فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی
سال هجدهم، شماره ۵۵، پاییز ۱۳۸۹، صفحات ۱۵۴- ۱۴۱

ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی‌نیا
استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان
naser@asa.ui.ac.ir

امیر رسائیان
کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران
rasaiian@gmail.com

ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد از عوامل مهم اثرگذار بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشند. پژوهش‌های خارجی متعددی درمورد رابطه کیفیت نظام راهبری شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت‌ها به عنوان معیار ارزیابی عملکرد صورت گرفته است. در ایران پژوهش‌های چندانی در این زمینه صورت نگرفته است، لذا هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه برخی از ساز وکارهای نظام راهبری شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیرهای مستقل و Q توبین به عنوان معیار ارزش شرکت و متغیر وابسته در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در راستای این هدف، اطلاعات ۱۰ ساله ۱۲۹ شرکت طی سال‌های (۱۳۸۷- ۱۳۷۸) مورد مطالعه قرارگرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. سطح نگهداشت وجه نقد نیز رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

طبقه‌بندی JEL: *C33, G34, O16*.

واژه‌های کلیدی: *ارزش شرکت، نظام راهبری شرکتی، نگهداشت وجه نقد، اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی.*

* **تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۷/۲۸** **تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۳/۱۸**

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

۱. مقدمه

از دیدگاه مدیر منفعت طلب اینکه آیا باید وجوه نقد عاید شده را خرج و یا ذخیره‌کرد سوالی است که در رابطه با منافع مخارج بیشتر در امروز یا انعطاف پذیری بیشتر در آینده مطرح است. درحالی‌که کیفیت سرمایه‌گذاری انجام شده اغلب پس‌رویدادی است و با تأخیر شناسایی می‌شود و ذخایر بزرگ وجه نقد می‌تواند معیاری مهم برای قضاوت سریع سهامدران باشد.

به‌طورکلی شرکت‌هایی با حاکمیت ضعیف که ازلحاظ مالی تحت فشار نیستند تمایل دارند سرمایه‌گذاری بیشتری نمایند و ذخایر وجه نقد انباشته شده را سریع‌تر مصرف کنند. مدیرانی که تحت کنترل ضعیفی قرار دارند به‌طورقطع ترجیح می‌دهند به جای سرمایه‌گذاری داخلی از طریق مخارج سرمایه‌ای و تحقیق و توسعه، وجوه را برای تحصیل و سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها مصرف کنند. برای سهامداران این سؤال مطرح است‌که آیا تصمیمات سرمایه‌گذاری و سطوح وجه نقد به دست آمده از آنها برای شرکت‌هایی با حاکمیت ضعیف منجر به عملکرد ضعیف و کاهش ارزش شرکت می‌شود؟ شواهد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری جهت تحصیل شرکت‌ها و انجام مخارج سرمایه‌ای و تحقیق و توسعه در شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند، قابلیت سودآوری آتی و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. در مجموعه‌ای از شرکت‌های مشخص با سطوح بالای وجه نقد و سایر شرایط یکسان، شرکت‌هایی که حاکمیت ضعیف‌تری دارند این وجوه را سریعتر از شرکت‌های با حاکمیت قوی‌تر خرج می‌کنند.

درکشورهایی با حمایت ضعیف از سهامداران، مدیران می‌توانند با مصونیتی نسبی وجه نقد را انباشته کنند و سود نقدی کمتری تقسیم کنند. دیتمار و همکاران (۲۰۰۳) میانگین نگهداشت وجه نقد (دارایی‌های نقدی) را بین کشورهایی با حمایت قوی از سهامداران و دارای بازارهای سرمایه پیشرفته مقایسه کردند و نتیجه گرفتندکه شرکت‌ها درکشورهایی‌که سهامداران حقوق قوی‌تر و بازارهای سرمایه‌ای آنها توسعه یافته‌تر است وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. این نتیجه نشان می‌دهدکه سهامداران می‌خواهند وجه نقد در اختیار مدیران را محدود کنند و زمانی‌که قدرت کافی داشته باشند این کار را انجام می‌دهند.

پینکویتز و همکاران (۲۰۰۴) نیز تأثیر حمایت از حقوق سهامداران در سطح کشور بر نگهداشت وجه نقد را آزموده و نشان می‌دهندکه درکشورهایی با حمایت پایین از سرمایه‌گذار، وجه نقد برای سهامداران خرد ارزش کمی دارد. این نتیجه با این فرض هماهنگ است که حمایت ضعیف از حقوق سهامداران این امر را برای مدیران و سهامداران دارای کنترل تسهیل می‌کند که منابع شرکت را درجهت منافع خود هدایت کنند.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

کالچوا و لینز (۲۰۰۷) بررسی کردند که چگونه حمایت از حقوق سهامداران بر نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد. آنها دریافتندکه در سطح بین‌المللی، کشورهایی با حقوق ضعیف‌تر سهامداران وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. به‌علاوه، آنها نتیجه گرفتندکه دارایی‌های نقدی با ارزش شرکت رابطه‌ای منفی دارند. هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه سطح نگهداشت وجه نقد و ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با درنظرگرفتن سایر متغیرهای کنترلی مؤثر بر ارزش شرکت می‌باشد.

از این رو، در بخش دوم پژوهش به ادبیات و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. در بخش سوم، روش پژوهش شامل فرضیه پژوهش، جامعه و نمونه آماری و روش‌های آماری بکارگرفته شده برای آزمون فرضیه پژوهش تشریح می‌گردد. بخش چهارم، تجزیه و تحلیل نتایج و درنهایت، بخش آخر نتیجه‌گیری و پیشنهادها را در بر می‌گیرد.

۲. ادبیات و پیشینه تحقیق

پژوهش‌های پیش درخصوص ذخایر وجه نقد در مورد اینکه آیا سهامداران باید نگران ذخایر وجه نقد باشند شواهد مختلفی ارائه کردند. اپلر و همکاران (۱۹۹۹) به این نتیجه دست یافتندکه مدیران بخشی از وجه نقد را به‌دلیل رعایت جانب احتیاط (با انگیزه پیشگیرانه) نگهداری می‌کنند. همچنین میکلسون و پارچ (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که نگهداشت مداوم وجه نقد زیاد منجر به عملکرد ضعیف نمی‌شود و نشان‌دهنده تضاد منافع بین مدیران و سهامداران نیست. شواهد آنان با این فرض مطابقت می‌کند که ذخایر وجه نقد، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. درمقابل، هارفورد (۱۹۹۹) دلایلی را بیان می‌کندکه سهامداران نگران مباشرت مدیران بر ذخایر بزرگ وجوه داخلی باشند. وی نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از لحاظ وجه نقد غنی هستند با احتمال بیشتری به تحصیل سایر شرکت‌ها می‌پردازند و تحصیل‌های آنها با احتمال بیشتری کاهنده ارزش است.

دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷) ثابت کردند درشرکتی که مشکلات نمایندگی بیشتر است، سهامداران برای هر دلار ذخیره وجه نقد اضافی ارزش کمتری قائل هستند.

حمایت از سرمایه‌گذار در آسیا عموماً ضعیف است. بنابراین، مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این کشورها از مکانیزم‌های خارجی حاکمیت شرکتی ضعیفی برخوردارند. به‌علاوه، شرکت‌ها در بازارهای نوظهور مانند ASEAN توسط سهامداران کنترل کننده بزرگی که عموماً مدیر هم هستند نگهداری می‌شوند (کلاسنس و همکاران، ۲۰۰۰). در کشورهای ASEAN وجه

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

نقد در دارایی‌های شرکت سهمی اساسی دارد. به عنوان مثال، در این کشورها متوسط نگهداشت وجه نقد از ۸ درصد در سال ۱۹۹۶ به ۱۲ درصد در سال ۲۰۰۵ افزایش یافته است. درحالی که نگهداشت وجه نقد بیشتر با کاهش هزینه‌های مرتبط با تأمین مالی خارجی انعطاف‌پذیری مالی داخلی را افزایش می‌دهد، ممکن است مدیران منافع شخصی خود را با نگهداشت بیش از حد وجه نقد و مصرف زیاد وجه نقد در پروژه‌های زایل کننده ارزش پیگیری کنند (لی، ۲۰۰۹).

لفرت (۲۰۰۷) با استفاده از داده‌های ۴ ساله برای ۱۶۰ شرکت به این نتیجه رسیدکه افزایش در نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. زمانی‌که نسبت اعضای غیرموظف و اعضای حرفه‌ای به طور جداگانه مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند تنها نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره است که ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

عبداله (۲۰۰۴) نقش ساختار مدیریت شرکت به‌عنوان ابزار راهبری شرکتی را برعملکرد شرکت موردبررسی قرار داد. وی با انتخاب نمونه‌ای شامل‌شرکت‌های بورس مالزی برای دوره زمانی (۱۹۹۶-۱۹۹۴) به این نتیجه رسید که عموماً بین استقلال هیأت مدیره و ترکیب مدیریت با عملکرد شرکت رابطه قوی و معناداری وجود ندارد.

هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) به این نتیجه دست یافتندکه شرکت‌های آمریکایی با ساختار حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، ذخایر وجه نقد مازاد را در ادغام‌های زایل‌کننده ارزش خرج می‌کنند. به‌علاوه، شرکت‌های آمریکایی با حمایت کم از حقوق سهامداران و سطح بالای نگهداشت وجه نقد، انعطاف‌پذیری و ارزش‌های کمتری دارند. سایر مطالعات با استفاده از اطلاعات بین‌المللی شواهدی ارائه می‌دهندکه عبارتند از اینکه نگهداشت وجه نقد شرکت با حمایت از حقوق سهامدران 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 به‌ویژه زمانی‌که حمایت از سهامدران در سطح کشور ضعیف باشد (دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳، پینکویتز و همکاران، ۲۰۰۶، کالچوا و لینز، ۲۰۰۷).

لی (۲۰۰۹) چارچوبی ارائه کرد که حاکمیت شرکتی، وجه نقد و ارزش‌گذاری شرکت را به یکدیگر مرتبط می‌سازد. بحث اصلی این است که مدیران شرکت‌های با حاکمیت ضعیف بیش از اندازه وجه نقد نگهداری می‌کنند که این کار منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی شده و سرانجام ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. همچنین به شیوه‌ای مشابه استدلال می‌شود که شرکت‌هایی با ساختار مالکیت داخلی قوی مانند هیأت مدیره قوی به احتمال زیاد در بهره‌گیری از وجوه نقد شرکت مشکلات نمایندگی کمتری دارند. پرسش مهم این است که آیا ساختارهای قوی داخلی حاکمیت شرکتی، اختیار

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

مدیریت بر نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهند؟ پیش‌بینی می‌شود که نگهداشت وجه نقد با ساختار قوی داخلی حاکمیت شرکتی مانند ساختارهای قوی هیأت مدیره کاهش می‌یابد. مبنای این پیش‌بینی این است که ساختار قوی‌تر حاکمیت شرکتی با نظارت موثرتر بر مدیران مرتبط است و در نتیجه اختیار مدیران را بر ذخایر وجه نقد شرکت محدود می‌کند.

در ایران نیز پژوهش‌های بسیاری درخصوص رابطه برخی از معیارهای حاکمیت شرکتی و برخی از معیارهای ارزیابی عملکرد انجام شده است اما در رابطه سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پژوهش‌های چندانی صورت نگرفته است. برخی از مهم‌ترین پژوهش‌های داخلی که تا حدی با پژوهش حاضر ارتباط دارند به شرح زیر می‌باشند:

مدرس وهمکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی به‌عنوان‌یکی از مهم‌ترین‌معیارهای حاکمیت شرکتی بربازده سهامداران‌پرداختند. برای‌این‌منظوراطلاعات۵ ساله طی‌سال‌های(۱۳۸۲-۱۳۷۸) برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهندکه با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می‌باشد، اما هیچ‌گونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. این در حالی است که نتایج به دست آمده از پژوهش‌های انجام شده در سایر کشورها عموماً وجود رابطه مثبت و یا حتی منفی بین سهامداران نهادی و بازده را مورد تأیید قرار داده است.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۸) به رتبه‌بندی شرکت‌ها ازلحاظ حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش رتبه شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه‌ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی اندازه‌گیری شده است. این معیارها برگرفته از مفاد آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیأت مدیره و ساختار مالکیت می‌باشند. به‌این منظور اطلاعات یک ساله ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه‌های پژوهش آزمون شد. نتایج پژوهش حاکی از این است که هیچ‌گونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیأت مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات با عملکرد ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی (۱۳۸۴-۱۳۸۲) پرداختند. متغیر وابسته پژوهش، عملکرد مالی می‌باشدکه بر مبنای رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

سهام تعیین شده است. متغیرهای مستقل نیز شامل ترکیب هیأت مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات می‌باشند. یافته‌ها نشان می‌دهند که بین ترکیب هیأت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌ها نیز رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۷) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۶۱ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی (۱۳۸۳-۱۳۷۶) به آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از طریق رگرسیون خطی چندگانه پرداختند. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و موید فرضیه نظارت کارامد است. با این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده و فرضیه همگرایی منافع را تایید نمی‌کند.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون هر یک از فرضیه‌ها چهار مدل بر اساس متغیرهای وابسته تعریف گردید. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت طی سال‌های (۱۳۸۶ - ۱۳۸۲) می‌باشد. روش آماری مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، رگرسیون داده‌های ترکیبی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مورد مالکیت خارجی اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه آماری باشد، مشاهده نگردید. در مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده دراختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به‌طورکلی، نیز بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد.

قالیباف اصل و رضایی (۱۳۸۶) با انتخاب ۷۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی (۱۳۸۴-۱۳۸۲) به بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت پرداختند. نسبت اعضا غیرموظف در هیأت مدیره به عنوان متغیرمستقل معیار ترکیب هیأت مدیره است وعملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته از طریق معیارهای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، حاشیه سود خالص، حاشیه سود ناخالص، متوسط رشد فروش و متوسط رشد سود خالص اندازه‌گیری شده است. آزمون‌ها نشان می‌دهند که بین نسبت اعضای غیرموظف و هیچ یک از معیارهای عملکرد رابطه معناداری وجود ندارد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

۳. روش پژوهش

۳-۱. اطلاعات و نمونه

برای انجام این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری درنظرگرفته شدند و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها استخراج گردید. نمونه شامل تمام شرکت‌هایی است که تمام این شرایط را داشته باشند: ۱) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد، ۲) جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند، ۳) طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۷- ۱۳۷۸) تغییر سال مالی نداشته باشند، ۴) اطلاعات مالی آنها قابل دسترسی باشد. با اعمال تمام شرط‌های فوق، حجم نمونه بالغ بر ۱۲۹ شرکت گردید. از آنجا که برخی از متغیرها براساس تغییرات بین دو سال محاسبه می‌شوند، سال‌های ابتدا و انتهای دوره زمانی از پژوهش حذف می‌شوند و داده‌ها در مجموع ۱۰۳۲ سال- شرکت می‌گردد. آماره‌های توصیفی تمام متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول (۱) ارائه گردیده است. اطلاعات و داده‌های خام مورد نیاز برای انجام این پژوهش از بانک‌های داده‌ای تدبیر پرداز و ره آورد نوین ارقام جمع‌آوری گردید.

۴. فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به هدف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین گردیده است:

۱. بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳. بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۵. روش برآورد مدل پژوهش

برای برآورد مدل پژوهش از روش رگرسیون ترکیبی استفاده شد. روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چهار روش قابل انجام است:

- روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند.
- روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضاء داده‌های ترکیبی درنظر می‌گیرد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

- روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌نماید.
- روش اثرات تصادفی که در آن ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند(گجراتی، ۱۳۸۳).

برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیونی تلفیقی و رگرسیون اثرات ثابت از آزمون F لیمر (تعمیم یافته) استفاده شده است. این روش متکی بر ضریب تعیین (R^2) دو روش بوده و آزمون می‌نماید که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به صورت معناداری بزرگ‌تر از ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی است یا خیر؟ آماره این آزمون به این صورت ارائه شده است:

$$F = \frac{(R^2_{FE} - R^2_{POOL})/(n-1)}{(1-R^2_{FE})/(nt-n-k)} \qquad (۱)$$

در آماره فوق، R^2_{FE} ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت، R^2_{POOL} ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی (عرض از مبدأ مشترک)، n تعداد مشاهدات مقطعی، t تعداد دوره‌های زمانی پژوهش (تعداد سال ها)، nt تعداد کل مشاهدات و k تعداد متغیرهای مستقل (توضیحی) مدل می‌باشد. فرضیه H_1 این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار بین ضریب تعیین دو روش می‌باشد. آزمون هاسمن ما را در انتخاب و بکارگیری یکی از روش‌های اثرات ثابت (FE) و اثرات تصادفی (RE) یاری می‌رساند. آزمون هاسمن دارای توزیع مجانبی خی دو (کای دو) بوده و درجات آزادی آن برابر با تعداد متغیرهای توضیحی (تعداد رگرسورها) است. فرضیه H_1 این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی است. درصورت پذیرش فرضیه H_0 از روش اثرات تصادفی و در صورت پذیرش فرضیه H_1 از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود. آماره آزمون هاسمن در زیر ارائه شده است:

$$\aleph^2 = (b-B)'.[(VAR(b) - VAR(B))^{-1}].(b-B) \qquad (۲)$$

در این آماره b ضرایب برآوردی تحت روش FE و B ضرایب برآوردی تحت روش RE می‌باشد (یافی، ۲۰۰۳).

پس از انجام این آزمون‌ها مشخص گردید که مدل اثرات ثابت و مدل اثر تصادفی بر مدل داده‌های ادغام شده برتری ندارند، بنابراین از مدل داده‌های ادغام شده استفاده گردید. فرضیه‌ها ازطریق

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

نتایج حاصل از مدل‌های اقتصاد سنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرارگرفتند. برای تعیین معنادار بودن کل مدل رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شده است. از آزمون دوربین - واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسماند براساس محاسبه نرم افزار Eviews استفاده شد. براین مبنا، درصورتی‌که نتایج حاصل در قسمت احتمال بزرگ‌تر از ۵ درصد باشد فرض صفر مبنی بر توزیع نرمال پذیرفته می‌شود که بر نرمال بودن توزیع داده‌ها دلالت دارد. از آزمون همخطی نیز برای بررسی نبود همبستگی بین متغیرهای توضیحی مدل پژوهش استفاده شد (شیرین‌بخش و خوانساری، ۱۳۸۴).

۶. مدل پژوهش

با توجه به بخش ادبیات پژوهش و همچنین مطالب مذکور درخصوص متغیرهای توضیحی، مدل پژوهش که برگرفته از پژوهش لی (۲۰۰۹) می‌باشد به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$TOBINQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_{10} CFLOW_{i,t} + \beta_{11} INV_{i,t} + \beta_{15} INSTOWN_{i,t} + \beta_{16} OUTD_{i,t} + v_{i,t} \quad (۳)$$

TOBINQ: حاصل ارزش دفتری کل بدهی‌ها به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم برارزش دفتری کل دارایی‌ها می‌باشد.

CASH: وجه‌نقد است که مستقیماً از ترازنامه به دست می‌آید.

INSTOWN: درصد مالکیت نهادی سهام بوده و عبارت است از درصد سهام در دست مالکین نهادی.

OUTD: درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و نسبت (درصد) اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره است.

SIZE :اندازه شرکت که برای اندازه‌گیری آن از فروش استفاده می‌شود.

LEV: اهرم شرکت که به صورت نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

CFLOW: ظرفیت تولید جریان‌های نقدی که برابر است با مجموع جریان‌های نقد عملیاتی که نشان‌دهنده یک منبع اضافی نقدینگی برای شرکت است.

INV: نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

در شرکت‌هایی با حمایت ضعیف از سهامداران، مدیران می‌توانند با مصونیتی نسبی، وجه نقد را انباشته کنند و سود نقدی کمتری تقسیم کنند. در ادبیات حاکمیت شرکتی دو نگرش درخصوص سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد. فرضیه نظارت کارامد و فرضیه همگرایی منافع. فرضیه نظارت کارامد بیان می‌کند که با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کاراتری بر شرکت اعمال می‌شود و بسیاری از مشکلات نمایندگی رفع می‌گردد. درحالی‌که فرضیه همگرایی منافع بیان می‌دارد که منافع سرمایه‌گذاران نهادی عمده با منافع مدیریت همسو می‌باشد و این موضوع می‌تواند باعث ترغیب مدیران به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه شود. بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت کارامد خود می‌توانند باعث بهبود عملکرد شرکت شوند و در صورت عدم نظارت کارامد باعث تضعیف عملکرد شرکت می‌شوند. با افزایش درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره احتمال اعمال نظارت کارامد بر شرکت و بهبود عملکرد شرکت افزایش می‌یابد. بنابراین، بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و Q توبین رابطه‌ای مثبت پیش‌بینی می‌شود (لی، ۲۰۰۹).

افزایش سطح نگهداشت وجه نقد نیز طبق آنچه در بخش ادبیات پژوهش بیان شد می‌تواند رابطه‌ای مثبت یا منفی با عملکرد شرکت داشته باشد. سایر متغیرها نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل گردیدند.

۷. تجزیه و تحلیل نتایج

نتایج حاصل از اجرای مدل پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است. آماره دوربین – واتسون (۱/۹۱) نشان‌دهنده فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می‌باشد. آماره F در رگرسیون‌های برآوردی در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد و بین متغیرهای توضیحی مدل پژوهش نیز همخطی وجود ندارد.

ضریب متغیر $CASH_{it-1}$، ۱۶/۱۷۰۸۴ بوده و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. ضریب متغیر SIZE، ۰/۰۸۳۹۳۳- بوده و در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار نمی‌باشد. ضریب متغیر LEV، ۱/۲۲۶۰۸۶ بوده و در سطح خطای ۱ درصد معنادار می‌باشد. ضریب متغیر CFLOW، ۰/۵۲۹۸۳۹ بوده و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. این مورد بیانگر این موضوع می‌باشد که سطح جریان نقدی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. ضریب متغیر INV، ۰/۳۶۶۸۴- بوده و در سطح خطای ۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب متغیر INSTOWN، ۱/۳۴۶۸۱۶ بوده و در سطح خطای ۱درصد معنادار می‌باشد. ضریب متغیر OUTD، ۰/۰۶۷۷۹۲ بوده و در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار نمی‌باشد. جدول (۱) نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

جدول ۱. خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از رگرسیون ترکیبی

Dependent Variable: QTOBIN				
Method: Pooled Least Squares				
Sample: 1381 1387				
Included observations: 7				
Total panel observations 1032				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$CASH_{T-1}$	16.17084	2.183713	7.405205	0.0000
INSTOWN	1.346816	0.298616	4.510188	0.0000
OUTD	0.067792	0.484172	0.140016	0.8888
LEV	1.226086	0.188398	6.507956	0.0000
INV	-0.36684	0.163063	-2.249674	0.0253
CFLOW	0.529839	0.055535	9.540654	0.0000
SIZE	-0.083933	0.073977	-1.134589	0.2576
R-squared	0.5052		2.420222	
Adjusted R-squared	0.493324		1.951664	
	1.389217		482.481	
F-statistic	42.54239	Durbin-Watson stat	1.91	
Prob(F-statistic)		0.0000		

مأخذ: نتایج تحقیق.

۸. نتیجه‌گیری

در این تحقیق فرضیه‌های مطرح شده مبنی بر وجود رابطه معنادار بین سطح نگهداشت وجه نقد و ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفت. طبق تئوری‌های موجود، سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت کارامد خود می‌توانند باعث افزایش ارزش شرکت شوند و در صورت عدم نظارت کارامد باعث کاهش ارزش شرکت می‌شوند. با افزایش درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره احتمال اعمال نظارت کارامد بر شرکت و افزایش ارزش شرکت وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این موضوع است که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این یافته با نتایج پژوهش میکلسون و پارچ (۲۰۰۳) که بیان می‌کنند نگهداشت وجه نقد زیاد باعث افزایش ارزش شرکت

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

می‌شود مطابقت دارد و با نتایج پژوهش‌ها رفورد و همکاران (۲۰۰۷)، دیتمار و اسمیت (۲۰۰۶) و لی (۲۰۰۹) که نگهداشت مداوم وجه نقد زیاد را عامل عملکرد ضعیف شرکت می‌دانند در تضاد است.

بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت نیز رابطه مثبت و معناداری وجود دارد یعنی افزایش درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل افزایش نظارت کارامد بر شرکت باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. این یافته با نتایج پژوهش حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) مطابقت دارد. نتایج این پژوهش همچون نتایج پژوهش قالیباف اصل و رضایی (۱۳۸۶) بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد یعنی برخلاف ادبیات موجود، تغییر در درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توجیه‌کننده تغییرات در عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمی‌باشد.

به نظر می‌رسد که یکی از دلایل این امر عدم آگاهی مدیران غیرموظف از وظایف سازمانی خود می‌باشد. این مدیران خود را فارغ از مسئولیت پاسخگویی در مقابل نهادهای پاسخ‌خواه می‌دانند، لذا وظایف نظارتی خود را به نحو شایسته‌ای انجام نمی‌دهند و حضور این مدیران در ترکیب اعضای هیأت‌مدیره جنبه تشریفاتی پیدا نموده است. به طور کلی نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تقریباً ۴۹درصد از تغییرات در ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌وسیله تغییرات متغیرهای بکارگرفته شده در مدل پژوهش توضیح داده می‌شود.

۹. پیشنهادات پژوهش

با توجه به نتایج این تحقیق به نظر می‌رسد که نقش اعضای غیرموظف هیأت مدیره در بورس اوراق بهادار تهران در زمینه بهبود عملکرد شرکت‌ها بسیار ضعیف است. بنابراین:

۱. استفاده‌کنندگان ازگزارش‌های مالی باید بدانند که حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره یک شرکت اطمینان کافی از نظارت کارامد بر شرکت درجهت بهبود عملکرد شرکت را فراهم نمی‌کند.

۲. با توجه به نتایج بیشتر پژوهش‌های خارجی پیشنهاد می‌گردد که به نقش اعضای غیرموظف هیأت مدیره به عنوان یک ابزار نظارتی حاکمیت شرکتی توجه بیشتری شود تا از جنبه تشریفاتی خارج و نقش کاربردی مؤثری در نظارت بر شرکت‌ها و افزایش عملکرد شرکت‌ها ایفا نمایند.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

۳. پیشنهاد می‌شود که افشای بیشتری درخصوص اطلاعات مربوط به سطح نگهداشت وجه نقد و ساختار مالکیت شرکت‌ها صورت گیرد زیرا همان‌طور که نتایج این پژوهش نشان می‌دهد با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی عملکرد شرکت‌ها بهبود می‌یابد.

منابع

حساس‌یگانه، یحیی، رییسی، زهره و سیدمجتبی حسینی (۱۳۸۸)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، صص ۱۳۰-۱۰۱.

حساس‌یگانه، یحیی، مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۲، صص ۱۲۲-۱۰۷.

قالیباف‌اصل، حسن و فاطمه رضایی (۱۳۸۶)، "بررسی تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *دوفصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۲۳، ص ۳۳.

قائمی، محمدحسین و مهدی شهریاری (۱۳۸۸)، "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها"، *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، شماره اول، صص ۱۲۸-۱۱۳.

مدرس، احمد، حسینی، سیدمجتبی و زهره رئیسی (۱۳۸۸)، "بررسی اثر سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *پژوهشنامه اقتصادی*، صص ۲۵۰-۲۲۳.

نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، صص ۱۰۰-۸۳.

شیرین‌بخش، شمس‌اله و زهرا حسن خوانساری (۱۳۸۴)، *کاربرد Eviews در اقتصاد سنجی*، انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ اول.

گجراتی، دامودار (۱۳۸۳)، *مبانی اقتصاد سنجی، جلد دوم*، ترجمه دکتر حمید ابریشمی، تهران: موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، چاپ سوم.

Abdullah, S. (2004), "Board Composition, CEO Duality and Performance Among Malaysian Listed Companies", Corporate Governance, No. 4.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov & Larry H.P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58, PP. 81–112.

Dittmar, A. & J. Mahrt-Smith (2007), "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics,* Vol. 83, PP. 599-634.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & H. Servaes (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 38, PP. 111–133.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]

Harford, J. (1999), "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance,* Vol. 54, PP. 1969-1997.

Harford, Jarrad, Mansi, Sattar A. & William F. Maxwell (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings", *Journal of Financial Economics,* Vol 87, PP. 535-555.

Kalcheva, I. & K. Lins (2007), "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems", *Review of Financial Studies,* PP. 1087-1112.

Lee, Cheng Few (2009), "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies,* Vol. 12, No. 3, PP. 475-508.

Lefort, F. & F. Urzua (2007), "Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile", *Journal of Business Research.*

Mikkelson, W. & M. Partch (2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 38, PP. 275–294.

Opler, Tim, Pinkowitz, Lee, Stulz Rene, H. & Rohan Williamson (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics,* Vol.52, PP. 3-46.

Pinkowitz, L., Stulz, R. & R. Williamson (2004), *Do Firms With Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?*, Working Paper, Georgetown University, PP. 1-45.

Pinkowitz, L., Stulz, R. & R. Williamson (2006), "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis", *Journal of Finance,* Vol. 61, PP. 2725-2752.

Yafee, R. (2003), "A Primer for Panel Data Analysis", New York University, Derivation from: http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yafee_primer.html.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-02-04]