

## بررسی ارتباط بین برخی مکانیزم‌های راهبری شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی صفری گرایلی\*

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی بندرگز

دریافت: (۱۳۹۳/۰۴/۱۵) پذیرش: (۱۳۹۳/۰۶/۱۰)

## The Relationship Between Corporate Governance Mechanisms and Level of Cash Holding in Among Listed Firms in Tehran Stock Exchange (TSE)

Mehdi safari Gerayli\*<sup>1</sup>

1. Department of Accounting Islamic Azad University of Bandargaz

Received: (2014/07/06) Accepted: (2014/09/01)

### Abstract

In this study, the relationship between certain corporate governance mechanisms, including the Board Independence, Chair duality and Information transparency of corporate cash holdings was performed by Experimental test. The statistical sample used in this study is consisted of 94 accepted companies in Tehran Stock Exchange in the period 1387 to 1391 (2008 to 2012). Using the multivariate regression models based on Data Integration techniques, the research findings suggest that, the amount of cash holdings has Negative correlation with information transparency and has a significant positive relationship with Chair Duality. But between the Board Independence and cash balance of corporate didn't find significant relationship. The obtained result in this study while has been Filling the research gap in this area, can be helpful in the decision-making for Managers, investors, Policymakers of stock exchange and other stakeholders.

### Keywords

Cash holdings, Board Independence, Chair Duality, Information transparency.

### چکیده

در این تحقیق ارتباط میان برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شامل نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و شفافیت اطلاعاتی با میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مورد آزمون تجربی قرار گرفت. نمونه آماری مورد استفاده در پژوهش حاضر شامل ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. با بکارگیری مدل‌های رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های تلفیقی یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که میزان نگهداشت وجه نقد با شفافیت اطلاعاتی رابطه منفی و با دوگانگی مسولیت مدیرعامل رابطه مثبت معناداری دارد، اما بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و مانده وجه نقد شرکت‌ها رابطه معناداری یافت نشد. نتایج بدست آمده در این مطالعه ضمن پرکردن خلاء تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه، می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران بورس و سایر ذینفعان در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.

### واژه‌های کلیدی

نگهداشت وجه نقد، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، شفافیت اطلاعاتی.

**مقدمه**

۲۰۰۴). برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل نمایندگی ناشی از آن، سازوکارهای متعددی در ادبیات مالی و حسابداری مطرح گردیده که از جمله این سازوکارها، می‌توان به حاکمیت شرکتی اشاره نمود (چن و وانگ، ۲۰۱۳؛ کان و همکاران، ۲۰۱۱).

حاکمیت شرکتی شامل کنترل‌ها و روش‌هایی است برای حصول اطمینان از اینکه مدیریت در جهت منافع سهامداران عمل می‌کند (کاناگارتنام و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷). با توجه به مطالب فوق چنین استدلال می‌شود که حاکمیت شرکتی از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته و از آنجا که عدم تقارن اطلاعاتی بر نگهداشت وجه نقد اثرگذار است، بنابراین انتظار می‌رود که حاکمیت شرکتی به واسطه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها گردد. با این حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری و مالی برای تحقیق وجود دارد که این خود انگیزه‌ای جهت انجام این پژوهش است. لذا پژوهش حاضر در پی یافتن شواهد تجربی جهت پاسخ به این سوال اصلی تحقیق است که آیا بین متغیرهای نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و شفافیت اطلاعاتی به عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی، با نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه است؟

ساختار مقاله در ادامه بدین شکل است: در قسمت بعد به مبانی نظری و پیشینه تحقیق پرداخته می‌شود. در قسمت سوم، فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌گردند. در قسمت چهارم، روش شناسی تحقیق که شامل متغیرها و مدل‌های تحقیق است مورد بحث قرار می‌گیرد. در قسمت پنجم، یافته‌های پژوهش و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی در سال‌های اخیر نظر عده زیادی را به خود جلب کرده است. علت این امر توجه به سلامت اقتصادی جامعه و به طور اخص واحدهای تجاری است به خصوص اینکه

یکی از پدیده‌های نامطلوب که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، وجود عدم تقارن اطلاعاتی است که منجر به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران می‌گردد. عدم تقارن اطلاعاتی، زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده کند. این آگاهی بیشتر، عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است (کلارسون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). ایزلی و اوهارا<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) در مطالعه خود نشان دادند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، ریسک سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع را در نگهداری سهام افزایش می‌دهد و آنها برای جبران تحمل این ریسک بازده بیشتری را طلب می‌نمایند، در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی نقش مهمی در هزینه تأمین مالی خارجی ایفا می‌نماید.

مطالعات فرانسیس و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) و اوزکان و اوزکان<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) در ارتباط با نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها نیز نشان می‌دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه نگهداری دارایی‌های نقدی بالایی را برای شرکت‌ها ایجاد می‌نماید. به عبارت دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تأمین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود، بنابراین شرکت‌ها ترجیح می‌دهند دارایی‌های نقدی زیادی نگهداری کنند تا در مواقع لزوم وجوه موردنیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند (چن و وانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳).

به طور کلی، در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از یک سیاست سلسله مراتبی در تأمین مالی از خود نشان می‌دهند. این بدان معناست که مدیران منابع داخلی را بر منابع خارجی که به اطلاعات حساس هستند، ترجیح می‌دهند. این موضوع سبب می‌شود تا تمایل به انباشت وجه نقد در مدیران بیشتر شده، تا هر وقت بخواهند از داخل شرکت تأمین مالی نمایند (چن و وانگ، ۲۰۱۳ و اوزکان و اوزکان،

1. Clarkson et al
2. Easley & Ohara
3. Francis et al
4. Ozkan & Ozkan
5. Chen & Wang

6. Kuan et al

7. Kanagartnam et al

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>۴</sup>، حاکمیت شرکتی را مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیئت مدیره، سهام‌داران و سایر ذینفعان تعریف کرده است. بانک جهانی نیز حاکمیت شرکتی را به این صورت تعریف کرده است: حاکمیت شرکتی، به حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی، اهداف فرعی و جمعی مربوط می‌شود (ابراهیم<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴).

با مرور تعاریف یاد شده و تحلیل آنها می‌توان تعریف جامع و کامل زیر را ارائه کرد:

حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخ‌گویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

### نگهداشت وجه نقد

درخصوص انگیزه‌ها و عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها نظریات متعددی در ادبیات حسابداری مطرح شد که در ذیل برخی از آنها اشاره می‌گردد:

### نظریه عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۶</sup>

براساس نظریه مذکور، عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده کند (کلارسون و همکاران، ۲۰۰۷). اولین خطر ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، گزینش نادرست می‌باشد. یعنی سرمایه‌گذاران خارج از سازمان، نسبت به اشخاص درون سازمانی اطلاعات کمتری دارند؛ و این موضوع منجر به اتخاذ تصمیمات نامناسب از سوی آنها خواهد شد. خطر دوم خطر اخلاقی است که در آن یک یا چند نفر از طرف‌های قرارداد و معامله می‌تواند شاهد انجام خواسته خود در معامله باشند؛ ولی طرف دیگر نمی‌تواند شاهد چنین رخدادی باشد.

مایرز و ماجلوف<sup>۷</sup> (۱۹۸۴) اشاره می‌کنند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران موجب هزینه‌بر شدن تأمین مالی

افزایش تقلب در شرکت‌ها و رسوایی ناشی از کشف آنها در دهه‌های اخیر نیاز به استفاده از سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بیش از پیش ضروری ساخته است (دالتون و دالتون<sup>۱</sup>)، براساس بررسی‌های انجام شده سقوط شرکت‌هایی چون انرون و ورلدکام به علت حاکمیت شرکتی ضعیف شرکت‌های فوق بوده است. استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی مؤثر و کارا باعث می‌گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد، عملکرد شرکت بهبود یابد و شرکت‌ها رشد و گسترش یابند (دکین و کانزلمان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴؛ فاما و جنسن<sup>۳</sup>، ۱۹۸۳).

حاکمیت شرکتی از واژه لاتین Gubenare به معنای هدایت کردن گرفته شده است که این تعریف از حاکمیت شرکتی، بیشتر بر راهبری تمرکز دارد تا کنترل. تعاریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود.

پارکینسون در سال ۱۹۹۴ می‌نویسد: «حاکمیت شرکتی عبارت است از فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیریت شرکت مطابق با منافع سهامداران. این تعاریف برای مقایسه میان کشورها مناسبند و قوانین هر کشور، نقش تعیین‌کننده‌ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و غیره وجود دارد که در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود و تعاریف‌های گسترده آن بر سطح پاسخ‌گویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تأکید دارند و نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه، نسل‌های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی موانع و اهرم‌های تعادل درون سازمانی و برون سازمانی برای شرکت‌ها می‌باشد که تضمین می‌کند آنها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذینفعان انجام می‌دهند و در تمام زمینه‌های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل می‌کنند (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

4. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)

5. Ebrahim

6. Information Asymmetries

7. Myers & Majlof

1. Dalton & Dalton

2. Deakins & kanz

3. Fama & Jensen

نگهداشت وجه نقد با هزینه‌های نهایی آن برابر شود (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹).

### نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی<sup>۳</sup>

بر مبنای نظریه فوق، شرکت‌ها تأمین مالی را از منابع داخلی شرکت به تأمین مالی خارجی حساس به اطلاعات ترجیح می‌دهند (دراپتز و همکاران،<sup>۴</sup> ۲۰۱۰). بنابراین، در بحث تأمین مالی شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته تأمین می‌کنند. سپس با بدهی‌های کم‌مخاطره و بعد با بدهی‌های پر مخاطره و سرانجام با انتشار سهام، به تأمین منابع مالی می‌پردازند.

در نتیجه، از آنجایی که مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، به انباشت وجه نقد تمایل دارد تا بتواند در مرحله اول، تأمین مالی را از داخل شرکت انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع نکند (فریرا و ویلا،<sup>۵</sup> ۲۰۰۴).

### نظریه جریان وجه نقد آزاد<sup>۶</sup>

براساس نظریه مذکور، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و بتوانند در زمینه 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. هر چند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهام داران داشته باشد (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

### پیشینه پژوهش

در خصوص ارتباط میان حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد مطالعات متعددی انجام شده است که در ادامه برخی از آنها تشریح می‌گردد:

فریرا و ویلا (۲۰۰۴) در تحقیقی عوامل مؤثر بر وجه نقد را در نمونه‌ای از شرکت‌های کشورهای اتحادیه اروپا، از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش مذکور نشان داد که موجودی نقد، به طور مثبت تحت تأثیر فرصت‌های

خارجی می‌شود. آنها معتقدند که مساله عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌هایی که ارزش‌های آنها به وسیله فرصت‌های رشد تعیین می‌شود شدیدتر است. در صورتی که شرکتی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشد ممکن است به علت کسری وجه نقد مجبور باشد که از برخی از این سرمایه‌گذاری‌ها صرف نظر کند. بنابراین شرکت‌هایی که با چنین فرصت‌هایی مواجه هستند سعی می‌کنند که با نگهداری وجه نقد بیشتر از این فرصت‌ها بهره‌مند شوند. در حضور هزینه‌های انتخاب ناصحیح، ارزش اوراق بهادار شرکت ممکن است تنزل یافته و شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی خارجی حساس به اطلاعات ترجیح دهند. برای پرهیز از هزینه انتخاب ناصحیح و همچنین استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه هستند، ذخایر نقدی بالاتری نگهداری می‌کنند (دراپتز و گرونینگر، ۲۰۰۷).

### نظریه موازنه<sup>۱</sup>

طبق این نظریه، شرکت‌ها میزان مطلوب وجه نقد خود را با ایجاد تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد، تعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این نظریه این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، براساس تحلیل منفعت - هزینه نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (جانی و همکاران،<sup>۲</sup> ۲۰۰۴).

نگهداری وجه نقد، احتمال بروز بحران مالی را کاهش می‌دهد و ذخیره‌های مطمئن در زمان مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره محسوب می‌شود. همچنین در زمان رویارویی شرکت با محدودیت‌های مالی، پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، میسر گردد و هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود نیز کاهش یابد. براساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از

3. Financing Hierarchy Theory  
4. Drobetz et al  
5. Ferreira & Vilela  
6. Free cash flow theory

1. Balance Theory  
2. Jani et al

هیئت مدیره و نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت‌ها رابطه منفی و با دوگانگی مسولیت مدیرعامل، رابطه مثبت معناداری دارد.

یانگ وای و ژو<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) در پژوهش خود طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۱ و با استفاده از اطلاعات نمونه‌ای متشکل از ۱۶۰ شرکت - سال مشاهده به بررسی ارتباط میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد در بورس سهام هنگ‌کنگ پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که دوگانگی وظیفه مدیر عامل با نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و بین مالکیت مدیریتی و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

چن و وانگ (۲۰۱۳) در تحقیق خود با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۲۲۵۸۰ شرکت - سال مشاهده طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۱ به بررسی ارتباط بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد در کشور تایوان پرداختند. ایشان در این تحقیق از متغیرهای اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، دوگانگی مسولیت مدیرعامل و شفافیت اطلاعاتی به‌عنوان معیارهای سنجش حاکمیت شرکتی استفاده نمودند. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندگانه یافته‌های پژوهش نشان داد که میزان نگهداشت وجه نقد با اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و شفافیت اطلاعاتی رابطه منفی و با دوگانگی مسولیت مدیرعامل رابطه مثبت معناداری دارد. اما بین مالکیت نهادی و مانده وجه نقد شرکت‌ها رابطه معناداری یافت نشد.

مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰) در تحقیق خود به تبیین رابطه حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی پرداختند. آنان برای سنجش کیفیت سود از هفت معیار کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود، توان پیش‌بینی سود، ارتباط ارزشی سود، هموارسازی سود، محافظه‌کاری سود و به‌موقع بودن سود استفاده کردند. نتایج این تحقیق نشان داد که حاکمیت شرکتی با معیارهای کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود، هموارسازی سود و محافظه‌کاری سود ارتباط منفی معنادار و با معیارهای توان پیش‌بینی سود و به‌موقع بودن سود ارتباط مثبت معنادار دارد، اما با معیار ارتباط ارزشی سود رابطه ندارد.

سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و به‌طور منفی، تحت تأثیر نقدشوندگی دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه قرار دارد. بدهی بانکی و موجودی نقد نیز با یکدیگر رابطه منفی دارند. به طوری که وجود روابط نزدیک بانکی، شرکت‌ها را قادر می‌کند که موجودی نقد کمتری با انگیزه احتیاطی نگهداری کنند.

دراپتر و گرونینگر<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) در پژوهش خود به بررسی عوامل تعیین‌کننده مانده وجه نقد شرکت‌ها در بازار سرمایه سوئیس طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین مشهود بودن دارایی‌ها و اندازه شرکت با مانده وجه نقد و همچنین وجود رابطه غیرخطی بین نسبت اهرم و نقدینگی شرکت می‌باشد. تقسیم سود و جریان‌های نقدی نیز رابطه مثبتی با نگهداری وجه نقد دارند.

گونی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در مقاله خود به بررسی رفتار شرکت‌ها در زمینه نگهداری وجه نقد در کشورهای فرانسه، آلمان، ژاپن، انگلیس و آمریکا پرداختند. آنها از اطلاعات ۴۰۶۹ شرکت در طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰ استفاده نمودند. نتایج آنها شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت معنادار بین اهرم مالی و وجه نقد نگهداری شده فراهم نمود.

کوسندی (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین معیارهای حاکمیت شرکتی و میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بازار سرمایه سنگاپور و مالزی پرداخت. نمونه آماری تحقیق شامل ۲۷۶ شرکت - سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۵ بوده است. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندگانه یافته‌های پژوهش نشان داد که نگهداشت وجه نقد با اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و مالکیت نهادی رابطه منفی معنادار و با دوگانگی مسولیت مدیرعامل رابطه مثبت معناداری دارد.

کان و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهش خود با بکارگیری برخی متغیرها از قبیل اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و دوگانگی مسولیت مدیرعامل به عنوان معیارهای سنجش حاکمیت شرکتی به بررسی ارتباط بین این متغیرها و نگهداشت وجه نقد در بازار سرمایه تایوان پرداختند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۱۶۴ شرکت طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۸ بوده است. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندگانه یافته‌های پژوهش نشان داد که نگهداشت وجه نقد با اندازه

1. Drobetz & Gruninger

2. Guney et al

3. Yang Wai & Zhu

ژو، ۲۰۱۳). تحقیقات فاما و جنسن (۱۹۸۳) نیز نشان داده است که حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره از طریق نظارت بر مدیریت شرکت، سبب بهبود عملکرد و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. همچنین، تحقیقات اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) نیز نشان داده است که در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از یک سیاست سلسله‌مراتبی در تأمین مالی از خود نشان می‌دهند. این بدان معناست که مدیران منابع داخلی را بر منابع خارجی که به اطلاعات حساس هستند، ترجیح می‌دهند. این موضوع سبب می‌شود تا تمایل به انباشت وجه نقد در مدیران بیشتر شده، تا هر وقت بخواهند از داخل شرکت تأمین مالی نمایند. علاوه بر این، کوسندی (۲۰۱۱) و چن و وانگ (۲۰۱۳) رابطه منفی معناداری بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و مانده وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها یافتند. نتایج پژوهش کان و همکاران (۲۰۱۱) نیز نشان داد شرکت‌هایی که دارای اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتری هستند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌نمایند. بنابراین، براساس موارد مطرحه فوق، انتظار می‌رود که بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و مانده وجه نقد شرکت‌ها رابطه منفی وجود داشته باشد. لذا فرضیه اول تحقیق حاضر به شرح زیر تبیین می‌گردد:

فرضیه ۱- بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت‌ها و میزان نگهداشت وجه نقد آنها رابطه منفی معناداری وجود دارد.

اگر مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد، به این وضعیت دوگانگی مسئولیت مدیر عامل اطلاق می‌گردد. در این حالت مدیرعامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. عدم تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره باعث کاهش اثر بخشی نقش نظارتی هیئت مدیره شده و تضییع حقوق ذینفعان را در پی خواهد داشت. این دوگانگی به علت حاکمیت شرکتی ضعیف در شرکت‌ها می‌باشد که طبق پژوهش‌های انجام گرفته در این شرکت‌ها وجه نقد بیشتری نگهداری می‌گردد (گیل و شاه<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲، یانگ وای و ژو، ۲۰۱۳). براساس تحقیقات انجام شده توسط بالیجا و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) و تسو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۱) تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره موجب

قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نمونه آماری ۱۰۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ بوده است. در این پژوهش از روش تجزیه تحلیل پانل و رگرسیون حداقل مربعات ادغامی به منظور آزمون فرضیه‌ها و تخمین ضرایب استفاده گردید. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

مهدوی و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی اثر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش‌بینی شده به وسیله مدیریت پرداختند. از متغیرهای ویژگی‌های هیئت مدیره، سهامداران نهادی و کمیته حسابرسی برای ارزیابی حاکمیت شرکتی و برای اندازه‌گیری متغیر کیفیت سود پیش‌بینی شده نیز از دو متغیر دقت و سوگیری مدیریت در سود پیش‌بینی شده، استفاده نمودند. نمونه آماری پژوهش را تعداد ۱۰۰ شرکت بورسی در طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ تشکیل می‌دهند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای حاکمیت شرکتی تأثیری بر کیفیت سود پیش‌بینی شده به وسیله مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

### فرضیه‌های تحقیق

هیئت مدیره مهم‌ترین رکن کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منافع سهامداران تلقی می‌شود. به عقیده بیزلی (۱۹۹۶) توانایی فعالیت هیئت مدیره به عنوان یک مکانیزم نظارتی اثر بخش بیش از هر چیز به استقلال آن بستگی دارد که از طریق نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای آن سنجیده می‌گردد. هوسن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) و یانگ وای و ژو (۲۰۱۳) دریافتند چنانچه تعداد اعضای غیرموظف در هیئت مدیره بیشتر باشند، هیئت مدیره کارآمدتر خواهد بود، چرا که در زمان ضعف عملکرد شرکت، هیئت مدیره انگیزه بیشتری برای جایگزین کردن آنان دارند. براساس تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (مستقل) در هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها به عنوان افرادی مستقل، منجر به کاهش مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن کاهش سطح نگهداشت وجه نقد شرکت می‌شود (یانگ وای و

2. Gill & Shah  
3. Baliga et al  
4. Tsue et al

1. Huson et al

در همین راستا یافته‌های کوسندی (۲۰۰۴) نشان داد که بین شفافیت اطلاعاتی و مانده وجه نقد ارتباط منفی وجود دارد. لذا فرضیه سوم با توجه به مباحث پیش گفته، این‌گونه تبیین می‌شود:

فرضیه ۳- بین شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها و میزان نگهداشت وجه نقد آنها رابطه منفی معناداری وجود دارد.

### روش شناسی تحقیق

این تحقیق در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد. با توجه به آن که از اطلاعات تاریخی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است، در زمره تحقیقات شبه آزمایشی نیز طبقه‌بندی می‌گردد. همچنین، از آنجا که هدف تحقیق بررسی رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی و میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها است، با توجه به ماهیت و روش تحقیق نوعی پژوهش توصیفی - همبستگی به شمار می‌رود.

جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱- شرکت‌هایی که قبل از سال ۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۹۱ از فهرست شرکت‌های بورسی حذف نشده باشند.

۲- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۳- طی دوره موردنظر، تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها، در جامعه آماری منظور نشدند).

با توجه به محدودیت‌های فوق، تعداد ۹۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین استخراج گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های جمع‌آوری شده نیز با استفاده از نرم‌افزار آماری Eviews صورت گرفته است.

استقلال بیشتر هیئت مدیره و کاهش مشکلات نمایندگی می‌گردد. یافته‌های چن و وانگ (۲۰۱۳) نشان داد که عدم تفکیک مسئولیت مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره منجر به نظارت کمتر بر مدیریت ارشد و در نتیجه افزایش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد که این مسئله منجر به افزایش نگهداشت وجه نقد شرکت می‌شود. به طور مشابه کوسندی (۲۰۱۱) نیز دریافت شرکت‌هایی که مسئولیت مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره آنها به عهده یک شخص است، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد دارند. بنابراین انتظار بر آن است که دوگانگی وظیفه مدیرعامل منجر به نگهداشت وجه نقد بیشتر شرکت گردد. لذا بر اساس استدلال فوق می‌توان فرضیه دوم تحقیق را به صورت زیر ارائه نمود:

فرضیه ۲- بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل شرکت‌ها و میزان نگهداشت وجه نقد آنها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. علاوه بر موارد فوق یکی دیگر از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی شرکت می‌باشد. شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند، معمولاً سطح پایین‌تری از شفافیت و افشای اطلاعات را دارند و این به معنی وجود عدم تقارن اطلاعاتی در این شرکت‌ها می‌باشد که منجر به کاهش نقد شوندگی سهام شرکت می‌گردد.

به بیان دیگر، فقدان شفافیت و گزارشگری نامناسب اطلاعات توسط شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان را افزایش می‌دهد و در شیوه تأمین مالی شرکت اثرگذار است و بالعکس افشای شفاف اطلاعات توسط شرکت، اطمینان سهامداران را افزایش داده، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد، نقد شوندگی سهام را افزایش و در نهایت بازده مورد انتظار سهامداران را کاهش می‌دهد (تانگ و چانگ یان، ۲۰۱۱).

یافته‌های گادفرید و بوکپین (۲۰۱۳) و چن و وانگ (۲۰۱۳) همچنین نشان می‌دهد که سطح بالاتر شفافیت اطلاعاتی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش نگهداشت وجه نقد در شرکت می‌گردد. با توجه به نظریه موازنه درخصوص نگهداشت وجه نقد، شفافیت اطلاعاتی بالاتر شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا به آسانی تأمین مالی خارجی انجام دهند، در نتیجه تمایل کمتری برای نگهداری وجه نقد دارند.

### متغیرهای تحقیق و نحوه سنجش آنها

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، شامل متغیر وابسته، متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند.

#### متغیر وابسته

نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته تحقیق می‌باشد که از تقسیم مجموع وجه نقد و معادل‌های نقدی شامل سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد (چن و وانگ، ۲۰۱۳).

#### متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل تحقیق حاضر، مربوط به معیارهای حاکمیت شرکتی است که در این تحقیق به پیروی از مطالعات چن و وانگ (۲۰۱۳)، کوسندی (۲۰۱۱) و کان و همکاران (۲۰۱۱) از معیارهای زیر برای سنجش آن استفاده شده است:

\* نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره: نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره شرکت به دست می‌آید.

\* دوگانگی مسئولیت مدیرعامل: برای سنجش این متغیر از متغیر مجازی (صفر و یک) استفاده می‌شود، به طوری که چنانچه مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره شرکت نیز باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت عدد صفر خواهد بود.

\* شفافیت اطلاعاتی: در این تحقیق به پیروی از چن و وانگ (۲۰۱۳) و کردستانی و قاسمی (۱۳۹۱) برای اندازه‌گیری شفافیت اطلاعاتی از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که توسط بورس اوراق بهادار منتشر گردیده، استفاده شده است. امتیازهای کیفیت افشاء شرکت‌ها بر مبنای وضعیت اطلاع رسانی آنها از نظر به موقع بودن و قابلیت اتکا اطلاعات افشا شده محاسبه می‌شود. معیار به موقع بودن اطلاعات براساس مقایسه زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت به بورس با مهلت‌های زمانی مقرر بررسی می‌گردد. معیار قابلیت اتکا نیز بر اساس تفاوت در سودهای تحقق یافته نسبت به پیش‌بینی‌ها ارزیابی می‌شود. در این تحقیق از امتیاز کل افشای شرکتی به عنوان معیار سنجش شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها استفاده گردیده است.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی که می‌توانند به صورت بالقوه، رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی و میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهند، به شرح زیر می‌باشند:

\* اندازه شرکت: تیمن و ولز (۱۹۹۹) و کوسندی (۲۰۱۱) بیان می‌کنند از آنجا که شرکت‌های بزرگ انعطاف‌پذیری بیشتری دارند، می‌توان جریان‌های نقد پایدارتری را برای آنها انتظار داشت. در نتیجه، کمتر در معرض خطر ورشکستگی قرار دارند و نسبت به شرکت‌های کوچک دسترسی آسان‌تری به منابع تأمین مالی دارند. از سوی دیگر، شرکت‌های کوچک‌تر با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه بوده و مجبور به نگهداری وجه نقد بیشتری می‌باشند. بر این اساس، انتظار می‌رود که بین اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی وجود داشته باشد. در این پژوهش از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت برای سنجش اندازه شرکت استفاده می‌گردد.

\* اهرم مالی: کوسندی (۲۰۱۱) و چن و وانگ (۲۰۱۳) بر این باورند که اهرم مالی، احتمال ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد، لذا انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری نمایند. در این تحقیق، اهرم مالی از طریق نسبت بدهی که از تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید، محاسبه می‌گردد.

\* فرصت‌های رشد: مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) و کان و همکاران (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالاتر نیاز بیشتری به منابع تأمین مالی دارند، که به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین هزینه بیشتر منابع تأمین مالی خارجی نسبت به منابع داخلی، این شرکت‌ها اقدام به نگهداشت وجه نقد نموده تا از هزینه‌های اضافی ناشی از تأمین مالی خارجی جلوگیری کرده و پروژه‌های با ارزش خود را از دست ندهند. بنابراین، انتظار می‌رود که بین فرصت‌های رشد شرکت با مانده وجه نقد نگهداری شده آن رابطه مثبت وجود داشته باشد. در این مطالعه، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار سنجش فرصت‌های رشد شرکت استفاده شده است.

### مدل‌های مورد استفاده در تحقیق

مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر قابل ارائه می‌باشند:



به منظور برآورد مدل‌های تحقیق از تکنیک داده‌های تلفیقی استفاده شده است. داده‌های تلفیقی که از ترکیب دو دسته داده‌های سری زمانی و مقطعی حاصل می‌شود، امروزه به طور گسترده‌ای توسط محققین مورد استفاده قرار می‌گیرد. در بسیاری از موارد، محققین از این روش برای مواردی که نمی‌توان مسائل را به صورت سری زمانی یا مقطعی بررسی نمود و یا زمانی که تعداد داده‌ها کم است، استفاده می‌کنند. ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی و ضرورت استفاده از آن بیشتر به دلیل افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش همخطی میان متغیرها می‌باشد (گجراتی، ۲۰۰۹).

### انتخاب الگو برای برآورد مدل‌های تحقیق

با توجه به روش مدل‌سازی داده‌های تلفیقی، ابتدا باید مشخص نمود که کدام یک از فروض یکسان بودن عرض از مبدأها یا متفاوت بودن آنها برای مقاطع، می‌بایست اعمال گردد. بدین منظور از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه  $H_0$ ، نشان‌دهنده یکسان بودن عرض از مبدأها بوده و در مقابل فرضیه  $H_1$ ، دلالت بر ناهمسانی عرض از مبدأها دارد.

چنانچه آماره F محاسباتی بیشتر از F جدول باشد، فرضیه صفر ( $H_0$ ) رد شده و متفاوت بودن عرض از مبدأها برای مقاطع مختلف پذیرفته می‌شود. نتایج مربوط به آزمون F در نگاره شماره ۱ نشان داده شده است:

مدل	مقدار آماره F	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۳/۱۳۸	(۳۷۲،۹۳)	۰/۰۰۰	رد $H_0$
مدل (۲)	۲/۷۰۲	(۳۷۲،۹۳)	۰/۰۰۱	رد $H_0$
مدل (۳)	۳/۱۸۹	(۳۷۲،۹۳)	۰/۰۰۰	رد $H_0$

### نگاره ۱. نتایج آزمون F برای مدل‌های تحقیق

استفاده می‌شود. در این آزمون فرضیه  $H_0$ ، مبنی بر سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی در مقابل فرضیه  $H_1$ ، مبنی بر ناسازگاری تخمین‌های اثر تصادفی قرار می‌گیرد. بنابراین در صورتی که  $H_0$  پذیرفته شود، روش اثرات تصادفی بر روش اثرات ثابت ثابت مرجح خواهد بود و در غیر این صورت، روش اثرات

مدل مربوط به آزمون فرضیه اول:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل مربوط به آزمون فرضیه سوم:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل‌های فوق:

$CASH_{i,t}$ : مانده وجه نقد که برابر است با نسبت وجه نقد و

معادل نقدی به جمع دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$BIND_{i,t}$ : نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل

تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$DUAL_{i,t}$ : دوگانگی مسئولیت مدیریت عامل شرکت  $i$  در

سال  $t$ ،

$TRANS_{i,t}$ : شاخص شفافیت اطلاعاتی براساس امتیاز

سالانه کیفیت افشای شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت، معادل لگاریتم طبیعی فروش

شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی به مجموع

دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$GWTH_{i,t}$ : فرصت‌های رشد که عبارتست از نسبت ارزش

بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$\varepsilon_{i,t}$ : جزء خطای مدل رگرسیون می‌باشد.

نگاره نشان می‌دهد فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از مبدأها در مقاطع مختلف برای تمامی مدل‌ها رد می‌شود. پس از مشخص شدن این که عرض از مبدأ برای مقاطع مختلف یکسان نیست، باید روش مورد استفاده در برآورد مدل (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین گردد که بدین منظور از آزمون هاسمن

ثابت بر روش اثرات تصادفی برتری خواهد داشت. نتایج مربوط به آزمون هاسمن در نگاره شماره ۲ نشان داده شده است.

مدل	آماره $\chi^2$	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه	روش تایید شده
مدل (۱)	۱۱/۲۳۷	۴	۰/۰۲۱	رد $H_0$	اثرات ثابت
مدل (۲)	۱۲/۶۵۰	۴	۰/۰۱۶	رد $H_0$	اثرات ثابت
مدل (۳)	۱۰/۹۴۱	۴	۰/۰۲۹	رد $H_0$	اثرات ثابت

### نگاره ۲. نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی

#### آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است.

نگاره شماره ۳، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۴۷۰ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۱ - ۱۳۸۷ نشان می‌دهد. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آنها و اختلاف اندک آنها، بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات می‌باشد.

نتایج نگاره فوق بیانگر آن است که در تمامی مدل‌ها فرضیه صفر رد شده و مدل‌ها باید به روش اثرات ثابت برآورد گردد. در این تحقیق، برای آزمون همبستگی بین پسماندها، از آماره دوربین - واتسن و برای رفع ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. همچنین، برای اطمینان از عدم وجود مشکل هم‌خطی چندگانه بین متغیرها، آزمون هم‌خطی با استفاده از عامل تورم واریانس و تلورانس مورد بررسی قرار گرفت. عموماً مشکل هم‌خطی، زمانی بوجود می‌آید که عامل تورم واریانس متغیرهای توضیحی مدل بیش از ۱۰ بوده و یا تلورانس آن نزدیک به صفر باشد.

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
<i>CASH</i>	۴۷۰	-۰/۰۷۸	-۰/۰۶۲	-۰/۰۰۵	۰/۵۳۹	-۰/۱۰۵
<i>BIND</i>	۴۷۰	-۰/۴۶۳	-۰/۴۴۱	۰/۲	۰/۸	-۰/۳۳۸
<i>DUAL</i>	۴۷۰	-۰/۱۴۸	۰	۰	۱	-۰/۱۰۵
<i>TRANS</i>	۴۷۰	۵۷/۳	۵۹/۱۴۱	۴	۹۶	۱۹/۸۵۲
<i>SIZE</i>	۴۷۰	۱۰/۹۰۱	۱۰/۶۵۵	۹/۸۷۶	۱۳/۰۰۹	-۰/۷۵۱
<i>LEV</i>	۴۷۰	-۰/۶۵۹	-۰/۶۱۲	-۰/۱۹۴	۰/۸۱۲	-۰/۲۲۴
<i>GWTH</i>	۴۷۰	۱/۴۹۳	۱/۴۸۱	-۰/۳۴۴	۳/۰۸۶	۱/۱۶۲

*CASH*: مانده وجه نقد، *BIND*: نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل تعداد اعضای هیأت مدیره، *DUAL*: دوگانگی مسؤولیت مدیر عامل، *TRANS*: شاخص شفافیت اطلاعاتی، *SIZE*: معادل لگاریتم طبیعی فروش شرکت، *LEV*: نسبت مجموع بدهی به کل دارایی‌های شرکت، *GWTH*: فرصت‌های رشد که عبارتست از نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام

### نگاره ۳. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

شرکت‌ها و میزان نگهداشت وجه نقد آنها رابطه منفی معناداری وجود دارد. نگاره شماره ۴ نتایج حاصل از آزمون این فرضیه را نشان می‌دهد.

#### یافته‌های تحقیق

همانطوری که در نگاره ۳ مشاهده می‌شود، فرضیه اول تحقیق بیان می‌دارد که بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	علامت مورد انتظار	ضرایب	خطای معیار	آماره t	آماره هم خطی VIF	تولرانس
<i>c</i>	-/+	۱,۵۷۳**	۰,۴۶۲	۳,۴۰۵	-	-
<i>BIND</i>	-	-۰,۰۰۴	۰,۰۰۳	-۱,۴۷۶	۱/۱۱۶	۰/۷۸۹
<i>SIZE</i>	-	-۰,۰۹۰*	۰,۰۳۹	-۲,۲۷۳	۱/۱۰۸	۰/۹۰۲
<i>LEV</i>	+	۰,۰۲۵*	۰,۰۱۰	۲,۵۱۲	۱/۱۳۵	۰/۸۸۱
<i>GWTH</i>	+	۰,۰۰۰	۰,۰۰۲	۰,۰۶۰	۱/۲۰۳	۰/۸۳۱
آماره ی F	۸,۲۲۶	معناداری F	۰,۰۰۰			
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۵۰۱	آماره دوربین - واتسن	۱,۹۱۹			
روشن تخمین مدل			اثرات ثابت			

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معنی داری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

#### نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه اول

چندگانه تهدیدی جدی برای مدل محسوب نمی‌شود. همان‌گونه که در این نگاره مشهود است، ضریب متغیر نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره (*BIND*) مطابق انتظار منفی بوده، اما از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. بر این اساس فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود. فرضیه دوم عنوان می‌کند، بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و مانده وجه نقد شرکت‌ها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در نگاره شماره ۵ ارائه شده است.

ملاحظه مقدار آماره F در این نگاره، موید معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۱ درصد است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل، حدود ۵۰ درصد از تغییرات مانده وجه نقد شرکت را توضیح می‌دهند. همچنین، مقدار آماره دوربین - واتسن (۱/۹۱۹) از عدم وجود مشکل خود همبستگی میان جملات پسماند مدل حکایت دارد. با نگاهی به مقادیر آماره عامل تورم واریانس و تولرانس نیز می‌توان دریافت که مشکل هم خطی

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	علامت مورد انتظار	ضرایب	خطای معیار	آماره t	آماره هم خطی VIF	تولرانس
<i>c</i>	-/+	۱,۶۸۹**	۰,۴۶۳	۳,۶۴۸	-	-
<i>DUAL</i>	+	۱,۰۶۸**	۰,۳۸۳	۲,۷۸۳	۱/۲۶۶	۰/۷۸۹
<i>SIZE</i>	-	-۰,۰۹۸*	۰,۰۳۹	-۲,۴۷۳	۱/۲۱۵	۰/۸۲۳
<i>LEV</i>	+	۰,۰۲۳*	۰,۰۱۰	۲,۲۴۸	۱/۱۹۸	۰/۸۳۴
<i>GWTH</i>	+	۰,۰۰۰	۰,۰۰۲	۰,۰۸۳	۱/۲۰۷	۰/۸۲۸
آماره ی F	۹,۰۰۲	معناداری F	۰,۰۰۰			
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۵۴۲	آماره دوربین - واتسن	۱,۸۴۴			
روشن تخمین مدل			اثرات ثابت			

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معنی داری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

#### نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم

ضریب برآوردی و آماره  $t$  متغیر دوگانگی مسئولیت مدیرعامل ( $DUAL$ ) مطابق پیش‌بینی، مثبت و در سطح خطای ۱ درصد معنادار بوده که حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و مانده وجه نقد شرکت است. بر مبنای این شواهد، فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون فرضیه سوم که وجود رابطه منفی معنادار میان شفافیت اطلاعاتی و مانده وجه نقد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد، در نگاره شماره ۶ ارائه شده است.

با نگاهی به مقدار آماره  $F$  و سطح معناداری آن، می‌توان دریافت که مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۱ درصد به طور کلی معنادار است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز می‌توان ادعا نمود که حدود ۵۴ درصد از تغییرات مانده وجه نقد شرکت، توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. همچنین، مقادیر تلورانس و عامل تورم واریانس نیز حاکی از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی مدل می‌باشد. همان‌طور که در این نگاره نیز مشاهده می‌شود،

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

آماره هم‌خطی		آماره $t$	خطای معیار	ضرایب	علامت مورد انتظار	متغیرها
تلورانس	VIF					
-	-	۳,۶۱۴	۰,۴۶۷	۱,۶۸۹**	-/+	$c$
۰,۸۹۲	۱,۱۲۱	-۲,۰۹۲	۰,۰۷۵	-۰,۱۵۷*	-	$TRANS$
۰,۸۵۱	۱,۱۷۴	-۲,۴۳۲	۰,۰۴۰	-۰,۰۹۷*	-	$SIZE$
۰,۹۱۳	۱,۰۹۵	۱,۴۵۲	۰,۰۱۰	۰,۰۱۵	+	$LEV$
۰,۸۱۷	۱,۲۲۳	۰,۱۶۶	۰,۰۰۲	۰,۰۰۰	+	$GWTH$
۰,۰۰۰		معناداری $F$		۷,۸۹۵		آماره $F$
۱,۹۰۱		آماره دوربین - واتسن		۰,۴۷۴		$R^2$ تعدیل شده
اثرات ثابت				روش تخمین مدل		

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معنی داری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می‌باشد.

#### نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه سوم

با توجه به مندرجات نگاره فوق، معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۱ درصد بر مبنای آماره  $F$  مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز از توان توضیح‌دهندگی نسبتاً بالای متغیرهای توضیحی مدل (حدود ۴۸ درصد) حکایت دارد. علاوه بر این، بررسی مقدار آماره دوربین واتسن نیز مؤید عدم وجود خود همبستگی بین اجزای اخلاص مدل رگرسیونی است.

همان‌گونه که نگاره فوق نشان می‌دهد، ضریب برآوردی و آماره  $t$  متغیر شفافیت اطلاعاتی ( $TRANS$ ) منفی و در سطح

خطای ۵ درصد معنادار می‌باشد. بدین ترتیب، فرضیه سوم تحقیق نیز در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق ارتباط میان برخی مکانیزم‌های راهبری شرکتی شامل نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و شفافیت اطلاعاتی با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره زمانی ۵ ساله مورد آزمون تجربی قرار گرفت. تحقیق حاضر از این حیث دارای اهمیت است که در ایران تحقیقات اندکی پیرامون ارتباط میان مکانیزم‌های راهبری شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد

۱- با توجه به نتایج تحقیق به نظر می‌رسد که اعضای غیرموظف هیأت مدیره به‌عنوان یکی از اساسی‌ترین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، در زمینه اثرگذاری بر میزان سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها موفق نبوده است. در این راستا، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهاد می‌گردد که در تدوین آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی علاوه بر تأکید بر حضور اعضای غیرموظف مستقل، بر لزوم توجه به سایر خصوصیات هیأت مدیره نظیر تجربه اعضا یا سطح تحصیلات نیز، تأکید ورزد.

۲- براساس یافته‌های پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه معنادار بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و شفافیت اطلاعاتی با میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به این عوامل توجه نموده و آنها را در مدل‌های تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ نمایند.

در ادامه برخی از موضوعات مهمی که می‌توانند در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرند عبارتند از:

۱- بررسی تأثیر سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نظیر نظارت قانونی، حسابرس مستقل، کنترل‌های داخلی و غیره بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها.

۲- انجام تحقیق حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تأثیر صنعت.

۳- بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها.

۴- بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها.

شرکت صورت گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که میان مسئولیت مدیرعامل و میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. تأیید فرضیه فوق مبین این مطلب است که شرکت‌هایی که وظایف رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل تفکیک نشده باشد، به دلیل مخدوش شدن نقش نظارتی و استقلال هیئت مدیره، با مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه بوده و در نتیجه، در تحصیل وجه نقد مورد نیاز خود با هزینه تأمین مالی اضافی روبرو می‌شوند. بدین ترتیب، اقدام به نگهداشت وجه نقد می‌نمایند که از هزینه‌های اضافی ناشی از تأمین مالی خارجی جلوگیری کنند.

این یافته تحقیق حاضر با نتایج پژوهش کوسندی (۲۰۱۱)، کان و همکاران (۲۰۱۱)، چن و وانگ (۲۰۱۳)، همخوانی دارد. همچنین، یافته‌ها حاکی از آن است که بهبود شفافیت اطلاعاتی و افشای اطلاعات شرکت‌ها از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان و به تبع آن کاهش هزینه‌های تأمین مالی، منجر به آن می‌گردد که تمایل شرکت‌ها برای نگهداشت وجه نقد مازاد کاهش یابد. نتیجه بدست آمده در این تحقیق مطابق با یافته‌های پژوهش چن و وانگ (۲۰۱۳) می‌باشد که دریافته‌اند با افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها، میزان وجه نقد نگهداری شده توسط آنها کاهش می‌یابد. علاوه بر این، نتایج بیانگر عدم رابطه بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و مانده وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد.

### پیشنهادات تحقیق

با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهادهای به شرح زیر مطرح می‌گردد:

### منابع

- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). "حاکمیت شرکتی در ایران"، *مجله حسابرس*، شماره ۳۲، بهار ۸۵، صص ۳۹-۳۲.
- صفر زاده، محمد حسین؛ مهرانی، کاوه (۱۳۹۰). "تبیین رابطه حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی". *مجله دانش حسابداری*، سال دوم، شماره ۷، زمستان ۱۳۹۰، صص ۶۹-۹۸.
- قربانی، س.، عدیلی، م (۱۳۹۱). "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی"، *مجله دانش حسابداری*، ۸، ۱۳۱-۱۴۹.
- کردستانی، دکتر غلامرضا و قاسمی خیرآبادی، سهیلا (۱۳۹۱). "تأثیر محافظه‌کاری و کیفیت افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی". *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، سال اول، شماره یک، پاییز و زمستان ۱۳۹۱، صص ۱۰۶-۷۵.
- مهدوی غلامحسین؛ حسینی، سید مجتبی و رئیسی، زهره (۱۳۹۲). "تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و بر کیفیت سود پیش‌بینی شده به وسیله مدیریت". *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، سال ششم، شماره ۱۶، بهار، صص ۴۳-۶۰.

- Baliga, B., Moyer, R., Ramesh, P., (1996). "CEO duality and firm performance: What's the fuss?". *Strategic Management Journal*, 17, pp 41-53.
- Beasley, M.S. (1996). "An empirical Analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud", *The Accounting Review*, vol.71, pp 433-465.
- Chen, i. wang.b.(2013). "*Corporate Governance and Cash Holdings: Empirical Evidence from an Emerging Market*". working paper
- Clarkson, G., Jacobsen, T. E., Batcheller, A. L. (2007). "Information asymmetry and information sharing". *Government Information Quarterly* .Volume 24, Issue 4, , Pages 827-839.
- Dalton,C.M.&Dalton, D.r(2005), "Board of Directors: Utiliti Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions", *British Journal of Management*, Vol.16,pp. 91-97.
- DeakinS. And Konzelmann, S.J.(2004). "*Learning from Enron*". *Corporate Governance*, 12: pp 134-142.
- Drobtetz, W. Gruninger,M.C.,(2007). "Corporate Cash Holding: Evidence from Switzerland". *Swiss Society for Financial Market Research*. 72, pp 114-155.
- Drobtetz .W., Grüninger.M.C. Grüninger, Simone Hirschvogel, (2010). "Information asymmetry and the value of cash". *Journal of Banking & Finance*.
- Drobtetz, W., Gruninger, M. & Hirschvogel, S. (2010). "Information Asymmetry and the Value of Cash". *Journal of Banking & Finance*, 34, 2168 -2184.
- Easley, d., and m. Ohara.(2004). "Information and the cost of capital". *Journal of Finance*. 59: pp 1553- 1583.
- Ebrahim, A.M.(2004). "*The Effectiveness of Corporate Governance, Institutional Ownership, and Audit Quality as Monitoring Devices of Earnings Management*", Ph.D Dissertation, The state university of New Jersey.
- Fama, E. F. and M.c. Jensen.(1983). "The Separation of ownership and control". *The Journal of Law and Economics*, vol.26, pp 301-325.
- Ferreira, M. A. & Vilela, A. (2004). "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*, 10(2), pp 295–319.
- Francis, J. R., LaFond, P., Olsson, M. & Schipper, K. (2005). "The Market Pricing of Accruals Quality". *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp 295–327.
- Godfred A, Bokpin(2013). "Corporate disclosure, transparency and firms cash holdings: evidence from the emerging capital market of Ghana". *Journal of Economics and international Finance*, vo. 5(4),pp 106-113, july 2013.
- Gujarati, D.N. (2009). "*Basic Econometrics*". 5th edition. New York: Mc Graw-Hill.
- 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,
- Huson, M.R., Parrino, r. , & Starks, L. T. (2001). "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: a Long – Term Perspective". *The Journal of Finance* . 56(6), pp 2265- 2297.
- Jan i, E., Hoesli, M. & Bender, A. w. d. (2004). "*Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts*". available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com),id=563863.

- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., and Whalen, D. J. (2007). "Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?", *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), pp 497-522.
- Kuan T., Li C., Chu S., (2011). "Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms". *Journal of Business Research*, 64, pp 757-764.
- Kusnadi, Y., (2011). "Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?". *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, pp 554-570.
- Kusnadi, Y., (2004). "Corporate Governance Mechanisms and Corporate Cash Holdings". *Working Paper*.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187 -221.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings". *Journal of Financial Economics*, 52, pp 3-46.
- Patel, S., Balic, A., Bwakira, L., (2002). "Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets". *Emerging Markets Review*, 3, pp 325-337.
- Tang K, Cangyun W, (2011). "Corporate Governance and firm Lliquidity: Evidence from the Chinise Stock Market". *Journal Emerging Markets Finance and Trade*. Vol 47. pp 47-60.
- Titman, S. H. & Wessels, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*. 43(1).
- Tsui, J., Jaggi, B., Gul, F., (2001). "CEO domination, growth opportunities, and their impact on audit fees". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16, pp 189-208.
- Ying Wai .W., Zhu.Y., (2013). "*The Effect of Corporate governance on Cash Holdings*". Evidence from Hong Kong.