

تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت و بحران مالی بر سرریز ریسک مالی

۱ عفت احمدی زاده، حبیب امیربیک لنگرودی^{۲*}

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت بازرگانی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

^۲ استادیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (عهده‌دار مکاتبات)

تاریخ دریافت: آبان ۱۳۹۸، اصلاحیه: دی ۱۳۹۸، پذیرش: بهمن ۱۳۹۸

چکیده

در پژوهش حاضر تاثیر سطح نگه داشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت های بخش مالی به شرکت های بخش غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت. هدف این پژوهش بررسی شواهد تجربی موجود و تعیین میزان انطباق واقعیت های موجود با مبانی نظری مطرح در زمینه ارتباط سرریز ریسک و وجه نقد نگهداری شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش شناسی پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی و از لحاظ نحوه گردآوری اطلاعات از نوع آرشیوی است. جامعه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و با استفاده از روش غربالگری سیستماتیک، ۱۳۶ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد. قلمروی زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۵ به مدت ۱۲ سال است. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیات با استفاده از تلفیق داده های ترکیبی بوده و از روش رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده (پانل دیتا) استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه ها بیانگر وجود رابطه معنی دار سطح نگه داشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت های بخش مالی به شرکت های بخش غیر مالی است.

واژه های اصلی: ریسک، سرریز ریسک، بحران مالی، سطح نگهداشت وجه نقد.

۱- مقدمه

عملکرد بهتر در این گونه بازار ها داشته باشند اهمیت پیدا کرده است. یکی از این متغیر ها، سطح نگهداشت وجه نقد می باشد. این پژوهش، از چندین جنبه می تواند دانش افزایشی داشته باشد، اولاً، رابطه بین بخش مالی و غیر مالی اقتصاد و ریسک مازاد در بازار سرمایه ارزیابی می شود. ثانیاً، در این پژوهش، ریسک مازاد در سطح شرکت بررسی و اندازه گیری می شود. در نهایت رابطه بین ریسک مازاد و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها بررسی می شود.

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین سرریز ریسک و سطح وجه نقد نگهداری شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش درصدد است به بررسی شواهد تجربی موجود پرداخته و بدین ترتیب میزان انطباق واقعیت های موجود بانظرات و دلایل مطرح در زمینه ارتباط سرریز ریسک و وجه نقد نگهداری شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کند و با این هدف که یافته های این پژوهش بتواند به سهامداران، مدیران شرکت ها، تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار در تحلیل طرح های سرمایه گذاری در دارایی مالی و اوراق بهادار یاری رساند؛ زیرا لحاظ این عوامل

چپو و همکاران (۲۰۱۶)^۱، شواهدی را ارائه می کنند که ریسک مازاد بخش مالی، به بخش غیر مالی سرریز می شود، و در دوره هایی که اقتصاد ضعیف می باشد، ریسک مازاد سرریز شده، شدیدتر می باشد. منظور از سرریز ریسک مازاد بخش مالی به غیر مالی، انتقال ریسک از شرکت ها و واحدهای مالی مثل بانک و صندوقها به سایر شرکتها غیر مالی است. در این پژوهش، یک جنبه ریسک مازاد، به عنوان جهش های منفی شدید در قیمت های سهام بخش مالی در ارتباط با کاهش شدید در قیمت های سهام شرکت های سایر بخش ها می باشد. این رابطه به عنوان اثر سرریز در نظر گرفته می شود [۵۱]. به پیروی از چپو و همکاران (۲۰۱۶)، سرریز ریسک مازاد، به عنوان تعداد تکرار بازده روزانه منفی شدید در شرکت های بخش غیر مالی، مشروط به رخداد بازده روزانه منفی شدید در شرکت های بخش مالی، تعریف شده است. با گسترش بازارهای جهانی و تسهیل در مبادلات بین المللی بررسی متغیرهایی که می تواند در توانایی شرکت ها برای

^۱ Chiu
*amirbeyki@yahoo.com

مالی بر اقتصاد به صورت گسترده مورد بررسی قرار گرفته است. به عنوان مثال، افزایش در بازده سهام [۲۰] کاهش در سرمایه‌گذاری بخش صنعت [۲۳]، افزایش در نوسان پذیری بازار سهام [۵۲]. اما با این وجود، آشفتگی در بخش مالی و تاثیر آن بر ریسک مازاد شرکت‌ها، موضوعی بوده که کمتر مورد توجه قرار گرفته است [۵۰]. یکی از راه‌های محتمل سرریز ریسک مازاد این است که، طی بحران‌های اقتصادی، ممکن است قیمت‌های سهام، پایین‌تر از ارزش بنیادی آنها باشد. بنابراین نگهداشت اوراق بهادار، منجر به زیان می‌شود. اگر در این میان شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی نیز مواجه باشند، منجر به بازده منفی شدیدتری نیز می‌شوند. از این رو، منجر به چولگی منفی و کشیدگی بالاتر، در توزیع بازده سهام می‌شود [۲۲].

شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، به آسانی به وجه نقد دسترسی دارند و سرمایه‌گذاران این شرکت‌ها بر روی میزان وجه نقد چنین شرکت‌هایی (شرکت‌های بدون محدودیت مالی) به دلیل هزینه‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد (اثرات مالیاتی و هزینه‌های نمایندگی) تمرکز زیادی نمی‌کنند [۵۱]. با توجه به مطالب ذکر شده مساله اصلی پژوهش این است که آیا سطح نگهداشت وجه نقد و بحران مالی، بر میزان ریسک مازاد سرریز شده از واحدهای مالی بر واحدهای غیر مالی تاثیر معناداری دارد؟

۳- چهارچوب نظری و مروری بر پیشینه‌های پژوهش

وجه نقد، از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است مهمترین عامل سلامت اقتصادی این واحدها، ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، است [۴]. معمولاً بخش قابل توجهی از دارایی شرکت‌ها به صورت وجه نقد یا اوراق بهادار قابل معامله نگهداری میشود و این نسبت در اکثر موارد بین ۸ تا ۲۲ درصد متغیر است [۳۱، ۳۷، ۴۰، ۴۵، ۴۶]. انگیزه حفظ و نگهداری مازاد وجه نقد در چارچوب نظریه‌های داد و ستد (مبادله) و نمایندگی قابل توجیه است و در این زمینه، نظریه داد و ستد دارای بیشترین شواهد تجربی است [۴۶]. شرکت‌های دارای مانده زیاد وجه نقد غالباً از طرف سرمایه‌گذاران نهادی برای برگشت سرمایه به سهامداران تحت فشار قرار دارند زیرا ممکن است انباشت وجه نقد، مدیران را به انجام فعالیت‌های کاهنده ارزش ترغیب نماید [۳۷]. بسیاری از مطالعات این دیدگاه را حمایت می‌کنند که، نگهداشت وجه نقد، شرکت‌های دارای محدودیت مالی را بوسیله کاهش هزینه‌های تامین مالی خارجی، و کاهش کمبود منابع مالی مورد نیاز برای حمایت از سرمایه‌گذاران باارزش منتفع می‌سازد. بنابراین افزایش ارزش شرکت بوسیله افزایش قیمت سهام را در پی دارد [۵۱]. به این دلیل که هنگامی که بخش مالی دارای آشفتگی (بحران) باشد، هزینه‌های تامین مالی بالاتر است، برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی نگهداشت وجه نقد ممکن است در مقابل تاثیر معکوسی که از بحران مالی ناشی می‌شود به عنوان یک سپر عمل کند.

مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه یا کمینه ریسک و بیشترین بازدهی می‌گردد ضمن اینکه محیط تصمیم‌گیری و نتایج حاصله را دوچندان میکند. نتایج این تحقیق وجود یا عدم وجود رابطه و همچنین جهت رابطه وجوه حاصل از آزمون سرریز ریسک از بخش مالی به بخش غیر مالی و همچنین تاثیر محدودیت شرکت در دستیابی به تامین مالی بر این رابطه را نشان خواهد داد.

این تحقیق بر اساس هدف از نوع کاربردی است و داده‌های آن با استفاده از رویکرد گذشته نگر (از طریق اطلاعات گذشته) به بررسی تاثیر سرریز ریسک و وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در تحقیق حاضر با توجه به ماهیت موضوع و روش تحقیق، جهت گردآوری داده‌ها و اخذ اطلاعات مالی از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در نهایت به ارائه و تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش و نتیجه‌گیری پرداخته شد. این تجزیه و تحلیل داده‌ها به عنوان بخشی از فرآیند روش علمی و یکی از پایه‌های اصلی هر مطالعه و پژوهش به شمار می‌رود، که به وسیله آن کلیه فعالیت‌های پژوهش تا رسیدن به هدف مورد نظر، کنترل و هدایت می‌شوند. آخرین بخش از انجام پژوهش که در آن، پژوهشگر بر اساس اطلاعات آماری که به دست می‌آید می‌تواند نسبت به پژوهشی که انجام داده اظهار نظر و نتیجه‌گیری کند. نتیجه‌گیری، باوری مبتنی بر استدلال و بر مبنای شواهد حاصل از پژوهش است که پژوهشگر در اختیار خوانندگان پژوهش، علاقه‌مندان به اجرای پژوهش‌های آتی مبتنی بر پژوهش کنونی و در نهایت استفاده‌کنندگان کاربردی، قرار می‌دهد. در این تحقیق پس از جمع‌آوری اطلاعات و داده‌های لازم محاسبه و تجزیه و تحلیل شده و رابطه بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون t و در سطح اطمینان ۹۵٪ برای تعیین معنی‌دار بودن رابطه همبستگی بین معیارهای فوق استفاده شده است که نتایج آن در ادامه بیان می‌شود.

۲- بیان مساله و اهمیت آن

سطح نگهداشت وجه نقد، یک عامل بسیار مهم در توضیح رابطه بین نظام مالی و اقتصاد می‌باشد. به این دلیل که سطح نگه‌داشت وجه نقد، زمانی که منابع خارجی تامین مالی، برای برآورده ساختن نیازهای سرمایه‌ای کافی نباشد به عنوان یک منبع تامین مالی داخلی ضروری می‌باشد. همچنین، ادبیات پژوهش، از این که به احتمال زیاد شرکت‌ها از وجه نقد برای کاهش تاثیر منفی محدودیت‌های مالی ناشی از کاهش سرمایه‌گذاری، هزینه‌های بالاتر تامین مالی خارجی و ارزش بالقوه از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده استفاده کنند، پشتیبانی می‌کند. [۲۸، ۳۲]. به صورت کلی، شواهد تجربی نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی، ذخیره وجه نقد مناسبی دارند و از آن در هنگامی که شوک اعتباری در عرضه آن وجود دارد به صورت مناسب استفاده می‌کنند [۱۶]. تاثیر منفی بحران اقتصادی ایجاد شده در بخش

برخوردار شوند. از آنجا که نگهداری وجه نقد مازاد اجازه اقدامات خودسرانه را به مدیران می دهد، سرمایه گذاری در وجه نقد می تواند اثرات زیانباری بر ارزش شرکت داشته باشد [۳۶]. در راستای پشتیبانی از فرضیه جریان نقدی آزاد، شرکت هایی که وجه نقد اضافی نگهداری می کنند در معرض انجام سرمایه گذاری های کاهنده ارزش هستند [۳۷]. در مطالعات دیگر نشان داده شده است هنگامی که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران بیشتر می شود، وجه نقد کم ارزشتر می شود. [۳۱،۴۷].

علاوه بر تئوریهایی که مطرح شد، انگیزه هایی وجود دارد که نقش کلیدی در توضیح سطح وجه نقد نگهداری شده ایفا می کنند که مشهورترین آنها انگیزه معاملاتی و انگیزه احتیاطی است که توسط کینز (۱۹۳۶) مطرح شده است. در ادبیات "وجه نقد نگهداری شده"، عواملی مانند فرصت های رشد، اندازه شرکت، اهرم و ... در توضیح سطح وجه نگهداری شده، مؤثر شناخته شده اند.

۳-۱- پیشینه خارجی و داخلی

چیوو همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی، سرریز ریسک و نگهداشت وجه نقد در ایالات متحده و بریتانیا از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ را مورد بررسی قرار دادند. با ارزیابی تعداد وقایع مشترک بازدهی بسیار منفی در شرکتهای غیر مالی، این سرریز ریسک را مورد ارزیابی قرار داده اند. این گونه سرریزها افزایشی چشمگیر در بحران ۲۰۰۹-۲۰۰۷ داشت. آنها هم چنین این موضوع را بررسی کردند که آیا نگهداشت وجه نقد در این سرریز ریسک تاثیر دارد یا خیر. نتایج این تحقیق نشان می دهد که نگهداشت بیشتر وجه نقد با سطوح پایین تر سرریز ریسک از شرکت های با محدودیت مالی در ارتباط است و میان شرکت دارای محدودیت مالی این رابطه قوی تر می باشد.

ویجانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان « شرکت های چندملیتی و نگهداشت وجه نقد: شواهدی از کشور چین » به بررسی تاثیر فروش شرکت های چند ملیتی بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج آنها نشان می دهد که شرکت های چند ملیتی چینی، نسبت به شرکت های داخلی چینی، پول نقد قابل توجه بیشتری را نگه نمی دارند مگر اینکه این شرکت های چند ملیتی به شدت بر فروش خارجی تکیه داشته باشند. علاوه بر این، شرکت های چند ملیتی غیردولتی، از نظر نگهداری وجه نقد با شرکت های غیر چند ملیتی تفاوت معناداری ندارند. آنها همچنین دریافتند که شرکت های چند ملیتی چینی، به ویژه در بخش غیر دولتی سرمایه گذاری بیشتری می کنند، اما در این بخش سودآوری کمتری دارند.

هارفورد و همکاران (۲۰۱۴) پژوهشی با عنوان "ریسک بهره و نگهداشت وجه نقد" انجام داده اند. آنها در این پژوهش شرکتهای ایالات متحده را در سالهای ۱۹۸۰-۲۰۰۸ مورد بررسی قرار داده اند. یافته ها نشان می

در این پژوهش، یک جنبه ریسک مازاد، به عنوان جهش های منفی شدید در قیمت های سهام بخش مالی در ارتباط با کاهش شدید در قیمت های سهام شرکت های سایر بخش ها بیان می کنند که منظور از سرریز ریسک، ریسک منتقل شده از واحدهای مالی (شامل بانک ها، بیمه ها، صندوق های سرمایه گذاری و هلدینگ ها و مواردی از این قبیل) به شرکت های بخش غیر مالی می باشد. ماهیت فعالیت شرکت های بخش مالی با ماهیت فعالیت شرکت های بخش غیر مالی متفاوت است و همبستگی شدیدی با اقتصاد کلان دارد و در دوره های رکود و رونق اقتصادی احتمال انتقال ریسک از بخش مالی به بخش غیر مالی افزایش پیدا می کند. در این پژوهش، این رابطه به عنوان اثر سرریز [۴] در نظر گرفته می شود. در این پژوهش، به پیروی از چیوو و همکاران (۲۰۱۶)، سرریز ریسک مازاد، به عنوان تعداد تکرار بازده منفی شدید بازده منفی بیش تر از ۲/۵ درصد به عنوان بازده روزانه شدید در نظر گرفته می شود) در شرکت های بخش غیرمالی، مشروط به رخداد بازده روزانه منفی شدید در شرکت های بخش مالی، تعریف شده است. بر اساس آخرین ضوابط بورس اوراق بهادار تهران، دامنه تغییرات قیمت سهام شرکتهای روزانه می تواند از منفی ۵ درصد تا مثبت ۵ درصد نسبت به قیمت پایه تغییر کند.

به طور کلی، در ادبیات وجه نقد نگهداری شده، سه تئوری اصلی در توضیح وجه نقد نگهداری شده وجود دارد.

اول، تئوری موازنه که ادعا می کند سطح وجه نقد بهینه ای وجود دارد که این سطح، حاصل موازنه بین منافع و هزینه های نگهداری وجه نقد است؛ تئوری موازنه پیشنهاد می کند اگر مدیران نگران حداکثر سازی ثروت سهامداران هستند می بایست براساس میزان اهمیت منافع نهایی و هزینه های نهایی نگهداری وجه نقد، یک سطح بهینه از وجه نقد را نگهداری می کنند [۴۰،۴۵] مدلی برای تصمیمات سرمایه گذاری شرکت در دارایی های نقدینه هنگامی که هزینه تأمین مالی خارجی گران است، ارائه کردند. آنها معتقدند مقدار بهینه نقدینگی به وسیله موازنه بین بازده یا بین دارایی های نقدینه و منفعت حاصل از حداقل کردن نیاز به تأمین مالی خارجی تعیین می شود.

دوم، تئوری سلسله مراتبی که توسط [۴۴] مطرح شد. مطابق با این تئوری سطح بهینه ای از وجه نقد نگهداری شده برای شرکت ها وجود ندارد. سلسله مراتب تأمین مالی با منابع داخلی شروع می شود و بعد از اتمام منابع داخلی، منابع خارجی مورد استفاده قرار میگیرد [۱۷] وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت ها و اعتباردهندگان، منفعت انباشت وجه نقد را افزایش می دهد [۴۱]. در استفاده از منابع خارجی، شرکت ها تأمین مالی با بدهی را به دلیل این که هزینه های اطلاعاتی یا بین تری نسبت به تأمین مالی با سهام دارد، ترجیح می دهند [۱۷].

سوم، تئوری جریان نقدی آزاد، بر اساس این تئوری، وجه نقد نگهداری شده همانند جریان نقدی آزاد تلقی می شود [۲۷]. مدیران فرصت طلب سعی می کنند وجه نقد بیشتری را به هزینه ی سهامداران نگهداری کنند و از این طریق از انعطاف پذیری عملیاتی در تعقیب اهدافشان

واکنش به شوک‌های آنی شاخص کل برخوردار بوده‌اند و صنایع شیمیایی و فراورده‌های نفتی از بیشترین وابستگی دنباله‌ای با ریسک بلندمدت بازار سرمایه کشور برخوردار بوده‌اند.

اسدی و باغدار (۱۳۹۴) به طور تجربی، وجود سطح بهینه‌ای از وجه نقد نگهداری شده که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند آزمون می‌نمایند و تأثیر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار دادند. نتایج رابطه مقعری را بین وجه نقد نگهداری شده و ارزش شرکت نشان می‌دهد که مؤید این است که سطح بهینه‌ای از وجه نقد وجود دارد که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند. نتایج همچنین نشان می‌دهد انحراف مثبت از سطح وجه نقدی که بر اساس ویژگی‌های خاص شرکت‌ها برآورد شده است، تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد.

شاهپوردیانی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و ریسک اعتباری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که سطح نگهداشت وجه نقد بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد. همچنین ریسک اعتباری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد که متغیرهای اهرم مالی و ریسک سیستماتیک تأثیر معکوس و معناداری بر سیاست تقسیم دارند و متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد تأثیر مستقیم و معناداری بر سیاست تقسیم دارند.

رسائیان و همکاران (۱۳۸۹) با بررسی تأثیر برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر موجودی نقدی شرکت، از تأثیر منفی درصد اعضای غیرموظف در هیئت مدیره بر موجودی نقدی شرکت خبر دادند. ضمناً در این پژوهش، تأثیر منفی اهرم مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد استنتاج شد. مهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به تجزیه و تحلیل تأثیر کیفیت حسابداری بر نگهداری و انباشت وجوه نقد پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که سطح انباشت وجوه نقد در شرکت‌های دارای کیفیت بالاتر حسابداری، نسبت به آنهایی کمتر می‌باشد که دارای کیفیت پایینتر حسابداری هستند. این یافته حاکی از آن است که کیفیت حسابداری، با کاهش اثرات نامساعد عدم تقارن اطلاعاتی، باعث کاهش سطح سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیر مولدی چون موجودی نقد می‌گردد. به علاوه، بر اساس یافته‌های این مقاله، از یک سو، هنگامی سطح انباشت وجوه نقد افزایش می‌یابد که واحدهای تجاری، از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردارند و از سوی دیگر، با افزایش قابلیت نقدشوندگی دارایی‌ها، نسبت اهرمی و توزیع سود، سطح انباشت وجوه نقد کاهش می‌یابد.

دهد که ریسک بهره عامل تعیین‌کننده مهمی در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بزرگ است. ریسک بهره، ریسک برای یک شرکت است که می‌تواند مشکل بیش از بدهی خود را داشته است. این شرکت‌ها برای کاهش ریسک بهره، وجه نقد بیشتری را نگه‌داری می‌کنند. همچنین آنها نشان دادند که ریسک بدهی در نگهداشت وجه نقد از لحاظ اقتصادی مهم است و شواهدی وجود دارد که کوتاه شدن سررسید بدهی در طول دوره نمونه به احتمال زیاد یک عامل کلیدی باشد.

کلی و جیانگ (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «ریسک و قیمت‌داری‌ها» انجام داده‌اند. هدف آنها بررسی اثرات متغیر ریسک در بازارهای دارایی است. آنها به این نتیجه رسیدند که فعالیت‌های اقتصادی، بسیار حساس به ریسک مجموع سرمایه‌گذاری، تولید، اشتغال به طرز چشمگیری کاهش یافته است.

مکاری و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «تبیین و آزمون مدل چهارعاملی ریسک-بازده در شرایط رونق و رکود بازار به شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. تحقیقات پیشین انجام شده نشان می‌داد که در بورس اوراق بهادار تهران رابطه شرطی بین بتا و بازده وجود دارد اما تحقیقات جامعی که نشان دهد که در شرایط رو به رشد شدت این رابطه شرطی چگونه است در مقایسه با شرایط رکود بورس وجود نداشت. این تحقیق نشان می‌دهد رابطه مقطعی بین ریسک (بتا) و بازده مشروط به جهت حرکت بازار است سهمی که بتای بالاتری دارند در بازارهای مثبت و سهمی که بتاهای پائین‌تر برخوردارند در بازارهای منفی عملکرد مناسب‌تری خواهند داشت.

برقی اسکویی و ثقفی کلوآنق (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان «ارزیابی سرریز ریسک مثبت و منفی نرخ ارز، قیمت نفت خام و سکه بر بورس اوراق بهادار تهران» به ارزیابی تأثیرات متقابل بین ریسک و بازده در بازارهای ارز، نفت خام، سکه و بورس تهران پرداختند. طبق نتایج تحقیق، سرریز ریسک بین بازار سهام و بازار سکه بیشتر از بازارهای دیگر بوده و بازار سکه بیشتر به عنوان ابزاری برای مواجهه با ریسک بازار سهام و کارکرد نرخ ارز و قیمت نفت خام بیشتر به عنوان متغیری بنیادی برای ارزیابی تأثیر بر سودآوری شرکت‌های بورسی بوده است.

خیابانی و محمدیان نیک پی (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان «تحلیل ریسک سیستمی در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران: یک رویکرد رگرسیون چندگانه، چند متغیره» به بررسی اثر یک رخداد منفی در بازار بورس اوراق بهادار تهران منتسب شده به ریسک سیستمی روی بازده شاخص صنایع منتخب پرداختند. یافته‌های این مطالعه نشان‌دهنده معناداری اثرات سرریز ریسک شاخص کل (بازار) بر بسیاری از صنایع هم به صورت آنی و هم در طول زمان بوده است. بر مبنای نتایج این پژوهش، طی دوره‌های توأم با بحران، ریسک صنایع شیمیایی، فراورده‌های نفتی و بانک بیش از سایر صنایع بوده است. همچنین، بر مبنای اثرات سرریز ریسک، نحوه واکنش صنایع به شوک شاخص کل متفاوت بوده است. بر این اساس، صنعت بانک و کانه‌های فلزی، از بیشترین افزایش ریسک در

۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین سطح نگردها داشت وجه نقد شرکتها و سرریز ریسک مازاد رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین وجود بحران مالی و سرریز ریسک مازاد رابطه معنی داری وجود دارد

۵- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر شیوه استدلال در زمره پژوهش های قیاسی- استقرایی است که در قالب تحقیقات تجربی کمی انجام گرفته است. این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی است و از نظر روش، توصیفی و از نوع همبستگی است و بر توصیف روابط بین متغیرها تمرکز دارد؛ از نظر روش گردآوری داده ها، این تحقیق از نوع پس رویدادی است. شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری این تحقیق را تشکیل می دهند

روش نمونه گیری بر اساس حذف سیستماتیک (غربال گری) است .

با توجه به شرایط ذکر شده در مجموع ۱۳۶ شرکت در دوره ۱۳۸۴-۱۳۹۵ بمدت ۱۲ سال به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند.

به منظور جمع آوری اطلاعات نظری پژوهش از کتب و مقالات داخلی و خارجی استفاده شده است. داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت های مالی شرکت ها و نرم افزارهای ره آورد نوین استخراج و اعتبارسنجی شده است. و سپس به صفحه گسترده اکسل انتقال یافته و با کمک نرم افزار ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه های پژوهش بررسی شود. داده های مورد استفاده از نوع داده های پانلی است که از ترکیب داده های مقطعی و سری زمانی بدست می آید؛ چنین داده هایی دارای دو بعد می باشند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان می باشد.

۶- مدل مفهومی تحقیق و روش های اندازه گیری متغیرها

فرضیه اول: بین سطح نگردها داشت وجه نقد شرکتها و سرریز ریسک مازاد رابطه معنی داری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه به سطح معنی داری ضریب B1 توجه می شود.

فرضیه دوم: بین وجود بحران مالی و سرریز ریسک مازاد رابطه معنی داری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه به سطح معنی داری ضریب B2 توجه می شود.

$$(CCX)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t-1} + \beta_2 crisis\ dummy_t + \beta_3 MTB_{i,t-1} + \beta_4 RET_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 LEVERAGE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

جدول (۱): تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای پژوهش

| نوع متغیر | نماد متغیر | نام متغیر | تعریف | نحوه اندازه گیری |
|-----------|--------------|-------------------------|---|---|
| وابسته | (CCX) | سرریز ریسک مازاد | سرریز ریسک به معنای انتقال واریانسها و کوواریانسهای بازدهی از یک دارایی معین به دارایی معین دیگر تعریف می شود (بوناتو و همکاران، ۲۰۱۱). | تعداد تکرار بازده روزانه منفی شدید (بیش از ۲/۵ درصد مطابق با پژوهش چپو و همکاران، ۲۰۱۶) در شرکت بخش غیرمالی، مشروط به رخداد بازده روزانه منفی شدید در شرکت های بخش مالی در یک سال به عبارت دیگر، اشتراک تعداد روزهای رخداد بازده منفی در بخش مالی و غیر مالی (چپو و همکاران، ۲۰۱۶). |
| مستقل | CASH | سطح نگهداشت وجوه نقد | عبارتست از میزان موجودی نقد که در پایان دوره مالی نزد شرکت در حساب های بانکی و یا صندوق شرکت نگهداری می شود. | موجودی نقد تقسیم بر جمع دارایی ها |
| مستقل | crisis dummy | بحران مالی | مجموعه ای از مشکلات اقتصادی است که ممکن است در یک کشور وجود داشته باشد. | متغیر دو وجهی است. اگر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال نسبت به سال گذشته کاهش داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر |
| کنترلی | MTB | نسبت ارزش بازار به ارزش | نشان دهنده تفاوت بین ارزش روز (بازار) شرکت و ارزش تاریخی (دفتری) شرکت | قیمت بازار هر سهم در پایان سال مالی تقسیم بر ارزش دفتری هر سهم در پایان سال مالی. ارزش دفتری هر سهم نیز از رابطه زیر به دست می آید: |

| جمع حقوق صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام عادی شرکت | است. | دفتری | | |
|---|--|-----------------------|-----------------|---------------|
| $r_{i,t+1} = \frac{(1+x+y)P_{i,t+1} - P_{i,t} - y \times 1000 + D}{P_{i,t} + 1000xy}$ <p>ri,t+1: نرخ بازدهی سهم i در دوره t. X: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته. Y: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات. Pi,t+1: قیمت سهم i در انتهای دوره t. Pi,t: قیمت سهم i در انتهای دوره t. D: سود تقسیمی سهم i. عدد ۱۰۰۰: ارزش اسمی هر سهم یا قیمت پذیره نویسی هر سهم. مطابق پژوهش پور زمانی و محمدی (۱۳۹۱)</p> | <p>نشان دهنده تغییرات ارزش یک سهم در یک سال معاملاتی می‌باشد.</p> | <p>بازده سهام</p> | <p>RET</p> | <p>کنترلی</p> |
| <p>لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت</p> | <p>اندازه شرکت از جنبه دارایی را نشان می دهد.</p> | <p>اندازه شرکت</p> | <p>SIZE</p> | <p>کنترلی</p> |
| <p>جمع بدهی ها تقسیم بر جمع دارایی ها</p> | <p>نشان دهنده درصدی از دارایی ها است که از طریق بدهی ها تامین شده است.</p> | <p>اهرم مالی شرکت</p> | <p>LEVERAGE</p> | <p>کنترلی</p> |

۱-۶ جدول آمار توصیفی

۷- آزمون فرضیه های پژوهش

از آنجائی که هدف پژوهش بررسی سرریز ریسک و وجه نقد نگهداری شده در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، بدین منظور رگرسیون چند متغیر خطی برآورد شد که نتایج آن در جدول ۳ نشان داده شده است.

در این بخش، اطلاعات مربوط به ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۵ که نمونه آماری پژوهش حاضر را تشکیل داده‌اند از منابع مختلفی از جمله سایت بورس اوراق بهادار، سایت مدیریت پژوهش و توسعه مطالعات اسلامی بورس اوراق بهادار و با کمک نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده و بعد به صفحه گسترده اکسل انتقال یافته و با کمک نرم افزار ایویوز^۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه های پژوهش بررسی شود. جهت آشنایی و شناخت بیشتر جامعه آماری مورد مطالعه، قبل از تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از روش های آمار توصیفی نظیر شاخص های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده های پژوهش پرداخته می شود تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش حاضر، تلفیقی از سری های زمانی و مقطعی در دوره زمانی ۱۲ ساله پژوهش بوده و تعداد مشاهدات سال - شرکت و بر اساس داده های ترکیبی متوازن، ۱۶۳۲ مشاهده می‌باشد که جهت آشکار شدن ماهیت داده های پژوهش آمار توصیفی آنها در جدول ۲ ارائه شده است.

² Eviews

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نام متغیر | سرریز ریسک مازاد | سطح نگهداشت وجوه نقد(نحوه اندازه گیری آن برابر است با موجودی نقد تقسیم بر جمع دارایی ها) | بحران مالی | نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | بازده سهام | اندازه شرکت | اهرم مالی شرکت |
|----------------|------------------|--|--------------|-------------------------------|------------|-------------|----------------|
| نماد متغیر | (CCX) | CASH | crisis dummy | MTB | RET | SIZE | LEVERAGE |
| میانگین | ۹۱/۲۲۰۱ | ۰/۰۴۲۳ | ۰/۶۶۴۸ | ۲/۴۰۴۷ | ۰/۱۳۰۱ | ۱۳/۴۵۰۹ | ۰/۶۲۹۸ |
| میانه | ۹۴/۰۰۰۰ | ۰/۰۲۷۳ | ۱/۰۰۰۰ | ۱/۹۴۰۴ | ۰/۱۰۴۳ | ۱۳/۳۲۸۸ | ۰/۶۴۳۲ |
| حداکثر | ۱۷۱/۰۰۰۰ | ۰/۱۶۱۰ | ۱/۰۰۰۰ | ۶/۵۴۱۱ | ۰/۴۲۰۶ | ۱۶/۰۸۴۹ | ۰/۹۰۲۵ |
| حداقل | ۱۹/۰۰۰۰ | ۰/۰۰۳۴ | ۰/۰۰۰۰ | ۰/۵۴۶۱ | -۰/۰۶۷۸ | ۱۱/۴۴۷۴ | ۰/۳۱۳۳ |
| خطای استاندارد | ۳۴/۵۳۲۴ | ۰/۰۴۲۶ | ۰/۴۷۲۱ | ۱/۶۲۴۱ | ۰/۱۲۴۲ | ۱/۲۲۸۷ | ۰/۱۶۴۳ |
| چولگی | ۱/۴۳۵۱ | ۱/۵۴۹۴ | -۰/۶۹۸۳ | ۱/۰۹۴۵ | ۰/۷۰۴۳ | ۰/۴۲۵۵ | -۰/۲۱۹۷ |
| کشیدگی | ۹/۳۵۰۵ | ۴/۵۰۹۰ | ۱/۴۸۷۶ | ۳/۴۵۲۳ | ۲/۹۳۴۹ | ۲/۵۵۰۰ | ۲/۲۲۱۸ |
| تعداد مشاهده | ۱۶۳۲ | ۱۶۳۲ | ۱۶۳۲ | ۱۶۳۲ | ۱۶۳۲ | ۱۶۳۲ | ۱۶۳۲ |

جدول(۳): ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی فرضیه های پژوهش

| شاخص های آماری متغیرها | نماد | ضرایب | انحراف استاندارد | t آماره | t احتمال آماره (Prob) |
|-------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|------------------|---------|-----------------------|
| سطح نگهداشت وجوه نقد | CASH | ۰/۳۱۳۳ | ۰/۱۵۵۳ | ۲/۰۱۷۸ | ۰/۰۳۰۹ |
| بحران مالی | crisis dummy | ۰/۱۷۷۷ | ۰/۰۸۵۴ | ۲/۰۸۱۵ | ۰/۰۲۹۴ |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | MTB | ۰/۱۰۸۳ | ۰/۰۴۳۷ | ۲/۴۸۰۹ | ۰/۰۱۳۲ |
| بازده سهام | RET | -۰/۶۰۰۳ | ۰/۰۷۵۰ | -۱/۰۰۱۲ | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه شرکت | SIZE | -۰/۰۹۶۲ | ۰/۱۳۷۰ | -۰/۷۰۲۷ | ۰/۴۸۲۳ |
| اهرم مالی شرکت | LEVERAGE | ۰/۴۶۳۹ | ۰/۲۶۰۴ | ۱/۷۸۱۴ | ۰/۰۷۵۱ |
| مقدار ثابت | C | ۰/۵۹۸۰ | ۰/۱۱۵۱ | ۵/۱۹۵۳ | ۰/۰۰۰۰ |
| R ² ضریب تعیین | ضریب تعیین R ² تعدیل شده | F احتمال آماره (Prob) | F آماره | F آماره | دوربین- واتسون |
| ۰/۷۰۰۵ | ۰/۶۷۲۰ | ۰/۰۰۰۰ | ۲۴/۶۱۸۵ | ۱/۶۲۲۵ | |

۷-۱ آزمون معنادار بودن مدل رگرسیونی پژوهش

علاوه بر آزمون فرض های کلاسیک رگرسیون خطی، برای معنی دار بودن کل رگرسیون که از پیش فرض های اصلی برای استفاده از رگرسیون می باشد از آزمون F استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول فوق مشاهده می شود که مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰۰ بوده که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و بیانگر معنادار بودن مدل رگرسیونی پژوهش می باشد و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. در این راستا ضریب تعیین تعدیل شده مدل رگرسیونی پژوهش بیان کننده میزان مربوط بودن متغیرهای مستقل با متغیر وابسته می باشد. مطابق با نتایج جدول فوق، ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۶۷۲۰ است و این بیانگر آن است که تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل شامل در الگوی رگرسیونی پژوهش به خوبی توضیح داده می شوند.

۷-۲ آزمون استقلال مشاهدات (بررسی عدم خودهمبستگی)

به منظور بررسی استقلال مشاهدات و عدم وجود خود همبستگی بین متغیرهای توضیحی از آماره دوربین - واتسون (D.W) استفاده شد. نتایج اولیه این آزمون حاکی از این است که مقدار آماره برابر ۱/۶۲۲۵ می باشد و از آنجائی که این مقدار در بازه بهینه (۱/۵ تا ۲/۵) می باشد، بنابراین مشکل خود همبستگی را نشان نمی دهد.

۷-۳ نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول پژوهش به صورت زیر بیان شده بود:

بین سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها و سرریز ریسک مازاد رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر CASH توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره t متغیر سطح نگهداشت وجه نقد که به ترتیب برابر با ۲/۰۱۷۸ و ۰/۰۳۰۹ است و از آنجا که این احتمال کمتر از ۰/۰۵ می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان ۰/۹۵ و سطح خطای ۰/۰۵ صورت می گیرد می توان بیان نمود که سطح نگه داشت وجه نقد، تاثیر معناداری بر سرریز ریسک مازاد از شرکت های بخش مالی به شرکت های بخش غیر مالی دارد. با توجه به ضریب متغیر سطح نگه داشت وجه نقد که برابر با ۰/۳۱۳۳ (علامت ضرایب مثبت است) می باشد، می توان بیان نمود که رابطه مستقیمی بین این متغیر و متغیر سرریز ریسک مازاد وجود دارد. یعنی اینکه با افزایش سطح نگه داشت وجه نقد شرکت ها، سرریز ریسک مازاد از شرکت های بخش مالی به شرکت های بخش غیر مالی افزایش می یابد.

۷-۴ آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر بیان شده بود:

بین وجود بحران مالی و سرریز ریسک مازاد رابطه معنی داری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر Crisis Dummy توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره t متغیر بحران مالی که به ترتیب برابر با ۲/۰۸۱۵ و ۰/۰۲۹۴ است و از آنجا که این احتمال کمتر از ۰/۰۵ می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان ۰/۹۵ و سطح خطای ۰/۰۵ صورت می گیرد می توان بیان نمود که این فرضیه پژوهش تایید می گردد. به عبارت دیگر از شرکت های بخش مالی به شرکت های بخش غیر مالی سرریز ریسک وجود دارد و در طول بحران مالی این سرریز ریسک شدیدتر می باشد.

۸- نتیجه گیری

نتایج این تحقیق هم راستا با تحقیق چپو و همکاران (۲۰۱۶) می باشد. آنها در پژوهشی، سرریز ریسک و نگهداشت وجه نقد در ایالات متحده و بریتانیا از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ را مورد بررسی قرار دادند.

همچنین نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هارفورد و همکاران (۲۰۱۴) نیز هم سو می باشد. آنها پژوهشی با عنوان "ریسک بهره و نگهداشت وجه نقد" انجام داده اند. آنها در این پژوهش شرکتهای ایالات متحده را در سالهای ۱۹۸۰-۲۰۰۸ مورد بررسی قرار داده اند. یافته ها نشان می دهد که ریسک بهره عامل تعیین کننده مهمی در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت های بزرگ است. ریسک بهره، ریسک برای یک شرکت است که می تواند مشکل بیش از بدهی خود را داشته است، این شرکتها برای کاهش ریسک بهره، وجه نقد بیشتری را نگه داری می کنند. همچنین آنها نشان دادند که ریسک بدهی در نگهداشت وجه نقد از لحاظ اقتصادی مهم است و شواهدی وجود دارد که کوتاه شدن سررسید بدهی در طول دوره نمونه به احتمال زیاد یک عامل کلیدی باشد. در این تحقیق نیز رابطه معنی داری بین سرریز ریسک مازاد و سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها به دست آمد. به عبارتی می توان با مقایسه نتایج این تحقیق و پژوهش هارفورد و همکاران (۲۰۱۴) این برداشت را داشت که به طور کلی ریسک عامل مهمی در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها دارد. ریسک بهره یکی از جنبه های ریسک می باشد و سرریز ریسک از شرکت های بخش مالی به بخش غیر مالی جنبه دیگری از ریسک می باشد.

۸-۱ محدودیت تحقیق

محدودیت این پژوهش، نحوه اندازه گیری سرریز ریسک می باشد. معیار استفاده شده در این تحقیق مبتنی بر پژوهش چپو و همکاران (۲۰۱۶) است آنها از معیار «تعداد تکرار بازده روزانه منفی شدید (بیش از ۲/۵

منابع و ماخذ

- [۱] اسدی، غلامحسین، باغدار، بهاره، (۱۳۹۴)، تأثیر سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه دانش حسابرسی، شماره ۶۱، صص ۲۷-۴۹.
- [۲] آقایی، محمد علی، نظافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی، جوان، علی اکبر، (۱۳۸۸)، بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۱ و ۲، صص ۵۳-۷۰.
- [۳] یولو، قاسم، باباجانی، جعفر، محسنی ملکی، بهرام، (۱۳۹۱)، رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، شماره ۱۱، صص ۷-۲۹.
- [۴] رحیمیان، نظام الدین، قربانی، محمود، شعبانی، کیوان، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۳.
- [۵] رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ، حنجری، سارا، (۱۳۸۹)، تأثیر مکانیزم های نظارتی دوران سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۴ (۶)، صص ۱۲۵-۱۴۴.
- [۶] شاهوردیانی، شادی، یاری جانی، نسرين، (۱۳۹۴)، ارتباط سود نقدی شرکت با انباشت وجه نقد و اعتبار شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس.
- [۷] صلواتی، شاپور، رسائیان، امیر، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران، نامه اقتصادی مفید، ۶۳، ۱۴۳-۱۶۳.
- [۸] قربانی، سعید، مجتبی عدیلی، (۱۳۹۱)، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص ۱۳۱ تا ۱۴۹.
- [۹] کاشانی پور، محمد، بیژن تقی نژاد، (۱۳۸۸)، بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان های نقدی وجه نقد، مجله تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۷۲ تا ۹۴.
- [۱۰] معماریان، عرفان، نبوی چاشمی، سید علی، قربانی، سهیلا، متان، مجتبی (۱۳۹۰)، بررسی ارتباط میان درآمد حاصل از صادرات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با بازدهی سهام آنها، فصلنامه مدل سازی اقتصادی، سال پنجم، شماره سوم، صص ۱۲۳-۱۳۷.
- [۱۱] مکاری، هاشم، میرعرب بایگی، سید علیرضا، صادقی شریف، سیدجلال، (۱۳۹۸)، تبیین و آزمون مدل چهارعاملی ریسک بازده در شرایط رونق و رکود بازار به شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، سال دهم، شماره چهارم، صص ۲۶۳-۲۲۱.

درصد) در شرکت های بخش غیرمالی، مشروط به رخداد بازده روزانه منفی شدید در شرکت های بخش مالی در یک سال» به عنوان شاخص سرریز ریسک استفاده کردند در حالی که امکان دارد معیار جامع تر و کامل تری برای سنجش این متغیر وجود داشته باشد.

محدودیت دیگر این پژوهش، عدم دستیابی به برخی از متغیرهای پژوهش، بویژه متغیرهای سرریز ریسک در قبل از بازه زمانی این پژوهش (۱۳۸۴-۱۳۹۵) می باشد و دلیل انتخاب این بازه زمانی نیز، همین محدودیت اساسی می باشد. به عنوان مثال تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که واجد شرایط لازم این پژوهش باشند بسیار کم بود که موجب کاهش شدید تعداد شرکتهای نمونه می گردید.

۲-۱ پیشنهادهای حاصل از آزمون فرضیه ها

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که با افزایش سطح نگه داشت وجه نقد شرکت ها، سرریز ریسک مازاد افزایش می یابد. بنابراین در شرکت هایی که سطح بالاتری از وجه نقد را نگهداری می کنند، احتمال بیشتری وجود دارد که با خطر سرریز ریسک مواجه شوند. در راستای نتایج آزمون فرضیه اول پیشنهاد می شود که سهامداران هنگام تصمیم گیری در ارتباط با خرید، فروش یا نگهداری سهام شرکت ها، به سطح نگهداشت وجه نقد این شرکت ها توجه کنند زیرا که شواهد این پژوهش نشان داد که سطح نگهداشت وجه نقد، عامل تعیین کننده در مقدار سرریز ریسک می باشد. به عبارت دیگر نگهداری بیشتر وجه نقد شرکت ها می تواند علامتی از وجود ریسک باشد که شرکت ها برای پوشش این ریسک اقدام به نگهداری وجوه نقد می نمایند و در نتیجه درک این علامت ها توسط بازار و همچنین به دلیل حساسیت بیشتر شرکت های فعال در بخش مالی نسبت به این ریسک ها، انتقال ریسک به شرکت های بخش غیرمالی بیشتر می شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که با افزایش بحران مالی شرکت ها، سرریز ریسک مازاد افزایش می یابد. بنابراین شرکت هایی که با بحران مالی روبرو می شوند احتمال دارد با ریسک بیشتری مواجه شوند. در راستای نتایج آزمون فرضیه دوم به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود زمانی که بروز مشکلات اقتصادی و بحران مالی در سطح اقتصاد کلان کشور پیش بینی می شود به منظور مدیریت ریسک، سرمایه گذاری در بازارهای مالی خود را به بازارهای مصون تر در مقابل ریسک بحران مالی انتقال دهند.

- [32] Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B.A., (2010), **Costly External Finance, Corporate Investment and the Subprime Mortgage Credit Crisis**, J. Financ. Econ. 97,418-435.
- [33] Drobetz, W., Grüninger, M. C., (2007), **Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland**, Fin Mkts Portfolio Mgmt 21, 293-324.
- [34] Faulkender, M., Wang, R., (2006), **Corporate Financial Policy and the Value of Cash**, J. Finance 6, 1957-1990
- [35] Ferreira, M., Vilela, A., (2004), **Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries**, European Financial Management, 10 (2), 295-319
- [36] Jensen, M.C., (1986), **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**, The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, PP. 323-329.
- [37] Harford, J., (1999), **Corporate Cash Reserves and Acquisitions**, Journal of Finance 54, 1969-1997.
- [38] Harford, J., Keckes, A., Mansi, S., (2012), **Investor Horizons and Corporate Cash Holdings**, Review of Financial Studies. 19 (2): 531- 559.
- [39] Han, S., Qiu, J., (2007), **Corporate Precautionary Cash Holdings**, Journal Of Corporate Finance 13, 43-57
- [40] Kim, C.S., Mauer, D.C., Sherman, A.E., (1998), **The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 33, 305-334.
- [41] Kim, M. Chung, N., Ki Lee, G., (2011), **The Effect of Perceived Trust Onelectronic Commerce: Shopping Online for Tourism Products and Services in South Korea**, Tourism Management 32 256-265, Journal of ServicesMarketing, 24(2): 112-127
- [42] Keynes, J.M., (1936), **The General Theory Of Employment Interest And Money**, Palgrave Macmillan, London
- [43] Lee, E., Powell, R., (2011), **Excess Cash Holdings And Shareholder Value**, Accounting And Finance 51, 549-574
- [44] Myers, S., Majluf, N., (1984), **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**, Journal Of Financial Economics 13:187-221
- [45] Ozkan, A., Ozkan, N., (2004), **Corporate Cash Holdings: an Empirical Investigation of UK Companies**, Journal of Banking and Finance 28, 2103-2134.
- [46] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (1999), **The Determinants and Implications of Cash Holdings**, Journal of Financial Economics, 52, 3-46.
- [47] Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (2006), **Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance?**, A Cross-Country Journal of Finance, Vol. 61, PP. 2725-2752.
- [48] Palazzo, B., (2012), **Cash Holdings, Risk, And Expected Returns**, Journal Of Financial Economics 104, 162-185
- [49] Saddour, K., (2006), **The Determinants And The Value Of Cash Holdings**, Evidence From French Firms", DRM Finance (CEREG),
- [50] Wau W., (2016), **Multinational firms and cash holdings: Evidence from China**, Finance Research Letters, pp, 1-8.
- [51] Wan-Chien Chiu, A., Chih-Wei Wang, B., Juan Ignacio, P., (2016), **Tail Risk Spillovers and Corporate Cash Holdings**, Journal of Multinational Financial Management, PP 30-48..
- [52] Wang, Z., (2010), **Dynamics and Causality in Industry-Specific Volatility**, J. Bank. Finance 34, 1688-1699.
- [53] Wang, Y., Ji, Y., Chen, X., Song, CH., (2013), **Inflation, Operating Cycle, and Cash Holdings**, China Journal of Accounting.
- [۱۲] برقی اسگوئی، محمدمهدی، ثقفی کلوانق، رضا، (۱۳۹۷)، **ارزیابی سرریز ریسک مثبت و منفی نرخ ارز، قیمت نفت خام و سکه بر بورس اوراق بهادار تهران**، فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد، سال پنجم، شماره چهارم، صص ۱۷۲-۱۴۳.
- [۱۳] خیابانی، ناصر، محمدیان نیک پی، احسان، (۱۳۹۷)، **تحلیل ریسک سیستمی در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران: یک رویکرد رگرسیون چندکی، چند متغیره**، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره هفتاد و هفتم، صص ۳۶-۱.
- [۱۴] مهرانی، کاوه، رضا حصارزاده، (۱۳۸۸)، **کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجوه نقد، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران**، سال دوم، شماره ۵، صص ۱۰۵ تا ۱۲۷.
- [15] Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Philippon, T., Richardson, M., (2010), **Measuring Systemic Risk. In: Technical Report Department of Finance. NYU.**
- [16] Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., (2004), **The Cash Flow Sensitivity of Cash**, J. Finance 59, 1777-1804.
- [17] Al-Najjar, B., (2013), **The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings Evidence from Some Emerging Markets**, International Business Review, 22, 77-88.
- [18] Bao, D., Chan, K., Zhang, W., (2012), **Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings**, Journal of Corporate Finance, 18, 690-700.
- [19] Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., (2009), **Why do U.S Firms Hold so Much More Cash than They Used to?**, J. Finance 64, 1985-2021.
- [20] Baur, D.G., (2011), **Financial Contagion and the Real Economy**, J. Bank. Finance 36, 2680-2692.
- [21] Bonato, M., Caporin, M., Rinaldo, A., (2011), **Hedging Risk Spillovers in International Equity Portfolios**, working paper.
- [22] Brunnermeier, M., Pedersen, L.H., (2009), **Market Liquidity and Funding Liquidity**, Rev. Financ. Stud. 22, 2201-2238.
- [23] Campello, M., Giambona, E., Graham, J., Harvey, C., (2012), **Access to Liquidity and Corporate Investment in Europe During the Financial Crisis**, Rev. Finance, 16, 323-346
- [24] Campello, M., Graham, J.R., Harvey, C., (2010), **The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis**, J. Financ. Econ. 97, 470-487.
- [25] Chiu, W.C., Pena, J.I., Wang, C.W., (2015), **Industry Characteristics and Financial Risk Contagion**, J. Bank. Finance 50, 411-427.
- [26] Cohen, L.J., Cornett, M.M., Marcus, A.J., Tehranian, H., (2014), **Bank Earnings Management and Tail Risk During the Financial Crisis**, J. Money Credit Bank. 46, 171-197.
- [27] Daher, M., (2010), **The Determinants Of Cash Holdings In UK Public And Private Firms**, Degree Of Mres In Finance, Lancaster University Management School
- [28] Denis, D.J., Sibilkov, V., (2010), **Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings**, Rev. Financ. Stud. 23, 247-269.
- [29] Dhaliwal, D., Huang, S., Moser, W., Pereir, R., (2011), **Corporate Tax Avoidance and the Level and Valuation of Firm Cash Holdings**, Working paper.
- [30] Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., and Servaes, H., (2003), **International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings**, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38 (1), 111-133.
- [31] Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., (2007), **Corporate Governance and the Value of Cash Holdings**, Journal of Financial Economics 83, 599-634.