه گذاران هستند. این امر می تواند به افزایش سرمایه گذاری های خارجی و داخلی منجر شود و در نتیجه، منابع مالی بیشتری برای پروژه های جدید فراهم کند. از طرفی با استفاده از ارزش افزوده اقتصادی، شرکت ها می توانند ریسک های مرتبط با سرمایه گذاری های خود را بهتر مدیریت کنند. این معیار به آن ها کمک می کند تا پروژه هایی را انتخاب کنند که نه تنها بازده بالایی دارند، بلکه ریسک های کمتری نیز به همراه دارند.

واژگان کلیدی

ارزش افزوده اقتصادی، نگهداشت وجه نقد، بیش سرمایه گذاری، کم سرمایه گذاری

^۱ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه فنی حرفه ای، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

^۲ کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

^۳ کارشناس ارشد، رشته حسابرسی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رامسر، رامسر، ایران.

۱. مقدمه

در دنیای پیچیده و رقابتی امروز، شرکت‌ها به دنبال راهکارهایی هستند که بتوانند عملکرد مالی خود را بهبود بخشند و در عین حال ارزش بیشتری برای سهامداران خود ایجاد کنند. یکی از ابزارهای کلیدی در این راستا، مفهوم ارزش افزوده اقتصادی است که به عنوان معیاری برای سنجش توانایی یک شرکت در ایجاد ارزش فراتر از هزینه‌های سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود (هانی^۱، ۲۰۲۵). ارزش افزوده اقتصادی به مدیران این امکان را می‌دهد که عملکرد مالی شرکت را به‌طور دقیق‌تری ارزیابی کنند و تصمیمات بهتری در زمینه تخصیص منابع و سرمایه‌گذاری اتخاذ نمایند. نگهداشت وجه نقد به عنوان یکی از عوامل حیاتی در مدیریت مالی، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد که در مواقع بحرانی و همچنین برای تأمین مالی پروژه‌های جدید، منابع مالی لازم را در اختیار داشته باشند. در این راستا، ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند به عنوان یک شاخص مؤثر در تعیین میزان وجه نقدی که یک شرکت باید نگهداری کند، عمل کند. شرکت‌هایی که ارزش افزوده اقتصادی مثبت دارند، معمولاً از توانایی بیشتری در مدیریت نقدینگی برخوردارند و می‌توانند از سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری‌های موفق برای تأمین نیازهای نقدی خود استفاده کنند. علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری به معنای توانایی یک شرکت در تخصیص بهینه منابع مالی به پروژه‌های مختلف است. ارزش افزوده اقتصادی به مدیران کمک می‌کند تا پروژه‌هایی را شناسایی کنند که بالاترین بازده را نسبت به هزینه‌های سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهند. این امر نه تنها به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود، بلکه می‌تواند به کاهش ریسک‌های مالی و افزایش ارزش سهامداران نیز کمک کند (آدریانو و سلیمان^۲، ۲۰۲۴). چند روش برای افزایش ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. یکی از آن‌ها این است که مدیریت اجرایی کارایی عملیاتی سرمایه و حجم معاملات جاری را افزایش دهد. بدین وسیله هم سود و هم ارزش افزوده اقتصادی افزایش می‌یابد. زمانی که درآمد عملیاتی افزایش یابد، سرمایه مصرفی تحت تأثیر ارزش افزوده اقتصادی کاهش می‌یابد. بخش زیادی از سرمایه در گردش شامل نگهداشت وجه نقد است. ینسن و مک‌لینگ^۳ (۱۹۷۶) دریافتند که مدیران به طور معمول وجه نقد شرکت خودشان را برای سود شخصی مصرف می‌کنند. از این گذشته، ینسن (۱۹۸۶) مشاهده کرد که مدیران مازاد وجه نقد را برای سود شخصی تصرف می‌کنند. این بحث که به طور گسترده در ادبیات داخلی و خارجی مطرح شده است، ناشی از جدایی مالکیت و کنترل کننده است، مدیران اغلب وجه نقد شرکت را مصرف می‌کنند تا سود شخصی را به حداکثر برسانند یا فعالیت‌هایی در این راه انجام می‌دهند که موجب جلوگیری از به حداکثر رساندن سود سهامداران می‌شود. هزینه نمایندگی در نتیجه جدایی حقوق مالکیت و کنترل کننده در کشورهایی که در آن سهام‌داری فردی وجود ندارد، مهم‌تر است. مصرف وجه نقد یک جزو مهم از هزینه نمایندگی است (تاهرینا^۴، ۲۰۲۰).

وجه نقد برای مدیران و عملیات شرکت خیلی مهم است. نگهداشت وجه نقد، پول لازم برای مواجهه با نیازهای روزانه شرکت را تهیه می‌کند و ریسک مالی را کاهش می‌دهد، به علاوه، زمانی که پول نقد شرکت سرمایه‌گذاری شده باشد، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. در مقایسه با انواع دیگر دارایی‌ها، وجه نقد تشکیل شده از سود می‌تواند به آسانی و با کم‌ترین هزینه به سودهای شخصی انتقال یابد (میرز و رایان^۵، ۱۹۹۸) با توجه به جدایی مالک و مدیریت، مدیران داخلی

¹ Hany

² Ardianto, A., & Sulaiman,

³ - Jensen and Meckling

⁴ Taherinia

⁵ - Myers and Rajan

می توانند بر تصمیم های گرفته شده بر رابطه نگهداشت وجه نقد با کنترل های باقی مانده تأثیر بگذارند. آن ها وجه نقد بیشتری نگهداری و پروژه هایی را قبول می کنند که برای منافع سهامداران زیان آور است و باعث کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد همچنین کاهش ارزش بازار شرکتشان نسبت به ارزش دفتری می شوند (تائو^۱، ۲۰۲۴).

دو فاکتور مهم که بر نگهداشت وجه نقد تأثیر گذار هستند، وجود دارد. نخست: ویژگی های مالی، از جمله محدودیت های تأمین مالی، فرصت های رشد و فرصت های سرمایه گذاری، سطح نگهداشت وجه نقد یک شرکت بر ارزش بازار تأثیر می گذارد، هنگامی افزایش می یابد که سطح نگهداشت وجه نقد نیز زیاد می شود. این ارتباط زمانی قوی تر می شود که شرکت ها با فرصت های رشد، بهتر مواجه می شوند. در تئوری ها، سهام دار اعتقاد دارد که یک دلار نگهداشت وجه نقد شرکت معادل ارزش دفتری آن است. اگرچه، برای شرکت هایی با فرصت های سرمایه گذاری بهتر، پاداشی در نگهداشت وجه نقد وجود دارد. فاکتور دوم در حاکمیت شرکتی است. کارایی یک حاکمیت شرکتی نشان دهنده ارزش بازار نگهداشت وجه نقد است که این به نوبه ی خود تأثیر ارزش شرکت است. شرکت هایی با حاکمیت شرکتی خوب، از دو برابر ارزش بازار وجه نقد نسبت به شرکت هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف برخوردار می شوند. تأثیر منفی بر عملکرد عملیاتی در نتیجه نگهداشت مقدار زیاد وجه نقد از جمله موانعی در شرکت هایی با حاکمیت شرکتی خوب است (سوپار^۲ و همکاران، ۲۰۱۸). طبق نظریه توازن شرکت میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری تعادل میان منافع و هزینه های نگهداری وجه نقد تعیین می کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم گیری می کند (یانی و همکاران^۳، ۲۰۰۴) بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه های نهایی آن برابر شود. در نظریه سلسله مراتبی تأمین مالی که توسط مایرز و میلوف^۴ (۱۹۸۴) مطرح گردید، شرکت ها تأمین مالی از منابع داخل شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می دهند (چن^۵ و همکاران، ۲۰۲۳). بر اساس نظریه جریان وجه نقد آزاد که توسط جنسن^۶ (۱۹۸۶) مطرح شده، وجوه نقد داخلی بیشتر، به مدیران اجازه می دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن ها به موافقت سهام داران نیاز ندارند و برای تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاریها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. بر اساس این نظریه، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیم های سرمایه گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره مند شوند (بین^۷ و همکاران، ۲۰۱۹). بر اساس روابط بانکی، تأمین مالی بانکی در مقایسه با بدهی عمومی، در کاهش مسائل مربوط به مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثرتر است و بانکها در نظارت بر شرکتها برای جمع آوری و پردازش اطلاعات، بهتر عمل می نمایند. به همین دلیل، موافقت یک بانک برای اعطای وام و یا تمدید یک آن می تواند علامت اطلاعاتی خوبی برای آن شرکت باشد (یزدانی، ۱۳۹۳).

¹ Thao

² Supar

³ - Janee et al

⁴ - Myers and Majlof

⁵ Chen

⁶ - Jensen

⁷ Bin

مشکلات نمایندگی رایج هستند و هزینه‌های نمایندگی ارزش نگهداشت از وجه نقد را کاهش می‌دهند بنابراین مدیرانی که نفع شخصی دارند ممکن است ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت خود را به میزان قابل توجهی افزایش دهند. هنگامی این بحث مطرح می‌شود که چگونه ارزیابی کارایی مدیران بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر می‌گذارد، باید به طور شفاف مشخص شود که ارزیابی مناسب فرضیه ایی است برای تشویق مدیران به افزایش بهره‌وری و خدمات مالی انتخاب یک هسته در راهنمای ارزیابی کارایی نکته‌ای کلیدی در سیستم ارزیابی کارایی مدیران است. وقتی درآمد یک مدیر مستقیماً بر کارایی شرکت او مربوط می‌شود، ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند به عنوان یک راهنمای ارزیابی عملکرد به کاربرده شود که مدیران را تشویق می‌کند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری کاربردی بگیرند که باعث افزایش ارزش شرکتشان می‌شود (لاری و همکاران، ۱۳۹۳). علاوه بر این وقتی ارزش افزوده اقتصادی سیستم جبران خدمات مدیران را در بر می‌گیرد، مدیر تصمیمات مالی خارج از نفع شخصی که تأثیر ناچیزی در افزایش ارزش شرکت دارد را کاهش خواهد داد (عباس زاده و اسد پرور، ۱۳۹۳). این پژوهش در نظر می‌گیرد که یک سیستم ارزیابی کارایی مدیریت مؤثر، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت را بهبود می‌بخشد. ادبیات داخلی تا به حال نتوانسته این دو وجه را پیوند دهد؛ بنابراین، این پژوهش قصد دارد رابطه‌ی بین ارزیابی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تحلیل کند و ادبیات مربوط به ارزش افزوده اقتصادی و ارزش نگه داشت وجه نقد را پیوند دهد و تأثیر ارزیابی وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی را در عمل آزمون کند. لذا بر پایه این استدلال در پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سؤال خواهیم بود که آیا سیاست ارزشگذاری ارزش افزوده اقتصادی باعث کاهش بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری می‌شود؟ و آیا ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزشگذاری عملکرد ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می‌دهد؟

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات کلیدی در مدیریت مالی است که تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد. یکی از این عوامل، ارزش افزوده اقتصادی است که به عنوان معیاری برای سنجش عملکرد مالی و توانایی یک شرکت در ایجاد ارزش فراتر از هزینه‌های سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود. نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات کلیدی در مدیریت مالی به مدیران این امکان را می‌دهد که تصمیمات بهتری در زمینه تخصیص منابع و مدیریت نقدینگی اتخاذ کنند. به‌طور خاص، شرکت‌هایی که نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات کلیدی در مدیریت مالی مثبت دارند، معمولاً از توانایی بیشتری در نگهداشت وجه نقد برخوردارند، زیرا این شرکت‌ها می‌توانند از سودهای حاصل از فعالیت‌های خود برای تأمین نیازهای نقدی و سرمایه‌گذاری‌های آینده استفاده کنند. علاوه بر نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات کلیدی در مدیریت مالی، عوامل دیگری نیز بر نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار هستند (الیاس^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). یکی از این عوامل، سطح عدم قطعیت در محیط اقتصادی است. در شرایط اقتصادی ناپایدار، شرکت‌ها تمایل دارند وجه نقد بیشتری را نگهداری کنند تا بتوانند در برابر نوسانات بازار و بحران‌های مالی مقاومت کنند. همچنین، ساختار سرمایه شرکت نیز می‌تواند بر نگهداشت وجه نقد تأثیر بگذارد. شرکت‌هایی که دارای نسبت بدهی بالاتری هستند، ممکن است به دلیل نیاز به پرداخت‌های دوره‌ای، وجه نقد کمتری را نگهداری کنند. در مقابل، شرکت‌هایی که از ساختار سرمایه متعادل‌تری

¹ Ilyas

برخورد دارند، می‌توانند به راحتی وجه نقد بیشتری را برای سرمایه‌گذاری‌های آینده نگه‌دارند. کارایی سرمایه‌گذاری نیز تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد. یکی از این عوامل، کیفیت مدیریت و توانایی مدیران در شناسایی و انتخاب پروژه‌های سودآور است. مدیرانی که بر اساس نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات کلیدی در مدیریت مالی عمل می‌کنند، معمولاً در انتخاب پروژه‌هایی که بالاترین بازده را نسبت به هزینه‌های سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهند، موفق‌تر هستند. همچنین، دسترسی به اطلاعات مالی و بازار نیز می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. شرکت‌هایی که به اطلاعات دقیق و به‌روز دسترسی دارند، قادر به اتخاذ تصمیمات بهتری در زمینه سرمایه‌گذاری خواهند بود (الیاس^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). در نهایت، ارتباط بین نگهداشت وجه نقد، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند به بهبود عملکرد کلی شرکت‌ها منجر شود. شرکت‌هایی که قادر به ایجاد نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات کلیدی در مدیریت مالی مثبت هستند، معمولاً در مدیریت نقدینگی و تخصیص منابع مالی خود موفق‌تر عمل می‌کنند. این امر نه تنها به افزایش ارزش سهامداران کمک می‌کند، بلکه می‌تواند به بهبود توانایی شرکت در مواجهه با چالش‌های اقتصادی و افزایش رقابت‌پذیری آن در بازار نیز منجر شود. به‌طور کلی، درک این عوامل و ارتباطات آن‌ها می‌تواند به مدیران و سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات استراتژیک و بهینه‌سازی عملکرد مالی کمک کند. (آبرنتی^۲ و همکاران، ۲۰۱۸). در این بخش به بررسی مبانی نظری و ادبیات مرتبط با متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود.

۱-۲. ارزش افزوده اقتصادی

جهت ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تا کنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که از جمله این معیارها ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. این معیار اولین بار توسط یک شرکت مشاوره مدیریت با نام شرکت استرن استوارت^۳ در سال ۱۹۸۶ مطرح شده است. استوارت معتقد است که سایر معیارهای اندازه‌گیری و ارزیابی عملکرد از قبیل سود، سود هر سهم و تقسیم سود شاخص‌های اندازه‌گیری کاملی نیستند و ارزش افزوده اقتصادی به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجاد شده در ثروت سهام‌داران دارد، معیار مناسب‌تری جهت ارزیابی عملکرد شرکت می‌باشد. بر اساس این معیار ارزش شرکت به دو عامل بستگی دارد: ۱) شرکت از سرمایه به کار گرفته شده چه بازدهی را کسب می‌کند و ۲) برای سرمایه به کار گرفته شده چه هزینه‌ای را متحمل می‌شود؛ بنابراین تفاوت بین ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای ارزیابی عملکرد در این است که در تعیین آن، تلاش می‌شود تا هزینه کلیه منابع تأمین مالی در نظر گرفته شود (ینگ^۴، ۲۰۲۴). اقتصاددانان مالی ارزش افزوده اقتصادی را سود اقتصادی یا سود باقی مانده نامیدند. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات که از آن هزینه سرمایه کسر می‌گردد تعریف می‌شود. ارزش افزوده اقتصادی، روش اندازه‌گیری ارزش اقتصادی یا به عبارت دیگر سودآوری یک فعالیت تجاری، پس از در نظر گرفتن کل هزینه‌های مربوط به سرمایه، یعنی هم هزینه بدهی‌ها و هم هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۲).

^۱ Ilyas

^۲ Abernathy

^۳ - Stern Stewart & Co

^۴ Ying

۲-۲. سطح نگهداشت وجه نقد

نظریه‌های مختلفی در ارتباط با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها وجود دارد که با توجه به هر کدام از این نظریه‌ها، عواملی به عنوان عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مطرح می‌شود که در زیر بیان شده است.

۱-۲-۲- نظریه موازنه

طبق این نظریه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه-منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (یانی و همکاران^۱، ۲۰۰۴).

نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌های امن برای مواجهه با زیانهای غیر منتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاستهای سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیتهای مالی مواجه است، ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن داراییهای موجود کمک می‌کند. بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه‌های نهایی آن برابر شود (آدریانو و سلیمان^۲، ۲۰۲۴).

۲-۲-۲- عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه موازنه

بر مبنای نظریه موازنه، عوامل تعیین کننده وجه نقد شرکت‌ها شامل موارد زیر است:

(الف) فرصت‌های سرمایه‌گذاری: هزینه مواجهه شدن با کمبود وجه نقد در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به واسطه هزینه‌های فرصتی که از رها نمودن طرح‌های سرمایه‌گذاری با ارزش ناشی می‌شود، بیشتر است. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. همچنین این نظریه پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر، هزینه‌های بحران مالی بیشتری دارند، زیرا در حین ورشکستگی، خالص ارزش فعلی مثبت این پروژه‌ها از بین می‌رود. در این مورد، شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر، به منظور اجتناب از بحران مالی، سطوح بالاتری از وجه نقد نگهداری خواهند نمود (سوپار^۳ و همکاران، ۲۰۱۸).

(ب) میزان نقدشوندگی دارایی‌های جاری: زمانی که شرکت‌ها با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، میزان قابلیت تبدیل دارایی‌های جاری به نقد می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شود. بنابراین، انتظار می‌رود که شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری نمایند (بین^۴ و همکاران، ۲۰۱۹).

(ج) اهرم مالی: اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. از سوی دیگر، از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می‌رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی توسط شرکتی بالا باشد، از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردار است (صلواتی و همکاران، ۱۳۸۶). در نتیجه ممکن است

¹ - Jani et al

² Ardianto, A., & Sulaiman,

³ Supar

⁴ Bin

وجه نقد کمتری نگهداری نماید. به همین علت، ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به دقت نمی توان تبیین نمود. (فریرا و ویلا^۱، ۲۰۰۴)

(د) اندازه: طبق نظریه موازنه، رابطه مورد انتظار میان اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد منفی است. از آنجا که شرکت های بزرگ انعطاف پذیری بیشتری دارند، می توان جریانهای نقد پایدارتری را برای آنها انتظار داشت. در نتیجه، کمتر در معرض خطر ورشکستگی قرار دارند و نسبت به شرکت های کوچک دسترسی آسانتری به منابع تأمین مالی دارند. (ینگ^۲، ۲۰۲۴).

شرکت های بزرگی که اعتبار بانکی دارند، با نرخ بهتری می توانند استقراض کنند و قادرند در صورت لزوم وجوه را راحت تر کسب کنند. علاوه بر این، شرکت های بزرگ همواره می توانند بخشی از داراییهای غیر ضروری خود را برای کسب وجوه، به فروش رسانند (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹). همچنین، از اندازه به عنوان یک شاخص برای عدم تقارن اطلاعاتی میان افراد درون و برون سازمانی شرکت استفاده می شود. (احمد پور و رسیان، ۱۳۸۵). میرز و مایلو^۳ (۱۹۸۴) نشان دادند زمانی که عدم تقارن اطلاعات ناچیز است، شرکت ها از تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی استفاده می کنند (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۲).

(ن) جریان نقدی: طبق مطالعه کیم و همکاران (۱۹۹۸) از آنجایی که جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می کند، می تواند جایگزینی مناسب برای وجه نقد در نظر گرفته شود. بنابراین، انتظار می رود که طبق این نظریه رابطه ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد.

(و) عدم اطمینان جریان نقدی: شرکت های با جریان های نقدی با نوسان بیشتر، احتمال بیشتری در مواجهه با کمبود وجه نقد دارند، زیرا ممکن است به طور غیر منتظره جریان نقدی کاهش یابد. بنابراین، انتظار می رود که رابطهای مثبت بین عدم اطمینان جریان نقدی و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴)

(ه) سررسید بدهی: تأثیر سررسید بدهی بر مانده وجه نقد مشخص نیست. شرکت هایی که بر بدهی کوتاه مدت اتکا می کنند، باید به طور دوره ای قراردادهای اعتباری خود را تمدید نمایند و اگر محدودیتی در تمدید قرارداد اعتباری پیش بیاید، با ریسک بحران مالی مواجه می شوند. بنابراین، با کنترل سایر عوامل می توان انتظار داشت که سررسید به طور منفی با مانده وجه نقد رابطه داشته باشد، اما بارسلی و اسمیت (۱۹۹۵) شواهدی را ارائه نمودند که شرکت های با درجه اعتباری بالا به واسطه سهولت ایجاد بدهی معمولاً از بدهی کوتاه مدت استفاده می نمایند و مانده وجه نقد کمتری نگهداری می کنند که این رابطه را مثبت می کند. به هر حال، جهت این رابطه بر اساس این نظریه نامعلوم است.

(ی) پرداخت سود سهام: شرکتی که در حال حاضر سود سهام می پردازد، می تواند منابع را با کمترین هزینه از طریق کاهش پرداخت سود سهام تأمین نماید. در مقابل، شرکتی که سود سهام نمی پردازد، مجبور است به بازارهای سرمایه برای تأمین منابع رجوع نماید. بنابراین، انتظار می رود شرکت هایی که سود سهام می پردازند، در مقایسه با شرکت هایی که سود سهام نمی پردازند، وجه نقد کمتری نگهداری نمایند. (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴)

¹ - Ferreira and vilela

² Ying

³ - Myers and Majluf

۳-۲. ارزش فعلی خالص، بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری

یکی از بهترین معیارهایی است که بدان وسیله طرحهای سرمایه‌ای را ارزیابی می‌کنند ارزش فعلی خالص یک پروژه عبارت از ارزش فعلی جریانهای نقدی ورودی مورد انتظار (تنزیل شده بر مبنای نرخ‌ی که نشان دهنده ریسک جریانهای نقدی مورد استفاده آتی باشد) منهای ارزش فعلی کل وجوهی که از زمان حال سرمایه گذاری می‌شود (بریگهام، ۲۰۰۸) به عبارت دیگر ارزش فعلی هر نوع فعالیتی که مستلزم جریانهای نقدی ورودی و خروجی در یک دوره زمانی است عبارتست از ارزش فعلی جریانهای نقدی ورودی منهای ارزش فعلی کل جریانهای نقدی خروجی اگر مبلغ خالص مجموع سرمایه گذاری در زمان صفر صورت گیرد. ارزش فعلی خالص این گونه تعریف می‌شود. کل ارزش فعلی جریانهای نقدی ورودی منهای مبلغ سرمایه گذاری (ریموند، ۲۰۰۲)

برای محاسبه ارزش فعلی خالص در بودجه بندی سرمایه‌ای از عامل حداقل نرخ بازده استفاده می‌کنند ارزش فعلی خالص را چند گونه می‌توان تفسیر کرد.

- ۱- اگر مقدار ارزش فعلی خالص مثبت، یعنی بزرگتر از صفر شود نرخ بازده طرح سرمایه گذاری بیش از حداقل نرخ بازاری مورد نظر است.
- ۲- اگر مقدار ارزش فعلی مساوی صفر باشد نرخ بازده طرح سرمایه گذاری با حداقل نرخ بازده مورد نظر برابر است.
- ۳- اگر مقدار ارزش فعلی خالص منفی، یعنی کوچکتر از صفر بشود نرخ بازده طرح سرمایه گذاری کمتر از حداقل نرخ بازده مورد نظر است.

دلیل و توجیه برای روش ارزش فعلی خالص راحت و آسان است ارزش فعلی خالص به مبلغ صفر بیانگر آن است که جریانهای نقدی طرح برای بازپرداخت مبلغ سرمایه گذاری شده و تأمین نرخ بازده مورد توقع روی آن سرمایه کاملاً کافی می‌باشد اگر ارزش فعلی خالص طرح مثبت باشد آن طرح بیش از مبلغ مورد نیاز جهت بازپرداخت هزینه بدهی و تأمین مالی مورد توقع سهامداران وجوه حاصل می‌نماید و این وجوه نقد اضافی فقط به سهامداران شرکت تعلق خواهد داشت بنابراین، اگر شرکتی طرحی را با ارزش فعلی خالص مثبت به اجرا درآورد ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت (آدریان‌تو و سلیمان^۱، ۲۰۲۴). تحقیقات پیشین و همچنین مبانی نظری متعدد، بر این امر تأکید دارند که افزایش کیفیت گزارشهای مالی به عنوان منبع اطلاعاتی بسیار مهم و کاربردی برای گروه‌های مختلف، این افراد و به خصوص وام دهندگان و سرمایه گذاران را قادر می‌سازد تا تصمیمات بهتری اتخاذ کنند. تأمین اهداف عام و کیفی گزارشگری مالی، از توان اشخاصی که اطلاعات درون سازمانی یا محرمانه دارند، می‌کاهد و آنان نمی‌توانند با برخورداری از مزیت اطلاعاتی به سود دست یابند. به عبارت دیگر، کیفیت بالای گزارشگری مالی می‌تواند از طریق تقلیل عدم تقارن اطلاعات بین نیروهای درون سازمانی و سهامداران و وام دهندگان، امکان گزینش نادرست و خطر اخلاقی به عنوان دو اثر و نتیجه اصلی عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد.

در صورت گزینش نادرست، به علت استنتاج سرمایه گذاران از امکان استفاده از منابع مالی بر اساس الگوهای نامناسب و به شیوهای ناکارا (سرمایه گذاری در پروژه‌های نامناسب) توسط مدیریت، سطح توقعات این گروه افزایش یافته، متعاقب آن، ریسک سرمایه گذاری و در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت افزایش می‌یابد و امکان سرمایه گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت برای شرکت منتفی می‌گردد. از سوی دیگر، خطر اخلاقی که عمدتاً بر اثر

¹ Ardianto, A., & Sulaiman,

تمایز مالکیت واحدهای تجاری از سیستم اعمال کنترل داخلی و مدیریت این شرکتها و در واقع، ناتوانی سهامداران و وام دهندگان در نظارت بر کلیه کارهای مدیر ارشد و کیفیت کار او به وجود می آید، موجب می شود تا مدیر وسوسه شده، کم کاری کند و ضعف عملکرد را ناشی از وجود عواملی وانمود کند که خارج از کنترل وی هستند. چنین هزینه هایی را که هزینه نمایندگی می نامند، موجب کاهش ارزش شرکت شده، سبب می شود ثروت سایر طرف های قرارداد شرکت، به دیگران (مدیران) منتقل شود. لذا هزینه نمایندگی باعث می شود تا سهامداران و وام دهندگان با مدیران قراردادهای مرتبط با حقوق و پاداش آنها یا قراردادهایی در رابطه با وام اعطایی منعقد و بدان وسیله اقدامات آنان را محدود نمایند تا مشکلات نمایندگی کاهش یابد. شایان توجه است که گزارشگری مالی، از طریق فراهم آوردن اطلاعات لازم برای بررسی رعایت یا تخطی از مفاد این قراردادها نقشی اساسی در این فرآیند ایفا می کند. بر اساس مبانی تئوری نمایندگی مدیران همواره می کوشند تا منافع خود را بیشینه سازند که همین امر باعث می شود تا گاهی این منافع با منافع افراد ذینفع خارج از شرکت مانند سهام داران و وام دهندگان در تضاد باشد. تقابل بالقوه موجود میان مدیریت، مالکیت و وام دهندگان بر ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و سیاست های سرمایه گذاری شرکت اثر گذاشته، به افزایش اتخاذ تصمیمات ناکارا توسط مدیریت و حتی در شرایطی، ایجاد انگیزه هایی منجر می شود تا مدیریت به جای انتخاب پروژه های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، پروژه هایی را انتخاب کند که ارزش شرکت را کاهش داده (پروژه های دارای ارزش فعلی خالص منفی)، شرکت را با چالش گزینش نادرست پروژه ها مواجه سازد (مکونیا^۱، ۲۰۱۸).

۴-۲. پیشینه تحقیق

هانی^۲ (۲۰۲۵) به بررسی تأثیر تغییر اقلیم بر کارایی سرمایه گذاری با توجه به نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر تعدیل کننده مؤثر بر این رابطه پرداخت. روش مطالعه بر رویکرد تحلیل محتوا با بررسی و تحلیل گزارش های مالی منتشر شده برای نمونه ای متشکل از (۳۷) شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مصر (EGX) با مجموع ۲۵۹ مشاهدات از سال ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۱ تکیه دارد. این مطالعه به این نتیجه رسید که تغییرات آب و هوایی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های فهرست شده مصر اثر منفی دارد. همچنین، شرکت های مصری با سطح بالای نگهداشت وجه نقد تمایل به سرمایه گذاری با نرخ بالاتری دارند. علاوه بر این، دارایی های نقدی در شرکت های فهرست شده مصری از رابطه منفی بین تغییرات آب و هوا و کارایی سرمایه گذاری حمایت می کند.

آدریانو و سلیمان^۳ (۲۰۲۴) به بررسی رابطه بین دارایی های نقدی شرکتی و کارایی سرمایه گذاری پرداختند. با استفاده از داده های شرکت های دولتی اندونزی در طول دوره کرونا که شامل ۲۳۵۰ مشاهدات سالانه شرکتی است، نتایج نشان می دهد که شرکت هایی که دارای ذخایر نقدی بزرگتری هستند، در طول بحران کووید-۱۹، بازده سرمایه گذاری کاهش یافته را تجربه می کنند. علاوه بر این، تأثیر منفی ذخایر نقدی قابل توجه بر کارایی سرمایه گذاری با حضور مدیران زن در هیئت مدیره تشدید می شود. با این حال، یافته ها همچنین نشان می دهد که مدیران زن می توانند اثرات نامطلوب ذخایر نقدی بیش از حد را بر کارایی سرمایه گذاری شرکت، به ویژه در طول چالش های اقتصادی پیش بینی نشده مانند همه گیری، کاهش دهند.

¹ Mkonya

² Hany

³ Ardianto, A., & Sulaiman,

شن^۱ و همکاران در سال ۲۰۱۵ در پژوهشی تحت عنوان تأثیر ارزش افزوده اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد در چین به بررسی شرکتهای دولتی و غیر دولتی پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که زمانیکه شرکت‌ها با مشکلات نمایندگی مواجه می‌شوند، ممکن است از وجه نقد سو استفاده کرده و مقدار بیشتری از وجه نقد مورد نیاز را ذخیره می‌کنند؛ که این عمل کاهش بازدهی سرمایه شرکت در نهایت به کاهش ارزش وجه نقد منتهی می‌شود. دولت در سال ۲۰۱۰ تصمیم گرفت ارزش افزوده اقتصادی را برای شرکت‌های دولتی اجباری کند. پس از سال ۲۰۱۰ ارزیابی ارزش افزوده اقتصادی بهبود پیدا کرد و در نتیجه افزایش قابل توجه وجه نقد را به دنبال داشت.

گائو^۲ و همکاران (۲۰۱۳) بر این باورند که شرکتهای دولتی نسبت به شرکتهای خصوصی، وجوه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند که این موضوع می‌تواند نشانگر بیشتر بودن مشکلات نمایندگی در شرکتهای دولتی باشد.

النجار^۳ (۲۰۱۳) با بررسی ۱۹۹۲ شرکت از کشورهای برزیل، روسیه، هند، چین و آمریکا طی دوره زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۸ به این نتیجه رسید که ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و اندازه شرکت از مهمترین عوامل تعیین کننده میزان نگهداشت وجه نقد هستند. وی همچنین به این نتیجه رسید که در کشورهای با حمایت ضعیف از سهامداران، میزان وجه نقد بیشتری نگهداری می‌شود.

آچاریا^۴ و همکارانش (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ی بین نگه داشت وجه نقد و ریسک اعتباری شدیداً مثبت است. راه حل این مسئله می‌تواند با محرک احتیاطی برای ذخیره وجه نقد تشریح شود.

چن^۵ و همکارانش (۲۰۱۲) نگهداشت وجه نقد در بازار چین پس از اصطلاحات سهام تقسیمی، کاهش یافت. این نشان می‌دهد برای شرکت‌ها با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر و محدودیت‌های مالی قوی‌تر قابل توجه تر است.

نیکولوف^۶ و ویت تد^۷ (۲۰۱۱) دریافتند که مشکلات نمایندگی حاصل از مصرف، بهتر از اندازه شرکت در توضیح تعادل نگهداشت وجه نقد است و مشکلات نمایندگی ناشی از اندازه شرکت از توضیح اندازه شرکت بهتر است.

حیدری و رجبی در پژوهشی به بررسی "ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی بر ارزش نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌ها" در فاصله زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ با نمونه آماری مشتمل بر ۱۷۲ شرکت پرداختند. با توجه به نتایج این پژوهش ارزش افزوده اقتصادی بر ارزش نگهداشت وجوه نقد شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد.

خیراللهی و همکاران (۱۳۹۳) پس از بررسی ۹۰ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران نگهداشت وجه نقد را در شرکت‌های با مدیریت سود واقعی در سطح بالا، کاهش می‌دهند، شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی در سطح ضعیف هستند، نسبت به شرکت‌هایی که از حاکمیت شرکتی قوی برخوردارند، دارای ارزیابی نگهداشت وجه نقد کمتری می‌باشند.

شوشتری و عباس زاده (۱۳۹۳) در پژوهشی رابطه بین اثر نگهداری وجوه نقد و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران با شاخص عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده را مورد

^۱ - SHEN

^۲ - GAO

^۳ - AL-NAJJAR

^۴ - ACHARYA

^۵ - CHEN

^۶ - NIKOLOV

^۷ - WHITED

بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق حاکی از این بود که بین اثر نگهداری وجه نقد و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت ها با شاخص عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه معناداری وجود ندارد. پیری و همکاران (۱۳۹۲) تجربه بیش از سه دهه فعالیت بورس اوراق بهین اثر نگهداری وجه نقد و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت ها دار تهران نشان داد که این نهاد نسبت به سیاست و راهبردهای دولتی به شدت تأثیر و آسیب پذیر است که منجر به افزایش ریسک سیستماتیک و تأثیر منفی آن بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت ها می گذارد. رهنمای رودپشتی و سروش یار (۱۳۹۲) با بررسی اطلاعات مالی ۷۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده توانایی تبیین ارزش شرکت را دارا نیستند، اما سود خالص، سود عملیاتی و ارزش افزوده بازار توانایی تبیین ارزش شرکت را دارند.

۳. چارچوب نظری فرضیه های پژوهش

شاخص ارزیابی ارزش افزوده اقتصادی که به عنوان پایه‌ی ارزیابی بازدهی حسابداری می تواند اضافه شود. ارزش افزوده اقتصادی بازدهی حسابداری پایه‌ای برابر است با سود اقتصادی منهای هزینه سرمایه‌ای که دربرگیرنده‌ی ارزش حقوق صاحبان سهام است. مدیریت اجرایی سه روش برای افزایش ارزش افزوده اقتصادی دارد. نخست اینکه آن‌ها می توانند تجارت و سرمایه‌ی فعلی خود را مؤثر کنند و درآمدهای عملیاتی را افزایش دهند (آدریانو و سلیمان^۱، ۲۰۲۴). دوم اینکه آن‌ها می توانند محتاط‌تر باشند و در بازه‌های سرمایه گذاری که بازگشت سرمایه بیش از هزینه‌ی سرمایه می شود کارآمد شوند. سوم آن‌ها می توانند کارایی عملیاتی سرمایه و حجم معاملات جاری را افزایش دهند. مدیریت اجرایی هم سود و هم ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می دهد. زمانی که درآمد عملیاتی افزایش یابد سرمایه مصرفی تحت تأثیر ارزش افزوده اقتصادی کاهش می یابد. نگهداشت وجه نقد شامل بخش بیشتری از سرمایه در گردش است. از این رو، نگهداشت وجه نقد و سرمایه گذاری از نکات کلیدی افزایش ارزش افزوده اقتصادی هستند. بر طبق فرض جدایی حقوق مدیریت اجرایی و مالک، مدیران اجرایی داخلی از قدرت کنترل ابقا برای تأثیر بر تصمیم گیری های نگهداشت وجه نقد و تشویق کردن سرمایه داران که از طریق نگهداشت وجه نقد غیر طبیعی بالا به ارزش سهامداران ضرر می رساند، استفاده می کنند (تاهرینا^۲، ۲۰۲۰).

افزایش نگهداشت وجه نقد دو تأثیر بر بازار سرمایه دارد، بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری که هر دو ارزش شرکت و نگهداشت وجه نقد را کاهش می دهد؛ بنابراین فرضیه اول خود را به شرح زیر نشان دادیم:

فرضیه ۱: سیاست ارزشگذاری ارزش افزوده اقتصادی باعث کاهش بیش (کم) سرمایه گذاری می شود.

ارزش شرکت با نگهداشت وجه نقد ناشی از بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری اغلب کاهش می یابد (ینسن، ۱۹۸۶). اگر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری بعد از ارزیابی کارایی ارزش افزوده اقتصادی بهبود یابد، سپس ارزش نگهداشت وجه نقد بهبود می یابد که ناشی از تلاش های مدیران که فعالانه یا منفعلانه فلسفه تجارت خود را بهبود می بخشند. دو راه برای بهبود ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. نخستین راه این است که بهره وری سرمایه کاهش یابد. دومین راه کاهش وزن هزینه سرمایه محاسبه شده از هزینه بدهی و حقوق صاحبان سهام است. وجه نقد نگهداشته شده بیشتر توسط شرکت، سرمایه در گردش را افزایش می دهد. بازده نقدی و حتی بازدهی نقدی منفی تقریباً صفر است.

¹ Ardianto, A., & Sulaiman,

² Taherinia

هزینه سرمایه، تحت همان شرایط وزنی مشابه باقی می ماند. وجه نقد نگهداشته شده ی بیشتر توسط شرکت، سرمایه در گردش بیشتر به هدر رفته است. هزینه سرمایه بالاتر، ارزش افزوده اقتصادی را کاهش می دهد.

گرچه نگهداشت وجه نقد، انگیزه ی معامله ای (میلر و آور^۱، ۱۹۶۶؛ مولیگان^۲، ۱۹۹۷) و نیز انگیزه ی احتیاطی (آپلر و همکاران^۳، ۱۹۹۹؛ ریددیک و ویتد^۴، ۲۰۰۹؛ باتس و همکاران^۵، ۲۰۰۹) دارد. میلر و آور (۱۹۶۶) انگیزه ی معامله ی نقد را پشتیبانی می کنند. مولیگان (۱۹۹۷) استدلال می کند که شرکت با توجه به انگیزه ی ذخیره ی هزینه در مقیاس اقتصادی، وجه نقد کمتری را ذخیره می کند. حامیان انگیزه ی احتیاطی معتقدند که زمانی که شرکت ها وارد بازار سرمایه می شوند، برای مقابله با موقعیت های غیر منتظره وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹؛ ریددیک و ویتد، ۲۰۰۹). اگر شرکت ها با خطراتی نظیر افزایش خطر گردش مالی مواجه شوند، میزان زیادی وجه نقد برای مقابله با این خطر ها نگهداری می کنند؛ بنابراین، مقدار مشخصی وجه نقد نگهداشته شده توسط شرکت، با فرصت های سرمایه گذاری بیشتر همراه است (تاهرینا^۶، ۲۰۲۰).

تحت فشار ارزیابی کارایی ارزش افزوده اقتصادی، مدیران به دنبال کاهش هزینه سرمایه و حفظ عملیات عادی تجارت هستند؛ بنابراین، هدف نهایی کنترل وجه نقد با هدف معقول برای بهبود ارزش شرکت و سود شخصی است. مدیریت وجه نقد می تواند تا حدی ارزش نگهداشت وجه نقد را افزایش دهد.

فرضیه ۲: ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزش گذاری عملکرد ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می دهد.

۴. روش شناسی پژوهش

از آنجایی که نتایج حاصل از پژوهش می تواند در فرآیند تصمیم گیری مورد استفاده قرار گیرد؛ پژوهش حاضر از نوع پژوهش های کاربردی است. از بعد فرایند نوع پژوهش چون از داده های کمی استفاده شده است از نوع کمی است؛ و از لحاظ آماری از نوع همبستگی است زیرا برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون لجستیک استفاده می شود. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای انتخاب حجم نمونه از روش غربالگری استفاده شده است. برای انتخاب شرکت ها هشت محدودیت در نظر گرفته شده است. تاریخ پذیرش آن ها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۸ باشد. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند باشد. سهام آن ها بیش از ۶ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. جزء شرکت های سرمایه گذاری (هلدینگ) و واسطه گری مالی (لیزینگ و بانک) و بیمه نباشند. در طی سال های مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد. در طی سال های مورد بررسی تغییر فعالیت نداده باشند. پس از در نظر گرفتن شرایط فوق در نهایت ۱۲۰ شرکت واجد شرایط به عنوان نمونه انتخاب گردیدند.

¹ - Miller and Orr

² - Mulligan

³ - Opler

⁴ - Riddick and Whitted

⁵ - Bates

⁶ Taherinia

۵. مدل رگرسیون و نحوه محاسبه متغیرها

مدل (۱)

$$\text{OVERINVEST} = \alpha_1 + \beta_1 \text{EVA}_t + \beta_2 \text{NI}_t + \beta_3 \text{CF}_t + \beta_4 \text{GROWTH}_t + \beta_5 \Delta \text{DEBT}_t + \beta_6 \Delta \text{EQUITY}_t + \beta_7 \text{LEV}_t + \varepsilon_t$$

مدل (۲)

$$\text{EVA} = \alpha_1 + \beta_{1t} \text{CASH} + \beta_2 \text{NI}_t + \beta_3 \text{CF}_t + \beta_4 \text{GROWTH}_t + \beta_5 \Delta \text{DEBT}_t + \beta_6 \Delta \text{EQUITY}_t + \beta_7 \text{LEV}_t + \varepsilon_t$$

ارزش افزوده‌ی اقتصادی برابر است با سود خالص عملیاتی هزینه‌های سرمایه‌ای. فرمول آن در زیر نوشته شده است:

(نرخ میانگین هزینه سرمایه * سرمایه تعدیل شده) - سود خالص عملیاتی = هزینه‌های سرمایه‌ای - سود خالص عملیاتی = EVA
سود عملیاتی خالص پس از مالیات در زیر محاسبه شده است:

$$(1 - 25\%) * (\text{درآمد غیر مترقبه تعدیل شده} - \text{هزینه بهره}) = \text{سود خالص} = \text{سود عملیاتی خالص پس از مالیات}$$

سرمایه تعدیل شده به روش زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{سرمایه تعدیل شده} = \text{میانگین حقوق صاحبان سهام} + \text{میانگین بدهی} - \text{میانگین هزینه‌های مالی}$$

بیش سرمایه گذاری: برای اندازه گیری مازاد سرمایه گذاری به طور عمده به مدل طرح شده توسط (ریچاردسون، ۲۰۰۶) مراجعه شده است. بر اساس این مدل سرمایه گذاری کل شامل سرمایه گذاری بدون ریسک و سرمایه گذاری جدید است.

سرمایه گذاری بدون ریسک برابر است با استهلاک انباشته دارایی ثابت و دارایی نامشهود تقسیم بر جمع دارایی‌ها. سرمایه گذاری جدید از کسر سرمایه گذاری بدون ریسک از سرمایه گذاری کل محاسبه می‌شود. سرمایه گذاری جدید به سرمایه گذاری جدید شامل سرمایه گذاری منتظره و غیر منتظره است. سرمایه گذاری منتظره مربوط به فرصت‌های رشد و سایر عوامل دیگر است. سرمایه گذاری غیر منتظره برابر است با سرمایه گذاری منتظره منهای کل سرمایه گذاری. باقی مانده E بیش سرمایه گذاری غیر منتظره است. علامت مثبت، مازاد سرمایه گذاری را نشان می‌دهد. بیش سرمایه گذاری بر اساس فرمول زیر محاسبه می‌شود.

مدل (۳)

$$\text{Overinvestment} = \alpha_1 + \beta \text{GROWTH} + \beta \text{CF} + \beta \Delta \text{DEBT} + \beta \Delta \text{EQUITY} + \beta \text{LEV} + \varepsilon$$

جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی: جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر جمع دارایی‌ها در پایان سال t

سطح نگهداشت وجه نقد: وجه نقد یا معادل وجه نقد تقسیم بر جمع دارایی‌ها در پایان سال t

سرمایه گذاری‌های جدید: سرمایه گذاری‌های جدید منهای سرمایه گذاری بدون ریسک

شاخص رشد: ارزش شاخص کیو توین

بدهی‌های جدید: جمع وام‌های جدید و اوراق قرضه دوره‌ی جاری تقسیم بر جمع دارایی‌ها

سرمایه حقوق صاحبان سهام جدید: سرمایه حقوق صاحبان سهام جدید در دوره‌ی جاری تقسیم بر جمع دارایی‌ها

اهرم بدهی: کل بدهی‌ها تقسیم بر جمع دارایی‌ها

۶. یافته های پژوهش

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده ی نقطه ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است؛ و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. با توجه به جدول ۱ میانگین نسبت ۱۳,۳۸ و مثبت است. این نشان می دهد که ارزش شرکت ها در دوره ی مورد بررسی روندی رو به رشد داشته است.

میانگین ارزش افزوده اقتصادی برابر ۸,۸ است. پژوهش های پیشین نشان دهنده ی اینست که ارزش افزوده مثبت نشان دهنده ی عملکرد مثبت مدیریت است.

میانگین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت ها ۰,۱۰۸ و میانگین سرمایه گذاری جدید ۰,۳۷ است. بدین معنی که شرکت ها تمایل بیشتری به نگهداری وجه نقد و سرمایه گذاری دارند. میانگین اهرم بدهی برابر ۰,۵۱ می باشد؛ یعنی ۵۱ درصد کل دارایی ها را بدهی ها تشکیل دادند.

به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. بیشترین انحراف معیار مربوط به ارزش افزوده اقتصادی ۲۱,۲۰ و کمترین انحراف معیار مربوط به تغییرات حقوق صاحبان سهام ۰,۱۴ می باشد که نشان می دهد نسبت ارزش افزوده اقتصادی دارای بیشترین نوسان و تغییرات حقوق صاحبان سهام دارای کمترین نوسان بوده است.

(۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
ارزش افزوده اقتصادی	۸,۸۰۳۸۹۳	۲,۷۸۳۱۹۱	۱۶۲,۴۴۰۵	-۵۶,۳۶۹۷۸	۲۱,۲۰۱۰۵
بیش سرمایه گذاری	۰,۶۰۶۱۶۶	۰,۴۴۰۳۳۷	۲۸,۷۹۵۰۴	-۳,۵۴۱۵۱۸	۱,۹۷۳۸۲۱
نگهداشت وجه نقد	۰,۱۰۸۹۲۴	۰,۰۴۰۵۶۰	۵,۳۳۹۹۸۴	۰,۰۰۰۷۰۲	۰,۳۶۹۷۴۲
شاخص رشد	۱۳,۳۸۵۰۴	۱۰,۴۴۴۲۴	۶۸,۶۲۱۸۸	۱,۲۸۳۷۲۳	۱۰,۱۶۴۲۹
اهرم بدهی	۰,۵۱۸۹۷۲	۰,۵۳۶۴۲۲	۰,۹۷۷۱۷۱	۰,۰۶۵۷۶۰	۰,۱۸۷۸۴۱
تغییرات بدهی	۰,۱۵۵۳۲۱	۰,۰۵۷۳۸۲	۱۵,۵۰۵۹۹	-۲,۷۵۹۵۸۱	۱,۲۷۱۶۳۹
تغییرات حقوق صاحبان سهام	۰,۰۶۸۰۰۰	۰,۰۶۰۸۴۸	۰,۴۹۷۷۸۱	-۱,۴۷۱۱۴۵	۰,۱۴۳۰۰۱
سرمایه گذاری جدید	۰,۳۷۳۵۵۰	۰,۳۷۹۶۵۹	۰,۸۱۶۷۷۸	-۲,۴۶۸۲۸۰	۰,۳۰۱۲۵۳
وجه نقد عملیاتی	۰,۲۳۷۴۲۳	۰,۱۲۵۰۳۴	۱۲,۷۵۷۶۸	-۲,۴۲۸۵۲۳	۰,۸۱۱۳۶۴

منبع: یافته های پژوهشگر

در این پژوهش برای بررسی ایستایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو^۱ استفاده شد که نتایج در جدول (۲) ارائه شده است:

¹ Levin, Lin, Cho

جدول ۲- نتایج آزمون لوین، لی و چو جهت بررسی مانایی متغیرها (در سطح متغیر)

متغیر	آماره χ^2 لوین، لین و چو	سطح معناداری	نتیجه آزمون
ارزش افزوده اقتصادی	-۱۹.۶۳۵	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
بیش سرمایه گذاری	-۱۱.۶۲۳	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
نگهداشت وجه نقد	-۷۱.۰۶۵	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
شاخص رشد	-۳۶.۵۹۳	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
اهرم بدهی	-۱۶.۰۵۲	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
تغییرات بدهی	-۱۶.۸۴۶	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
تغییرات حقوق صاحبان سهام	-۲۳.۲۵۲	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
سرمایه گذاری جدید	-۳۳.۶۵۲	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر
وجه نقد عملیاتی	-۱۹.۶۵۸	۰,۰۰۰	ایستا در سطح متغیر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون لوین، لین و چو نشان می‌دهد که همه متغیرهای به کار رفته در این پژوهش در سطح ۹۵ درصد ایستا هستند. با توجه به اینکه متغیرهای پژوهش در سطح متغیر ایستا می‌باشند؛ بنابراین نیازی به انجام آزمون هم انباشتگی نمی‌باشد.

نتایج آزمون F لیمر برای الگوی تحقیق در جدول شماره (۳) آمده است:

جدول ۳- آزمون F لیمر

مدل	احتمال F	F محاسبه شده	نتیجه ی آزمون
اول	۰,۰۰۰	۱۰,۸۲۷	رد فرضیه صفر
دوم	۰,۰۲۳	۱,۲۹۱	رد فرضیه صفر

همان گونه که در جدول دیده می‌شود، نتایج آزمون چاو نشان می‌دهد احتمال به دست آمده برای آماره ی F کوچکتر از ۵ درصد است، پس برای آزمون مدل‌ها، داده‌ها به صورت پانلی مورد استفاده قرار گرفته است؛ و برای تعیین این که برای تخمین پارامترهای مدل، از مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از این آزمون در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

جدول ۴- آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

مدل	سطح معناداری	آماره هاسمن	نتیجه ی آزمون
اول	۰,۰۱۸	۱۶,۸۵۱	رد فرضیه صفر
دوم	۰,۰۰۰	۱۵۱,۷۳۱	رد فرضیه صفر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

از آن جا که p-value آزمون هاسمن برای هر دو مدل کوچکتر از ۰/۰۵ شد، بنابراین فرض صفر آزمون هاسمن رد نمی‌شود و باید برای تخمین پارامترهای معادله رگرسیون چند متغیره پژوهش، از مدل اثرات ثابت استفاده نمود.

۱-۶. همسانی واریانس‌ها

در این تحقیق، برای تشخیص همسانی واریانس از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) استفاده شده که نتایج آن در جدول (۵) نشان داده شده است:

جدول ۵- نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی برای شناسایی همسانی واریانس

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره χ^2	سطح معناداری	نتیجه آزمون
اول	ناهمسانی واریانس وجود ندارد	۲۰۳,۰۷۶۰	۰,۰۰۰	H_0 رد می‌شود
دوم		۱۴۸۲,۰۹۸	۰,۰۰۰	H_0 رد می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به این نگاره، مدل رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. لذا به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) برای برآورد مدل استفاده شده است.

۲-۶. همخطی مرکب

در این پژوهش برای بررسی وجود همخطی بین متغیرهای مدل از آماره عامل تورم واریانس^۱ "VIF" استفاده شده و زمانی که عامل تورم واریانس کوچک‌تر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود همخطی بین متغیرهای مدل است. نتایج آزمون هم‌خطی برای مدل پژوهش به شرح جدول شماره (۶) می‌باشد:

جدول ۶- نتایج آزمون بررسی همخطی بین متغیرها

مدل	متغیر	VIF
مدل اول	ارزش افزوده اقتصادی	۱.۰۳۷۵
	سرمایه گذاری جدید	۱.۲۴۲
	وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۱.۴۱۹
	درصد تغییرات بدهی	۱.۷۶۷
	درصد تغییرات صاحبان سهام	۱.۶۹۸
	اهرم بدهی	۱.۱۳۲
مدل دوم	سطح نگهداشت وجه نقد	۱.۱۸۲
	سرمایه گذاری جدید	۱.۰۳۹۰
	وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۱.۲۵۸
	درصد تغییرات بدهی	۱.۴۵۶
	درصد تغییرات صاحبان سهام	۱.۸۵۳
	اهرم بدهی	۱.۱۷۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همچنین در این مطالعه برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری^۲ استفاده شده است که نتایج حاصل از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری نشان داد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F ، در هر دو مدل پژوهش بیشتر ۵٪ می‌باشد بنابراین می‌توان فرض صفر را در مدل‌ها تأیید کرد لذا می‌توان گفت که فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در مدل‌های پژوهش برقرار است.

1 - Variance Inflation Factor

2 - Breusch-Godfrey

جدول ۷- نتایج برآورد مدل اول با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰.۱۹۸	۰.۰۷۱	۲.۸۱۱	۰.۰۰۶
ارزش افزوده اقتصادی	-۰.۲۲۵	۰.۰۴۹	-۴.۶۰۵	۰.۰۰۰
سرمایه گذاری جدید	۰.۰۳۷	۰.۰۱۵	۲.۴۲۳	۰.۰۱۷
وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۰.۱۵۷	۰.۰۲۸	۵.۵۳۶	۰.۰۰۰
درصد تغییرات بدهی	-۰.۷۴۹	۰.۹۹۴	-۰.۷۵۴	۰.۴۵۲
درصد تغییرات صاحبان سهام	۰.۱۷۴	۰.۰۵۹	۲.۹۴۹	۰.۰۰۴
اهرم بدهی	۰.۱۶۲	۰.۰۶۷	۲.۴۰۵	۰.۰۱۸
آماره دوربین واتسن	۲.۰۴۶			
ضریب تعیین	۰.۴۳۱			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۰۴			
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	(۰.۰۰۱) ۳,۲۲۸			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقادیر بدست آمده در جدول (۷)، چون میزان دوربین واتسون ۲,۰۴ می‌باشد، در نتیجه عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، ۴۳ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار آماره F مدل رگرسیونی برابر با ۳,۲۲۸ در سطح معناداری صفر می‌باشد که نشان می‌دهد معناداری کل مدل برازش شده تایید می‌گردد.

سطح معنی داری متغیر سیاست ارزشگذاری ارزش افزوده اقتصادی کوچکتر از سطح خطاست، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره t مربوط به این متغیر نشان دهنده این است سیاست ارزشگذاری ارزش افزوده اقتصادی بر بیش (کم) سرمایه گذاری تأثیر معناداری دارد. در خصوص ضریب که برابر ۰,۲۲- گردید می‌توان بیان داشت به ازای هر واحد افزایش در سیاست ارزشگذاری ارزش افزوده اقتصادی؛ بر بیش (کم) سرمایه گذاری ۰,۲۲ واحد کاهش می‌یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر منفی می‌باشد، لذا با افزایش (کاهش) سیاست ارزشگذاری ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های مورد مطالعه، بر بیش (کم) سرمایه گذاری کاهش (افزایش) می‌یابد.

جدول ۸- نتایج برآورد مدل دوم با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰.۲۴۶	۰.۰۶۷	۳.۶۷۲	۰.۰۰۰
سطح نگهداشت وجه نقد	۰.۲۳۶	۰.۰۴۵	۵.۲۴۴	۰.۰۰۰
سرمایه گذاری جدید	-۰.۱۸۵	۰.۰۳۶	-۵.۱۳۹	۰.۰۰۰
وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	-۰.۱۹۶	۰.۰۳۸	-۵.۱۵۸	۰.۰۰۰
درصد تغییرات بدهی	۰.۰۳۹	۰.۰۱۷	۲.۲۹۴	۰.۰۲۳

۰.۰۰۰	۵.۷۹۳	۰.۰۲۹	۰.۱۶۸	درصد تغییرات صاحبان سهام
۰.۴۲۹	-۰.۷۹۲	۰.۹۴۸	-۰.۷۵۱	اهرم بدهی
۲,۰۱۲				آماره دوربین واتسن
۰,۵۱۲				ضریب تعیین
۰,۴۹۵				ضریب تعیین تعدیل شده
(۰,۰۰۱) ۳,۳۸۹				آماره F فیشر (سطح معنی داری)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقادیر بدست آمده در جدول (۸)، چون میزان دوربین واتسون ۲,۰۱ می‌باشد، در نتیجه عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، ۵۱ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار آماره F مدل رگرسیونی برابر با ۳,۳۸۹ در سطح معناداری صفر می‌باشد که نشان می‌دهد معناداری کل مدل برازش شده تایید می‌گردد.

سطح معنی داری متغیر سطح نگهداشت وجه نقد کوچکتر از سطح خطاست، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره t مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که سطح نگهداشت وجه نقد بر ارزش‌گذاری ارزش افزوده اقتصادی تأثیر معناداری دارد. در خصوص ضریب که برابر ۰,۲۳ گردید می‌توان بیان داشت به ازای هر واحد افزایش در سطح نگهداشت وجه نقد؛ ارزش‌گذاری ارزش افزوده اقتصادی ۰,۲۳ واحد افزایش می‌یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مثبت می‌باشد، لذا با افزایش (کاهش) سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های مورد مطالعه، ارزش‌گذاری ارزش افزوده اقتصادی افزایش (کاهش) می‌یابد.

۷. بحث و نتیجه‌گیری

نگهداشت وجه نقد، ارزش افزوده اقتصادی و کم سرمایه‌گذاری یا بیش سرمایه‌گذاری از عوامل مهم ارزیابی شرکت‌ها هستند. برخی از پژوهش‌های خارجی صورت گرفته، بیانگر آنست که برای شرکت‌های با ارزش افزوده اقتصادی بالا، بیش (کم) سرمایه‌گذاری کمتر رخ می‌دهد. همچنین نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت دارد. این پژوهش در پی آن بود که با استفاده از روش‌های علمی چگونگی تأثیر ارزش افزوده اقتصادی و نگهداشت وجه نقد، کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری را بررسی نماید. در همین راستا متغیرهای ارزش افزوده اقتصادی، نگهداشت وجه نقد، کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به عنوان متغیرهای مستقل و وابسته انتخاب شدند. فرضیه یک بیان می‌کند که سیاست ارزش‌گذاری ارزش افزوده اقتصادی باعث کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌شود. بر اساس نتایج به دست آمده می‌توان گفت بین ارزش افزوده اقتصادی و بیش (کم) سرمایه‌گذاری رابطه منفی معنادار وجود دارد؛ یعنی افزایش ارزش افزوده اقتصادی موجب کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌شود. نتایج این پژوهش با پژوهش‌شن و همکاران (۲۰۱۵)، فنگ وی و لی کی (۲۰۱۳)، ژانگ و لی کی (۲۰۱۲) مطابق است. در فرضیه دو بیان شده ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزش‌گذاری عملکرد ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می‌دهد. مطابق با نتایج بدست آمده از فرضیه دوم می‌توان گفت بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی رابطه مثبت معنادار وجود دارد؛ یعنی افزایش سطح نگهداشت وجه نقد موجب افزایش ارزش افزوده اقتصادی می‌شود. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌شن و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک معیار کلیدی در ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها، تأثیر قابل توجهی بر کاهش بیش سرمایه گذاری دارد. بیش سرمایه گذاری به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن شرکت‌ها منابع مالی خود را به طور ناکارآمد و در پروژه‌های کم سود یا زیان‌ده تخصیص می‌دهند که می‌تواند منجر به کاهش بازده سرمایه گذاری و آسیب به عملکرد مالی شرکت شود. در این راستا، ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک ابزار مدیریتی مؤثر، به مدیران کمک می‌کند تا تصمیمات بهتری در زمینه تخصیص منابع و انتخاب پروژه‌ها اتخاذ کنند. تحلیل‌های انجام شده در این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که ارزش افزوده اقتصادی مثبت دارند، معمولاً از توانایی بیشتری در شناسایی و انتخاب پروژه‌های سودآور برخوردارند (سوپار^۱ و همکاران، ۲۰۱۸). این شرکت‌ها با تمرکز بر ایجاد ارزش افزوده، می‌توانند از سرمایه گذاری در پروژه‌های کم سود یا زیان‌ده اجتناب کنند و به این ترتیب، خطر بیش سرمایه گذاری را کاهش دهند. ارزش افزوده اقتصادی به مدیران این امکان را می‌دهد که عملکرد مالی پروژه‌ها را به طور دقیق‌تری ارزیابی کنند و در نتیجه، تصمیمات بهتری در زمینه ادامه یا توقف پروژه‌ها اتخاذ نمایند. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که استفاده از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک معیار عملکرد می‌تواند به بهبود شفافیت و پاسخگویی در فرآیندهای تصمیم‌گیری کمک کند. این شفافیت به مدیران این امکان را می‌دهد که به طور مؤثرتری منابع مالی را تخصیص دهند و از سرمایه گذاری در پروژه‌هایی که بازده کافی ندارند، جلوگیری کنند (الیاس^۲ و همکاران، ۲۰۲۲). به علاوه، این رویکرد می‌تواند به افزایش اعتماد سرمایه گذاران و ذینفعان به عملکرد مالی شرکت‌ها منجر شود. مقایسه نتایج این تحقیق با مطالعات پیشین نشان می‌دهد که در حالی که بسیاری از تحقیقات به تأثیرات مستقیم ارزش افزوده اقتصادی بر عملکرد مالی پرداخته‌اند، این تحقیق به طور خاص بر ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و کاهش بیش سرمایه گذاری تمرکز کرده است. این رویکرد جدید به درک عمیق‌تری از چگونگی تأثیر ارزش افزوده اقتصادی بر تصمیمات مالی و استراتژیک شرکت‌ها کمک می‌کند و می‌تواند به عنوان یک چارچوب مفهومی برای مدیران و سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه مورد استفاده قرار گیرد (هانی^۳، ۲۰۲۵). در نهایت، این تحقیق به اهمیت توجه به ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک ابزار مدیریتی در کاهش بیش سرمایه گذاری تأکید می‌کند. با توجه به نتایج به دست آمده، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها به ویژه در شرایط اقتصادی ناپایدار، بر روی بهبود ارزش افزوده اقتصادی خود تمرکز کنند تا بتوانند به بهینه‌سازی منابع مالی و کاهش خطرات مرتبط با بیش سرمایه گذاری دست یابند. این رویکرد نه تنها به بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها کمک می‌کند، بلکه می‌تواند به افزایش رقابت پذیری آن‌ها در بازار نیز منجر شود.

از سوی دیگر نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد به عنوان یک عامل کلیدی در بهبود ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها نقش بسزایی دارد. وجه نقد به عنوان منبعی حیاتی برای تأمین مالی عملیات روزمره و سرمایه گذاری‌های استراتژیک، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد که در مواقع بحرانی و ناپایداری‌های اقتصادی، انعطاف پذیری بیشتری داشته باشند. شرکت‌هایی که قادر به نگهداشت وجه نقد کافی هستند، می‌توانند از فرصت‌های سرمایه گذاری به موقع بهره‌برداری کنند و در نتیجه، ارزش افزوده بیشتری ایجاد نمایند (چن^۴ و همکاران، ۲۰۲۳).

¹ Supar² Ilyas³ Hany⁴ Chen

تحلیل‌های انجام‌شده در این تحقیق نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد به‌طور مستقیم بر توانایی شرکت‌ها در ایجاد ارزش افزوده اقتصادی مثبت تأثیر می‌گذارد. شرکت‌هایی که وجه نقد کافی دارند، می‌توانند به‌راحتی در پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری کنند و از هزینه‌های اضافی ناشی از تأمین مالی خارجی یا وام‌گیری جلوگیری نمایند. این امر نه تنها به کاهش هزینه‌های مالی منجر می‌شود، بلکه می‌تواند به افزایش بازده سرمایه‌گذاری و در نهایت به بهبود ارزش افزوده اقتصادی کمک کند. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد می‌تواند به بهبود شفافیت و پاسخگویی در فرآیندهای مالی شرکت‌ها منجر شود. شرکت‌هایی که به‌طور مؤثر وجه نقد خود را مدیریت می‌کنند، معمولاً از اعتبار بیشتری در میان سرمایه‌گذاران و ذینفعان برخوردارند. این اعتبار می‌تواند به جذب سرمایه‌گذاران جدید و افزایش ارزش بازار شرکت منجر شود که به نوبه خود به افزایش ارزش افزوده اقتصادی کمک می‌کند. مقایسه نتایج این تحقیق با مطالعات پیشین نشان می‌دهد که در حالی که بسیاری از تحقیقات به تأثیرات مستقیم ارزش افزوده اقتصادی بر عملکرد مالی پرداخته‌اند، این تحقیق به‌طور خاص بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد و افزایش ارزش افزوده اقتصادی تمرکز کرده است. این رویکرد جدید به درک عمیق‌تری از چگونگی تأثیر مدیریت نقدینگی بر عملکرد مالی و استراتژیک شرکت‌ها کمک می‌کند و می‌تواند به‌عنوان یک چارچوب مفهومی برای مدیران و سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه مورد استفاده قرار گیرد. در نهایت، این تحقیق به اهمیت توجه به نگهداشت وجه نقد به‌عنوان یک ابزار مدیریتی در افزایش ارزش افزوده اقتصادی تأکید می‌کند. با توجه به نتایج به‌دست آمده، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها به‌ویژه در شرایط اقتصادی ناپایدار، بر روی بهینه‌سازی مدیریت نقدینگی خود تمرکز کنند تا بتوانند به بهبود ارزش افزوده اقتصادی و افزایش ارزش سهامداران دست یابند. این رویکرد نه تنها به بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها کمک می‌کند، بلکه می‌تواند به افزایش رقابت‌پذیری آن‌ها در بازار نیز منجر شود.

برای کاهش بیش‌سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود که مدیران به‌طور منظم و سیستماتیک از ارزش افزوده اقتصادی به‌عنوان یک معیار کلیدی در ارزیابی عملکرد پروژه‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده کنند. این رویکرد شامل ایجاد یک چارچوب تحلیلی برای شناسایی و ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بر اساس توانایی آن‌ها در ایجاد ارزش افزوده اقتصادی مثبت است. همچنین، شرکت‌ها باید فرآیندهای تصمیم‌گیری خود را به گونه‌ای طراحی کنند که شامل ارزیابی دقیق هزینه‌ها و منافع هر پروژه باشد و از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم‌سود یا زیان‌ده اجتناب کنند. برگزاری جلسات دوره‌ای برای بررسی عملکرد پروژه‌ها و تطابق آن‌ها با اهداف استراتژیک شرکت نیز می‌تواند به مدیران کمک کند تا به‌موقع تصمیمات لازم را اتخاذ کنند و از بروز بیش‌سرمایه‌گذاری جلوگیری نمایند. این اقدامات نه تنها به بهینه‌سازی تخصیص منابع مالی کمک می‌کند، بلکه می‌تواند به افزایش ارزش افزوده اقتصادی و بهبود عملکرد کلی شرکت منجر شود.

برای افزایش ارزش افزوده اقتصادی از طریق بهینه‌سازی نگهداشت وجه نقد، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها یک استراتژی جامع مدیریت نقدینگی را پیاده‌سازی کنند که شامل ارزیابی دقیق نیازهای نقدی و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی باشد. این استراتژی باید شامل تعیین سطوح بهینه‌ای از وجه نقد باشد که شرکت برای تأمین نیازهای عملیاتی و سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک خود نیاز دارد. همچنین، شرکت‌ها می‌توانند از ابزارهای مالی مانند مدیریت موجودی و بهینه‌سازی حساب‌های دریافتی و پرداختی استفاده کنند تا نقدینگی خود را به حداکثر برسانند. برگزاری جلسات منظم برای بررسی و تحلیل عملکرد نقدینگی و تأثیر آن بر ارزش افزوده اقتصادی نیز می‌تواند به مدیران کمک کند تا

تصمیمات بهتری در زمینه تخصیص منابع و سرمایه گذاری اتخاذ کنند. در نهایت، آموزش و توانمندسازی تیم مالی در زمینه مدیریت نقدینگی و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی می تواند به بهبود فرآیندهای تصمیم گیری و افزایش ارزش افزوده اقتصادی کمک کند. این رویکرد نه تنها به بهینه سازی استفاده از وجه نقد کمک می کند، بلکه می تواند به افزایش بازده سرمایه گذاری و بهبود عملکرد کلی شرکت منجر شود.

این تحقیق همانند هر گونه تحقیق کمی دیگر دارای محدودیت های زیر می باشد:

- ۱- این پژوهش تنها شرکت هایی را مورد بررسی قرار داده است که در محدوده ی جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس قرار دارند و این مساله می تواند تعمیم نتایج خارج از بورس را دچار محدودیت نماید.
- ۲- اثرات ناشی از تفاوت سود حساب در اندازه گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر سود متغیرهای محاسبه شده در پژوهش قابل اندازه گیری نباشد و تعدیلی از این بابت در پژوهش نمی توان انجام داد.
- ۳- وجود برخی شرایط نظیر حوادث غیر مترقبه و شرایط سیاسی که بر شرکت ها (در حالت خرد) و بر کشور (در حالت کلان) مؤثر هستند، در پژوهش حاضر در نظر نشده اند. لذا در تعمیم تحقیق باید دقت کرد.
- ۴- وقفه های معاملاتی در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است، لذا محاسبات بازدهی شرکت در مقایسه با شرکت های بدون وقفه قابلیت اتکای کمتری دارد.

منابع و مآخذ

- پاشنا، س. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، ارزش افزوده سهامدار (SVA) و ارزش افزوده بازار (MVA) در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه ارشد دماوند.
- خواجوی، ش؛ بایزیدی، اجبار زاده کنگرلویی، س. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و میزان نگهداری داراییهای نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۹، ۱۶-۸۸.
- رازقی، سیده غزاله و امیرحسینی، زهرا. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین بهبود نگهداشت وجه نقد و ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی. راهبرد مدیریت مالی، ۴(۱۲)، ۱۲۳-۱۳۹.
- عباس زاده، م. اسد پرور، م. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر نرخ رشد سرمایه فکری بر نرخ رشد ارزش افزوده اقتصادی آتی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. دومین همایش ملی رویکردی بر حسابداری، مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی فومن. ۲۳ مرداد.
- لاری، م. بیگی، ب. ملازاده، م. (۱۳۹۳). بررسی تطبیقی عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت های خصوصی و شرکت های دارای مالکیت دولتی در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری و علوم اجتماعی رشت. ۳۱ خرداد.
- مهاجر، امیر و چهار محالی، علی اکبر. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سطح نگهداشت وجوه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران / دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. ۸(۳۰)، ۵۹-۷۲.
- یزدانی، م. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر چرخه عمر واحد تجاری بر نگهداشت وجه نقد و کیفیت سود. پایان نامه کارشناسی ارشد. پردیس بین الملل دانشگاه فردوسی مشهد.

Ardianto, A., & Sulaiman, N. A. (2024). Corporate Cash Holdings and Investment Efficiency: Do Women Directors and Financial Crisis Matter?. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(7), 311.

Bin Khidmat, W., Wang, M., & Awan, S. (2019). The value relevance of R&D and free cash flow in an efficient investment setup: Evidence from Chinese A-listed firms. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 95-111.

- Chen, X., Chen, W., Hu, T., Yang, B., & Zeng, J. (2023). Regional carbon efficiency and corporate cash holdings: evidence from China. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 1-11.
- Dong, X., & Qi, J. (2018, August). How the economic value added influences on the over-investment behavior of enterprises-based on the data of A-share SOEs. In *2018 5th International Conference on Industrial Economics System and Industrial Security Engineering (IEIS)* (pp. 1-7). IEEE.
- Hany, R. (2025). Climate Change and Investment Efficiency in Egyptian Firms: The Moderating Effect of Cash Holding. *Scientific Journal of Financial and Commercial Studies and Research*, 6(1), 589-623.
- Ilyas, M., Mian, R. U., & Safdar, N. (2022). Institutional investors and the value of excess cash holdings: empirical evidence from Pakistan. *Managerial Finance*, 48(1), 158-179.
- Supar, S. J. B., Bujang, I., & Hakim, T. A. (2018). Effect of cash holding towards firm's efficiency: Moderating effect of earning quality. In *Proceedings of the 2nd Advances in Business Research International Conference: ABRIC2016* (pp. 123-133). Springer Singapore.
- Taherinia, M. (2020). The Impact of Investment Inefficiency and Cash Holding on CEO Turnover. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 5(4), 469-478.
- Thao, N. T. T. (2024). A Study on Cash Holdings and Firm Value in Listed Insurance Companies on the Vietnamese Stock Market. *International Journal of Advanced Multidisciplinary Research and Studies*, 4(1), 668-671.
- Ying, J. (2024, April). A Study on Relationship between Digital Transformation, Excess Cash Holdings and Investment Efficiency. In *Proceedings of the International Conference on Decision Science & Management* (pp. 28-36).

Analyzing the role of economic value added on cash holdings and overinvestment in the Iranian capital market

Majid Ghaderi Rahaghi¹
Hossein Jahanbakhsh Rostami²
Milad Jahanbakhsh Rostami³

Abstract

Economic value added, as a measure for measuring a company's financial performance, indicates its ability to create more value than investment costs. In this regard, companies that are able to produce positive economic value added usually have a greater ability to hold cash, because these companies can manage their financial resources more effectively and, in this way, provide the necessary liquidity for future investments. Domestic literature has not been able to link these two aspects so far; therefore, this study examines the relationship between the assessment of economic value added, the value of cash holdings and over(under)investment among companies on the Tehran Stock Exchange during the period 2019 to 2023. The research method is correlational and is based on information from companies listed on the Stock Exchange, which is extracted from various sources, including the Rahavard Novin software, the stock exchange website, and the companies' financial statements. The results of the tests show that the economic value added valuation policy reduces over(under)investment. Also, the value of cash holdings increases the valuation of the economic value added performance. Based on the results obtained, companies that have better financial performance and report higher economic value added are usually more attractive to investors. This can lead to increased foreign and domestic investments and, as a result, provide more financial resources for new projects. On the other hand, by using economic value added, companies can better manage the risks associated with their investments. This criterion helps them to select projects that not only have high returns, but also have lower risks.

Keywords

Economic value added, cash holdings, overinvestment, underinvestment

¹ Assistant Professor, Accounting Department, Vocational Technical University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

¹ Master of Science, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

³ Master's degree, Auditing, Ramsar Azad University. Iran.