



بررسی تطبیقی عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های  
خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در بورس اوراق بهادار  
تهران

محمود لاری\*

استادیار گروه حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

E-mail: lari1352@yahoo.com

بهزاد بیگی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

Email: behzadbeigi66@yahoo.com

محمد ملازاده

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

Email: mohammad.mollazadeh@yahoo.com

## چکیده

هدف این پژوهش بررسی تطبیقی عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی می‌باشد. دوره زمانی پژوهش، ۱۳۸۶-۱۳۹۱ بوده و ۱۳۴ شرکت (۸۵ شرکت خصوصی و ۴۹ شرکت دارای مالکیت دولتی) به عنوان نمونه انتخاب شده است. برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش در حالت تلفیقی/ترکیبی، از آزمون t و مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد و جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش، توجیه‌کننده تفاوت بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی و جریان نقدی و مخارج سرمایه‌ای، توجیه‌کننده تفاوت بین تغییر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های مذکور می‌باشد. به طوری که در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، با افزایش جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش، میزان نگهداشت وجه نقد افزایش و همچنین با افزایش جریان نقدی و کاهش مخارج سرمایه‌ای، تغییر نگهداشت وجه نقد به طور معنی‌داری افزایش می‌یابد.

**واژه‌های کلیدی:** نگهداشت وجه نقد، شرکت‌های خصوصی، شرکت‌های دارای مالکیت دولتی و بورس تهران.

## ۱. مقدمه

امروزه یکی از با اهمیت‌ترین تصمیم‌های مالی اکثر شرکت‌ها این است که چقدر وجه نقد برای مقابله با ابهامات آتی نگهداری کنند. بر طبق آمار به دست آمده از منابع اطلاعاتی در سراسر دنیا شرکت‌های سهامی به طور میانگین ۱۵٪ از کل دارایی‌های خود را به شکل وجه نقد و سایر دارایی‌های با نقدینگی بالا نگهداری می‌کنند و همچنین با مطالعه ترانزنامه شرکت‌ها می‌توان دریافت که سهم نگهداری وجه نقد نسبت به کل دارایی‌ها در طول سال‌های ۲۰۰۴-۱۹۹۵ به تدریج افزایش

یافته است به طوری که این درصد در سال ۱۹۹۵ به طور میانگین ۹٪ بوده و در سال ۲۰۰۴ به بیش از ۱۷٪ افزایش یافته است (چانگ و نوربخش<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

وجوه نقد از اقلام مهم دارایی‌های جاری در فرآیند اجرای عملیات شرکت‌ها و واحدهای انتفاعی تلقی می‌شود. یکی از وظایف بسیار مهم مدیران مالی، پیش‌بینی جریانهای مناسب ورود و خروج نقد است، به عبارتی مدیریت وجوه نقد از مهم‌ترین وظایف در فرآیند مدیریت مالی است. اهمیت وجه نقد تا بدان‌جاست که در چارچوب نظری حسابداری مالی کشورهای مختلف یکی از اهداف حسابداری و گزارش‌گری مالی کمک به پیش‌بینی جریان وجه نقد آتی شرکت عنوان شده و به جهت این که مبنای تهیه صورت‌های مالی تعهدی بوده و اقلام تعهدی دربردارنده اطلاعاتی در مورد جریان وجه نقد آتی می‌باشد، کیفیت اقلام تعهدی به عنوان نماینده‌ای برای کیفیت حسابداری در نظر گرفته می‌شود (دجو<sup>۲</sup>، ۱۹۹۴).

بیزلی و بریگام<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) معتقدند که شرکت‌ها به دلایل و انگیزه‌های احتیاطی<sup>۴</sup>، گمانه‌زنی<sup>۵</sup> و معاملاتی<sup>۶</sup>، اقدام به نگهداشت سطح معینی از وجه نقد و دارایی‌های نقدی می‌کنند<sup>۷</sup>.

با توجه به اهمیت وجه نقد و میزان نگهداشت آن، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد و همچنین عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی کدامند؟

<sup>1</sup>Chang & Noorbakhsh

<sup>2</sup>Dechow

<sup>3</sup>Besley & Brigham

<sup>4</sup>Precautionary

<sup>5</sup>Speculative

<sup>6</sup>Transactional

<sup>۷</sup> منظور از دلایل احتیاطی، نگهداشت وجه نقد برای معاملات مالی روزمره و پرداخت برای خرید کالا و خدمات و سایر پرداخت‌های روتین است. منظور از دلایل گمانه‌زنی، نگهداشت وجه نقد به دلایل امنیتی و برای نوسانات و تغییرات پیش‌بینی نشده است. منظور از دلایل و انگیزه‌های معاملاتی، نگهداشت وجه نقد به منظور بهره‌برداری از خریدهای چانه‌زنی و با قیمت مناسب است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در رابطه با میزان نگهداشت وجه نقد نظریه‌های مختلفی وجود دارد که در ذیل به آن‌ها اشاره می‌شود:

طبق نظریه توازن (موازنه)<sup>۱</sup>، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه-منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (جانی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه‌های نهایی آن برابر شود (اوپلر و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹).

طبق نظریه سلسله مراتبی<sup>۴</sup> تأمین مالی که توسط مایرز و مجلوف<sup>۵</sup> (۱۹۸۴) مطرح گردید، شرکت‌ها تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهند (به نقل از دروبتز<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

بر اساس نظریه جریان وجه نقد آزاد<sup>۷</sup> که توسط جنسن<sup>۸</sup> (۱۹۸۶) مطرح گردید، وجوه نقد داخلی بیشتر، به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن‌ها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند (دروبتز و همکاران، ۲۰۱۰). بر اساس این نظریه، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را

<sup>1</sup> Trade-off Theory

<sup>2</sup> Jani et al.

<sup>3</sup> Opler et al.

<sup>4</sup> Pecking Order Theory

<sup>5</sup> Myers & Majluf

<sup>6</sup> Drobotz

<sup>7</sup> Free Cash Flow Theory

<sup>8</sup> Jensen

انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).  
 بر اساس روابط بانکی، تأمین مالی بانکی در مقایسه با بدهی عمومی، در کاهش مسائل مربوط به مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثرتر است و بانک‌ها در نظارت بر شرکت‌ها برای جمع‌آوری و پردازش اطلاعات، بهتر عمل می‌نمایند. به همین دلیل، موافقت یک بانک برای اعطای وام و یا تمدید یک وام می‌تواند علامت اطلاعاتی خوبی برای آن شرکت باشد (اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴).

نتایج تعدادی از پژوهش‌های خارجی و داخلی انجام شده که تا حدودی مشابه با پژوهش حاضر است به شرح ذیل است:

پینکویتز و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) در پژوهش خود در ۳۵ کشور مختلف در مورد تأثیر تئوری‌های نمایندگی و موازنه<sup>۳</sup> بر روی سطح نگهداری وجه نقد دریافتند که هر دو تئوری بر میزان نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها تأثیرگذار است. دیتمار و مارت اسمیت<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) با بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها در سطح بین‌المللی معتقدند که ارزش یک دلار وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های با سیستم حاکمیت شرکتی قوی، بالاتر است.

چانگ و نوربخش<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود در ۴۵ کشور مختلف دریافتند که شرکت‌های با سیستم حاکمیت شرکتی قوی جهت رفع مسائل نمایندگی تمایل بیشتری به نگهداری سطح بالای وجه نقد دارند.

گارسیا ترول و همکاران (۲۰۰۹) با بررسی نمونه‌ای از شرکت‌های اسپانیایی طی دوره ۱۹۹۵ الی ۲۰۰۱ به رابطه منفی بین کیفیت اقلام تعهدی و میزان نگهداشت وجه نقد و رابطه مثبت میزان بدهی بانکی و جریان‌های نقدی با میزان نگهداشت وجه نقد دست یافتند.

<sup>1</sup> Ferreira & Vilela

<sup>2</sup> Pinkowitz et al.

<sup>3</sup> Trade off

<sup>4</sup> Dittmar & Mahrt-Smith

<sup>5</sup> Chang & Noorbakhsh

گائو و همکاران (۲۰۱۳) بر این باورند که شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی، وجوه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند که این موضوع می‌تواند نشانگر بیش‌تر بودن مشکلات نمایندگی در شرکت‌های دولتی باشد.

النجار<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) با بررسی ۱۹۹۲ شرکت از کشورهای برزیل، روسیه، هند، چین و آمریکا طی دوره زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۸ به این نتیجه رسید که ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و اندازه شرکت از مهمترین عوامل تعیین‌کننده میزان نگهداشت وجه نقد هستند. وی همچنین به این نتیجه رسید که در کشورهای با حمایت ضعیف از سهامداران، میزان وجه نقد بیش‌تری نگهداری می‌شود.

فخاری و تقوی (۱۳۸۸) در پژوهش خود به‌رابطه مثبت و معنی‌دار متغیرهای فرصت رشد، جریان نقد و دارایی‌های نقدی و رابطه منفی و معنی‌دار متغیرهای کیفیت گزارشگری مالی، اندازه، سررسید بدهی و هزینه با مانده وجه نقد رسیدند.

مهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) معتقدند که شرکت‌های دارای کیفیت بالاتر حسابداری، میزان وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند و همچنین شرکت‌های دارای فرصت رشد بیش‌تر، وجه نقد بیش‌تر و شرکت‌های دارای دارایی‌های با نقدشوندگی بیش‌تر، نسبت اهرمی بالاتر و توزیع سود، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه انتخابی آن‌ها شامل ۲۸۳ شرکت و دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۴ است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر 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 تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی‌های بلندمدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

---

<sup>1</sup>Al-Najjar

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) با بررسی ۱۳۱ شرکت بورسی در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ به این نتیجه رسیدند که بین اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم با وجه نقد نگهداری شده رابطه منفی و بین جریان نقدی، سودآوری و فرصت‌های رشد با وجه نقد نگهداری شده رابطه مثبت وجود دارد. نتایج پژوهش آن‌ها منطبق با انگیزه هزینه‌های معاملاتی و انگیزه احتیاطی در خصوص نگهداری وجه نقد می‌باشد.

خواجه‌وی و همکاران (۱۳۹۱) با بررسی ۵۴ شرکت بورسی طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۷ به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای میزان بازدهی بیش‌تر بر روی وجه نقد، میزان وجه نقد بیش-تری نگهداری می‌کنند که این موضوع حکایت از رابطه مثبت بین میزان نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت دارد.

قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) با بررسی ۱۰۵ شرکت بورسی در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ به این نتیجه رسیدند که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین میزان نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و این یافته مؤید نظریه جریان نقد آزاد است.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش داری ۶ فرضیه به شرح ذیل است:

فرضیه اول: بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین تغییرمیزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین عوامل مؤثر بر میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین عوامل مؤثر بر میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ششم: بین عوامل مؤثر بر تغییر میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

#### ۴. متغیرهای پژوهش

##### ۴-۱. متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش، عوامل مؤثر بر میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی به پیروی از گائو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) است که در جدول ۱ آورده شده است:

جدول ۱: شرح متغیرهای مستقل

ردیف	نام متغیر	نحوه سنجش	تعریف اجزاء
۱	اندازه شرکت	$SIZE_{it} = \ln(TA_{it})$	$\ln(TA_{it})$ = لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ .
۲	جریان نقدی	$CF_{it} = OCF_{it}/TA_{it}$	$OCF_{it}$ = خالص وجه نقد عملیاتی شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ $TA_{it}$ = کل دارایی‌های شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ .
۳	نوسان‌پذیری جریان نقدی	$CFV_{it} = \sigma(CF_{it} \& CF_{it-1})$	$\sigma(CF_{it} \& CF_{it-1})$ = انحراف معیار جریان نقدی شرکت $i$ در طی سال مالی $t$ و $t-1$ .
۴	فرصت رشد	$SG_{it} = (S_{it} - S_{it-1})/S_{it-1}$	$S_{it}$ = میزان فروش شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ $S_{it-1}$ = میزان فروش شرکت $i$ در پایان سال مالی $t-1$ .
۵	اهرم مالی بلندمدت	$LEV_{it} = LTL_{it}/TA_{it}$	$LTL_{it}$ = بدهی‌های بلندمدت شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ $TA_{it}$ = کل دارایی‌های شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ .
۶	خالص سرمایه در گردش	$NWC_{it} = (CA_{it} - CL_{it} - Cash_{it})/TA_{it}$	$CA_{it}$ = دارایی‌های جاری شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ $CL_{it}$ = بدهی‌های جاری شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ $Cash_{it}$ = میزان وجه نقد شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ $TA_{it}$ = کل دارایی‌های شرکت $i$ در پایان سال مالی $t$ .

<sup>1</sup>Gao et al.



$FAP_{it}$ = میزان خرید دارایی‌های ثابت شرکت طی سال مالی $t$ $OAP_{it}$ = میزان خرید سایر دارایی‌های غیر جاری شرکت $t$ طی سال مالی $t$ $LTIP_{it}$ = میزان خرید سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت طی سال مالی $t$ $TA_{it}$ = کل دارایی‌های شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$	$CAPEX_{it} = (FAP_{it} + OAP_{it} + LTIP_{it}) / TA_{it}$	مخارج سرمایه‌ای	۷
$DPS_{it}$ = سود نقدی هر سهم شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$ $EPS_{it}$ = سود هر سهم شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$	$DIV_{it} = DPS_{it} / EPS_{it}$	پرداخت سود تقسیمی	۸
$Ln(AY_{it})$ = لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تأسیس تا پایان سال مالی $t$	$AGE_{it} = Ln(AY_{it})$	عمر شرکت	۹
این متغیر یک متغیر مجازی (دو وجهی) است. در صورتی که شرکت دارای مالکیت دولتی باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر فرض شده است.		نوع مالکیت (OT)	۱۰

#### ۴-۲. متغیر وابسته

متغیر وابسته استفاده شده در این پژوهش، نگهداشت وجه نقداست که برای سنجش آن از متغیرهای ذیل طبق جدول ۲ استفاده می‌گردد:

#### جدول ۲: شرح متغیرهای وابسته

ردیف	نام متغیر	نحوه سنجش	تعریف اجزاء
۱	میزان نگهداشت وجه نقد	$CH_{it} = (Cash_{it} + STI_{it}) / TA_{it}$	$STI_{it}$ = سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت (سریع‌المعامله) شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$ $Cash_{it}$ = میزان وجه نقد شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$ $TA_{it}$ = کل دارایی‌های شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$
۲	میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت (IACH)		میزان نگهداشت وجه نقد هر شرکت در پایان سال مالی بر مبنای میزان نگهداشت وجه نقد صنعت مربوطه در پایان همان سال تقسیم می‌شود.
۳	تغییر میزان نگهداشت وجه نقد	$DCH_{it} = CH_{it} - CH_{it-1}$	$CH_{it}$ = میزان نگهداشت وجه نقد شرکت $t$ در پایان سال مالی $t$ $CH_{it-1}$ = میزان نگهداشت وجه نقد شرکت $t$ در پایان سال مالی $t-1$

## ۵. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ (دوره ۶ ساله) است که با استفاده از روش حذفی (غزبال‌گری)، تنها شرکت‌هایی که تمام شرایط زیر را داشته‌اند به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند. این شرایط به شرح زیر است:

- ۱- سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۲- شرکت‌ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره مورد نظر تغییر داده باشند.
  - ۳- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ به طور کامل ارائه کرده باشند.
  - ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و واسطه‌گری مالی نباشد.
- لازم به ذکر است که از اطلاعات سال ۱۳۸۵ نیز در محاسبه بعضی از متغیرهای پژوهش استفاده گردید.
- با توجه به شرایط مذکور ۱۳۴ شرکت (۸۵ شرکت خصوصی و ۴۹ شرکت دارای مالکیت دولتی) به عنوان نمونه انتخاب شده و بررسی شده است.

## ۶. روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

این پژوهش از این لحاظ که به دنبال تعیین عوامل مؤثر بر میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی است، علی-مقایسه‌ای و از نوع همبستگی بوده و از آنجا که تعیین رابطه مذکور می‌تواند مورد استفاده گروه کثیری از استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها قرار گیرد از نوع کاربردی است. جهت اجرای پژوهش از رویکرد پس‌رویدادی استفاده شده است.

داده‌ها و متغیرها از طریق صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های نمونه، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز انجام شده است.

### ۷. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

به منظور آزمون فرضیه‌های اول تا سوم پژوهش از آزمون مقایسه میانگین (آزمون  $t$ ) استفاده می‌گردد و جهت تعیین عوامل مؤثر بر میزان نگهداشت وجه نقد، میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت و همچنین تغییرمیزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی از تحلیل‌های رگرسیونی تلفیقی/ترکیبی<sup>۱</sup> در قالب سه مدل رگرسیونی به صورت ذیل استفاده می‌شود (گائو و همکاران، ۲۰۱۳):

$$CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} OT_{it} + \beta_2 CF_{it} OT_{it} + \beta_3 CFV_{it} OT_{it} + \beta_4 SG_{it} OT_{it} + \beta_5 LEV_{it} OT_{it} + \beta_6 NWC_{it} OT_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} OT_{it} + \beta_8 DIV_{it} OT_{it} + \beta_9 AGE_{it} OT_{it} + \epsilon_{it}$$

$$IACH_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} OT_{it} + \beta_2 CF_{it} OT_{it} + \beta_3 CFV_{it} OT_{it} + \beta_4 SG_{it} OT_{it} + \beta_5 LEV_{it} OT_{it} + \beta_6 NWC_{it} OT_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} OT_{it} + \beta_8 DIV_{it} OT_{it} + \beta_9 AGE_{it} OT_{it} + \delta_{it}$$

$$DCH_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} OT_{it} + \beta_2 CF_{it} OT_{it} + \beta_3 CFV_{it} OT_{it} + \beta_4 SG_{it} OT_{it} + \beta_5 LEV_{it} OT_{it} + \beta_6 NWC_{it} OT_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} OT_{it} + \beta_8 DIV_{it} OT_{it} + \beta_9 AGE_{it} OT_{it} + \epsilon_{it}$$

تعریف متغیرها در جداول ۱ و ۲ ارائه شده است.

ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی (داده‌های تلفیقی) و ضرورت استفاده از آن، بیش‌تر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی میان متغیرها می‌باشد.

<sup>۱</sup> Pooled/Panel

قبل از تخمین مدل‌های رگرسیونی در سه حالت فوق جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون  $F$  و هاسمن پرداخته شده است. در صورتی که مقدار احتمال آماره  $F$  لیمر بیش‌تر از سطح معنی‌داری  $5\%$  باشد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی مناسب است. در صورتی که مقدار احتمال آماره هاسمن کم‌تر از سطح معنی‌داری  $5\%$  باشد؛ دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه باید از الگوی اثرات ثابت استفاده کنیم. در غیر این صورت اگر سطح معنی‌داری از  $5\%$  بیش‌تر باشد، استفاده از الگوی اثرات تصادفی مناسب است. در همه تکنیک‌های آماری از نرم‌افزارهای EXCEL و EViews استفاده شده است.

## ۸. تحلیل داده‌های پژوهش

### ۸-۱. بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است. بر اساس آزمون‌های ریشه واحد<sup>۱</sup> از نوع آزمون لوین، لین و چو<sup>۲</sup> چون مقدار P-Value کم‌تر از  $5\%$  بوده است، کل متغیرها در سطح<sup>۳</sup> کمتر از  $5\%$  پایا بوده‌اند. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت می‌باشد. انجام آزمون پایایی در رابطه با متغیر مجازی نوع مالکیت نامفهوم است و لذا از ارائه آن خودداری شده است.

<sup>1</sup> Unit Root Tests

<sup>2</sup>Levin, Lin & Chu

<sup>3</sup>Level

## جدول ۳: آزمون پایایی (ایستایی) متغیرها طی دوره پژوهش

متغیرها	آماره پایایی	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
نگهداشت وجه نقد		-۲۹/۸۳	۰/۰۰۰۰
نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت		-۳۵/۷۲	۰/۰۰۰۰
تغییر نگهداشت وجه نقد		-۳۹/۵۷	۰/۰۰۰۰
نوع مالکیت		---	---
اندازه شرکت		-۱۶/۸۷	۰/۰۰۰۰
جریان نقدی		-۲۳/۹۶	۰/۰۰۰۰
نوسان پذیری جریان نقدی		-۳۳/۴۸	۰/۰۰۰۰
فرصت رشد		-۵۹/۶۱	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی بلندمدت		-۴۰/۰۵	۰/۰۰۰۰
خالص سرمایه در گردش		-۱۵/۳۹	۰/۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای		-۲۱/۴۹	۰/۰۰۰۰
پرداخت سود تقسیمی		-۳۵/۱۹	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت		-۳/۰۵	۰/۰۰۱۱

## ۸-۲. بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است.

با مقایسه ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) متغیرهای مستقل و وابسته به این نتیجه می‌رسیم که متغیرهای وابسته نگهداشت وجه نقد در مقایسه با عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد دارای ضریب تغییرات بسیار بیش‌تر و یا بسیار کم‌تری بوده است. در بین متغیرهای مستقل، متغیر اندازه و عمر شرکت در مقایسه با سایر متغیرها دارای پراکندگی کم‌تر و در نتیجه ثبات و پایداری بیش‌تری در طی دوره ۶ ساله پژوهش بوده‌اند.

شرکت‌های نمونه، به طور متوسط از اهرم مالی بلندمدت ۸٪ کل دارایی‌ها و درصد پرداخت سود تقسیمی ۴۲٪ برخوردار بوده‌اند.

جدول ۴: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	معیارها	تعداد	میانگین	میانه	ماکزیه م	مینیم	انحراف معیار	ضریب تغییرات
نگهداشت وجه نقد	۸۰۴	۰/۰۷	۰/۰۴	۰/۵۲	۰	۰/۰۷	۱	
نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت	۸۰۴	۱/۴۴	۱	۱۲/۵۴	۰/۰۲	۱/۵۱	۱/۰۵	
تغییر نگهداشت وجه نقد	۸۰۴	-۰/۰۰۱	۰	۰/۳۷	-۰/۳۱	۰/۰۶	۶۰	
نوع مالکیت	۸۰۴	۰/۳۷	۰	۱	۰	۰/۴۸	۱/۳	
اندازه شرکت	۸۰۴	۱۳/۳۳	۱۳/۱۹	۱۸/۴۴	۹/۸۲	۱/۴۳	۰/۱۱	
جریان نقدی	۸۰۴	۰/۱۵	۰/۱۳	۰/۶۵	-۰/۳۸	۰/۱۳	۰/۸۷	
نوسان پذیری جریان نقدی	۸۰۴	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۵۳	۰	۰/۰۷	۱	
فرصت رشد	۸۰۴	۰/۲	۰/۱۵	۵/۲۱	-۰/۷۴	۰/۴۳	۲۱/۵	
اهرم مالی بلندمدت	۸۰۴	۰/۰۸	۰/۰۵	۰/۵۸	۰	۰/۰۹	۱/۱۳	
خالص سرمایه در گردش	۸۰۴	۰/۰۷	۰/۰۷	۰/۶	-۰/۵۳	۰/۱۹	۲/۷۱	
مخارج سرمایه‌ای	۸۰۴	۰/۰۶	۰/۰۴	۰/۴۲	-۰/۱۴	۰/۰۷	۱/۱۷	
پرداخت سود تقسیمی	۸۰۴	۰/۴۲	۰/۴۵	۸/۰۶	-۲۲/۸	۸/۸۴	۲۱/۰۵	
عمر شرکت	۸۰۴	۳/۴۹	۳/۶۳	۴/۱۱	۲/۲	۰/۴۱	۰/۱۲	

### ۸-۳. بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون همبستگی بین متغیرها در دوره ۶ ساله پژوهش، در جدول ۵ حاکی از آن است که بین متغیرهای نوع مالکیت، جریان نقدی، نوسان‌پذیری جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش با میزان نگهداشت وجه نقد، همبستگی مثبت و معنی‌دار و بین اهرم مالی بلندمدت و میزان نگهداشت وجه نقد، همبستگی منفی و معنی‌دار وجود داشته است.

همچنین بین نوع مالکیت و اندازه شرکت، همبستگی مثبت و معنی‌دار (۰/۲۴)، بین نوع مالکیت و مخارج سرمایه‌ای، همبستگی منفی و معنی‌دار (۰/۰۹-) و همچنین بین جریان نقدی و مخارج سرمایه‌ای با عمر شرکت، همبستگی منفی و معنی‌دار (به ترتیب ۰/۱۶- و ۰/۱۸-) وجود داشته است. این نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های دولتی مورد بررسی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی از نظر حجم دارایی‌ها، بزرگ‌تر و از لحاظ میزان مخارج سرمایه‌ای کوچک‌تر بوده و

همچنین با افزایش عمر شرکت، توانایی شرکت در ایجاد جریانهای نقد عملیاتی و انجام مخارج سرمایه‌ای به طور چشمگیری کاهش یافته است.  
دیگر نتایج معنی‌دار همبستگی در جدول ۵ با علامت ستاره (\*) مشخص گردیده است.

جدول ۵. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	نگهداشت وجه نقد	نگهداشت وجه نقد تبدیل شده بر مبنای صنعت	تغییر نگهداشت وجه نقد	نوع مالکیت	اندازه شرکت	جریان نقدی	نوسان پذیری جریان نقدی	فرصت رشد	اهرم مالی بلندمدت	خالص سرمایه در گردش	مخارج سرمایه‌ای	پرداخت سود تقسیمی	عمر شرکت
نگهداشت وجه نقد	۱												
نگهداشت وجه نقد تبدیل شده بر مبنای صنعت		۱											
تغییر نگهداشت وجه نقد			۱										
نوع مالکیت				۱									
اندازه شرکت					۱								
جریان نقدی						۱							
نوسان پذیری جریان نقدی							۱						
فرصت رشد								۱					
اهرم مالی بلندمدت									۱				
خالص سرمایه در گردش										۱			
مخارج سرمایه‌ای											۱		
پرداخت سود تقسیمی												۱	
عمر شرکت													۱

۸-۴. آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون فرضیه فوق از آزمون برابری میانگین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی طی دوره پژوهش (آزمون t) استفاده شده است. نتیجه آزمون برابری میانگین میزان نگهداشت وجه نقد در جدول ۶ نشان می‌دهد که طی دوره پژوهش، تفاوت معنی‌داری بین میانگین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی وجود داشته است. به طوری که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، میزان وجه نقد بیش‌تری نگهداری نموده‌اند. به دلیل وجود تفاوت معنی‌دار بین میانگین میزان نگهداشت وجه نقد، فرضیه اول پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود.

#### جدول ۶. آزمون برابری میانگین میزان نگهداشت وجه نقد طی دوره پژوهش

روش	درجه آزادی	مقدار t	احتمال t
آزمون t	۸۰۲	-۱/۹۸	۰/۰۴۷۹

#### ۸-۵. آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون فرضیه فوق نیز از آزمون برابری میانگین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی طی دوره پژوهش (آزمون t) استفاده شده است. نتیجه آزمون برابری میانگین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در جدول ۷ نشان می‌دهد که طی دوره پژوهش، تفاوت معنی‌داری بین میانگین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی وجود نداشته است. این موضوع حاکی از آن است که نوع صنعت بر تفاوت بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی مؤثر نیست. به دلیل عدم وجود تفاوت معنی‌دار بین میانگین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت، فرضیه دوم مورد تأیید واقع نمی‌شود.



جدول ۷. آزمون برابری میانگین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت طی

دوره پژوهش

روش	درجه آزادی	مقدار t	احتمال t
آزمون t	۸۰۲	-۱/۲۷	۰/۲۰۵۸

#### ۸-۶. آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون فرضیه سوم از آزمون برابری میانگین تغییر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی استفاده گردید. نتیجه آزمون برابری میانگین تغییر نگهداشت وجه نقد در جدول ۸ نشان می‌دهد که تفاوت معنی‌داری بین میانگین تغییر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی وجود نداشته است. این امر با توجه به نتیجه فرضیه اول، نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی به طور میانگین وجوه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند ولی از نظر تغییر نگهداشت وجه نقد، تفاوت معنی‌داری با شرکت‌های خصوصی ندارند. به دلیل عدم وجود تفاوت معنی‌دار بین میانگین تغییر نگهداشت وجه نقد، فرضیه سوم پژوهش هم مورد تأیید واقع نمی‌شود.

جدول ۸. آزمون برابری میانگین تغییر نگهداشت وجه نقد طی دوره پژوهش

روش	درجه آزادی	مقدار t	احتمال t
آزمون t	۸۰۲	-۰/۹۹	۰/۳۲۱۷

#### ۸-۷. آزمون فرضیه چهارم

قبل از آزمون فرضیه چهارم تا ششم، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر و هاسمن پرداخته شده ولی از ارائه آن خودداری و تنها به نوع مدل رگرسیونی اشاره شده است.

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات تصادفی تأثیر عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی طی دوره پژوهش در جدول ۹ نشان می‌دهد که تأثیر جریان نقدی در نوع مالکیت و همچنین خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت بر میزان نگهداشت وجه نقد، مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این امر حاکی از آن است که جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش از جمله عوامل مؤثر و توجیه‌کننده تفاوت بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی می‌باشد. به طوری که در شرکت‌های دولتی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، با افزایش جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش، میزان نگهداشت وجه نقد به طور چشمگیری افزایش می‌یابد.

نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش تنها ۰/۰۷۶ از میزان نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر متغیرهای پژوهش بوده است. ضریب تعیین تعدیل شده پایین حاکی از آن است عوامل در نظر گرفته شده در این پژوهش نمی‌توانند به طور کافی توجیه‌کننده میزان تفاوت در نگهداشت وجه نقد در بین شرکت‌های خصوصی و با مالکیت دولتی باشند.

مقادیر باقی‌مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور دارای آماره جاک برا برابر با ۱/۹۴۱ و احتمال آماره جاک برا برابر با ۰/۳۷۹ بوده که حاکی از نرمال بودن باقی‌مانده‌های رگرسیونی است. با توجه به معنی‌دار بودن ضریب رگرسیونی جریان نقدی در نوع مالکیت و همچنین خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت، فرضیه چهارم پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۹. تأثیر عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی

متغیرها	آماره‌ها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره $F$	احتمال آماره $F$
مقدار ثابت		۰/۰۶	۱۱/۵۵	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت در نوع مالکیت		-۰/۰۰۲	-۰/۶۸	۰/۴۹۸۵
جریان نقدی در نوع مالکیت		۰/۲۱	۶/۷۸	۰/۰۰۰۰
نوسان پذیری جریان نقدی در نوع مالکیت		۰/۰۶	۱/۱۶	۰/۲۴۷۱
فرصت رشد در نوع مالکیت		-۰/۰۰۸	-۰/۹۹	۰/۳۲۱۰
اهرم مالی بلندمدت در نوع مالکیت		-۰/۰۸	-۱/۴۶	۰/۱۴۵۷
خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت		۰/۰۹	۳/۱۴	۰/۰۰۱۷
مخارج سرمایه‌ای در نوع مالکیت		-۰/۰۲	-۰/۳۵	۰/۷۲۸۵
پرداخت سود تقسیمی در نوع مالکیت		-۰/۰۰۱	-۰/۷۹	۰/۴۲۹۰
عمر شرکت در نوع مالکیت		۰/۰۰۳	۰/۲۲	۰/۸۲۷۴
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره $F$	آماره دورین-واتسون
۰/۰۸۶		۰/۰۷۶	۰/۰۰۰۰	۱/۶۶

#### ۸-۸. آزمون فرضیه پنجم

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات تصادفی تأثیر عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در جدول ۱۰ نشان می‌دهد که تأثیر جریان نقدی در نوع مالکیت و همچنین خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت بر میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت، مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این موضوع نشان می‌دهد که باز هم جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش از جمله عوامل مؤثر و توجیه‌کننده تفاوت بین میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی می‌باشد. به طوری که در شرکت‌های دولتی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، با افزایش جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش، میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت به طور چشمگیری افزایش می‌یابد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره تنها ۰/۰۶۳ از میزان نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر

مبنای صنعت تحت تأثیر متغیرهای پژوهش بوده است. ضریب تعیین تعدیل شده پایین حاکی از آن است عوامل در نظر گرفته شده در این پژوهش نمی‌توانند به طور کافی توجیه‌کننده میزان تفاوت در نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در بین شرکت‌های خصوصی و با مالکیت دولتی باشند.

مقادیر باقی‌مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور دارای آماره جاکوب برا برابر با  $3/905$  و احتمال آماره جاکوب برا برابر با  $0/142$  بوده که حاکی از نرمال بودن باقی‌مانده‌های رگرسیونی است. با توجه به معنی‌دار بودن ضریب رگرسیونی جریان نقدی در نوع مالکیت و همچنین خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت، فرضیه پنجم پژوهش هم مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۱۰. تأثیر عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد تعدیل شده بر مبنای صنعت در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی

متغیرها	آماره‌ها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت		۱/۳۷	۱۲/۹۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت در نوع مالکیت		-۰/۰۶	-۰/۹۳	۰/۳۵۲۰
جریان نقدی در نوع مالکیت		۴/۷۷	۶/۷۱	۰/۰۰۰۰
نوسان‌پذیری جریان نقدی در نوع مالکیت		۰/۷۳	۰/۶۱	۰/۵۳۹۹
فرصت رشد در نوع مالکیت		-۰/۱۹	-۱/۰۴	۰/۲۹۶۶
اهرم مالی بلندمدت در نوع مالکیت		-۱/۴	-۱/۲۱	۰/۲۲۶۱
خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت		۱/۳۹	۱/۲۲	۰/۰۲۶۸
مخارج سرمایه‌ای در نوع مالکیت		-۱/۱	-۰/۷۵	۰/۴۵۳۰
پرداخت سود تقسیمی در نوع مالکیت		-۰/۰۱	-۰/۷۳	۰/۴۶۶۴
عمر شرکت در نوع مالکیت		۰/۱	۰/۴۴	۰/۶۵۹۵
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰/۰۷۴		۰/۰۶۳	۰/۰۰۰۰	۱/۶۱

### ۸-۹. آزمون فرضیه ششم

مدل رگرسیونی تلفیقی تأثیر عوامل مؤثر بر تغییر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در جدول ۱۱ نشان می‌دهد که تأثیر جریان نقدی در نوع مالکیت

بر تغییر نگهداشت وجه نقد، مثبت و معنی دار و تأثیرمخارج سرمایه‌ای در نوع مالکیت بر تغییر نگهداشت وجه نقد، منفی و معنی دار می‌باشد. این موضوع نشان می‌دهد که جریان نقدی و مخارج سرمایه‌ای از جمله عوامل توجیه‌کننده تفاوت بین تغییر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دولتی می‌باشد. به طوری که در شرکت‌های دولتی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، با افزایش جریان نقدی و کاهش مخارج سرمایه‌ای، تغییر نگهداشت وجه نقد، افزایش می‌یابد. مقادیر باقی مانده رگرسیونی مدل مذکور دارای آماره جارک‌برا برابر با ۱/۳۶۳ با احتمال برابر با ۰/۵۰۶ بوده که حاکی از نرمال بودن باقی مانده‌های رگرسیونی است. با توجه به معنی دار بودن ضریب رگرسیونی جریان نقدی در نوع مالکیت و مخارج سرمایه‌ای در نوع مالکیت، فرضیه ششم هم مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۱۱. تأثیر عوامل مؤثر بر تغییر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت-

های دارای مالکیت دولتی

متغیرها	آماره‌ها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت		-۰/۰۱	-۰/۹۳	۰/۳۵۵۲
اندازه شرکت در نوع مالکیت		-۰/۰۰۱	-۰/۷۹	۰/۴۳۱۱
جریان نقدی در نوع مالکیت		۰/۱۲	۴/۱۲	۰/۰۰۰۰
نوسان‌پذیری جریان نقدی در نوع مالکیت		۰/۰۳	۰/۵۶	۰/۵۷۶۲
فرصت رشد در نوع مالکیت		-۰/۰۰۳	-۰/۳۴	۰/۷۳۱۶
اهرم مالی بلندمدت در نوع مالکیت		۰/۰۱	۰/۲۶	۰/۷۹۳۱
خالص سرمایه در گردش در نوع مالکیت		-۰/۰۳	-۱/۲۲	۰/۲۲۲۵
مخارج سرمایه‌ای در نوع مالکیت		-۰/۰۲	-۳/۲۴	۰/۰۰۱۳
پرداخت سود تقسیمی در نوع مالکیت		-۰/۰۰۰۱	-۰/۱۳	۰/۸۹۳۵
عمر شرکت در نوع مالکیت		۰/۰۰۴	۰/۶۷	۰/۵۰۵۶
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دورین-واتسون	
۰/۰۳۱	۰/۰۲۰	۰/۰۰۲۵	۲/۱۹	

۹. بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف این پژوهش بررسی تطبیقی عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. برای انجام این پژوهش تعداد ۱۳۴ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۶ بررسی شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون t و مدل‌های رگرسیونی تلفیقی/ترکیبی طی دوره استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تفاوت معنی‌داری وجود دارد؛ به طوری شرکت‌های دارای مالکیت دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. این موضوع می‌تواند ناشی از مشکلات بیشتر نمایندگی در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در بورس اوراق بهادار تهران باشد. همچنین نتایج حاکی از آن است که جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش، توجیه‌کننده تفاوت بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی و جریان نقدی و مخارج سرمایه‌ای، توجیه‌کننده تفاوت بین تغییر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های مذکور می‌باشد. به طوری که در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، با افزایش جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش، میزان نگهداشت وجه نقد افزایش و همچنین با افزایش جریان نقدی و کاهش مخارج سرمایه‌ای، تغییر نگهداشت وجه نقد به طور معنی‌داری افزایش می‌یابد.

نتایج این پژوهش در رابطه با نگهداری وجوه نقد بیشتر شرکت‌های دارای مالکیت دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی مطابق با نتایج پژوهش قبلی گائو و همکاران (۲۰۱۳) است. با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه داد:

۱- با توجه به نگهداری میزان وجوه نقد بیشتر توسط شرکت‌های دارای مالکیت دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی، به سهامداران و به ویژه به سهامداران عمده و همچنین مدیران مالی شرکت‌های دارای مالکیت دولتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود به منظور استفاده بهینه از وجوه نقد شرکت، به سرمایه‌گذاری بیش‌تر وجه بدست آمده توسط شرکت‌های مذکور در آینده نزدیک توجه داشته باشند.

۲- با توجه به تأثیر مثبت و معنی‌دار جریان نقدی و خالص سرمایه در گردش بر میزان نگهداشت وجوه نقد توسط شرکت‌های دارای مالکیت دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی، به نظر می‌رسد وجوه نقد مازاد در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت بوده؛ به

طوری که با افزایش جریان نقدی شرکت، میزان نگهداشت وجه نقد به طور معنی داری افزایش می‌یابد. لذا، به سهامداران و به ویژه به سهامداران خردهو همچنین اعتباردهندگان شرکت‌های دارای مالکیت دولتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز پیشنهاد می‌شود به منظور اطمینان از دریافت سود نقدی و همچنین اطمینان از بازگشت اصل و فرع اعتبار اعطا شده خود در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، سرمایه‌گذاری نمایند.

## ۱۰. منابع و مأخذ

### ۱-۱۰. منابع فارسی

۱. آقایی، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و علی اکبر جوان (۱۳۸۸). «بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم، ۷۰-۵۳.
۲. خواجهی، شکرالله؛ بایزیدی، انور و سعید جبارزاده کنگرلویی (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و میزان نگهداری دارایی‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۹، ۷۶-۵۵.
۳. فخاری، حسین و سید روح‌الله تقوی (۱۳۸۸). «کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، ص ۸۴-۶۹.
۴. قربانی، سعید و مجتبی عدیلی (۱۳۹۱). «نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی»، دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، ۱۴۹-۱۳۱.
۵. مهران، کاوه و رضا حصارزاده (۱۳۸۸). «کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجوه نقد»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۵، ص ۱۲۷-۱۰۵.
۶. ملکیان، اسفندیار؛ احمدپور، احمد و منصور محمدی (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۱، فصل پاییز، ۱۴۳-۱۲۱.

## ۱۰-۲. منابع انگلیسی

7. Al-Najjar, B. (2013). "The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets", *International Business Review*, Vol. 22, 77-88.
8. Besley, S. and E. E. Brigham (2005). *Essential of Managerial Finance*, 13th Edition, Thomson, South-Western.
9. Chang, K. & Noorbakhsh, A. (2009). "Does National Culture Affect International Corporate Cash Holdings?", *J. of Multi. Fin. Manag.*, Vol. 19, 323-342.
10. Dechow, P. (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, 3-42.
11. Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, 599-634.
12. Drobetz, W., Gruninger, M., and S. Hirschvogl (2010). "Information Asymmetry and the Value of Cash", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, 2168-2184.
13. Ferreira, M. A., and A., Vilela (2004). "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, 295-319.
14. Gao, H., Harford, J. and K. Li (2013). "Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, 623-639.
15. Garcia-Teruel, P. J., Martinez-Solano P., and J. P. Sanchez-Ballesta (2009). "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings", *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 49, 95-115.
16. Jani, E.; Hoesli, M. and A. Bender (2004). "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", available at [www.ssrn.com,id=563863](http://www.ssrn.com,id=563863).
17. Jensen, M., (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economic Review*, Vol. 76, 323-9.
18. Jensen, M., and W. Meckling (1976). "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency Costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.
19. Opler T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and R. Williamson (1999). "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, 3-46.





20. Ozkan, A., & N., Ozkan (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, 2103-2134.
21. Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (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, 2725-2751.

## **Comparative study of effective factors on cash holding in private and state companies quoted in Tehran stock exchange**

### **Abstract**

The purpose of this research is to review the effective factors on cash holding in private and state companies. Time period of this research is 2006-2012 and a number of 134 companies (85 private companies, and 49 state companies) were chosen as sample. To analyze and test the assumptions of the research in pooled/plan mode, we used t test and multi-variable regression models.

The findings indicate that there is a significant difference between cash holding in private and state companies. Cash flow and net capital are vindicators of the difference between the level of cash holding in private and state companies, and cash flow and capital expenditures are vindicators of the difference between the change in cash holding in private and state companies. So that through increasing cash flow and net capital in state companies, the level of cash holding increases, and also by increasing cash flow and capital expenditures, the change in cash holding increases significantly.

**Keywords:** cash holding, private companies, state companies, Tehran stock exchange