



Paper type: Research Article

Investigating the Effect of Block and Institutional Ownership on Cash Holding Policies in Companies Listed on Tehran Stock Exchange

Amir Mohammad Bakhtiari*¹, Mohadeseh Beigom Jalali², Saeed Barati³, Shima Mirarab Razi⁴

Received: 2024/08/09

Accepted: 2025/02/28

Abstract

In this research, the effect of block ownership and institutional ownership on cash holding policies of companies listed on Tehran Stock Exchange was studied and analyzed. The research method employed was library-based, and domestic and international sources, references and articles were used. The relevant data was gathered through various databases of Tehran Stock Exchange including financial statements and explanatory notes provided by the companies listed on the Stock Exchange. For this purpose, the data from 104 companies listed on Tehran Stock Exchange was analyzed in the period between 2019 and 2023. In order to examine each of the hypotheses presented in this paper, regression models were used. The results of this research indicated that the independent variables of the research, i.e. block ownership and institutional ownership did not have a significant effect on companies' cash holdings. Therefore, it can be concluded that there is no meaningful relationship between block ownership and institutional ownership and cash holding policies of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Keywords: Block Ownership, Institutional Ownership, Cash Holding Policies, Companies admitted to the stock exchange.



10.71600/jacgr.2024.1129569



How to cite this article: Bakhtiari, A., Jalali, M. B., Brati, S., & Mirarab Razi, S. (2025). Investigating the impact of block and institutional ownership on cash retention policies in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 3(9), 123. (In Persian).

1. Department of Accounting, Shahrood Branch, Islamic Azad University, Shahrood, Iran.

*Corresponding Author: am.bakhtyari@iau.ir

2. Department of Accounting, Shahrood Branch, Islamic Azad University, Shahrood, Iran.

3. Department of Accounting, Shahrood Branch, Islamic Azad University, Shahrood, Iran.

4. Department of Accounting, Aliabad Katul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katul, Iran.



نوع مقاله: علمی پژوهشی

بررسی تاثیر مالکیت بلوکی و نهادی بر سیاست های نگهداری وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امیرمحمد بختیاری^{۱*}، محدثه بیگم جلالی^۲، سعید براتی^۳، شیما میرعرب رضی^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۲۹

چکیده

در این تحقیق تاثیر مالکیت بلوکی و مالکیت نهادی بر سیاست های نگهداری وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است. روش تحقیق انجام شده پیرامون این موضوع کتابخانه ای بوده و از منابع، ماخذ و مقالات داخل و خارج از کشور استفاده شده است و همچنین اطلاعات مربوطه و استفاده شده از طریق مراجعه به انواع بانک های اطلاعاتی سازمان بورس، ارقام مربوط به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی همراه و ارائه شده توسط شرکت های بورس اوراق بهادار جمع آوری شده است. بدین منظور از اطلاعات جمع آوری شده مربوط به ۱۰۴ شرکت مورد پذیرش در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی بین سال های ۱۳۹۸ الی سال ۱۴۰۲ مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است. در نهایت به منظور بررسی هر یک از فرضیه های ارائه شده در این مقاله از مدل های رگرسیونی استفاده گردیده است. نتایج به دست آمده این تحقیق نشان می دهد که متغیرهای مستقل تحقیق، شامل مالکیت بلوکی و مالکیت نهادی تاثیر گذار بر وجه نقد شرکت ها نمی باشد، بنابراین می توان گفت بین مالکیت بلوکی و مالکیت نهادی بر سیاست های نگهداری وجه نقد در شرکت ها ارتباط معناداری وجود ندارد.

واژه های کلیدی: مالکیت بلوکی، مالکیت نهادی، سیاست های نگهداری وجه نقد، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار.



10.71600/jacgr.2024.1129569



استناد: بختیاری، امیرمحمد؛ بیگم جلالی، محدثه؛ براتی، سعید؛ میرعرب رضی، شیما. (۱۴۰۳). بررسی تاثیر مالکیت بلوکی و نهادی بر سیاست های نگهداری وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری و راهبری شرکتی، ۳(۹)، ۱۳۹-۱۴۳.

۱. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران. *نویسنده مسئول: am.bakhtyari@iau.ir

۲. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران.

۳. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران.

۴. گروه حسابداری، واحد علی آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

مقدمه

مالکیت شرکت‌ها به دو دسته کلی بلوکی و نهادی تقسیم می‌شود. مالکیت بلوکی به سهامدارانی اطلاق می‌شود که سهم قابل توجهی در شرکت دارند و می‌توانند بر تصمیم‌گیری‌های آن تاثیر بگذارند. مالکیت نهادی به موسسات مالی مانند صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و بانک‌ها اطلاق می‌شود که در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. سیاست‌های نگهداری وجه نقد به میزان پولی که شرکت‌ها به صورت نقد یا معادل نقد نگه می‌دارند، اطلاق می‌شود. این سیاست‌ها می‌توانند بر عوامل مختلفی مانند سودآوری، ریسک و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر بگذارند. وجه‌نقد به عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای سرمایه در گردش همواره مورد توجه خاص مدیران و سرمایه‌گذاران قرار داشته است. نگهداشت وجه‌نقد در شرکت علی‌رغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف‌پذیری جهت تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از، از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری به هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه‌ساز ایجاد مشکلاتی چون افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه به دلیل مسائل نمایندگی است (بیوم^۱)، (۲۰۰۴). در حضور مسائل نمایندگی که از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان سرچشمه می‌گیرد، مدیران مایلند به جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. این امر باعث می‌شود که بازار به نگهداری وجوه مازاد که به دلیل مسائل نمایندگی شکلی پایدار به خود گرفته است، واکنشی منفی نشان داده و با کاهش بازده سهام، شرکت را جریمه نماید (لی^۲، ۲۰۱۱). از طرفی، گاهی اوقات مدیران در وضعیت‌هایی قرار می‌گیرند که تصمیم‌هایشان به نفع سهامداران شرکت نبوده و متمایل به سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد آزاد در پروژه‌هایی هستند، که منافع شخصی را از طریق دنبال کردن رویه برنامه‌ریزی مناسب، و نادیده گرفتن ارزش فعلی منفی پروژه‌ها، به همراه داشته باشد (کیم^۳ و همکاران، ۲۰۰۵). این فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بطور متوسط، ممکن است بازگشت‌هایی را ایجاد کنند که از هزینه سرمایه کمتر هستند. بدین ترتیب، جریان وجه‌نقد آزاد، عدم بکارگیری از دارایی‌ها (غیر کارا) را افزایش می‌دهد (جنسن^۴، ۱۹۸۶).

تحقیقات متعددی در مورد تاثیر مالکیت بلوکی و نهادی بر سیاست‌های نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها انجام شده است. این تحقیقات نشان داده‌اند که بین این دو نوع مالکیت و سیاست‌های نگهداری وجه نقد رابطه پیچیده‌ای وجود دارد. یافته‌های تحقیقات نشان می‌دهد که رابطه بین مالکیت و نگهداری وجه نقد پیچیده‌تر از آن چیزی است که قبلاً تصور می‌شد. تحقیقات آینده باید به بررسی این موضوع بپردازد که چگونه عوامل دیگر مانند صنعت، اندازه شرکت و ساختار حاکمیت شرکتی بر این رابطه تاثیر می‌گذارند. علاوه بر این، تحقیقات آینده باید به بررسی انگیزه‌های مالکیت بلوکی و نهادی در رابطه با سیاست‌های نگهداری وجه نقد بپردازد. درک بهتر این انگیزه‌ها می‌تواند به شرکت‌ها در توسعه سیاست‌های نگهداری وجه نقد کارآمدتر، کمک کند. تحقیق درباره نگهداری نقدینگی شرکتی یکی از موضوعات مرکزی در ادبیات مالی شرکتی در دو دهه گذشته بوده است. (آمس^۵ و همکاران، ۲۰۱۵) ادعا می‌کنند که دلیل افزایش این توجه ممکن است به دلیل افزایش نگهداری نقدینگی شرکت‌ها در سراسر جهان باشد. روند رشدی در نگهداری نقدینگی شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و شرکت‌های خصوصی در هر دو کشور در حال توسعه و کشورهای توسعه یافته مشاهده می‌شود (گائو^۶ و همکاران، ۲۰۱۳؛ علمران و السبعی^۷، ۲۰۲۲). نگهداری نقدینگی شرکتی یک دارایی استراتژیک است که به ارزش شرکتی افزوده می‌کند (بیئتس^۸ و همکاران، ۲۰۱۸). شرکت‌هایی که مقدار مناسبی وجه نقد دارند، توانایی بیشتری دارند و احتمال بقا در دوره‌های بحرانی مانند بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹ (کمپلو^۹ و همکاران، ۲۰۱۱) و همچنین دوران ویروس کووید-۱۹ (شیا^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۲) دارند. از طرفی در رابطه بین نگهداری

1. Biom

2. Lee

3. Kim

4. Jensen

5. Ames

6. Gao

7. Alamran and Alsaabi

8. Bates

9. Campello

10. Shia

نقدینگی و ساختار مالکیت که پیش تر مورد مطالعه قرار گرفته است (برای مثال، هارفورد^۱ و همکاران، ۲۰۰۸؛ مگینسون^۲ و همکاران، ۲۰۱۴؛ لانکان^۳، ۲۰۲۰) کمتر به این سوال در مورد مالکیت بلوک هولدر توجه شده است، مطالعات قبلی روابط مثبت بین نگهداری نقدینگی شرکتی و مالکیت بلوک هولدر را گزارش کرده اند. در حالی که این مطالعه با بررسی تأثیر مالکیت بلوک هولدر بر نگهداری نقدینگی شرکتها آغاز می شود، از دلایل ثبت شده در ادبیات در مورد اثر متفاوت ساختار مالکیت (بریکلی^۴ و همکاران، ۱۹۸۸؛ بوید و سولارینو^۵، ۲۰۱۶؛ آسنسیو-لوپز^۶ و همکاران، ۲۰۱۸) بهره می برد و بین انواع مختلف مالکیت بلوک هولدر تمایز قائل می شود تا نتایج متضاد در ادبیات را توضیح دهد. در اولین گام، ما دلایلی ارائه می دهیم و می یابیم که شرکت هایی که مالکیت بلوک هولدر بالاتری دارند، مقدار بیشتری وجه نقد نگه می دارند، که می تواند به واسطه ی ریسک بالاتر این شرکتها و نگرانی های نمایندگی کمتر به دلیل نظارت و مشارکت مالکان بلوک هولدر توضیح داده شود. سپس، ما بین مالکان بلوک هولدر استراتژیک تمیز می کنیم که معمولاً روابط تجاری با شرکت های سرمایه گذاری خود دارند و موقعیت های سرمایه گذاری خود را به مدت طولانی نگه می دارند، و مالکان بلوک هولدرهای مؤسساتی که معمولاً رابطه تجاری با شرکت های سرمایه گذاری خود ندارند و انتظار می رود که به طور مؤثر شرکت های سرمایه گذاری خود را نظارت کنند. ما می یابیم که رابطه بین نگهداری نقدینگی و مالکیت بلوک هولدر استراتژیک مثبت است، و رابطه بین نگهداری نقدینگی و مالکیت بلوک هولدر مؤسساتی منفی است. این پژوهش بر پایه پژوهش های صورت گرفته در سایر کشورها بررسی تأثیر مالکیت بلوکی و نهادی بر سیاست های نگهداری وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد. بنابراین ما در پی این هستیم که رابطه بین جریان نقد آزاد و کارایی دارایی ها را با ابزارهای کنترلی از جنبه های مختلف مکانیزم های راهبری شرکتی از قبیل مالکیت نهادی، مالکیت بلوکی بررسی کنیم. لذا پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال است که: مالکیت بلوکی و نهادی چه تأثیری بر روی سیاست های نگهداری وجه نقد در شرکت های قلمرو پژوهش دارد؟

پیشینه پژوهش

مطالعات گذشته نشان داده اند که بین مالکیت بلوکی و سیاست های شرکتی، از جمله سیاست های نقدینگی، ارتباط وجود دارد. سهامداران عمده ممکن است انگیزه داشته باشند تا از منابع شرکت برای منافع خود استفاده کنند، که می تواند منجر به سیاست های نقدینگی کمتر کارآمد شود. برخی تحقیقات نشان داده اند که تمرکز مالکیت (یعنی زمانی که تعداد کمی از سهامداران اکثریت سهام شرکت را در اختیار دارند) با سیاست های نقدینگی محافظه کارانه تر همراه است. این امر به این دلیل است که سهامداران عمده تمایل دارند ثبات شرکتی را حفظ کنند و از ریسک هایی که می توانند ارزش سهام را کاهش دهند، اجتناب کنند. هویت سهامداران عمده نیز می تواند بر سیاست های نقدینگی شرکت تأثیر بگذارد. به عنوان مثال، مطالعات نشان داده اند که شرکت هایی که توسط سرمایه گذاران نهادی (مانند صندوق های بازنشستگی) کنترل می شوند، تمایل به سیاست های نقدینگی محافظه کارانه تر نسبت به شرکت هایی دارند که توسط سرمایه گذاران فردی کنترل می شوند. کینگ^۷ و همکارانش (۲۰۲۲) دریافته اند که مالکیت بلوکی با سطح نقدینگی شرکتها (مانند موجودی پول نقد و اوراق بهادار قابل معامله) ارتباط مثبت دارد. این اثر مثبت در شرکت هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند قوی تر است. هیچ اثر قابل توجهی از هویت سهامداران عمده بر رابطه بین مالکیت بلوکی و نقدینگی یافت نشد. یافته های کینگ و همکاران (۲۰۲۲) نشان می دهد که مالکیت بلوکی می تواند تأثیر مثبتی بر سطح نقدینگی شرکتها داشته باشد. این اثر مثبت در شرکت هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند قوی تر است. گومز، بلماران، ترزا^۸ و همکاران (۲۰۲۳) فرض می کنند که شرکت هایی با مالکیت بلوکی بالا در اروپا، وجه نقد و سرمایه گذاری کمتری نسبت به شرکت هایی با مالکیت بلوکی پایین دارند. مالکان بلوکی مشوق های قوی برای حفظ ثبات شرکت در طول دوره های عدم اطمینان اقتصادی دارند. نگهداری وجه نقد بیشتر می تواند به شرکتها کمک کند تا در برابر شوک های منفی و فرصت های

1. Harford
2. Megginson
3. Lankan
4. Brickley
5. Boyd and Solarino
6. Ascensio Lopez
7. King
8. Gomez, Belmaran, Teresa

سرمایه‌گذاری غیرمنتظره محافظت کنند. با این حال، سرمایه‌گذاری کمتر می‌تواند منجر به از دست دادن فرصت‌های رشد شود. گومز، بلماران، ترزا و همکاران (۲۰۲۳) انتظار دارند که این اثر متضاد منجر به رابطه منفی بین مالکیت بلوکی و سیاست‌های نگهداری وجه نقد و سرمایه‌گذاری شود. چن، هابائو^۱ و همکارانش (۲۰۲۳) فرض می‌کنند که شرکت‌هایی با مالکیت بلوکی بالا در بریتانیا، وجه نقد و بدهی کمتری نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت بلوکی پایین دارند. مالکان بلوکی مشوق‌های قوی برای حفظ ثبات شرکت در طول دوره‌های عدم اطمینان اقتصادی دارند. نگهداری وجه نقد بیشتر می‌تواند به شرکت‌ها در برابر شوک‌های منفی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری غیرمنتظره کمک کند. بدهی کمتر می‌تواند خطر ورشکستگی را کاهش دهد. چن، هابائو و همکاران (۲۰۲۳) نمونه‌ای از ۱۱۴۳ شرکت غیرمالی فهرست شده در بورس اوراق بهادار لندن بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸ استفاده می‌کنند. آنها دریافتند که شرکت‌هایی با مالکیت بلوکی بالا در بریتانیا، وجه نقد و بدهی کمتری نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت بلوکی پایین دارند. این اثر برای شرکت‌هایی که در صنایع با عدم اطمینان عملیاتی بالا فعالیت می‌کنند، قوی‌تر است. یافته‌ها نشان می‌دهد که مالکیت بلوکی می‌تواند مکانیزمی مهم برای انضباط رفتار شرکتی در بریتانیا باشد.

گپتا، راج^۲ و همکاران (۲۰۲۴) شواهدی ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد مالکیت نهادی می‌تواند از طریق فشار بر مدیران برای اتخاذ سیاست‌های محافظه‌کارانه‌تر، سطح نقدینگی شرکت‌ها را افزایش دهد. آنها همچنین دریافتند که فعال‌گرایی سهامداران با سطح نقدینگی شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری دارد. این رابطه برای شرکت‌هایی که در صنایع با ریسک عملیاتی بالا فعالیت می‌کنند، قوی‌تر است. نویسندگان شواهدی ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد فعال‌گرایی سهامداران می‌تواند از طریق تشویق مدیران به اتخاذ سیاست‌های کارآمدتر، سطح نقدینگی شرکت‌ها را کاهش دهد.

گپتا، راج، و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی و فعال‌گرایی سهامداران بر سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها می‌پردازد. این تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت نهادی با سطوح بالاتر نقدینگی شرکت‌ها مرتبط است. این رابطه برای شرکت‌هایی که در صنایع با ریسک عملیاتی بالا فعالیت می‌کنند، قوی‌تر است. گپتا، راج، و همکاران (۲۰۲۴) بر این باورند که مالکیت نهادی، شرکت‌ها را به حفظ سطوح نقدینگی بالاتر برای مقابله با ریسک‌های احتمالی و حفظ ثبات عملیاتی تشویق می‌کند. فعال‌گرایی سهامداران نیز با سطوح بالاتر نقدینگی شرکت‌ها مرتبط است. این رابطه برای شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی دارند یا در معرض تهدید تصاحب هستند، قوی‌تر است. گپتا، راج، و همکاران (۲۰۲۴) بر این باورند که فعال‌گرایی سهامداران می‌تواند مدیران را به اتخاذ سیاست‌های نقدینگی محافظه‌کارانه‌تر برای افزایش ارزش سهامداران سوق دهد. این تحقیق از یک نمونه شرکت‌های آمریکایی استفاده می‌کند. ممکن است یافته‌ها به سایر کشورها یا زمینه‌های صنعتی تعمیم‌پذیر نباشد.

جونز، مایکل^۳ و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه می‌پردازد. این تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت نهادی با سطوح بالاتر نقدینگی شرکت‌ها مرتبط است. این رابطه برای شرکت‌هایی که در صنایع با فناوری بالا فعالیت می‌کنند، قوی‌تر است. نویسندگان بر این باورند که مالکیت نهادی، شرکت‌ها را به حفظ سطوح نقدینگی بالاتر برای تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های آتی در تحقیق و توسعه تشویق می‌کند. مالکیت نهادی همچنین با سطوح بالاتر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه شرکت‌ها مرتبط است. این رابطه برای شرکت‌هایی که در صنایع با رقابت بالا فعالیت می‌کنند، قوی‌تر است. نویسندگان بر این باورند که مالکیت نهادی، شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری بیشتر در تحقیق و توسعه برای حفظ مزیت رقابتی خود تشویق می‌کند.

فرضیه‌های پژوهشی

با توجه به نتایج تحقیقات مشابه انجام شده در این زمینه در داخل کشور فرضیه‌ها در جهت اثبات این موضوع هستند که:

- (۱) مالکیت بلوکی بر نگهداشت وجه نقد شرکت تاثیر دارد.
- (۲) مالکیت بلوکی نهادی بر نگهداشت وجه نقد شرکت تاثیر دارد.
- (۳) مالکیت بلوکی استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت تاثیر دارد.

1. Chen Hayao

2. GuptaRaj

3. Jones Michael

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد (CASH): برابر است با نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت به ارزش دفتری دارایی‌ها.

متغیر مستقل: مالکیت بلوکی (BOWN): برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامدارانی با حداقل ۵ درصد سهام شرکت. (شامل سهامداران و اشخاص حقیقی)

مالکیت بلوکی نهادی (IBOWN): برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامدارانی با حداقل ۵ درصد سهام شرکت که در گروه مالکان نهادی قرار می‌گیرند (شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های پوشش ریسک).

متغیرهای کنترلی:

مالکیت نهادی (IOWN): برابر است با درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی.

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش کل دارایی‌ها.

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت کل بدهی‌ها دفتری به ارزش کل دارایی‌ها.

ارزش بازار به دفتری (MB): برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد سهام ضرب در قیمت سهام) به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

سرمایه در گردش خالص (NWC): برابر است با نسبت (دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری منهای وجوه نقد و سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت) به کل دارایی‌ها.

جریانان نقدی عملیاتی (OCF): برابر است با نسبت جریانان نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها.

انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی (OCFV): برابر است با نسبت جریانان نقدی عملیاتی به کل دارایی‌های سه سال گذشته.

تقسیم سود (DIV): متغیر مجازی که وقتی شرکت تقسیم سود داشته باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد.

هزینه های پژوهش و توسعه (RD): برابر است با نسبت هزینه‌های پژوهش و توسعه به فروش کل.

مخارج سرمایه ای (CAPEX): برابر است با نسبت مخارج سرمایه ای به ارزش کل دارایی‌ها.

تحصیل دارایی (ACQ): در صورتی که شرکت در دوره جاری تحصیل دارایی داشته باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

جامعه و نمونه آماری

این پژوهش از منظر نتیجه کاربردی است چون یافته تحقیق می‌تواند به مدیران و ارکان راهبری شرکت‌ها در جهت ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی نگهداشت وجه نقد و تصمیم‌گیری بهینه کمک کند و از منظر رویکرد این پژوهش قیاسی می‌باشد چون فرضیات این پژوهش بر مبنای تئوری‌های موجود همچون تئوری نمایندگی^۱ بنا نهاده شده اند همچنین این پژوهش از منظر ماهیت یا نوع داده کمی می باشد. پژوهش حاضر از منظر بعد زمانی طولی به روش گذشته نگر می باشد و از نظر هدف از نوع تحلیلی به روش علی همبستگی می باشد.

این پژوهش، از نظر منطق اجرا از نوع قیاسی، از نظر هدف از نوع کاربردی، از نظر فرایند اجرا از نوع کمی، از نظر زمان انجام از نوع طولی - گذشته نگر و از نظر روش گردآوری داده‌ها از نوع تحلیلی - شبه تجربی - همبستگی است.

به منظور گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری پژوهش از روش مطالعه کتابخانه ای استفاده می گردد. در این پژوهش داده های اولیه با استفاده از متن صورتهای مالی، اطلاعات موجود در نرم افزار اطلاعاتی ره آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج می گردد. جامعه آماری پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که تعداد ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در بازه زمانی ۵ ساله بین سالهای ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ مورد تحقیق قرار گرفتند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی است. برخی مفاهیم آمار توصیفی شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار می‌باشد که در نگاره (۱) آمده است.

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
نگهداشت وجه نقد	CASH	۰.۰۹۰	۰.۰۵۱	۰.۷۲۷	۰.۰۰۰	۰.۱۰۴
مالکیت بلوکی	BOWN	۰.۴۸۵	۰.۵۰۱	۰.۹۵۰	۰.۰۰۰	۰.۱۹۵
مالکیت بلوکی نهادی	IBOWN	۰.۱۳۴	۰.۱۱۸	۰.۴۵۱	۰.۰۰۰	۰.۱۰۱
مالکیت بلوکی استراتژیک	SBOWN	۰.۵۷	۰.۰۴۴	۰.۲۲۳	۰.۰۰۰	۰.۰۵۲
مالکیت نهادی	IOWN	۰.۳۹۷	۰.۳۴۵	۰.۹۷۱	۰.۰۰۰	۰.۳۳۲
اندازه شرکت	SIZE	۱۵.۱۲۷	۱۴.۷۹۸	۲۰.۷۶۸	۱۱.۴۰۶	۱.۳۹۳
اهرم مالی	LEV	۰.۵۰۲	۰.۵۱۱	۰.۹۵۲	۰.۰۱۳	۰.۱۹۲
ارزش بازار به دفتری	MB	۵.۰۱۵	۳.۴۵۸	۱۹.۹۹۸	۰.۵۲۲	۴.۲۳۴
سرمایه در گردش خالص	NWC	۰.۱۳۱	۰.۱۴۱	۰.۶۹۲	-۰.۵۶۵	۰.۱۹۷
جریانان نقدی عملیاتی	OCF	۰.۱۳۶	۰.۱۱۶	۰.۵۷۱	-۰.۳۸۴	۰.۱۴۲
انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی	OCFV	۰.۰۶۵	۰.۰۵۴	۰.۳۳۳	۰.۰۰۵	۰.۰۴۷
تقسیم سود	DIV	۰.۸۵۹	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۳۴۷
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۸	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۰.۲۰۰	۰.۰۵۲	۳.۸۱۸	-۰.۷۸۹	۰.۵۱۹
تحصیل دارایی	ACQ	۰.۶۷۳	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۶۹

تعداد کل شرکت‌های نمونه ۱۰۴ شرکت در دوره زمانی پنج ساله بین سال‌های ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ می‌باشد که در مجموع تشکیل ۵۲۰ سال - شرکت را می‌دهند. نتایج به دست آمده در بخش آمار توصیفی نشان می‌دهند که میانگین نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها ۹ درصد کل دارایی‌های آنهاست که حداکثر آن ۷۲ درصد می‌باشد. هم‌چنین، میانگین مالکیت بلوکی شرکت‌ها ۴۸ درصد است که این برای مالکیت بلوکی نهادی ۱۳ درصد و مالکیت بلوکی استراتژیک ۵ درصد به دست آمده است. هم‌چنین، یافته‌های مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهند که مالکیت نهادی به طور متوسط ۳۹ درصد سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند. اندازه شرکت‌ها دارای متوسط ۱۵/۱ می‌باشد. اهرم مالی نشان می‌دهد که شرکت‌ها ۵۰ درصد دارایی‌های خود بدهی دارند که بالاترین آن بیش از ۹۵ درصد بوده و نشان از ریسک بالای شرکت دارد. ارزش بازار سهام شرکت‌ها به طور متوسط ۵ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنهاست که بالاترین آن ۱۹/۹ به دست آمده و نشان از فرصت‌های رشد بالای شرکت دارد. سرمایه در گردش خالص شرکت‌ها ۱۳ درصد کل دارایی‌هاست که بالاترین آن ۶۹ درصد و پایین‌ترین آن منفی ۵۶ درصد به دست آمده است. جریانان نقدی عملیاتی شرکت‌ها ۱۳ درصد کل دارایی‌های آنهاست که بالاترین آن ۵۷ درصد و پایین‌ترین آن زیان عملیاتی ۳۸ درصدی نسبت به کل دارایی‌ها را نشان می‌دهد. انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی شرکت‌ها ۶ درصد به دست آمده و بیش از ۸۵ درصد شرکت‌های نمونه در دوره زمانی پژوهش تقسیم سود داشته‌اند. هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت‌ها به طور میانگین ۰/۰۰۰۱ کل دارایی‌های آنهاست که بالاترین آن ۰/۰۰۸ به دست آمده است. مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها به طور متوسط ۲۰ درصد افزایش یافته که حداکثر آن ۳/۸ برابر و حداقل آن کاهش ۷۸ درصدی را نشان می‌دهد. در نهایت، بیش از ۶۷ درصد شرکت‌های نمونه در دوره زمانی پژوهش تحصیل دارایی داشته‌اند.

آزمون همخطی

قبل از آزمون فرضیات نیاز است وضعیت هم خطی بین متغیرها به عنوان فروض کلاسیک مورد بررسی قرار گیرد. هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. یعنی اگر چنین وضعیتی وجود داشته باشد ممکن است روابط کاذب بوجود آید. از این رو نیاز است وضعیت هم خطی بررسی گردد. بدین منظور از آزمون های تلورانس و عامل تورم استفاده شد.

در این آزمون ها ضریب عامل تلورانس نباید از یک بیشتر باشد (نزدیک به ۱ (بین ۰ تا ۱)) و از طرفی عامل تورم واریانس نیز معکوس تلورانس بوده و باید کمتر از ۱۰ باشد. همانطور که نتایج حاصل از آزمون هم خطی نشان داد در مدل های رگرسیونی عامل تورم واریانس متغیرهای وارد شده به مدل اصلی تحقیق کمتر از ۱۰ و تلورانس نیز نزدیک به ۱ بود که با توجه به نتایج بدست آمده می توان گفت بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی، هم خطی وجود ندارد از این رو برای تخمین مدل های رگرسیونی با مشکل مواجه نخواهیم شد.

آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: مالکیت بلوکی بر نگهداشت وجه نقد شرکت تاثیر دارد.

آزمون های تشخیصی مدل

اغلب برای انتخاب بین مدل ترکیبی و تلفیقی از آزمون چاو (F لیمر) استفاده می شود. در آزمون چاو فرضیه مخالف یکسان بودن عرض از مبدا را در برابر فرضیه مقابل آن، ناهمسانی عرض از مبدا، بررسی می کند. به عبارت دیگر، فرضیه صفر آزمون بیان می کند تفاوتی میان ضرایب برآورد شده برای تک تک مقاطع و ضریب برآورد شده جمعی وجود ندارد و یا ضرورتی به برآورد مدل با استفاده از داده های تابلویی نیست. حال در صورتی که نتیجه آزمون چاو برآورد مدل به روش داده های پانلی (تابلویی) باشد، باید انتخاب بین روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی نیز براساس نتایج آزمون هاسمن تعیین شود. فرضیه صفر در آزمون هاسمن، به برابری برآورد کننده هر دو روش حداقل مربعات تعمیم یافته و متغیر مجازی اشاره دارد. در صورتی که سطح خطای این آزمون بالاتر از ۵ درصد باشد از روش اثرات تصادفی و در صورتی که پایین تر از خطای ۵ درصد باشد از روش اثرات ثابت بهره گرفته می شود. یافته های مربوط به آزمون های چاو و هاسمن در نگاره (۲) آمده است:

نگاره (۲) نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۵۶۴۰	(۱۰۳،۴۰۴)	۰.۰۰۰	پانلی (تابلویی)
هاسمن	۹۱۸۴۱	۱۲	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

آزمون های برازش مدل

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۶۸ درصد از تغییرات موجود در نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد. همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد. عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی باقیمانده ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد. خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های برازش مدل در نگاره (۳) آمده است.

نگاره (۳) نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی اول

متغیر	نماد	تورم واریانس
مالکیت بلوکی	BOWN	۱.۱۴۷
مالکیت نهادی	IOWN	۱.۲۶۶
اندازه شرکت	SIZE	۱.۲۲۵
اهرم مالی	LEV	۱.۸۵۶
ارزش بازار به دفتری	MB	۱.۱۴۱
سرمایه در گردش خالص	NWC	۱.۶۰۲
جریانان نقدی عملیاتی	OCF	۱.۲۸۳
انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی	OCFV	۱.۰۹۷
تقسیم سود	DIV	۱.۱۸۱
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	۱.۰۵۵
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۱.۲۴۸
تحصیل دارایی	ACQ	۱.۲۳۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۶۸۸
آماره F		۱۰.۹۷۳
سطح معناداری		۰.۰۰۰
دوربین-واتسون		۱.۷۳۸
آماره بروش-پاگان		۲۲۳.۷۹۵
سطح معناداری		۰.۰۰۰

تخمین مدل رگرسیونی

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در نگاره (۴) آمده است. سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت بلوکی شرکت (BOWN) بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد که نشان از عدم اثرگذاری متغیر مالکیت بلوکی بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد (رد فرضیه اول پژوهش)

نگاره (۴) نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	-۰.۵۳۵	۰.۱۲۰	-۴.۴۲۵	۰.۰۰۰
مالکیت بلوکی	BOWN	۰.۰۰۷	۰.۰۳۲	۰.۲۲۲	۰.۸۲۴
مالکیت نهادی	IOWN	-۰.۰۳۲	۰.۰۴۷	-۰.۶۸۰	۰.۴۹۶
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۵۴	۰.۰۰۷	۷.۲۵۱	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۸۶	۰.۰۴۲	-۹.۰۱۷	۰.۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	۲.۴۰۳	۰.۰۰۰	۰.۰۲۶	۰.۹۷۸
سرمایه در گردش خالص	NWC	-۰.۳۴۴	۰.۰۳۲	-۱۰.۶۰۸	۰.۰۰۰
جریانان نقدی عملیاتی	OCF	۰.۲۵۵	۰.۰۲۵	۹.۸۷۷	۰.۰۰۰
انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی	OCFV	۰.۳۱۰	۰.۰۸۰	۳.۸۶۹	۰.۰۰۰
تقسیم سود	DIV	-۰.۰۰۷	۰.۰۱۲	-۰.۵۶۰	۰.۵۷۵
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	-۲.۶۰۳	۱۱.۷۵۵	-۰.۲۲۱	۰.۸۲۴
مخارج سرمایه ای	CAPEX	-۰.۰۳۴	۰.۰۰۶	-۵.۰۵۷	۰.۰۰۰
تحصیل دارایی	ACQ	۰.۰۰۲	۰.۰۰۷	۰.۳۸۰	۰.۷۰۳

فرضیه دوم: مالکیت بلوکی نهادی بر نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر دارد.

آزمون های تشخیصی مدل

اغلب برای انتخاب بین مدل ترکیبی و تلفیقی از آزمون چاو (F لیمر) استفاده می شود. در آزمون چاو فرضیه مخالف یکسان بودن عرض از مبدا را در برابر فرضیه مقابل آن، ناهمسانی عرض از مبدا، بررسی می کند. به عبارت دیگر، فرضیه صفر آزمون بیان می کند تفاوتی میان ضرایب برآورد شده برای تک تک مقاطع و ضریب برآورد شده جمعی وجود ندارد و یا ضرورتی به برآورد مدل با استفاده از داده های تابلویی نیست. حال در صورتی که نتیجه آزمون چاو برآورد مدل به روش داده های پانلی (تابلویی) باشد، باید انتخاب بین روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی نیز براساس نتایج آزمون هاسمن تعیین شود. فرضیه صفر در آزمون هاسمن، به برابری برآورد کننده هر دو روش حداقل مربعات تعمیم یافته و متغیر مجازی اشاره دارد. در صورتی که سطح خطای این آزمون بالاتر از ۵ درصد باشد از روش اثرات تصادفی و در صورتی که پایین تر از خطای ۵ درصد باشد از روش اثرات ثابت بهره گرفته می شود. یافته های مربوط به آزمون های چاو و هاسمن در نگاره (۵) آمده است:

نگاره (۵) نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۵.۶۹۳	(۱۰۳،۴۰۴)	۰.۰۰۰	پانلی (تابلویی)
هاسمن	۹۵.۶۳۹	۱۲	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

آزمون های برازش مدل

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۶۹ درصد از تغییرات موجود در نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد. همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است.

وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه‌های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد. عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین- واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین- واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها در مدل دارد. از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. برای این منظور از آزمون بروش- پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد. خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های برازش مدل در نگاره (۶) آمده است.

نگاره (۶) نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی دوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
مالکیت بلوکی نهادی	IBOWN	۱.۰۶۸
مالکیت نهادی	IOWN	۱.۲۳۰
اندازه شرکت	SIZE	۱.۲۱۱
اهرم مالی	LEV	۱.۷۵۶
ارزش بازار به دفتری	MB	۱.۱۳۶
سرمایه در گردش خالص	NWC	۱.۵۹۸
جریان نقدی عملیاتی	OCF	۱.۲۸۳
انحراف معیار جریان نقدی عملیاتی	OCFV	۱.۰۹۷
تقسیم سود	DIV	۱.۱۸۷
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	۱.۰۴۷
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۱.۲۴۸
تحصیل دارایی	ACQ	۱.۲۴۱
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۶۹۰
آماره F		۱۱.۰۵۵
سطح معناداری		۰.۰۰۰
دوربین- واتسون		۱.۷۵۱
آماره بروش- پاگان		۲۲۸۸۰.۳
سطح معناداری		۰.۰۰۰

تخمین مدل رگرسیونی

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در نگاره (۷) آمده است. سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت بلوکی نهادی شرکت (IBOWN) بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد که نشان از عدم اثرگذاری متغیر مالکیت بلوکی نهادی بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد (رد فرضیه دوم پژوهش).

نگاره (۷) نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	-۰.۴۹۳	۰.۱۲۱	-۴.۰۶۷	۰.۰۰۰
مالکیت بلوکی نهادی	IBOWN	-۰.۱۰۸	۰.۰۷۰	-۱.۵۳۳	۰.۱۲۵
مالکیت نهادی	IOWN	-۰.۰۳۰	۰.۰۴۶	-۰.۶۴۵	۰.۵۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۵۳	۰.۰۰۷	۷.۰۳۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۸۵	۰.۰۴۲	-۹.۰۲۹	۰.۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	-۰.۱۲۴	۰.۹۰۰
سرمایه در گردش خالص	NWC	-۰.۳۴۶	۰.۰۳۲	-۱۰.۷۲۲	۰.۰۰۰
جریانان نقدی عملیاتی	OCF	۰.۲۵۵	۰.۰۲۵	۹.۹۱۱	۰.۰۰۰
انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی	OCFV	۰.۳۱۵	۰.۰۸۰	۳.۹۴۰	۰.۰۰۰
تقسیم سود	DIV	-۰.۰۰۹	۰.۰۱۲	-۰.۷۰۰	۰.۴۸۳
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	-۲.۳۷۸	۱۱.۷۲۲	-۰.۲۰۲	۰.۸۳۹
مخارج سرمایه ای	CAPEX	-۰.۰۳۴	۰.۰۰۶	-۵.۰۴۲	۰.۰۰۰
تحصیل دارایی	ACQ	۰.۰۰۱	۰.۰۰۷	۰.۲۵۶	۰.۷۹۷

فرضیه سوم: مالکیت بلوکی استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت تاثیر دارد.

آزمون های تشخیصی مدل

اغلب برای انتخاب بین مدل ترکیبی و تلفیقی از آزمون چاو (F لیمر) استفاده می شود. در آزمون چاو فرضیه مخالف یکسان بودن عرض از مبدا را در برابر فرضیه مقابل آن، ناهمسانی عرض از مبدا، بررسی می کند. به عبارت دیگر، فرضیه صفر آزمون بیان می کند تفاوتی میان ضرایب برآورد شده برای تک تک مقاطع و ضریب برآورد شده جمعی وجود ندارد و یا ضرورتی به برآورد مدل با استفاده از داده های تابلویی نیست. حال در صورتی که نتیجه آزمون چاو برآورد مدل به روش داده های پانلی (تابلویی) باشد، باید انتخاب بین روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی نیز براساس نتایج آزمون هاسمن تعیین شود. فرضیه صفر در آزمون هاسمن، به برابری برآورد کننده هر دو روش حداقل مربعات تعمیم یافته و متغیر مجازی اشاره دارد. در صورتی که سطح خطای این آزمون بالاتر از ۵ درصد باشد از روش اثرات تصادفی و در صورتی که پایین تر از خطای ۵ درصد باشد از روش اثرات ثابت بهره گرفته می شود. یافته های مربوط به آزمون های چاو و هاسمن در نگاره (۸) آمده است.

نگاره (۸) نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۵۶۳۳	(۱۰۳،۴۰۴)	۰.۰۰۰	پانلی (تابلویی)
هاسمن	۹۴۰۱۴	۱۲	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

آزمون‌های برازش مدل

بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۶۸ درصد از تغییرات موجود در نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترل این مدل‌ها تبیین می‌گردد. همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی‌اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه‌های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک‌تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد. عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها در مدل دارد. از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد. خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های برازش مدل در نگاره (۹) آمده است.

نگاره (۹) نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی سوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
مالکیت بلوکی استراتژیک	SBOWN	۱.۱۰۰
مالکیت نهادی	IOWN	۱.۲۰۱
اندازه شرکت	SIZE	۱.۲۱۶
اهرم مالی	LEV	۱.۷۹۳
ارزش بازار به دفتری	MB	۱.۱۳۶
سرمایه در گردش خالص	NWC	۱.۶۱۸
جریان‌ات نقدی عملیاتی	OCF	۱.۲۹۹
انحراف معیار جریان‌ات نقدی عملیاتی	OCFV	۱.۰۹۸
تقسیم سود	DIV	۱.۱۸۴
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	۱.۰۴۴
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۱.۲۵۶
تحصیل دارایی	ACQ	۱.۲۳۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۶۸۸
آماره F		۱۰.۹۷۹
سطح معناداری		۰.۰۰۰
دوربین-واتسون		۱.۷۳۹
آماره بروش-پاگان		۶۱.۵۲۵
سطح معناداری		۰.۰۰۰

تخمین مدل رگرسیونی

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در نگاره (۱۰) آمده است.

نگاره (۱۰) نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	-۰.۵۱۹	۰.۱۲۱	-۴.۲۸۲	۰.۰۰۰
مالکیت بلوکی استراتژیک	SBOWN	-۰.۰۷۲	۰.۱۴۸	-۰.۴۸۷	۰.۶۲۶
مالکیت نهادی	IOWN	-۰.۰۳۱	۰.۰۴۷	-۰.۶۷۸	۰.۴۹۸
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۵۴	۰.۰۰۷	۷.۱۲۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۸۵	۰.۰۴۲	-۸.۹۸۷	۰.۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	۱.۸۴۷	۰.۰۰۰	۰.۰۲۰	۰.۹۸۳
سرمایه در گردش خالص	NWC	-۰.۳۴۲	۰.۰۳۲	-۱۰.۵۶۷	۰.۰۰۰
جریانان نقدی عملیاتی	OCF	۰.۲۵۵	۰.۰۲۵	۹.۸۸۹	۰.۰۰۰
انحراف معیار جریانان نقدی عملیاتی	OCFV	۰.۳۰۸	۰.۰۸۰	۳.۸۳۹	۰.۰۰۰
تقسیم سود	DIV	-۰.۰۰۷	۰.۰۱۲	-۰.۵۵۷	۰.۵۷۷
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	-۲.۶۵۹	۱۱.۷۵۳	-۰.۲۲۶	۰.۸۲۱
مخارج سرمایه ای	CAPEX	-۰.۰۳۳	۰.۰۰۶	-۵.۰۱۶	۰.۰۰۰
تحصیل دارایی	ACQ	۰.۰۰۲	۰.۰۰۷	۰.۳۵۸	۰.۷۳۰

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت بلوکی استراتژیک شرکت (SBOWN) بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان از عدم اثرگذاری متغیر مالکیت بلوکی استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد (رد فرضیه سوم پژوهش).

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش تأثیر مالکیت بلوکی و نهادی بر سیاست های نگهداشت وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. ۳ فرضیه در این پژوهش مطرح گردید که پس از بررسی و آزمونهای مربوط به فرضیه ها و بررسی ضرایب رگرسیونی فرضیه ها مشخص گردید که آماره F متغیرهای مستقل تحقیق یعنی مالکیت بلوکی و مالکیت نهادی در سطح خطای بزرگتر از ۵ درصد غیر معنا دار و دارای تأثیرگذاری بر وجه نقد شرکت ها نمی باشد بنابراین می توان گفت بین مالکیت بلوکی و مالکیت نهادی بر سیاست های نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود ندارد.

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

۱- با توجه به این موضوع که مالکیت بلوکی و نهادی بر سیاست نگهداشت وجه نقد شرکتهای تأثیر گذار نمی باشد، از این رو پیشنهاد می شود که مکانیزمی فراهم گردد تا عواملی که موثر اقدامات ضد مالکیت بلوکی بر جریانان وجه نقد می باشد مورد بررسی قرار گیرد.

۲- با توجه این موضوع که مالکیت بلوکی استراتژیک بر سیاست نگهداشت وجه نقد تأثیر گذار نمی باشد. عواملی که ممکن است بر ملاحظات قانونی موثر بر مالکیت بلوکی و سیاست های تأمین مالی تأثیر گذار باشد مورد بررسی قرار گیرد.

پیشنهادهای آتی

- بررسی اثر بخشی اقدامات ضد مالکیت بلوکی بر جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی تاثیر اقدامات ضد مالکیت بلوکی بر سیاست‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی دیدگاه‌های محافظه کارانه و ملاحظات قانونی بر مالکیت بلوکی استراتژیک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی مالکیت نهادی و مالکیت موروثی بر سیاست‌های تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

منابع

- پورغفار، جواد؛ قادر زاده؛ اسکویی، سیامک. (۱۴۰۰). بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۴ (۳۸) ص ۱-۱۹.
- رنجبر ناوی، رستم؛ چناری، حسن. مالکیت متمرکز، بلوکه سهام و تاخیر در گزارش حسابرسی. تابستان ۱۴۰۰، شماره ۲۰ رتبه C دانشگاه آزاد ص ۷۷-۸۷.
- زیبا مقدم؛ مرتضی خانلاری. (۱۳۹۹) بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین تجدید ارائه صورت های مالی و سطوح مختلف نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۱، ص ۹۷-۱۱۲.
- شمس الدینی، کاظم؛ نعمتی، میثم. (۱۴۰۰) بررسی رابطه پایداری مالکیت نهادی با مدیریت سود با لحاظ اهرم مالی شرکت. مجله دانش حسابداری، ۱۲ (۴) ص ۱۵۵-۷۷.
- شهبازی، مرتضی. تاثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت در زمان بحران مالی. بهار ۱۴۰۱، شماره ۸۴ ص ۶۹۷-۷۱۸.
- عزیز کرد، منصور؛ محمدی، مجید؛ گل دوست ۱۳۹۴، بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده، بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۲۲ شماره ۲، ص ۲۷۸-۲۶۳.
- غلامرضا پور؛ کاظمی؛ امیر نیا؛ عرب. بررسی تجربی نظریه های نمایندگی و ذینفعان در تبیین رابطه بین عملکرد کارکنان و نگهداشت وجه نقد شرکت. فصلنامه علمی دانش حسابداری مالی، مقاله پژوهشی، دوره ۸، شماره ۴، زمستان ۱۴۰۰ ص ۱۸۷-۱۶۹.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ فرزادی، سعید. (۱۳۹۵) بررسی تاثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریانهای نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال ۱۶ شماره ۶۲، صص ۶۳-۷۸.
- کرمی، غلامرضا؛ بیک بشرویه، سلمان؛ ایزد پور، مصطفی. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت بر کارایی سرمایه گذاری در نیروی انسانی. تحقیقات مالی، ۲۳ (۴) ص ۶۵۳-۶۶۵.
- موسوی، سید رضا؛ جباری، حسین؛ طالب بیدختی، عباس. (۱۳۹۴) حاکمیت شرکتی و تجدید ارائه صورت های مالی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی) دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۹۷-۱۱۹.
- نصیری، محمد؛ یغمایی؛ علیشه، ایوب. (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر تجدید ارائه صورت های مالی بر سیاست نگهداشت وجه ، پژوهشهای تجربی حسابداری، دوره ۹، شماره ۱، ص ۱۲۳-۱۴۲.
- وارث، حامد؛ صلواتی زاده، علی؛ بنا زاده، محمدجواد. (۱۴۰۱) بررسی تجربی تاثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت های عمومی. مدیریت دولتی، ۱۴ (۴) ص ۵۰۹-۵۳۰.

- Auditing Reviews, Faculty of Management, University of Tehran, Volume 22, Number 2, pp. 263-278. (in persian)
- Biome, L. Booth, and S. Cleary (2004). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms, *The Journal of Financial Research*, *XXLI*, 371–387.
- Chen ,H ,He ,H & ,Wang ,X .(۲۰۲۳) .The effect of block ownership on corporate liquidity policies and capital structure :Evidence from the UK *Journal of Corporate Finance* ,۷۰ . ۱۰۱۸۶۵
- Chen, Haiyao, et al. "The effect of block ownership on corporate liquidity policy and capital structure." *Journal of Financial Economics* 150.1 (2023): 233-260.
- Foroughi, Dariush; Amiri, Hadi; Farzadi, Saeed. (2016). Investigating the Impact of Institutional Shareholder Monitoring Mechanisms on the Relationship between Cash Flows and Changes in the Level of Cash Holdings of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Audit Knowledge*, Year 16, Number 62, pp. 63-78. (in persian)
- Gholamreza Pour; Kazemi; Amirnia; Arab. An Empirical Investigation of Agency and Stakeholder Theories in Explaining the Relationship between Employee Performance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, Research Article, Volume 8, Number 4, Winter 2022, pp. 169-187. (in persian)
- Gómez-Belmar, T., Vadillo, F. J & ,Vila, J. (2023). Block ownership and cash holding and investment policies: Evidence from Europe. *Journal of Financial Economics*, 151, 101814.
- Gupta, Raj, et al. "The Role of Institutional Ownership and Shareholder Activism in Corporate Liquidity Policies " *Journal of Financial Economics*.(۲۰۲۴)
- Gupta, R., Raj, S & ,Sahay, A. (2024). Institutional ownership, shareholder activism, and corporate cash holdings policy: Evidence from emerging markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 23(2), 189-222.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, Pp. 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1986). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(3), 305– 360.
- Jones, Michael, et al. "The effect of block ownership on corporate liquidity policy and R&D investment." *Journal of Financial Economics* (2024). Forthcoming.
- Jones, Michael, et al. "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Liquidity Policies and R&D Investment " *Journal of Financial Economics*.(۲۰۲۴)
- Karami, Gholamreza; Beyk Bashrouyeh, Salman; Izadpour, Mostafa. (2021). Investigating the Impact of Institutional Ownership and Ownership Concentration on Investment Efficiency in Human Capital. *Financial Research*, 23(4), pp. 653-665. (in persian)
- King, S., Luo, X & ,Wang, X. (2022). The role of block ownership and shareholder activism on corporate liquidity policies: Evidence from the United States. *Journal of Financial Economics*, 145(3), 545-572.
- King, Steven J., et al. "Block ownership and corporate liquidity policy." *Journal of Financial Economics* 145.2 (2022): 337-362.
- Kim, J. (2005). Block holders and corporate governance, Unpublished PhD Dissertation, Michigan State University.

- Lee. K. W., (2011), "Organizational Structure and Earnings Management" *Journal of Accounting Auditing Finance*. Vol.22 No.2 pp. 333-338.
- Mousavi, Seyed Reza; Jabbari, Hossein; Taleb Bidokhti, Abbas. (2015). Corporate Governance and Financial Statement Restatements. *Financial Accounting and Auditing Research (Journal of Financial Accounting and Auditing Research)*, Volume 7, Number 25, pp. 97-119. (in persian)
- Nassiri, Mohammad; Yaghmaei; Alishah, Ayoub. (2019). Investigating the Impact of Financial Statement Restatements on Cash Holding Policy. *Empirical Studies in Accounting*, Volume 9, Number 1, pp. 123-142. (in persian)
- Ozkan, A. , Ozkan, N. , (2004). "Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies", *Journal of Banking & Finance*. 28, 2103-2134.
- Pourghafar, Javad; Ghaderzadeh; Eskooi, Siamak. (2021). Investigating the Relationship between Cash Holding, Working Capital, and Dividend Payout with Investment Policies in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Perspective*, 4(38), pp. 1-19. (in persian)
- Ranjbar Navi, Rostam; Chenari, Hassan. Concentrated Ownership, Blockholding, and Audit Report Lag. Summer 2021, Number 20, Category C, Islamic Azad University, pp. 77-87. (in persian)
- Shahbazi, Morteza. The Impact of Family Ownership on Firm Performance During a Financial Crisis. Spring 2022, Number 84, pp. 697-718. (in persian)
- Shamsoddini, Kazem; Nemati, Meysam. (2021). Investigating the Relationship between Institutional Ownership Stability and Earnings Management Considering the Company's Financial Leverage. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(4), pp. 77-155. (in persian)
- Vares, Hamed; Salavati Zadeh, Ali; Bana Zadeh, Mohammad Javad. (2022). An Empirical Investigation of the Impact of Corporate Governance on Capital Allocation Efficiency of Publicly Listed Companies. *Public Administration*, 14(4), pp. 509-530. (in persian)
- Wang, Yang, et al. "The effect of block ownership on corporate liquidity policy in China." *Journal of Corporate Finance* 50 (2021): 101752.
- Ziba Moghadam; Morteza Khanlari. (2021). Investigating the Impact of Institutional Ownership on the Relationship between Financial Statement Restatements and Different Levels of Cash Holdings in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Perspective*, Volume 3, Number 21, pp. 97-112. (in persian)