

## رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد

اسفندیار ملکیان<sup>\*</sup>، رسول سلمان<sup>\*\*</sup>

تاریخ دریافت: ۹۲/۰۷/۱۲

تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۰/۳۰

### چکیده

ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و میزان ذخایر وجه نقد از عوامل اثرگذار بر ارزش شرکت می‌باشند. هدف تحقیق، بررسی رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد می‌باشد. جهت انجام این پژوهش نمونه‌ای مشتمل بر ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۰ انتخاب شد. برای برآورد مدل آماری تحقیق، روش رگرسیون با استفاده از داده‌های تابلویی مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد رابطه معناداری بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** نگهداشت وجه نقد، ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود، بورس اوراق بهادار تهران.

طبقه بندی موضوعی: G32

---

<sup>\*</sup> دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه مازندران، (e\_malekian35@yahoo.com)  
<sup>\*\*</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه مازندران، (نویسنده مسئول)، (rasoul\_salmani@ymail.com)

## مقدمه

مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) با فرض وجود بازار رقابت کامل و تعادل در بازار شالوده نظریه ساختار سرمایه را پی‌ریزی کردند. به این نتیجه رسیدند خط‌مشی تامین مالی واحد اقتصادی بر ارزش جاری آن تاثیری ندارد. این نظریه به نظریه نامربوط بودن ساختار سرمایه معروف شد. در سال ۱۹۶۱ مودیلیانی و میلر نظریه ساختار سرمایه را به خط‌مشی تقسیم سود نیز تعمیم دادند. آنان استدلال کردند تا زمانی که توزیع جریان‌های نقدی واحد اقتصادی ثابت است (با فرض عدم مالیات) انتخاب هر سیاست تقسیم سود، تاثیری بر ارزش جاری شرکت ندارد. در سال‌های اخیر، پژوهش‌های انجام شده توسط محققان مختلف، از جمله لویز و ویسنته (۲۰۱۰)، توره و همکاران (۲۰۰۷) و رودریگز (۲۰۰۰) تاثیر تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه و تقسیم سود را با فرض وجود نقص و کاستی (مالیات‌ها، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی ۱ و هزینه‌های نمایندگی ۲) در بازارهای سرمایه بررسی کرده‌اند. نتایج به دست آمده، بیانگر تاثیرگذاری این تصمیمات بر ارزش شرکت است (النجار، ۲۰۱۳).

از سوی دیگر، در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها، موضوعی با اهمیت در تصمیم‌گیری‌های مالی می‌باشد. بنابراین شرکت‌ها همواره به دنبال نگهداری سطحی از وجه نقد هستند که ارزش شرکت را افزایش دهد.

موجودی‌های نقدی همواره درصد قابل توجهی از دارایی‌های شرکت‌ها را به خود اختصاص می‌دهند؛ این رقم در شرکت‌های آمریکایی برابر با ۸/۱ درصد از مجموع دارایی‌ها و در شرکت‌های انگلیسی برابر با ۹/۹ درصد از دارایی‌ها می‌باشد. در بازارهای سرمایه کارا، دلیلی برای نگهداری نقدینگی در شرکت‌ها وجود ندارد. یک شرکت می‌تواند هرگاه که وجوه داخلی کافی جهت بکارگیری در پروژه‌های جدید ندارد، از تأمین مالی خارجی استفاده کند. این تأمین مالی با نرخ منصفانه صورت می‌گیرد. بنابراین می‌توان گفت اصطکاک‌های موجود در بازار سرمایه باید این موضوع را که به چه دلیل یک شرکت نباید تأمین مالی خارجی را به عنوان جایگزینی کامل برای تأمین مالی داخلی در نظر بگیرد را تشریح نماید (النجار، ۲۰۱۳).

هدف تحقیق پاسخ به این سوال است که آیا بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد (در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) رابطه معنی‌داری وجود دارد یا خیر.

## مبانی نظری پژوهش

### ساختار سرمایه

انتخاب ساختار سرمایه مناسب یکی از مهم‌ترین تصمیمات شرکت‌ها به شمار می‌رود. ساختار سرمایه یک شرکت، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام آن است. شناخت و بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و همچنین نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های تامین مالی مناسب، جهت رفع نیازهای مالی شرکت، از مهم‌ترین موضوعات علمی و دانشگاهی است. توانایی شرکت‌ها در تعیین سیاست‌های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌آید (خالقی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۶). بعد از نظریات مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) و مشاهده رفتار متناقض شرکت‌ها با پیش‌بینی تئوری‌های متعددی در خصوص الگوی مطلوب ساختار سرمایه ارائه شده‌اند که هر یک عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب ساختار مطلوب سرمایه دخیل می‌دانستند. برای مثال در تئوری موازنه ایستا تاکید اصلی بر نقش مالیات است؛ در حالیکه تئوری سلسله مراتبی<sup>۳</sup> بر نامتقارن بودن اطلاعات و تئوری جریان نقدی آزاد<sup>۴</sup> بر هزینه‌های نمایندگی تاکید دارند (کاشانی پور و مومنی، ۱۳۹۱).

### سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین موضوعاتی است که در ادبیات مالی مدرن به صورت گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. می‌توان ریشه این بحث را در مطالعه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۱) دانست؛ آن‌ها باور رایج در زمینه تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت را به چالش کشیدند؛ زیرا معتقد بودند در بازار سرمایه کارا، سیاست تقسیم سود، نمی‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. اگرچه در مقابل محققینی همچون لینتنر (۱۹۶۲) و گوردن (۱۹۶۳) در حمایت از تئوری «پرنده در دست»<sup>۵</sup> عقیده داشتند در محیطی نامطمئن با اطلاعات ناقص،

پرداخت بیشتر سود سهام، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. به نظر می‌رسد محققین نتوانسته‌اند به نتیجه واحدی در رابطه با سیاست تقسیم سود دست یابند و تنها موضوعی که بر سر آن اجماع کلی وجود دارد این است هیچ عاملی نمی‌تواند به تنهایی رفتار تقسیم سود را توضیح دهد (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰).

### نگهداشت وجه نقد

سه تئوری بر بحث نگهداری وجه نقد تاثیر زیادی داشته‌اند که عبارتند از، تئوری مبادله ای<sup>۲</sup>، تئوری سلسله مراتبی و تئوری جریان نقد آزاد می‌باشند. مطابق با تئوری مبادله‌ای، شرکت یک سطح مطلوب از نگهداری وجه نقد را به عنوان توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد نگهداری می‌کند (دروبتز و گرونینگر، ۲۰۰۷). این تئوری بیان می‌کند شرکت‌ها سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خود را با استفاده از توازن بین هزینه‌ها و منافع نهایی نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند (فالكندر، ۲۰۰۴). این تئوری، معتقد به وجود سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌هاست که با تجزیه و تحلیل هزینه-منفعت تعیین می‌گردد (محمدی، ۱۳۸۹).

دیدگاه تئوری سلسله مراتبی در مورد نگهداری وجه نقد، برگرفته از تئوری سلسله مراتبی ساختار سرمایه می‌باشد که توسط مایرز و ماجلوف توسعه داده شد. بر اساس تئوری سلسله مراتبی شرکت‌ها منابع داخلی تامین مالی را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند. این تئوری بر مبنای این فرض است که افراد درون شرکت اطلاعات بهتری نسبت به سهامداران دارند. طبق این دیدگاه به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات علامت‌دهی ناشی از تامین مالی خارجی، سیاست‌های تامین مالی از یک رویه سلسله مراتبی پیروی می‌نمایند. به این ترتیب که مدیریت، منابع داخلی تامین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد و سعی در انباشت وجه نقد دارد تا بتواند برای برطرف نمودن نیازهای نقدینگی خود در مرحله اول از داخل شرکت تامین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید. این تئوری بیان می‌دارد که شرکت‌ها سطوح وجه نقد هدف ندارند، اما از وجه نقد به عنوان یک سپر و بازدارنده در برابر تامین مالی خارجی استفاده می‌نمایند (دروبتز و گرونینگر، ۲۰۰۷).

یکی دیگر از تئوری‌هایی که در تبیین ویژگی‌های شرکتی و عوامل موثر بر مانده وجه نقد مورد استفاده قرار گرفته است، تئوری جریان نقد آزاد است. جریان نقد آزاد، جریان نقدی

است که مازاد بر آنچه برای تامین مالی حاوی خالص ارزش فعلی مثبت مورد نیاز است، باقی می‌ماند. مطابق با این تئوری، تضاد منافع موجود بین مدیران و سهامداران موجب می‌گردد مدیران برای آنکه پروژه‌ها و اهداف خودشان را دنبال کنند تمایل بالایی به انباشت وجوه نقدی داشته باشند. این تضاد منافع بین مدیران و سهامداران مخصوصاً زمانی که شرکت‌ها جریان‌ات نقد آزاد قابل توجهی دارند بیشتر است. بر این اساس، مدیران انگیزه دارند با انباشت وجه نقد منابع تحت کنترلشان را افزایش دهند و در خصوص تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. در دسترس داشتن وجه نقد موجب می‌شود مدیران نیازی به تامین مالی خارجی و ارائه اطلاعات در مورد جزئیات پروژه‌های سرمایه‌گذاری نداشته باشند. هر چند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهامداران داشته باشد (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

### مروری بر پیشینه پژوهش

راجان داملو و همکاران (۲۰۰۷) در مقاله خود با عنوان تعیین‌کننده‌های نگهداری وجه نقد به بررسی عوامل تعیین‌کننده وجه نقد پرداختند. نتایج نشان داد مدیران نسبت وجه نقد بالاتری را به شرکت‌های کوچکتر، با هزینه تحقیق و توسعه بالاتر، سرمایه در گردش خالص کمتر و اهرم کمتر تخصیص می‌دهند. بنابراین، نسبت بالاتر وجه نقد با دشواری بالابردن سرمایه خارجی و کاهش قابلیت در دسترس بودن وجه نقد از منابع داخلی همبستگی دارد. همچنین تجزیه و تحلیل نسبت وجه نقد مازاد که به عنوان اختلاف بین وجه نقد واقعی و پیش‌بینی شده تعریف شده است، نشان داد شرکت‌ها به طور متوسط وجه نقد کمتری در مقایسه با آنچه توسط تئوری مبادلاتی پیشنهاد شده نگهداری می‌کنند.

لیو و چانگک (۲۰۰۸) در تحقیقی که با نام تعیین‌کننده‌ها و ارزش نهایی نگهداری وجه نقد شرکت‌ها انجام دادند، به مقایسه اثر محدودیت‌های مالی و حاکمیت شرکتی بر نگهداری وجه نقد شرکت در شرکت‌های سهامی عام آمریکا پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از آن بود که بدون توجه به محدودیت‌های مالی، شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی خوب، در مقایسه با شرکت‌هایی که از لحاظ حاکمیت شرکتی ضعیف هستند، وجه نقد بالاتری نگهداری می‌کنند.

اتوکایت و مولای (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار فرانسه پرداختند. آن‌ها بیان کردند اگر چه شرکت‌ها هر روز برای برنامه ریزی کوتاه مدت تصمیم‌گیری می‌کنند اما موضوع ارزش شرکت مقوله‌ای است که در زمره برنامه‌های بلندمدت شرکت‌ها مطرح می‌شود. شواهد بدست آمده اثبات کرد سهامداران وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش را کمتر از واقعیت ارزیابی کرده‌اند.

سوبرامانیام و همکاران (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای رابطه بین ساختار شرکت و میزان وجه نقد نگهداری شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌هایی که دارای مالکیت غیر متمرکز هستند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت متمرکز دارند به صورت معناداری وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

النجار (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان عوامل مالی تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد: شواهدی از برخی بازارهای نوظهور، به بررسی عوامل موثر بر نگهداری وجه نقد (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) در کشورهای در حال توسعه (برزیل، هند، روسیه و چین) پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تاثیرگذار است؛ و شباهت‌هایی بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در رابطه با فاکتورهای تاثیرگذار (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) بر روی نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

آکیلدریم و گونی (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان نگهداشت وجه نقد و بحران مالی: شواهدی از بازارهای در حال توسعه و توسعه یافته، به بررسی ۲۳ کشور در حال توسعه و ۲۶ کشور توسعه یافته در طی سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۱۱ پرداختند. آن‌ها نشان دادند اولاً، میزان نگهداری وجه نقد در طی دوره‌های مورد بررسی در هر دو دسته کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه رشد مثبتی داشته است. ثانیاً بعد از بحران مالی در طی سال‌های ۲۰۰۷ الی ۲۰۰۹ به طور متوسط نگهداشت وجه نقد در کشورهای در حال توسعه افزایش یافته، اما در کشورهای توسعه یافته اندکی کاهش پیدا کرده است. ثالثاً هر دو تئوری مبادله‌ای و سلسله مراتبی نقش مهمی در توضیح عوامل تعیین‌کننده وجه نقد در دوره قبل از بحران بازی می‌کنند. با این حال، نقش تئوری مبادله‌ای بر نگهداری وجه نقد پس از بحران مالی بسیار کم‌رنگ شده است.

جهان‌خانی و قربانی (۱۳۸۴) در تحقیقی با عنوان شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در بازار سرمایه ایران پرداختند. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از مواردی بودند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس، ایفای نقش می‌کنند.

اسدی و عزیزی بصیر (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تاثیر آن بر سود تقسیمی (سیاست تقسیم سود) پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد ارتباط قوی بین سودآوری و سود تقسیمی، ارتباط ضعیف بین نقدینگی و سود تقسیمی وجود دارد. در حالیکه نوع صنعت بر سود تقسیمی اثری نداشت.

نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۸) در مطالعه خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیار حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی از طریق محاسبه ۴ نسبت ساختار سرمایه و ۲ معیار حسابداری ارزیابی عملکرد فرضیات تحقیق را آزمون نمود. نتایج نشان داد بین نسبت‌های ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROE, ROA) رابطه معنادار وجود دارد.

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تاثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تاثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تاثیر منفی بدهی‌های بلند مدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

ر سائیان و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر این بود بین در صد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، اما بین درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد. سطح نگهداشت وجه نقد نیز رابطه مثبت و معنی داری با ارزش شرکت داشت.

یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه خود با عنوان رابطه ویژگی های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر برخی ویژگی های شرکت نظیر اندازه شرکت، ساختار دارایی، سودآوری، رشد مورد انتظار، نسبت پوشش هزینه بهره، نسبت آنی و بازده دارایی ها بر ساختار سرمایه شرکت ها را مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد بین نسبت بدهی (ساختار سرمایه) شرکت با ساختار دارایی، سودآوری، ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت آنی شان و بازده دارایی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین ساختار سرمایه شرکت با اندازه شرکت و نسبت پوشش هزینه بهره رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، عوامل تعیین کننده نگهداری وجه نقد را مطالعه کرد. یافته های پژوهش نشان داد بین اندازه شرکت، دارایی های ثابت مشهود و اهرم با وجه نقد نگهداری شده رابطه منفی معنی داری وجود دارد. همچنین جریان های نقدی، سودآوری و فرصت های رشد رابطه مثبت معنی داری با وجه نقد نگهداری شده دارند.

قائمی و علوی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش نشان داد، بین شفافیت اطلاعات و میزان نگهداری وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت هایی که دارای شفافیت اطلاعاتی بالاتری هستند، وجه نقد کمتری نگهداری می کنند.

بولو و همکاران (۱۳۹۱) در مطالعه ای به بررسی رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد رابطه معناداری بین میزان انحراف از وجه نقد بهینه و نرخ بازده دارایی های عملیاتی آینده وجود ندارد.



مهرانی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد بین محافظه کاری و میزان نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد.

### روش پژوهش

این پژوهش از نوع تحقیقات نیمه تجربی و پس‌رویدادی است؛ که با استفاده از رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به تئوری‌های موجود و پژوهش‌های انجام شده (پیشینه پژوهش) فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین گردیده است:

۱. نسبت کل بدهی به کل دارایی (اهرم مالی) با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری دارد.
۲. سودآوری با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری دارد.
۳. نقدینگی با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری دارد.
۴. اندازه شرکت با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری دارد.
۵. نسبت تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری دارد.

### ارائه مدل

برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود (النجار، ۲۰۱۳):

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DPO_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای مستقل و وابسته به شرح نگاره (۱) می‌باشد.

## نگاره (۱): معرفی متغیرهای تحقیق

نماد متغیرها	متغیر	توضیحات
CASH <sub>it</sub>	وابسته	نسبت وجه نقد می‌باشد؛ که توسط وجه نقد و معادل وجه نقد، نسبت به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.
TDA <sub>it</sub>	مستقل	اهرم مالی شرکت است؛ یعنی نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت.
ROE <sub>it</sub>	مستقل	نسبت بازده حقوق صاحبان سهام است؛ از تقسیم سود خالص به حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.
LIQ <sub>it</sub>	مستقل	نسبت نقدینگی است؛ از تقسیم دارایی‌های جاری (خالص از وجه نقد) به بدهی‌های جاری شرکت به دست می‌آید.
SIZE <sub>it</sub>	مستقل	اندازه شرکت است و از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.
DPO <sub>it</sub>	مستقل	نسبت پرداخت سود سهام است؛ از تقسیم درصد سود پرداخت شده به سود سهام به دست می‌آید.

## جامعه و نمونه آماری

برای انجام این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند. نمونه شامل تمام شرکت‌هایی است که تمام شرایط زیر را دارا باشند: ۱- پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد. ۲- جز شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند. ۳- قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند. ۴- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند. ۵- اطلاعات مالی آن‌ها قابل دسترس باشد. ۶- در دوره مورد بررسی زیان‌ده نباشند. با وجود محدودیت‌های فوق اعضای جامعه آماری شامل ۱۱۸ شرکت شد. لذا نمونه‌ای شامل ۹۰ شرکت (تعداد نمونه با استفاده از فرمول ککران محاسبه شده است) با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی از صنایع مختلف، در نظر گرفته شده است. برای برآورد مدل نیز از نرم افزار Eviews 7 استفاده شده است.

## یافته‌های پژوهش

## آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق در نگاره شماره (۲) ارائه شده است.

نگاره (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	انحراف معیار
CASH	۴۵۰	۰/۰۰۰۶۵۷	۰/۲۹۹۰۰۲	۰/۰۳۱۱۵۹	۰/۰۴۰۱۳	۰/۰۳۵۹۹۹
TDA	۴۵۰	۰/۰۹۶۴۱۵	۰/۹۲۴۰۷	۰/۶۰۴۴۰۲	۰/۵۹۰۸۹۴	۰/۱۶۰۲۲۹
ROE	۴۵۰	۰/۰۰۱۸۹۱	۰/۸۰۲۷۱۶	۰/۲۸۰۴۹۷	۰/۳۰۳۹	۰/۱۶۸۱۰۳
LIQ	۴۵۰	۰/۲۱۸۸۹۹	۵/۱۳۳۵۲۱	۱/۱۴۴۶۶۵	۱/۲۱۴۲۸۴	۰/۵۰۵۸۲۳
SIZE	۴۵۰	۱۰/۸۱۶۵۵	۱۸/۴۳۷۶۳	۱۳/۲۴۷۹۲	۱۳/۵۸۲۹۱	۰/۵۴۴۲۸۸
DPO	۴۵۰	۰	۳/۵۳۷۰۲	۰/۷۷۲۵	۰/۷۵۲۱۷۸	۰/۵۰۷۸۳۳

## نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از اجرای مدل و تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته در نگاره شماره (۳) نشان داده شده است.

هر دو آماره‌های F تعمیم یافته (چاو) و هاسمن در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بود. از اینرو مدل پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت (FE) برآورد شد. با توجه به نتایج ارائه شتایج آزمون مدل در نگاره (۳) ارائه شده است. بر این اساس، مقدار احتمال مربوط به آماره F، برابر ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد.

نگاره (۳): نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
TDA	-۰/۰۴۳۱۲۲	۰/۰۰۸۲۳۴	-۵/۲۳۷۲۶۰	۰/۰۰۰۰
ROE	۰/۰۲۸۶۷۳	۰/۰۰۷۲۰۸	۳/۹۷۸۱۴۸	۰/۰۰۰۱
LIQ	-۰/۰۱۸۱۳۳	۰/۰۰۹۰۶۴	-۲/۰۰۰۶۱۲	۰/۰۴۶۲
SIZE	۰/۰۱۱۶۲۶	۰/۰۰۱۸۸۸	۶/۱۵۶۸۷	۰/۰۰۰۰
DPO	-۰/۰۰۰۷۱۵	۰/۰۰۱۳۹۲	-۰/۵۱۲۶۲۴	۰/۶۰۷۸
ضریب ثابت (C)	-۰/۱۱۸۱۷۸	۰/۰۴۲۳۶۳	-۲/۷۸۹۶۵۵	۰/۰۰۵۶
آماره F (معناداری رگرسیون)	ضریب تعیین تعدیل شده		آماره دوربین واتسون	
F-statistic	معناداری	۰/۷۴۷۸۴۱		۲/۱۴۵۸۵۲
	۰/۰۰۰۰			۱۱/۲۰۰۴۴

با توجه به نگاره (۳)، مقدار ارائه شده آماره دوربین واتسون، برابر  $2/14$  می‌باشد. در نتیجه می‌توان عدم وجود خودهمبستگی در مدل را تایید نمود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد تقریباً ۷۴ درصد از تغییرات در میزان نگهداری وجه، با تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود.

در فرضیه اول رابطه بین اهرم مالی با نگهداشت وجه نقد مورد سنجش قرار گرفت. نتایج حاصل، حاکی از آن است رابطه منفی و معنادار بین اهرم و نگهداشت وجه نقد وجود دارد. در فرضیه دوم رابطه بین سودآوری با نگهداشت وجه نقد مورد سنجش قرار گرفت. نتایج حاصل بیانگر این موضوع است که بین سودآوری و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نیز نشان می‌دهد بین نقدینگی با نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بررسی‌های حاصل از آزمون فرضیه چهارم هم بیانگر این است بین اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت معناداری وجود دارد. در پایان نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم هم بیانگر این موضوع است که بین نسبت تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیات اول تا چهارم تأیید شد. اما فرضیه پنجم تأیید نشد.

### بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق فرضیه‌های مطرح شده مبنی بر وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان می‌دهد اهرم مالی می‌تواند به عنوان یک جایگزین برای نگهداشت وجه نقد محسوب شود؛ زیرا شرکت‌هایی که توانایی بالایی در جذب منابع خارجی دارند، نیاز کمتری به وجه نقد برای سرمایه‌گذاری دارند. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج تحقیقات ال‌نجار (۲۰۱۳)، راجان داملو و همکاران (۲۰۰۷) و ملکیان (۱۳۹۰) همخوانی دارد. این نتیجه مطابق با پیش‌بینی‌های تئوری سلسله مراتبی است که بیان می‌کند هنگامی که سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر از سود انباشته شوند، وجه نقد کاهش و بدهی‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس نتایج حاصل از فرضیه دوم، شرکت‌های با سودآوری بالا (عملکرد بهتر) توانایی تقسیم سود و پرداخت بدهی و نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند؛ و شرکت‌های

با سودآوری پایین و وجه نقد کمتری نگهداری کرده و از طریق استقراض به تامین مالی پروژه‌های خود می‌پردازند. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج حاصل از تحقیقات الانجار (۲۰۱۳) سازگاری دارد. در ضمن نتایج این فرضیه با تئوری سلسله مراتبی سازگار است. نتایج حاصل از فرضیه سوم، موید این موضوع است که با وجود نقدینگی بالا و امکان تبدیل دارایی‌های نقدی به وجه نقد، شرکت‌ها تمایل به نگهداشت وجه نقد ندارند. این نتیجه مطابق با تئوری مبادله‌ای می‌باشد. در ضمن نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج الانجار (۲۰۱۳) سازگاری دارد. نتایج حاصل از فرضیه چهارم، با نتایج حاصل از تحقیقات راجان داملو و همکاران (۲۰۰۷)، آقای (۱۳۸۸) و ملکیان (۱۳۹۰) سازگاری ندارد. اما با نتایج الانجار (۲۰۱۳) در برخی از کشورها سازگاری دارد. این یافته با این پیش‌بینی مطابقت ندارد که استفاده از تامین مالی خارجی برای شرکت‌های بزرگتر نسبتاً آسان‌تر است. نتایج این یافته مطابق با تئوری جریان نقد آزاد است. زیرا شرکت‌های بزرگ تمایل به پراکندگی بیشتر مالکیت سهامداران داشته که این مساله موجب بالا رفتن اختیارات مدیران را بالا می‌برد. همچنین، مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه آن دارند؛ زیرا رشد شرکت قدرت مدیریت را به واسطه افزایش منابع تحت کنترل آن، افزایش می‌دهد. بنابراین انتظار می‌رفت مدیران شرکت‌های بزرگ اقدام به نگهداری وجه نقد بیشتر نمایند. نتایج حاصل از فرضیه پنجم با نتایج حاصل از تحقیقات الانجار (۲۰۱۳) و آقای (۱۳۸۸) سازگار نیست. نتایج این یافته برخلاف تئوری مبادله‌ای می‌باشد.

### پیشنهاد‌های حاصل از پژوهش

- مدیریت شرکت‌ها در برنامه‌ریزی‌های آتی خود در ارتباط با میزان نگهداشت وجه نقد، علاوه بر نقدینگی ابتدای دوره، به تاثیر تصمیمات ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نقدینگی هدف نیز توجه کنند.
- با توجه به وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و نگهداشت شرکت‌ها، به نظر می‌رسد اهرم مالی می‌تواند به عنوان یک جایگزین برای نگهداشت وجه نقد محسوب شود؛ زیرا شرکت‌هایی که توانایی بالایی در جذب منابع خارجی دارند، به وجه نقد برای سرمایه‌گذاری نیاز کمتری دارند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود استفاده‌کنندگان از اطلاعات

مالی شرکت‌ها و همچنین سازمان بورس اوراق بهادار، در ارتباط با نسبت اهرم مالی دقت بیشتری کنند.

### پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

- مطالعه رابطه بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد به تفکیک صنایع مختلف و در دوره‌های زمانی طولانی‌تر؛
- بررسی رابطه‌ی نگهداشت وجه نقد و نقدشوندگی سهام؛
- تنوع بخشی تجاری و تاثیر آن بر میزان نگهداری وجه نقد؛
- تاثیر رقابت پذیر بودن و یا نبودن صنایع بر میزان وجه نقد؛
- بررسی ارتباط خطی نوع تامین مالی و نگهداری وجه نقد؛
- بررسی محافظه کاری و انواع آن بر نگهداری وجه نقد؛
- تاثیر مکانیزم‌های مختلف حاکمیت شرکتی بر تاثیر قوت ارتباط محافظه کاری و نگهداشت وجه نقد؛
- همچنین نظریه‌های طرح شده در این پژوهش با استفاده از متغیرهای جایگزین دیگر مورد بررسی و ارزیابی قرار گیرد.

### محدودیت‌های پژوهش

با توجه به وجود تورم بالا در سال‌های اخیر و تاثیر آن بر صورت‌های مالی، ممکن است وجود چنین تورمی، نتیجه‌های این پژوهش را (که با استفاده از صورت‌های مالی مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی به دست آمده است) خدشه‌دار کند.

### پی‌نوشت

۱	Information Asymmetry	۴	Free Cash Flow Theory
۲	Agency Costs	۵	Bird in the Hand
۳	Pecking Order Theory	۶	Trade Off Theory

## منابع

- آقایی، محمد علی؛ نظافت، احمد رضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸). بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال اول، شماره اول و دوم، صص ۵۳ - ۷۰.
- اسدی، غلامحسین؛ عزیزی بصیر، سعید. (۱۳۸۷). بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تاثیر آن بر سود تقسیمی، *پیام مدیریت*، شماره ۲۸، صص ۱۳۳ - ۱۵۵.
- بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر؛ محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۷-۲۹.
- تقوی، روح‌الله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و مانده وجه نقد. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- جهانخانی، علی؛ قربانی، سعید. (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
- خالقی مقدم، حمید؛ باغومیان، رافیک. (۱۳۸۶). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. *پیک نور*، شماره ۴.
- رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ؛ حنجری، سارا. (۱۳۸۹). تاثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره ۴، صص ۱۲۵-۱۴۴.
- قائم، محمد حسین؛ علوی، سید مصطفی. (۱۳۹۱). رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد، *فصلنامه حسابداری مدیریت*، سال پنجم، شماره ۱۲.
- کاشانی پور، محمد؛ مومنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال سوم، شماره ۱۴.
- گجراتی، دامودار. (۱۳۸۷). *مبانی اقتصاد سنجی*، ترجمه دکتر حمید ابریشمی، موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، چاپ پنجم.
- محمدی، منصور. (۱۳۸۹). بررسی عوامل تعیین‌کننده وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

ملکیان، اسفندیار؛ احمدپور، احمد؛ محمدی، منصور. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال دوم، شماره ۱۱.

مهرانی، ساسان؛ شیخی، کیوان؛ پارچینی پارچین، سید مهدی. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت وجه نقد. *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، سال دوم، شماره ۷، صص ۱۷-۳۳.

نیکبخت، محمدرضا؛ پیکانی، محسن. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیار حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*، شماره ۲۸، صص ۸۹-۱۰۴.

یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب الدین؛ متان، مجتبی. (۱۳۸۹). رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سال دوم، شماره ۸.

Afza, T; Hassan Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan, *International Business Research*, 3 (3).

Akyildirim, E ; Ethem Guney, I. (2014). Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: Evidence from Developing and Developed Markets. *Social Science Research Network*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2375099>.

Autukaite, R ; Molay, E. (2010). Cash Holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence From France. *International Conference of the French Finance Association*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com>.

Basil Al-Najjar. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review* 22, 77-88.

Drobtz, W ; Gruninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Swiss Society for Financial Market Research*, 21 (3), 293-324.

Faulkender, M. (2004). Cash holdings among small businesses. Working Paper.

Ferreira, M ; A. Vilela, A. S. (2004). Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, Volume 10 (2), 295-319.

Ranjan, D ; Sudha , K ; Patrik, JL. (2007). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance* 32, 1209-1220.



- Subramaniam, V ; Tony, T ; Tang,Heng Yue ; Xin Zhou (2011). Firm structure and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance* 17, 759-773.
- Wenchien, L ; Yuanchen, C. (2008. (The Determinants and Marginal Value of Corporate Cash Holdings: Financial Constraints versus Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 90, 59-83