

## تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت

محمد مقصودی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علوم اقتصادی، تهران، ایران.  
yashar678@gmail.com

شماره ۷۸ / بهار ۱۴۰۲ (جلد اول) / صص ۷۰-۸۰  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره ششم)

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورتهای مالی شرکت‌ها جمع‌آوری شده و در اکسل محاسبات اولیه صورت گرفته سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار استاتا استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت ارتباط وجود دارد. همچنین، حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر معنی دار دارد.

**واژگان کلیدی:** حاکمیت شرکتی، وجه نقد مازاد، ارزش شرکت.

### مقدمه

یکی از دغدغه‌های مهم در تحقیقات کارآفرینی شناسایی عوامل داخلی مؤثر بر ارزش شرکت است. بنا بر گزارش اداره کسب و کارهای کوچک در امریکا بیش از ۵۰ درصد کسب و کارهای کوچک در سال اول با شکست مواجه شده و ۹۰ درصد آنها نیز در ۵ سال اول از بین می‌روند. این در حالی است که رتبه شاخص محیط کسب و کار در ایالات متحده در سال ۲۰۰۶ برابر ۲ می‌باشد. این موضوع گویای آن است که عوامل محیطی در شکست کسب و کارها نقش دارند ولی شکست ۹۰ درصدی شرکت‌ها به عوامل داخلی شرکت‌ها باز میگردد و عوامل داخلی در شکست کسب و کارها تأثیر تعیین کننده دارد (نمازی، ۱۳۸۷).

از طرفی، مدیریت وجه نقد فعال یک نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در یک اقتصاد پرچالش است و هدف آن برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت‌های سرمایه گذاری کوتاه مدت می‌باشد (هاوتیس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). فیلیک و همکاران<sup>۲</sup> نیز با اشاره به کاهش در قیمت سهام شرکت

<sup>1</sup> Havoutis, N.

<sup>2</sup> Filbeck et.al.

آمازون دات کام در اواسط سال ۲۰۰۰، مدیریت وجه نقد کارا را کلیدی برای رسیدن به جریان نقدی سالم می دانند و بر این عقیده اند شرکت هایی که دارای استراتژی های مدیریت وجه نقد ضعیف هستند به مرور زمان مزایای رقابتی و انعطاف پذیری خود را از دست می دهند (فیلبک و همکاران، ۲۰۰۷)

تلاش تمام شرکت ها داشتن مدیریت وجه نقد کارا و همچنین سطح مناسبی از وجه نقد در شرکت می باشد. مدیر شرکت با دانستن نقش و کاربرد مهم مدیریت وجه نقد شرکت باعث بهبود ارزش شرکت شده و ریسک عملیاتی خود را به حداقل ممکن می رساند (فیلبک و کروگر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵).

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهمترین عامل سلامت اقتصادی است (لشگری و همکاران، ۱۳۹۴) و از جمله عوامل تاثیرگذار بر ارزش شرکت، وجه نقد مازاد شرکت می باشد (هوانگ و مازوز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸) چراکه میزان وجه نقد مازاد شرکت به واسطه جذابیتی که دارد موجب جذب سرمایه گذاران شده و منجر به افزایش در حجم و دفعات معاملات سهام می شود؛ که این رویداد در نهایت با افزایش نقدشوندگی سهام همراه بوده و با کاهش ریسک، بازده مورد انتظار سهامداران و هزینه سرمایه شرکت را کاهش می دهد. عاملی که سبب افزایش ارزش شرکت در آینده شده و چشم انداز معامله گران سهام شرکت را تغییر می دهد (آسم و آلام<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴).

از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی به مجموعه ای از فرآیندها، آداب و رسوم، سیاست ها و رویه ها، قوانین و عواملی اشاره دارد که بر راه و روشی که یک شرکت هدایت، و یا تحت جدایی مالکیت از مدیریت نظارت می شود، اثرگذار است. استدلال اصلی این است که چون شرکت چیزی بیش از یک مجموعه قانونی نیست، پس ارزش های آن باید از ترجیحات یا ارزش های ذینفعان آن سرچشمه بگیرد. به عبارت دیگر، ارزش های شرکت زمانی ایجاد می شوند که ارزش های ذینفعان، برجسته، کلیدی و درونی شوند (بوون و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶). ادبیات قبلی، هیئت مدیره را هسته اصلی حاکمیت شرکتی می داند (گیلان، ۲۰۰۶)، استقلال هیئت مدیره مستلزم نظارت مؤثرتر است و اغلب برای شرکت ها سودمند است (به عنوان مثال، کمک به شرکت ها در تصمیم گیری بهتر در طول یک بحران و اجتناب از ورشکستگی) (ارکنز و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین با توجه به مراتب فوق پژوهش حاضر در صدد پاسخگویی به این سوال است که تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت چگونه است؟

### ادبیات و پیشینه پژوهش

بعد از بحران های مالی پایان دهه ۱۹۹۰ در روسیه، آسیا و برزیل، رسوایی های مالی در ورشکستگی شرکت هایی نظیر انرون و ورلدکام و تقلبات کشف شده در بازار سرمایه آمریکا (شارما، ۲۰۱۱) بروز و ظهور راهبردی، عملیاتی و حقوقی پیدا کرد، اکنون درگیر پارادوکس اثربخشی است؛ به نحوی که برخی تاثیر آن بر عملکرد مالی را مثبت ارزیابی می کنند (سریواستاوا و همکاران، ۲۰۱۹؛ الماتاری و همکاران، ۲۰۱۲؛ مرندینو و ملویل، ۲۰۱۹؛ آسنگا و همکاران، ۲۰۱۸). حاکمیت شرکتی سیستمی است که هم سیستم های داخلی و هم شرکت های خارجی را کنترل و هماهنگ می نماید تا از ایفای مسئولیت شرکت ها در قبال سهامدارانشان و همچنین مسئولیت اجتماعی که برای انجام همه فعالیت های بازرگانی در جامعه دارند اطمینان حاصل کنند (سولمون<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵).

<sup>1</sup> Filbeck, G. and Krueger

<sup>2</sup> Huang & Mazouz

<sup>3</sup> Asem & Alam

<sup>4</sup> Bonn et al

<sup>5</sup> Solomon & Solomon

سطح وجه نقد مستقیماً با اثربخشی مدیریت عملیات شرکت مرتبط می‌باشد. علاوه بر این وجه نقد به عنوان یکی از معیارهای درک عملیات جاری توسط سرمایه گذاران بعنوان شاخصی جهت برآورد سودآوری آتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. مطالعات در زمینه مدیریت وجه نقد به دو دیدگاه رقابتی وجه نقد منتج شده است. براساس یک دیدگاه، هر چه سطح وجه نقد بالاتر باشد، شرکت قادر خواهد بود تا فروش را افزایش داده و تخفیفات بیشتری به دلیل پرداخت به موقع دریافت نماید (دلاف<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳) و از این رو، ممکن است ارزش شرکت افزایش یابد. متناوباً، سطوح وجه نقد بالاتر نیازمند منابع مالی بیشتر و در نتیجه شرکت‌ها هزینه تامین مالی بیشتری را متحمل می‌شوند که احتمال خطر ورشکستگی افزایش می‌یابد.

نقدینگی و سودآوری دو موضوع مهم برای هر شرکت تلقی می‌شوند. نقدینگی توانایی شرکت را برای بازپرداخت تعهداتش نشان می‌دهد لذا هیچ شرکتی نمی‌تواند فاقد نقدینگی باشد. سودآوری، بیانگر نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده است. سرمایه گذاری‌های بیش از حد در دارایی‌های جاری موجب کاهش نرخ بازده سرمایه‌گذاری می‌گردد. مدیریت وجه نقد به عنوان یک جنبه وسیع و گسترده عملکرد شرکت تجاری می‌باشد. بنابراین، لازم است هماهنگی لازم میان نقدینگی و عملیات شرکت ایجاد گردد. نقدینگی نباید بیش از نیاز شرکت باشد. زیرا سرمایه‌گذاری مازاد در منابع، سودی برای شرکت ایجاد نمی‌کند بلکه در مقابل اثراتی در ارزش اعتباری شرکت دارد. همچنین اگر نقدینگی شرکتی پایین باشد با اختلال در فرآیند تولید از توسعه ظرفیت سودآوری ممانعت به عمل می‌آورد (ویشنانی و بوپش، ۲۰۰۷).

شرکتها می‌توانند سطح بهینه‌ای از وجه نقد را دارا باشند که ارزش آنها را بیشینه نماید. موجودی فراوان و سیاست اعتباری سخاوتمندانه، می‌تواند منجر به افزایش فروش گردد. موجودی زیاد ریسک کمبود موجودی را کاهش می‌دهد و اعتبار تجاری به دلیل اینکه امکان ارزیابی کیفیت محصول را قبل از پرداخت برای مشتریان فراهم می‌سازد، می‌تواند باعث افزایش فروش گردد (دیلف<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳).

متین فرد و چهارم‌حالی (۱۴۰۰) به بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در همین راستا اطلاعات مالی ۱۳۵ شرکت، طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ به روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه آماری تحقیق استخراج و بررسی شده است شواهد تجربی بدست آمده از آزمون فرضیه‌های تحقیق حاکی از آن است که، رابطه منفی و معناداری میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف کننده با متغیر سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد. همچنین همین نتیجه میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی با یک سال تأخیر با نگهداشت وجه نقد به دست آمد. فخاری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر تداوم معاملات سهام بر ارزش شرکت بوده و همچنین اثر تعدیل‌کنندگی تداوم معاملات بر رابطه‌ای بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت پرداختند. به همین جهت اطلاعات ۱۵۵ شرکت طی دوره‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران به روش تحلیل ترکیبی داده‌ها مورد آزمون و تحلیل قرار گرفته است. از ویژگی‌های این پژوهش این است که برای اولین بار برای اندازه‌گیری تداوم معاملات از مدل لیو استفاده شده است که ابعاد مختلف نقدشوندگی مانند سرعت معامله، حجم معامله و گردش سهام را در نظر می‌گیرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین تداوم معاملات و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، و همچنین وجود متغیر تعدیلی تداوم معاملات رابطه‌ای بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت را مثبت و معنادار می‌سازد. این یافته‌ها بیانگر نقش بازار سرمایه در کاهش هزینه نمایندگی در سطح شرکت‌های ایرانی است. ایبکا و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر کنترل سیاسی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت

<sup>1</sup> Deloof

<sup>2</sup> Deloof M.

پرداختند. نتایج نشان می دهد که مالکیت دولت بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد. این نشان می دهد که شرکت هایی که سهام آنها مستقیماً در اختیار دولت مرکزی است (شرکت های دولتی) احتمالاً ارزش شرکت را افزایش می دهند. نتایج نشان می دهد که حاکمیت شرکتی یک متغیر تعدیل کننده خالص است که ارتباط مثبت بین کمیسیون های مستقل مرتبط سیاسی و ارزش شرکت را تقویت می کند. این مطالعه شواهدی را در مورد نقش کمیسیون های مستقل مرتبط با سیاسی در افزایش ارزش شرکت در کشوری که فساد همچنان بالاست و اجرای قانون حق مالکیت ضعیف است، ارائه می دهد. نتایج حاصل از تحقیق نظیر و افزا<sup>۱</sup>(۲۰۱۸) نشان داد که حاکمیت شرکتی مشکلات شرکت را کاهش داده و موجب افزایش ارزش شرکت می شود. همچنین از آنجایی که مدیریت سود باعث کاهش ارزش شرکت می گردد حاکمیت شرکتی باعث کاهش مدیریت سود و افزایش ارزش شرکت می گردد. هوانگ و مازوز<sup>۲</sup>(۲۰۱۸) به بررسی تأثیر وجه نقد مازاد بر ریسک نقدشوندگی و تداوم معاملات پرداختند، آن ها دریافتند وجه نقد مازاد باعث بهبود فعالیت شرکت، ریسک نقدشوندگی و هزینه های سرمایه ای می شود که از سوی کاهش هزینه های سرمایه ای و ریسک نقدشوندگی باعث کاهش بازده مورد انتظار سهامداران می شود. همچنین آن ها دریافتند اگر چه وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت دارای اثر منفی است اما به طور غیر مستقیم با تأثیر بر کاهش ریسک نقدشوندگی و افزایش معاملات به طور قابل توجهی مثبت می باشد. باو و همکاران<sup>۳</sup>(۲۰۱۲) رابطه بین اثر جریان های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. آن ها دریافتند که در وضعیتی که واحد تجاری جریان نقدی (منفی) مثبت دارد، تمایل کمتری به نگهداری (بیشتری) وجه نقد خواهد داشت. پاول و لی<sup>۴</sup>(۲۰۱۱) عوامل تعیین کننده منابع نقدی شرکت ها در استرالیا و اثر آن عوامل بر ثروت سهامداران را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می دهد که شرکت های با وجه نقد مازاد "گذرا" به طور قابل توجهی "بازده تعدیل شده با ریسک" بالاتری را در مقایسه با شرکت های با وجه نقد مازاد پایدار" به دست می آورند. همچنین آنها دریافتند که شرکت های با هزینه های نمایندگی بالا، وجه نقد مازاد بیشتری را نگهداری می کنند.

### فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر دارد.

### روش شناسی پژوهش

این تحقیق از دیدگاه تقسیم بندی بر مبنای هدف، تحقیق کاربردی است. زیرا تحقیق کاربردی پژوهشی است که با استفاده از نتایج تحقیقات بنیادی به منظور بهبود و به کمال رساندن رفتارها، روش ها، ابزارها، وسایل، تولیدات، ساختارها و الگوهای مورد استفاده جوامع انسانی انجام می شود از سوی دیگر تحقیق حاضر از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر حسب روش، از نوع توصیفی است. همچنین این تحقیق از نظر نوع، همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) است. در این تحقیق رابطه میان متغیرها براساس هدف تحقیق تحلیل می شود.

<sup>1</sup> Nazir & Afzab

<sup>2</sup> Huang & Mazouz

<sup>3</sup> Bao et al

<sup>4</sup> Powell & Lee

جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره مورد بررسی نیز سالهای ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ می باشد.

در این پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی های زیر بوده، به عنوان نمونه انتخاب خواهند شد:

- به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکتهای منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- شرکتهای مورد نظر جزو بانکها و واسطه گری مالی، لیزینگ، هلدینگ و سرمایه گذاری به علت ماهیت و نوع فعالیت این گروه از شرکتهای متفاوت است، نباشند.
- معاملات سهام شرکتهای به طور مداوم در بورس اوراق بهادار صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد.
- شرکتهای نایبستی سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشد.
- اطلاعات مالی شرکتهای مورد بررسی به منظور استخراج داده های مورد نیاز در دسترس باشد.
- شرکتهای مورد بررسی در بازه زمانی پژوهش از بورس خارج نشده باشد.
- در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک برای رسیدن به نمونه استفاده شد.
- با توجه به محدودیت های اعمال شده، تعداد ۱۳۰ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات این شرکتها از سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است.

### متغیر وابسته: ارزش شرکت (Qtobin)

در این پژوهش برای اندازه گیری ارزش شرکت از شاخص Q توپین طبق رابطه (۱) استفاده خواهد شد. mva نشان دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است و bvd مبین ارزش دفتری بدهی های شرکت و bva مشخص کننده ارزش دفتری دارایی های شرکت است (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲).  
رابطه (۱):

$$Qtobin = \frac{(bvd+mva)}{bva}$$

### متغیر مستقل: وجه نقد مازاد (CashV)

وجه نقد مازاد از خطای مدل رگرسیونی زیر به دست می آید بدین صورت که بعد از برازش مدل رگرسیونی از یاقیمانده مدل به عنوان وجه نقد مازاد استفاده خواهد شد (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 NWC_{i,t} + \beta_6 Capex + \beta_7 DIV + \beta_8 INDSIG + \mu_{it}$$

در رابطه بالا:

Cash: نشان دهنده وجه نقد می باشد که در هر سال برای هر شرکت برآورد شده است،

CF: نشان دهنده جریان نقد شرکت می باشد که از کسر سود تقسیمی از سود خالص به دست می آید،

Leverage: نشان دهنده اهرم مالی است که از نسبت کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها بدست می آید.

MTB: نشان دهنده نسبت ارزش بازار به دفتری دارایی ها است.

Size: نشان دهنده اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی ها قابل اندازه گیری است.  
NWC: نشان دهنده سرمایه در گردش شرکت می باشد که از کسر دارایی جاری از بدهی جاری و وجه نقد به دست می آید،  
Capex: نشان دهنده مخارج سرمایه ای شرکت می باشد از قدر مطلق مخارج سرمایه ای موجود در صورت جریان وجوه نقد به دست می آید،  
DIV: نشان دهنده سود تقسیمی است. که از نسبت سود تقسیمی بر سود خالص هر سهم بدست می آید.  
INDSIG: ریسک جریان های نقدی صنعت می باشد که از میانگین نسبت انحرافات استاندارد جریان نقدی تقسیم بر کل دارایی های برای شرکت ها مشابه در صنعت به دست می آید.  
 $\mu_{it}$ : بیانگر خطای مدل است که نشان دهنده وجه نقد مازاد است.

### متغیر تعدیلگر: حاکمیت شرکتی (CG)

برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی از سه شاخص زیر استفاده می شود:

#### استقلال هیات مدیره:

استقلال هیات مدیره به صورت تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیات مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیات مدیره تعریف عملیاتی می شود. بعد از اندازه گیری این متغیر، شرکتهایی که استقلال هیئت مدیره آنها بالای میانه باشد عدد یک و شرکتهایی که درصد مالکیت آنها کمتر از میانه باشد صفر خواهد بود.

#### اندازه حسابرسی:

اگر شرکت حسابرسی کننده، سازمان حسابرسی و مفیدراهر مقدار متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

#### مالکیت نهادی:

منظور از مالکیت نهادی درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک ها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکت های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت های دولتی می باشد. مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه گذاران محسوب می شوند. لذا با بررسی یادداشت های همراه صورت های مالی، درصد مالکیت این سرمایه گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است. این متغیر در پژوهش (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰) نیز با همین تعریف استفاده شده است. بعد از اندازه گیری این متغیر، شرکتهایی که درصد مالکیت نهادی آنها بالای میانه باشد عدد یک و شرکتهایی که درصد مالکیت آنها کمتر از میانه باشد صفر خواهد بود.  
در نهایت از مجموع سه متغیر فوق به عنوان حاکمیت شرکتی استفاده خواهد شد که عدد حاصل مابین صفر تا سه خواهد بود.

## متغیرهای کنترلی

- ۱) اندازه شرکت (Size): از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه‌گیری خواهد شد.
- ۲) اهرم مالی (LEV): از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری خواهد شد.
- ۳) سن شرکت (Age): از لگاریتم طبیعی عمر شرکت اندازه‌گیری می‌شود.
- ۴) رشد فروش (Growth): از نسبت تغییرات فروش به فروش سال قبل اندازه‌گیری می‌شود.

مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه اول:

$$Qtobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CashV_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \mu_{it}$$

مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه دوم:

$$Qtobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CashV_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 (CashV_{it} * CG_{it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \mu_{it}$$

## یافته‌های پژوهش

### یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۳۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰) می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نام متغیر     | نماد   | تعداد | میانگین | انحراف معیار | کمترین | بیشترین |
|---------------|--------|-------|---------|--------------|--------|---------|
| ارزش شرکت     | Qtobin | ۷۸۰   | ۲.۷۶۵   | ۱.۹۱۹        | ۰.۵۸۹  | ۱۱.۷۸   |
| وجه نقد مازاد | CashV  | ۷۸۰   | ۰.۰۰۰۵  | ۰.۰۸۶۷       | -۰.۲۶۵ | ۰.۶۵۲   |
| حاکمیت شرکتی  | CG     | ۷۸۰   | ۱.۵۱۷   | ۰.۸۶         | ۰      | ۳       |
| اندازه شرکت   | Size   | ۷۸۰   | ۱۵.۰۵۹  | ۱.۵۰۲        | ۱۱.۳۶۱ | ۲۱.۳۲۷  |
| اهرم مالی     | Lev    | ۷۸۰   | ۰.۵۳۸   | ۰.۲۱۸        | ۰.۰۳۱  | ۱.۸۲۴   |
| سن شرکت       | Age    | ۷۸۰   | ۳.۶۸۰   | ۰.۳۳۴        | ۲.۷۷۲  | ۴.۲۴۸   |
| رشد فروش      | Growth | ۷۸۰   | ۰.۴۸۲   | ۰.۶۵۵        | -۰.۹۰۹ | ۶.۵۹۴   |

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰.۵۳) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای ارزش شرکت برابر با ۱.۹۱۹ و برای وجه نقد مازاد برابر با ۰.۰۸۶۷ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز بیشترین و کمترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال بزرگ‌ترین مقدار اهرم مالی ۱.۸۲۴ است که نشان می‌دهد در شرکت‌های نمونه شرکتی وجود دارد که کل بدهی‌های آن از کل دارایی‌ها بیشتر بوده و حقوق صاحبان سهام آن منفی است.



## آزمون اف لیمر (چاو) و هاسمن

آزمون F لیمر بیانگر این مطلب است که در سطح خطای ۵ درصد ما بین روش رگرسیون پانلی یا تابلویی (Panel) و تلفیقی (Pooling)، باید از روش رگرسیون تابلویی استفاده شود ( $p < 0.001$ ). همچنین می‌بایست، بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی با استفاده از آزمون هاسمن مدل مناسب‌تر انتخاب شود. اگر سطح معناداری زیر ۵ درصد باشد روش اثرات ثابت و اگر بالای ۵ درصد باشد روش اثرات تصادفی ارجح است. نتایج آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن در جدول (۲) ارائه شده است:

جدول (۲): نتایج آزمون اف لیمر (چاو) و هاسمن

| آزمون هاسمن   |             | آزمون اف لیمر |             | مدل آزمون<br>فرضیه |
|---------------|-------------|---------------|-------------|--------------------|
| سطح معنی‌داری | آماره آزمون | سطح معنی‌داری | آماره آزمون |                    |
| ۰.۰۰۰۰        | ۱۷۷.۷۶      | ۰.۰۰۰۰        | ۲.۸۵        | فرضیه (مدل) اول    |
| ۰.۰۰۰۰        | ۲۰۳.۲۱      | ۰.۰۰۰۰        | ۲.۷۸        | فرضیه (مدل) دوم    |

با توجه به نتایج جدول ۶ سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این رو نوع داده‌ها تابلویی و آزمون هاسمن تعیین کننده نوع رگرسیون خواهد بود با توجه به نتایج آزمون هاسمن در مدل‌های پژوهش سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است لذا باید از روش پانل دیتا- ثابت استفاده کرد.

## آزمون ناهمسانی واریانس

وقتی خطاها ناهمسان باشند، انحراف معیار عرض از مبدأ بسیار بزرگ می‌شود. انحراف معیار ضرایب شیب نیز به شکل ناهمسانی بستگی دارد. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس در جدول (۷) ارائه شده است:

جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

| نتیجه آزمون           | سطح معنی‌داری | آماره آزمون | مدل آزمون       |
|-----------------------|---------------|-------------|-----------------|
| وجود ناهمسانی واریانس | ۰.۰۰۰۰        | ۷۶۰.۵۶۱     | فرضیه (مدل) اول |
| وجود ناهمسانی واریانس | ۰.۰۰۰۰        | ۷۸۰.۶۶۳     | فرضیه (مدل) دوم |

نتایج حاصل در جدول ۷ نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون در همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد. که این مشکل در تخمین نهایی مدل پژوهش با اجرای دستور gls رفع شده است.

## خود همبستگی سریالی

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش OLS عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی در جدول (۴) ارائه شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

| نتیجه آزمون     | سطح معنی‌داری | آماره آزمون | مدل آزمون       |
|-----------------|---------------|-------------|-----------------|
| وجود خودهمبستگی | ۰.۰۲۳         | ۵.۲۶۱       | فرضیه (مدل) اول |
| وجود خودهمبستگی | ۰.۰۲۳۴        | ۵.۲۶۶       | فرضیه (مدل) دوم |

با توجه به نتایج جدول ۸، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والد ریچ برای همه مدل‌ها (به غیر از مدل سوم و ششم) کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور Auto Correlation رفع شده است.



### نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می دارد: بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

#### جدول (۵): نتیجه آزمون فرضیه اول

| متغیرها            | نماد   | ضرایب  | خطای استاندارد | آماره z | سطح معناداری |
|--------------------|--------|--------|----------------|---------|--------------|
| وجه نقد مازاد      | CashV  | ۱.۴۰۷  | ۰.۶۷۹          | ۲.۰۷    | ۰.۰۳۸        |
| اندازه شرکت        | Size   | -۰.۱۲۲ | ۰.۰۴۳۱         | -۲.۸۳   | ۰.۰۰۵        |
| اهرم مالی          | Lev    | -۱.۶۴۶ | ۰.۳۰۸۳         | -۵.۳۴   | ۰.۰۰۰        |
| سن شرکت            | Age    | ۰.۶۷۲  | ۰.۲۲۰۹         | ۳.۰۴    | ۰.۰۰۲        |
| رشد فروش           | Growth | ۰.۴۰۲  | ۰.۰۷۵۴         | ۵.۳۴    | ۰.۰۰۰        |
| C                  |        |        |                |         |              |
| ضریب تعیین         |        |        |                |         | ۰.۲۳         |
| آماره آزمون        |        |        |                |         | ۸۰.۰۸        |
| سطح معناداری آزمون |        |        |                |         | ۰.۰۰۰۰       |

نتایج جدول ۵، نشان می دهد که وجه نقد مازاد با ضریب مثبت و سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد تاثیر مستقیم بر ارزش شرکت دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. ضریب تعیین برابر با ۲۳ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۸۰.۰۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می دارد: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر دارد.

#### جدول (۶): نتیجه آزمون فرضیه دوم

| متغیرها                    | نماد     | ضرایب  | خطای استاندارد | آماره z | سطح معناداری |
|----------------------------|----------|--------|----------------|---------|--------------|
| وجه نقد مازاد              | CashV    | ۰.۴۵۷  | ۱.۰۱۶          | ۰.۴۵    | ۰.۶۵۳        |
| حاکمیت شرکتی               | CG       | -۰.۰۵۹ | ۰.۰۴۰۱         | -۱.۴۷   | ۰.۱۴۰        |
| وجه نقد مازاد*حاکمیت شرکتی | CashV*CG | ۰.۹۴۶  | ۰.۴۷۴          | ۱.۹۹    | ۰.۰۴۶        |
| اندازه شرکت                | Size     | ۰.۰۹۵  | ۰.۰۲۸          | -۳.۳۰   | ۰.۰۰۱        |
| اهرم مالی                  | Lev      | -۱.۱۹۲ | ۰.۱۹۶          | -۶.۰۶   | ۰.۰۰۰        |
| سن شرکت                    | Age      | ۰.۶۰۱  | ۰.۱۲۲          | ۴.۸۹    | ۰.۰۰۰        |
| رشد فروش                   | Growth   | ۰.۴۶۳  | ۰.۰۵۲          | ۸.۸۷    | ۰.۰۰۰        |
| C                          |          |        |                |         |              |
| ضریب تعیین                 |          |        |                |         | ۰.۲۷         |
| آماره آزمون                |          |        |                |         | ۱۹۴.۰۲       |
| سطح معناداری آزمون         |          |        |                |         | ۰.۰۰۰۰       |

نتایج جدول ۶ نشان می دهد که وجه نقد مازاد\*حاکمیت شرکتی دارای ضریب مثبت و سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد بوده بنابراین می توان گفت که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. ضریب تعیین برابر با ۲۷ درصد می باشد که نشان می دهد

متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۹۴۰۲ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق تاثیر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت سنجیده شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. که به صورت حذف هدفمند از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند. داده‌ها با استفاده آمار توصیفی و استنباطی، رگرسیون چندمتغیره، آزمون‌های چاو و هاسمن مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. اطلاعات به وسیله پانل دیتاهای متوازن و با استفاده از نرم‌افزار اکسل گردآوری و به وسیله نرم‌افزار تحلیل آماری استاتا مورد محاسبه قرار گرفتند. طبق نتایج حاصل از فرضیه اول این پژوهش می‌توان گفت که بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات هوانگ و مازوز (۲۰۱۸) و آسم و آلام (۲۰۱۴) است. طبق نتایج حاصل از فرضیه دوم این پژوهش می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر مستقیم دارد. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات ایکا و همکاران (۲۰۲۲) نظیر و افزا (۲۰۱۸) مرتبط است.

اطلاعات نقش بسیار قوی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری سهامداران و سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند. براین اساس هر اندازه که دامنه‌ی اطلاعات در دسترس، گسترده و از صحت و دقت بالایی برخوردار باشد موجبات تصمیم‌گیری بهتر و صحیح‌تری را برای هر سرمایه‌گذار فراهم خواهد آورد. با توجه به ارتباط مستقیم بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت و نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی در آن، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد تا در موقع سرمایه‌گذاری در شرکتها، ارزش شرکت و وجه نقد مازاد را مورد توجه قرار دهند و در تصمیمات خود در نظر بگیرند. تحلیلگران بازار سرمایه می‌توانند نتایج و آثار بررسی رابطه مستقیم بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت دقیق و جامع‌تری بررسی و درک نمایند و از این طریق بتوانند درباره ارزش وجه نقد مازاد و ایجاد ارزش افزوده برای واحد اقتصادی را تحلیل نمایند. به محققان و پژوهشگران پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر به صورت پیمایشی انجام شده و نتایج پژوهش مقایسه گردد. همچنین، پژوهشی تحت عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت با تاکید بر مراحل مختلف چرخه عمر شرکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام پذیرد. نیز به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تاثیر صنعت انجام پذیرد.

### منابع

- ✓ فخاری، حسین، ایرانی، محمد، باباجانی زاده میرکلائی، فاطمه، (۱۴۰۰)، وجه نقد مازاد، تداوم معاملات و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۵۴، صص ۸۷-۱۰۳.
- ✓ فروغی، داریوش، امیری، هادی، میرزایی، منوچهر، (۱۳۹۰)، تاثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۱۵-۴۰.

- ✓ لشگری، زهرا، احمدزاده، یونس، طحان، مریم، (۱۳۹۴)، تاثیر مزاد و کسری وجه نقد بر بازده سهام در شرایط تورمی، حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۷۱-۸۶.
- ✓ متین فرد، مهران، چهارمحالی، علی اکبر، (۱۴۰۰)، بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد، دانش سرمایه گذاری، دوره ۱۵، شماره ۴۱، صص ۵۱۱-۵۲۱.
- ✓ نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- ✓ Al-Matari, Y. A., Al-Swidi, A. K., Fadzil, F. H. B. & Al-Matari, E. M. (2012). Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies. *International Review of Management and Marketing*, 2(4), 241-251. Assenga,
- ✓ M.P., Aly, D. & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance*, 18(6), 1089-1106. Merendino,
- ✓ A. & Melville, R. (2019). The Board of Directors and Firm Performance: Empirical Evidence from Listed Companies. *Corporate Governance*, 19(3), 508-551.
- ✓ Asem, E; Alam, S. (2014). Cash hoards and changes in investors' outlook. *Journal of Financial Research*, 37(1), 119-137.
- ✓ Bao, D; Chan, K. C; Zhang, W. (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 690-700.
- ✓ Deloof M. 2003 , Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 , PP: 573-587.
- ✓ Filbeck. G, T . Krueger, D. Preece , (2007), Working Capital Survey Do Selected Firms Work for Shareholders, *Quarterly Journal of Business and Economics* ,Vol .46, No. 2, PP: 322-352.
- ✓ Havoutis. N, (2003) , Profitability in the balance, *AFP Exchange* , Vol.23 ,No.6, pp: 34-38.
- ✓ Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.
- ✓ Powell, R. and Lee, E ,(2011). Excess Cash Holdings and Shareholder Value.
- ✓ Sharma, A. (2011). Corporate Governance and Board Effectiveness. *International Journal of Computational Engineering & management*, 13(1), 116-124.
- ✓ Srivastava, V., Das, N. & Pattanayak, J. K. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity Evidence from an emerging economy. *Managerial Auditing Journal*, 34(2), 142-161.
- ✓ Vishnani, bhupesh. (2007), Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance—An Empirical Study, *Global Business Review* ,Vol. 8, pp: 267. 275.