

## بررسی تاثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش نهایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران

یوسف سلیمی

کارشناسی ارشد حسابداری، شرکت توزیع نیروی برق تبریز (نویسنده مسئول)

Salimi\_Yousef@yahoo.com

سجاد خاکزاد کهق

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، شرکت توزیع نیروی برق تبریز

S.khakzad64@gmail.com

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش نهایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه مورد مطالعه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران با در نظر محدودیت‌های خاص، که از این میان نمونه‌ای شامل ۱۲۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. قلمرو زمانی تحقیق شامل یک دوره هفت ساله بر اساس صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶ است و برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نرم‌افزار *EViews* نسخه ۹، استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری و مثبتی دارد. همچنین کیفیت سود بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری دارد. همچنین کیفیت سود بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش شرکت، نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی، کیفیت سود.

### مقدمه

معمولاً بخش قابل توجهی از دارایی شرکت‌ها به صورت وجه نقد یا اوراق بهادار قابل معامل، نگهداری می‌شود و این نسبت در اکثر موارد بین ۸ تا ۲۲ درصد متغیر است (کیم<sup>۱</sup>؛ آپلر و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹؛ هارفورد<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ ازکان و ازکان<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴؛ دیتمار و مارتاسمیت<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷). انگیزه حفظ و نگهداری مازاد وجه نقد در چارچوب نظریه‌های داد و ستد (مبادله) و نمایندگی قابل توجیه است و در این زمینه، نظریه داد و ستد دارای بیشترین شواهد تجربی است (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹). شرکت‌های دارای مانده زیاد وجه نقد غالباً از طرف سرمایه‌گذاران نهادی برای برگشت سرمایه به سهامداران تحت فشار قرار دارند زیرا ممکن است انباشت وجه نقد، مدیران را به انجام فعالیت‌های از بین برنده ارزش ترغیب نماید، مدیران همچنین ممکن است از اندوخته‌های وجه نقد برای منافع شخصی استفاده کنند. سطح نگهداری وجه نقد، در برگیرنده وجوهی است که به سرعت برای

<sup>1</sup> Kim

<sup>2</sup> Opler et al

<sup>3</sup> Harfoard

<sup>4</sup> Ozkan, Aydin; Ozkan, Neslihan

<sup>5</sup> Dietmar and Martasmith

سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فیزیکی و یا برای توزیع به سرمایه‌گذاران در دست باشد. مطابق نظریه کینز<sup>۶</sup> (۱۹۳۶)، شرکت‌ها وجه نقد را برای انگیزه‌های احتیاطی، سوداگری و معاملاتی ذخیره می‌نمایند. انگیزه معاملاتی به وجه نقد نگهداری شده برای معامله‌های روزانه اشاره دارد که برای خرید کالا و خدمات پرداخت می‌شود. انگیزه احتیاطی به وجه نقد نگهداری شده در قبال مسائل امنیتی مانند حمایت شرکت در مقابل نوسان‌های پیش‌بینی نشده مربوط می‌شود. انگیزه سوداگری نیز به تمایل شرکت‌ها برای توازن در وجه نقد به منظور مزایای خرید در قیمت پایین اشاره دارد (گیل و شاه<sup>۷</sup>، ۲۰۱۲). کیم و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۱)، نیز بیان می‌کنند که انگیزه‌های احتیاطی و معاملاتی نقش مهمی در تبیین عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداری وجه نقد دارند. در این زمینه، وجه نقد مازاد در حساب‌های شرکت لزوماً به نفع شرکت نیست، زیرا وجه نقد مازاد ممکن است به دلیل مدیریت ضعیف رخ دهد (حاجیها و رجب‌دُری، ۱۳۹۶).

امروزه در بازارهای رقابتی، بنگاه‌هایی موفق هستند که برای آینده خود برنامه داشته باشند. برنامه‌ریزی مالی از مهمترین رویکردهایی برنامه‌ریزی است که اهمیت فراوانی دارد. به دلیل اهمیت فراوان وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آن، وجوه نقد از اجزای جدایی‌ناپذیر برنامه‌ریزی مالی است. وجه نقد اولین و مهمترین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع فقط بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع تامین کنند (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲). همچنین جریان نقد آزاد از مباحث بااهمیتی است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (فغانی‌ماکرانی و زندی، ۱۳۹۶). مدیریت مازاد وجه نقد از مباحث بااهمیتی است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. نظریه جریان وجه نقد آزاد که توسط جنسن و مک (۱۹۸۶)، مطرح گردیده و بیان می‌دارد که وجوه نقد داخلی بیشتر، به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آنها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مانند سود سهام) نبوده و حتی زمانیکه هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد، دارای انگیزه برای سرمایه‌گذاری هستند (دروبتز و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰).

منظور از جریان نقدی آزاد، جریان نقدی مازاد بر تامین مالی پروژه‌هایی است که خالص ارزش فعلی آنها مثبت باشد و با نرخ هزینه سرمایه مربوطه تنزیل شود. بر اساس این نظریه، مدیران انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. به همین دلیل، با وجه نقد شرکت فعالیت می‌کنند تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند (فریرا و ویلا<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۴). عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقدی آزاد عبارتند از: اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه

<sup>6</sup> Keynes

<sup>7</sup> Gill, A., Shah, C

<sup>8</sup> Kim, et al

<sup>9</sup> Drobotz, et al

<sup>10</sup> Ferrera and Valla

گذاری و روابط بانکی است. معمولاً در پژوهش‌های گذشته به بررسی عواملی پرداخته شده است که به طور مستقیم بر ارزش سهام تاثیر می‌گذارد. از موارد مورد بررسی، چگونگی استفاده مدیران از مازاد وجه نقد است. برای نمونه، بلانچارد<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۴) در پژوهش خود متوجه شد که شرکت‌های دارای مازاد وجه نقد، ترجیح می‌دهند آن را در درون خود حفظ کنند تا بین سهامداران توزیع نمایند. هارفورد (۱۹۹۹) متوجه شد که عملکرد عملیاتی نامطلوب ناشی از نگهداری مقدار زیاد وجه نقد، موجب کاهش ارزش حقوق صاحبان سهام می‌شود. همچنین وی در سال ۲۰۰۸ متوجه شد که شرکت‌های دارای مازاد وجه نقد با حاکمیت ضعیف، تمایل زیادی به مصرف سریع وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کم بازده دارند که در نهایت منجر به کاهش ارزش حقوق صاحبان سهام آنها می‌شود. نتیجه پژوهش آپلر و همکاران (۱۹۹۹)، هم یافته‌های پژوهش هارفورد را تایید می‌کند (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲).

از آنجایی که معیار سود حسابداری برای سرمایه‌گذاران، اطلاعات با اهمیتی محسوب می‌شود، لذا برخی از پژوهشگران مانند گجراتی<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹)؛ بوشمن و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۴)، ویژگی‌های سود را به عنوان معیارهای سنجش کیفیت سود مطرح نموده‌اند. بر اساس طبقه‌بندی انجام شده در پژوهش فرانسیس و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۴)، ویژگی‌های سود به دو دسته تقسیم می‌گردند: ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری<sup>۱۵</sup> و ویژگی‌های مبتنی بر بازار<sup>۱۶</sup>؛ ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری، فقط از طریق اطلاعات حسابداری قابل اندازه‌گیری می‌باشند؛ در حالی که ویژگی‌های مبتنی بر بازار، بر اساس ارتباط میان بازار سهام و داده‌های حسابداری می‌باشند. در ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری، فرض بر آن است که نقش سود، تخصیص بهینه جریان‌های نقدی به دوره‌های گزارشگری از طریق فرآیند ارقام تعهدی می‌باشد. از سوی دیگر، نقش سود در ویژگی‌های مبتنی بر بازار، انعکاس سود اقتصادی در بازده سهام می‌باشد. علاوه بر این، ویژگی‌های سود مبتنی بر حسابداری در مقایسه با ویژگی‌های مبتنی بر بازار، بیشتر تحت تاثیر اختیارات مدیریت قرار می‌گیرند. مهمترین ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری عبارت اند از: کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود. از جمله مهمترین ویژگی‌های مبتنی بر بازار می‌توان به بموقع بودن سود، مربوط بودن سود به ارزش اشاره نمود (نوروش و همکاران، ۱۳۹۵). در این پژوهش مد نظر است که تاثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش حاشیه آنها در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد. محقق در این مطالعه به دنبال پاسخگویی به سوال ذیل می‌باشد: که کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش حاشیه آنها در بورس اوراق بهادار تهران چه تاثیری دارد؟

## تعریف واژه های کلیدی

**کیفیت سود:** منظور از کیفیت سود زمینه بالقوه رشد سود و میزان احتمال تحقق سودهای آتی است. به عبارت دیگر ارزش یک سهم تنها به سود هر سهم سال جاری شرکت بستگی ندارد بلکه به انتظارات ما از آینده شرکت و قدرت سودآوری سال-های آتی و ضریب اطمینان نسبت به سودهای آتی بستگی دارد (مسبح‌آبادی و دانشوربنداری، ۱۳۹۳).

<sup>11</sup> Blanchard

<sup>12</sup> Gujarati, D.N

<sup>13</sup> Bushman et al

<sup>14</sup> Francis et al

<sup>15</sup> Accounting-Based Attributes

<sup>16</sup> Market-Based Attributes

**نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی:** وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. شرکت‌هایی که سطوح بالایی از وجه نقد را نگهداری می‌نمایند انتظار می‌رود که با محدودیت‌های مالی کمتری مواجه شوند. توضیح‌های متعددی نسبت به این موضوع که چرا شرکت‌ها میزان زیادی وجه و معادل وجه نقد نگهداری می‌کنند ارائه شده است. مشهورترین توضیح این است که نگهداری زیاد وجه نقد موجب کاهش هزینه‌های تامین مالی می‌گردد. اوپلر و همکاران (۱۹۹۹) شواهدی ارائه نمودند که شرکت‌های کوچک و شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و جریان‌های نقدی پر ریسک، وجوه نقد بالایی را نگهداری می‌کنند. در نتیجه وجوه نقد را می‌توان بعنوان نماینده‌ای معکوس از اندازه شرکت قلمداد نمود. عبارتی شرکت‌هایی که وجه نقد بالایی را نگهداری می‌کنند معمولاً از نظر اندازه کوچک بوده و دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر هستند. بنابراین، انتظار می‌رود که این شرکت‌ها وجوه نقد بالایی را نسبت به سایر شرکت‌ها نگهداری کنند. بعلاوه می‌توان تفسیر نمود که شرکت‌های کوچک معمولاً شرکت‌های در حال رشد بوده و دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالایی هستند. در نتیجه این شرکت‌ها برای جلوگیری از نداشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور وجوه نقد بالایی را نگهداری می‌کنند (افلاطونی، ۱۳۹۴).

**ارزش شرکت:** برای سنجش ارزش شرکت به پیروی از گایو و راپوسو<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۰) و آلیانیس و وستون<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۱)، از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی  $Q$  توبین استفاده خواهد شد. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت حاصل می‌شود. مقادیر بزرگ‌تر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است (نوروش و همکاران، ۱۳۹۵).

### پیشینه پژوهش

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر نگهداشت وجه نقد و رابطه تداوم نگهداری مازاد وجه نقد با ارزش سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. از اینرو، ۷۳ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴، با توجه به محدودیت‌های موجود به عنوان نمونه انتخاب شدند و مورد بررسی قرار گرفتند. با توجه به اینکه داده‌های مورد بررسی از نوع داده‌های تابلویی بودند، از رگرسیون اثرات ثابت استفاده شد. نتایج حاکی از این بود که متغیرهای اندازه شرکت، سرمایه در گردش، وجه نقد عملیاتی و وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی با وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها، دارای رابطه مثبت و معنادار هستند و متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد، تغییرات جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با میزان نگهداشت وجه نقد، رابطه آماری معناداری نداشتند. همچنین نتایج تجزیه و تحلیل‌های آماری بیانگر این بود که نگهداری مازاد وجه نقد توسط شرکت‌ها به صورت مداوم و مقطعی، تاثیری بر ارزش حقوق صاحبان سهام ندارد.

لشگری و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی تأثیر رابطه بین کسری و مازاد وجه نقد با بازده سهام بر روی ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج نشان داد که بین مازاد و کسری وجه نقد و بازده سهام در شرایط لحاظ نمودن تورم، رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین مازاد و کسری وجه نقد و بازده سهام در شرایط لحاظ نمودن تورم، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

<sup>17</sup> Gaio, C., and C.Raposo

<sup>18</sup> Allayannis, G., and J. Weston

نوروش و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت‌های ایرانی پرداختند. فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۷۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و با بهره‌گیری از رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های تلفیقی، مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های بدست آمده حاکی از آن است، که بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین کیفیت سود با ارزش شرکت تأثیر معناداری ندارد.

فغانی‌ماکرانی و زندی (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۳ پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۳ می‌باشد. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده‌های تابلویی می‌باشد که به کمک نرم افزارهای اکسل و *Eviews7* انجام پذیرفت. نتایج فرضیه‌های پژوهش بیان می‌کند که بین نگهداشت وجه نقد مازاد و حجم معاملات، روزهای معاملات، بازدهی سهام، ریسک سیستماتیک رابطه مستقیم وجود دارد، بین واکنش بازار و نگهداشت وجه نقد مازاد هم رابطه مستقیم وجود دارد. در نهایت یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که وجه نقد زیاد در خود نگهداری می‌کنند باعث افزایش ریسک سیستماتیک می‌شود.

فخاری و نقدی مشهدیکلائی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی اثر محدودیت مالی بر ارتباط بین موقعیت جغرافیایی شرکت و نگهداشت وجه نقد پرداختند. برای این منظور داده‌های مربوط به ۱۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به طور مقطعی در سال ۱۳۹۴ جمع‌آوری و مورد پردازش قرار گرفته است. برای موقعیت جغرافیایی به عنوان متغیر مستقل پژوهش از معیار کسینوس فاصله و برای سطح نگهداشت وجه نقد، از وجه نقد نگهداری شده و استاندارد شده با دارایی‌ها استفاده شده است. همچنین از شاخص‌های وایتدوو، کاپلان-زینگالس و سود تقسیمی به عنوان معیارهای محدودیت مالی بهره گرفته شده است. یافته‌ها نشان می‌دهند که ارتباط مثبت و معناداری بین موقعیت جغرافیایی شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد و این ارتباط در شرکتهای دارای محدودیت مالی، قویتر است. این یافته‌ها تأکید مجددی بر وجود هزینه نمایندگی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است.

گایو و راپوسو (۲۰۱۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت در میان نمونه‌ای متشکل از ۷۰۰۰ شرکت در ۳۸ کشور مختلف پرداختند. آنها در این پژوهش از یک شاخص ترکیبی مبتنی بر رتبه دهکی هر یک از ویژگی‌های سود (کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش بینی، مربوط بودن به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه کاری سود) به عنوان معیار اندازه‌گیری کیفیت سود استفاده نمودند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، آنها دریافتند که سطح فرصت‌های سرمایه‌گذاری، موجب تشدید رابطه مزبور خواهد گردید.

جی یانگ و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی با عنوان عوامل موثر بر نگهداشت وجه نقد: بررسی تجربی در صنعت رستوران، به بررسی عوامل تاثیرگذار بر سطح نگهداری وجه نقد در ۱۲۵ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۹۷ پرداختند. نتایج آنها نشان داد که شرکت‌های رستوران با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر تمایل بیشتری به نگهداری وجه نقد دارند. از طرفی دیگر شرکتهایی که سطح نقدینگی، هزینه سرمایه و پرداخت سود سهام بالاتری دارند، وجه نقد کمتری را نگهداری می‌کنند.

ال نجار (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان عوامل مالی تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد، شواهدی از برخی بازارهای نوظهور، به بررسی عوامل موثر بر نگهداری وجه نقد (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) در کشورهای در حال توسعه (برزیل، هند،

روسیه و چین) پرداخته و نتایج بدست آمده از آن را با کشورهای انگلستان و آمریکا مقایسه نمود. نتایج وی نشان می‌دهد که ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تاثیرگذار است؛ و شباهت‌هایی بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در رابطه با فاکتورهای تاثیرگذار بر روی نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

آسم و آلم (۲۰۱۵)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تغییرات چشم انداز بازار برای سرمایه‌گذاری با رویکرد پرداخت و عدم پرداخت سود سهام با در نظر گرفتن تئوری وجوه نقد مازاد پرداختند. زمانی که بازار در رکود می‌باشد اثر منفی بر عدم پرداخت نسبت به پرداخت سود سهام دارد و تفاوت تمرکز بر روی مقدار بالای وجه نقد مازاد دارد. زمانی که بازار در رونق می‌باشد اثر مثبتی بر عدم پرداخت نسبت به پرداخت سود سهام و تفاوت تمرکز بر روی مقدار بالای وجه نقد مازاد دارد.

مالول و همکاران (۲۰۱۸)، در پژوهشی به تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی پرداختند. بر اساس نتایج به دست آمده، ارتباطات سیاسی موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. در واقع سرمایه‌گذاران به دلیل کسب منافع بیشتر، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ارتباطات سیاسی بالا تمایل نشان می‌دهند.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۶ است. برای این که جامعه غربالگری شده یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارهای زیر را داشته باشد به عنوان نمونه آماری انتخاب می‌شود. لذا شرکت‌هایی که حائز شرایط فوق نباشند از نمونه آماری بشمار نیامدند که با توجه به شرایط بالا از بین ۶۲۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، تعداد اعضای نمونه آماری تعریف می‌شود. با توجه به رعایت شرایط یاد شده بالا، و با استفاده از روش حذف سیستماتیک از بین شرکت‌های واجد شرایط تعداد ۱۲۰ شرکت (۸۴۰ سال - شرکت) به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردیدند.

#### جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت‌ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت‌ها و شرایط
۴۳۴۷	۶۲۱	کل شرکت‌های موجود در پایان سال ۱۳۹۶
(۵۷۲)	(۸۲)	حذف شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از سال ۱۳۸۸
(۸۹۶)	(۱۲۸)	برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری آنها حذف شرکت‌های غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه
(۸۱۹)	(۱۱۷)	حذف شرکت‌های هلدینگ، بانکها و سرمایه‌گذاری
(۱۸۲)	(۲۶)	طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ گونه توقف نماد معاملاتی (بیش از شش ماه متوالی) نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند
(۱۰۳۶)	(۱۴۸)	حذف شرکت‌هایی که زیان ده و اطلاعات مالی آنها قابل دسترس نیست.
۸۴۰	۱۲۰	تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت‌ها و شرایط



## فرضیه های تحقیق

۱. کیفیت سود بر ارزش شرکت تاثیر دارد.
۲. نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تاثیر دارد.
۳. کیفیت سود بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر دارد.

## روش تحقیق

روش بررسی داده‌ها به صورت داده‌های ترکیبی - دیتا پانل است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. به منظور تحلیل داده‌های بدست آمده از روش‌های آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. بدین ترتیب که برای توصیف داده‌ها از جدول توزیع فراوانی و در سطح استنباطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون اف لیمر، آزمون هاسمن، آزمون ناهمسانی واریانس، آزمون خودهمبستگی سریالی، آزمون هم خطی، آزمون نرمال بودن و آزمون رگرسیون خطی چندگانه استفاده می‌شود. داده‌ها پس از انتقال به صفحه گسترده EXCEL مورد پردازش قرار گرفته است. در ضمن برای آزمون فرضیه پژوهش از نرم‌افزار Eviews9 استفاده شده است. ایویوز را می‌توان در حوزه‌های تجزیه و تحلیل روابط آماری و اقتصادسنجی، پیش‌بینی فروش، شبیه‌سازی، پیش‌بینی کلان اقتصادی، تجزیه و تحلیل هزینه‌ها و الگوسازی و ارزیابی سیاست‌گذاری به کار برد. در حالت محاوره‌ای برقراری ارتباط کاربر با ایویوز از طریق روابط گرافیکی خوش ساختی ممکن شده است که به سادگی امکان تبادل اطلاعات بین فرد و کامپیوتر را فراهم ساخته است. با به کارگیری آنها می‌توان دامنه وسیعی از تکنیک‌های اقتصاد سنجی، آماری و گرافیکی پیچیده را بدون این که نیازی به برنامه‌نویسی باشد، انجام داد.

## معرفی مدل‌های رگرسیون تحقیق

مدل آزمون فرضیه اول:

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AQ_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 GROWTH_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 NWC_{i,t} + \alpha_6 TANG_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 XC_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 GROWTH_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 NWC_{i,t} + \alpha_6 TANG_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه سوم:

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AQ_{i,t} + \alpha_2 XC_{i,t} + \alpha_3 AQ_{i,t} * XC_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 NWC_{i,t} + \alpha_8 TANG_{i,t} + \alpha_9 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## نحوه اندازه گیری متغیرها

نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی  $XC_{i,t}$ : وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. شرکت‌هایی که دارای مازاد وجه باشند با استفاده از مدل زیر شناسایی

می‌شوند. بدین صورت که شرکت هایی که در مدل زیر انحراف معیار بزرگتر از ۱.۵ دارند دارای مازاد وجه نقد می‌باشند (هارفورد، ۱۹۹۹)

$$XLIQ_{i,t} = ALIQ_{i,t} - (BLIQ_{i,t} - 1.5\theta_i)$$

در این مدل  $XLIQ_{i,t}$  مازاد وجه نقد برای شرکت  $i$  در زمان  $t$  است  $ALIQ_{i,t}$  وجه نقد واقعی (وجه نقد موجود در صورتهای مالی) است،  $BLIQ_{i,t}$  مبنای وجه نقد نگهداری (منظور از وجه نقد سپرده‌های کوتاه‌مدت و مجموع دارایی‌های نقدی است) شده می‌باشد  $\sigma$  انحراف معیار سری‌های زمانی انباشت وجه نقد توسط شرکت‌ها طی چهار سال می‌باشد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲).

**ارزش شرکت  $MV_{i,t}$ :** برای سنجش ارزش شرکت به پیروی از گایو و راپوسو (۲۰۱۰) و آلیانیس و وستون (۲۰۱۱)، از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی  $Q$  توبین استفاده شده است. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت حاصل می‌شود. مقادیر بزرگتر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است. برای محاسبه  $Q$  توبین از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = (BVA_{it} + MVA_{it} - BVE_{it}) / BVA_{it}$$

که در آن:

$Q_{it}$  مقدار توبین شرکت  $i$  در سال  $t$

$BVA_{it}$  ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

$MVA_{it}$  ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام ضربدر قیمت روز سهام) شرکت  $i$  در سال  $t$

$BVE_{it}$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  (نوروش و همکاران، ۱۳۹۵).

**کیفیت سود  $AQ_{i,t}$ :** در خصوص سنجش کیفیت سود، معیاری که همگان نسبت به آن اجماع و اتفاق نظر داشته باشند وجود ندارد. لذا با توجه به دشواری موجود در تعریف عملیاتی کیفیت سود، از معادله رگرسیونی فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵). برای برآورد کیفیت سود استفاده خواهد گردید. معادله رگرسیونی مذکور برای برآورد کیفیت ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$  استفاده شد. این معادله به شرح رابطه زیر است.

$$TCA_{i,t} = b_0 + b_1CFO_{i,t-1} + b_2CFO_{i,t} + b_3CFO_{i,t+1} + b_4\Delta REV_{i,t+1} + b_5PPE_{i,t+1} + \varepsilon_t$$

در این رابطه  $TCA_{i,t}$  معرف مجموع ارقام تعهدی است که به صورت زیر قابل محاسبه است:

$$TCA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta DCL_{it} - \Delta STDEBT_{it}) - DEP_{it}$$

$\Delta CA_{it}$  تغییر در دارایی‌های جاری سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta CASH_{it}$  تغییر در وجه نقد سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta DCL_{it}$  تغییر در بدهی‌های جاری سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta STDEBT_{it}$  تغییر در حصة کوتاه مدت بدهی‌های بلند مدت سال جاری نسبت به سال قبل

$DEP_{it}$  هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود سال جاری

$CFO_{i,t-1}$  جریان نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t-1$



$CFO_{i,t}$  جریان نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $CFO_{i,t+1}$  جریان نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t+1$   
 $\Delta REV_{it}$  تغییرات درآمد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$   
 $PPE_{it}$  مبلغ ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت (خالص دارایی‌های ثابت)  
قدرمطلق عامل باقی‌مانده معیار معکوسی از کیفیت سود را به دست می‌آورد؛ یعنی مقدار بزرگتر نشان دهنده، کیفیت ضعیف‌تر کیفیت سود می‌باشد (فروغی و همکاران، ۱۳۹۲).

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت  $SIZE_{i,t}$ : در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری اندازه شرکت به پیروی از پژوهش شهیکی تاش و کاظمی و امینی (۱۳۹۱)، از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها استفاده شده است.  
فرصت‌های رشد  $GROWTH_{i,t}$ : در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد به پیروی از پژوهش لویز و ویسنته (۲۰۱۰)، از نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده‌ای برای رشد شرکت استفاده شده است.  
دارایی‌های ثابت مشهود  $TANG_{i,t}$ : در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری دارایی‌های ثابت مشهود به پیروی از پژوهش هانگ و سونگ (۲۰۰۶)، قابلیت مشاهده دارایی‌های شرکت می‌تواند بیانگر هزینه‌های نمایندگی و مخارج نابسامانی مالی باشد. وقتی دارایی‌های مشهود یک شرکت زیاد باشد و از نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی بدست می‌آید.  
نرخ بازده دارایی‌ها  $ROA_{i,t}$ : در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری نرخ بازده دارایی‌ها به پیروی از پژوهش مدرس و عبدالله‌زاده (۱۳۷۸)، بازده دارایی‌ها نشان دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌ها می‌باشد و بیشتر بر بروی بازدهی بخش عملیات متمرکز است. این معیار در کنار معیار نسبت بدهی‌ها (میزان استفاده بنگاه از اهرم های مالی نظام دویانت) را تشکیل می‌دهند. و از نسبت سود قبل از مالیات شرکت به کل دارایی‌های شرکت قابل دستیابی است.  
نسبت سرمایه در گردش خالص  $NWC_{i,t}$ : در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری نسبت سرمایه در گردش خالص به پیروی از پژوهش منشیک و همکاران (۲۰۱۷)، از نسبت تفاوت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به کل دارایی بدست می‌آید.  
اهرم مالی  $LEV_{i,t}$ : در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری اهرم مالی به پیروی از پژوهش منشیک و همکاران (۲۰۱۷)، از نسبت کل بدهی به کل دارایی بدست می‌آید.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

LEV	TANG	SIZE	ROA	NWC	GROWTH	XC	AQ	MV	متغیرهای پژوهش
۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	تعداد
.	.	.	.	.	.	.	.	.	در دسترس
.	.	.	.	.	.	.	.	.	از دست رفته
۰,۵۸۳	۰,۲۴۷	۶,۰۲۳	۰,۱۳۳	۰,۱۱۵	۰,۴۰۱	۰,۰۴۲	۰,۱۰۷	۰,۹۶۸	میانگین
۰,۶۰۶	۰,۲۰۴	۵,۹۷۰	۰,۰۹۶	۰,۱۳۱	۰,۳۶۵	۰,۰۲۴	۰,۰۶۳	۰,۵۴۸	میانه
۰,۹۲۳	۰,۸۴۹	۸,۲۸۱	۰,۶۷۴	۰,۸۲۰	۰,۸۶۹	۰,۴۶۱	۲۹,۰۶۰	۶,۸۰۵	ماکزیمم
۰,۰۱۲	۰,۰۳۹	۴,۳۵۶	۰,۰۰۲	-۰,۲۷۳	۰,۰۰۳	۰,۰۰۱	-۱۴,۰۲۴	۰,۱۵۸	مینیمم
۰,۲۰۲	۰,۱۷۶	۰,۶۱۳	۰,۱۳۲	۰,۲۹۴	۰,۲۱۹	۰,۰۵۳	۱,۱۷۷	۱,۰۵۲	انحراف معیار
-۰,۵۳۹	۱,۰۱۴	۰,۴۸۳	۱,۳۱۰	-۱,۹۶۹	۰,۳۰۴	۲,۹۸۵	۱۵,۶۲۲	۲,۱۶۲	چولگی
۲,۷۰۱	۳,۵۳۷	۳,۶۸۷	۴,۴۸۴	۱۵,۱۳۰	۱,۹۰۴	۱۵,۲۷۷	۴۶۲,۰۴۷	۸,۴۶۹	کشیدگی

همچنین توصیف آماری داده‌ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آنها و پایه ای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می‌رود. بنابراین، قبل از اینکه به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود، متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه مورد بررسی قرار می‌گیرد. این جدول حاوی شاخص‌هایی برای توصیف متغیرهای پژوهش می‌باشد. در تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها، میانگین، میانه، انحراف معیار، ماکزیمم و مینیمم محاسبه گردیده است. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۲ آورده شده است. که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. جدول شماره ۲ نشان دهنده تحلیل توصیفی کلیه داده‌های تلفیقی و متغیرهای اصلی استفاده شده در این پژوهش در سطح کلیه شرکت‌ها می‌باشد. جدول زیر فراهم کننده میانگین، انحراف معیار، میانه، مد، واریانس، چولگی، ماکسیمم و مینیمم متغیرهای مستقل، کنترل و وابسته پژوهش به شکل سالانه از دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت (SIZE) برابر با (۶,۰۲۳) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. به طور 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. به عنوان مثال، مقدار این پارامتر برای متغیر نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی برابر با (۰,۰۵۳) و برای متغیر ارزش شرکت برابر با (۱,۲۵۴) می‌باشد که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، این دو متغیر به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. همچنین با توجه به این که از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده می‌کنیم، لذا تعداد مشاهدات سال - شرکت براساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۸۴۰ مشاهده بوده است.

## آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اصلی اول: کیفیت سود بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

جدول شماره (۳): تخمین نهایی تاثیر کیفیت سود بر ارزش شرکت

$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AQ_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 GROWTH_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 NWC_{i,t} + \alpha_6 TANG_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
<i>vif</i>	سطح معناداری	آماره <i>t</i>	خطا	ضرایب	متغیرها
۱,۰۱۷	۰,۳۴۲	-۰,۹۵۰	۰,۰۰۹	-۰,۰۰۹	<i>AQ</i>
۱,۰۷۱	۰,۰۰۷	-۲,۶۹۰	۰,۰۶۴	-۰,۱۷۴	<i>SIZE</i>
۱,۱۴۸	۰,۰۰۰	-۳۱,۹۲۶	۰,۰۶۲	-۱,۹۹۶	<i>GROWTH</i>
۲,۱۰۳	۰,۰۰۰	-۱۸,۸۹۶	۰,۱۷۱	-۳,۲۳۶	<i>LEV</i>
۲,۰۱۲	۰,۰۰۰	-۷,۷۵۸	۰,۰۸۷	-۰,۶۷۷	<i>NWC</i>
۱,۳۰۵	۰,۰۰۷	-۲,۶۷۹	۰,۱۵۶	-۰,۴۱۸	<i>TANG</i>
۱,۲۸۵	۰,۰۴۷	۱,۹۸۱	۰,۱۱۹	۰,۲۳۷	<i>ROA</i>
----	۰,۰۰۰	۱۱,۴۰۰	۰,۴۲۶	۴,۸۶۱	<i>C</i> (عرض از مبدا)
					ناهمسانی واریانس
۰,۷۸۴					ضریب تعیین تعدیل شده
(۰,۰۰۰)۲۵,۲۱۹					آماره فیشر
۱,۹۱۶					دوربین واتسون

آزمون هم‌خطی چندگانه: در آمار، عامل تورم واریانس<sup>۱۹</sup> (*VIF*) شدت هم‌خطی چندگانه را ارزیابی می‌کند. در واقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم‌خطی افزایش یافته است. شدت هم‌خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار هم‌خطی چندگانه می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون هم‌خطی چندگانه به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود هم‌خطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار هم‌خطی چندگانه بزرگتر از ۱۰ باشد هم‌خطی چندگانه بالا می‌باشد.

متغیر کیفیت سود دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰,۳۴۲) است، از اینرو کیفیت سود بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، اهرم مالی، بازده دارایی‌ها، نسبت دارایی‌های ثابت و خالص سرمایه در بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری دارند. آماره دوربین-واتسون با مقدار ۱,۹۱۶ ناشی از عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰,۷۸۴ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۷۸,۴ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر *VIF*

<sup>19</sup> variance inflation factor

کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۷۶۵۳,۶۹۰ (۰,۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

### فرضیه اصلی دوم: نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

جدول شماره (۴): تخمین نهایی تاثیر نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت

$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 XC_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 GROWTH_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 NWC_{i,t} + \alpha_6 TANG_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
<i>vif</i>	سطح معناداری	آماره <i>t</i>	خطا	ضرایب	متغیرها
۱,۰۴۹	۰,۰۴۱	۲,۰۴۷	۰,۲۵۱	۰,۵۱۵	<i>XC</i>
۱,۰۵۸	۰,۰۲۶	-۲,۲۲۲	۰,۰۶۵	-۰,۱۴۵	<i>SIZE</i>
۱,۱۵۵	۰,۰۰۰	-۳۲,۲۴۱	۰,۰۶۱	-۱,۹۸۹	<i>GROWTH</i>
۲,۱۰۱	۰,۰۰۰	-۱۸,۴۱۵	۰,۱۷۴	-۳,۲۱۹	<i>LEV</i>
۲,۰۲۶	۰,۰۰۰	-۷,۸۹۲	۰,۰۸۶	-۰,۶۷۹	<i>NWC</i>
۱,۳۰۷	۰,۰۰۷	-۲,۶۶۷	۰,۱۵۵	-۰,۴۱۶	<i>TANG</i>
۱,۲۹۴	۰,۰۲۷	۲,۲۱۶	۰,۱۲۲	۰,۲۷۰	<i>ROA</i>
----	۰,۰۰۰	۱۰,۷۹۴	۰,۴۳۰	۴,۶۴۱	<i>C</i> (عرض از مبدا)
					ناهمسانی واریانس
					ضریب تعیین تعدیل شده
					آماره فیشر
					دوربین واتسون

متغیر نگهداشت وجه نقد مازاد دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۴۱) و ضریب مثبت ۰,۵۱۵ می‌باشد، از اینرو نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری و مثبتی دارد. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، اهرم مالی، بازده دارایی‌ها، نسبت دارایی‌های ثابت و خالص سرمایه در بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری دارند. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱,۹۲۰ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰,۷۸۶ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۷۸,۶ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر *VIF* کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۸۸۶۶,۹۷۸ (۰,۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

فرضیه اصلی سوم: کیفیت سود بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر دارد.  
جدول شماره (۵): تخمین نهایی تاثیر کیفیت سود بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد مازاد و ارزش شرکت

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AQ_{i,t} + \alpha_2 XC_{i,t} + \alpha_3 AQ_{i,t} * XC_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 NWC_{i,t} + \alpha_8 TANG_{i,t} + \alpha_9 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	vif
AQ	۰,۰۳۵	۰,۰۲۲	۱,۵۵۳	۰,۱۲۰	۳,۵۱۳
XC	۰,۵۶۸	۰,۲۵۶	۲,۲۱۲	۰,۰۲۷	۱,۱۰۳
AQ*XC	-۰,۶۵۷	۰,۲۹۶	-۲,۲۱۷	۰,۰۲۶	۳,۶۸۳
SIZE	-۰,۱۴۹	۰,۰۶۵	-۲,۲۹۵	۰,۰۲۲	۱,۰۷۴
GROWTH	-۲,۰۰۴	۰,۱۷۲	-۳۲,۴۱۲	۰,۰۰۰	۱,۲۲۲
LEV	-۳,۲۷۴	۰,۰۸۵	-۱۸,۹۸۶	۰,۰۰۰	۲,۲۹۶
NWC	-۰,۶۸۰	۰,۱۵۶	-۷,۹۱۷	۰,۰۰۰	۲,۱۶۵
TANG	-۰,۴۰۱	۰,۱۲۱	-۲,۵۶۸	۰,۰۱۰	۱,۴۹۸
ROA	۰,۲۶۷	۰,۴۲۷	۲,۱۹۶	۰,۰۲۸	۱,۳۴۸
C (عرض از مبدا)	۴,۷۰۱		۱۰,۹۹۳	۰,۰۰۰	----
ناهمسانی واریانس	۱۳۶۸۰,۲۲ (۰,۰۰۰)				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۷۹۰				
آماره فیشر	۲۵,۶۷۹ (۰,۰۰۰)				
دوربین واتسون	۱,۹۱۸				

متغیر کیفیت سود دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰,۱۲۰) است، از اینرو کیفیت سود بر ارزش شرکت تاثیر معنی داری به لحاظ آماری ندارد. متغیر نگهداشت وجه نقد مازاد دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۲۷) و ضریب مثبت ۰,۵۶۸ می باشد، از اینرو نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تاثیر معنی داری و مثبتی دارد. متغیر حاصل ضرب کیفیت سود در نگهداشت وجه نقد مازاد دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۲۶) است، از اینرو کیفیت سود بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تاثیر معنی داری به لحاظ آماری دارد. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، فرصت های رشد، اهرم مالی، بازده دارایی ها، نسبت دارایی های ثابت و خالص سرمایه در بر ارزش شرکت تاثیر معنی داری دارند. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱,۹۱۸ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰,۷۹۰ درصد است که نشان می دهد متغیر وابسته ۷۹ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۱۳۶۸۰,۲۲ (۰,۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

## پیشنهادهای حاصل از پژوهش

پیشنهادهای ارائه شده در این قسمت شامل دو بخش است. اول پیشنهادهایی که در راستای موضوع مورد مطالعه بیان می‌شود. دوم پیشنهادهایی که در ایجاد زمینه برای پژوهش‌های آتی و محققان دیگر می‌تواند مفید واقع شود، مطرح خواهند شد.

## پیشنهادات کاربردی حاصل از نتایج تحقیق

با توجه به یافته‌های پژوهش و مبانی نظری مورد مطالعه و با عنایت به اهداف، پیشنهادهای زیر قابل ارائه است:

- ۱- براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود نگهداشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تاثیر مثبتی دارد. که امر شاید ناشی از این باشد که شرکتهای با حجم بزرگتر وجه نقد مازاد هستند بنابراین، پیشنهاد می‌شود به هنگام اخذ تصمیمات مالی شرکت به سطح نگهداشت وجه نقد مازاد شرکت توجه شود.
- ۲- براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود که اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و اهرم مالی بر ارزش شرکت تاثیر منفی دارند. که امر شاید ناشی از این باشد که شرکتهای بزرگ و دارای اهرم مالی بالاتر دارای فرصتهای رشد و ارزش کمتری می‌باشند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود این معیارها نیز به عنوان معیاری برای تصمیم‌گیری بهتر سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان مورد استفاده قرار گیرد.

## پیشنهادها برای تحقیقات آتی

انجام این پژوهش نیز مانند سایر پژوهش‌ها با مشکلاتی مواجه بوده که در تعمیم نتیجه باید مورد توجه قرار گیرد. نخست آن که با توجه به شرایط محیطی و قوانین و مقررات مربوطه، امکان استفاده از برخی الگوهای کیفیت سود در بازار میسر نبود. همچنین، عدم ارائه برخی اطلاعات مورد نیاز باعث حذف شرکتها و کاهش نمونه مورد بررسی گردید. با توجه به نتیجه حاصل از این پژوهش، می‌توان برای پژوهش‌های آینده، پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه نمود:

- ۱- پیشنهاد می‌شود که پژوهشی تحت عنوان مشابه و برای شرکت‌های عضو بورس تهران را در دوره زمانی طولانی‌تر و به تفکیک صنایع و اندازه شرکت‌ها انجام پذیرد.
- ۲- پژوهشی در خصوص اینکه آیا می‌توان با استفاده از کیفیت اطلاعات حسابداری، خط مشی تامین مالی و ارزش شرکت در شرکت‌های دارای پذیرفته شده در بورس را تعیین کرد، انجام گیرد.
- ۳- پژوهشی در خصوص اینکه آیا عواملی شرکتی از قبیل نوع صنعت، اندازه شرکت، رشد شرکت و... می‌تواند بر ارزش شرکت اثر بگذارد، انجام گیرد.

## محدودیت‌های انجام پژوهش

در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می‌باشد، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت‌های زمانی پژوهش می‌باشد:

- ۱- از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.
- ۲- داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی مربوط به سال‌های متعدد ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ بوده است که در این بازه زمانی استانداردهای حسابداری دچار تغییرات زیادی شده است؛ در نتیجه ممکن است اعداد استخراج شده همگون نباشند.
- ۳- تلفیق و ادغام تعدادی از شرکتهای نمونه در طی دوره پژوهش و در نتیجه استفاده از اطلاعات شرکت اصلی در سالهای پس از ادغام.

## منابع

- ✓ افلاطونی، عباس، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲ شماره ۱، صص ۲۱-۴۰.
- ✓ حاجیها، زهره، رجب‌دُری، حسین، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر ویژگیهای کمیته حسابرسی بر سطح نگهداری وجه نقد، مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۲، پیاپی ۲۹، صص ۶۳-۸۳.
- ✓ لشگری، زهرا، احمدزاده، یونس، طحان، مریم، (۱۳۹۴)، تأثیر مازاد و کسری وجه نقد بر بازده سهام در شرایط تورمی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۶۵-۷۸.
- ✓ فخاری، حسین، نقدی مشهدیکلائی، حسین، (۱۳۹۷)، بررسی اثر محدودیت مالی بر ارتباط بین موقعیت جغرافیایی شرکت و نگهداشت وجه نقد، فصلنامه حسابداری مالی، سال دهم، شماره ۳۷، صص ۷۴-۹۴.
- ✓ فغانی‌ماکرانی، خسرو، زندی، آناهیتا، (۱۳۹۶)، تأثیر عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ششم، شماره ۲۲، صص ۶۳-۷۴.
- ✓ فروغی‌داریوش، امیری، هادی، شیخی، هادی، (۱۳۹۲)، تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر صرف ریسک سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای حسابداری مالی، سال پنجم، شماره اول، شماره پیاپی ۱۵، صص ۱۳-۲۸.
- ✓ رحیمیان، نظام‌الدین، جعفری، محبوبه، (۱۳۸۵)، معیارها و ساختارهای کیفیت سود، نشریه حسابدار، شماره ۱۷۴، صص ۲۱-۱۸ و ۵۷-۵۳.
- ✓ رحیمیان، نظام‌الدین، قربانی محمود، شعبانی، کیوان، (۱۳۹۲)، رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۴۰، صص ۱۵۵-۱۷۵.
- ✓ مسیح‌آبادی، ابولقاسم، دانشوربنداری، رضا، (۱۳۹۳)، مروری بر مفهوم کیفیت سود با تأکید بر تحلیل بنیادی، ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره هشتم، بهمن ماه ۱۳۹۳، صص ۱-۱۴.
- ✓ نوروش، ایرج، مؤمنی یانسری، ابوالفضل، صفری گرایلی، مهدی، (۱۳۹۵)، کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکتهای ایرانی، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال هفتم، شماره چهارم، پیاپی ۲۶، صص ۱-۱۸.
- ✓ Allayannis, G., and J. Weston. (2001). *The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. The Review of Financial Studies, Vol. 14, Pp. 243-276.*
- ✓ Al-Najjar. Basil, (2012), *The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets*. *International Business Review.*



- ✓ Asem, E, Alam . S. (2015). *Market movements and the excess cash theory*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 55. P. 140–149.
- ✓ Bushman, R. , Chen, Q. , Engel, E. , & Smith, A. (2004). *Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, No. 2, Pp. 167–201.
- ✓ Dittmar, A. , J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, (2003). *International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111– 133
- ✓ Drobetz, W, M. Gruninger and S. Hirschvogel, (2010), *Information Asymmetry and the Value of Cash*, *Journal of Banking & Finance*, Vol 34, pp. 2168-2184.
- ✓ Francis, J. , R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2004). *Cost of equity and earnings attributes*. *The Accounting Review*, Vol. 79, Pp. 967–1010.
- ✓ Ferreira, M. A. , Vilela, A. (2004). *Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries*. *European financial Management*, 10(2): 295-319.
- ✓ Gaio, C. , and C. Raposo. (2010). *Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence*. *Accounting and Finance*, Vol. 51, Pp. 467-499 .
- ✓ Gill, A. , Shah, C. (2012). *Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada*. *International Journal of Economics and Finance*. 4(1), 9-70.
- ✓ Gujarati, D. N. (2009). *Basic Econometrics*. 5th edition. New York: Mc Graw-Hill
- ✓ Harford, J. , S. Mansi, and W. Maxwell, (2008) *Corporate governance and firm cash holdings in the US*, *Journal of Financial Economics* 87, 535–555.
- ✓ Harford, J. , (1999), *Corporate cash reserves and acquisitions*, *Journal of Finance* 54, 1969–1997 *Hospitality Management*, 30(3), 56-74. *Markets Finance and Trade*, DOI: 10.1080/1540496X.2016.1273767
- ✓ Jensen, M. , (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate financing, and takeovers*, *American Economic Review* 76, 323–329.
- ✓ Jiyoung, K, Hyunjoon, K. ,David, W, (2011),” *Determinants of corporate cashholding levels: An empirical examination of the restaurant industry*”. *Journal of Corporate Finance*.
- ✓ Kim, Chang-Soo; Mauer, David; Sherman, Ann E. (1998). *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 335–359
- ✓ Kim, J. , Kim, H. , Woods, D. (2011). *Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry*. *International Journal of*
- ✓ Minshik Shin, Soeun Kim, Jongho Shin & Jaeik Lee (2017): *Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value*, *Emerging*
- ✓ Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, *American Economic Review*, Vol. 48, PP. 97-261.
- ✓ Maaloul, A. , Chakroun, R. , Yahyaoui, S. (2018). *The effect of political connections on companies' performance and value: Evidence from Tunisian companies after therevolution*. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8 (2), 185-204.
- ✓ Opler, Tim; Pinkowitz, Lee; Stulz, René; Williamson, Rohan. (1999). *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*, *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- ✓ Ozkan, Aydin; Ozkan, Neslihan. (2004). *Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies*, *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103–2134.