

تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی دارایی‌ها

رضا ممشلی^۱، مجتبی پرسته^۲، الهام الیان^۳

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه سمنان، ایران (نویسنده مسئول)

^۲ دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ساری، ایران

^۳ کارشناس حسابداری، دانشگاه گنبد کاوس، ایران

چکیده

حاکمیت شرکتی و میزان ذخایر وجه نقد از عوامل اثرگذار بر ارزش شرکت می‌باشند. هدف از تحقیق حاضر تعیین اثر میزان نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی سهام می‌باشد. در این تحقیق اطلاعات مالی ۲۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵٪ میزان نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری بر بازدهی سهام دارد، اما ارتباط معناداری بین درصد سهامداران عمده و بازدهی سهام یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: نگهداشت وجه نقد، سهامداران عمده، بازدهی سهام.

۱- مقدمه

امروزه وجه نقد به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر مورد توجه تمامی شرکت‌ها و مؤسسات قرار دارد. وجه نقد به مثابه خون برای بدن انسان است که در صورت نبود آن شرکت‌ها قادر به ادامه حیات اقتصادی خود نیستند. به عبارتی وجه نقد در تمامی بخش‌های واحدهای اقتصادی شرکت‌ها در جریان است و از طرفی هرگونه فعالیت اقتصادی خواه ناخواه تأثیر مستقیم یا غیر مستقیم بر روی وجه نقد خواهد گذاشت. مدیریت جریانات وجه نقد منجر به موفقیت‌های بزرگ در شرکت و عدم مدیریت آن موجبات ورشکستگی شرکت‌ها را نیز فراهم می‌آورد. در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها تبدیل به یکی از عوامل قابل توجه در ادبیات تأمین مالی شده است. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران قیمت است. با این وجود نگهداری وجه نقد هزینه‌هایی نیز در بردارد. برای مثال، مدیران و سهامداران کنترل کننده ممکن است انگیزه ای برای نگهداری وجه نقد به منظور تعقیب اهدافشان داشته باشند که با اهداف شرکت منطبق نباشد (گونی و همکاران، ۲۰۰۹). از طرفی دیگر بازده سهام نیز یکی از فاکتورهای بسیار مهم در انتخاب بهترین فرصت سرمایه‌گذاری در نظر سرمایه گذاران می‌باشد. بازده آینده سهام ممکن است به عوامل مختلفی بستگی داشته باشد (بولو و همکاران، ۱۳۹۱).

بی شک یکی از مهم‌ترین تحولات جهان در قرن هجدهم میلادی، انقلاب صنعتی، ظهور شرکت‌های سهامی و تفکیک مالکیت از مدیریت بود. تا قبل از آن فعالیت‌های تجاری و اقتصادی در قالب مالکیت‌های فردی انجام می‌شد و جدایی مالکیت و مدیریت مطرح نبود. در نتیجه این تحولات، شرکت‌های سهامی محل تجمع منافع ذینفعان بسیاری در شرکت‌ها، شامل سهامداران، مدیران، اعتبار دهندگان، کارکنان و سایر ذینفعان شد و در پی آن بازار مالی سازمان یافته‌ای در اکثر کشورها به وجود آمد. از آنجا که امکان حضور همه سهامداران و ذینفعان در شرکت‌ها وجود ندارد لذا مدیران به نمایندگی از طرف آن‌ها اداره امور شرکت‌ها را به دست گرفتند و مسئول پاسخگویی به ذینفعان در مقابل منابع در دستشان شدند. سهامداران و ذینفعان خواهان حداکثر شدن منافع شرکت و لزوماً با منافع مدیران که کسب حداکثر پاداش است هم سو و هم جهت نمی‌باشد اینجاست که تضاد منافع پدید می‌آید. سازمان جدید سرمایه، زمینه وظایف حسابداری را گسترده‌تر کرد و تهیه و ارائه گزارش‌هایی لازم شد که بتواند سهامداران را از چگونگی اداره سرمایه‌هایشان، ارزیابی عملکرد و سنجش کارایی مدیران و گرداندگان موسسه و بلاخره آینده سرمایه‌گذارهایشان مطلع کند (ارباب سلیمانی و نفری، ۱۳۸۵).

۲- ادبیات تحقیق

فرانک و گوپال (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی نحوه ترکیب منابع مالی در شرکت‌های کوچک و بزرگ آمریکایی بر اساس نظریه سلسله مراتبی تأمین مالی ساختار سرمایه پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از آن است که در سطح وسیع و به صورت مورد انتظار شرکت‌های جامعه آماری مراتب را در تأمین مالی بر اساس نظریه سلسله مراتبی رعایت نمی‌کنند و در اغلب مواقع در تأمین منابع مالی شرکت‌ها، انتشار سهام بر انتشار اوراق بدهی پیشی گرفته است.

ریچاردسون (۲۰۰۶) در تحقیقی دریافت که در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد، سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان نقد آزاد می‌گردد.

چن و روگر (۲۰۰۷) نیز با بررسی رابطه بین متغیرهایی همچون اندازه شرکت، عمر شرکت، ریسک تجاری، نرخ رشد فروش شرکت، مالیات، شاخص سودآوری و دارایی‌های نامشهود با ساختار سرمایه، نشان دادند که بین متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

رائول (۲۰۰۹) نیز در پژوهشی به بررسی ارتباط میان عوامل مالی و ترکیب منابع مالی با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی در دو مدل ایستا و پویا، پرداخت. نتایج این پژوهش نشان دهنده آن است که مبانی نظریه سلسله مراتبی درباره تأمین مالی تنها در شرکت‌های بزرگ رعایت می‌شود که به دلیل توان مالی بالا و همچنین ریسک مالی کمتر نسبت به شرکت‌هایی با اندازه کوچک و متوسط، دستیابی به ساختار سرمایه مطلوب بر اساس نظریه سلسله مراتبی با سهولت بیشتری انجام می‌گیرد.

لی و کوین (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین نگهداری وجه نقد مورد انتظار و عملکرد آتی شرکت و بازدهی سهام پرداختند. آن‌ها دریافتند انحرافات وجه نقد با تغییرات عملکرد دارای رابطه مثبت و معنادار است و هر چه این انحرافات مثبت باشد عملکرد بهبود می‌یابد و هر چه این انحرافات منفی باشد عملکرد آتی شرکت ضعیف تر می‌شود.

عمران و پوینتون (۲۰۱۰) نیز با بررسی برخی ویژگی‌های عملکردی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس قاهره و فعال در چهار زمینه مواد غذایی، صنایع سنگین، پیمانکاری و خدمات، نشان دادند شرکت‌های فعال در زمینه پیمانکاری دارای نرخ ریسک و سطح بالاتری از بدهی بالاتر نسبت به شرکت‌های فعال در سایر فعالیت‌ها بوده و به طور کلی متفاوت از سایر بخش‌ها است.

پاول و لی (۲۰۱۱) عوامل تعیین کننده منابع نقدی شرکت‌ها در استرالیا و اثر آن عوامل بر ثروت سهامداران را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با وجه نقد مازاد "گذرا" به طور قابل توجهی "بازده تعدیل شده با ریسک" بالاتری را در مقایسه با شرکت‌های با وجه نقد مازاد "پایدار" به دست می‌آورند. همچنین آن‌ها دریافتند که شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا، وجه نقد مازاد بیشتری را نگهداری می‌کنند.

دیمیتریس و ماریا (۲۰۱۱) در پژوهشی اثر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های فرانسوی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج کلی این پژوهش حاکی از آن است که میزان قدرت نفوذ و وجود سهامداران عمده به طور قابل ملاحظه‌ای می‌تواند بر بازدهی شرکت تأثیرگذار باشد. همچنین آن‌ها بیان می‌کنند که این امر می‌تواند (قدرت نفوذ) باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی بین مالکان و مدیران شود.

علاوه بر موارد یاد شده در داخل کشور نیز پژوهش‌هایی در رابطه با ساختار سرمایه انجام گرفته که از آن جمله عبارت است از صوفیانی (۱۳۸۴) در پژوهشی به بررسی ارتباط ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی در صنایع کانی غیر فلزی و ساختمان ماشین‌آلات و تجهیزات پرداخت و نشان داد که رابطه خطی و معکوس بین نسبت بدهی‌های بهره‌دار و لگاریتم طبیعی ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد که این نتیجه در سه سطح مورد بررسی صنایع، روابط یکسانی را نشان نمی‌دهد.

محمدی (۱۳۸۵) با بررسی ارتباط معناداری بین متغیرهای ساختار دارایی‌ها، میزان نقدینگی، رقابت بین شرکت‌ها، سودآوری، رشد سودآوری و رشد میزان فروش شرکت با میزان استفاده از اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان داد که در طول قلمرو زمانی تحقیق عوامل رقابت، ساختار دارایی‌ها، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معناداری با ساختار سرمایه دارند و دو متغیر رشد سودآوری و حجم فروش شرکت دارای ارتباط ضعیف با ساختار سرمایه هستند.

نجفی عمران (۱۳۸۷) در پژوهشی با بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران، نشان داد که متغیرهایی همچون اندازه شرکت، صرفه جویی مالیاتی و فرصت‌های رشد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد که مطابق با مبانی نظریه‌های مطرح شده درباره ساختار سرمایه است.

رضوانی راز و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که هم در شرکت‌های بزرگ و هم در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین بین وجه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

شریفی و آقایی (۱۳۸۹) به بررسی اثر میزان وجه نقد نگهداری شده بر عملکرد آتی شرکت‌ها پرداختند. شواهد تجزیه و تحلیل بر مبنای داده‌های تابلویی نشان می‌دهد که عملکرد آینده شرکت که بازده دارایی‌های خالص عملیاتی آتی است در

صورت انحراف مثبت و منفی از سطح وجه نقد بهینه برآوردی کاهش می یابد. بررسی بازده غیرعادی تجمعی آتی نیز نشان از کاهش بازده آتی سهام بر اثر وجود وجه نقد مازاد دارد که نشان میدهد بازار قادر به پیش بینی اثرات وجه نقد مازاد به طور کامل در بازده‌های جاری نبوده است.

اروجی (۱۳۸۹) به بررسی عوامل تعیین کننده وجه نقد مورد انتظار و اثر انحراف از آن بر عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها پرداختند؛ از اینرو، پس از برآورد مانده وجه نقد مورد انتظار، اثر انحراف از آن بر نرخ بازده آینده داراییها به عنوان معیار ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ۸۷ شرکت بررسی شد. نتایج نشان می دهد تأمین مالی خارجی خالص، جریان نقدی آزاد، اندازه شرکت و مانده وجه نقد دوره قبل بیشترین تأثیر را در برآورد وجه نقد دارند و انحراف وجه نقد مورد انتظار از وجه نقد واقعی بر نرخ بازده داراییها اثرگذار نیست.

یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۸۹)، نیز با بررسی ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه، نشان دادند که یک رابطه منفی و معنادار بین نسبت بدهی شرکت با ساختار دارایی، سودآوری، ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت آتی و بازده داراییها وجود دارد.

ستایش و کارگرفرد جهرمی (۱۳۹۰)، نیز با بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه صنایع مختلف متفاوت از هم است. افزون بر این، در حالت استفاده از شاخص Q به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول، رابطه مثبت و معناداری بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد.

اعتمادی و فرج زاده دهکردی (۱۳۹۱)، در پژوهشی با آزمون تأثیر مدیریت سود و ساختار سرمایه بر محافظه‌کاری سود، نشان دادند که شرکت‌هایی که در تأمین مالی خود بیشتر از حقوق صاحبان سهام استفاده کرده‌اند محافظه‌کاری بیشتری را در اندازه‌گیری سود اعمال کرده‌اند.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۱)، نیز با بررسی رابطه میان نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس وجود دارد. همچنین میان وجود حسابرس داخلی با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. در ضمن نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان متغیر استقلال هیأت مدیره با ساختار سرمایه نشان نمی‌دهد.

۳- روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف، از دسته کاربردی به شمار می‌رود و از نظر روش، پژوهش توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است که در آن، از تحلیل داده‌های ترکیبی و ادغام استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز از لوح فشرده تدبیر پرداز و سایت کدال جمع‌آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار Eviews انجام شده است.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ هستند. در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش حذفی سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را دارا باشند:

۱. نام شرکت تا پایان سال ۱۳۸۸ در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد.
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
۳. در طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۸-۱۳۹۳) تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴. اطلاعات مالی آن قابل دسترس باشد.

۵. جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، مؤسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد شرکت‌های انتخابی ۲۵۰ شرکت می‌باشد و در مجموع تعداد ۱,۵۰۰ سال شرکت مورد بررسی قرار گرفته است.

۴- فرضیه‌ها و مدل پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش و پیشینه آن، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: سطح نگهداشت وجه نقد اثر معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد.

فرضیه دوم: درصد سهامداران عمده اثر معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد.

مدل رگرسیون فرضیه‌های تحقیق به شرح رابطه‌های زیر می‌باشد:

رابطه (۱)

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CAHO_{it} + \alpha_2 BSIZE_{it} + \alpha_3 FLEV_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 UNM_{it} + e_{it}$$

رابطه (۲)

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MO_{it} + \alpha_2 BSIZE_{it} + \alpha_3 FLEV_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 UNM_{it} + e_{it}$$

که در رابطه‌های فوق ROA پایداری سود، MO درصد سهامداران عمده، FLEV اهرم مالی، BSIZE اندازه شرکت، GROWTH رشد فروش، UNM درصد مدیران غیرموظف، e جزء خطا و CAHO سطح نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

۵- نحوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

۵-۱- متغیرهای مستقل:

سطح نگهداشت وجه نقد (CAHO): این متغیر از طریق وجه نقد موجود در شرکت‌ها به وسیله صورت‌های مالی اتخاذ شده است.

درصد سهامداران عمده (MO): از تقسیم تعداد سهام سهامداران عمده به مجموع سهام شرکت محاسبه می‌گردد.

۵-۲- متغیر وابسته:

بازدهی دارایی‌ها (ROA): برای بدست آوردن مقدار بازدهی دارایی از تقسیم سود خالص شرکت به کل دارایی‌های شرکت محاسبه گردیده است.

۵-۳- متغیرهای کنترلی تحقیق:

۱. اندازه شرکت (BSIZE): لگاریتم حاصل از تقسیم جمع ارزش بازار سهام و بدهی به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

۲. اهرم (FLEV): این نسبت از تقسیم بدهی‌های بلند مدت بر جمع دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

۳. رشد فروش (GROWTH): بر اساس تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل به دست می‌آید.

۴. درصد مدیران غیرموظف (UNM): از طریق تقسیم تعداد مدیران غیرموظف به اندازه هیئت مدیره محاسبه می‌شود.

۶- یافته‌های پژوهش آمار توصیفی و همبستگی متغیرها

به منظور کسب شناخت بیشتر درباره نمونه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده است. جدول ۱ نمایی کلی از آمار توصیفی متغیرها را نشان می‌دهد:

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش					
نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ROA	۰/۱۱	۰/۱۰	۰/۵۷	-۰/۵۵	۰/۱۳
MO	۰/۷۱	۰/۷۴	۱/۸۲	۰/۰۰	۰/۲۱
CAHO	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۴۶	۰/۰۰	۰/۲۱
BSize	۱/۶۳	۱/۶۱	۲/۴۰	۱/۱۰	۰/۰۸
FLEV	۰/۱۰	۰/۰۵	۱/۳۷	۰/۰۰	۰/۱۳
GROWTH	۰/۲۳	۰/۱۴	۱۹/۲۵	-۱/۰۰	۰/۸۳
UNM	۰/۷۴	۰/۸۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۱۵

برای بررسی پایایی متغیرها، از آزمون لوین لین چو و فیشر کای اسکوار استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری هر یک از آزمون‌ها، در سطح ۹۵ درصد می‌توان گفت متغیرهای مستقل و کنترلی طی دوره مورد پژوهش پایا بوده‌اند.

جدول ۲ نتایج آزمون مانایی					
نام متغیر	هادری	آماره	فیلیپس-پرسون فیشر	آماره	نتیجه آزمون‌ها
ROA	۰/۰۰۰۰	۱۱۳/۴	۰/۰۰۰۰	۱۳۶۹/۰	مانا
MO	۰/۰۰۰۰	۱۲۶/۲	۰/۰۰۰۰	۱۷۱۵/۲	مانا
CAHO	۰/۰۰۰۰	۱۲۱/۳	۰/۰۰۰۰	۱۳۲۴/۸	مانا
BSize	۰/۰۰۰۰	۱۳۷/۰	۰/۰۰۰۴	۱۹۸/۱۳	مانا
FLEV	۰/۰۰۰۰	۱۰۰/۴	۰/۰۰۰۰	۱۵۱۹/۱	مانا
GROWTH	۰/۰۰۰۰	۱۴۵/۲	۰/۰۰۰۰	۱۳۱۴/۸	مانا
UNM	۰/۰۰۰۰	۱۳۴/۹	۰/۰۰۰۰	۴۷۸/۸۵	مانا

در یک مدل رگرسیون چنانچه همبستگی بین متغیرهای مستقل زیاد باشد، ممکن است منجر به مخدوش شدن نتایج شود. منظور از همبستگی بالا، همبستگی شدید یعنی بیش از ۰/۵۰ می‌باشد. همانگونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، همبستگی بیشتر از ۰/۵۰ وجود ندارد.

جدول ۳ نتایج همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترلی فرضیه ۱

	CAHO	BSIZE	FLEV	GROWTH	UNM
CAHO	۱	۰/۰۱	-۰/۱۳	۰/۰۷	۰/۰۳
BSIZE	۰/۰۱	۱	۰/۰۵	-۰/۰۳	۰/۱۶
FLEV	-۰/۱۳	۰/۰۵	۱	۰/۰۲	۰/۰۱
GROWTH	۰/۰۷	-۰/۰۳	۰/۰۲	۱	۰/۰۲
UNM	۰/۰۳	۰/۱۶	۰/۰۱	۰/۰۲	۱

جدول ۴ نتایج همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترلی فرضیه ۲

	MO	BSIZE	FLEV	GROWTH	UNM
MO	۱	-۰/۰۷	۰/۰۳	-۰/۰۴	-۰/۰۱
BSIZE	-۰/۰۷	۱	۰/۰۵	-۰/۰۳	۰/۱۶
FLEV	۰/۰۳	۰/۰۵	۱	۰/۰۲	۰/۰۱
GROWTH	-۰/۰۴	-۰/۰۳	۰/۰۲	۱	۰/۰۲
UNM	-۰/۰۱	۰/۱۶	۰/۰۱	۰/۰۲	۱

آزمون پنل^۱ و یا پول بودن^۲ داده‌ها

برای آزمون داده‌ها ابتدا باید پنل و یا پول بودن داده‌ها تشخیص دهیم. برای این کار از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ باشد داده‌ها پنل (تابلویی) هستند و در غیر این صورت پول (ترکیبی) هستند. همان طور که در جدول ۵ مشاهده می‌کنید در فرضیه تحقیق سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ بوده و داده‌ها پنل می‌باشند. بعد از مشخص شدن نوع داده‌ها باید اثرات ثابت و تصادفی بودن آن‌ها را مشخص نمود. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می‌شود، در این آزمون اگر سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد اثرات ثابت‌اند و در غیر این صورت اثرات تصادفی هستند. همانطور که مشاهده می‌کنید در تمامی فرضیه‌ها سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ بود و اثرات ثابت‌اند.

جدول شماره ۵ نتایج آزمون اف- لیمر وهاسمن

نتایج آزمون هاسمن			نتایج آزمون اف- لیمر			فرضیه
نتیجه	احتمال	آماره	نتیجه	احتمال	آماره	
اثرات ثابت	۰/۰۱۸۳	۱۳/۶۱	تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۵۵۲	فرضیه اول تحقیق
اثرات ثابت	۰/۰۱۷۵	۱۳/۷۲	تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۴۹۶	فرضیه دوم تحقیق

^۱- panel data

^۲- pool data

آزمون فرضیه‌های تحقیق

الف. فرضیه اول: سطح نگهداشت وجه نقد اثر معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد.

نتایج مربوط به تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون خطی فرضیه تحقیق به شرح جدول ۶ می‌باشد، برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول ۶ (معناداری مدل ۰/۰۰۰۰) مشخص می‌گردد که مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خود همبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی، از آزمون دوربین واتسون استفاده گردید. مقدار دوربین واتسون برابر با ۲/۲۹۷ است که چون مقدار آن بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد. نتایج مدل نشان دهنده آن است که بین متغیر مستقل سطح نگهداشت وجه نقد با متغیر وابسته بازدهی دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد، همچنین با توجه به اینکه ضریب بدست آمده برای متغیر مستقل (۰/۳۴۶) می‌توان نتیجه گرفت که یک رابطه مثبت بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد و با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد بازدهی دارایی‌ها افزایش می‌یابد، بنابراین فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود. البته همواره سطح بهینه‌ای برای نگهداشت وجه نقد وجود دارد، چون افزایش بی‌رویه در نگهداشت وجه نقد به صورت راکد سبب ایجاد هزینه فرصت از دست رفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در نتایج برآورد شده مدل رگرسیونی فرضیه تحقیق برابر با ۰/۲۸۵۸ می‌باشد که این مقدار بیانگر این مطلب است که حدود ۲۹ درصد رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود.

جدول شماره ۶ نتایج آزمون معناداری مدل رگرسیون فرضیه اول

$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CAHO_{it} + \alpha_2 BSIZE_{it} + \alpha_3 FLEV_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 UNM_{it} + e_{it}$			
متغیرها	ضرایب مدل	آماره t	معناداری
مقدار ثابت مدل (α_0)	۰/۰۶۴	۰/۸۲۸	۰/۴۰۸
نگهداشت وجه نقد (CAHO)	۰/۳۴۶	۴/۹۰۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت (BSIZE)	۰/۰۵۱	۱/۰۳۳	۰/۳۰۲
اهرم مالی (FLEV)	-۰/۱۹۳	-۷/۶۳۷	۰/۰۰۰
رشد فروش (GROWTH)	۰/۰۱۸	۴/۶۳۲	۰/۰۰۰
درصد مدیران غیرموظف (UNM)	-۰/۰۴۷	-۱/۶۹۹	۰/۰۸۹
ضریب تعیین	۰/۴۱۵۷	معنی داری مدل	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۸۵۸	دوربین واتسون	۲/۲۹۷
آماره F	۳/۲۰۱	تعداد مشاهدات	۱۳۹۸

ب. فرضیه دوم: درصد سهامداران عمده اثر معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد.

نتایج مربوط به تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون خطی فرضیه دوم به شرح جدول ۷ می‌باشد:

جدول شماره ۷ نتایج آزمون معناداری مدل رگرسیون فرضیه دوم

$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MO_{it} + \alpha_2 BSIZE_{it} + \alpha_3 FLEV_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 UNM_{it} + e_{it}$			
متغیرها	ضرایب مدل	آماره t	معناداری
مقدار ثابت مدل (α_0)	۰/۰۴۵	۰/۵۵۵	۰/۵۷۹
درصد سهامداران عمده (MO)	۰/۰۲۲	۱/۰۶۳	۰/۲۸۸
اندازه شرکت (BSIZE)	۰/۰۶۳	۱/۲۷۰	۰/۲۰۴
اهرم مالی (FLEV)	-۰/۲۰۷	-۸/۱۸۰	۰/۰۰۰
رشد فروش (GROWTH)	۰/۰۱۹	۴/۹۰۱	۰/۰۰۰
درصد مدیران غیرموظف (UNM)	-۰/۰۴۹	-۱/۷۳۶	۰/۰۸۳
ضریب تعیین	۰/۴۰۴۰	معنی داری مدل	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷۱۵	دوربین واتسون	۲/۳۱۲
آماره F	۳/۰۵۰	تعداد مشاهدات	۱۳۹۸

برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول ۷ (معناداری مدل ۰,۰۰۰۰) مشخص می‌گردد که مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. برای بررسی برقرار بودن فرض عدم همبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی، از آزمون دوربین واتسون استفاده گردید. مقدار دوربین واتسون برابر با ۲/۳۱۲ است که چون مقدار آن بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد. همچنین ضریب بدست آمده برای متغیر مستقل (۰/۰۲۲) می‌توان نتیجه گرفت که یک رابطه مثبت بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد، با توجه به اینکه نتایج مدل نشان دهنده آن است که بین درصد سهامداران عمده با متغیر وابسته بازدهی دارایی‌ها رابطه معناداری وجود ندارد، بنابراین فرضیه دوم تحقیق تأیید نمی‌شود.

۷. نتیجه گیری و پیشنهادات تحقیق

فرضیه اول تحقیق به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر بازدهی دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج تحقیق نشان داد که سطح نگهداشت وجه نقد اثر معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد و نوع اثر آن مثبت می‌باشد و با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد، بازدهی دارایی‌ها افزایش می‌یابد. البته با وجود اینکه نتایج بیانگر این است که سطح نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد، اما همان طور که می‌دانیم همواره در تمامی شرکت‌ها و صناعت‌ها سطح بهینه‌ای برای نگهداشت وجه نقد وجود دارد، این سطح بهینه از شرکتی به شرکت دیگر و از صنعتی به صنعت دیگر متفاوت است. سطح بهینه بیانگر آن است که شرکت تا قبل از رسیدن به سطح بهینه در قبال نگهداشت وجه نقد می‌تواند با نگهداشت بیشتر وجه نقد به بازدهی دارایی‌های شرکت کمک نماید ولی با رسیدن به سطح بهینه و عبور از مقدار بهینگی ممکن است شرکت با بازدهی منفی نیز مواجه گردد و علت آن وجود هزینه فرصت از دست رفته برای شرکت می‌باشد. از سویی دیگر نگهداشت وجه نقد برای شرکت اطمینان خاطر برای پرداخت دیون و بدهی‌های شرکت ایجاد می‌نماید که سبب خوش حساسی شرکت در قبال بدهی‌های خود می‌شود و ممکن است به اعتبار شرکت و افزایش قیمت سهام آن کمک می‌نماید

فرضیه دوم تحقیق به بررسی تأثیر درصد سهامداران عمده بر بازدهی دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج تحقیق نشان داد که درصد سهامداران عمده رابطه مثبتی با بازدهی دارایی‌ها دارد ولی این رابطه معنادار نبود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در شرکت‌هایی که بیشتر سهام آن‌ها توسط اشخاص محدودی خریداری

گردیده است، سیاست افزایش سهام سهامداران عمده نتوانسته است به بازدهی بیشتری دارایی‌ها و استفاده بهینه از آن‌ها در قبال افزایش دارایی‌ها کمک شایانی نماید.

یکی از مهم‌ترین محدودیت‌هایی تحقیق حاضر کمبود تحقیقات مشابه داخلی و خارجی در خصوص فرضیه اول و دوم تحقیق می‌باشد که محقق را در مقایسه یافته‌های خود با محدودیت مواجه نموده است.

به منظور انجام تحقیقات آتی نیز پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

۱. به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد که در تحقیقات آتی اثر سطح نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده را بر بازدهی سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهند.
۲. به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد که در تحقیقات آتی اثر درصد سهامداران عمده را بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهند.

فهرست منابع

۱. اروچی، افسانه، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه انحراف از وجه نقد مورد انتظار شرکت با عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهراء.
۲. احمدپور، احمد و احمد جعفری صمیمی و حمزه گل محمدی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی. شماره: ۱. فصل: بهار. صفحه: ۱۸-۳۰.
۳. اعتمادی حسین و حسن فرج زاده دهکردی. (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سود و ساختار سرمایه بر محافظه‌کاری سود. نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره: ۱۳. صفحه: ۱۵-۳۴.
۴. بولو، قاسم. باباجانی، جعفر. محسنی ملکی، بهرام. (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، ص ۲۹-۷.
۵. دستگیر، محسن و شریفی مبارکه، رسول، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی بازده سهام شرکت‌ها"، نشریه حسابرس، شماره ۵۲، صص ۱-۹۴.
۶. عرب مازار یزدی، محمد و صفرزاده، محمدحسین، (۱۳۸۶)، "تفکیک سود و پیش بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، صص ۱۳۸-۱۱۱.
۷. کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۷۲-۹۳.
۸. ستایش، محمد حسین و محدثه کارگرفرد جهرمی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی. دوره: ۱. شماره: ۱. صفحه: ۱۰-۳۲.
۹. شریفی، سیروان، و محمد علی آقایی. (۱۳۸۹)، "بررسی اثر میزان وجه نقد نگهداری شده بر عملکرد آتی شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
۱۰. صوفیانی، اعظم. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری چاپ نشده، دانشگاه الزهراء.
۱۱. چهارم. جلد دوم.

۱۲. کاشانی پور، احمد. نقدی نژاد، بیژن. (۱۳۸۸)، "بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان‌های نقدی وجه نقد"، تحقیقات حسابداری شماره دوم، صص ۷۲-۹۳
۱۳. گجراتی، د. (۱۳۸۵). مبانی اقتصاد سنجی کاربردی، حمید ابریشمی. مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران. تهران: چاپ ماهنامه بانک تجارت. (۱۳۸۹)، "بررسی مدیریت ریسک نقدینگی در بانک‌های ایرانی"، شماره ۱۶۰، صص ۱۷-۱۰
۱۴. محمدی، راضیه. (۱۳۸۵). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری چاپ نشده، دانشگاه الزهراء.
۱۵. نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری چاپ نشده، دانشگاه تهران.
۱۶. یحیی زاده فر، محمود و شهاب الدین شمس و مجتبی متان. (۱۳۸۹). رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره: ۸. صفحه: ۳۸-۱۲

17. Abor, J. (2007). "Debet Policy and Performance of SMEs", *Journal of Risk Finance* 8 (4) , 364-379.
18. Baker, M. and Wurgler, J. (2000). "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns". *Journal of Finance* (55) , 2219-2257.
19. Chen, J and Roger, S (2007). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructuring*, (5) , 11- 35.
20. Clark, B. (2010). "The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence". [http:// www. SSRN. com](http://www.SSRN.com).
21. Dimitris, M. A. and Maria, P. B. (2011). "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance". *Journal of Banking and Finance*. (34) , 621-632.
22. Drobetz, W., Gruninger, M. and Hirschvogel, S. (2010), "Information Asymmetry and The Value of Cash", *Journal of Banking & Finance*, 34, 2168-2184
23. Frank, M. Z and V. K, Goyal. (2002). "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*", (67) , 217-248.
24. Garcia, T. J., Martinez, S. and Sanchez, B.J., (2009), "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings", *Journal of Accounting and Finance*, 49, 95-115.
25. Green, T and Clifton, J. and Narasimhan, g. (2006). " Pecking Order Theory, and Capital Structure". Emory University Working Paper.
26. Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N, (2009), "International Evidence on The Non-Linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, No. 1., 157-192.
27. Jani, E., Hoesli, M. and Bender, A., (2004). " Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", SSRN Working Paper.
28. Kohher, M and Rahul, B. (2007). "Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance". *Journal of Financial and Strategic Decisions*, (3) , 23-36.
29. Li, Jang woo and Quen, Seung Doo, (2010), "Corporate Excess Cash Holding and Firm Value Under Governance Consideration", <http://kafe.or.kr/paper/journal/view.php.no=522>.

30. Majluf, A. N. and Myers, E. B. (1984). Capital Structure and Firm Performance: A New a Proach to Testing Agency Ttheory and a Plication to the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance* (30): 1065-.
31. Matthias, B. and Lawrenz, J. (2005). "Informational Asymmetry Between Managers and Investors in the Optimal Capital Structure Decision". www.ssrn.com.
32. Mikkelson, W. and Partch, M. ,(2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, PP. 275-294.
33. Omran, M. M. and Pointon, J. (2010). "Capital Structure and Firm Characteristics: an Empirical Analysis from Egypt". *Review of Accounting and Finance*. (4) , 454-474.
34. Ozkan, A. and Ozkan, N ,(2004), "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking & Finance*, 28(9), PP. 103-134.
35. Powell, R. and Lee, E ,(2011), "Excess Cash Holdings and Shareholder Value". SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1585623>, Working paper Series.
36. Raul, S. (2009). "Capital structure decisions: research in Estonian non-financial companies". *Baltic Journal of Management*, 3 (1) , 55-70.
37. Riyn, E. (2004). " Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", SSRN Working Paper. Kim, C. S., Mauer, D. C. and Sheman, A. E., (2005), "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", *Journal and Quantitative Analysis*, 33(3), PP.335-359.
38. Russ, S. (1977). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221. doi: [10.1016/0304-405X\(84\)900230](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)900230).