

تعیین عوامل موثر بر نگهداری وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدیه مهدوی زاهد^۱

مهدی مرادزاده فرد^۲

اعظم شکری^۳

چکیده

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی، یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت واحدهای تجاری است. هدف تحقیق حاضر بررسی عواملی موثر بر نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها است. در راستای این هدف اطلاعات نمونه‌ای از شرکت‌های بورسی طی یک دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱) جمع‌آوری گردید. جهت پاسخ به سوالات تحقیق شش فرضیه تدوین گردید و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که بین اهرم مالی، قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها با نگهداشت وجه نقد ارتباط معنادار منفی وجود دارد؛ بین انحراف استاندارد از وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی و فرصت رشد با نگهداشت وجه نقد ارتباط معنادار مثبتی وجود دارد. در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها بخش دولتی یا شبه دولتی می‌باشد، ارتباط معنادار مثبت بین سهامداران نهایی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد و در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها اشخاص حقیقی می‌باشند، ارتباط معنادار منفی بین سهامداران نهایی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد. همچنین ارتباط معناداری بین سودآوری، اندازه شرکت، تفاوت بدهکاران دوره و پرداخت بستانکاران، رابطه با موسسات مالی، هزینه فرصت و جریان نقدی با نگهداشت وجه نقد وجود ندارد.

واژگان کلیدی: نگهداشت وجه نقد، سهامداران نهایی، اهرم مالی، قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها، سودآوری

mmahdavizahed@gmail.com

moradzadehfard@yahoo.com

Azam_shokri@yahoo.com

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد کرج

۲. دکترای تخصصی، دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد کرج

۳. دکترای تخصصی، استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد کرج

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۹/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۳/۲۰

۱. مقدمه

امروزه در بازارهای رقابتی، بنگاه‌هایی موفق هستند که برای آینده خود برنامه داشته باشند. برنامه‌ریزی مالی از مهمترین رویکردهای برنامه‌ریزی است که از اهمیت فراوانی برخوردار است. به دلیل اهمیت فراوان وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه حیات آنها، وجوه نقد از اجزای اساسی و جدایی ناپذیر برنامه ریزی مالی است. به نظر لی^۱ (۲۰۰۷)، وجه نقد اولین و مهم‌ترین عامل حیات هر واحد اقتصادی است. در واقع تنها واحدهایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع تامین نمایند [۱۱].

وجوه نقد از اقلام مهم دارایی‌های جاری در فرآیند اجرای عملیات شرکتها و واحدهای انتفاعی تلقی می‌شود. در مسیر تاریخی تکامل حسابداری به منظور تدارک و گزارش اطلاعات مالی سودمند در تصمیم‌گیری، اطلاعات وجوه نقد از اهمیت بالایی برخوردار شده است، به طوریکه بدون اعمال مدیریت بر وجوه نقد، تداوم فعالیت بنگاه‌ها با مشکلاتی مواجه و اجرای عملیات آن به شکل مطلوب ناممکن می‌شود. یکی از وظایف بسیار مهم مدیران مالی، پیش بینی جریان مناسب ورود و خروج نقد است، به عبارتی مدیریت وجوه نقد از مهمترین وظایف در فرآیند مدیریت مالی است. اهمیت وجه نقد تا بدان جا است که در چارچوب نظری حسابداری مالی کشورهای مختلف یکی از اهداف حسابداری و گزارشگری مالی کمک به پیش بینی جریان وجه نقد آتی شرکت عنوان شده است.

لی^۱ (۲۰۰۷) معتقد است که وجه نقد از سیال‌ترین و مهمترین دارایی‌هاست که اگر به خوبی مدیریت شود منجر به موفقیت‌های بزرگی خواهد شد و اگر برنامه ریزی نشده باشد، چه بسا باعث ورشکستگی شرکت شود، لذا شرکت بدون وجه نقد کافی، در انجام پرداخت‌های خود ناتوان می‌شود.

می‌توان به این نکته اشاره نمود که، مسائل مربوط به نگهداشت وجه نقد از اهمیت بالایی برخوردار است چرا که نگهداری زیاد و یا کم وجه نقد مشکلاتی را برای شرکت‌ها بوجود می‌آورد. به بیان دیگر نگهداری دارایی‌های نقدی، هزینه‌های خاص خود را به همراه دارد. نگهداری زیاد وجه نقد توسط شرکت‌ها، می‌تواند منجر به شکل‌گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود که این امر ممکن است باعث افزایش اختیارات مدیریت گردیده و باعث آسیب رساندن به منافع سهامداران شود؛ به عبارت دیگر، نگهداری وجه نقد بالا، منجر

به هزینه فرصت برای شرکت می‌شود؛ چرا که وجوه نقد دارای نرخ بازده پائینی می‌باشد و به طور آشکاری بر بازده بازار و همچنین بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها اثر می‌گذارد؛ از طرفی عدم نگهداری وجه نقد کافی برای شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی روبرو می‌شوند، ممکن است باعث از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده شود و از این رو بر عملکرد آتی و بازده شرکت‌ها تأثیر منفی داشته باشد.

با توجه به این مطالب موضوع نقدینگی و تعیین میزان ذخایر نقدی برای تمام از شرکت‌ها از اهمیت خاصی برخوردار است. لذا باید در نظر داشت که هر چه قدرت نقدشوندگی یک دارایی بالاتر باشد، بازده حاصل از آن کاهش می‌یابد، از طرف دیگر، شرکت‌ها می‌توانند تأمین مالی عملیات و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را از طریق بازار سرمایه انجام دهند. بنابراین، شرکتی که دسترسی مناسبی به بازارهای سرمایه داشته باشد، نباید به نگهداری وجه نقد اقدام نماید.

۲. مبانی نظری تحقیق

۱.۲. انگیزه‌های حفظ نقدینگی

اقتصاددانان در توجیه نگهداری وجه نقد در درون واحد تجاری، دلایل مختلفی را ارائه نمودند که معروفترین آنها انگیزه‌های نگهداری وجه نقد کینز می‌باشد. نظریه تقاضای پول از نظر کینز که وی آن را نظریه رجحان نقدینگی^۱ نامیده است، این سؤال را مطرح می‌کند که چرا مردم پول را نگهداری می‌کنند؟ وی در پاسخ به این سؤال، برخلاف کلاسیک‌ها که تنها بر تقاضای معاملاتی پول تکیه می‌کردند، سه نوع انگیزه برای تقاضای پول، یعنی انگیزه معاملاتی^۲، انگیزه احتیاطی^۳ و انگیزه سفته بازی را در نظر گرفته است. براساس انگیزه معاملاتی افراد اغلب ترجیح می‌دهند برای اطمینان از انجام معاملات پایه ای خود، اقدام به نگهداری وجه نقد کنند. بر اساس انگیزه احتیاطی، افراد ترجیح می‌دهند برای مقابله با وضعیت‌های غیرقابل انتظار که منجر به هزینه‌های غیرعادی می‌شود، میزانی از وجه نقد را نگهداری کنند. در نهایت منظور از تقاضای سفته بازی پول این است که پول با هدف و امید انجام معاملات سودآور و بهره برداری از فرصت‌هایی که در آینده پیش می‌آید، نگهداری می‌شود.

۲.۲ نظریه‌های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد

۱.۲.۲ نظریه موازنه^۵

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 (جانن و همکاران، ۲۰۰۴).

۲.۲.۲ نظریه سلسله مراتب تأمین مالی

طبق این نظریه که توسط میرز و مجلوف^۶ (۱۹۸۴) مطرح گردید، شرکت‌ها تأمین مالی از منابع داخل شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه‌تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرفنظر کردن از پروژه‌های سودآور شوند. در این حالت وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته و یا بسیار کم باشد.

۳.۲.۲ نظریه جریان وجه نقد آزاد

بر اساس نظریه مذکور که جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مطرح کردند، وجوه نقد داخلی، بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این وضعیت، آنها به موافقت سهام داران نیاز ندارند و در تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌ها، برحسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (برای مثال، سود سهام) نیستند، آنها برای سرمایه‌گذاری انگیزه دارند، حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت، موجود نباشد (جنسن، ۱۹۸۶).

۳.۲. نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

بر اساس نظریه مذکور، یکی از طرف‌های معامله، نسبت به دیگران، از مزیت اطلاعاتی برخوردار است. در اقتصاد به چنین وضعیتی، نامتقارن بودن اطلاعات گفته می‌شود. با توجه به نظریه مذکور، می‌توان آثار ناشی از تفاوت بین اطلاعات عمومی و محرمانه را در بازارهای مالی مشاهده کرد. در مجموع، می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعات، تأثیر مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی دارد (اسکات^۷، ۱۳۸۶). به طور کلی، همانطور که اشاره شد، در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از یک سیاست سلسله مراتبی در تامین مالی از خود نشان می‌دهند. این بدان معناست که مدیران منابع داخلی را بر منابع خارجی که به اطلاعات حساس هستند، ترجیح می‌دهند. این موضوع سبب می‌شود تا تمایل به انباشت وجه نقد در مدیران بیشتر شده، تا هر وقت بخواهند از داخل شرکت تامین مالی نمایند.

۴.۲. تئوری نمایندگی

رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مامور به اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به وی تفویض می‌نماید. با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند لذا بین آنها تضاد منافع بوجود می‌آید. به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود.

۵.۲. بازارهای سرمایه کارا

در بازارهای سرمایه کارا، دلیلی برای نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها وجود ندارد. در محیط کارا هیچ سطح وجه نقد مطلوبی در نظر گرفته نمی‌شود و شرکت‌ها می‌توانند هر گاه که وجوه داخلی جهت بکارگیری در پروژه‌های جدید کافی نباشد، به سرعت به تامین مالی خارجی روی بیاورند که این تامین مالی از منابع خارجی شرکت با نرخ منصفانه صورت می‌گیرد.

۳. پیشینه پژوهش

۱.۳. تحقیقات خارجی

نچار^۸ در سال ۲۰۱۲ در طی تحقیقی نشان داد که ساختار سرمایه و سیاست توزیع سود سهام بر نگهداری وجه نقد تاثیر دارند. همچنین وی اظهار داشت در کشورهایی که، شرکت‌ها از حمایت سهامداران کمی برخوردارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند [۷].

یانتو^۹ در سال ۲۰۱۱ در تحقیقی به آزمون رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مانده وجه نقد و تاثیر بر ارزش شرکت در بورس سنگاپور پرداخت. نتایج این بررسی نشان داد که شرکت‌های دارای اثربخشی کمتر حاکمیت شرکتی تمایل بیشتری برای نگهداری وجه نقد دارند. نتایج دیگر نشان می‌دهد که به دلیل انعطاف پذیری و همچنین تعارض بین مدیران و مالکان و تئوری نمایندگی، مدیران به منظور احتیاط وجه نقد ذخیره می‌کنند. علاوه بر این شرکت‌های دارای ساختار مالکیت هرمی در مقابل شرکت‌های تک مالکی و یا متمرکز وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند و ارزش بازار بالاتری دارند [۱۶].

سابرامانیا^{۱۰} و همکاران در سال ۲۰۱۱ در تحقیقی مشابه یانتو به بررسی رابطه بین ساختار شرکت و میزان وجه نقد نگهداری شده پرداختند. آنها با جمع آوری شواهد در محیط بورس نیویورک طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶ نشان دادند شرکت‌هایی که دارای مالکیت غیر متمرکز و متنوع تری هستند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت متمرکز دارند به طور معناداری کمتر وجه نقد نگهداری می‌کنند. بررسی‌های بیشتر آنها بیان می‌دارد که دلیل اینکه شرکت‌هایی که دارای مالکیت متنوعی هستند روابط بیشتری با سایر شرکتها و صنایع خاص‌شان داشته و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بیشتری دارند از این رو وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند [۱۵].

گارسیا^{۱۱} و همکاران در سال ۲۰۰۹ در تحقیقی با استفاده از نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های بورس سهام اسپانیا، در دوره‌ای از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱، اثر کیفیت حسابداری را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی کردند. در پژوهش حاضر، از مدل تعدیل شده از کان و ازکان (۲۰۰۴) استفاده شده است. نتایج پژوهش مذکور، نشان داده است که شرکت‌های با ارقام تعهدی کیفیت زیاد، در مقایسه با شرکت‌های با ارقام تعهدی کیفیت کم، مقدار کمتری وجه نقد نگهداری می‌کنند یافته‌های آنها نشان داده است که با افزایش بدهی بانکی، موجودی نقد افزایش می‌یابد و شرکت‌های با جریان نقدی بیشتر، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند [۹].

گانی^{۱۲} و همکاران در سال ۲۰۰۷ در طی تحقیقی رفتار نگهداری وجه نقد را در شرکت‌های فرانسوی، آلمانی، ژاپنی، انگلیسی و آمریکایی با استفاده از داده‌های ۴۰۶۹ شرکت در طی سالهای ۲۰۰۰-۱۹۹۶ بررسی کردند. این تحقیق بر رابطه بین اهرم و نگهداری وجه نقد متمرکز شده است. شواهد این تحقیق حاکی از وجود رابطه غیرخطی معنی دار بین نگهداری وجه نقد و اهرم است. نتایج این تحقیق همچنین نشان می‌دهد که اثر اهرم بر نگهداری وجه نقد تا اندازه ای به خصوصیات کشورها مثل تمرکز مالکیت بستگی دارد [۱۰].

ازکان و ازکان^{۱۳} در سال ۲۰۰۴ در طی تحقیقی با نمونه ای از شرکتهای انگلیسی در طول دوره‌ای از سال ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۹ نتیجه گرفتند که نگهداری موجودی‌های نقدی توسط شرکت‌ها رابطه منفی با دارایی‌های شبه نقد و دارایی‌های جاری شرکت‌ها دارد. نتایج بیانگر این است که شرکت‌ها می‌توانند از دارایی‌های جاری به عنوان جانشینی برای موجودی‌های نقدی استفاده نمایند. همچنین، به دلیل اجتناب از کمبود نقدینگی جهت پرداخت سودهای تقسیمی، شرکت‌ها موجودی‌های نقدی بیشتری را نگهداری می‌نمایند. و در کل، فرصت‌های رشد، جریان‌ات نقدی، دارایی‌های سیال، اهرم مالی و بدهی بانکی عوامل مهمی در تعیین میزان موجودی نقد شرکت به شمار می‌روند [۱۳].

۲.۳. تحقیقات داخلی

قاسم بولو^{۱۴} و همکاران در طی پژوهشی (سال ۱۳۹۱) به بررسی اثرات انحراف از وجه نقد بهینه برآوردی بر عملکرد آینده شرکت‌ها (نرخ بازده دارایی‌های عملیاتی آینده) پرداختند. در این تحقیق، ابتدا وجه نقد بهینه قابل قبول برای شرکت‌ها برآورد شده و در ادامه به بررسی این موضوع پرداخته شده است که آیا عملکرد آتی، زمانی که یک واحد تجاری از سطح وجه نقد بهینه برآوردی منحرف میشود، تحت تأثیر قرار می‌گیرد یا خیر؟ برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به ۱۴۴ شرکت که در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بودند، انتخاب شدند. در این تحقیق از روش رگرسیون غلتان و با استفاده از داده‌های پانلی به بررسی فرضیه‌های تحقیق پرداخته شده است. نتایج نشان می‌دهد که فرضیه‌های تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار منفی بین میزان انحراف از وجه نقد بهینه و نرخ بازده دارایی‌هایی عملیاتی آینده تأیید نشده است [۲].

محمدحسین قائمی^{۱۵} و سید مصطفی علوی (سال ۱۳۹۱) در تحقیقی تاثیر شفافیت اطلاعاتی را که به وسیله شفافیت سود حسابداری محاسبه شده بر میزان نگهداشت وجه نقد در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد، بین شفافیت اطلاعات و میزان نگهداری وجه نقد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که دارای شفافیت اطلاعاتی بالاتری هستند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند [۴].

فخاری^{۱۶} و تقوی (سال ۱۳۸۸) در تحقیقی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر مانده وجه نقد شرکت‌ها را در ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۱ مورد بررسی قرار دادند. در پژوهش مذکور، کیفیت اقلام تعهدی با استفاده از مدل دچو و دیچواندازه گیری شده است. نتایج نشان داده است که متغیرهای مورد استفاده در پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، تقریباً ۶۲٪ از تغییرات را در مانده وجه نقد شرکت‌های نمونه انتخابی در دوره زمانی پژوهش توضیح می‌دهند. کیفیت اقلام تعهدی با مانده نقد، رابطه منفی و معنی‌دار دارد. به این معنی که کیفیت اقلام تعهدی، عاملی مؤثر و مهم در میزان موجودی نقد است [۳].

محمد علی آقایی^{۱۷} و همکارانش (سال ۱۳۸۸) در تحقیقی، با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی میان دوره‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال‌های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۴ و با استفاده از مدل رگرسیون خطی چند متغیره، تأثیر ۱۰ عامل در نگهداری موجودی‌های نقدی توسط شرکت‌ها بررسی می‌گردد. شواهد تحقیق حاکی از آن است که حسابهای دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی‌های بلند مدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد [۱].

کاوه مهرانی^{۱۸} و رضا حصارزاده (سال ۱۳۸۸) براساس مدل تروال و سولانو (۲۰۰۹) کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجوه نقد را آزمون کردند. نتایج آزمون آنها که در دوره ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ و در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته بود، نشان می‌دهد که سطح موجودی نقد در شرکت‌هایی که از کیفیت بالاتر حسابداری برخوردارند، نسبت

به آنهایی که دارای کیفیت پایین‌تر حسابداری‌اند، کمتر می‌باشد. از نظر آنها کیفیت حسابداری با کاهش اثرات نامساعد عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش سطح سرمایه گذاری در دارایی‌های غیر مولدی همچون موجودی نقد می‌گردد. همچنین براساس یافته‌های آنها هنگامی که واحد تجاری از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردارند، سطح انباشت وجوه نقد افزایش می‌یابد و از سوی دیگر با افزایش قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها، نسبت اهرمی و توزیع سود، سطح انباشت وجوه نقد کاهش می‌یابد [۶] و [۹].

۴. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: ارتباط منفی بین اهرم مالی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه دوم: ارتباط مثبت بین توزیع سود سهام و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه سوم: ارتباط مثبت بین سودآوری و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه چهارم: ارتباط منفی بین قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه پنجم: ارتباط منفی بین اندازه شرکت و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه ششم: ارتباط مثبت و منفی بین کنترل کننده نهایی شرکت و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه هفتم: در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها بخش دولتی یا شبه دولتی می‌باشد، ارتباط مثبت بین سهامداران نهایی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.
 فرضیه هشتم: در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها اشخاص حقیقی می‌باشند، ارتباط منفی بین سهامداران نهایی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد.

۵. روش پژوهش

این تحقیق از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیق کاربردی است، همچنین در تحقیق حاضر برای آزمون فرضیه‌ها از اطلاعات تاریخی استفاده می‌شود، بنابراین از نوع تحقیق شبه آزمایشی (پس رویدادی) است. الگوی آماری که در این تحقیق بکار گرفته می‌شود، الگوی رگرسیون خطی چند متغیره است. این تحقیق از نظر تئوریک جزئیات تحقیقات اثباتی قرار گرفته و از منظر استدلال جزء تحقیقات استقرایی است.

۶. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است اما با توجه به وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرایط زیر به منظور تعیین نمونه آماری تحقیق در نظر گرفته شده است:

۱. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداشته باشد.
 ۳. تمام اطلاعات مالی مورد نیاز در دوره تحقیق در دسترس باشد.
 ۴. جزو شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
 ۵. سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره تحقیق معامله شده باشد.
- دلیل اینکه سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد این است داده‌های جمع آوری شده کاملاً همگن باشند. همچنین به دلیل اینکه نوع و ماهیت فعالیت شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت از سایر شرکت‌ها می‌باشد این نوع شرکت‌ها از نمونه آماری حذف نموده‌ایم تا نتایج نهایی حاصل از تحقیق همگن باشند. همچنین چون نیاز به ارزش روز سهام شرکت‌ها داریم باید حداقل در طول سال‌های مورد بررسی یکبار معامله صورت گرفته باشد.

۷. متغیرها و مدل پژوهش

بر اساس ادبیات موجود برای آزمون فرضیه‌های اول تا پنجم از مدل زیر استفاده خواهد شد:

$$\begin{aligned} CASH = & \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DPO_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 CCC_{it} \\ & + \beta_7 Cash\ vol_{it} + \beta_8 LTD_{it} + \beta_9 BANKD_{it} + \beta_{10} RIPREAD_{it} \\ & + \beta_{11} CFLOW_{it} + \beta_{12} MB_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

با هدف پاسخگویی به فرضیه‌ی ششم فرضیه‌های هفتم و هشتم بر اساس مدل‌های زیر

بررسی خواهد شد:

برای آزمون فرضیه هفتم از مدل زیر استفاده خواهد شد:

$$\begin{aligned}
 CASH = & \beta_0 + \beta_1 Hif10_{it} + \beta_2 Restrict_{it} + \beta_3 Local_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 DPO_{it} \\
 & + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 CCC_{it} + \beta_{10} Cash\ vol_{it} \\
 & + \beta_{11} LTD_{it} + \beta_{12} BANKD_{it} + \beta_{13} RIPREAD_{it} + \beta_{14} CFLOW_{it} \\
 & + \beta_{15} MB_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

برای آزمون فرضیه هشتم از مدل زیر استفاده خواهد شد:

$$\begin{aligned}
 CASH = & \beta_0 + \beta_1 Hif10_{it} + \beta_2 Restrict_{it} + \beta_3 Private_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 DPO_{it} \\
 & + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 CCC_{it} + \beta_{10} Cash\ vol_{it} \\
 & + \beta_{11} LTD_{it} + \beta_{12} BANKD_{it} + \beta_{13} RIPREAD_{it} + \beta_{14} CFLOW_{it} \\
 & + \beta_{15} MB_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

متغیر وابسته تحقیق حاضر موجودی نقد می‌باشد.

نسبت نقد: موجودی نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها.

متغیرهای مستقل تحقیق عبارتند از:

اهرم مالی: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در زمان t

سود سهام پرداختنی: پرداخت سود سهام شرکت i در زمان t که معادل سود نقدی به سود هر سهم می‌باشد.

نرخ بازده حقوق صاحبان سهام: سودآوری شرکت i در زمان t می‌باشد که با متغیر ROE (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) در مدل رگرسیونی لحاظ می‌شود.

قابلیت نقد شوندگی: قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها شرکت i در زمان t می‌باشد که برابر است با سرمایه در گردش منهای نقد و معادل‌های نقد (سپرده‌های دیداری نزد بانک‌ها و موسسات مالی و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت بدون تاریخ سررسید)، تقسیم بر کل دارایی‌ها.

اندازه: اندازه شرکت i در زمان t می‌باشد که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

مالکیت نهایی: مالکیت نهایی را با معیارهای زیر در مدل رگرسیونی لحاظ نموده‌ایم:

کنترل کننده نهائی بخش دولتی و یا شبه دولتی: متغیر مصنوعی در صورتی که کنترل کننده نهائی بخش دولتی و یا شبه دولتی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

کنترل کننده نهائی شخص حقیقی: متغیر مصنوعی، در صورتی که کنترل کننده نهایی شخص حقیقی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

متغیراندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت: متغیراندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت، که عبارت است از جمع توان دوم نسبت مالکیت ده سهامدار عمده اول.

متغیراندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت: متغیراندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت که عبارت است از نسبت حاصل از تقسیم جمع نسبت مالکیت سهامدار عمده دوم تا دهم بر نسبت مالکیت سهامدار عمده نخست.

متغیرهای کنترل تحقیق عبارتند از:

انحراف استاندارد از وجه نقد: انحراف استاندارد از وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی در همان صنعت در هر سال (شرکت i در زمان t)

تفاوت بین مجموعه بدهکاران دوره و پرداخت بستانکاران دوره: تفاوت بین مجموعه بدهکاران دوره و پرداخت بستانکاران دوره شرکت i در زمان t

نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها: نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها شرکت i در زمان t می‌باشد.

روابط با موسسات مالی: رابطه با موسسات مالی می‌باشد که برابر نسبت تسهیلات بانکی دریافتی کوتاه مدت و بلند مدت به کل بدهی‌ها شرکت i در زمان t می‌باشد.

هزینه فرصت سرمایه‌گذاری: هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در دارایی نقدی شرکت i در زمان t است که برابر است با: تفاوت بین نرخ بازده دارایی‌های شرکت (سود ناخالص عملیاتی به دارایی‌ها) و نرخ بهره بدون ریسک (نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت دولتی)

جریان‌های نقدی: جریان‌های نقدی شرکت i در زمان t می‌باشد که معادل جریان‌های نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها می‌باشد.

ارزش بازار شرکت تقسیم بر خالص ارزش دفتری دارایی‌ها: نشان دهنده فرصت‌های رشد شرکت i در زمان t است که برابر است با ارزش بازار شرکت تقسیم بر خالص ارزش دفتری دارایی‌ها.

۸. پردازش یافته‌های پژوهش

داده‌های مربوط به ۸۹ شرکت عضو نمونه آماری پژوهش در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه تحقیق بررسی

شود. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel محاسبه و با نرم‌افزار Spss ۱۸ و Eviews ۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

۱.۱.۸. آمار توصیفی

در نگاره‌ی زیر شاخصهای مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخصهای پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان میدهد زیرا میانگین تحت تاثیر این مقادیر قرار میگیرد در این موارد توزیع داده‌ها چوله به راست است و در حالت برعکس و در برخی موارد چوله به چپ است.

۱.۱.۸.۱. اطلاعات بدست آمده از داده اولیه

نگاره‌ی شماره (۱): آمار توصیفی برای متغیرهای تحقیق

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
نسبت نقد	۴۴۵	۰.۰۴	۰.۰۳	۰.۰۴	۳.۷۴	۲۲.۹۴	۰.۰۰	۰.۴۴
لگاریتم نسبت نقد	۴۴۵	-۳.۷۹	-۳.۶۸	۱.۰۷	-۰.۴۸	۰.۵۵	-۷.۵۲	-۰.۸۲
متغیر اندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت	۴۴۵	۳۷۷۹	۳۵۶۱	۱۷۹۲.۲۵	۰.۶۶	۰.۳۴	۲۷۴.۷۲	۹۲۱۲.۷۰
متغیر اندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت	۴۴۵	۱.۵۰	۰.۹۶	۱.۶۰	۲.۹۵	۱۱.۲۴	۰.۰۴	۱۱.۴۶
سود سهام پرداختنی	۴۴۵	۴۶۳.۰۴	۴۰.۵۶	۱۴۳۲.۷۶	۴.۲۵	۱۸.۴۸	۰.۰۰	۹۰۹۱.۸۲
اهرم مالی	۴۴۵	۰.۶۲	۰.۶۴	۰.۲۱	۰.۱۶	۰.۴۸	۰.۱۰	۱.۴۸
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	۴۴۵	۲۷.۳۱	۳۱.۹۳	۳۳.۲۹	-۲.۶۸	۱۱.۰۸	-۱۶۷.۷۷	۹۶.۶۶
قابلیت نقد شوندگی	۴۴۵	۰.۰۵	۰.۰۶	۰.۲۱	-۰.۰۶	۰.۷۶	-۰.۶۰	۰.۸۱
اندازه	۴۴۵	۱۳.۷۷	۱۳.۵۸	۱.۷۰	۰.۸۵	۰.۶۷	۱۰.۰۹	۱۸.۶۰
اختلاف بین بدهکاران و بستانکاران	۴۴۵	۳۷۴۴۳۶۹۹۹	۲۲۲۶۷	۱۳۵۷۲۲۶۳۰	۳.۷۲	۱۴.۲۲	-۸۵۲۷۱۲	۷۹۲۲۳۲۱
انحراف استاندارد از وجه نقد	۴۴۵	۲۱۷۰۷۱۲۲۸۷۰	۲۲۲۶۷	۳.۱۱	۱۰.۵۰	۰	۰	۱۲۸۰۸۵۹
نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها	۴۴۵	۰.۰۸	۰.۰۵	۰.۰۹	۲.۲۶	۵.۴۰	۰.۰۰	۰.۴۹
روابط با موسسات مالی	۴۴۵	۰.۳۹	۰.۴۰	۰.۲۱	-۰.۱۱	-۰.۸۳	۰.۰۰	۰.۸۵
هزینه فرصت سرمایه‌گذاری	۴۴۵	۰.۰۴	۰.۰۳	۰.۱۴	۰.۴۴	۰.۸۹	-۰.۳۷	۰.۵۷
جریان‌های نقدی	۴۴۵	۰.۱۴	۰.۱۲	۰.۱۳	۰.۶۸	۱.۶۱	-۰.۲۸	۰.۶۵
ارزش بازار شرکت تقسیم بر خالص ارزش دفتری دارایی‌ها	۴۴۵	۲.۹۶	۲.۲۷	۲.۴۱	۱.۷۰	۳.۳۸	-۰.۶۴	۱۳.۸۸

در صورتی که مقادیر میانگین و میانه متغیرها نزدیک به هم است توزیع متغیرها متقارن است این ویژگی اهمیت زیادی دارد زیرا تقارن یکی از ویژگیهای توزیع نرمال است که در بخش بعد به آن پرداخته خواهد شد. مقدار چولگی و کشیدگی برای متغیر وابسته به ترتیب برابر با $3/74$ و $22/94$ است که نشانگر این است که توزیع آن از توزیع نرمال انحراف دارد اما برای لگاریتم این متغیر مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر با $0/48-$ و $0/55$ است یعنی لگاریتم این متغیر توزیع تقارن نسبی دارند و از این نظر توزیع این متغیر شبیه توزیع نرمال است.

۲.۸. فرآیند انتخاب مدل مناسب

فرآیند انتخاب مدل مناسب به شرح زیر است:

مرحله اول: وجود اثرات در مقابل مدل بدون اثرات آزمون می‌گردد (آزمون لیمر یا چاو).

مرحله دوم: مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت آزمون می‌گردد (آزمون هاسمن).

در نهایت از بین سه مدل بدون اثرات، مدل با اثرات ثابت و مدل با اثرات تصادفی مناسبترین مدل انتخاب شده و در مورد معناداری هر کدام از متغیرهای مستقل و کنترلی بحث خواهد گردید.

مقدار احتمال آزمون چاو برای هر سه مدل برابر با $0/000$ است بنابراین مدل مورد استفاده دارای اثرات جداگانه‌ای برای شرکت‌ها هستند.

مقدار احتمال برای آزمون هاسمن برای هر سه مدل برابر با $0/000$ است بنابراین مدل‌های مورد استفاده مدل با اثرات ثابت است.

۳.۸. تحلیل پانلی

در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت **مقطعی-زمانی**^{۱۹} گردآوری شده‌اند یعنی داده‌های جمع آوری شده برای مقاطع مختلف (در اینجا شرکت‌ها) در طی زمان می‌باشد. در داده‌هایی که بدین صورت جمع آوری می‌شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی‌گردد زیرا از هر شرکت در سال‌های مختلف چندین مشاهده تکرار شده است که این مشاهدات به هم وابسته‌اند (زیرا متعلق به یک شرکت هستند). برای تحلیل این نوع داده‌ها از تحلیل پانلی استفاده می‌گردد.

۴.۸. برازش مدل اول

در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی^{۲۰} استفاده شده است

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی‌داری وجود ندارد.} \\ H_1 : & \text{مدل معنی‌داری وجود دارد.} \end{cases}$$

نتایج تحلیل پانلی هر سه مدل در نگاره‌ی شماره ۲ آورده شده است.

در نگاره‌ی مذکور مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۵ است یعنی در حدود ۶۵٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۰۳ است مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد. (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد).

مقدار آماره t برای سود سهام پرداختنی برابر با ۰/۲۲ (بی معنی)، برای اهرم مالی برابر با ۴/۲۴- (معنادار و منفی)، برای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۰/۹۵ (بی معنی)، برای قابلیت نقد شوندگی برابر با ۳/۰۸- (معنادار و منفی)، برای اندازه برابر با ۰/۵۲- (بی معنی)، برای اختلاف بین بدهکاران و بستانکاران برابر با ۰/۲۹ (بی معنی)، برای انحراف استاندارد از وجه نقد برابر با ۲/۶۹ (معنادار و مثبت)، برای نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها برابر با ۲/۵۸- (بی معنی)، برای روابط با موسسات مالی برابر با ۱/۰۷ (بی معنی)، برای هزینه فرصت سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۹۴- (بی معنی)، برای جریان‌های نقدی برابر با ۱/۳۲ (بی معنی) و برای ارزش بازار شرکت تقسیم بر خالص ارزش دفتری دارایی‌ها برابر با ۳/۳۱ (معنادار و مثبت) است مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۴/۹۳- است که در سطح اطمینان ۹۵٪ در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است.

۵.۸. برازش مدل دوم

نتایج تحلیل پانلی هر سه مدل در نگاره‌ی شماره ۲ آورده شده است.

در این نگاره‌ی مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۴ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۵ است یعنی در حدود ۶۵٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین و اتسون برابر با ۲/۰۷ است.

مقدار آماره t برای متغیراندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت برابر با ۲/۷۸ (معنادار و مثبت)، برای متغیراندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت برابر با ۳/۲۸ (معنادار و مثبت)، برای کنترل کننده نهائی بخش دولتی و یا شبه دولتی برابر با ۲/۷۴ (معنادار و مثبت)، برای سود سهام پرداختنی برابر با ۰/۲۹ (بی معنی)، برای اهرم مالی برابر با ۴/۰۰- (معنادار و منفی)، برای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۰/۹۶ (بی معنی)، برای قابلیت نقدشوندگی برابر با ۲/۸۰- (معنادار و منفی)، برای اندازه برابر با ۰/۶۶- (بی معنی)، برای اختلاف بین بدهکاران و بستانکاران برابر با ۰/۲۷ (بی معنی)، برای انحراف استاندارد برابر با ۲/۶۴ (معنادار و مثبت)، برای نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها برابر با ۲/۵۳- (بی معنی)، برای روابط با موسسات مالی برابر با ۱/۲۷ (بی معنی)، برای هزینه فرصت سرمایه‌گذاری برابر با ۱/۰۲- (بی معنی)، برای جریان‌های نقدی برابر با ۱/۳۳ (بی معنی) و برای ارزش بازار شرکت تقسیم بر خالص ارزش دفتری دارایی‌ها برابر با ۳/۳۸ (معنادار و مثبت) است مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۵/۸۷- است که در سطح اطمینان ۹۵٪ در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است.

در نگاره‌ی زیر نتایج تحلیل پانلی آورده شده است :

نتایج تحلیل پانلی هر سه مدل در نگاره‌ی شماره ۲ آورده شده است.

در این نگاره‌ی مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۵ است یعنی در حدود ۶۵٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین و اتسون برابر با ۲/۰۸ است.

مقدار آماره t برای متغیراندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت برابر با ۳/۰۸ (معنادار و مثبت)، برای اندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت برابر با ۳/۶۲ (معنادار و مثبت)، برای کنترل کننده نهائی

شخص حقیقی برابر با ۳/۱۹- (معنادار و منفی)، برای سود سهام پرداختنی برابر با ۰/۳۲ (بی معنی)، برای اهرم مالی برابر با ۳/۸۶- (معنادار و منفی)، برای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۱/۰۰ (بی معنی)، برای قابلیت نقد شوندگی برابر با ۲/۹۳- (معنادار و منفی)، برای اندازه برابر با ۰/۳۴- (بی معنی)، برای اختلاف بین بدهکاران و بستانکاران برابر با ۰/۲۴ (بی معنی)، برای انحراف استاندارد برابر با ۲/۳۵ (معنادار و مثبت)، برای نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها برابر با ۲/۷۹- (بی معنی)، برای روابط با موسسات مالی برابر با ۱/۵۵ (بی معنی)، برای فرصت سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۹۴- (بی معنی)، برای جریان‌های نقدی برابر با ۱/۷۷ (بی معنی) و برای ارزش بازار شرکت تقسیم بر خالص ارزش دفتری دارایی‌ها برابر با ۳/۱۱ (معنادار و مثبت) است مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۵/۷۸- است که در سطح اطمینان ۹۵٪ در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است.

نگاره‌ی شماره (۲): برازش هر سه مدل در تحلیل پانلی

پارامترها	مقدار اول	مدل دوم	مدل سوم
مقدار ضرایب	-۲.۹۵۹	-۳.۷۱۳	-۳.۶۵۱
مقدار t	-۴.۹۳	-۵.۸۷	-۵.۷۸
مقدار احتمال	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
نتیجه	معنادار و منفی	معنادار و منفی	معنادار و منفی
مقدار ضرایب	-	۰.۰۰۰۰۸	۰.۰۰۰۰۹
مقدار t	-	۲.۸۷	۳.۰۸
مقدار احتمال	-	۰.۰۰۰۴	۰.۰۰۰۲
نتیجه	-	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت
مقدار ضرایب	-	۰.۱۰۸	۰.۱۲۲
مقدار t	-	۳.۲۸	۳.۶۲
مقدار احتمال	-	۰.۰۰۰۱	۰.۰۰۰
نتیجه	-	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت
مقدار ضرایب	-	۰.۳۶۸	-
مقدار t	-	۲.۷۴	-
مقدار احتمال	-	۰.۰۰۰۶	-
نتیجه	-	معنادار و مثبت	-
مقدار ضرایب	-	-	-۰.۵۵۵
مقدار t	-	-	-۳.۱۹

متغیراندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت

متغیراندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت

کنترل کننده نهائی بخش دولتی و یا شبه دولتی

کنترل کننده نهائی شخص حقیقی

پارامترها	مقدار اول	مدل دوم	مدل سوم
مقدار احتمال	-	-	۰.۰۰۲
نتیجه	-	-	معنادار و منفی
مقدار ضرایب	۰.۰۰۰۰۱	۰.۰۰۰۰۱	۰.۰۰۰۰۱
مقدار t	۰.۲۲	۰.۲۹	۰.۳۲
مقدار احتمال	۰.۸۲۹	۰.۷۷۱	۰.۷۴۶
سود سهام پرداختی	بی معنی	بی معنی	بی معنی
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	-۱.۴۴۱	-۱.۳۴۰	-۱.۲۹۴
مقدار t	-۴.۲۴	-۴.۰۰	-۳.۸۶
مقدار احتمال	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
اهرم مالی	معنادار و منفی	معنادار و منفی	معنادار و منفی
نتیجه	معنادار و منفی	معنادار و منفی	معنادار و منفی
مقدار ضرایب	۰.۰۰۲	۰.۰۰۲	۰.۰۰۲
مقدار t	۰.۹۵	۰.۹۶	۱.۰۰
مقدار احتمال	۰.۳۴۴	۰.۳۳۸	۰.۳۱۶
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	بی معنی	بی معنی	بی معنی
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	-۰.۹۷۷	-۰.۸۹۲	-۰.۹۲۰
مقدار t	-۳.۰۸	-۲.۸۰	-۲.۹۳
مقدار احتمال	۰.۰۰۲	۰.۰۰۵	۰.۰۰۴
قابلیت نقد شوندگی	معنادار و منفی	معنادار و منفی	معنادار و منفی
نتیجه	معنادار و منفی	معنادار و منفی	معنادار و منفی
مقدار ضرایب	-۰.۰۲۱	-۰.۰۲۸	-۰.۰۱۴
مقدار t	-۰.۵۲	-۰.۶۶	-۰.۳۴
مقدار احتمال	۰.۶۰۶	۰.۵۰۷	۰.۷۳۵
اندازه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	۰.۰۰۰۰۰۰۱۴	۰.۰۰۰۰۰۰۰۱	۰.۰۰۰۰۰۰۰۰۱
مقدار t	۰.۲۹	۰.۲۷	۰.۲۴
مقدار احتمال	۰.۷۷۱	۰.۷۸۷	۰.۸۰۷
اختلاف بین بدهکاران و بستانکاران	بی معنی	بی معنی	بی معنی
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	۰.۰۰۰۰۰۰۷۷۷	۰.۰۰۰۰۰۰۰۷۵	۰.۰۰۰۰۰۰۰۶۷
مقدار t	۲.۶۹	۲.۶۴	۲.۳۵
مقدار احتمال	۰.۰۰۰۸	۰.۰۰۰۹	۰.۰۰۱۹
انحراف استاندارد از وجه نقد	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت
نتیجه	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت
مقدار ضرایب	-۱.۵۳۰	-۱.۴۷۵	-۱.۶۲۰
مقدار t	-۲.۵۸	-۲.۵۳	-۲.۷۹
مقدار احتمال	۰.۰۱۰	۰.۰۱۲	۰.۰۰۶
نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها			

پارامترها	مقدار اول	مدل دوم	مدل سوم
نتیجه	معنادار و منفی	معنادار و منفی	معنادار و منفی
مقدار ضرایب	۰.۲۷۲	۰.۳۱۶	۰.۳۸۷
مقدار t	۱.۰۷	۱.۲۷	۱.۵۵
مقدار احتمال	۰.۲۸۵	۰.۲۰۵	۰.۱۲۳
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	-۰.۵۲۴	-۰.۵۵۷	-۰.۵۱۵
مقدار t	-۰.۹۴	-۱.۰۲	-۰.۹۴
مقدار احتمال	۰.۳۴۸	۰.۳۰۹	۰.۳۴۶
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	۰.۶۲۳	۰.۶۱۹	۰.۸۳۲
مقدار t	۱.۳۲	۱.۳۳	۱.۷۷
مقدار احتمال	۰/۱۸۸	۰.۱۸۳	۰.۰۷۸
نتیجه	بی معنی	بی معنی	بی معنی
مقدار ضرایب	۰.۰۶۹	۰.۰۷۰	۰.۰۶۴
مقدار t	۳.۳۱	۳.۳۸	۳.۱۱
مقدار احتمال	۰.۰۰۱	۰.۰۰۱	۰.۰۰۲
نتیجه	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت	معنادار و مثبت
مقدار F	۶.۳۳	۶.۲۷	۶.۲۲
مقدار احتمال F	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
ضریب تعیین	۰.۶۵	۰.۶۵	۰.۶۵
دوربین واتسون	۲.۰۳	۲.۰۷	۲.۰۸

۹. خلاصه تحقیق و نتیجه گیری

در این بخش نتایج بدست آمده در تحقیق حاضر بصورت خلاصه بیان شده است:

- ارتباط معنادار منفی بین اهرم مالی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد (فرضیه اصلی اول) و فرضیه مورد قبول واقع شده است.
- ارتباط معناداری بین توزیع سود سهام و نگهداری موجودی نقد وجود ندارد (فرضیه اصلی دوم) و فرضیه رد شده است.

- ارتباط معناداری بین سودآوری و نگهداری موجودی نقد وجود ندارد (فرضیه اصلی سوم) و فرضیه رد شده است.
- ارتباط معنادار منفی بین قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها و نگهداری موجودی نقد وجود دارد (فرضیه اصلی چهارم) و فرضیه مورد قبول واقع شده است.
- ارتباط معناداری بین اندازه شرکت و نگهداری موجودی نقد وجود ندارد (فرضیه اصلی پنجم) و فرضیه رد شده است.
- ارتباط معناداری بین کنترل کننده نهایی شرکت و نگهداری موجودی نقد وجود دارد (فرضیه اصلی ششم) و فرضیه مورد قبول واقع شده است.
- در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها بخش دولتی یا شبه دولتی می‌باشد، ارتباط معنادار مثبت بین سهامداران نهایی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد (فرضیه فرعی هفتم) و فرضیه مورد قبول واقع شده است.
- در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها اشخاص حقیقی می‌باشند، ارتباط معنادار منفی بین سهامداران نهایی و نگهداری موجودی نقد وجود دارد (فرضیه فرعی هشتم) و فرضیه مورد قبول واقع شده است.

۱۰. محدودیت‌های تحقیق

در این پژوهش سعی شده متغیرهای کنترل و مداخله‌گر که بواسطه تحقیقات و مطالعات صورت گرفته، شناسایی شده است در برازش مدل رگرسیون مورد استفاده قرار گیرد. اما با توجه به وجود عوامل مداخله‌گر دیگر، از جمله عوامل رفتاری سهامداران، عامل تورم و سایر عوامل اقتصادی خرد و کلان در سطح شرکت‌ها و جامعه، که به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات در برازش مدل رگرسیون مورد استفاده قرار نگرفته است، می‌توان این عوامل را از جمله محدودیت‌های تحقیق دانست.

۱۱. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۱.۱۱. مقایسه نتایج بدست آمده با تحقیقات پیشین

در تحقیق حاضر ارتباط بین اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد همانند تحقیق ملکیان (۱۳۹۰) [۵]، رضوان و جاوید (۲۰۱۱) [۱۴]، ازکان و ازکان (۲۰۰۴) [۱۳] و فریرا و ویلا

(۲۰۰۴) [۸] معنادار و منفی است. ارتباط بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نگهداشت وجه نقد همانند تحقیق فریرا و ویللا (۲۰۰۴) منفی و معنادار است. بین اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد همانند تحقیق آقایی و همکاران (۱۳۸۸) [۱] ارتباط معناداری وجود ندارد. ارتباط بین فرصت رشد و نگهداشت وجه نقد همانند تحقیق ملکیان (۱۳۹۰)، آقایی و همکاران (۱۳۸۸) فخاری و تقوی (۱۳۸۸) [۳]، ازکان و ازکان (۲۰۰۴)، فریرا و ویللا (۲۰۰۴) و اوپلر و همکاران (۱۹۹۹) [۱۲] معنادار مثبت بوده است.

۲.۱۱. پیشنهادهای مبتنی بر پژوهش

همانطور که پیشتر اشاره شد، در ادامه پیشنهادهای با توجه به نتایج به دست آمده برای این فرضیات ارائه می‌شود. اهرم مالی احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد، به علت اینکه این نسبت نشان دهنده کل بدهی شرکت به مجموع دارایی‌ها تعریف می‌شود و با بالا رفتن آن افزایش میزان بدهی و با توجه به اینکه امکان ناتوانی واحد اقتصادی برای بازپرداخت بدهی‌ها وجود دارد لذا انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی (شرکت‌هایی که نسبت اهرمی بالایی دارند) برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری نمایند. بنابراین به سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات خود به این رابطه توجه نمایند.

نگهداری بهینه وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌ای مطمئن برای مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است ممکن می‌سازد. زمانی که شرکت‌ها با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، میزان قابلیت تبدیل دارایی‌های به نقد می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شود. بنابراین، شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری می‌نمایند. هرچه قدرت نقد شونددگی یا میزان قابلیت تبدیل دارایی‌های به نقد در شرکت بالاتر باشد شرکت می‌تواند عملکرد بهتری داشته باشد. به سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌شود که در تحلیل‌های خود و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و اعتباردهی به قابلیت تبدیل دارایی‌های شرکت به وجه نقد (قابلیت نقد شونددگی دارایی‌ها) توجه نمایند.

استفاده کنندگان از گزارش‌های مالی توجه نمایند، با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود شرکت‌هایی که کنترل کننده آنها اشخاص حقیقی هستند، وجه نقد کمتری نسبت به شرکت‌هایی

که کنترل کننده نهایی آنها بخش دولتی یا شبه دولتی است نگهداری نمایند، این امر می‌تواند به این علت باشد که در شرکت‌هایی که کنترل کننده نهایی آنها اشخاص حقیقی هستند، نظارت کارآمد بر سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت وجود دارد.

۳.۱۱. پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- بررسی تأثیری که نوع مالکیت از جمله خانوادگی و دولتی می‌تواند بر سطح نگهداشت وجه نقد داشته باشد.
- از آنجایی که در این پژوهش نمونه‌های آماری به تفکیک نوع صنعت مورد بررسی قرار نگرفته است، پیشنهاد می‌شود، پژوهش‌های آتی با تأکید بر نوع صنعت نیز انجام گیرد.
- بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس اندازه شرکت‌های (تعداد کارکنان، ارزش روز شرکت و...) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دو گروه بزرگ و کوچک.
- بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس دوره‌های رکود و رونق اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

یادداشت‌ها:

1. Lee
2. Liquidity Preference Theory
3. The Transaction Motive
4. The Precaution Motive
5. The Static Tradeoff Theory
6. Myers, S.C., Majluf, N.S.
7. Scott
8. Najjar,(2012).
9. Yuanto, K , (2011).
10. Subramaniam ,et. al, (2011)

11. Garcia, et al, (2009).
12. Guney, et al, (2007).
13. Ozkan Aydin and Ozkan Neslihan, (2004).

۱۴. بولو، قاسم، ۱۳۹۱، ص ۷ و ۸

۱۵. قائمی، محمد حسین، ۱۳۹۱، ص ۶۷.

۱۶. فخاری، حسین، ۱۳۸۸، ص ۶۹.

۱۷. آقای، محمد علی، ۱۳۸۸، ص ۵۳.

۱۸. مهرانی، کاوه، فصلنامه بورس اوراق بهادار سال دوم.

19. Cross section-time series

20. Panel Analysis

منابع و ماخذ

۱. آقای، محمد علی؛ احمد رضا نضافت؛ مهدی ناظمی اردکانی، و علی اکبر جوان، ۱۳۸۸، "بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم، زمستان ۱۳۸۸، صص ۵۳ - ۷۰
۲. بولو قاسم، جعفر باباجانی و بهرام محسنی ملکی، ۱۳۹۱، "رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، زمستان ۱۳۹۱، صفحات ۷-۲۹
۳. فخاری، حسین و سیدروح اله تقوی، (۱۳۸۸)، "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۷، صفحات ۶۴-۸۹
۴. قائمی محمد حسین، سید مصطفی علوی، ۱۳۹۱، "رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره دوازدهم، صص ۶۷ - ۷۸، بهار ۱۳۹۱
۵. ملکیان، اسفندیار؛ احمد احمدپور و منصور محمدی، ۱۳۹۰، "بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی
۶. مهرانی، کاوه و رضا حصارزاده. کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجوه نقد، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، بهار ۱۳۸۸، شماره ۵، ص ۱۰۵
7. Basil Al-Najjar, (2012), "The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets". International Business Review.

8. Ferreira, M. A., and A. Vilela, (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 295–319.
9. Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez- Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal of Accounting and Finance*, Vol 49, pp.95–115
10. Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N., (2007). "International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings ". *Journal of Multinational Financial Management*. Vol. 17, 45-60.
11. Li, D. (2007). "Auditor tenure and accounting conservatism". PhD Thesis, Georgia Institute of Technology.
12. Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999) "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
13. Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103–2134.
14. Rizwan, M.F., & Javed, T. (2011). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Pakistani public sector. *Economics, Management and Financial Markets*, 6(1), 344-358.
15. Subramaniam, Venkat, Tony T. Tang, Heng Yue, Xin Zhou (2011). " Firm structure and corporate cash holdings" *Journal of Corporate Finance*, No 17, 759–773.
16. Yuanto, K (2011). " Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?" *Journal of Corporate Finance*, No 17, 725–740.