

**The Investigation of the Effect of Control Mechanisms of Corporate
Governance on the Level of Cash Flow Holdings in Tehran Stock
Exchange**

Saeid Fathi¹
Mahboobeh Rahimpour²

Abstract

This study aimed to investigate the effect of control mechanisms of corporate governance on cash holdings in companies listed in Tehran Stock Exchange. Given the development of companies and the introduction of representation theory and increased duties and authorities of the board, a question has been raised more seriously how managers who are not actually the owners of the company pursue the interests of shareholders. Considering unlimited powers delegated by the owners to the board, attention given to corporate governance has increased dramatically. Corporate governance is a set of control mechanisms within the company and outside the company that makes an appropriate balance between the equity and the needs and authority of the board. Finally, these mechanisms make the shareholders, fund suppliers and other interested groups sure that investment will be back with reasonable profits and their interests will be considered. To test the hypotheses, a sample of companies listed in Tehran Stock Exchange during 2005 to 2012 has been selected. To see the effect of corporate governance on the level of cash holdings, multivariate regression model was used. For this purpose, 90 companies were chosen and analyzed for the study. 9 criteria were used to calculate the corporate governance and the effect of the 9 criteria was tested using the software of Stata11. The results showed that the corporate governance has a positive effect on cash holdings. Among the 9 criteria, the dichotomy duties of the President of the Board & CEO, the percentage of non-responsibility, the opinion of the auditor, the change of the auditor and the independency of audit organization had no significant effect on the level of cash holdings. The rate of benefits received, however, had a negative effect while the size of Board of Directors, the percentage of institutional ownership and reliance on debt had a positive effect.

Keywords: Corporate governance, cash flow, reliance on debt, institutional shareholders
JEL: G34, P24, H63, G23

1- Assistant Prof, Faculty of Economics and Administrative Science, University of Isfahan, Iranfathiresearch@yahoo.com
2- Msc, Business Management, University of Isfahan, Iran. rahimpourm30@yahoo.com. (Corresponding Author)

بررسی تأثیر سازوکارهای کنترلی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

سعید فتحی^۱ و محبوبه رحیم پور^۲

چکیده

هدف مطالعه حاضر، بررسی تأثیر سازوکارهای کنترلی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. باتوسعه شرکت‌های سهامی و مطرح شدن نظریه نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیأت مدیره شرکتها، این پرسش به صورت جدی‌تری مطرح می‌شود مدیرانی که در واقع مالک شرکت نیستند چگونه پیگیر منافع سهامداران (مالکان موسسه) خواهند بود. با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیأت مدیره، توجه به نظام راهبری شرکتها افزایش چشمگیری یافته است. راهبری شرکتها مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می‌باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیأت مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌نماید و در نهایت این سازوکارها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذینفع فراهم می‌نماید که سرمایه‌گذاری آن‌ها با سود معقولی برگشت شده و منافع ایشان لحاظ خواهد شد. برای آزمون فرضیه‌ها، نمونه‌ای از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ انتخاب شده است. برای تبیین تأثیر حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداری وجه نقد از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. به این منظور تعداد ۹۰ شرکت برای این بررسی انتخاب و مورد بررسی قرار داده شد. برای محاسبه متغیر حاکمیت شرکتی از ۹ معیار استفاده شد و تأثیر این ۹ معیار با استفاده از نرم افزار Stata 11 مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد که متغیر حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت دارد. از میان ۹ معیار مورد بررسی: دوگانگی وظایف رئیس هیأت مدیره- مدیر عامل، درصد اعضای غیر موظف، نظر حسابر، تغییر حسابر و استقلال سازمان حسابرسی بر سطح نگهداری وجه نقد تأثیر نداشتند. میزان تسهیلات دریافتی تأثیر منفی دارد. اندازه هیأت مدیره، درصد مالکیت سهامداران نهادی و اتکای بر بدهی تأثیر مثبت دارد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، وجه نقد، اتکای بر بدهی، سهامداران نهادی

طبقه‌بندی موضوعی: G34, P24, H63, G23

۱. استادیار گروه مدیریت دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، Email: Fathiresearch@yahoo.com

۲. مدرس مدیریت دانشگاه پیام نور (ایران)، نویسنده مسئول، Email: Rahimpoom30@yahoo.com

مقدمه

چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد میان سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان طور که ذخایر وجه نقد شرکت افزایش می‌یابد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد میان سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود. این که مدیران منفعت طلب چگونه میان مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی مبهم است. مدیران باید منافع شخصی مخارج جاری را با انعطاف‌پذیری حاصل از نگهداشت ذخایر وجه نقد مقایسه کنند. بعلاوه مدیران منفعت طلب باید احتمال فزونی منافع بر مخارج حاصل از نگهداشت بیش از حد وجه نقد را اندازه‌گیری کنند. اگر چه وجه نقد نگهداری شده، در ترازنامه دارایی مهمی برای شرکت به حساب می‌آید، نگهداری این دارایی بیش از اندازه می‌تواند نشانه‌ای از عدم کارایی تخصیص منابع باشد و هزینه‌هایی را بر شرکت تحمیل کند. برخی از هزینه‌ها شامل هزینه فرصت سرمایه و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت است. مهم‌ترین عامل نگهداری وجه نقد مازاد، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات حاصل از آن است. وجود این عامل سبب تحصیل وجه نقد پر هزینه می‌شود. در این شرایط ممکن است شرکت، دارایی‌های نقدی خود را مضاعف کند تا هزینه‌های تأمین مالی برون سازمانی را کاهش دهد. در این زمینه نظریه‌هایی هست که در زیر توضیح داده شده است.

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، نظریه نمایندگی، نظریه موازنه، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی و نظریه جریان وجه نقد آزاد از نظریه‌های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشند. طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند سبب کاهش سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها شود. طبق نظریه نمایندگی، تضادهای منجر به شناسایی هزینه‌های نمایندگی می‌توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت به کار روند. طبق نظریه موازنه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقرای یک موازنه میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، مدیر، به انباشت وجه نقد تمایل دارد تا بتواند در مرحله نخست، از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید. طبق نظریه جریان نقد آزاد، مدیران برای انباشت وجه نقد انگیزه دارند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند.

وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن میان وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی، یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنهاست. در بسیاری از تصمیم‌های مالی، الگوهای ارزشگذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌ای و غیره، جریانهای نقدی نقشی محوری دارد.

حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیست و یکم، دوباره به عنوان یکی از مهمترین مباحث کسب و کار مطرح شده است. تأکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی، بیشتر بر موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران قرار داشت که بعدها با طرح دیدگاه‌های جدیدتر، به سمت توجه جدی به حقوق کلیه ذی‌نفعان و اجتماع گرایش یافته است. در سالیان اخیر، پیشرفت‌های زیادی پیرامون موضوع حاکمیت شرکتی در سطح جهان صورت گرفته است و کشورهای پیشرو در این زمینه، همچنان به تقویت نظام‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه می‌دهند و در این راستا، به مشارکت‌کنندگان در حاکمیت شرکتی و موضوع‌هایی از قبیل سهامداران و روابط آنها، مسئولیت پاسخ‌گویی، بهبود عملکرد هیأت مدیره، کمیته‌های هیأت مدیره، حساب‌برسان و نظام‌های حسابداری و کنترل داخلی، توجه ویژه‌ای مبذول می‌دارند. از سوی دیگر، حسابداران و حساب‌برسان، سرمایه‌گذاران جزء و سایر بازیگران صحنه پول و سرمایه نیز از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود مستمر حاکمیت شرکتی آگاه می‌باشند. یکی از مهم‌ترین وظایف حاکمیت شرکتی، اطمینان‌دهی کیفیت فرآیند گزارشگری مالی است.

برای نخستین بار، آدام اسمیت (۱۷۷۶) بیان کرد که به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت، در مدیریت امور داخلی شرکت‌ها به دلیل ضرورت موفقیت همیشگی، سهل‌انگاری و اسراف افزایش می‌یابد. وجود حاکمیت شرکتی قوی در سازمان‌ها می‌تواند از اسراف منابع وجه نقد در شرکت‌ها جلوگیری کند.

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. نظام راهبری بنگاه ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن، هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثر بخشی بیشتری به کار می‌گیرند.

بنابر تعریف، حاکمیت شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند و عناصر حاضر در این صحنه عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت، اعضای هیأت مدیره و ترکیب آنها، مدیریت شرکت و سایر ذینفعانی که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. بنابراین مسأله اصلی پژوهش، بررسی تأثیر سازوکارهای کنترلی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد می‌باشد. بدین منظور ۹ متغیر برای سنجش حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است که با استفاده از نرم افزار آماری Stata، میزان تأثیر این عوامل سنجیده می‌شود.

از آنجا که در پژوهش‌های پیشین برای محاسبه حاکمیت شرکتی تنها ۲ یا ۳ معیار از معیارهای فوق را در نظر گرفته‌اند، این مقاله با جمع‌بندی متغیرهای گوناگون در مقاله‌های متعدد، جامع‌ترین معیار را برای سنجش حاکمیت شرکتی در نظر گرفته است. از آنجا که در ایران پژوهش‌های انجام شده در خصوص حاکمیت شرکتی کم می‌باشد، سعی بر آن است تا در این پژوهش با بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کمک اندکی به پژوهش‌ها در این زمینه شود.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نگهداشت وجه نقد

چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد میان سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان طور که ذخایر وجه نقد شرکت افزایش می‌یابد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود. این که مدیران منفعت طلب چگونه میان مصرف با نگهداشت ذخایر وجه نقد، یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی مبهم است. مدیران باید منافع شخصی مخارج جاری را با انعطاف‌پذیری حاصل از نگهداشت ذخایر وجه نقد مقایسه کنند. به علاوه مدیران منفعت طلب باید احتمال فزونی منافع بر مخارج حاصل از نگهداشت بیش از حد وجه نقد را اندازه‌گیری کنند.

اگر چه وجه نقد نگهداری شده در ترازنامه دارایی مهمی برای شرکت به حساب می‌آید، نگهداری این دارایی بیش از اندازه می‌تواند نشانه‌ای از عدم کارایی تخصیص منابع باشد و هزینه‌هایی را به شرکت تحمیل کند. برخی از هزینه‌ها شامل هزینه فرصت سرمایه و هزینه

نمایندگی مرتبط با نظارت است. مهم ترین عامل نگهداری وجه نقد مازاد، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات حاصل از آن است. وجود این عامل سبب تحصیل وجه نقد پر هزینه می شود. در این شرایط ممکن است شرکت، دارایی های نقدی خود را مضاعف کند تا هزینه های تأمین مالی برون سازمانی را کاهش دهد.

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن میان وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی، یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنهاست. در بسیاری از تصمیم های مالی، الگوهای ارزشگذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و غیره، جریانهای نقدی نقشی محوری دارد.

کینز، سه انگیزه نیاز به انجام معاملات، انجام اقدامات احتیاطی و مقابله با شرایط دارای ریسک (سفته بازی) را سبب نگهداری وجه نقد می دانست. پژوهش های انجام شده در زمینه نگهداری موجودی های نقدی توسط شرکت ها، انگیزه انجام معاملات (وجود هزینه های معاملاتی) و انگیزه احتیاطی را بیشتر مورد تأکید قرار داده اند. انگیزه انجام معاملات بیشتر به دلیل هزینه بر بودن استفاده از سایر دارایی ها (بجز وجه نقد) در انجام معاملات تجاری است. بر این اساس می توان گفت که شرکت های دارای مشکل کمبود منابع داخلی می توانند با فروش دارایی ها، با ایجاد بدهی های جدید یا انتشار سهام جدید و یا با عدم پرداخت سود سهام نقدی، منابع خود را افزایش دهند. بنابراین، انتظار می رود شرکت های دارای هزینه معاملات بیشتری، مبالغ بیشتر از دارایی های نقدی را نگهداری نمایند. از طرف دیگر، انگیزه احتیاطی، بیشتر در مورد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت های تجاری و اجتناب از ورشکستگی است. بر این اساس، شرکت ها موجودی های نقدی را برای مواجهه با وقایع پیش بینی نشده نگهداری می نمایند و در صورتی که هزینه سایر منابع تأمین مالی بسیار زیاد باشد، برای تأمین مالی سرمایه گذاری های خود از موجودی های نقدی نگهداری شده استفاده می نمایند.

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، نظریه نمایندگی، نظریه موازنه، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی و نظریه جریان وجه نقد آزاد، از نظریه های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها می باشند. طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می تواند سبب کاهش سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت ها شود. طبق نظریه نمایندگی، تضادهای منجر به شناسایی هزینه های نمایندگی می تواند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت به کار رود. طبق نظریه موازنه، شرکت ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقرای یک موازنه میان منافع و هزینه های

نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، مدیر، به انباشت وجه نقد تمایل دارد تا بتواند در مرحله نخست از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید. طبق نظریه جریان نقد آزاد، 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 برخوردار باشند.

حاکمیت شرکتی

عبارت حاکمیت شرکتی از واژه یونانی kyberman به معنی هدایت کردن و یا راهنمایی کردن ریشه گرفته است و بعدها این کلمه به واژه لاتین Gubenare به معنای هدایت کردن (معمولاً در مورد هدایت کشتی) انتقال یافت. هرچند امروزه بیشتر در مفهوم کنترل به کار می‌رود و بر این موضوع دلالت دارد که نخستین تعریف حاکمیت شرکتی بیشتر بر راهبری تمرکز دارد تا کنترل.

فدراسیون بین‌المللی حسابداران (IFAC) در سال ۲۰۰۳ حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: حاکمیت شرکتی (حاکمیت واحد تجاری) عبارت از تعدادی مسئولیت‌ها و شیوه‌های به کار برده شده توسط هیأت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک است که تضمین‌کننده دستیابی به هدف‌ها، کنترل ریسک‌ها و مصرف مسئولانه منابع است.

حاکمیت شرکتی، مجموعه روابط میان مدیران اجرایی، اعضای هیأت مدیره، سهامداران و سایر طرف‌های ذریع در شرکت است. به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی ساختاری را تبیین می‌کند که از طریق آن، اهداف شرکت و روش‌های نیل به آن اهداف معلوم می‌شود و در نهایت معیارها و مکانیسم‌های کنترل و نظارت بر عملکرد مشخص می‌شود. بر این اساس حاکمیت شرکتی صحیح می‌بایست دارای مشخصات زیر باشد.

۱- مشوق‌های لازم را برای هیأت مدیره و مدیریت اجرایی فراهم سازد تا آنان اهداف متناسب با منافع شرکت و سهامداران را در نظر بگیرند.

۲- نظارت کارا و مؤثری داشته باشد.

۳- سازمان را تشویق کند تا از منابع به صورت کارا استفاده کند.

می‌توان گفت که تعریف‌های محدود متمرکز بر شرکت‌ها و سهامداران آنهاست و تعریف‌های جامع در برگیرنده پاسخگویی شرکت‌ها در قبال گروه‌کنتری از سهامداران، افراد یا ذینفعان است.

از تمام تعاریف مرتبط با حاکمیت شرکتی دو مفهوم کلان استنباط می‌شود:

۱- حاکمیت شرکتی یک مفهوم میان رشته‌ای است.

۲- اهداف نهایی حاکمیت شرکتی، دستیابی به چهار مورد زیر در شرکت‌هاست:

-پاسخگویی

-شفافیت

-رعایت حقوق ذی نفعان

-عدالت

نظریه‌های مطرح در حاکمیت شرکتی

۱- نظریه نمایندگی

با توجه به آن که در بیشتر موارد، سهام شرکت‌ها تحت مالکیت شخصیت‌های حقوقی است و آن‌ها می‌بایست یک شخصیت حقیقی را به عنوان نماینده خود برای هیات مدیره شرکت معرفی نمایند، این نظریه مطرح می‌شود که وجود احتمال غالب شدن تمایلات و منافع شخصی فرد معرفی شده از سوی صاحب سهام بر منافع سهامداران موجبات اخذ تصمیم‌هایی را فراهم سازد که در نهایت منافع سهامداران را تامین نمی‌کند. این امر با ابهام ایجاد شده در اثر ماندگاری مدیران در سمت‌هایشان برای دراز مدت تشدید می‌شود. در این شرایط، مدیران به کسب عایدی‌های متفرقه تحریک می‌شوند و این امر سبب کاهش ارزش رفاه و منافع سهامداران می‌شود. بروز این مشکل احتمالی در رفتار نمایندگان، کنترل مدیریت شرکت‌ها توسط سهامداران را اجتناب ناپذیر می‌نماید.

۲- نظریه هزینه معاملاتی شرکت

نظریه هزینه معاملاتی شرکت فرض می‌کند که بیشتر افراد فرصت طلب هستند، در صورتی که نظریه نمایندگی، خطر اخلاقی و هزینه نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد. نظریه نمایندگی چنین فرض می‌کند که مدیران به دنبال عایدی‌های متفرقه هستند، در صورتی که به زعم نظریه هزینه معاملاتی شرکت، مدیران معاملات خود را به صورت فرصت طلبانه ترتیب می‌دهند. تفاوت دیگر این است که واحد بررسی و تحلیل در نظریه نمایندگی، نمایندگی فردی است. در صورتی که در نظریه هزینه معاملاتی شرکت، واحد بررسی و تحلیل، معامله است. با این همه، هر دو نظریه

در پی چارچوبی برای این مساله هستند که چگونه مدیر را متقاعد کنند تا منافع و ثروت سهامداران و افزایش سود شرکت در دراز مدت را دنبال کند، نه منافع شخصی خود را؟

۳- نظریه ذی نفعان

این نظریه ترکیبی از نظریه‌های سازمانی و اجتماعی است. در واقع نظریه مذکور یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، نظریه‌های سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. اساس نظریه ذی نفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آن‌ها بر جامعه آن چنان عمیق است که آن‌ها باید به جز سهامداران، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه دارای منافع متقابل با آنان نیز توجه کرده و در قبال ایشان نیز پاسخگو باشند.

شرکت‌ها می‌توانند با بهینه‌سازی حاکمیت شرکتی، منافع کلیه ذی نفعان را حفظ و وظیفه خود را به طرز مطلوبی انجام دهند و زمینه سودآوری را برای سهامداران خود به عنوان ذی نفعان اصلی فراهم کنند. زیرا هنگامی که منافع سایر ذی نفعان در شرکت ضایع نشود، به طور قطع حرکت شرکت به سمت تعریف شده تسهیل خواهد شد که هر یک از ذی نفعان در آن نقشی ایفا می‌کنند.

قائمی و علوی (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر میزان نگهداشت وجه نقد طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که میان شفافیت اطلاعات و میزان نگهداری وجه نقد، رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. شرکت‌های دارای شفافیت اطلاعاتی بالاتر، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

قربانی و عدیلی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. تعداد ۱۰۵ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ به عنوان نمونه انتخاب کردند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی میان نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، رابطه معکوس معنادار است.

قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) به بررسی رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی در ۷۷ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره سه ساله میان سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴ پرداختند. در این پژوهش متغیر وابسته عملکرد مالی در نظر گرفته شد که خود بر مبنای رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام بود. متغیرهای مستقل نیز شامل ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات در نظر گرفته شد. یافته‌های آن‌ها نشان داد که میان افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

آقای و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه انتخابی آنها شامل ۲۸۳ شرکت در سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ است. نتایج نشان می‌دهد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی کالا و بدهی کوتاه مدت از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص از مهمترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی بلندمدت و اندازه شرکت بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۵ به بررسی اثر محدودیت مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده‌ای از وجود محدودیت‌های مالی نشان دادند که جریان‌های نقدی تأثیر معنی‌داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته و تفاوت معنی‌داری میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

آرنا و براگا-آلوز^۱ (۲۰۱۳) اثر اختیارات مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره را بر ساختار حاکمیت شرکتی بررسی کردند. آنها دریافتند که مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره، اثرات ثابت قابل توجهی بر تنوع اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره و دوگانگی رئیس هیأت مدیره-مدیر عامل دارند. تأثیر مدیرعامل بر حاکمیت شرکتی به طور عمده با شیوه‌هایی ارتباط دارد که مدیران اجرایی به طور همزمان در همان شرکت، رئیس هیأت مدیره نیز می‌باشند.

النجار^۲ (۲۰۱۳) در مقاله‌ای تحت عنوان تعیین کنندگان مالی، نگهداری وجه نقد شرکت را بررسی کرد. او به بررسی دارایی‌های نقدی شرکت‌های بزرگ کشورهای در حال توسعه پرداخت و اثر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود را در کشورهای برزیل، روسیه، هند و چین بررسی کرد و نتایج خود را با یک نمونه کنترلی از آمریکا و بریتانیا مقایسه کرد. نمونه او شامل ۱۹۹۲ شرکت از سال ۲۰۰۸-۲۰۰۲ بود. نتایج نشان داد که ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تأثیر می‌گذارند. همچنین نشان داد که در کشورهای با حمایت ضعیف از حقوق سهامداران وجه نقد بیشتری نگهداری می‌شود.

1. Arena and Braga-Alves

2. Al-Najjar

حنان (۲۰۱۱) در مقاله ای به ارزیابی دامنه افشای داوطلبانه حاکمیت شرکتی و اثر مجموعه‌ای از عناصر حاکمیت شرکتی و (ترکیب هیات مدیره، اندازه هیات مدیره، وجود کمیته حسابرسی، دوگانگی رئیس هیات مدیره و مدیر عامل و سهامداران بلوکی) بر آن در مصر می پردازد. اندازه گیری میزان افشاء بر مبنای چک لیست تهیه شده توسط سازمان ملل و مراجعه به صورت‌های مالی و وب سایت نمونه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار مصر بدست آمد. پژوهش در میان ۳۰۰ شرکت مصری عضو بورس اوراق بهادار مصر و با استفاده از داده‌های ترکیبی انجام شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که دامنه افشای حاکمیت شرکتی برای شرکت‌هایی با دوگانگی در موقعیت و تمرکز مالکیت بالاتر اندازه گیری شده با میزان مالکیت سهامداران بلوکی کمتر است. همچنین این دامنه افشا با افزایش تعداد مدیران مستقل هیات مدیره و افزایش اندازه شرکت افزایش می یابد. نتایج این پژوهش از بحث‌های نظری‌ای حمایت می‌کند که بیان می‌دارد شرکت‌ها، اطلاعات حاکمیت شرکتی را به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی هزینه‌های نمایندگی و همچنین برای افزایش اعتماد سهامداران همراه با اطلاعات حسابداری گزارش شده افشا می‌کنند.

اشمید و همکاران^۱ (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در ۲۲ کشور توسعه یافته طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷ پرداختند. آن‌ها بر پایه ۶۴ ویژگی حاکمیتی به سه شاخص حاکمیت شرکتی دست یافتند. در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که برای هر سه معیار حاکمیتی رابطه معنادار و مثبتی میان نظام حاکمیت شرکتی و ارزش آن وجود دارد.

سایر مطالعات با استفاده از اطلاعات بین المللی شواهدی به این صورت نشان می‌دهند: نگهداشت وجه نقد شرکت با حمایت از حقوق سهامداران در سطح کشور ارتباطی منفی دارد و زمانی شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف سطوح بالایی از وجه نقد را نگهداری می‌کنند؛ از ارزش شرکت‌ها کاسته می‌شود؛ به ویژه زمانی که حمایت از سهامداران در سطح کشور ضعیف باشد.

دراپرتز و گرونینگر^۲ (۲۰۱۰) عوامل مؤثر بر مانده وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند که نتایج نشان می‌دهد مشهود بودن دارایی‌ها و اندازه شرکت هر دو رابطه منفی با مانده نقدی دارد و نیز رابطه غیر خطی میان نسبت اهرم مالی و نگهداری نقدینگی وجود دارد. پرداخت سود سهام و

1. Schmid et al.

2. Drobertz and Gruninger

جریانات نقدی عملیاتی با ذخایر نقدی رابطه مثبت دارد اما رابطه با اهمیتی میان فرصت‌های رشد و مانده نقدی یافت نشد.

وی پنگ چن و همکاران (۲۰۱۰) طی مقاله‌ای تحت عنوان حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت و نیازهای تأمین مالی برون سازمانی به بررسی اثرات همه جانبه نیازهای تأمین مالی خارج از سازمان به روی ارزش شرکت و ساختار حاکمیت شرکتی آن پرداختند. نمونه آن‌ها شامل حدود ۱۲۰۰ شرکت چینی عضو بورس اوراق بهادار شانگهای بود. نتیجه پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که نیازهای تأمین مالی برون سازمانی اثرات به شدت مهمی بر روی حاکمیت شرکتی دارد که دلیل اصلی عمده آن، پرهزینه بودن تأمین مالی برون سازمانی است که می‌تواند نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی باشد و بنابراین سبب افزایش در هزینه‌های تأمین مالی برون سازمانی می‌شود. نیازهای تأمین مالی برون سازمانی سبب ایجاد مشوق‌هایی برای شرکت‌ها می‌شود تا راه‌های بهبود کیفیت همه جانبه سازوکارهای حاکمیت شرکتی خود را به منظور کاهش هزینه‌های تأمین مالی خارجی بیابند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نظر ماهیت و روش پژوهش توصیفی از نوع همبستگی است. قلمرو مکانی پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش یک دوره شش ساله (۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱) می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در صنایع مختلف فعالیت می‌کنند و از ویژگی‌های زیر برخوردارند:

الف) به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، فعالیت شرکت‌های انتخابی، تولیدی باشد.

ب) برای انتخاب نمونه ای همگن، قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۵، سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گیرد.

ج) به منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۵ در بورس دچار وقفه نشده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها باید طی سال‌های مورد بررسی در بورس فعال بوده باشد و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد.

د) به منظور امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده باشد و نباید در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ تغییر سال مالی داده باشند.

ه) صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها، قابل دسترسی باشد.

مدل رگرسیونی مورد استفاده در پژوهش به صورت زیر می باشد:

$$\text{Cash Holdings} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DUAL} + \beta_2 \text{ BANK} + \beta_3 \text{ SBOARD} + \beta_4 \text{ BODS} + \beta_5 \text{ VIEW} + \beta_6 \text{ CHANGE} + \beta_7 \text{ INSTIT} + \beta_8 \text{ INDIP} + \beta_9 \text{ DEBT} + \beta_{10} \text{ LEV} + \beta_{11} \text{ LIQUIDITY} + \beta_{12} \text{ SIZE} + \beta_{13} \text{ GROWP} + \beta_{14} \text{ DIVIDEND}$$

DUAL: اگر مدیر عامل عضو هیأت مدیره باشد، عدد یک و در غیر اینصورت صفر می گیرد.

BANK: نسبت تسهیلات دریافتی به دارایی ها.

SIZEBOARD: اندازه هیأت مدیره که اگر از پنج نفر بیشتر باشد، عدد ۱ و اگر نباشد، عدد صفر می گیرد.

BODS: ساختار هیأت مدیره (نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضا).

VIEW: نظر حسابرس (اگر مقبول باشد=۱، مشروط=۰.۵ و عدم اظهار نظر=۰).

CHANGE: آیا حسابرس شرکت تغییر کرده است که یا یک و یا صفر می شود (تغییر کرده است=۱

و تغییر نکرده است=۰)

INSTITUTION: درصد سهام سرمایه گذاران نهادی. در پژوهش حاضر، نهادی بودن

سهامداران بر مبنای استاندارد حسابداری شماره ۲۰ ایران و بیانیه شماره ۱۸ هیأت اصول حسابداری

تعیین شده است. بر اساس بیانیه های مذکور، سرمایه گذاری مستقیم یا غیر مستقیم در دست کم ۲۰

درصد سهام با حق رأی واحد سرمایه پذیر، به اعمال نفوذ مؤثر در آن واحد می انجامد، مگر اینکه

خلاف آن مشاهده شود (کمیته فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۱).

INDIPENDENT: آیا سازمان حسابرسی حسابرس مستقل شرکت است=۱ و نیست=۰

DEBT: اتکای بر بدهی که به صورت نسبت بدهی بلندمدت به دارایی کل اندازه گیری می شود.

متغیرهای کنترلی

LEVERAGE: نسبت بدهی کل به دارایی کل

LIQUIDITY: نقدینگی (نسبت سرمایه خالص به کل دارایی ها)

SIZE: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی کل شرکت)

GROWP: فرصت های رشد (نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی ها)

DIVIDEND: آیا شرکت سود تقسیم کرده است=۱ و نکرده است=۰

برگرفته از مبانی نظری و ادبیات پژوهش، مطالعه حاضر نیز با هدف بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد به دنبال پاسخگویی به فرضیه‌های زیر است:

فرضیه ۱: دوگانگی وظایف رئیس هیأت مدیره-مدیرعامل (DUAL) بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۲: سطح تسهیلات بانکی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۳: تعداد اعضای هیأت مدیره بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۴: تعداد اعضای موظف هیأت مدیره به کل اعضا بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۵: نظر حسابرس شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۶: تغییر حسابرس شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۷: درصد مالکیت سهامداران نهادی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۸: استقلال سازمان حسابرسی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ۹: اتکای بر بدهی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

داده‌های مورد نیاز برای بخش ادبیات موضوع با کمک روش کتابخانه‌ای (اینترنت، نشریه‌ها و کتب) و داده‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها به روش اسناد کاوی گردآوری شد. بدین منظور صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق سایت مطالعه‌ها و

پژوهش‌های اسلامی (rdis) بورس اوراق بهادار و همچنین نرم افزار تدبیر پرداز قابل دسترسی جمع‌آوری شد.

یافته‌های پژوهش

هدف این پژوهش، تعیین تأثیر حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد است. در راستای هدف پژوهش، فرضیه اصلی به صورت زیر تدوین شده است:

حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و از لحاظ آماری به صورت زیر می‌باشد:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

برای بررسی فرضیه پژوهش، ابتدا باید آزمون F لیمر انجام شود و سپس بر اساس نیاز از آزمون هاسمن استفاده شود.

همانطور که در جدول ۱ دیده می‌شود، مقدار احتمال برای F لیمر با توجه به نتایج منعکس در جدول ۱ و نتایج بدست آمده از نرم افزار Stata نشان می‌دهد که مقدار احتمال برای آزمون هاسمن عدد ۰.۰۰۰ است که نشان می‌دهد فرضیه نخست (اثرات تصادفی) رد و فرض مقابل (اثرات ثابت) پذیرفته می‌شود. این مقدار نشان می‌دهد که بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ادامه باید آزمون رگرسیون به روش داده‌های تابلویی-اثرات ثابت انجام شود.

جدول ۱: داده‌های مربوط به تعیین روش مورد استفاده برای فرضیه اصلی

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
F لیمر	۸.۶۹	۰.۰۰۰۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۴۵.۴۵	۰.۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به اطلاعات بدست آمده بایستی این رابطه با اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. نتایج بدست آمده از نرم افزار Stata در جدول ۲ خلاصه شده است.

جدول ۲: داده‌های مربوط به معنی داری متغیرهای مورد بررسی-فرضیه اصلی

$$\text{Cash Holdings} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DUAL} + \beta_2 \text{ BANK} + \beta_3 \text{ SIZEBOARD} + \beta_4 \text{ BODS} + \beta_5 \text{ VIEW} + \beta_6 \text{ CHANGE} + \beta_7 \text{ INSTITUTION} + \beta_8 \text{ INDEPENDENT} + \beta_9 \text{ DEBT} + \beta_{10} \text{ LEV} + \beta_{11} \text{ LIQUIDITY} + \beta_{12} \text{ SIZE} + \beta_{13} \text{ GRWP} + \beta_{14} \text{ DIVIDEND}$$

متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
DUAL	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۶	-۰.۴۶	۰.۶۴
BANK	-۰.۰۰۸	۰.۰۰۳	-۲.۳۶	۰.۰۱
SBOARD	۰.۰۲۵	۰.۰۱۱	۲.۱۸	۰.۰۳
BODS	۰.۰۰۶	۰.۰۰۹	۲.۱۸	۰.۰۳
VIEW	۰.۰۰۱۶	۰.۰۱۱	۰.۱۴	۰.۸۸
CHANGE	۰.۰۰۳	۰.۰۰۵	۰.۵۵	۰.۵۸
INST	۰.۰۴۵	۰.۰۲۱	۲.۰۸	۰.۰۳۸
INDEP	-۰.۰۰۴	۰.۰۰۹	-۰.۵	۰.۶۱
DEBT	۰.۰۶۱	۰.۰۱	۴.۰۸	۰.۰۰۰
LEV	۰.۰۶۶	۰.۰۰۷	۹.۲۳	۰.۰۰۰
LIQUIDITY	۰.۰۹۵	۰.۰۱۱	۸.۵۱	۰.۰۰۰
SIZE	-۰.۰۰۸	۰.۰۱۴	-۰.۵۴	۰.۵۹۱
GRPWP	۰.۰۰۱	۰.۰۰۳	۰.۴۷	۰.۶۳
DIVIDEND	۰.۰۰۶	۰.۰۰۵	۱.۲۷	۰.۲۰
Cons	۰.۰۰۲۴	۰.۰۸۵	۰.۰۳	۰.۹۷

آماره F(احتمال): ۱۱.۳۴ (۰.۰۰۰)

ضریب تعیین: R^2 (۰.۲۳)

نتایج منعکس در جدول ۲ نشان می‌دهد که متغیر مستقل پژوهش بر متغیر وابسته تأثیر دارد. در ادامه به توضیح آن می‌پردازیم.

با توجه به مبانی نظری نشان داده شده انتظار می‌رفت که حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر داشته باشد. با توجه به ضرایب جدول، احتمال کمتر از ۰.۰۵ نشان دهنده آن است که آن متغیر بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد و با توجه به برآورد ضرایب و آماره t می‌توان جهت تأثیر را بررسی کرد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها در این پژوهش نشان می‌دهد که متغیر مجازی دوگانگی وظایف با ضریب -۰.۰۰۳ بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. متغیر نقش بانک‌ها در شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد و مقدار ضریب آن -۰.۰۰۸ است.

یعنی با افزایش یک درصد در تسهیلات دریافتی از بانک‌ها، سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت به میزان ۰.۰۰۸ کاهش می‌یابد که با ۹۵ درصد اطمینان معنی دار است. متغیر اندازه هیأت مدیره بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت دارد و مقدار ضریب آن ۰.۰۲۵ می‌باشد و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. متغیر نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضای هیأت مدیره در سطح نگهداشت وجه نقد تأثیری ندارد. متغیر نظر حسابرسان و تغییر سازمان حسابرسی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی با مقدار ضریب ۰.۰۴۵ بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد و با احتمال ۰.۰۳ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار می‌باشد. متغیر استقلال سازمان حسابرسی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیری ندارد. متغیر اتکا بر بدهی با مقدار ضریب ۰.۰۶۱ بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد و با احتمال ۰.۰۰۰ در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنی دار است.

از میان ۵ متغیر کنترلی تنها دو متغیر معنی دار است. همانطور که در جدول ۲ دیده می‌شود، متغیر اهرم مالی و نقدینگی بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌ها تأثیر مثبت دارند و این تأثیر در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنی دار است. اما متغیر اندازه شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر منفی دارد، ولی ضرایب برآوردی این متغیر معنی دار نمی‌باشد. متغیر فرصت رشد و تقسیم سود بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت دارد ولی ضرایب برآوردی این دو متغیر معنی دار نیست. برای بررسی اعتبار کلی مدل چند متغیره از آماره F فیشر استفاده می‌شود. جدول ۲ نشان می‌دهد که F محاسبه شده از F جدول بزرگتر است ($P < 0.05$). بر این اساس می‌توان معنی داری این مدل را تأیید کرد. پس می‌توان گفت که این مدل با احتمال ۹۵ درصد معنی دار است. به عبارت دیگر، این مدل از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین این مدل ۰.۲۳ است. این عدد نشان می‌دهد که ۲۳ درصد مقادیر پیش بینی شده توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

بحث و نتیجه گیری

همانگونه که ذکر شد، این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر سازوکارهای کنترلی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأیید می‌شود. از میان فرضیه‌های فرعی، فرضیه دوم، سوم، هفتم و نهم تأیید و

بقیه فرضیه‌ها رد شدند. یعنی متغیر دریافت تسهیلات بانکی، اندازه هیأت مدیره، درصد مالکیت سهامداران نهادی و اتکای بر بدهی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر دارند. محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر است:

الف) به علت نبود اطلاعات لازم برای تمامی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق تهران، بسیاری از شرکت‌ها در این پژوهش حذف شدند.

ب) به علت تنگی وقت در پژوهش حاضر نمونه‌ای تنها برای ۶ سال در نظر گرفته شدند.

ج) به دلیل نبود اطلاعات، داده‌ها تنها تا سال ۱۳۹۱ در دسترس بودند.

پیشنادهای پژوهش

- با توجه به اینکه اندازه هیأت مدیره می‌تواند بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌های عضو بورس مؤثر باشد، بنابراین پیشنهاد می‌شود که اندازه هیأت مدیره بیشتر شود.

- نگهداشت بیشتر وجه نقد در شرکت: سهامداران باید سعی کنند بیش از ۲۰ درصد سهام شرکت را داشته یا در کنار خود سهامداران نهادی دیگری را تقویت کنند.

- باتوجه به تأثیر مثبت متغیر اتکای بر بدهی روی سطح نگهداشت وجه نقد، برای جلوگیری از انباشت وجه نقد در شرکت و استفاده از وجوه، شرکت‌ها باید حتی الامکان از منابع دیگری برای تأمین وجوه مورد نیاز استفاده کرده و سطح بدهی خود را کمتر کنند.

منابع

- حساس یگانه، یحیی، علیرضا شهبازی، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۹۳-۷۷
- قربانی، سعید و محسن عدیلی، (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص ۱۴۹-۱۳۱.
- میدری، احمد و سعید حجاریان (۱۳۸۳). راهکارهای پیاده سازی اصول حاکمیت شرکتی در ایران، مقاله ارائه شده در بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران، ۷ و ۸ آذر ماه، تهران.
- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۳). مفهوم حاکمیت شرکتی و نقش آن در گزارشگری، مقاله ارائه شده در سمینار گزارشگری مالی و تحولات پیش روی، ۸ و ۹ دی ماه، تهران.
- حساس یگانه، یحیی؛ رئیسی، زهره و سید مجتبی حسینی، (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۰۰-۷۵.
- مشایخی، بیتا و مهدی محمدآبادی، (۱۳۸۹). رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۲، صص ۳۲-۱۷.
- رودپشتی فریدون، نیکومرام، هاشم، شاهوردیانی، شادی (۱۳۸۵). "مدیریت مالی راهبردی: ارزش آفرینی". تهران: انتشارات کساکوش. صص ۱۷۸-۱۷۹.
- حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۷). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود، فصلنامه حسابداری، شماره ۱۷، صص ۱۷-۱۰.
- قائمی، محمدحسین و علوی، سیدمصطفی، (۱۳۹۱). رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره دوازدهم، صص ۶۷-۷۹.
- قائمی، محمدحسین، مهدی شهبازی (۱۳۸۸)، «حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها»، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۱، صص ۱۲۷-۱۱۴.
- آقایی، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و علی اکبر جوان. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم، صص ۷۰-۵۳.

- کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد. (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۹۳-۷۲.
- Harford, Jarrad; Mansi, S.A. and Maxwell, W. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 535-555.
 - Subramaniam, Venkat, Tony T. Tang, HengYue, Xin Zhou (2011). Firm structure and corporate cash holdings. *Journal of corporate finance*, NO 17, pp. 759-773.
 - Ditmar, A., Mahrt-Smith, J. (2006). Corporate governance and the value of cash holdings, *Journal of Finance Economics*.
 - Keynes, J.M., (1936). *The general theory of employment*, In: *Interest and Money*. Harcourt Brace, London: MacMillan.
 - OzkanAydin, and OzkanNeslihan, (2004), Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, pp. 2103-2134.
 - Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
 - Arana, M.P. Bargra-Alves, M.V. (2013). The discretionary effect of CEOs and board chairs on corporate governance structures. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 21, pp. 121-131.
 - Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets, *International Business Review*, Vol. 22, pp. 77-88.
 - Hannan (2011), The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt, *Advances in Accounting*, Vol. 28, pp. 168-178.
 - Drobertz, W., Gruninger, M. and Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 34, Issue 9, pp. 2168-2184.
 - Wei-Peng Chen, Huimin Chung, Tsui-Ling Hsu. (2010), External Financing Needs, Corporate Governance and Firm Value, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, pp. 234-249.