

نقش تعدیل کننده سهامداران نهادی و محدودیت تأمین مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاهداشت وجه نقد و تغییر در ارزش شرکت

علیرضا جعفری^{۱*}، محسن جعفری^۲

چکیده

پاسخگویی به عناصر معینی از سیاست‌های مالی مانند تأمین مالی، سهامدار نهادی و نقدینگی که شرکت برای تداوم به آن نیاز دارد به مدیران برای گسترش یک برنامه مشخص کمک می‌کند. این پژوهش، به بررسی نقش تعدیل کننده سهامداران نهادی و محدودیت تأمین مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاهداشت وجه نقد و تغییر در ارزش شرکت می‌پردازد. جامعه آماری پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ هستند که با استفاده از روش حذف سامانمند، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۴ شرکت انتخاب و مورد بررسی قرار گرفته‌اند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که مازاد نگاهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی دارد. همچنین نتایج نشان داد که محدودیت مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. علاوه بر این نتایج نشان دهنده این موضوع است که در حضور سهامداران نهادی و وجود محدودیت مالی رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

واژه های کلیدی: سهامداران نهادی، محدودیت تأمین مالی، تغییرات غیرمنتظره در نگاهداشت وجه نقد، ارزش شرکت.

۱. مربی حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی،

مبارکه

۲. کارشناس ارشد حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی،

مبارکه

مقدمه

وجه نقد نگهداری شده می‌تواند نشان‌دهنده موفقیت گذشته باشد و در صورتی بازده بیشتری نخواهد داشت که به طور ثابت در ترازنامه باقی بماند. به علاوه، اگر مدیران وجه نقد را در سرمایه‌گذاری‌های فاقد ارزش و مزایای حاشیه‌ای، بیش‌ازحد صرف نمایند، در نهایت منجر به کاهش بازده سهامدار خواهد شد. انگیزه حفظ و نگهداری مازاد وجه نقد در چارچوب نظریه‌های داد و ستد (مبادله) و نمایندگی قابل توجیه است و در این زمینه، نظریه داد و ستد دارای بیشترین شواهد تجربی است. شرکت‌های دارای مانده زیاد وجه نقد غالباً از طرف سهامداران نهادی برای برگشت سرمایه به سهامداران تحت فشار قرار دارند، زیرا ممکن است انباشت وجه نقد، مدیران را به انجام فعالیت‌های از بین برنده ارزش ترغیب نماید. وجود وجه نقد کافی، نیاز به تأمین مالی از خارج شرکت را کاهش می‌دهد که هزینه‌های مستقیم و غیر مستقیم زیادی را در بر خواهد داشت. به علاوه، شرکت‌ها در زمان نیاز به وجه نقد نمی‌توانند اقدام به انتشار اوراق مشارکت کنند زیرا نیاز آن‌ها به وجه نقد و کمبود آن را برای عموم آشکار می‌کند؛ بنابراین، وجود ذخیره وجه نقد می‌تواند امکان بهره‌مندی از سود سرمایه‌گذاری‌های بالقوه را افزایش دهد و در نتیجه باعث افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام شود. وجه نقد نگهداری شده مانند یک شمشیر دو لبه است؛ که ممکن است با توازن بین هزینه‌ها و منافع حاصل از آن، سطح بهینه‌ای برای آن متصور باشد، سطحی که ارزش شرکت در آن حداکثر می‌شود. نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان داده که شرکت‌ها در شرایط درماندگی مالی، به منظور کاهش ریسک ذاتی خود، سطح وجه نقد خود را افزایش می‌دهند، در حالی که برخی دیگر بیان نمودند شرکت‌هایی که با احتمال بالاتر درماندگی مالی مواجه‌اند، سطوح پایین‌تری از وجه نقد را نگهداری می‌کنند. علاوه بر این، نگهداری وجه نقد به معنای کاهش وابستگی شرکت به تأمین مالی هزینه بر خارجی است. با توجه به مشکلات و هزینه‌های تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها سلسله‌مراتبی را در فرآیند تأمین مالی ایجاد می‌کنند و منابع گردآوری شده داخلی را ترجیح می‌دهند. وجود وجه نقد می‌تواند مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی را تسکین دهد و علاوه بر این، احتمال تحمل هزینه‌های درماندگی مالی در زمانی که عملیات شرکت جریان نقدی کافی برای تعهدات پرداخت بدهی فراهم نمی‌کند را کاهش می‌دهد. بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها نشان می‌دهد، نگه‌داشت موجودی‌های نقدی به عنوان ابزاری حفاظتی در برابر نوسان‌های جریان‌های وجوه نقد در شرایط محدودیت تأمین مالی خارجی شرکت‌ها استفاده می‌شود. به دلیل مشکلات نمایندگی، ممکن است مدیران از منابع نقدی شرکت به منظور افزایش ارزش سهامداران استفاده نکنند. در حال حاضر یکی از عوامل اصلی بهبود مدیریت منابع و کارایی اقتصادی شرکت‌ها، سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع

است. سرمایه‌گذاران نهادی از فرصت، منابع و توانایی نظارت، نظم و تأثیر بر مدیران برخوردارند. نظارت بر شرکت‌ها از طریق سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را برای توجه بیشتر بر عملکرد شرکت و توجه کم‌تر به رفتار فرصت‌طلبانه یا خدمت به خود وادار کند. کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت از طریق نظارت سهامداران نهادی، می‌تواند به مدیریت کارآمد منابع نقدی شرکت منجر شود. با توجه به پژوهش‌های پیشین و مبانی نظری مطرح‌شده، در این پژوهش به این مسئله خواهیم پرداخت که؛ اثر تعاملی سهامدار نهادی و محدودیت تأمین مالی چه تأثیری بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت می‌تواند داشته باشد؟ به عبارت دیگر سهامداران نهادی و محدودیت تأمین مالی چه تأثیری بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت دارند؟

در ادامه مبانی نظری، پیشینه پژوهش ارائه خواهد شد. سپس روش پژوهش و نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های و نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود. در بخش پایانی مقاله نتیجه‌گیری و پیشنهادهای حاصل از پژوهش مطرح می‌شود.

مبانی نظری

ادبیات مرتبط با نگاه‌داشت وجه نقد چهار انگیزه اصلی را برای نگهداری وجه نقد شرکت‌ها پیش‌بینی می‌کند. انگیزه هزینه معاملات اولین انگیزه نگاه‌داشت وجه نقد می‌باشد که در آن نگاه‌داشت وجه نقد به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا در زمان ارزیابی بازار خارجی از ایجاد هزینه‌های معاملات جلوگیری کنند (کیم و هم‌کاران، ۱۹۹۸). دومین انگیزه مربوط به انگیزه احتیاطی می‌باشد که نشان می‌دهد شرکت‌ها می‌توانند با نگهداری وجه نقد با پیشامدهای غیرمنتظره مقابله کنند. سومین انگیزه مربوط به انگیزه نمایندگی است که نشان‌دهنده جبهه‌گیری مدیران در ذخیره وجه نقد است (جنسن، ۱۹۸۶)، و در نهایت آخرین انگیزه به انگیزه مالیاتی شرکت اشاره دارد (فولی و همکاران، ۲۰۰۷). نگاه‌داشت وجه نقد به شرکت‌های با نقدینگی بالا اجازه می‌دهد تا هزینه‌های در ماندگی مالی خود را کاهش (جان، ۱۹۹۳؛ اوپلر و تیمان، ۱۹۹۴) و راهبردهای رقابتی در مقابل رقبای خود را حفظ کنند (فریسارد، ۲۰۱۰).

در بازار کارا، هزینه معاملات صفر و هیچگونه مانعی برای تأمین مالی وجود ندارد، لذا سطح نگاه‌داشت وجه نقد نامربوط می‌باشد. بازار کارا به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا با وجوه نقد خود از سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد و هزینه معاملات جلوگیری کنند (کینز، ۱۹۳۶). در مقابل، چارچوب‌های نظریه نمایندگی بیان می‌کند که نگاه‌داشت مازاد وجه نقد می‌تواند موجب کاهش ارزش شرکت شود. مقادیر زیاد وجه نقد مدیران را قادر خواهد ساخت تا منافع شخصی خود را دنبال و در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین انحراف در سطح

نگه‌داشت وجه‌نقد شرکت‌ها می‌تواند ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (چانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

فالکیندر و وانگ (۲۰۰۶) نشان دادند زمانی که وجوه نقد شرکت افزایش می‌یابد، ارزش حاشیه‌ای وجه‌نقد کاهش می‌یابد. از این رو زمانی که اهرم مالی شرکت زیاد شود، سهامداران ارزش‌های کمتری را برای مقادیر اضافی وجه نقد قرار می‌دهند، چرا که ارزش‌های ایجاد شده توسط وجه نقد امکان دارد بجای سهامداران برای عرضه‌کنندگان انباشت شود. هارفورد (۱۹۹۹) طی مطالعات خود بیان کرد شرکت‌های با سطح بالای وجه نقد احتمال بیشتری برای مشارکت در طرح‌های ادغام و جذب دارند و می‌توانند در نهایت ثروت سهامداران را با خطر مواجه سازند. همچنین دیتمار و مارت‌اسمیت (۲۰۰۷) بیان کردند در صورتی که شرکت نظام راهبری قوی داشته باشد، بازار حقوق صاحبان سهام ارزش‌های بالاتری را برای نگاه‌داشت وجه‌نقد وضع می‌کنند. در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی، شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی اتکای بیشتری بر نگهداری وجه نقد برای تأمین فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند. از این رو شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی می‌بایست از نظام راهبری قوی بیشتر منتفع شوند، چرا که افزایش وجه نقد در شرکت‌های با نظام راهبری قوی کارآمدتر است (چانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

پیشینه پژوهش

چانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "آیا مازاد نگاه‌داشت وجه‌نقد در دوران بحران مالی برای شرکت‌ها ارزش شمند می‌باشد؟"، به بررسی تأثیر تعاملی محدودیت تأمین مالی و نظام راهبری بر ارتباط بین مازاد نگاه‌داشت وجه‌نقد و ارزش شرکت قبل و بعد از دوره بحران مالی ۲۰۰۸ پرداختند. بدین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۱۰۱۷ مشاهده (سال-شرکت) برای دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۰ انتخاب شد و مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش از رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بازارهای مالی در دوره بحران مالی ارزش‌های بالاتری را برای نگاه‌داشت وجه‌نقد قرار می‌دهند و نگاه‌داشت وجه‌نقد برای شرکت‌های با محدودیت مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی از ارزش‌های بالاتری برخوردار است. با این حال تأثیر تعاملی سه‌گانه وجوه نقد با محدودیت تأمین مالی و بحران مالی برای شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی ضعیف‌تر می‌باشد. علاوه بر این اثر تعاملی سه‌گانه مازاد وجه‌نقد با نظام راهبری و محدودیت تأمین مالی نشان می‌دهد اثر مثبت نظام راهبری بر نگاه‌داشت وجه‌نقد شرکت‌ها برای شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی مشهودتر می‌باشد.

مان و جان (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان " سرمایه در گردش، وجه نقد و سودآوری شرکت ها"، به بررسی رابطه بین سرمایه در گردش، نگهداری وجه نقد و سودآوری پرداختند. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیرگذاری مدیریت مؤثر سرمایه در گردش برای فائق شدن بر وضعیت مالی بحرانی و ابهام‌های اقتصادی است. نتایج نشان داد رابطه منفی و قوی یو شکلی بین سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد، که گویای سطح بهینه سرمایه در گردش برای بنگاه‌هاست. از نتایج دیگر اینکه سطح وجه نقد بنگاه، عامل مهمی برای مدیریت مؤثر سرمایه در گردش است و در این رابطه اثر تعدیل‌کننده دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد روابط پویایی بین سرمایه در گردش، وجه نقد و سودآوری بنگاه وجود دارد.

بلخیر و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان "شکاف کنترل مالکیت، هیأت مدیره و ارزش مازاد وجوه نقد"، به بررسی تأثیر تفکیک کنترل و مالکیت بر ارزش نگاهداشت وجه نقد و تأثیر استقلال هیأت مدیره بر این رابطه در شرکت‌های پذیرفته شده کشور فرانسه پرداخته‌اند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که ارزش مازاد وجه نقد نگهداری شده معمولاً با تفکیک کنترل و حق اختیار کنترل وجه نقد سهامداران کاهش می‌یابد. با این حال این تنزیل ارزش در شرکت‌های با تعداد بیشتر اعضای مستقل هیأت مدیره، کمتر مشهود است. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد زمانی که سهامداران اقلیت احتمال متضرر شدن بیشتری از طرف سهامداران کل دارند، ارزش مازاد وجه نقد تأثیر کمتری در ارزش شرکت دارد. به طور کلی نتایج ارائه دهنده این است که ارزش وجه نقد بصورت گسترده‌ای توسط کیفیت حاکمیت نهادی تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

لونکان و کالدیرا (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان "ساختار سرمایه، نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت"، به بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه، نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در کشور برزیل پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بدهی‌های شرکت (کوتاه مدت و بلند مدت) رابطه منفی با نگاهداشت وجه نقد دارد و سطح نگاهداشت وجه نقد با سطح پایین اهرم شرکت ارتباط دارد. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند.

بلگیتار و خان (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان "سازو کارهای نظام راهبری، مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگاهداشت وجه نقد"، به بررسی ارتباط میان سازوکارهای نظام راهبری، مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگاهداشت وجه نقد در شرکت‌های کوچک و متوسط پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های کوچک و متوسط انگلستان با نوسانات بیشتر وجه نقد و سرمایه‌گذاران نهادی، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. همچنین در شرکت‌های کوچک و متوسط که اهرم مالی و سود سهام پرداختی بالایی دارند، وجه نقد کمتری

نگهداری می‌کنند. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ساختار مالکیت تنها در توزیع منابع وجه نقد برای شرکت‌های با رشد فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا مهم است، و اهرم مالی فقط در توزیع وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های با رشد کم فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای اهمیت است. یافته‌ها نشان می‌دهد که سازوکارهای نظام راهبری داخلی برای شرکت‌های متوسط با رشد فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا مؤثرتر است، در حالی که سازوکارهای نظام راهبری خارجی، مانند نظارت بر بازار سرمایه، برای شرکت‌های با رشد کم فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثرتر است.

یارام (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "نظام راهبری، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت"، به بررسی تأثیر ساختار هیأت مدیره و نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت کشور استرالیا پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد در حالی که نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

باو و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "حسابیت جریان نقدی نامتقارن نگهداشت وجه نقد"، رابطه بین اثر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، در وضعیتی که واحد تجاری جریان‌های نقدی مثبت (منفی) دارد، تمایل کمتری (بیشتری) به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین، شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و تأمین وجوه مورد نیاز پروژه‌های غیرسودآور خواهند داشت.

ممشلی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان "تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی دارایی‌ها"، اثر میزان نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی سهام بررسی شده است. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵٪ میزان نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری بر بازدهی سهام دارد، اما ارتباط معناداری بین درصد سهامداران عمده و بازدهی سهام یافت نشد.

مشایخ و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان "تأثیر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین بازدهی و سرمایه در گردش"، به بررسی رابطه بین سرمایه در گردش و سودآوری بنگاه‌ها و اثر تعدیل‌کننده سطح وجه نقد نگهداری شده بر این رابطه پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین سرمایه در گردش و بازدهی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. این امر حاکی از توجه سرمایه‌گذاران به میزان سرمایه در گردش شرکت‌ها در هنگام اتخاذ تصمیم‌هایشان است.

همچنین یافته‌های پژوهش مؤید بی‌تأثیر بودن وجه نقد بر رابطه بین سرمایه در گردش و یو شکل بین بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و برقرار نبودن رابطه سرمایه در گردش و سودآوری آن‌هاست.

رازقی و امیرحسینی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین بهبود نگاه‌داشت وجه نقد و ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی"، بررسی اثر اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد و در نهایت ارزش نگاه‌داشت وجه نقد می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که با اجرای سیاست ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار کاهش می‌یابد و از طرفی با اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

مشکی و صنایعی ماسوله (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگاه‌داشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد"، به بررسی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگاه‌داشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد پرداخته شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ارزش یک ریال وجوه نقد تحصیل شده در نزد سهامداران در شرکت‌هایی که سطح نگاه‌داشت وجوه نقد آن‌ها از سطح بهینه وجه نقد کمتر است بیشتر از شرکت‌هایی است که سطح نگاه‌داشت وجوه نقد آن‌ها از سطح بهینه وجه نقد بیشتر است. اسدی و باغدار (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "تأثیر سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به آزمون وجود سطح بهینه‌ای از وجه نقد نگهداری شده که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند و تأثیر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج رابطه مقعری را بین وجه نقد نگهداری شده و ارزش شرکت نشان می‌دهد که مؤید این است که سطح بهینه‌ای از وجه نقد وجود دارد که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند. نتایج همچنین نشان می‌دهد انحراف مثبت از سطح وجه نقدی که بر اساس ویژگی‌های خاص شرکت‌ها برآورد شده است، تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد.

توکل‌نیا و تیرگری (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "اهرم مالی، سطح نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیرخطی و سلسله مراتبی" به آزمون ارتباط انحنایی بین اهرم مالی و سطح نگاه‌داشت وجه نقد و ارتباط انحنایی بین سطح نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر ارتباط یو شکل بین اهرم مالی و سطح نگاه‌داشت وجه نقد و بین سطح نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت است. فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران"، به بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های وجوه نقد بر سطح نگاهداشت وجه نقد شرکت و بررسی اثر وجود محدودیت‌های تأمین مالی بر میزان تأثیرگذاری جریان‌های وجوه نقد بر سطح نگاهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آن است که از یک سو بین نوع جریان‌های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگاهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند.

عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "ارتباط ارزشی نگاهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ارتباط ارزشی نگاهداشت وجه نقد را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که نگاهداشت وجه نقد ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگاهداشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد در شرکت، ارتباط منفی با ارزش شرکت پیدا می‌کند. همچنین سهامداران به نسبت‌های جاری و آنی در شرکت‌های اهرمی توجه بسیاری می‌کنند.

جوادی و هاشمی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "ارزیابی رابطه بین جریان نقدی آزاد، ارزش واقعی شرکت و محافظه‌کاری سرمایه‌گذار در شرکت‌های بورسی ایران"، تلاش شده به جریان وجوه نقد آزاد به عنوان عاملی مؤثر در تعیین ارزش واقعی بنگاه‌ها نگاه تازه‌ای شود. در نهایت به این نتیجه رسیدند که ۱- رابطه مستقیم و معناداری بین جریان وجوه نقد آزاد بنگاه‌ها با ارزش واقعی آن‌ها وجود دارد. ۲- ارزش واقعی بنگاه‌ها بیش از ارزش پیش‌بینی شده آن‌ها در بازار است. ۳- ارزش پیش‌بینی شده بنگاه‌ها بر مبنای جریان وجوه نقد آزاد بیش از ارزش بازار آن‌ها است.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین نگاهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی عوامل مؤثر بر نگاهداشت وجه نقد و رابطه تداوم نگهداری مازاد وجه نقد با ارزش سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از این بود که متغیرهای اندازه شرکت، سرمایه در گردش، وجه نقد عملیاتی و وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها، دارای رابطه مثبت و معنادار هستند و متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد، تغییرات جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با میزان نگاهداشت وجه نقد، رابطه آماری معناداری نداشتند. همچنین نتایج تجزیه و تحلیل‌های

آماري بيانگر اين بود كه نگهداري مازاد وجه نقد توسط شركت‌ها به صورت مداوم و مقطعي، تأثيري بر ارزش حقوق صاحبان سهام ندارد. قرباني و عديلي (۱۳۹۱) در پژوهشي با عنوان "نگه‌داشت وجه‌نقد، ارزش شركت و عدم تقارن اطلاعاتي" به بررسي رابطه بين نگاه‌داشت وجه‌نقد و ارزش شركت در وضعيت عدم تقارن اطلاعات پرداختند. نتايج پژوهش حاكي از آن است كه در وضعيت عدم تقارن اطلاعاتي بين نگاه داشت وجه‌نقد و ارزش شركت رابطه معكوس معناداري وجود دارد.

فرضيه‌هاي پژوهش

با توجه به مباني نظري ارائه شده، فرضيه‌هاي پژوهش به شرح زير تدوين شده است:

فرضيه اول: مازاد نگاه‌داشت وجه نقد بر ارزش شركت تأثير معناداري دارد.

فرضيه دوم: محدوديت مالي بر رابطه بين تغييرات غيرمنتظره در نگاه‌داشت وجه‌نقد و ارزش شركت تأثير معناداري دارد.

فرضيه سوم: سهامداران نهادي بر رابطه بين تغييرات غيرمنتظره در نگاه‌داشت وجه‌نقد و ارزش شركت تأثير معناداري دارند.

فرضيه چهارم: در حضور سهامداران نهادي و وجود محدوديت مالي رابطه بين تغييرات غيرمنتظره در نگاه‌داشت وجه‌نقد و ارزش شركت تحت تأثير قرار مي‌گيرد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش ۱۰۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۴ است. برای نمونه‌گیری از روش حذف ساماندا استفاده شده که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
 - ۲- در دوره زمانی مورد پژوهش حداقل هر سه ماه یک‌بار سهام آن‌ها مبادله شده باشد.
 - ۳- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع تولیدی باشند.
 - ۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش قابل دسترس باشد.
- اطلاعات منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای اطلاعات رسانی ره‌آورد نوین و دیگر منابع اینترنتی مرتبط از ابزارهای گردآوری اطلاعات در این پژوهش هستند.

این پژوهش از لحاظ ماهیت از نوع همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می‌کند. با توجه به این مطالب پژوهش از لحاظ هدف بنیادی تجربی است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل‌های رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. همچنین نرم‌افزارهای اکسل^۱ و استاتا^۲ مورد استفاده قرار گرفته است. آزمون اف لیمر^۳ و آزمون ها سمن^۴ برای تعیین نوع داده‌ها ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته است. برای آزمون معنی داری کل مدل رگرسیون از آزمون اف فیشر^۵ و برای آزمون متغیرهای مستقل از آزمون تی^۶ استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل، کنترلی و تعدیل کننده است که در ادامه به توصیف آن‌ها پرداخته می‌شود.

تبیین و اندازه‌گیری متغیر وابسته

تغییر در ارزش شرکت^۷: برای محاسبه تغییر در ارزش شرکت مطابق با فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) عمل شده است. بر این اساس تغییر در ارزش شرکت از اختلاف بازده شرکت در طول سال مورد نظر نسبت به بازده سهام در پرتفوی الگو استفاده می‌شود. پرتفوی الگو با استفاده از رویکرد فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و بر اساس پرتفوی‌های نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه تعیین می‌شود. مراحل مربوط به شرح زیر است:

ابتدا بازده خام هر شرکت با استفاده از رابطه‌ای به شرح زیر محاسبه می‌شود:
رابطه (۱):

$$r_{i,t} = \frac{p_{i,t} - p_{i,t-1} + D}{p_{i,t-1}}$$

که در آن:

P_t : قیمت سهام در پایان دوره.

P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره.

D : سود سهام تقسیم شده است.

-
1. Excel
 2. Stata
 3. F limer test
 4. Hausman test
 5. F fisher test
 6. T test
 7. Change in Firm Value

سپس با استفاده از مراحل به شرح زیر پرتفوی الگو تعیین می‌شود:
گام اول: شرکت‌ها را بر اساس اندازه^۱ مرتب شده به ۵ گروه تقسیم می‌شوند.
گام دوم: هر گروه از شرکت‌ها بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار^۲ مرتب شده به ۵ گروه دیگر تقسیم می‌شوند.

گام سوم: در نهایت شرکت‌ها به ۲۵ گروه تقسیم بندی می‌شوند.
گام چهارم: متوسط بازده هر گروه^۳ محاسبه می‌شود.
گام پنجم: بازده مازاد هر شرکت را نسبت به بازده متوسط گروه الگو که شرکت در آن قرار دارد به دست آورده می‌شود. که از رابطه^(۲) به دست می‌آید:

$$\text{Change in Firm Value} = r_{i,t} - R_{i,t}^B \quad \text{رابطه (۲)}$$

تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای مستقل

این پژوهش شامل یک متغیر مستقل تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد می‌باشد: تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد^۴ در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد به پیروی از آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) و فالکیندر و وانگ (۲۰۰۶) از پسماند مدل (۱) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$\begin{aligned} \Delta \text{CashHoldings} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CashFlow}_{i,t-1} + \alpha_2 Q_{i,t-1} + \\ & \alpha_3 \text{Expenditure}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t-1} + \\ & \alpha_5 \Delta \text{NWC}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{ShortDebt}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن:

$\Delta \text{CashHoldings}$: تغییرات نگاه‌داشت وجه نقد (اختلاف مانده وجه نقد ابتدای دوره با مانده وجه نقد پایان همان دوره).

CashFlow : مطابق با پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک منهای سود سهام تقسیم شده.

Q : نسبت کیو توبین (برابر است با ارزش بازار شرکت (ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها).

Expenditure : مطابق با پژوهش اوپلر و همکاران (۱۹۹۹) از نسبت مخارج سرمایه‌ای (تغییرات دارایی مشهود سال جاری نسبت به سال قبل) به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

1. Size
2. B/M
3. RB
4. Unexpected Change in Cash Holdings

Size: از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.
 ΔNWC : مطابق با اوپلر و همکاران (۱۹۹۹) سرمایه در گردش از طریق محاسبه دارایی‌های جاری منهای وجه نقد و بدهی‌های جاری تقسیم بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (تغییرات سرمایه در گردش از سرمایه در گردش سال جاری منهای سرمایه در گردش سال قبل محاسبه می‌شود).

ShortDebt: بدهی‌های جاری.

پسماند (باقی‌مانده) (E) مدل فوق نشان دهنده تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد است.

تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی

مطابق با پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر می‌باشد: خالص کل دارایی‌های نقدی^۱: برابر است با وجه نقد به اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت تقسیم بر ارزش بازار شرکت در سال گذشته.
 اهرم مالی^۲: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

متغیرهای تعدیل‌کننده

این پژوهش شامل دو متغیر تعدیل‌کننده می‌باشد:

محدودیت مالی^۳: در این پژوهش مطابق با فالكیندر و وانگ (۲۰۰۶) و دنیس و سبیلکاو (۲۰۱۰) که از نسبت سود نقدی تقسیم شده به سود عملیاتی شرکت برای تشخیص شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی استفاده خواهد شد. این شاخص از رابطه (۳) به دست می‌آید:

رابطه (۳):

$$\text{سود نقدی تقسیم شده} / \text{سود عملیاتی}$$

که در آن ابتدا شرکت‌ها بر اساس رابطه فوق به ترتیب رتبه به دهک‌های مساوی تقسیم می‌شوند. اگر رتبه شرکت در سه دهک پایینی قرار بگیرد شرکت دارای محدودیت مالی است و عدد یک به آن اختصاص داده می‌شود در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود. سهامداران نهادی^۴: برای محاسبه درصد سهامداران نهادی در هر شرکت (مطابق با حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۸) تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می‌شود. به عبارت دیگر:

رابطه (۴):

$$CRH = \frac{n}{m}$$

1. Total Assets Net of Cash
2. Leverage
3. Financial Constraints
4. OWN

CRH = درصد سهامداران نهادی

n = تعداد سهام عادی شرکت در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... (مطابق با تعریف بوش^۱)

m = تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

در این شیوه:

در صد سهام متعلق به سه سهامدار نهادی اول را به صورت تجمعی برای همه شرکت‌ها محاسبه می‌شود.

شرکت‌ها بر اساس درصد تجمعی سه سهامدار نهادی اول به صورت صعودی مرتب شده و بر اساس میانه به دو گروه تقسیم می‌شوند (گروه اول: گروهی است که بالاترین درصد تجمعی را دارند). درصد مذکور به عنوان آستانه‌گزینش سهامدار عمده در نظر گرفته خواهد شد.

در صد تجمعی سه سهامدار نهادی اول هر شرکت را با آستانه مذکور در مرحله قبل تطبیق داده شده است، در صورتی که درصد سه سهامدار اول مساوی یا بیشتر از آستانه باشد به آن عدد یک در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد.

آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها به پیروی از پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) از چهار مدل کلی زیر استفاده خواهد شد. بدین منظور ابتدا بر اساس مدل (۲) فرضیه اول پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. در این مدل ضریب (β_1) برای تصمیم‌گیری فرضیه اول مورد استفاده قرار خواهند گرفت.

$$\text{مدل (۲): } r_{i,t} - R^B_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \sum_{i,t=1}^n \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

I: بازده سالانه سهام

R^B : بازده پرتفوی الگو که بر اساس مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) برآورد می‌شود.

ΔC : اختلاف بین تغییرات واقعی نگاهداشت وجه نقد و تغییرات غیره منتظره در نگاهداشت وجه نقد که در مدل (۱) محاسبه شده است.

M: ارزش بازار شرکت که به صورت تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم محاسبه شده است.

Control: برآیندی از متغیرهای کنترلی که به شرح زیر می‌باشند:

net of cash: خالص کل دارایی‌های نقدی (مطابق با چانگ و همکاران (۲۰۱۶)) برابر است با وجه نقد به اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت تقسیم بر ارزش بازار شرکت در سال گذشته) leverage: اهرم مالی.

در ادامه برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل (۳) استفاده خواهد شد. در این مدل ضریب (β_2) برای تصمیم‌گیری فرضیه دوم مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

$$r_{i,t} - R^B_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dcons_{i,t} + \beta_3 Dcons_{i,t} + \beta_4 OWN_{i,t} + \beta_5 \sum_{i,t=1}^n Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

که در آن:

Dcons: متغیر ساختگی محدودیت مالی.

OWN_{i,t}: متغیر ساختگی سهامدار نهادی.

تمامی متغیرها در مدل (۲) تشریح شده‌اند. در ادامه برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل (۴) استفاده خواهد شد. در این مدل ضریب (β_2) برای تصمیم‌گیری فرضیه سوم مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

$$r_{i,t} - R^B_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times OWN_{i,t} + \beta_3 OWN_{i,t} + \beta_4 \sum_{i,t=1}^n Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

تمامی متغیرها در مدل (۲) و (۳) تشریح شده‌اند.

در نهایت به منظور آزمون فرضیه چهارم از مدل (۵) استفاده خواهد شد. در این مدل ضریب (β_4) برای تصمیم‌گیری فرضیه چهارم مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

$$r_{i,t} - R^B_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times OWN_{i,t} + \beta_3 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dcons_{i,t} + \beta_4 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times OWN_{i,t} \times Dcons_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} \times Dcons_{i,t} + \beta_6 Cons_{i,t} + \beta_7 OWN_{i,t} + \beta_9 \sum_{i,t=1}^n Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

تمامی متغیرها در مدل‌های قبلی تشریح شده‌اند.

آماره‌های توصیفی

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

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد	DC_M	۰/۱۰۵	۰/۰۴۰	۵/۵۰۷	-۵/۸۶۱	۰/۵۰۲	۲/۷۵۴	۸۰/۲۹۱
محدودیت مالی	DCONS	۰/۳۰	۰/۰۰	۱	۰/۰۰	۰/۴۶	۰/۸۷	۱/۷۶
سهامدار نهادی	OWN	۰/۵۰	۰/۵۰	۱	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۰	۱
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۶۷	۰/۶۴	۲/۳۸	۰/۰۰	۰/۲۸	۱/۴۵	۸/۵۹
خالص کل دارایی‌های نقدی	NETOFCASH	۰/۲۰	۰/۰۹	۲/۲۰	۰/۰۰	۰/۳۱	۳/۵۳	۱۷/۸۲
ارزش شرکت	R_RB	-۰/۲۲	-۱۶/۵۵	۸۳۹/۲۷	-۱۸۳/۳۶	۸۵/۴۵	۲/۲۰	۲۴/۲۹

طرح آزمون فرضیه‌ها

در این قسمت به بررسی تعیین نوع داده‌ها، فرض‌های سنتی رگرسیون خطی، دیگر آزمون‌های بایسته و آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود:

آزمون فرضیه اول: قبل از برازش مدل جهت آزمون فرضیه‌ها، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن

خلاصه نتایج آزمون F لیمر در جدول ۲ ارائه شده است. نتایج حاصل از آزمون اف لیمر در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد استفاده از داده‌های تلفیقی روش تخمین مناسب می‌باشد.

جدول ۲: آزمون F لیمر

آزمون F لیمر		
آماره F لیمر	احتمال	نتیجه
۲/۳	۰/۰۸	تلفیقی

مفروضات مدل رگرسیون: قبل از برازش دادن مدل بر روی داده‌ها مفروضات رگرسیون بر روی باقیمانده‌های مدل بررسی می‌شود:

آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌ها

یکی از فرضیه‌های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس باقیمانده‌ها است. برای بررسی این فرض در این پژوهش از آزمون وایت استفاده می‌شود. فرض

صفر در این آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد که اگر مقدار احتمال آماره آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد نمی‌شود. با توجه به جدول ۳ و مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آزمون وایت که برابر ۰/۳۳ می‌باشد و از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ بیشتر است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد نمی‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود ندارد.

جدول ۳: بررسی همسانی واریانس مدل

مقدار آماره	احتمال آماره آزمون
F-statistic (0/80)	۰/۳۳

جدول ۴: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره آزمون
ضریب ثابت	Cons	-۷/۰۷۰	۰/۸۲۵	-۸/۵۷۰	۰/۰۰۰
مازاد نگاه‌داشت وجه نقد	dc_m	۹/۲۶۱	۱/۰۹۹	۸/۴۳۰	۰/۰۰۰
خالص کل دارایی‌های نقدی	netofcash	۱۱/۹۶۷	۱/۰۴۳	۱۱/۴۷۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	leverage	-۸/۰۰۷	۱/۱۶۰	-۶/۹۰۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۵۲	آماره اف		۳۰۸/۷
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۴۸	ارزش احتمال آماره اف		۰/۰۰

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول که در جدول ۴ ارائه شده است، نشان می‌دهد مطابق انتظارات مازاد نگاه‌داشت وجه نقد بر روی ارزش شرکت مؤثر است. به عبارت دیگر بر اساس آماره تی محاسباتی و ارزش احتمال به دست آمده در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد شواهدی مبنی بر رد این موضوع که ارزش شرکت تحت تأثیر مازاد نگاه‌داشت وجه نقد قرار نمی‌گیرد، وجود ندارد.

همچنین نتایج نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد بین خالص کل دارایی‌های نقدی و اهرم مالی به ترتیب رابطه مثبت و رابطه منفی معناداری با ارزش شرکت وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون معناداری کل مدل (آماره اف و ارزش احتمال آن) نشان می‌دهد معناداری کل مدل در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد رد نمی‌شود و شواهد نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. ضریب تعیین مدل نشان می‌دهد ۵۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط تغییرات متغیرهای مازاد نگاه‌داشت وجه نقد، خالص کل دارایی‌های نقدی و اهرم مالی توضیح داده می‌شود.

آزمون فرضیه دوم: قبل از برآزش مدل جهت آزمون فرضیات، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن: خلاصه نتایج آزمون F لیمر در جدول ۵ ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود مقدار احتمال آماره آزمون برابر ۰/۱۹ و بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود.

جدول ۵: آزمون F لیمر

آزمون F لیمر		
نتیجه	احتمال	آماره F لیمر
تلفیقی	۰/۱۹	۱/۵

مفروضات مدل رگرسیون: قبل از برآزش دادن مدل بر روی داده‌ها مفروضات رگرسیون بر روی باقیمانده‌های مدل بررسی می‌شود:

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها: با توجه به جدول ۶ و مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آزمون وایت که برابر ۰/۳۷ می‌باشد و از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ بیشتر است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد نمی‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود ندارد.

جدول ۶: بررسی همسانی واریانس مدل

مقدار آماره	احتمال آماره آزمون
F-statistic (0/71)	۰/۳۷

با توجه به مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۵۶ می‌باشد که نشان می‌دهد ۵۶ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۵۶ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد. با توجه به جدول ۷ و مقدار احتمال آماره آزمون آماره t برای متغیر اثر متقابل محدودیت مالی و تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت و جه‌نقد (dc_dcons) که برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت و ارزش شرکت)

رد می‌شود و در نتیجه محدودیت مالی بر رابطه بین مازاد نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. در نتیجه شواهدی بر رد فرضیه مشاهده نشد.

جدول ۷: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره آزمون
ضریب ثابت	cons	-۵/۵۸۸	۰/۸۸۴	-۶/۳۲۰	۰/۰۰۰
تغییرات غیرمنتظره در نگه‌داشت وجه نقد	dc_m	۱۳/۷۷۶	۱/۴۱۷	۹/۷۲۰	۰/۰۰۰
اثر تعاملی تغییرات غیرمنتظره در نگه‌داشت وجه نقد و محدودیت مالی	dc_dcons	-۱۲/۴۶۵	۲/۱۴۳	-۵/۸۲۰	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	dcons	۲/۴۰۱	۰/۷۸۵	۳/۰۶۰	۰/۰۰۲
سهامدار نهادی	OWN	-۴/۴۲۹	۰/۶۲۹	-۷/۰۴۰	۰/۰۰۰
خالص کل دارایی‌های نقدی	netofcash	۱۲/۶۳۴	۱/۰۴۵	۱۲/۰۹۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	leverage	-۸/۳۴۸	۱/۲۲۲	-۶/۸۳۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۵۶		آماره اف	۳۹۳/۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۲		ارزش احتمال آماره اف	۰/۰۰

آزمون فرضیه سوم: قبل از برآزش مدل جهت آزمون فرضیات، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن: خلاصه نتایج آزمون F لیمر در جدول ۸ ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود مقدار احتمال آماره آزمون برابر ۰/۱۷ و بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود.

جدول ۸: آزمون F لیمر

آزمون F لیمر		
آماره F لیمر	احتمال	نتیجه
۱/۶	۰/۱۷	تلفیقی

مفروضات مدل رگرسیون: قبل از برآزش دادن مدل بر روی داده‌ها مفروضات رگرسیون بر روی باقیمانده‌های مدل بررسی می‌شود:

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها: با توجه به جدول ۹ و مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آزمون وایت که برابر ۰/۴۰ می‌باشد و از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ بیشتر

است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد نمی‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود ندارد.

جدول ۹: بررسی همسانی واریانس مدل

مقدار آماره	احتمال آماره آزمون
F-statistic (0/70)	۰/۴۰

جدول ۱۰: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره آزمون
ضریب ثابت	cons	-۴/۹۳۶	۰/۸۷۶	-۵/۶۲۰	۰/۰۰۰
تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد	dc_m	۷/۸۲۱	۱/۱۸۸	۶/۵۹۰	۰/۰۰۰
اثر تعاملی تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد و سهامدار نهادی	dc_gover	۵/۲۶۴	۲/۸۵۲	۱/۸۵۰	۰/۰۶۵
سهامدار نهادی	OWN	-۴/۸۵۹	۰/۶۷۶	-۷/۱۸۰	۰/۰۰۰
خالص کل دارایی‌های نقدی	netofcash	۱۲/۱۷۶	۱/۰۵۱	۱۱/۵۸۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	leverage	-۷/۸۸۵	۱/۱۶۰	-۶/۸۰۰	۰/۰۰۰
	ضریب تعیین	۰/۵۷		آماره اف	۳۶۱
	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۳		ارزش احتمال آماره اف	۰/۰۰

با توجه به مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۵۷ می‌باشد که نشان می‌دهد ۵۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۵۷ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد. با توجه به جدول ۱۰ و مقدار احتمال آماره آزمون آماره t برای متغیر اثر متقابل سهامداران نهادی و تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد (dc_gover) که برابر ۰/۰۶۵ می‌باشد و بیشتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت) رد نمی‌شود و در نتیجه سهامداران نهادی بر رابطه بین مازاد نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری ندارد. در نتیجه شواهد نشان می‌دهد که فرضیه مذکور رد می‌شود. ولی در سطح خطای ۰/۱۰ شواهدی مبنی بر رد فرضیه مذکور یافت نشد.

آزمون فرضیه چهارم: قبل از برآزش مدل جهت آزمون فرضیات، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن: خلاصه نتایج آزمون F لیمر در جدول ۱۱ ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود مقدار احتمال آماره آزمون برابر $0/19$ و بیشتر از $0/05$ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود.

جدول ۱۱: آزمون F لیمر

آزمون F لیمر		
نتیجه	احتمال	آماره F لیمر
تلفیقی	$0/19$	$1/4$

مفروضات مدل رگرسیون: قبل از برآزش دادن مدل بر روی داده‌ها مفروضات رگرسیون بر روی باقیمانده‌های مدل بررسی می‌شود:

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها: با توجه به جدول ۱۲ و مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آزمون وایت که برابر $0/20$ می‌باشد و از سطح معنی‌داری $0/05$ بیشتر است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد نمی‌شود که نشان می‌دهد شکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود ندارد.

جدول ۱۲: بررسی همسانی واریانس مدل

مقدار آماره	احتمال آماره آزمون
F-statistic (0/94)	$0/20$

با توجه به مقدار احتمال آماره آزمون به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض H_0 رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر $0/65$ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۶۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۳۵ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد. با توجه به جدول ۱۳ و مقدار احتمال آماره آزمون آماره t برای متغیر اثر متقابل سهامداران نهادی و محدودیت مالی و تغییرات غیرمنتظره در نگاه داشت وجه نقد (dc_g_dcons) که برابر $0/000$ می‌باشد و کمتر از سطح خطای $0/05$

است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر سهامداران نهادی و محدودیت مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت) رد می‌شود و در نتیجه در حضور سهامداران نهادی و وجود محدودیت مالی رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. در نتیجه شواهدی بر رد فرضیه مشاهده نشد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اثر متقابل سهامداران نهادی و محدودیت مالی و تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد که منفی می‌باشد، نتیجه می‌شود سهامداران نهادی و محدودیت مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر منفی دارد.

جدول ۱۳: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه چهارم

نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره آزمون
ضریب ثابت	cons	-۷/۱۰۸	۰/۸۹۲	-۷/۹۷۰	۰/۰۰۰
تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد	dc_m	۶/۹۰۴	۱/۵۹۶	۴/۳۳۰	۰/۰۰۰
اثر تعاملی تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد و سهامدار نهادی	dc_gover	۲۷/۵۰۸	۳/۲۵۲	۸/۴۶۰	۰/۰۰۰
اثر تعاملی تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد و محدودیت مالی	dc_dcons	-۱/۶۰۴	۲/۳۱۰	-۰/۶۹۰	۰/۴۸۷
اثر تعاملی تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد و سهامدار نهادی و محدودیت مالی	dc_g_dcons	-۱۲۸/۲۶۵	۷/۰۴۶	-۱۸/۲۰۰	۰/۰۰۰
اثر تعاملی سهامدار نهادی و محدودیت مالی	dcons_gover	-۱۳/۰۶۱	۱/۵۲۳	-۸/۵۲۰	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	dcons	۱۲/۰۴۹	۱/۰۴۵	۱۱/۵۳۰	۰/۰۰۰
سهامدار نهادی	OWN	-۰/۹۵۹	۰/۷۸۱	-۱/۲۳۰	۰/۲۲۰
خالص کل دارایی‌های نقدی	netofcash	۱۶/۱۴۸	۱/۰۵۹	۱۵/۲۵۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	leverage	-۱۰/۴۷۲	۱/۲۱۵	-۸/۶۲۰	۰/۰۰۰
	ضریب تعیین	۰/۶۵	آماره اف	۹۹۰/۴	
	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰	ارزش احتمال اف	۰/۰۰	

نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر به بررسی نقش تعدیل‌کننده سهامداران نهادی و محدودیت تأمین مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد و تغییر در ارزش شرکت پرداخته شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد مازاد نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با نتایج به دست آمده از بعد ارتباط معنادار بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت با پژوهش یارام (۲۰۱۲)، سولا و همکاران (۲۰۰۹)، پینکوتز و

همکاران (۲۰۰۶) و عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) همخوانی دارد؛ اما با پژوهش رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) با رهیافت نبود ارتباط معنادار بین مازاد نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت همخوانی ندارد.

بر این اساس به نظر می‌رسد با توجه به تنگنای اقتصادی موجود وجه نقد نقش اساسی در تعیین ارزش شرکت‌ها داشته و سرمایه‌گذاران تحت تأثیر این موضوع به اخذ تصمیمات اقتصادی اقدام می‌نمایند.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد محدودیت مالی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. این نتایج با نتایج پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد. همچنین نتایج این پژوهش را می‌توان به صورت غیرمستقیم با پژوهش توکل‌نیا و تیرگری (۱۳۹۳) که نشان دادند ارتباط معناداری بین اهرم مالی و سطح نگه‌داشت وجه نقد و بین سطح نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت است، همخوانی دارد. همچنین با نتایج پژوهش به صورت غیرمستقیم با نتایج پژوهش فروغی و فرزادی (۱۳۹۳) که نشان دادند شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگه‌داشت وجه نقد داشته و سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند، همخوانی دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد سهامداران نهادی بر رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. نتایج مذکور با نتایج با پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) و بلگیتار و خان (۲۰۱۳) و ممسلی و همکاران (۱۳۹۵) مبنی بر وجود اثر تعاملی سهامداران نهادی در رابطه بین مازاد نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت‌ها همخوانی دارد. به نظر می‌رسد در شرکت‌های ایرانی از یک سو وجود سهامداران نهادی می‌تواند در کسب منابع نقدی و تأمین مالی‌های بیشتری مؤثر واقع گردد و جذب منابع نقدی بیشتری صورت پذیرد. از سوی دیگر با اعمال نظارت بیشتر و بهتر موجبات هدایت نقدینگی به سمت فعالیت‌های مولد و سود آور و در نهایت خلق ارزش در شرکت‌ها فراهم شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان می‌دهد در حضور سهامداران نهادی و وجود محدودیت مالی رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم با پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) با رهیافت تأثیر محدودیت‌های مالی و سهامداران نهادی بر ارتباط بین مازاد نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت همخوانی دارد. همچنین بخشی از نتایج این فرضیه مبنی بر اینکه سهامداران نهادی در نهایت بر

ارزش شرکت‌ها تأثیرگذارند با پژوهش ممسلی و همکاران (۱۳۹۵) با همین نتیجه همخوانی دارد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که مازاد نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی دارد. همچنین نتایج نشان داد که محدودیت مالی بر رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. در تفسیری می‌توان بیان کرد با توجه به اینکه تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها تأثیر متفاوتی را داشته باشد می‌توان گفت که دو عامل محدودیت‌های مالی و سهامداران نهادی هم می‌توانند بر رابطه بین این دو و در نهایت بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشند. این اثرگذاری بدین صورت است که برای سهامداران نهادی اهمیت دارد که بدانند تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد می‌تواند چه تأثیری را بر بازده سهام داشته باشد. آن‌ها وجوه نقد انباشته شده در شرکت را به نوعی نشان دهنده موفقیت شرکت می‌دانند و در صورتی که این وجوه را متناسب با نیازهای شرکت بدانند می‌توانند نسبت به دستیابی موفق شرکت به اهداف ارتقای عملکرد آگاهی یابند. همچنین سهامداران نهادی می‌توانند در شرکت‌های دارای تغییرات غیرمنتظره در نگهداشت وجه نقد، شرکت را برای برگشت سرمایه به سهامداران تحت فشار قرار دهند. چرا که ممکن است انباشت وجه نقد مدیران را به انجام فعالیت‌های از بین برنده ارزش ترغیب کند. از طرف دیگر می‌توان گفت شرکت‌هایی که دچار محدودیت‌های مالی هستند، انگیزه‌های بیشتری برای نگهداری مقادیر بیشتری از وجوه نقد را دارند. این شرکت‌ها در شرایط محدودیت مالی میزان نگهداری وجوه نقد خود را به منظور کاهش ریسک‌های ذاتی خود افزایش می‌دهند. بنابراین وجود محدودیت‌های مالی و سهامداران نهادی می‌توانند در نگهداری میزانی از وجوه نقد اثرگذار بر ارزش شرکت نقش داشته باشند.

پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

بر اساس یافته‌های فرضیه اول که نشان می‌دهد بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه وجود دارد به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی و نگهداری سطح بهینه‌ای از وجوه نقد متناسب با نیاز خود، زمینه سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت‌های واحد تجاری و ایجاد ارزش را فراهم کنند و جذابیت شرکت را به گونه مناسبی برای سهامداران افزایش دهند. با توجه به نتایج به دست آمده در فرضیه دوم پژوهش، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به جز توجه به محدودیت مالی، بر اساس نیازهای نقدی خود، میزانی مناسبی از وجوه نقدی مؤثر برای ارتقای ارزش شرکت را انتخاب کرده تا بتوانند در موقعیت‌های محدودیت مالی بدون داشتن نگرانی از بابت تأمین وجوه و اینکه شرایط محدودیت مالی بر ارزش شرکت تأثیرگذار است یا خیر، زمینه موفقیت واحد تجاری را فراهم سازند. با توجه به نتایج به دست آمده فرضیه سوم پژوهش، به هیأت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود ضمن در

نظر داشتن نقش سهامداران نهادی به خاطر ایفای وظایف نظارتی، راهبردهای لازم را برای استفاده از این سهامداران در ساختار مالکیت سهام شرکت در نظر داشته باشند تا بتوانند با ایجاد سازوکارهای نظارتی در تعیین میزان مناسبی از وجوه نقد متناسب با نیاز مدیران واحد تجاری نقش داشته و در نهایت ارزش شرکت را افزایش دهند. با توجه به نتایج به دست آمده در فرضیه چهارم پژوهش، به سهامداران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود ضمن در نظر داشتن تأثیر متفاوت نگاهداشتن مازاد وجوه نقد بر ارزش شرکت‌ها، به این موضوع توجه کنند که محدودیت‌های مالی و سهامداران نهادی هم می‌توانند میزان اثرگذاری مازاد نگاهداشتن وجه نقد بر ارزش شرکت‌ها را با تغییر مواجه کنند. لذا با توجه به این دو عامل تصمیم‌های مناسبی را برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها اتخاذ کنند.

در تعمیم‌یافته‌های پژوهش حاضر محدودیت‌هایی به شرح زیر قابل توجه است:

- رویکردهای مختلف در تعیین ارزش مازاد وجه نقد و ارزش می‌تواند در کسب نتایج مورد انتظار مؤثر باشد. به عبارت دیگر نتایج پژوهش به شدت تحت تأثیر نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش قرار دارد و با تغییر تعاریف و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها، تغییر نتایج دور از انتظار نیست.
- داده‌های مورد استفاده از بابت تورم تعدیل نشده‌اند در صورت تعدیل از این بابت ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.
- وجود برخی شرایط نظیر حوادث غیرمترقبه و شرایط سیاسی که بر شرکت‌ها (در حالت خرد) و بر کشور (در حالت کلان) مؤثر هستند، در پژوهش حاضر در نظر گرفته نشده‌اند.
- به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود تحقیق حاضر در مورد صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام پذیرد. انجام پژوهش حاضر با در نظر گرفتن بازه زمانی طولانی‌تر، تعیین آثار ناشی از شکست‌های ساختاری، تغییرات ساختار نرخ بهره و سیاست‌های دولت‌های مختلف در خصوص حجم پول می‌تواند شواهد بهتری در خصوص ارزش شرکت‌ها ارائه نماید.

منابع

- اسدی، غ. و باغدار، ب. (۱۳۹۴). "تأثیر سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله دانش حسابداری*، ۱۵ (۶۱)، ۲۷-۴۹.
- توکل‌نیا، ا. و تیرگری، م. (۱۳۹۳). "اثر مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیرخطی و سلسله مراتبی". *فصلنامه حسابداری مدیریت*، ۷ (۳)، ۳۵-۵۱.

- حساس‌یگانه، ی.، رئیسی، ز. و حسینی، س.م. (۱۳۸۸). ”رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران“. فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴ (۱۳)، ۷۵-۱۰۰.
- رازقی، س.غ. و امیرحسینی، ز. (۱۳۹۵). ”بررسی رابطه بین بهبود نگهداشت وجه نقد و ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی“. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، ۴ (۱)، ۱۲۳-۱۳۹.
- رحیمیان، ن.، قربانی، م. و شعبانی، ک. (۱۳۹۲). ”رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران“. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰ (۴۰): ۱۵۱-۱۷۵.
- عظیمی، م. و صباغ، م. (۱۳۹۳). ”ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران“. فصلنامه حسابداری مالی، ۶ (۲۱): ۱۲۹-۱۵۲.
- فروغی، د. و فرزادی، س. (۱۳۹۳). ”بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران“. فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۲ (۴): ۲۱-۳۶.
- قربانی، س. و عدیلی، م. (۱۳۹۱). ”نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی“. مجله دانش حسابداری، ۳ (۸): ۱۳۱-۱۴۹.
- مشایخ، ش.، نوروزی، س. و قشقایی، ف. (۱۳۹۵). ”تأثیر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین بازدهی و سرمایه در گردش“. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳ (۱)، ۳۹-۵۴.
- مشکی، م. و صنایعی‌ماسوله، م. (۱۳۹۵). ”بررسی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد“. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، ۴ (۲): ۱۰۳-۱۲۰.
- ممشلی، ر.، پرسته، م. و البان، ا. (۱۳۹۵). ”تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی دارایی‌ها“. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۲ (۲): ۲۵۴-۲۶۶.
- Bao, D., Chan, K. and Zhang, W. (2012). “Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings”. *Journal of Corporate Finance*, 18 (4): 690-700.
- Belkhir, M., Boubaker, S. and Derouiche, I. (2014). “Control-ownership Wedge, Board of Directors, and the Value of Excess Cash”. *Economic Modelling*, 39 (1): 110-122.
- Bushee, B.J. (1998). “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior”. *Accounting Review*, 73 (3): 305-334
- Chang, Y., Benson, K. and Faff, R. (2016). “Are Excess Cash Holdings More Valuable to Firms in Times of Crisis? Financial Constraints and OWN Matters”. *Pacific-Basin Finance Journal*, In Press, 1-17.
- Denis, D.J. and Sibilkov, V. (2010). “Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings”. *Review of Financial Studies*, 23 (1): 247-269.

- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate OWN and the Value of Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, 83 (3): 599-634.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1993). "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds". *Journal of Financial Economics*, 33 (1): 3-56.
- Faulkender, M. and Wang, R. (2006). "Corporate Financial Policy and the Value of Cash". *The Journal of Finance*, 61 (4): 1957-1990.
- Foley, C.F., Hartzell, J.C., Titman, S. and Twite, G. (2007). "Why do Firms Hold so Much Cash? A Tax-Based Explanation". *Journal of Financial Economics*, 86 (3): 579-607.
- Fresard, L. (2010). "Financial Strength and Product Market Behavior: the Real Effects of Corporate Cash Holdings". *The Journal of Finance*, 65 (3): 1097-1122.
- Harford, J. (1999). "Corporate Cash Reserves and Acquisitions". *Journal of Finance*, 54: 1969-1997.
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- John, T. (1993). "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress". *Financial Management*, 22 (3): 91-100.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Harcourt Brace, London.
- Kim, C., Mauer, D.C. and Sherman, A.E. (1998). "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (3): 335-359.
- Loncan, T.R. and Caldeira, J.F. (2014). "Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms". *Revista Contabilidade & Finances*, 64 (25): 46-59.
- Mun, S.G. and Jan, S. (2015). "Working Capital, Cash Holding, and Profitability of Restaurant Firms". *International Journal of Hospitality Management*, 48 (14): 1-11.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999). "The Determinants and Implications of Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, 52 (1): 3-46.
- Opler, T. and Titman, S. (1994). "Financial Distress and Corporate Performance". *The Journal of Finance*, 49 (3): 1015-1040.
- Yarram, S.R. (2012). "Corporate OWN, Cash Holdings and Value of a Firm: Evidence from Australian Firms". *Information Management and Business Review*, 12 (4): 606-614.