

Research Paper

The Role of Earning Stability on the Cash Value Relevance with Emphasis on the Role of Institutional Shareholders

Ali Gerami

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
aligerami@iau.ac.ir

Mohsen Dastgir*

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
m.dastgir@hashtbehesht.ac.ir

Saeid Aliahmadi

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
s.aliahmadi@khuisf.ac.ir

Abstract

Sustainable earning can change the investor's evaluation of cash value in the company, and institutional investors can influence this evaluation by solving agency problems. The purpose of this study is to examine the role of earning stability on the cash value relevance, taking into account the modifying role of the presence of institutional shareholders. In this regard, the data of 142 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period from 2012 to 2021 were collected and analyzed using the method of systematic deletion. To test the hypotheses, the multiple regression model was used in the form of panel data and with the fixed effects method. The results showed that keeping cash has a positive relationship with the company's value, but earning stability does not increase the value of cash in the company. Also, the results showed that institutional shareholders do not strengthen the role of earning stability in the cash value relevance.

Keywords: Cash Holding Level, Cash Holding Relevance, Earning Quality, Earning Stability, Institutional Shareholders.

Introduction: Companies try to maintain a certain amount of cash to deal with unexpected shortages of cash and also to finance investments with positive net worth. Managers can pursue their personal interests at the cost of losing the shareholders interests, and in this sense, keeping cash realizes the manager's interests more than shareholders. Companies with stable earnings have a lower risk of attracting investors for financing. In other words, earning stability increases investors' confidence in predicting the value of future cash assets, and with the decrease of investment risk, it is expected that the value of cash holding level will also decrease with the increase of earning stability. Institutional shareholders with sufficient knowledge and experience in related financial and specialized fields supervise the company management, and this is the basis for aligning the interests of the management with shareholders. However, self-interest hypothesis states that the presence of institutional shareholders can also cause negative effects, such as the access of institutional shareholders to confidential information, which will increase the asymmetry of information between them and retail shareholders.

Method and Data: The current research is applied in terms of purpose and correlational in nature. Multiple linear regression method based on panel data was used to test the research hypotheses. The statistical population includes 142 firms during the years 2012 to 2021.

* Corresponding author.

Gerami, A., Dastgir, M., Aliahmadi, S. (2024). The Role of Earning Stability on the Cash Value Relevance with Emphasis on the Role of Institutional Shareholders. *Quarterly Financial Accounting*, 16(63): 88-101.

Findings: The results obtained from the first hypothesis shows that the shareholders value more than one unit for keeping each unit of cash and pay special attention to the company financial flexibility. The test of the second hypothesis shows that from the perspective of investors, earning stability does not increase cash value relevance. It seems that factors such as opportunistic investors, government interference and weak information efficiency of the market have caused this. The results of the third hypothesis shows that institutional shareholders strengthen the role of earning stability on the cash value relevance. It seems that with the entry of institutional shareholders, investors pay more attention to the role of more stable earnings in the cash value relevance.

Conclusion and discussion: It seems that according to the conditions in the capital market of Iran, only the existence of cash in the company is important for the investors. Therefore, it is suggested to the officials and policy makers to increase the information efficiency of the market and then, based on the findings of the current research and other complementary researches, design a mechanism to evaluate and disclose the earning quality, the criteria of earning quality and introduce the top companies to investors in terms of earning quality. Also, encouraging institutional shareholders to invest more widely in investable companies can have positive effects on investors' more accurate assessment of the cash value.

مقاله پژوهشی

نقش پایداری سود در ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد با تأکید بر نقش سهام‌داران نهادی

علی گرامی

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.
aligerami@iaui.ac.ir

محسن دستگیر*

استاد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.
m.dastgir@hashtbehesht.ac.ir

سعید علی احمدی

دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.
s.aliahmadi@khuif.ac.ir

چکیده:

هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع بین مدیران و ذی‌نفعان زیاد باشد و نگرانی قابل‌توجهی در خصوص انحراف منابع نقدی وجود داشته باشد، یک ریال از وجه نقد نگهداری شده در شرکت کمتر از یک ریال در بازار سرمایه ارزش‌گذاری خواهد شد. سود پایدار می‌تواند ارزیابی سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل را از ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت تغییر دهد و سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با حل‌وفصل مشکلات نمایندگی این ارزیابی را تحت تأثیر قرار دهند. هدف این پژوهش بررسی نقش پایداری سود بر ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد شرکت با در نظر گرفتن نقش تعدیلی حضور سهام‌داران نهادی است. در این راستا، با استفاده از روش حذف سامان‌مند داده‌های ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ گردآوری و تجزیه و تحلیل شد. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چندگانه در قالب داده‌های تابلویی و با روش اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج نشان داد که نگه‌داشت وجه نقد ارتباط مثبتی با ارزش شرکت دارد اما از دیدگاه سرمایه‌گذاران، پایداری سود باعث افزایش ارزش وجوه نقد موجود در شرکت نمی‌شود. همچنین نتایج نشان داد که سهام‌داران نهادی نقش پایداری سود در ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد را تقویت نمی‌کند.

واژه‌های کلیدی: سطح نگه‌داشت وجه نقد، ارتباط ارزشی نگه‌داشت وجه نقد، کیفیت سود، پایداری سود، سهام‌داران نهادی.

* نویسنده مسئول

گرامی، علی، دستگیر، محسن، علی احمدی، سعید. (۱۴۰۳). نقش پایداری سود در ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد با تأکید بر نقش سهام‌داران نهادی. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۶ (۶۳): ۸۸-۱۰۱.

مقدمه

وجه نقد یکی از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است و ایجاد توازن بین آن و نیازهای نقدی، یکی از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنهاست (ثقفی و هاشمی، ۱۳۸۳). وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها، توجه زیادی را از جانب سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و پژوهشگران به خود جلب کرده است و در حال حاضر، تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها به یکی از مسائل شایان توجه در ادبیات تأمین مالی تبدیل شده است (گرد، محمدی و گل‌دوست، ۱۳۹۴).

مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران‌قیمت است اما نگهداری بیش از اندازه آن می‌تواند نشانه‌ای از ناکارآمدی در تخصیص منابع باشد و هزینه‌های زیادی را بر شرکت تحمیل کند همچنین به دلیل مشکلات نمایندگی ممکن است مدیریت به دنبال نگه‌داشت وجه نقد به‌منظور پیگیری اقدام‌های فرصت‌طلبانه‌ای باشد که لزوماً منطبق بر منافع سهام‌داران نیست (ذبیحی و بیناثیان، ۱۴۰۱).

سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شکل عام به رقم سود توجه خاصی دارند. آنها سود بدون تغییر و یا کم تغییر را با کیفیت‌تر تلقی می‌نمایند. به بیان بهتر، آنها حاضرند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که روند سود آنها دارای ثبات بالاتری باشد؛ بنابراین سودهای گزارش شده همیشه به‌عنوان یکی از شاخص‌های تصمیم‌گیری مالی، دارای اعتبار خاصی است و تحلیل‌گران مالی متفق‌القول سود را به‌عنوان یک عامل اساسی در مطالعات و قضاوت‌های خود در نظر می‌گیرند (ابراهیمی، بهرامی نسب و احمدی مقدم، ۱۳۹۵). از جمله ویژگی‌های کیفی سود حسابداری پایداری سود است. پایداری سود، معیاری است که به سرمایه‌گذاران در سنجش سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌نماید پایداری سود به مفهوم تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است (خواجوی، ولی‌پور و عسگری، ۱۳۸۹). از نظر سرمایه‌گذاران سودهای با ثبات اهمیت زیادی داشته و با دوام تلقی می‌شوند. هر چه پایداری سود بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود بالاتر است (صفائیان ریزی و صادقی، ۱۳۸۸).

یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی مؤثر بر نظام راهبری شرکت، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان مالکین سرمایه می‌باشد. سهام‌داران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند (فروغی، امیری و میرزایی، ۱۳۹۰).

سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً دارای نفوذ قابل‌ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر هستند. بر اساس فرضیه نظارت فعال این دسته از سرمایه‌گذاران به دلیل مالکیت بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها، دارای انگیزه و منابع کافی برای نظارت بر فعالیت‌ها و سیاست‌های مدیران و کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران و مدیران و اعتباردهندگان هستند در نتیجه ارزش ویژه شرکت را افزایش می‌دهند (رحمتی و طاهرآبادی، ۱۳۹۹).

مطابق پژوهش‌های جنسن و مک‌لینگ^۱ (۱۹۷۶) و جنسن^۲ (۱۹۸۶) در صورت عدم حضور سهام‌داران نهادی مدیران شرکت‌ها به دنبال انگیزه‌های شخصی خود نظیر سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف و عدم پرداخت سود سهام‌داران و به‌طور کلی انباشت وجه نقد حاصل از جریان‌های نقدی خواهند بود.

با توجه به موارد مطرح شده در سطور بالا، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این پرسش است که نقش سهام‌داران نهادی در میزان نقش پایداری سود در ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد چیست؟

¹ Jensen & Meckling

² Jensen

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

شرکت‌ها برای مقابله با کمبودهای غیرمترقبه وجه نقد و نیز تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های با ارزش خالص مثبت برای شرکت، سعی در نگهداری میزانی وجه نقد می‌کنند؛ اما طبق نظریه نمایندگی، نگهداشت وجه نقد -به‌ویژه در غیاب نظارت کافی- ممکن است به‌عنوان ابزاری برای گسترش اختیارات مدیران مورد استفاده قرار گیرد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). مدیران می‌توانند به بهای از دست رفتن منافع سهام‌داران، به دنبال منافع شخصی خود باشند و از این لحاظ، نگهداری وجه نقد، منافع مدیران را بیشتر از سهام‌داران تأمین می‌کند. این مشکل به‌صورت هزینه فرصت ناشی از بازده کمتر وجه نقد نسبت به سایر دارایی‌ها ایجاد می‌شود (حجازی و همکاران، ۱۳۹۸). در واقع رابطه‌ای غیرخطی بین وجه نقد و ارزش شرکت وجود دارد، به‌گونه‌ای که تا سطحی مشخص، نگهداشت وجه نقد باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود، اما نگهداری بیش از حد ممکن است نشانه‌ای از ناکارآمدی مدیریتی تلقی شود (تیسن، جانگ، تیسن و گراف و لاچی، ۲۰۲۳).

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کند که اختلاف اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران باعث می‌شود ارزش‌گذاری دقیق دارایی‌هایی مانند وجه نقد دشوار شود. پایداری سود می‌تواند به‌عنوان شاخصی از کیفیت اطلاعات، عدم تقارن را کاهش دهد (آکرلوف، ۱۹۷۰). طبق نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی، شرکت‌ها منابع داخلی نظیر سود انباشته و وجه نقد را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهند (مایر و ماجلوف، ۱۹۸۴). ادبیات نگهداری وجه نقد شرکت نیز به دو انگیزه معاملاتی و احتیاطی، بیشتر توجه می‌کنند. انگیزه هزینه‌های معاملاتی نشان می‌دهد که افزایش در وجوه حاصل از تأمین مالی خارجی، هزینه‌های متغیر و ثابتی را در بر دارد. این اجزای هزینه، شرکت را ملزم به نگهداری وجه نقد به‌عنوان سپری در برابر این هزینه‌ها می‌کند. در عوض، انگیزه احتیاطی بر اطلاعات نامتقارن، هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های فرصت سرمایه‌گذاری‌های از دست‌رفته تأکید می‌کند (حجازی، ویسی حصار و فاطری، ۱۳۹۸).

شرکت‌های با سود پایدارتر ریسک پایین‌تری برای جلب نظر سرمایه‌گذاران به‌منظور تأمین مالی دارند. از این‌رو تأمین‌کنندگان منابع شرکت‌ها به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هستند که واجد سودهای با ثبات و پایداری هستند. در واقع ورود سرمایه و تأمین مالی برای مؤسسات و شرکت‌هایی که سودهای با ثباتی دارند آسان‌تر است زیرا یک اطمینان منطقی در سرمایه‌گذاران برای کسب بازده موردنظر را به وجود می‌آورند (بتاچاریا، دسای و ونکاتارامان، ۲۰۰۹). بر اساس نظریه ارزش‌گذاری بازار، بازار سرمایه در شرکت‌هایی که شفافیت و سود پایدار دارند، ارزش بیشتری برای وجه نقد قائل است (دیتمار و مارت اسمیت، ۲۰۰۷). از طرفی شرکت‌هایی که سودهایی با پایداری پایین یا بی‌کیفیت را تجربه می‌کنند برای جلب نظر سرمایه‌گذاران می‌بایست نرخ بازده بالاتری را نسبت به سایر شرکت‌ها برای ایشان تأمین کنند، از این‌رو نرخ بازده از دید سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی و نرخ هزینه سرمایه از دید شرکت‌ها و مؤسسات افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر پایداری سود باعث افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به پیش‌بینی ارزش دارایی نقدی آتی می‌گردد و با پایین آمدن ریسک سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود که ارزش سطح نگهداشت وجه نقد نیز با افزایش پایداری سود، کاهش یابد (دروبتز، گرانیگر و هیرشول، ۲۰۱۰).

نظریه نظارت نهادی تأکید دارد که سهامداران نهادی می‌توانند از طریق نظارت مؤثر بر مدیریت، از سوءاستفاده از منابع نقدی جلوگیری کنند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶). سهام‌داران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای مؤثر راهبری شرکتی، اهمیت فزاینده‌ای دارند و با توجه به مالکیت بخش قابل‌توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل‌ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های مدیران را تحت تأثیر قرار دهند و با ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها به رعایت اخلاق

¹ Theissen, Jung, Theissen & Graf-Vlachy

² Akerlof

³ Myers & Majluf

⁴ Bhattacharya, Desai & Venkataraman

⁵ Dittmar & Mahrt-Smith

⁶ Drobetz, Grüninger & Hirschvogel

⁷ Shleifer & Vishny

حرفه‌ای بپردازند. بدین ترتیب کارکرد درونی افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی می‌تواند منجر به بهبود جایگاه شرکت، افزایش بازده و سودآوری و سرانجام بقای بلندمدت شرکت‌ها شود (پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳).

سهام‌داران نهادی با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مرتبط، بر مدیریت شرکت نظارت دارند و این امر، مبنایی برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع سهام‌داران در راستای حداکثرسازی ثروت سهام‌داران به شمار می‌رود (فرضیه نظارت فعال). با این حال، فرضیه دیگری تحت عنوان فرضیه منافع شخصی این چنین عنوان می‌کند که حضور سهام‌داران نهادی می‌تواند باعث بروز آثاری منفی نیز بشود، مانند دسترسی سهام‌دار نهادی به اطلاعات محرمانه که باعث افزایش عدم تقارن اطلاعات بین آنان و سهام‌داران خرد خواهد شد (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۳). در بازارهای نوظهور، ترکیب مالکیت نهادی خارجی و کیفیت اطلاعات سود، بیشترین اثر مثبت را بر ارزش شرکت از طریق مدیریت نقدینگی دارد (الیاس، علی و خان^۱، ۲۰۲۲).

پژوهش‌های صورت گرفته بر اساس موضوع پژوهش شامل پژوهش‌های خارجی و پژوهش‌های داخلی به شرح زیر است:

پژوهش‌های خارجی

الحداد و الگول^۲ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت سود بر نگهداری وجه نقد شرکت: شواهدی از اقتصاد نوظهور" نشان دادند که با کاهش کیفیت سود، اثرات مضر عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های انتخاب نامطلوب افزایش می‌یابد؛ بنابراین، شرکت‌ها سطح دارایی‌های نقدی خود را افزایش می‌دهند تا به عنوان محافظی در برابر هرگونه کمبود نقدینگی عمل کنند. علاوه بر این، سود پایدارتر با سطوح پایین‌تر نگهداری وجه نقد مرتبط است.

تیسن و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان "نگهداشت وجه نقد و ارزش: شواهدی برای افزایش بازده نهایی" با بررسی داده‌های شرکت‌های بزرگ، نشان دادند که رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت دارای بازده‌های نهایی افزایشی است؛ یعنی تا یک حد مشخص، نگهداشت وجه نقد باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود و پس از آن اثرات منفی کمتری دارد. چادا و وارادهاراجان^۳ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "کیفیت سود، سرمایه‌گذاران نهادی و نگهداشت وجه نقد شرکت: شواهدی از هند" نشان دادند که سهام‌داران نهادی با اعمال فشار نظارتی، موجب افزایش کارایی در مدیریت وجه نقد شده و به بهبود ارزش شرکت کمک می‌کنند.

مانسالی دروپیچه و جمای^۴ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "کیفیت اقلام تعهدی، محدودیت‌های مالی و نگه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها"، نشان دادند که شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی ضعیف، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند و دارایی‌های نقدی در بنگاه‌های با کیفیت گزارشگری پایین، تحت تأثیر محدودیت‌های مالی قرار می‌گیرد و شرکت‌ها تمایل دارند ذخایر نقدی خود را در صورت عدم تقارن اطلاعاتی بالا افزایش دهند که این موضوع به‌ویژه از کیفیت پایین اطلاعات حسابداری ناشی می‌شود.

فارینها، سزارینو و سوارز^۵ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان "نگه‌داشت وجه نقد و کیفیت سود"، به این نتیجه رسیدند که به‌موازات کاهش کیفیت سود، تمایل شرکت‌ها به نگاه داشت وجه نقد بیشتر می‌شود. علاوه بر این اطلاعات پیرامون کیفیت سود می‌تواند یکی از عوامل مهم در نگه‌داشت وجه نقد باشد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که وجود عدم تقارن اطلاعاتی بالای ناشی از کیفیت پایین سود می‌تواند توازن وجوه نقد را تحت تأثیر مثبت قرار دهد.

شین، کیم و لی^۶ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت سود بر مازاد نگه‌داشت وجه نقد و ارزش نهایی آن" نشان دادند که شرکت‌هایی که کیفیت سود پایینی دارند نسبت به شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر مازاد نگه‌داشت وجه نقد بیشتری

¹ Ilyas, Ali & Khan

² Al-Haddad & Al-Ghoul

³ Chada & Varadharajan

⁴ Mansali, Derouiche & Jemai

⁵ Farinha Cesario & Soares

⁶ Shin, Kim & Lee

دارند. همچنین نتایج نشان داد شرکت‌های با کیفیت سود پایین نسبت به شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر، احتمال بیشتری در کاهش ارزش نهایی نگه‌داشت وجه نقد دارند.

امیر^۱ (۲۰۱۲) در پژوهش خود با عنوان "تأثیر نگه‌داشت وجه نقد و تمرکز مالکیت بر ارزش‌گذاری شرکت: شواهد تجربی استرالیا" نشان داد که ارزش شرکت با نگه‌داشت وجه نقد رابطه منفی و با مالکیت مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. همچنین، مالکیت مدیریتی رابطه بین نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

پژوهش‌های داخلی

شهریاری، حسین‌پور و عسکریه (۱۴۰۰) پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر سهام‌داران عمده بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگه‌داشت وجه نقد" انجام داده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در غیاب سهام‌داران عمده، ارزش نگه‌داشت وجه نقد با افزایش میزان محافظه‌کاری افزایش می‌یابد و سهام‌داران عمده اثرات مثبت محافظه‌کاری بر ارزش نقدی را تغییر نمی‌دهند.

حجازی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان "اثر سهام‌داران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگه‌داشت وجه نقد" نشان می‌دهند که محافظه‌کاری حسابداری باعث افزایش ارزش بازار وجه نقد می‌شود. همچنین، سهام‌داران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار وجه نقد تأثیر منفی و معناداری دارد.

کیفادی (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت سود بر سطح نگه‌داشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی توانایی مدیران" انجام داد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت سود بر سطح نگه‌داشت وجه نقد تأثیر دارد. همچنین توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت سود و سطح نگه‌داشت وجه نقد تأثیر دارد.

سلیمی و خاکزاد کهق (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش نهایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده‌اند. نتایج حاکی از آن است نگه‌داشت وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تأثیر معنی‌داری و مثبتی دارد. همچنین کیفیت سود بر ارتباط بین نگه‌داشت وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر معنی‌داری به لحاظ آماری دارد. همچنین کیفیت سود بر ارزش شرکت تأثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد.

میرعلایی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت سود شرکت در نگه‌داشت بیش از حد وجه نقد و ارزش نهایی آنها" نشان داد که بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. کیفیت سود باعث افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به پیش‌بینی ارزش‌داری نقدی آتی می‌گردد و با پایین آمدن ریسک سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود که ارزش حاشیه‌ای‌داری نقدی نیز با افزایش کیفیت سود، کاهش یابد.

احمدزاده و سروش‌یار (۱۳۹۴) پژوهشی با عنوان "ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگه‌داشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که محافظه‌کاری ارزش نهایی نگه‌داشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد. همچنین افزایش میزان محدودیت در تأمین مالی از نقش محافظه‌کاری در بهبود بخشی به ارزش بازار وجه نقد می‌کاهد. نتیجه دیگر تحقیق حاکی از رابطه منفی کیفیت سود و ارزش نهایی نگه‌داشت وجه نقد است.

عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "ارتباط ارزشی نگه‌داشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" نشان دادند که نگه‌داشت وجه نقد ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگه‌داشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد در شرکت، ارتباط منفی با ارزش شرکت پیدا می‌کند. همچنین سهام‌داران به نسبت‌های جاری و آبی در شرکت‌های اهرمی توجه بسیاری می‌کنند.

¹ Ameer

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی مطرح شده فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: نگه‌داشت وجه نقد تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد.

فرضیه دوم: پایداری سود ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد را کاهش می‌دهد.

فرضیه سوم: سهام‌داران نهادی نقش پایداری سود در ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد را تقویت می‌کند.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی، از لحاظ ماهیت همبستگی و از نظر نوع داده‌ها پژوهشی کمی است. در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین برای جمع‌آوری داده‌های موردنیاز جهت آزمون فرضیه‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شد. در این راستا داده‌ها از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز، گزارش‌های سازمان بورس و اوراق بهادار، سایت‌های سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج گردید. در نهایت فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون تی، اف فیشر و ضریب تعیین تعدیل شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد آزمون قرار گرفت. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سامان‌مند استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های قلمرو پژوهش که دارای شرایط زیر باشند به‌عنوان نمونه این پژوهش انتخاب و بقیه حذف گردید:

- ۱- از سال ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ در بورس تهران حضور داشته باشند.
 - ۲- شرکت جزء شرکت‌های فعال بورس بوده یا حداقل در دوره زمانی مورد بررسی فعال باشد.
 - ۳- پایان سال مالی آنها پایان اسفند هر سال باشد.
 - ۴- در طول قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند.
 - ۵- توقف معاملاتی بیشتر از شش ماه نداشته باشند.
 - ۶- در دوره مورد بررسی، اطلاعات صورت‌های آنها به‌صورت کامل پیوسته در دسترس باشد.
 - ۷- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و لیزینگ نباشند.
- با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۴۲ شرکت انتخاب شدند.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش حاضر به شرح زیر اندازه‌گیری شدند:

متغیر وابسته: بازده غیرعادی سهام است که با استفاده از مدل فالكندر و وانگ^۱ (۲۰۰۶) از طریق تفاوت بازده واقعی سهم شرکت i در سال t و بازده بازار در سال t به دست می‌آید.

متغیر مستقل: به پیروی از پژوهش فالكندر و وانگ (۲۰۰۶)، همتی و یوسفی راد (۱۳۹۰) و عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) تغییرات وجه نقد است که برابر است با وجه نقد در پایان دوره جاری منهای وجه نقد در پایان دوره قبل.

متغیرهای تعدیل‌گر: متغیرهای تعدیل‌گر پژوهش حاضر به شرح زیر بود:

(۱) **پایداری سود:** پایداری سود به معنی تکرار (استمرار) سود جاری است. برای اندازه‌گیری پایداری سود، در تحقیق حاضر از معادله معرفی شده توسط فریمن، اولسن و پنمان^۲ (۱۹۸۲) استفاده شد (دستگیر و رستگار، ۱۳۸۹).

$$Earnings_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Earnings_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱):}$$

^۱ Faulkender & Wang

^۲ Freeman, Ohlson & Penman

در رابطه فوق β_1 بیانگر پایداری سود هر شرکت است این مدل به صورت چرخشی برای مدت هفت سال برآورد شد تا پایداری سود هر سال ارزیابی شود. در این روش داده‌های یک سال از ابتدای دوره زمانی تحقیق حذف و داده‌های یک سال از سال‌های پایانی به مدل اضافه شد. برای مثال بر اساس داده‌های سال ۹۱ تا ۹۷ پایداری سود سال ۹۷ ارزیابی شده و بر اساس داده‌های سال ۸۹ تا ۹۵ پایداری سود سال ۹۵ و به همین ترتیب پایداری سود سایر سال‌های مورد مطالعه، ارزیابی شده است. وقتی مقدار به دست آمده برای ضریب متغیر توضیحی β_1 به عدد یک نزدیک‌تر باشد پایداری سود بیشتر است (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

(۲) **سهام‌داران نهادی:** برابر است با درصد سهام شرکت که در اختیار اشخاص حقوقی قرار دارد.

متغیرهای کنترلی: جهت تصریح بهتر مدل رگرسیونی پژوهش از متغیرهای کنترلی مؤثر بر ارتباط ارزشی نگه‌داشت وجه نقد به شرح زیر استفاده شد:

(۱) **وجه نقد دوره قبل:** برابر است با وجه نقد انتهای دوره قبل.

(۲) **تغییرات سود خالص عملیاتی:** برابر است با تفاوت سود خالص سال جاری و سال قبل.

(۳) **تغییرات در دارایی‌های غیر نقد:** کل دارایی‌ها بدون شمول وجه نقد در پایان دوره منهای کل دارایی‌ها بدون شمول وجه نقد در ابتدای دوره.

(۴) **تغییر در سود تقسیمی:** سود تقسیمی دوره جاری منهای سود تقسیمی دوره قبل.

(۵) **تأمین مالی خالص:** انتشار سهام در قبال وجه نقد به علاوه تسهیلات مالی دریافتی منهای بازپرداخت تسهیلات مالی.

(۶) **تغییر در هزینه تأمین مالی:** هزینه تأمین مالی در دوره جاری منهای هزینه تأمین مالی دوره قبل.

(۷) **اهرم مالی:** برابر است با ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

جهت همگن ساختن، متغیرهای کنترلی اول تا ششم، بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره تقسیم شد.

طرح آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون تعمیم یافته زیر که مبتنی بر الگوی فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) است، استفاده شد:

$$r_{i,t} - RM_t = \alpha_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 \Delta netTA_{i,t} + \beta_5 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_6 \Delta Interest_{i,t} + \beta_7 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_8 netFIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

در این مدل:

$r_{i,t}$: بازده واقعی سهم شرکت i در سال t .

RM_t : بازده بازار در سال t که برابر است با شاخص قیمت و بازده نقدی در پایان سال t منهای شاخص قیمت و بازده نقدی در ابتدای سال t .

$\Delta Cash_{i,t}$: تغییرات دارایی‌های نقد شرکت i در سال t تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره.

$LEV_{i,t}$: برابر است با ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان سال t .

$Cash_{i,t}$: وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت i در سال $t-1$ تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال.

$\Delta netTA_{i,t}$:^۱ تغییر در دارایی‌های غیر نقدی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال.

$\Delta Earnings_{i,t}$: تغییر در سود قبل از اقلام غیر مترقبه به اضافه هزینه تأمین مالی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال.

$\Delta Interest_{i,t}$: تغییر هزینه تأمین مالی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال.

^۱ Net Total Asset

$\Delta Dividends_{i,t}$: تغییر در سود تقسیمی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال t .

$netFIN_{i,t}$: خالص تأمین مالی شرکت i در سال t تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال t .
 $\varepsilon_{i,t}$: جزء اخلاص (باقیمانده) شرکت i در دوره t .

در این مدل اگر مقدار β_1 معنادار و منفی باشد نشان‌دهنده عدم رد فرضیه اول است. جهت بررسی فرضیه دوم مدل (۲) با در نظر گرفتن متغیر پایداری سود برازش شد:

$$r_{i,t} - RM_t = \alpha_0 + \beta_1 SE_{i,t} + \beta_2 \Delta Cash_{i,t} + \beta_3 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_4 \Delta netTA_{i,t} + \beta_5 \Delta Interest_{i,t} + \beta_6 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_7 netFIN_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} \Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

در مدل فوق:

$SE_{i,t}$: شاخص پایداری سود شرکت i در سال t است.

سایر متغیرها مانند مدل (۱) اندازه‌گیری می‌شوند. در این مدل اگر مقدار β_{10} معنادار و مثبت باشد نشان‌دهنده عدم رد فرضیه دوم است.

برای بررسی فرضیه سوم مدل (۲) با لحاظ کردن متغیر سهام‌داران نهادی مجدداً برازش شد.

$$r_{i,t} - RM_t = \alpha_0 + \beta_1 SE_{i,t} + \beta_2 \Delta Cash_{i,t} + \beta_3 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_4 \Delta netTA_{i,t} + \beta_5 \Delta Interest_{i,t} + \beta_6 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_7 netFIN_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} \Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t} + \beta_{11} INS_{i,t} + \beta_{12} INS_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{13} INS_{i,t} \times SE_{i,t} + \beta_{14} INS_{i,t} \times SE_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در این رابطه:

$INS_{i,t}$: برابر است با درصد سهام در اختیار اشخاص حقوقی شرکت i در سال t .

سایر متغیرها مانند مدل (۱) اندازه‌گیری می‌شوند.

در این مدل اگر مقدار β_{14} معنادار و مثبت باشد نشان‌دهنده عدم رد فرضیه سوم است.

یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در دو قسمت آمار توصیفی و آمار استنباطی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

آماره‌های توصیفی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
$Cash_{i,t-1}$	۰/۰۵۱	۰/۰۲۷	۱/۲۲۰	۰/۰۰۰	۰/۰۸۸	۶/۵۶۴	۶۴/۸۷۳
$\Delta Cash_{i,t}$	۰/۰۱۷	۰/۰۰۵	۱/۵۸۷	-۰/۵۷۳	۰/۰۸۷	۵/۰۸۳	۸۷/۰۴۴
$\Delta Dividends_{i,t}$	۰/۰۳۱	۰/۰۰۴	۱/۰۳۶	-۰/۲۳۵	۰/۱۰۲	۲/۹۶۳	۲۰/۳۵۵
$\Delta Earnings_{i,t}$	۰/۰۵۸	۰/۰۳۱	۱/۹۲۴	-۱/۹۲۶	۰/۱۹۸	-۰/۰۲۰	۲۶/۵۹۳
$\Delta Interest_{i,t}$	۰/۰۰۸	۰/۰۰۱	۰/۹۱۸	-۱/۶۲۲	۰/۰۶۵	-۷/۸۹۰	۳۱۶/۲۲۰
$\Delta netTA_{i,t}$	۰/۲۳۸	۰/۱۳۶	۷/۰۵۶	-۳/۶۹۹	۰/۴۹۰	۳/۲۳۰	۴۵/۲۹۶
$INS_{i,t}$	۰/۶۸۸	۰/۷۷۳	۰/۱۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۵۳	-۱/۳۲۵	۳/۹۵۶
$LEV_{i,t}$	۰/۳۲۷	۰/۳۰۴	۰/۹۵۴	۰/۰۰۷	۰/۲۰۸	۰/۴۸۹	۲/۳۷۹
$netFIN_{i,t}$	۰/۰۲۱	۰/۰۰۷	۲/۵۵۱	-۳/۷۷۸	۰/۲۳۰	-۲/۵۳۸	۷۸/۸۲۴
$r_{i,t} - RM_t$	۰/۳۰۴	-۰/۰۵۴	۲۲/۳۱۸	-۲/۰۵۱	۱/۵۶۴	۵/۱۵۳	۴۸/۸۸۸

¹ Sustainability of Earnings

² Institutional Owners

آمار استنباطی

برای برازش سه مدل فوق‌الذکر مراحل زیر انجام شد:

تعیین نوع داده‌ها

خلاصه نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آزمون اف لیمر و هاسمن

مدل	آزمون اف لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره اف لیمر	احتمال	نتیجه	احتمال
اول	۱/۰۶۴	۰/۲۳۱	تلفیقی	
دوم	۵۸/۸۸۴	۰/۰۰۰	تابلویی	۶۳/۹۹۹
سوم	۵۸/۲۰۵	۰/۰۰۰	تابلویی	۶۷/۶۰۲

برازش مدل‌ها

در این پژوهش برای آزمون معناداری کل مدل از آماره اف استفاده شده و برای آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره تی استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی رابطه میان متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شده است. نتایج حاصل از برازش مدل (۱) جهت آزمون فرضیه اول به شرح زیر است:

جدول (۳): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

$r_{i,t} - RM_t = \alpha_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 \Delta netTA_{i,t} + \beta_5 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_6 \Delta Interest_{i,t} + \beta_7 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_8 netFIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
$\Delta Cash_{i,t}$	۰/۷۲۰	۰/۴۶۷	۱/۵۴۲	۰/۰۰۰
$Cash_{i,t-1}$	۲/۵۶۱	۰/۵۴۱	۴/۷۲۵	۰/۰۰۰
$LEV_{i,t}$	-۱/۰۶۹	۰/۶۲۵	-۱/۷۱۱	۰/۰۶۷
$\Delta netTA_{i,t}$	۰/۵۲۱	۰/۰۸۳	۶/۲۷۵	۰/۰۰۰
$\Delta Earnings_{i,t}$	۰/۸۰۶	۰/۱۸۶	۴/۳۲۲	۰/۰۰۰
$\Delta Interest_{i,t}$	-۲/۰۳۴	۰/۵۴۵	-۳/۷۳۶	۰/۰۰۰
$\Delta Dividends_{i,t}$	۱/۳۰۲	۰/۳۹۶	۳/۲۸۹	۰/۰۰۱
$netFIN_{i,t}$	-۰/۳۴۵	۰/۱۰۱	-۳/۴۲۰	۰/۰۰۰
C	۰/۰۷۵	۰/۱۳۹	۰/۵۴۰	۰/۴۷۰
ضریب تعیین	۰/۲۵۸	آماره اف	۶۴/۲۳۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۵۴	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰	

با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آماره اف که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است.

مقدار ضریب برآوردی متغیر $\Delta Cash_{i,t}$ بیشتر از صفر است که به معنای وجود ارتباط مثبت با متغیر بازده غیرعادی است و نشان می‌دهد که با افزایش یک ریال در وجه نقد، سرمایه‌گذاران ارزشی بیش از یک ریال برای آن قائل‌اند که این نتیجه برخلاف فرضیه اول است. از آنجاکه ضریب مذکور معنادار بوده و مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، با توجه به ضریب $\Delta Cash_{i,t}$ که برابر با ۰/۷۲۰ و مثبت است بنابراین می‌توان گفت که فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود.

نتایج حاصل از برازش مدل دوم در جدول زیر ارائه شده است:

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم

$$r_{i,t} - RM_t = \alpha_0 + \beta_1 SE_{i,t} + \beta_2 \Delta Cash_{i,t} + \beta_3 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_4 \Delta netTA_{i,t} + \beta_5 \Delta Interest_{i,t} + \beta_6 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_7 netFIN_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} \Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
$SE_{i,t}$	۰/۰۰۱	۰/۰۲۸	۰/۰۴۴	۰/۹۶۵
$\Delta Cash_{i,t}$	۱/۹۹۵	۰/۷۵۸	۲/۶۳۲	۰/۰۰۹
$\Delta Earnings_{i,t}$	۰/۴۹۲	۰/۱۳۷	۳/۵۹۴	۰/۰۰۰
$\Delta netTA_{i,t}$	۰/۴۵۴	۰/۱۵۳	۲/۹۶۷	۰/۰۰۳
$\Delta Interest_{i,t}$	-۱/۶۲۳	۰/۴۷۵	-۳/۴۱۶	۰/۰۰۱
$\Delta Dividends_{i,t}$	۱/۳۳۱	۰/۲۱۰	۶/۳۳۵	۰/۰۰۰
$netFIN_{i,t}$	۰/۱۲۶	۰/۰۴۰	۳/۱۱۷	۰/۰۰۲
$Cash_{i,t-1}$	۱/۰۹۱	۰/۲۷۳	۳/۹۹۶	۰/۰۰۰
$LEV_{i,t}$	-۰/۷۳۳	۰/۱۳۷	-۵/۳۵۰	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t}$	-۰/۱۳۹	۰/۵۰۱	-۰/۲۷۸	۰/۷۸۱
C	۰/۲۹۵	۰/۰۶۰	۴/۸۸۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۲	آماره اف	۵۲/۳۰۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۱	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰	

با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آماره اف که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است.

در صورتی که مقدار ضریب متغیر $\Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t}$ معنادار باشد نشان‌دهنده تأیید فرضیه دوم است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر برابر ۰/۷۸۱ می‌باشد و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه دوم در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود.

نتایج حاصل از برازش مدل سوم نیز به شرح زیر است:

جدول (۵): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم

$$r_{i,t} - RM_t = \alpha_0 + \beta_1 SE_{i,t} + \beta_2 \Delta Cash_{i,t} + \beta_3 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_4 \Delta netTA_{i,t} + \beta_5 \Delta Interest_{i,t} + \beta_6 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_7 netFIN_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} \Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t} + \beta_{11} INS_{i,t} + \beta_{12} INS_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{13} INS_{i,t} \times SE_{i,t} + \beta_{14} INS_{i,t} \times SE_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
$SE_{i,t}$	۰/۰۱۹	۰/۰۵۴	۰/۳۵۶	۰/۷۲۲
$\Delta Cash_{i,t}$	۷/۴۷۲	۲/۲۳۶	۳/۳۴۲	۰/۰۰۱
$\Delta Earnings_{i,t}$	۰/۴۶۱	۰/۱۴۴	۳/۲۰۱	۰/۰۰۱
$\Delta netTA_{i,t}$	۰/۴۶۵	۰/۱۵۲	۳/۰۵۵	۰/۰۰۲
$\Delta Interest_{i,t}$	-۱/۶۳۱	۰/۴۵۲	-۳/۶۰۵	۰/۰۰۰
$\Delta Dividends_{i,t}$	۱/۲۸۴	۰/۲۱۰	۶/۱۱۵	۰/۰۰۰
$netFIN_{i,t}$	۰/۱۲۶	۰/۰۴۰	۳/۱۹۱	۰/۰۰۱
$Cash_{i,t-1}$	۱/۱۴۹	۰/۲۶۷	۴/۲۹۶	۰/۰۰۰
$LEV_{i,t}$	-۰/۷۵۸	۰/۱۳۹	-۵/۴۳۴	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{i,t} \times SE_{i,t}$	-۴/۸۰۶	۱/۶۱۹	-۲/۹۶۹	۰/۰۰۳
$INS_{i,t}$	۰/۱۲۱	۰/۱۲۲	۰/۹۹۵	۰/۳۲۰
$INS_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t}$	-۷/۵۷۱	۳/۳۶۰	-۲/۲۵۳	۰/۰۲۴
$INS_{i,t} \times SE_{i,t}$	-۰/۰۲۵	۰/۰۶۸	-۰/۳۶۶	۰/۷۱۴
$INS_{i,t} \times SE_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t}$	۶/۷۱۶	۲/۲۳۸	۳/۰۰۱	۰/۰۰۳
C	۰/۲۱۶	۰/۱۲۷	۱/۶۷۰	۰/۰۸۹
ضریب تعیین	۰/۴۳	آماره اف	۴۴/۵۳۷	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰۰	

با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آماره اف که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است.

در صورتی که مقدار ضریب متغیر $INS_{i,t} \times SE_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t}$ معنادار باشد نشان دهنده تأیید فرضیه سوم است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر برابر ۰/۰۰۳ می باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می توان گفت که فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می شود.

مفروضات مدل رگرسیون

پیش فرض های مدل رگرسیون به شرح زیر آزمون شد:

۱- آزمون عدم خودهمبستگی باقیمانده ها

با توجه به مقدار آماره آزمون وولدریج که در جدول زیر ارائه شده است، مشخص شد که هر سه مدل دارای همبستگی بوده و برای رفع آن باید از روش وایت در تخمین هر سه مدل استفاده شود.

جدول (۶): آزمون عدم خودهمبستگی وولدریج

مدل	آماره آزمون	احتمال
اول	۸/۹۴۵	۰/۰۰۱
دوم	۱۸/۴۹۷	۰/۰۰۰
سوم	۱۷/۸۲۵	۰/۰۰۰

۲- آزمون ناهمسانی واریانس باقیمانده ها

با توجه به نتایج آزمون بروش پاگان در جدول زیر در این مدل ها فرض صفر (وجود همسانی واریانس) تأیید نمی شود که نشان می دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده ها در هر سه مدل وجود دارد و برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شد.

جدول (۷): آزمون همسانی واریانس

مدل	آماره آزمون والد	احتمال
اول	۱۱۷۶۵/۲۲	۰/۰۰۰
دوم	۱۶۴۳۲/۴۳	۰/۰۰۰
سوم	۱۳۶۶۲/۴۹	۰/۰۰۰

بحث، نتیجه گیری و محدودیت های پژوهش

در فرضیه اول پژوهش بیان شد: نگهداشت وجه نقد تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. نتایج پژوهش نشان داد که سهامداران برای نگهداشت هر واحد وجه نقد ارزشی بیش از یک واحد قائل اند، در نتیجه فرضیه اصلی اول پژوهش تأیید نمی شود. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، مدیریت منابع تأمین مالی داخلی را بر منابع تأمین مالی خارجی ترجیح می دهد و لذا تمایل به انباشت وجه نقد دارد. به این ترتیب مدیریت می تواند از هزینه های گزینش نادرست جلوگیری نماید و در نتیجه موجب افزایش ارزش شرکت گردد؛ بنابراین می توان چنین نتیجه گیری کرد که سهامداران شرکت های نمونه برای نگهداشت وجه نقد ارزش بسیاری قائل اند و به میزان انعطاف پذیری مالی شرکت توجه ویژه ای دارند. نتایج به دست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با پژوهش های تیسن و همکاران (۲۰۲۳)، امیر (۲۰۱۲)، سلیمی و خاکزادکهنق (۱۳۹۸) و عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) همخوانی دارد و با نتایج فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) و چادا و وارادهاراجان (۲۰۲۲) همخوانی ندارد.

در فرضیه دوم پژوهش بیان شد: پایداری سود ارتباط ارزشی سطح نگهداشت وجه نقد را افزایش می دهد. نتایج پژوهش نشان داد که از دیدگاه سرمایه گذاران، پایداری سود باعث افزایش ارزش و وجه نقد موجود در شرکت نمی شود، در نتیجه فرضیه دوم پژوهش رد می شود. طبق مبانی نظری شرکت هایی که سود آنها با ثبات و پایدار است ریسک پایین تری برای جلب نظر سرمایه گذاران به منظور تأمین مالی دارند. از این رو تأمین کنندگان منابع شرکت ها به دنبال سرمایه گذاری در شرکت هایی هستند که واجد سودهای با ثبات و پایداری هستند. از طرفی شرکت هایی که سودهایی با پایداری پایین یا بی کیفیت را تجربه می کنند برای جلب نظر سرمایه گذاران می بایست نرخ بازده بالاتری را نسبت به سایر شرکت ها برای ایشان تأمین کنند، از این رو نرخ هزینه افزایش می یابد. از سوی دیگر افزایش پایداری سود باعث افزایش اطمینان سرمایه گذاران نسبت به پیش بینی ارزش

دارایی نقدی آتی می‌گردد و با پایین آمدن ریسک سرمایه‌گذاری انتظار می‌رفت که پایداری سود بر ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد تأثیر داشته باشد. ولی نتایج این پژوهش نشان داد که پایداری سود بر ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد تأثیر ندارد. وجود عواملی چون سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب، دخالت‌های دولت و وجود شواهدی دال بر کارایی اطلاعاتی ضعیف بازار، باعث ایجاد این عدم رابطه در این پژوهش شده است. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش از بعد معناداری با پژوهش احمدزاده و سروش‌یار (۱۳۹۴) همخوانی دارد و با پژوهش‌های الحداد و الگول (۲۰۲۳)، مانسالی و همکاران (۲۰۱۹)، فارینها و همکاران (۲۰۱۸)، شین و همکاران (۲۰۱۷)، کیقبادی (۱۳۹۸)، سلیمی و خاکزادکهنق (۱۳۹۸) و میر علایی (۱۳۹۸) همخوانی ندارد.

در فرضیه سوم پژوهش بیان شد: سهام‌داران نهادی نقش پایداری سود در ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد را تقویت می‌کند. نتایج پژوهش نشان داد که سهام‌داران نهادی نقش پایداری سود بر ارتباط ارزشی سطح نگه‌داشت وجه نقد را تقویت می‌کند، در نتیجه فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود. به نظر می‌رسد با ورود سهام‌داران نهادی سرمایه‌گذاران نقش سودهای پایدارتر در ارتباط ارزشی نگه‌داشت وجه نقد را بیشتر مورد توجه قرار می‌دهند و در واقع سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که سهام‌داران نهادی دارند، سودهای پایدارتر را عامل افزایش ارزش سطح نگه‌داشت وجه نقد می‌دانند. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش از بعد معناداری با پژوهش شهریاری و همکاران (۱۴۰۰) همخوانی دارد اما با پژوهش‌های حجازی و همکاران (۱۳۹۸) و سلیمی و خاکزاد کهنق (۱۳۹۸) همخوانی ندارد.

پیشنهادهای

با توجه به نتایج پژوهش به نظر می‌رسد با توجه به شرایط موجود در بازار سرمایه ایران صرفاً وجود وجه نقد در شرکت برای سرمایه‌گذاران مهم است. لذا به مسئولان و سیاست‌گذاران سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود در وهله نخست تدبیری برای افزایش کارایی اطلاعاتی بازار بیندیشند و سپس سازوکاری برای ارزیابی و افشای کیفیت سود طراحی کنند، معیارهای کیفیت سود را مشخص نمایند و شرکت‌های برتر را به لحاظ کیفیت سود به سرمایه‌گذاران معرفی کنند. همچنین ترغیب سهام‌داران نهادی به سرمایه‌گذاری گسترده‌تر در شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌تواند آثار مثبتی در ارزیابی دقیق‌تر سرمایه‌گذاران از ارزش وجه نقد داشته باشد.

به‌منظور انجام پژوهش‌های آتی، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱) بررسی نقش ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی یا خانوادگی) در ارتباط بین پایداری سود و ارتباط ارزشی نگه‌داشت وجه نقد.

۲) بررسی نقش راهبری مشارکتی در رابطه بین پایداری سود با ارزش نگه‌داشت وجه نقد.

۳) نقش کیفیت حسابرسی در رابطه بین ارزش نگه‌داشت وجه نقد با عدم تقارن اطلاعاتی شرکت.

محدودیت‌های پژوهش

برخی از مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر عبارت‌اند از:

۱) با توجه به تنوع نوع و ماهیت شرکت‌های مورد مطالعه در نمونه پژوهش، تعمیم نتایج به صنایع خاص باید با احتیاط انجام گیرد.

۲) داده‌های مورد استفاده از بابت تورم تعدیل نشده‌اند در صورت تعدیل از این بابت ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

۳) وجود شرایطی نظیر حوادث غیرمترقبه و شرایط سیاسی که بر شرکت‌ها و بر کشور مؤثر هستند، در پژوهش حاضر در نظر گرفته نشده‌اند. لذا در تعمیم نتایج پژوهش باید احتیاط کرد.

۴) با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و این‌که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

منابع

- ابراهیمی، سیدکاظم؛ علی بهرامی نسب و منصور احمدی مقدم. (۱۳۹۵). رابطه بین تصمیمات تأمین مالی با انواع مدیریت سود. **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۳۰: ۱۰۲-۸۳.
- احمدزاده، حمید؛ و افسانه سروش‌یار. (۱۳۹۴). ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگاهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مجله دانش حسابداری** ۶(۲۱): ۱۷۲-۱۵۱.
- پورعلی، محمدرضا؛ و محدثه حجامی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت** ۱۰: ۱۵۰-۱۳۵.
- ثقفی، علی؛ و سید عباس هاشمی. (۱۳۸۳). بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی و اقلام تعهدی، ارائه مدل برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۳۸: ۵۲-۲۹.
- حجازی، رضوان؛ ثریا ویسی حصار و علی فاطری. (۱۳۹۸). اثر سهام‌داران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگاهداشت وجه نقد. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۱۱(۱): ۱۰۰-۸۱.
- خواجوی، شکرالله؛ هاشم ولی‌پور و سهیلا عسکری. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی** ۸: ۱۰۳-۹۰.
- ذبیحی، علی؛ و علی بینائیان. (۱۴۰۱). مسئولیت حسابرس و وجه نقد مازاد نگهداری شده: شواهدی از حق‌الزحمه حسابرسی شرکت‌های دولتی. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۶۵: ۷۳-۶۲.
- رحمتی، یسنا؛ و علی‌اصغر طاهرآبادی. (۱۳۹۹). تأثیر افق دید سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی در قراردادهای بدهی. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۳۲(۴): ۱۹۳-۱۸۰.
- رضایی، فرزین؛ و ثریا ویسی حصار. (۱۳۹۳). اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۱(۴): ۴۷۰-۴۴۹.
- سلیمی، یوسف؛ و سجاد خاکزاد کهق. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش نهایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۲(۶): ۷۹-۶۴.
- شهریاری سعید؛ زهرا حسین پور و مهناز عسگریه. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر سهام‌داران عمده بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگاهداشت وجه نقد. **فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری** ۵(۶۲): ۵۹-۴۰.
- صفائیان ریزی، محمد؛ و محسن صادقی. (۱۳۸۸). ارزیابی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و رابطه آن با پایداری سود مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه حسابداری مالی** ۱(۳): ۶۹-۸۷.
- عظیمی، مجید؛ و منیره صباغ. (۱۳۹۳). ارتباط ارزشی نگاهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه حسابداری مالی** ۶(۲۱): ۱۵۲-۱۲۹.
- فروغی، داریوش؛ هادی امیری و منوچهر میرزایی. (۱۳۹۰). تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۳(۴): ۴۰-۱۵.
- کیقبادی، امیررضا. (۱۳۹۸). تأثیر کیفیت سود بر سطح نگاهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی توانایی مدیران. **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۱۱(۴۳): ۱۹۷-۱۷۷.
- گرد، عزیز؛ منصور محمدی و مجید گل‌دوست. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۲(۲): ۲۷۸-۲۶۳.
- میرعلایی، سید حمید. (۱۳۹۸). تأثیر کیفیت سود شرکت در نگاهداشت بیش از حد وجه نقد و ارزش نهایی آنها. **رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری** ۳(۱۱): ۲۰۲-۱۸۴.

- همتی، حسن؛ و زهره یوسفی راد. (۱۳۹۲). ارتباط راهبرد تنوع‌بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۳۷: ۱۴۸-۱۲۷.
- Akerlof, G.A. (1970). The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics** 84(3): 488-500.
- Al-Haddad, L., & S. Al-Ghoul. (2023). The Impact of Earnings Quality on Corporate Cash Holdings: Evidence from an Emerging Economy. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2022-0321>
- Ameer, R. (2012). Impact of Cash Holdings and Ownership Concentration on Firm Valuation: Empirical Evidence from Australia. **Journal of Review of Accounting and Finance** 4(11): 448- 467.
- Bhattacharya, N., H. Desai & K. Venkataraman. (2009). Earning Quality and Information Asymmetry. **Working paper**. www.ssrn.com.
- Chada, S., & G. Varadharajan. (2023). Earnings quality, institutional investors and corporate cash holdings: Evidence from India. **International Journal of Managerial Finance** 20(1): 247-277.
- Dittmar, A., & J. Mahrt-Smith. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. **Journal of Financial Economics** 83(3): 599-634.
- Drobtz, W., M.C. Grüniger & S. Hirschvogel. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. **Journal of Banking & Finance** 34(9): 2168-2184.
- Farinha, J., M. Cesario & N. Soares. (2018). Cash Holdings and Earnings Quality: Evidence from the Main and Alternative UK Markets. **International Review of Financial Analysis** 56: 238-252.
- Faulkender, M., & R. Wang. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. **The Journal of Finance** 61: 1957-1990.
- Freeman, R., J. Ohlson & S. Penman. (1982). Book Rate-of-Return and the Prediction of Earnings Changes. **Journal of Accounting Research** 639-653.
- Ilyas, M., S. Ali & M. Khan. (2022). Institutional ownership, earnings quality and cash value: Empirical evidence from Pakistan. **Journal of Financial Reporting and Accounting** 20(3): 547-566.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review** 76(2): 323-329.
- Jensen, M., & W. Meckling. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics** 3: 305-360.
- Mansali, H., I. Derouiche & K. Jemai. (2019). Accruals Quality, Financial Constraints, and Corporate Cash Holdings. **Managerial Finance** 45(8): 1129-1145.
- Myers, S.C., & N.S. Majluf. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics** 13(2): 187-221.
- Shin, M., S. Kim, J. Shin & J. Lee. (2017). Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. **Emerging Markets Finance and Trade** 54(3): 901-920.
- Shleifer, A., & R.W. Vishny. (1986). Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy** 94(3): 461-488.
- Theissen, M.H., C. Jung, H.H. Theissen & L. Graf-Vlachy. (2023). Cash holdings and firm value: Evidence for increasing marginal returns. **Journal of Management Scientific Reports** 3(1): 1-10.