

The Effect of Social Interaction Perception of Managers on Companies' Earnings Quality

Mohammad Reza Shoorvarzi

Associate Professor, Department of Accounting, Hakim Toos Higher Education Institute
Mashhad, Iran.

m_r_shoorvarzy@yahoo.com

Mahdi Filsaraei

Assistant Professor, Department of Accounting, Hakim Toos Higher Education Institute
Mashhad, Iran.

Maryam Azaran

Master Graduated of Accounting, Hakim Toos Higher Education Institute, Mashhad, Iran

Abstract

This study investigates the relationship between cash adjustment speed and corporate value in a studied sample of companies on the Tehran Stock Exchange. The present study is applied in terms of purpose, quantitative data in terms of data type, inductive in terms of execution logic and descriptive-correlation in terms of execution. In this research, various sources including books, internal and external articles and the Internet have been used. Relationships between variables have been tested using correlation and multiple regression models with a dynamic panel approach. First, the collected data were classified in Excel software and after organizing and calculating the variables, R statistical software was used to analyze the information. In order to test the research hypotheses, a statistical sample of 148 companies listed on the Tehran Stock Exchange was considered by the method of systematic elimination during the years 2011-2019. Based on statistical analysis and estimation of regressions, the results of examining the hypotheses at the expected error level showed that there is a significant relationship between the speed of cash adjustment and the value of the company. Institutional shareholders do not adjust the relationship between the speed of cash adjustment and the value of the company. Board independence does not regulate the relationship between the speed of cash adjustment and the value of the company. Investment efficiency does not moderate the relationship between the speed of cash adjustment and the value of the company. Corporate debt regulates the relationship between the speed of cash adjustment and the value of the company.

Keywords: Cash Holdings Speed of Adjustment, Corporate Value, Board Independence, Institutional Shareholders, Investment Efficiency, Debt.

تاریخ دریافت مقاله:

۱۴۰۰/۰۹/۱۱

تاریخ پذیرش مقاله:

۱۴۰۰/۱۱/۲۵

بررسی رابطه سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت

محمدرضا شورورزی

دانشیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم طوس، مشهد، ایران.

m_r_shoorvarzy@yahoo.com

مهدی فیل سرائی

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم طوس، مشهد، ایران.

مریم آذران

دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم طوس، مشهد، ایران.

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت در نمونه ای مورد مطالعه از شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نظر نوع داده کمی، از نظر منطق اجرا استقرایی و از نظر نحوه اجرا توصیفی-همبستگی می باشد. در این تحقیق از منابع مختلفی از جمله کتب، مقالات داخلی و خارجی و اینترنت استفاده شده است. روابط بین متغیرها با استفاده از مدل های همبستگی و رگرسیون چندگانه با رویکرد پانل پویا آزمون شده است. ابتدا داده های گردآوری شده در نرم افزار اکسل طبقه بندی و پس از ساماندهی و محاسبه متغیرها، جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار آماری R بهره گرفته شد. به منظور بررسی فرضیه های پژوهش، نمونه آماری ۱۴۸ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش حذف سیستماتیک طی سال های ۱۳۹۰-۱۳۹۸ در نظر گرفته شد. بر اساس تحلیل آماری و تخمین رگرسیون ها نتایج حاصل از بررسی فرضیه ها نشان داد بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. سهامداران نهادی، استقلال هیات مدیره و کارایی سرمایه گذاری رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل نمی کند. ولی بدهی شرکت رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می کند.

کلید واژه ها: سرعت تعدیل وجه نقد، ارزش شرکت، استقلال هیات مدیره، سهامداران نهادی، کارایی سرمایه گذاری، بدهی.

۱. مقدمه

ادبیات مالی، نظریه‌های مختلفی را برای توضیح نقدینگی شرکت، به ویژه نظریه جریان آزاد نقدی، نظریه سلسله مراتب و نظریه تعدیل وجه نقد، ایجاد کرده است. طبق نظر جنسن^۱ (۱۹۸۶)، نظریه جریان آزاد نقدی فرض بر آن دارد که دارایی‌های نقدی بیش از مبلغ مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری می‌تواند سبب مناقشات منافع بین سهامداران و مدیران شود زیرا جریان نقدی آزاد موجب اختیار بیشتری از سوی مدیران می‌شود و آنها می‌توانند مازاد وجه نقد را در پروژه‌هایی با سوددهی اندک سرمایه‌گذاری کنند. با این حال، در شرکت‌ها به دلیل عدم جداسازی مالکیت و مدیریت، این اختلافات سازمانی اهمیت چندانی ندارند، اگر چه مشکلات سازمانی، امور مالیاتی را تشدید می‌کند، که می‌تواند به شرایط نامطلوب برای اعطای وام یا محدود شدن دسترسی به بانک تعبیر شود و به همین ترتیب اهمیت تعدیل و تنظیم وجه نقد در شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. با توجه به تئوری سلسله مراتب، یک شرکت تامین مالی داخلی را به خارجی و بدهی را به حقوق صاحبان سهام ترجیح می‌دهد اگر که اوراق بهادار صادر کند (مایرز^۲، ۱۹۸۴). در پژوهشی، مایرلز و ماجلوف (۱۹۸۴) استدلال می‌کنند که شرکت‌ها وجه نقد را برای سرمایه‌گذاری آتی همراه با وجوه داخلی به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعات جمع‌آوری می‌کنند که در مورد شرکت‌های کوچک و متوسط شدیدتر است، و این امر باعث محدودیت‌های تامین مالی می‌شود، در حالی که هزینه‌های نگهداری وجه نقد - همانطور که اوپلر و همکاران (۱۹۹۹) ادعا می‌کنند - تحت این چارچوب، سطح نقدی بهینه‌ای ندارد. با این حال، این محققان خاطر نشان می‌کنند که تمایز بین مدل سلسله مراتب تامین مالی و مدل موازنه که در زیر توضیح داده شده، آنچنان روشن نیست، چرا که برخی از پیش‌بینی‌های تجربی آن‌ها مشابه هستند.

مدل موازنه وجه نقد اظهار دارد که شرکت یک هدف وجه نقد را تعیین می‌کند و سپس به تدریج به سمت آن حرکت می‌کند. بر اساس این فرضیه، شرکت‌ها ارزش مزایا را در برابر

^۱ Jensen

^۲ Myers

^۳ Opler et al

هزینه‌های گوناگون تعدیل می‌کنند. بنابراین ادبیات نشان می‌دهد که شرکت‌ها دارای یک سطح نقدی هدفمند هستند که به سبب کاهش هزینه‌ها و مزایای نگهداری دارایی‌های نقدینه تعیین می‌شود (ریدیک و وایتد، ۲۰۰۹). در غیاب هزینه‌های تعدیل، نسبت وجه نقد شرکت، نسبت مطلوب آن خواهد بود. نقض بازار سرمایه، مانند عدم تقارن اطلاعات، هزینه‌های مبادله و تضاد منافع سازمانی یا نارضایتی‌های مالی، می‌تواند منجر به عدم تعدیل در سطوح نگهداری وجه نقد شود (ونکیتشواران، ۲۰۱۱). در این راستا، شواهد تجربی در مورد سرعت تعدیل وجه نقد اندک و تنها محدود به شرکت‌های بزرگ آمریکایی می‌باشد (جیانگ و لای، ۲۰۱۶). در یک تحقیق مربوطه، ایبارآریاس و همکاران^۴ (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند که خصوصیات خاص شرکت‌های کوچک و متوسط در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، سبب می‌شود که هزینه‌های بدهی به شدت افزایش یابد. در میان تفاوت‌های اصلی، نویسندگان بر محدودیت‌های موجود در بازارهای مالی به دلیل عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های بدهی سازمانی تاکید می‌کنند؛ هر اندازه که وابستگی به تامین مالی بانک بیشتر باشد، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری نیز بیشتر است و تمایل بالاتری به ورشکستگی و سطح پایین تری از نیازهای افساء وجود دارد که باعث می‌شود به لحاظ اطلاعاتی مبهم تر شود. به دنبال این استدلال، این ویژگی‌ها نیز می‌تواند بر سرعت تعدیل ذخایر نقدی تأثیر بگذارد. بنابراین، در این پژوهش ابتدا سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی محاسبه و تأثیر آن بر ارزش بازار شرکت‌ها با توجه به نقش استقلال هیات مدیره، مالکیت نهادی، سرمایه‌گذاری، بدهی بررسی گردیده است.

در راستای حفظ فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌ها، تصمیمات پیرامون دارایی‌های نقدی می‌بایست توسط مدیران اتخاذ شود. در حقیقت، شرکت‌های اندونزی نسبت به سایر کشورهای آسیای جنوب شرقی گردش وجه نقد کمتری دارند، که به ویژگی شرکت‌های کشورهای در حال توسعه که دارای نسبت وجه نقد کمتری

¹ Riddick and Whited

² Venkiteshwaran

³ Jiang and Lie

⁴ Aybar-Arias et al

در مقایسه با کشورهای توسعه یافته دارند اشاره دارد (چن و همکاران، ۲۰۱۵). بعلاوه، نسبت نگه داشت وجه نقد (وجه نقد + سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی) در شرکت‌های دولتی در اندونزی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۱ بین ۹۸ تا ۱۳۱ درصد می‌باشد (هندراویت، ۲۰۱۵). روند صعودی نگه داشت وجه نقد، تئوری انگیزشی نگهداشت وجه نقد یا کینزی را طنین انداز می‌کند (اورلوا و راثو، ۲۰۱۸).

مبحثی در مورد سرعت تعدیل و نگهداری بهینه وجه نقد بر اساس مطالعات مربوط به سرعت تعدیل اهرم مالی مطرح می‌باشد که تمرکز آن بر یک ایده اصلی در مورد نظریه بده-بستان ساختار سرمایه است (بایون، ۲۰۰۸). این چارچوب، تعادل بین هزینه تعدیل و هزینه انحراف از وجه نقد مورد هدف می‌باشد (اورلوا و راثو، ۲۰۱۸).

به طور کلی، دارایی‌های نقدی به دلیل شرایط داخلی و خارجی شرکت‌ها دچار تغییرات پویا می‌شوند. جیانگ و لی (۲۰۱۶)، اورلوا و راثو (۲۰۱۸) نشان می‌دهند که سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی آشکارکننده یکسری عوامل می‌باشد. علاوه بر این، عامل تعیین‌کننده سطح مطلوب عبارتند از هزینه انحراف نسبت هدف، هزینه‌های تعدیل نقدی و اهداف مدیریتی هستند. هزینه انحراف از نسبت هدف، هزینه ای است که نشانگر پریشانی مالی و وجه نقد بیش از حد است. چنانچه جریان نقدی اضافی منفی رخ دهد، شرکت سرمایه‌گذاری را کاهش داده و سرمایه جدید را افزایش می‌دهد تا سطح هزینه‌های تعدیل بالا برود. اگر جریان نقدی مثبت اتفاق رخ دهد، شرکت باید بدهی یا سود سهام را بپردازد. شرکت‌ها در نظر دارند که به بهینه دارایی‌های نقدی دسترسی پیدا کنند و سیاست‌های نقدی مناسبی را صادر کنند (شیپ، ۲۰۱۵). حاکمیت مؤثر و کارآمد شرکت می‌تواند به دلیل گردش مالی بیش از حد با مشکلاتی روبرو شود. برای یکسری از شرکت‌ها، مالکیت خودی غالباً سیاست‌هایی را که می‌تواند در افزایش ارزش شرکت تأثیر بگذارد نادیده می‌گیرد (اندرسون و حمیدی، ۲۰۱۶). شواهد تجربی نشان می‌دهد که هرچه مالکیت مدیریتی بیشتر باشد، مدیریت جریان نقدی پایین تر

¹ Chen et al

² Hendrawati

³ Orlova & Rao

⁴ Byoun

⁵ Shipe

⁶ Anderson & Hamidi

خواهد بود. این شرایط منجر به کاهش ارزش شرکت می شود (جیانگ و لی، ۲۰۱۶). شواهد تجربی مشابه درباره تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش های مختلف متضاد است. برخی تحقیقات نشان می دهد که مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر منفی می گذارد، در حالی که سایر محققان تأثیر مثبت مالکیت نهادی را بر ارزش شرکت نشان می دهند (داکروز، ۲۰۱۵). هیئت مدیره نقش بسیار مهمی در شرکت ایفا می کند. نمایندگان مستقل می توانند ریسک افراطی و رفتارهای اخلاقی را توسط ناظران غیر مستقل کاهش دهند (کاپنو و همکاران، ۲۰۱۹).

برخی از شرکت هایی که دارای جریان گسترده وجه نقد آزاد هستند، تمایل به سرمایه گذاری افراطی دارند و برای دستیابی به سرمایه گذاری، بسیار آرمان گرایانه عمل می کنند که در نتیجه منجر به روند نزولی عملکرد شرکت می شود (هارفورد، ۱۹۹۹). براساس یافته های محققان، لائو و بلاک^۴ (۲۰۱۲) تأیید می کنند که عملکرد آینده شرکت در بین شرکت هایی با سرمایه گذاری افراطی، پایین خواهد بود. بیرس و همکاران^۵ (۲۰۰۸) یکسری شواهد تجربی مربوطه را مبنی بر اینکه بدهی بانکی می تواند مکانیسم های نظارت را جایگزین سازد - به ویژه هنگامی که حاکمیت شرکتی تضعیف شده باشد - ارائه داده اند. همچنین، بدهی، مدیران را به سمت تولید وجه نقد در تلاش برای تحقق تعهدات شرکت سوق می دهد. سرعت بهینه نگه داشت وجه نقد برای شرکت ها از اهمیت ویژه ای برخوردار است؛ زیرا هر چه سریع تر نسبت به دارایی های بهینه نقدی تعدیل داشته باشند، نقدینگی شرکت با ثبات تر است. سرعت بهینه نگه داشت وجه نقد، ارزش شرکت را افزایش می دهد (اندرسون و حمیدی، ۲۰۱۶).

در عین حال، هدف از انجام این پژوهش، تجزیه و تحلیل تأثیر سرعت بهینه نگه داشت وجه نقد بر ارزش شرکت است. در واقع، سرعت بهینه نگه داشت وجه نقد از دو مدل استفاده می کند: انحراف استاندارد و تعدیل جزئی برای آزمایش متغیرهای تعدیل کننده از یک سطح بهینه از سرعت تعدیل دارایی های نقدی بر ارزش

¹ DaCruz

² Cahyono

³ Harford

⁴ Lau & Block

⁵ Byers et al

شرکت. متغیرهای تعدیل کننده در این پژوهش، مالکیت مالکیت نهادی، هیات مدیره مستقل، کارایی سرمایه‌گذاری و بدهی هستند. یافته‌های پیشین نشان می‌دهد که سرعت تعدیل بهینه سهام دارایی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. هرچه انحراف استاندارد کوچکتر باشد، ارزش شرکت بیشتر است. همچنین، اثر تعدیل کننده نتایج متضادی را نشان می‌دهد. این تحقیق در راستای پژوهش‌های پیشین در صدد پاسخگویی به این سوال اساسی است آیا سرعت تعدیل وجه نقد بر ارزش شرکت تاثیرگذار است؟ در پژوهش‌های داخل و ادبیات تحقیق به تاثیر متغیرهای تاثیرگذار سهامداران نهادی، ویژگی‌های هیات مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری و اثرات تعدیل‌کنندگی آن‌ها بر ارزش شرکت پرداخته نگردیده است. در این پژوهش به بیان تاثیر این متغیرها که در تصمیمات سرمایه‌گذاران نقش حیاتی ایفا کرده و در آینده شرکت و تصمیمات مدیران نیز تاثیرگذار هستند و با توجه به اینکه بر ارزش شرکت تاثیر داشته و به لحاظ نظری می‌توانند با تاثیرگذاری بر تصمیمات مدیران ارزش شرکت را افزایش دهند، پرداخته می‌گردد و با توجه به این موضوع می‌تواند به ادبیات نظری راجع به رابطه بین سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت مطلبی را اضافه نماید، قابل بررسی می‌باشد.

۲. مبانی نظری پژوهش

تئوری‌های مؤثر در نگهداشت وجه نقد

در این بخش به طور خلاصه به تئوری‌های نظری به عنوان پشتوانه‌ی مبحث نگهداشت وجه نقد پرداخته خواهد شد.

تئوری‌های مبادله‌ای و سلسله مراتبی

دو تئوری که بر بحث نگهداری وجه نقد تاثیر زیادی داشته‌اند، تئوری مبادله‌ای و تئوری سلسله مراتبی می‌باشند. مطابق با تئوری مبادله‌ای، شرکت‌ها یک سطح مطلوب از نگهداری وجه نقد را به عنوان توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد نگهداری می‌کنند (دروبتز و گرانیگر، ۲۰۰۷). در حقیقت این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌ها سطح مطلوب وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی

¹ Drobetz and Grüniger

ناشی از نگهداری وجه نقد تعیین می‌نمایند. بر اساس این تئوری، مدیریت برای حداکثر سازی ارزش شرکت، بایستی سطح وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع و هزینه‌های نهایی نگهداری وجه نقد برابر شود. دیدگاه تئوری سلسله مراتبی در مورد نگهداری وجه نقد، برگرفته از تئوری سلسله مراتبی ساختار سرمایه که توسط (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴) توسعه داده شده، می‌باشد. براساس تئوری سلسله مراتبی شرکت‌ها منابع داخلی تأمین 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 واسطه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی و مشکل‌های علامت‌دهی، ناشی از تأمین مالی خارجی، سیاست‌های تأمین مالی از یک رویه‌ی سلسله مراتبی پیروی می‌نمایند. به این ترتیب که مدیریت منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد و سعی در انباشت وجه نقد دارد تا بتواند برای برطرف نمودن نیازهای نقدینگی خود در مرحله‌ی اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید. این تئوری بیان می‌دارد که شرکت‌ها سطوح وجه نقد هدف ندارند اما در عوض از وجه نقد به عنوان یک سپر و بازدارنده در برابر تأمین مالی خارجی استفاده می‌نمایند (فریراو ویلیا، ۲۰۰۴؛ هارفرد و همکاران، ۲۰۰۸).

تئوری نمایندگی و تئوری عدم تقارن اطلاعاتی

تئوری نمایندگی که توسط جنسن و مک‌لین در سال ۱۹۷۶ ارائه شد بیان می‌دارد که ساختار سرمایه‌ی شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌نفعان شرکت تعیین می‌شود. منابع مورد نیاز برای تحصیل دارایی‌ها می‌توانند از طریق سهام‌داران یا اعتباردهنده‌گان تأمین شوند. به عبارتی دیگر، دارایی‌های یک شرکت یا ادعاهای صاحبان سهام هستند و یا ادعاهای اعتباردهنده‌گان. در عمل، تضاد منفعی میان این دو گروه، یعنی سهام‌داران (به همراه اعتباردهندگان) و مدیریت شرکت وجود دارد. (این تضادها، مشکل‌های نمایندگی که شامل هزینه‌های نمایندگی می‌شود را افزایش می‌دهد. این هزینه‌ها بر ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارند). تضاد بین سهام‌داران و مالکان اوراق بدهی از آنجا نشأت می‌گیرد که امکان دارد (سهام‌داران ثروت اعتباردهنده‌گان را به نفع خود در اختیار بگیرند) اعتباردهنده‌گان پول خود را با نیت سرمایه‌گذاری شرکت در

¹ Ferreira and Vilela

² Harford, et al.

پروژه های کم ریسک قرض می دهند، حال آنکه شرکت ممکن است آن را در پروژه های ریسکی سرمایه گذاری کند. هم چنین امکان دارد که شرکت بدهی عمده ی جدیدی را متقبل شود و ریسک اعتباردهنده گان را بالا ببرد. تضاد بین سهام داران و مدیران از دو جنبه دارای اهمیت است. اول این که مدیران ممکن است ثروت سهام داران را جهت افزایش میزان پاداش و مزایای خود مورد استفاده قرار دهند. دوم این که مدیران ممکن است جهت حفظ جایگاه شغلی خود، در راستای حداکثر کردن سود سهام داران عمل ننموده و به خاطر عدم تقبل ریسک، از سرمایه گذاری در پروژه های سودآور اجتناب ورزند. هزینه های ناشی از تعویض اختیار تصمیم گیری از سوی مالک به مدیر، اصطلاحاً "هزینه های نمایندگی نامیده می شود (وکیلی فرد، ۱۳۸۹).

تئوری جریان نقد آزاد

تئوری دیگری که فریرا و ویلا (۲۰۰۴) آن را در تبیین ویژگی های شرکتی و عوامل مؤثر بر مانده ی وجه نقد دخیل می دانند، تئوری جریان نقد آزاد است. مطابق با این تئوری، تضاد منافع موجود بین مدیران و سهام داران موجب می گردد که مدیران به منظور دنبال نمودن پروژه ها و هدف های خودشان تمایل بالایی را برای انباشت وجوه نقدی داشته باشند. جریان نقد آزاد جریانی نقدی است مازاد بر آنچه که برای تأمین تمامی پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت که با نرخ هزینه ی سرمایه ی مربوطه تنزیل می شود، باقی می ماند. این تضاد منافع بین مدیران و سهام داران به خصوص زمانی که شرکت ها جریانی نقدی آزاد قابل توجهی دارند بیشتر است. مسأله اینجاست که چگونه می توان مدیران را به جای سرمایه گذاری یا اسراف در مصرف جریانی نقد آزاد، مجبور به پرداخت سود سهام کرد. پرداخت به سهام داران از قدرت مدیران کاسته و از سوی دیگر ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه توسط بازارهای سرمایه تحت کنترل و نظارت قرار گیرند، در حالی که تأمین مالی داخلی مدیران را قادر می سازد از این نظارت شانه خالی نمایند. هم چنین اگر مدیران جریانی نقدی آزاد را به جای سرمایه گذاری در پروژه های کم بازده توزیع نمایند سبب می شود تا در مورد چگونگی استفاده از جریانی نقدی آتی هم تصمیم گیری نمایند چرا که اگر در آینده سود پرداخت نکنند قیمت سهام آن ها به شدت کاهش خواهد یافت (بارکلا و همکاران، ۱۹۸۹).

بر این اساس مدیران انگیزه دارند که با انباشت وجه نقد منابع تحت کنترلشان را افزایش دهند و در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. داشتن وجه نقد در دسترس موجب می‌شود که مدیران نیازی به تأمین مالی خارجی و ارائه‌ی اطلاعات در مورد جزئیات پروژه‌های سرمایه‌گذاری نداشته باشند. هرچند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهام‌داران داشته باشد.

انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد

همانطور که بحث شد، در بازارهای سرمایه‌ی کارا، دلیلی برای نگهداری نقدینگی در شرکت‌ها وجود ندارد. هم‌چنین، اصطکاک‌های بازار سرمایه علت این‌که چرا یک شرکت تأمین مالی خارجی را به عنوان جایگزین تأمین مالی داخلی انتخاب نمی‌کند را تشریح می‌کند. انگیزه‌های نیاز به انجام معامله‌ها، انجام اقدام‌های احتیاطی و مقابله با شرایط دارای ریسک، سبب نگهداری وجه نقد هستند. پژوهش‌های انجام شده در زمینه‌ی نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها، انگیزه‌ی انجام معامله‌ها (وجود هزینه‌های معامله‌ای) و انگیزه‌ی احتیاطی را بیشتر مورد تأکید قرار داده‌اند. انگیزه‌ی انجام معامله‌های بیشتر به دلیل هزینه بر بودن استفاده از سایر دارایی‌ها (به جز وجه نقد) در انجام معامله‌های تجاری است. بر این اساس می‌توان گفت شرکت‌هایی که با کمبود منابع داخلی روبرو هستند، می‌توانند با فروش دارایی‌ها، با ایجاد بدهی‌های جدید یا انتشار سهام جدید و یا با عدم پرداخت سود سهام نقدی منابع خود را افزایش دهند. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که با هزینه‌ی معامله‌های بیش‌تری روبرو هستند، مبالغ بیش‌تری از دارایی‌های نقدی را نگهداری نمایند. از طرف دیگر، انگیزه‌ی احتیاطی بیش‌تر در مورد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت‌های تجاری و اجتناب از ورشکستگی است. بنابراین شرکت‌ها موجودی نقد را برای مواجهه با وقایع پیش‌بینی نشده نگهداری می‌نمایند و در صورتی که هزینه‌ی سایر موارد تأمین مالی بسیار زیاد باشد، برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود از موجودی‌های نقدی نگهداری شده استفاده می‌نمایند (آقایی، ۱۳۸۸).

انگیزه‌ی معاملاتی: خان و واتز (۲۰۰۹) دلیل اصلی نگره‌داری وجه نقد را انگیزه‌ی معاملاتی می‌دانند. شرکت‌ها برای انجام عملیات عادی و روتین خود نیاز به وجه نقد دارند و هدف شرکت از نگره‌داری وجه نقد پاسخ‌گویی به هدف‌های معامله‌ای و انجام فعالیت‌های جاری و روزمره می‌باشد. شرکت‌ها برای رسیدن به هدف پرداخت‌هایی را انجام می‌دهند که شامل پرداخت بابت خرید، حقوق و دستمزد، هزینه‌های عملیاتی، مالیات‌ها، هزینه‌های مالی، تقسیم سود و بدهی‌ها می‌باشد. در بعضی مواقع مبالغ مورد نیاز و زمان پرداخت‌ها از قبل شناخته شده است برای مثال شرکت از زمان پرداخت دقیق اصل و بهره‌ی وام‌ها در سررسیدشان مطلع می‌باشد اما گاهی مبلغ و زمان پرداخت به طور دقیق مشخص نیست (راس و واکلر، ۱۹۹۹). از طرفی نیز یک سری جریان‌های نقدی ورودی (دریافت‌ها) حاصل از عملیات فروش، فروش دارایی‌ها، تأمین مالی و بازده سرمایه‌گذاری‌ها به درون شرکت جریان دارد که آگاهی دقیق از زمان ورودشان وجود ندارد. دریافت‌ها و پرداخت‌های شرکت یک جریان دائمی دو طرفه است اما جریان‌های نقدی ورودی و خروجی کاملاً بر یکدیگر منطبق یا هم زمان نیستند.

اگر دریافت‌های نقدی و پرداخت‌های نقدی بتوانند به طور دقیق در جریان عملیات عادی بر یکدیگر منطبق شوند شرکت نیازی به نگره‌داری وجه نقد برای هدف‌های معامله‌ای نخواهد داشت، به هر صورت به دلیل هم زمان نبودن، گاهی جریان نقد خروجی بیش‌تر از ورودی‌هاست و گاهی نیز ورودی‌ها بیش‌تر از خروجی‌ها می‌باشند. به منظور حصول اطمینان از این که شرکت می‌تواند به تعهدهای خود در سررسیدشان عمل کند در وضعیتی که پرداخت‌ها بیشتر از دریافت‌های جاری است باید مانده‌ی وجه نقد مناسب وجود داشته باشد. نیاز به موجودی نقد برای برآورده نمودن نیازهای نقدی روزمره و عملیاتی به عنوان انگیزه‌ی معاملاتی شناخته می‌شود و چنین مانده‌هایی مانده‌ی معاملاتی و عملیاتی نامیده می‌شوند. بنابراین انگیزه‌ی معاملاتی به نگره‌داری وجه نقد برای برآورده نمودن تعهدهای پیش‌بینی شده که زمانشان به طور کامل با دریافت‌ها هم زمان نیست اشاره دارد. میزان نسبی وجه نقدی که توسط شرکت نگره‌داری می‌شود تحت تأثیر صنعتی است که شرکت در آن فعالیت دارد (خان و واتز، ۲۰۰۹).

¹ Khan and watts

² Ross and Walker

انگیزه‌ی احتیاطی: برخی از شرکت‌ها در محیط‌هایی فعالیت می‌کنند که از عدم اطمینان بالایی برخوردار است. در محیط‌های نامطمئن هم جریان‌های نقدی ورودی و هم خروجی را نمی‌توان به طور دقیق مشخص نمود و قابلیت پیش بینی ورودی‌ها و خروجی‌ها مشکل می‌باشد. در چنین محیطی برخی نیازها هنوز نامشخص و مبهم است و ظهور پیدا نکرده‌اند. به عبارت دیگر به علت هم زمان نبودن جریان‌های نقدی ورودی و خروجی و عدم اطمینان محیطی یک سری پرداخت‌های پیش بینی نشده در هر دوره‌ی مالی وجود دارد. نیازهای نقدی پیش بینی نشده ممکن است در اثر عوامل زیر به وجود آید:

- کاهش تدریجی و غیر منتظره در وصول مطالبات از بدهکاران؛
- پرداخت صورت حساب‌هایی که برای تسویه زودتر از هنگام ارائه شده‌اند؛
- از دست دادن مشتریان یا ورشکستگی مشتریان مهم؛
- لغو برخی سفارش‌های کالاها از طرف مشتریان ناراضی؛
- افزایش غیر مترقبه در قیمت مواد اولیه.

وجه نقدی که برای پاسخ گویی به چنین نوسان‌های تصادفی پیش بینی نشده نگه‌داری می‌شود مانده‌ی احتیاطی نامیده می‌شود. به عبارت دیگر انگیزه‌ی نگه‌داری وجه نقد به صورت مانده‌ی احتیاطی در واقع برآورده نمودن تعهدهای پیش بینی نشده می‌باشد. بنابراین مانده‌ی نقدی احتیاطی این دل‌گرمی یا اطمینان را به وجود می‌آورد که وجوه نقدی برای حوادث یا اتفاقات غیره منتظره در دسترس است (خان و واتز، ۲۰۰۹). هرچه عدم اطمینان بیشتر باشد، امکان تحقق نیافتن جریان‌های نقدی ورودی و متحمل شدن پرداخت‌های اضافه بیشتر می‌شود و احتمال این که هر لحظه شرکت با کمبود وجه نقد برای پاسخ‌گویی به وقایع غیر منتظره مواجه شود بیش‌تر می‌باشد. به عبارت دیگر اندازه‌ی مانده‌ی احتیاطی بزرگ‌تر خواهد بود.

عامل دیگری که با اندازه‌ی چنین مانده‌هایی ارتباط دارد میزان دسترسی به اعتبار کوتاه مدت می‌باشد. داشتن روابط خوب بانکی و استفاده از تسهیلات آن‌ها و قدرت استقراض و دسترسی سریع به وجوه، نیاز به نگه‌داری مانده‌ی احتیاطی را کاهش می‌دهد (خان و واتز، ۲۰۰۹). در تحلیل رفتار مدیریت در نگه‌داری وجه نقد بر مبنای انگیزه‌ی احتیاطی، اجتناب مدیریت از هزینه‌های ورشکستگی احتمالی و یا رویدادهای غیر مترقبه

و پیش بینی نشده مدنظر است که فرآیند تأمین منابع شرکت را می توان تحت تاثیر قرار دهد. در یک شرکت زمانی که سایر منابع تأمین مالی در دسترس نیستند یا استفاده از آن ها بسیار هزینه بر است، استفاده از وجوه نقد نگهداری شده می تواند راهکاری برای تأمین مالی فعالیت ها و سرمایه گذاری باشد. با این تفسیر، شرکت برای اجتناب از هزینه های ناشی از شرایط غیرمنتظره دارای انگیزه احتیاطی است و هرچه احتمال رخداد شرایط پیش بینی نشده و پیامدهای منفی آن بیشتر باشد این انگیزه بیشتر خواهد شد و در نتیجه مدیریت تمایل به نگهداشت وجه نقد بیشتری خواهد داشت. عدم اطمینان و شرایط غیر منتظره می تواند ناشی از محیط نوع خاص صنعت یا شرایط کلی اقتصاد مثل تورم باشد. از این دیدگاه شرکت هایی که فرصت های رشد بالاتری دارند هزینه بحران بیشتری نیز خواهند داشت زیرا با وقوع بحران ارزش فعلی خالص پروژه های آن ها می تواند از بین برود (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹؛ فریراو ویلا، ۲۰۰۴).

انگیزه‌ی سفته بازی: کلاسیک ها معتقد بودند که افراد پول را تنها برای انگیزه های معالانی و احتیاطی نگهداری می نمایند. لیکن کینز بر این اعتقاد است که افراد علاوه بر دو هدف فوق برای انگیزه‌ی سودی نیز پول نزد خود نگهداری می نمایند که همان انگیزه‌ی سفته بازی می باشد. گاهی اوقات شرکت ها وجه نقد را به منظور بهره مند شدن از فرصت های سرمایه گذاری و موقعیت های سود آور بالقوه نگهداری می کنند. نگهداری کردن وجوه نقد برای این هدف انگیزه‌ی سفته بازی نامیده می شود. گاهی یک شرکت از طریق خرید سایر شرکت ها تمایل به رشد دارند و منتظر شناسایی فرصت های جذاب هستند و وجه نقد را برای این منظور ذخیره می کنند (فرصت های خارج از شرکت) یا گاهی پیش بینی می شود فرصت هایی یا پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت در درون خود شرکت بوجود آید (خان و واتز، ۲۰۰۹). انگیزه‌ی سوداگری کمک می کند تا واحدا انتفاعی از فرصت های زیر برخوردار شود:

۱. فرصت خرید مواد اولیه در زمان کاهش قیمت با پرداخت سریع وجه نقد
۲. استفاده از تغییرهای نرخ بهره از طریق بازخرید اوراق بهادار هنگامی که نرخ بهره‌ی مورد انتظار کاهش می یابد.
۳. انجام هرگونه خرید دیگر با قیمت های مناسب.

به طور کلی انگیزه‌ی سوداگری بخش کم اهمیت‌تری از اولویت‌های شرکت برای نگهداری وجه نقد را تشکیل می‌دهد و انگیزه‌های معاملاتی و احتیاطی توجیه بیشتری برای نگهداری وجه نقد در شرکت را دارد و در آخر این که هر سه مانده‌ی فوق تحت تأثیر عدم اطمینان در مقدار و زمان جریان‌های نقدی قرار می‌گیرد (خان و واتز، ۲۰۰۹).

انگیزه‌ی مالیاتی: فولی^۱ و همکاران (۲۰۰۷) با مطالعه شرکت‌های آمریکایی که مبالغ زیادی وجه نقد نگهداری می‌کردند، علت دیگری نیز جهت نگهداری وجه نقد یافتند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی که در معرض قوانین مالیاتی و پرداخت مالیات سنگین تر هستند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند.

انگیزه‌ی نمایندگی: زمانی که حمایت از سهام‌داران خارجی ضعیف است، ارزش شرکت زمانی افزایش می‌یابد که شرکت، سود سهام پرداخت کند. یعنی فقط زمانی حمایت از سهام‌داران خارجی قوی است که وجه نقد نگهداری شده توسط مدیران، ارتباطی به ارزش واحد تجاری نداشته باشد (الچوا و لینز، ۲۰۰۷). دیتمار^۳ و همکاران (۲۰۰۳) با مطالعه بیش از ۱۱۰۰۰ شرکت از ۴۵ کشور دریافتند که در کشورهایی که حقوق سهام‌داران، به‌خوبی حمایت می‌شود، شرکت‌ها تا دو برابر بیشتر از شرکت‌های فعال در کشورهای با حمایت قوی سهام‌داران، اقدام به نگهداری وجه نقد می‌کنند.

سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبه‌رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسأله‌ی اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌وسیله‌ی مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد. به عبارتی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ

¹ Foley

² Kalcheva and line

³ Dittmar

و جیانگ^۱ (۲۰۰۸). از این رو، واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها از جمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. طبق این روش، سرمایه‌گذاری در یک یا چند طرح در صورتی توجیه‌پذیر خواهد بود که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. بنابراین، پذیرش طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و در نتیجه بهینه نبودن سرمایه‌گذاری می‌شود (وردی^۲، ۲۰۰۶). یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بهینه، کیفیت اطلاعات حسابداری است که یکی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران به حساب می‌آید (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، بر عهده‌ی مدیران است. مدیران باید به‌صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش‌آفرینی کند؛ یعنی، طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، پذیرفته شده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی رد شود (بیدل و هیلاری^۳، ۲۰۰۶). به‌طور مفهومی، کفایت سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی (فقط) طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران^۴، ۲۰۰۹؛ وردی، ۲۰۰۶). علاوه بر این، کفایت سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب، انجام شده است جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند، هدایت شوند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). عدم کفایت سرمایه‌گذاری ریشه در نظریه‌ی نمایندگی و نظریه‌ی اقتصاد اطلاعات و مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). به عبارتی دیگر، در

¹ Yang and Jiang

² Verdi

³ Biddle and Hilary

⁴ Biddle, et al.

بازار سرمایه‌ای کامل، تصمیم‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مستقل از یکدیگر نیستند و کاستی‌های (نقایص) بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، عدم کفایت سرمایه‌گذاری (فرآیندهای سرمایه‌گذاری بیش (کم‌تر) از حد) را به وجود می‌آورند. با وجود این مسائل، همه‌ی طرح‌های با ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد) و برخی از طرح‌ها با ارزش فعلی خالص منفی رد نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری بیش از حد). به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی ایجاد می‌کند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش (کم‌تر) از حد می‌شود. فرآیند سرمایه‌گذاری بیش از حد ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران، رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های هم‌سو نمودن منافع سهام‌داران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان‌های نقد آزاد استفاده نموده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد منتهی می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). جریان‌های نقد آزاد عامل کلیدی در ایجاد مسأله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد است. نظریه‌ی جریان‌های نقد آزاد، پیش‌بینی می‌کند که به موازات افزایش در جریان نقد آزاد، امکان دارد طرح‌هایی اجرا شود که دارای ارزش فعلی خالص منفی باشند. پس مشکل‌های نمایندگی می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد شود (جنسن، ۱۹۸۶؛ پالینا و رنبوگ^۱، ۲۰۰۵). از این رو، تضاد منافع در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا، در مقایسه‌ی با شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد پایین، شدیدتر است و مدیران به منظور رسیدن به منافع شخصی خود، انگیزه‌ی بیش‌تری جهت استفاده‌ی از جریان نقد آزاد برای پذیرش سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند (پانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). سؤال این است که چه عامل یا عواملی موجب حذف یا کاهش مسأله‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری و به طور ویژه سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از جریان نقد آزاد شرکت‌ها می‌شود؟ و به طور خاص، کیفیت اطلاعات حسابداری، کاهش عدم کفایت سرمایه‌گذاری و به طور ویژه، کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد را می‌تواند به

¹ Pawlina and Renneboog

دنبال داشته باشد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ بوشمن و اسمیت^۱، ۲۰۰۱؛ لامبرت و همکاران^۲، ۲۰۰۵؛ وردی، ۲۰۰۶؛ یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). در این بین، وردی (۲۰۰۶) به مطالعه و بررسی رابطه‌ی بین کیفیت گزارش‌گری مالی و کفایت سرمایه‌گذاری پرداخته است. وی یکی از موانع موجود در کفایت سرمایه‌گذاری را عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌داند و بر این باور است که کیفیت گزارش‌گری مالی می‌تواند حداقل به دو شیوه با کفایت سرمایه‌گذاری در ارتباط باشد: اول، گزارش‌گری مالی، هزینه‌های گزینش نادرست را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران کاهش دهد و کفایت سرمایه‌گذاری را با کاهش هزینه‌های تأمین مالی خارجی بهبود بخشد؛ دوم، کیفیت گزارش‌گری مالی با کاهش مسائل نمایندگی، می‌تواند کفایت سرمایه‌گذاری را از طریق افزایش توانایی سهام‌داران برای نظارت بر مدیران، بهبود بخشد و در نتیجه موجب انتخاب طرح مناسب و کاهش هزینه‌های نمایندگی شود؛ بنابراین، کیفیت اطلاعات حسابداری، عاملی کلیدی در کاهش عدم کفایت سرمایه‌گذاری و به‌طور ویژه، سرمایه‌گذاری بیش از حد است.

بسط نظری فرضیه‌های تحقیق

رابطه سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت

مطالعه قبلی انجام شده توسط اپلر و همکاران (۱۹۹۹) برآورد نگه داشت وجه نقد شرکت را با مدل تعدیل جزئی مورد بحث قرار می‌دهد. برخی از مطالعات تجربی انجام شده توسط ونکیتشواران (۲۰۱۱)، تلاش شرکت‌ها را در تعدیل دارایی‌های نقدی در سطح هدف گزارش می‌دهند. براساس مطالعات انجام شده توسط دیتمار و داچین^۳ (۲۰۱۱)، داکروز (۲۰۱۵) و اندرسون و حمیدی (۲۰۱۶)، شرکت‌های جوان تر، سرعت بهینه تعدیل نقدی بیشتری نسبت به شرکت‌های قدیمی تر خواهند داشت. تعدیل هزینه، نقش مهمی در تنظیم و

¹ Bushman and Smith

² Lambert

³ Dittmar & Duchin

تعدیل جریان وجه نقد دارد. آنها همچنین تأثیر حاکمیت شرکت‌ها را در سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی بررسی کرده‌اند.

طیف گسترده‌ای از تحقیقات در مورد دارایی‌های شرکت از تئوری ساختار سرمایه استفاده می‌کند: نظریه بده-بستان، نظریه نمایندگی، نظریه سلسله مراتبی و زمان بندی بازار. این نظریه‌ها برای توضیح تأثیر نقدینگی شرکت‌ها بر روند افزایشی ارزش شرکت استفاده شده‌اند (دیتمار و داچین، ۲۰۱۱؛ اورلوا و راتو، ۲۰۱۸). مدل به کار رفته در این مطالعه، سرعت تعدیل دارایی نقدی مطلوب است که مشابه رویکرد نظریه بده-بستان است (جیانگ و لی، ۲۰۱۶).

منفعت حاصل از سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی، جلوگیری از تحمیل سرمایه‌گذاری افراطی، حفظ اندوخته نقدی می‌باشد. علاوه بر این، یک سرعت تعدیل بهینه از نگهداشت وجه نقد می‌تواند هزینه‌های معامله را کاهش دهد. مطالعه تجربی انجام شده از سوی ونکیتشواران (۲۰۱۱) و شپ (۲۰۱۵) نشان می‌دهد که سرعت تعدیل بهینه از نگهداشت وجه نقد باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. در حقیقت، این یک شاخص از مدیریت گردش نقدی سالم است.

اثر سهامداران نهادی بر رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت

جنسن و مک‌کلینگ^۱ (۱۹۷۶) اظهار داشتند که مشکلات سازمانی به علت اختلاف نظرهای قراردادی بین مالک و مدیر رخ می‌دهد. خودی‌ها با انباشت جریان وجه نقدی فراتر از سطح عادی، اقدامات خودخواهانه‌ای را انجام می‌دهند. در واقع، جریان وجه نقد یک منبع مالی است که می‌تواند مستقیماً توسط مدیران کنترل شود (لوزانو و داران، ۲۰۱۶). یک مطالعه تجربی انجام شده از سوی دیتمار و داچین (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که دسترسی به بانک‌ها، اندازه گردش نقدی آزاد و کیفیت مدیریت شرکت‌ها بر سرعت بهینه سهام دارایی نقدی تأثیر می‌گذارد. برخی تحقیقات دیتکار و ماهر تاسمیت^۲ (۲۰۰۷) و جیانگ و لی (۲۰۱۶) نشان می‌دهند که شرکت‌های جوان به دلیل کم بودن مالکیت مدیریتی، جریان نقدی اضافی را سریعتر از شرکت‌های قدیمی

¹ Jensen & Meckling

² Lozano & Duran

³ Dittmar & Mahrt-Smith

کاهش می دهند، در صورتی که شرکت‌های قدیمی تر سهم بیشتری از مالکیت مدیریتی دارند. این وضعیت نشانگر کنترل ضعیف حاکمیت شرکت‌ها در نظارت بر مدیریت جریان وجه نقد در شرکت‌های قدیمی است. در اینجا، اثر نوسانات وجه نقد بر اساس ساختارهای مختلف مالکیت سازمانی متضاد است. گردش زیاد وجه نقد به ایجاد مشکلات سازمانی منجر می شود (هندراواتی، ۲۰۱۵). از طرفی سرمایه گذاران نهادی تمایل دارند تأثیر بیشتری بر مدیریت شرکت داشته باشند زیرا مالکیت بیشتری دارند. سرمایه گذاران نهادی، مشکلات فرصت طلبانه و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می دهند. سرمایه گذاران نهادی، از بودجه خارجی و تخصیص جریان داخلی وجه نقد در برخی از پروژه های سودآور پشتیبانی می کنند. تحقیقات انجام شده توسط اندرسون و حمیدی (۲۰۱۶) و لوزانو و دوران (۲۰۱۶) این موضوع را توضیح می دهند که بلوک رای گیری مالکیت نهادی بر جریان نقدی مدیریت شرکت تأثیر می گذارد. هرچه مالکیت نهادی بیشتر باشد، جریان نقدینگی پایین تر است.

اثر استقلال هیات مدیره بر رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت

هیئت مدیره، وظیفه نظارت، اجرای نظم و انضباط و حذف تیم مدیریتی ناکارآمد را بر عهده دارد. آنها تشخیص می دهند که مدیران بر اساس منافع سهامداران عمل می کنند. آنها تشخیص می دهند که مدیران، بر اساس منافع سهامداران عمل می کنند. نمایندگان مستقل می توانند ریسک پذیری مفرط و رفتارهای اخلاقی مخاطره آمیز را از جانب ناظران غیر مستقل سرکوب کنند (کالس و همکاران،^۱ ۲۰۰۱). این تحقیقات نشان داد که هرچه هیئت مدیره مستقل قدرتمندتر باشد، عملکرد کنترلی استراتژیک از طرف کمیسیونها بهتر خواهد بود. نظارت دقیق توسط ناظران مستقل می تواند ریسک رفتار مخاطره آمیزانه ناظران را کاهش دهد. انتظار می رود ناظر مستقل مسئولیت نظارت بر تیم مدیریت را به منظور کارآمد در جهت افزایش رونق سهامداران انجام دهد (شیپ، ۲۰۱۵).

اثر کارایی سرمایه گذاری رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت

¹ Coles, et al.

شرکت‌هایی که جریان نقدی زیادی دارند، تمایل به خرید موجودی دارند و منجر به کاهش عملکرد عملیاتی می‌شوند (هارفورد، ۱۹۹۹). لائو و بلاک (۲۰۱۲)، اندرسون و حمیدی (۲۰۱۶) دریافتند که عملکرد عملیاتی شرکت پایین تر از هزینه‌های ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد است. این رابطه منفی در صورت رخ دادن جریان اضافی وجه نقد اضافی، قوی تر می‌شود. شرکت‌هایی که با چالش‌های تأمین سرمایه‌گذاری روبرو هستند، از بودجه داخلی - یعنی وجه نقد و جریان نقدی - استفاده می‌کنند. همچنین، شرکت‌هایی که منابع مالی محدودی دارند از سرمایه‌گذاری ناچیز جلوگیری می‌کنند و تمایل به گردش مالی زیادی دارند (هان و کیو، ۲۰۰۷). سرمایه‌گذاری بالا می‌تواند به چالش‌های مالی شرکت‌ها منجر شود. سرعت تغییرات محیطی خارجی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سطح دارایی‌های بهینه وجه نقد تأثیر می‌گذارد. سطح دارایی نقدینگی در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری زیادی دارند، نوسانات بالایی را تجربه می‌کنند. عکس این قضیه نیز صادق است. مطالعات تجربی انجام شده از سوی شیپ (۲۰۱۵) توضیح می‌دهد که شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالایی دارند، سرعت تعدیل بهینه دارایی را آهسته تر می‌کنند.

اثر بدهی شرکت بر رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت

بدهی‌ها نقش مهمی در حفظ نقدینگی دارند. روند رو به رشد بدهی، مشکلات سازمانی را تحت تأثیر قرار داده و پیامدهای منفی برای دارایی شرکت‌ها به همراه دارد. در حقیقت، شرکت‌هایی که بدهی عظیمی دارند روند فزاینده‌ای در پریشانی مالی را تجربه می‌کنند که در نهایت منجر به ورشکستگی می‌شود. بنابراین، استفاده از دارایی‌های نقدی دقت و کارایی بیشتری خواهد داشت. بدهی به منظور افزایش ارزش شرکت، سیگنال مثبت و مزایایی در دارایی‌های نقدی ارائه می‌دهد. در دسترس بودن و کمیت بودجه داخلی، سطح سرعت تعدیل بهینه را تحت تأثیر قرار می‌دهد (اورلوا و رائو، ۲۰۱۸). مطالعات دیگر، گرایش به استفاده از بودجه داخلی و هزینه بودجه خارجی را برای سرعت تعدیل بهینه دارایی توضیح می‌دهد (فالکندر و همکاران، ۲۰۱۲). شرکت‌هایی که بدهی زیادی دارند، به عنوان بخشی از استراتژی مدیران برای حفظ نقدینگی شرکت، هزینه‌های بالایی را پرداخت می‌کنند.

¹ Han & Qiu

² Faulkender et al

پیشینه پژوهش

غلامرضا پور و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تاثیر توانایی مدیریتی به عنوان یک ویژگی مهم مدیریتی بر سرعت تعدیل نگهداری وجه نقد به جریان و مطالعه بهینه وجه نقد و همچنین اثر تعدیل کننده ارتباط سیاسی پرداخته است. بدین منظور، داده‌های شرکت‌ها طی سال‌های ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۸ با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی (Eviews)، رگرسیون خطی چند متغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج آزمون‌های آماری نشان داد که توانایی مدیریتی در صورتی که نرخ نقدی یک شرکت بالاتر از حد بهینه آن باشد، سرعت تعدیل نگهداری وجه نقد را به حد مطلوب کاهش می‌دهد. همچنین در شرکت‌های دارای روابط سیاسی، رابطه منفی بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل وجه نقد در سطح بهینه بیشتر از سایر شرکت‌ها است.

ترانگ (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای وجود سطح بهینه وجه نقد و ویژگی‌های شرکت مؤثر بر تصمیم برای نگهداری وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداری وجه نقد به سطح هدف را بررسی نمود. این تحقیق از ۴۱۷ نمونه از شرکت‌های ویتنامی در دوره ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ استفاده می‌کند. این مطالعه از مدل OLS، مدل اثر ثابت (FEM)، مدل اثر تصادفی (REM) و مدل GMM استفاده می‌کند. با توجه به یافته‌های تحقیق، مقدار بهینه وجه نقد وجود دارد که در آن ارزش شرکت در شرکت‌های فهرست شده ویتنامی به حداکثر می‌رسد و اکثر شرکت‌های نمونه، وجه نقد را بیش از سطح هدف حفظ می‌کنند. علاوه بر این، این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌ها به دلیل محدودیت‌های هزینه تعدیل، فعالانه دارایی‌های نقدی خود را با سرعت تعدیل کمتر از یک به سطح بهینه تغییر می‌دهند. این سرعت بین گروه‌بندی شرکت‌ها با ویژگی‌های مختلف متفاوت است، که بر ناهمگونی سرعت تنظیم حتی بیشتر تأکید می‌کند. شرکت‌های کوچک سریعتر از شرکت‌های بزرگ انطباق می‌یابند. شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد (FCF) بالا، راحت‌تر از شرکت‌های دارای FCF اندک، انطباق یافته و شرکت‌های دارای کسری بودجه، سریع‌تر از شرکت‌هایی با مازاد بودجه منطبق می‌شوند.

کاینو و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی از دو مدل سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی برای اندازه‌گیری تأثیر مدیریت وجه نقد بر ارزش بنگاه استفاده نمودند: مدل استاندارد نگهداری وجه نقد و مدل سرعت جزئی

¹ TRUONG

تعدیل. با استفاده از شرکت‌های انتخاب شده در اندونزی طی سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۷، این مطالعه از یکسری تکنیک‌های رگرسیون برای داده‌های پانل پویا با اثرات ثابت، حداقل مربعات معمولی با اثرات ثابت و رگرسیون آنالیز تعدیلی استفاده نمود. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که: نخست، انحراف استاندارد نگهداشت وجه نقد و سرعت جزئی تعدیل بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد؛ دوم، با استفاده از مدل انحراف استاندارد نگهداشت وجه نقد، نشان داده می‌شود که مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، سرمایه‌گذاری و بدهی تأثیر انحراف استاندارد نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند. سوم، با استفاده از مدل سرعت جزئی تعدیل، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری می‌تواند اثر سرعت جزئی تعدیل بر ارزش شرکت را تعدیل کند.

هو و همکاران^۱ (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و ارزش شرکت تحت سطوح مختلف رقابت در بازار محصول پرداختند. با استفاده از یک طرح رتبه‌بندی از داده‌های ۱۱۴ شرکت در طی سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۳ بر اساس پنج بُعد از افشای اطلاعات، دریافته‌اند که شرکت‌های با سطوح بالاتر افشای اطلاعات (شفافیت اطلاعات بهتر) ارتباط بیشتری با نسبت کیو تو بین دارند. همچنین سطح افشای اطلاعات و تعامل رقابت در بازار محصول بر ارزش شرکت مؤثر است. این رابطه پس از کنترل تعدادی از عوامل خاص شرکت و معیارهای مبتنی بر نمایندگی تأیید می‌شود.

آنتیما و همکاران^۲ (۲۰۱۵)، به بررسی ارتباط بین اندازه هیئت‌مدیره و ارزش شرکت برای یک نمونه از ۱۶۹ شرکت در دوره ۲۰۰۲-۲۰۱۱ در آفریقای جنوبی پرداختند. شرکت‌های بزرگ آفریقای جنوبی تحت تأثیر عوامل گوناگونی از جمله توانمندسازی افراد سیاه‌پوست در انتصاب به‌عنوان هیئت‌مدیره، مالکیت متمرکز، اجرای ضعیف قوانین و مقررات شرکت‌ها و مالکیت دولتی قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها سبب شده است که هیئت‌مدیره در شرکت‌های آفریقای جنوبی نسبت به هیئت‌مدیره‌های در غرب اروپا و ایالات متحده، عملکرد ضعیف‌تری (در نقش مشاوره، نظارت و انضباط) داشته باشند. این امر نشان می‌دهد که تأثیر مثبت اندازه هیئت‌مدیره در ارزیابی شرکت به‌احتمال زیاد در اجرای مؤثر نقش وابستگی به منابع بیش از نقش خود نمایندگان بستگی دارد. نتایج نشان می‌دهد که اندازه هیئت‌مدیره دارای یک ارتباط مثبت با ارزش شرکت

¹ Ho

² Ntima

می‌باشد، یعنی اندازه هیئت‌مدیره بزرگ‌تر امکان دسترسی بهتری به منابع را فراهم می‌کند. به‌طور کلی، نتایج از نقش وابستگی هیئت‌مدیره پشتیبانی می‌کند.

سرلک و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رابطه ویژگی‌های هیات‌مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی است. فرضیه‌های پژوهش در جامعه‌ای متشکل از ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ و با بهره‌گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی، با استفاده از نرم افزار اکسل و Eviews ۹ مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین ویژگی‌های هیات‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد؛ این در حالیست که بین تحریم اقتصادی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تحریم اقتصادی بر رابطه ویژگی‌های هیات‌مدیره و ارزش شرکت تاثیر ندارد. براساس نتایج بدست آمده، تحریم‌های اقتصادی با اعمال محدودیت در معاملات تجاری رابطه منفی با ارزش شرکت دارد. از طرفی تفاوت بستر فرهنگی و اقتصادی ایران با بسیاری از کشورهای موجب معنادار نبودن اثر تعاملی تحریم و ویژگی‌های هیات‌مدیره بر ارزش شرکت شده است.

نونهال نهر و سهرابی فرد (۱۳۹۶). به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت و سودآوری شرکت پرداختند. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این راستا تعداد ۱۲۴ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۵ انتخاب گردید. برای سنجش حاکمیت شرکتی از سه شاخص سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و استقلال هیات‌مدیره استفاده شده است. هدف پژوهش کاربردی و روش شناسی آن از نوع پس رویدادی است. از رویکردها داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده گردید همچنین از نرم افزار آماری Eviews جهت بررسی فرضیه های استفاده شد. نتایج فرضیه اول و دوم نشان داد که سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر مثبت و معنی داری دارد. بدین معنا که با افزایش سهام مالکان نهادی و تمرکز مالکیت، ارزش شرکت افزایش می یابد. همچنین نتایج فرضیه سوم نشان داد که استقلال هیات‌مدیره بر ارزش شرکت تاثیر ندارد. نتایج فرضیه چهارم و پنجم نشان داد که سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت بر سودآوری شرکت

تأثیر مثبت و معنی داری دارد. در نهایت نتایج فرضیه ششم نشان داد که استقلال هیات مدیره بر سودآوری شرکت تأثیر ندارد.

اسدی و بیات (۱۳۹۴)، به بررسی ارتباط گزارشگری مالی محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی با ارزش شرکت پرداختند. در این پژوهش داده‌های ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ جمع‌آوری و فرضیات تحقیق با استفاده از تحلیل ضرایب رگرسیونی آزمون شده است. ابتدا محافظه‌کاری در حسابداری با استفاده از مدل بال و شیوا کو مار (۲۰۰۵) و معیار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت اندازه‌گیری و سپس تأثیر حسابداری محافظه‌کاری بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. شواهد تجربی نشان می‌دهد، محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی با ارزش شرکت دارای رابطه مستقیم و معنادار هست، هرچه میزان محافظه‌کاری بین مدیران بیشتر باشد سبب افزایش ارزش شرکت‌ها می‌شود. در واقع می‌توان اظهار داشت از آنجائی که ارزش شرکت تابع عرضه و تقاضای سهام آن می‌باشد، بنابراین حسابداری محافظه‌کاری بر روی عرضه و تقاضای سهام تأثیرگذار می‌باشد و از این رو سبب تغییر در ارزش شرکت می‌شود.

معبودی و دارابی (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر مالیات معوق بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ پرداختند. در این تحقیق از مالیات معوق و فرصت‌های رشد به‌عنوان متغیرهای مستقل استفاده شده تا تأثیر آن‌ها بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار گیرد. از نسبت بازده دارایی‌ها نیز به‌عنوان معیار ارزش شرکت استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که حجم نمونه نهایی با توجه به روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) تعداد ۱۲۰ شرکت می‌باشد. در این تحقیق که از داده‌های تابلویی (پانل دیتا) با اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل نمونه نهایی با استفاده از رگرسیون چند متغیره، نشان می‌دهد بین مالیات معوق و ارزش شرکت در شرکت‌های دارای رشد بالا رابطه مستقیم معناداری وجود دارد درحالی‌که این رابطه در شرکت‌های دارای رشد پایین معنادار نیست.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیقی برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد، پرداختند. مطالعات پیشین پیرامون رابطه بین سرمایه گذاری نهادی و ارزش شرکت به نتایج متفاوتی دست یافته اند. در این تحقیق، نگرش های مختلف (یعنی فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع) در مورد سرمایه گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و موید فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده و فرضیه همگرایی منافع را تایید نمی کند.

۳. روش شناسی تحقیق

روش تحقیق مورد استفاده در این تحقیق از نوع توصیفی- همبستگی با رویکرد کاربردی است (در تحقیق توصیفی از نوع همبستگی، محقق به بررسی روابط بین دو یا چند متغیر می پردازد). برای آزمون فرضیه از رگرسیون چند متغیره و ضریب همبستگی استفاده می شود همچنین برای آمارهای توصیفی و استنباطی جهت تجزیه و تحلیل داده های گردآوری شده از نرم افزار آماری R استفاده خواهد شد. همچنین در این تحقیق با توجه به نوع داده و روش های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش «داده های پانل دیتا» استفاده می شود. زیرا بدین منظور رابطه ی بین متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۰ ساله طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ آزمون می شوند. سال ۱۳۸۹ به عنوان سال قبل در نظر گرفته شده است. شرکت های قلمرو زمانی فوق که دارای ویژگی ها و شرایط زیر می باشند به عنوان نمونه آماری تحقیق در نظر گرفته شده است. این شرایط عبارتند از:

۱. طی سال های مورد مطالعه در این تحقیق، وارد بورس اوراق بهادار تهران نشده باشد.

۲. اطلاعات مالی مورد نیاز، به خصوص یادداشت های همراه صورت های مالی در دسترس باشد.

۳. شرکت‌های مورد مطالعه جز شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری، بیمه و صندوق‌ها و شرکت‌های غیرتولیدی مانند خدماتی، بازرگانی و غیره نباشد.

۴. طی سال‌های مورد مطالعه شرکت‌ها تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشند.

با توجه به توضیحات فوق، تعداد ۱۴۸ شرکت جهت آزمون فرضیه‌ها انتخاب گردیدند. فرضیه‌ها

فرضیه ۱: بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۲: سهامداران نهادی رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه ۳: استقلال هیات مدیره رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه ۴: کارایی سرمایه‌گذاری رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه ۵: بدهی شرکت رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

مدل آزمون فرضیه

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی شماره (۱) بشرح زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ACCR}_{it} + \beta_4 \text{CATA}_{it} + \beta_5 \text{LOSS}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{MTB}_{it} + \beta_8 \text{OCF}_{it} + \beta_9 \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی شماره (۲) بشرح زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{INSTOWN}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

برای آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیونی شماره (۳) بشرح زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{BRDINDP}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

برای آزمون فرضیه چهارم از مدل رگرسیونی شماره (۴) بشرح زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{INVEST}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۴)

برای آزمون فرضیه پنجم از مدل رگرسیونی شماره (۵) بشرح زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{DEBT}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۵)

متغیر وابسته:

Q: (شاخص ارزش شرکت): کیوتوین که عبارت است با ارزش بازار سهام بعلاوه ارزش دفتری بدهی های شرکت تقسیم بر ارزش دفتری شرکت، و به صورت رابطه زیر محاسبه می شود:

$$Q = \frac{MVS + BVD}{BVA}$$

در رابطه بالا:

MVS: نشان دهنده ارزش بازار سهام و BVA: نشان دهنده ارزش دفتری بدهی ها و BVD: نشان دهنده ارزش دفتری دارایی ها است.

متغیر مستقل:

SofAdj: جهت محاسبه سرعت تعدیل وجه نقد در بررسی فرضیه ها، ابتدا بایستی سطح وجه نقد هدف (بهینه) از رابطه ی زیر برآورد شود:

$$\text{Cash}_{it} = a_1 \log(\text{Size}_{it}) + a_2 Q_{it} + a_3 \text{DD}_{it} + a_4 \text{ICFR}_{it} + a_5 \text{CF}_{it} + a_6 \text{NWC}_{it} + a_7 \text{Capext}_{it} + a_8 \text{Lev}_{it} + a_9 \text{Age}_{it} + c_{it}$$

مدل (۶)

که در این مدل:

Size: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها.

Q: نسبت ارزش دفتری کل دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

DD: یک متغیر مصنوعی است که اگر شرکت سود تقسیم کرده باشد برابر یک و در غیر این صورت صفر است.

ICFR: ریسک جریان نقدی صنعت برابر است با میانگین انحراف استاندارد جریان وجه نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها برای شرکت‌های هر صنعت.

CF: جریان نقدی حاصل از عملیات تقسیم بر کل دارایی‌ها.

NWC: خالص سرمایه در گردش برابر است با دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری منهای وجه نقد و اوراق بهادار قابل معامله تقسیم بر کل دارایی‌ها.

Capex: تغییر در دارایی‌های ثابت تقسیم بر مجموع دارایی‌ها.

Lev: بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.

age: عمر شرکت.

نحوه عمل به این صورت بوده که برای هر شرکت با توجه به متغیرهای معنادار، ضرایب برآوردی رگرسیون مؤثر بر وجه نقد بهینه به دست آمده و سپس با ضرب ضرایب به دست آمده در مقادیر واقعی، وجه نقد بهینه هر شرکت در سال به دست می‌آید. سپس میزان وجه نقد بهینه به دست آمده از رابطه‌ی بالا را در مدل (۷) قرار داده و با استفاده از داده‌های ترکیبی، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد (SofAdj) را به دست آورده تا بتوانیم آزمون مربوط فرضیه‌ها را به صورت پدل انجام دهیم.

$$\text{Cash}_{i,t} - \text{Cash}_{i,t-1} = \text{SofAdj} (\text{Cash}^*_{i,t} - \text{Cash}_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۷)}$$

در مدل فوق:

Cash_{i,t}: وجه نقد سال جاری تقسیم بر کل دارایی‌های سال جاری

Cash_{i,t-1}: وجه نقد سال قبل تقسیم بر کل دارایی‌های سال قبل

SofAdj: سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد از رابطه مدل (۷)

Cash*_{i,t}: میزان وجه نقد بهینه

پس از اطمینان از معنی داری وجود رابطه بین تفاضل وجه نقد واقعی از وجه نقد سال قبل با تفاضل وجه نقد هدف با وجه نقد سال قبل که به آن ضریب تعدیل گفته و می توان به آزمون فرضیه ها پرداخت.

متغیرهای تعدیل کننده:

۱. سهامداران نهادی

INSTOWN = سرمایه گذاران نهادی عبارت است از درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران نهادی از جمله بانکها، بیمه ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق ها، دولت و سایر نهادهای وابسته در شرکت *i* در سال *t*.

۲. استقلال هیات مدیره

BRDINDP = استقلال هیئت مدیره عبارت است از نسبت تعداد اعضای غیر موظف به تعداد همه اعضای هیئت مدیره شرکت *i* در سال *t*.

۱. کارایی سرمایه گذاری

INVEST: جهت دستیابی به متغیر کارایی سرمایه گذاری ابتدا لازم است تا مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) برآورد شود. باقی ماندهی مدل نشان دهندهی انحراف از سرمایه گذاری است. در این تحقیق سرمایه گذاری کمتر از حد با استفاده از مدل رگرسیونی زیر نشان داده شده که توسط ریچاردسون (۲۰۰۶) نیز استفاده شده است:

$$I_{New,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 I_{New,i,t-1} + \alpha_2 FL_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 R_{t-1} + \alpha_7 MB_{i,t-1} + Industry + \varepsilon$$

مدل (۸)

در این مدل:

¹ Richardson

I_{New} : سرمایه‌گذاری های جدید شرکت که از مجموع هزینه‌های سرمایه‌ای (Capex)، هزینه‌های تحقیق و توسعه (R&D) و تحصیل و ادغام (Acquisitions)، منهای فروش اموال ماشین آلات و تجهیزات (SalePPE) و هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت (Imaintenance) از طریق رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود (ریچاردسون، ۲۰۰۶).

رابطه (۱):

$$I_{New,t} = Capex_t + \alpha_2 Acquisitions_t + R\&D_t - SalePPE_{i,t-1} - I_{maintenance,t}$$

مخارج سرمایه‌ای شرکت i در سال t که برابر است با وجوه پرداختی بابت جهت خرید دارایی‌های ثابت مشهود (موجود در فعالیت های سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد) شرکت i در سال t FL_{it} : اهرم مالی شرکت که از طریق تقسیم کل ارزش دفتری بدهی‌ها به کل ارزش دفتری دارایی‌ها شرکت i در سال t محاسبه شده است.

Cash: موجودی نقد شرکت که از طریق مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کوتاه مدت محاسبه شده است.

Age: لگاریتم طبیعی عمر شرکت i در سال t از تفاوت سال جاری و سال تاسیس شرکت محاسبه می‌شود.

Size: اندازه‌ی شرکت که از لگاریتم طبیعی کل ارزش دفتری دارایی‌ها شرکت i در سال t محاسبه می‌شود.

R: بازدهی واقعی هر سهم به صورت سالانه از رابطه‌ی زیر محاسبه گردید:

$$R_{it} = \frac{p_t(1 + \alpha + \beta) - (p_{t-1} + c\alpha) + D}{p_{t-1} - c\alpha} \times 100$$

¹ Financial Leverage

² Return

که در آن: D : سود تقسیمی هر سهم طی سال. α : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته. β : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی. P_t : قیمت سهم در پایان دوره t . P_{t-1} : قیمت سهم در پایان دوره $t-1$. C : ارزش اسمی سهام.

MB_{it} : عبارت است از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t .

$Industry$: متغیر مجازی نوع صنعت.

ε : جزء خطا (I^e_{New}) که نشان دهنده انحراف سرمایه‌گذاری می‌باشد. با توجه به علامت، باقیمانده‌ی مثبت ($I^e_{New} > 0$) نشان دهنده سرمایه‌گذاری کافی (بیشتر از حد) است.

۳. بدهی شرکت

$DEBT$: اهرم مالی شرکت که از طریق تقسیم کل ارزش دفتری بدهی‌ها به کل ارزش دفتری دارایی‌ها شرکت i در سال t محاسبه شده است.

متغیرهای کنترلی:

$Size$: اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت i در سال t .

$ACCR$: نسبت حساب‌های دریافتنی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت i در سال t .

$CATA$: نسبت ارزش دفتری دارایی‌های جاری به ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت i در سال t .

$LOSS$: یک متغیر مجازی است اگر شرکت i در سال t دارای زیان باشد مقدار آن یک در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می‌شود

ROA : بازده دارایی‌ها شرکت i در سال t که عبارت است از نسبت سود خالص قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها (جهت کنترل عملکرد شرکت‌ها)؛

¹ Market-to-Book

MTB: فرصت رشد عبارت است از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت **i** در سال **t**. جهت محاسبه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصلضرب قیمت پایانی هر سهم در تعداد سهام در دست سهامداران استفاده خواهد شد.

OCF: نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت **i** در سال **t**.

DIVID: یک متغیر دو ارزشی است بدینصورت که اگر شرکت در طی سال جاری سود تقسیم کرده مقدار آن، یک است، در غیر اینصورت برابر با صفر می باشد.

۴. تحلیل داده ها و آزمون فرضیه

در این بخش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. هم‌چنین لازم به ذکر است که با توجه به نمونه‌گیری انجام شده تعداد ۱۴۸ شرکت به عنوان شرکت‌های نمونه‌ی آماری انتخاب شدند که تعداد ۱۳۳۲ مشاهده گردآوری شده از آن‌ها طی دوره‌ی نه ساله (۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸) مورد بررسی قرار گرفت. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه گردیده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

نام	نماد	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	انحراف	چولگی	کشیدگی
ارزش شرکت	Q	۱/۷۰۱	۱/۴۴۸	۰/۵۸۶	۶۹/۷۶۷	۲/۰۶۲	۲۸/۲۶۱	۹۲۴/۶۱۷
سرعت تعدیل وجه نقد	SofAdj	۰/۰۲۰	۰/۰۱۴	-۰/۰۱۰	۰/۱۳۵	۰/۰۲۷	۲/۰۳۲	۴/۳۱۹
اندازه شرکت	Size	۱۴/۲۱۰	۱۴/۰۷۳	۱۰/۱۹۵	۱۹/۷۷۳	۱/۴۸۳	۰/۸۳۲	۱/۳۹۴
حسابهای دریافتنی	ACCR	۰/۲۴۷	۰/۲۱۶	۰/۰۰۰	۰/۸۲۱	۰/۱۷۲	۰/۷۵۰	۰/۰۹۲
دارایی‌های جاری	CATA	۰/۶۵۹	۰/۶۸۸	۰/۱۱۰	۰/۹۷۲	۰/۱۹۱	-۰/۵۶۸	-۰/۴۷۴
زیانده بودن	LOSS	۰/۱۱۸	۰	۰	۱	۰/۳۲۲	۲/۳۶۹	۳/۶۱۹
بازده دارایی	ROA	۰/۱۳۲	۰/۱۱۷	-۱/۰۶۳	۰/۷۴۶	۰/۱۶۰	-۰/۱۹۷	۴/۲۸۹
فرصت رشد	MTB	۲/۵۳۲	۲/۱۲۶	-۱۵۴/۳۲۲	۱۲۱/۵۰۹	۷/۵۹۸	-۱/۱۳۱	۲۳۶/۳۶۸
جریان وجه نقد عملیاتی	OCF	۰/۱۲۸	۰/۱۱۱	-۰/۳۹۹	۱/۱۱۰	۰/۱۳۵	۰/۶۵۵	۲/۸۲۶
سود تقسیمی	DIVD	۰/۸۰۱	۱	۰	۱	۰/۳۹۸	-۱/۵۱۶	۰/۲۹۹
سهامداران نهادی	INSTOWN	۳۴/۴۲۳	۲۳/۳	۰	۹۸/۹۳	۳۲/۶۳۹	۰/۵۹۱	۱/۱۳۴
استقلال هیئت مدیره	BRDINDP	۰/۵۹	۰/۶۳	۰	۰/۸	۰/۲۱۶	-۰/۴۵۸	-۰/۲۹۳
کارایی سرمایه گذاری	INVEST	۰/۴۷۵	۰	-۳۷۸/۰	۱	۰/۴۹۹	۰/۰۹۸	-۱/۹۹۳
اهرم مالی	DEBT	۰/۶۰۲۸	۰/۶۰۲	۰/۰۹۰	۲	۰/۲۴۶	۳/۳۹۲	۳۵/۴۶۱

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

میزان حداقل و حداکثر متغیرها نشان‌دهنده‌ی بیشترین و کمترین داده‌ی موجود در اطلاعات گردآوری شده از سطح شرکت‌ها می‌باشد. در آماره‌های توصیفی شاخص اندازه‌گیری پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی ضریب چولگی است. منفی بودن چولگی در متغیر دارایی‌های جاری با نماد (CATA) به میزان

۰/۵۶۸-، متغیر بازده دارایی با نماد (ROA) به میزان ۰/۱۹۷-، متغیر فرصت رشد با نماد (MTB) به میزان ۱/۱۳۱-، متغیر سود تقسیمی با نماد (DIVD) به میزان ۱/۵۱۶-، متغیر استقلال هیئت مدیره با نماد (BRDINDP) به میزان ۰/۴۵۸- نشان دهنده‌ی آن است که توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر (چولگی منفی) دارد. مثبت بودن چولگی در سایر متغیرهای پژوهش نشان دهنده‌ی آن است که توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بزرگتر (چولگی مثبت) دارد. شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال، ضریب کشیدگی نام دارد. منفی بودن ضریب کشیدگی در برخی از متغیرهای پژوهش همچون دارایی‌های جاری با نماد (CATA) به میزان ۰/۴۷۴-، متغیر استقلال هیئت مدیره با نماد (BRDINDP) به میزان ۰/۲۹۳-، متغیر کارایی سرمایه‌گذاری با نماد (INVEST) به میزان ۱/۹۹۳- حاکی از آن است که متغیرهای پژوهش توزیع جامعه از توزیع نرمال کوتاه‌تر است در نتیجه پراکندگی آن از توزیع نرمال بیشتر می‌باشد. مثبت بودن ضریب کشیدگی در سایر متغیرهای پژوهش حاکی از آن است که متغیرهای پژوهش توزیع جامعه از توزیع نرمال بلندتر است در نتیجه پراکندگی آن از توزیع نرمال کمتر می‌باشد. بیشترین مقدار متغیر اهرم مالی به میزان ۴/۰۰۲ مربوط داده‌های گردآوری شده از شرکت پتروشیمی فارابی در سال ۱۳۹۶ می‌باشد.

آزمون فرضیه اول پژوهش

پس از تایید مدل پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته با توجه به آزمون‌های انجام شده، مدل رگرسیونی اول تحقیق برآورد شد. جدول شماره (۲) برآورد رگرسیون مدل مورد نظر را ارائه نموده است. بر اساس مدل تدوین شده جهت آزمون فرضیه اول در مدل اول بایستی ضریب مورد نظر در رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد. در صورت معنی دار بودن ضریب فوق می‌توان در خصوص معنی داری فرضیه اول تحقیق اظهار نظر نمود.

جدول ۲: برآورد مدل رگرسیونی اول با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته					
$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 SofAdj_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ACCR_{it} + \beta_4 CATA_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 OCF_{it} + \beta_9 DIVD_{it} + \varepsilon_{it}$					
ردیف	نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	t آماره‌ی	احتمال
۱	عرض از مبداء (مقدار ثابت معادله)	(Intercept)	-۱/۰۷۳	-۲/۳۳۶	۰/۰۱۹
۲	سرعت تعدیل وجه نقد	SofAdj	۴/۲۵۶	۵/۰۴۴	۰/۰۰۰
۳	اندازه شرکت	Size	۳/۵۵۲	۱/۲۵۹	۰/۲۰۸
۴	حسابهای دریافتی	ACCR	-۰/۰۳۴	-۰/۱۶۶	۰/۸۶۷
۵	دارایی‌های جاری	CATA	۰/۵۸۳	۲/۸۶۴	۰/۰۰۴
۶	زیانده بودن	LOSS	۰/۵۰۴	۴/۷۹۲	۰/۰۰۰
۷	بازده دارایی	ROA	۲/۲۳۲	۹/۳۱۷	۰/۰۰۰
۸	فرصت رشد	MTB	۰/۰۱۳	۴/۴۵۲	۰/۰۰۰
۹	جریان وجه نقد عملیاتی	OCF	۰/۲۲۳	۱/۰۹۴	۰/۲۷۳
۱۰	سود تقسیمی	DIVD	-۰/۱۳۳	-۱/۴۳۷	۰/۱۵۰
منبع: محاسبات پژوهش‌گر					

بر اساس جدول (۲) نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد سرعت تعدیل وجه نقد با نماد (SofAdj) با ضریب ($\beta_1: 4/256$) با توجه به سطح معنی داری کمتر از $0/05$ ($p: 0/000$) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت دارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی اول پژوهش مورد پذیرش واقع می‌گردد.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

جدول ۳: برآورد مدل رگرسیونی دوم با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{INSTOWN}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

ردیف	نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	t آماره‌ی	احتمال
۱	عرض از مبدا (مقدار ثابت معادله)	(Intercept)	-۱/۰۹۲	-۲/۳۷۹	۰/۰۱۷
۲	سرعت تعدیل وجه نقد	SofAdj	۵/۱۹۸	۴/۶۰۵	۰/۰۰۰
۳	سرعت تعدیل وجه نقد × سهامداران نهادی	SofAdj × INSTOWN	-۲/۸۰۶	-۱/۲۵۴	۰/۲۰۹
۴	اندازه شرکت	Size	۳/۷۲۵	۱/۳۲۰	۰/۱۸۶
۵	حسابهای دریافتی	ACCR	-۰/۰۲۹	-۰/۱۴۳	۰/۸۸۵
۶	دارایی‌های جاری	CATA	۰/۵۷۶	۲/۸۲۶	۰/۰۰۴
۷	زیانده بودن	LOSS	۰/۵۰۰	۴/۷۵۲	۰/۰۰۰
۸	بازده دارایی	ROA	۲/۲۲۸	۹/۳۰۵	۰/۰۰۰
۹	فرصت رشد	MTB	۰/۰۱۳	۴/۴۴۳	۰/۰۰۰
۱۰	جریان وجه نقد عملیاتی	OCF	۰/۲۲۲	۱/۰۸۹	۰/۲۷۶
۱۱	سود تقسیمی	DIVD	-۰/۱۳۴	-۱/۴۴۷	۰/۱۴۸

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

بر اساس جدول (۳) نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد تعامل سرعت تعدیل وجه نقد و سهامداران نهادی با نماد (INSTOWN × SofAdj) با ضریب (۲/۸۰۶: β_2) با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ (p: ۰/۲۰۹) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی داری فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌گردد.

آزمون فرضیه سوم پژوهش

جدول ۴: برآورد مدل رگرسیونی سوم با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{BRDINDP}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

ردیف	نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره‌ی t	احتمال
۱	عرض از مبدا (مقدار ثابت معادله)	(Intercept)	-۱/۱۰۰	-۲/۳۹۸	۰/۰۱۶
۲	سرعت تعدیل وجه نقد	SofAdj	۱/۳۸۱	۰/۵۵۸	۰/۵۷۶
۳	سرعت تعدیل وجه نقد × استقلال هیات مدیره	SofAdj × BRDINDP	۳/۸۰۴	۱/۲۳۵	۰/۲۱۶
۴	اندازه شرکت	Size	۳/۷۱۹	۱/۳۱۹	۰/۱۸۷
۵	حسابهای دریافتی	ACCR	-۰/۰۱۰	-۰/۰۴۹	۰/۹۶۱
۶	دارایی‌های جاری	CATA	۰/۵۷۶	۲/۸۳۰	۰/۰۰۴
۷	زیانده بودن	LOSS	۰/۵۰۸	۴/۸۲۸	۰/۰۰۰
۸	بازده دارایی	ROA	۲/۲۲۹	۹/۳۰۴	۰/۰۰۰
۹	فرصت رشد	MTB	۰/۰۱۳	۴/۴۸۳	۰/۰۰۰
۱۰	جریان وجه نقد عملیاتی	OCF	۰/۲۲۳	۱/۰۹۵	۰/۲۷۳
۱۱	سود تقسیمی	DIVD	-۰/۱۳۳	-۱/۴۴۳	۰/۱۴۹

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

بر اساس جدول ۴ نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد تعامل سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و استقلال هیات مدیره با نماد (BRDINDP × SofAdj) با ضریب (β₂: ۳/۸۰۴) با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ (p: ۰/۲۱۶) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی داری لذا فرضیه‌ی سوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌گردد.

آزمون فرضیه چهارم پژوهش

جدول ۵: برآورد مدل رگرسیونی چهارم با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SofAdj}_{it} + \beta_2 \text{SofAdj}_{it} * \text{INVEST}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{ACCR}_{it} + \beta_5 \text{CATA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{OCF}_{it} + \beta_{10} \text{DIVD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

ردیف	نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره‌ی t	احتمال
۱	عرض از مبدا (مقدار ثابت معادله)	(Intercept)	-۱/۰۷۲	-۲/۳۳۳	۰/۰۱۹
۲	سرعت تعدیل وجه نقد	SofAdj	۴/۱۰۳	۳/۹۷۷	۰/۰۰۰
۳	سرعت تعدیل وجه نقد × کارایی سرمایه‌گذاری	SofAdj × INVEST	۰/۳۳۷	۰/۲۵۸	۰/۷۹۶
۴	اندازه شرکت	Size	۳/۵۴۱	۱/۲۵۵	۰/۲۰۹
۵	حسابهای دریافتی	ACCR	-۰/۰۳۴	-۰/۱۶۶	۰/۸۶۸
۶	دارایی‌های جاری	CATA	۰/۵۸۳	۲/۸۶۳	۰/۰۰۴
۷	زیانده بودن	LOSS	۰/۵۰۵	۴/۷۹۵	۰/۰۰۰
۸	بازده دارایی	ROA	۲/۲۳۵	۹/۳۲۰	۰/۰۰۰
۹	فرصت رشد	MTB	۰/۰۱۳	۴/۴۴۳	۰/۰۰۰
۱۰	جریان وجه نقد عملیاتی	OCF	۰/۲۲۰	۱/۰۷۵	۰/۲۸۲
۱۱	سود تقسیمی	DIVD	-۰/۱۳۳	-۱/۴۳۳	۰/۱۵۱

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

بر اساس جدول (۵) نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد تعامل سرعت تعدیل وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری با نماد (INVEST × SofAdj) با ضریب (۰/۳۳۷: β_2) با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ (p: ۰/۷۹۶) رابطه‌ی معنی‌داری با ارزش شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی‌داری لذا فرضیه‌ی چهارم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌گردد.

آزمون فرضیه پنجم پژوهش

جدول ۶: برآورد مدل رگرسیونی پنجم با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته

$$\beta_4 ACCR_{it} + \beta_5 CATA_{it} * DEBT_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_2 SofAdj_{it} = \beta_0 + Q_{it} + \beta_{10} DIVD_{it} + \varepsilon_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 OCF_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} +$$

ردیف	نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره‌ی t	احتمال
۱	عرض از مبداء	(Intercept)	-۱/۱۳۴	-۲/۴۳۸	۰/۰۱۴
۲	سرعت تعدیل وجه نقد	SofAdj	-۱/۰۲۹	-۰/۴۷۱	۰/۶۳۷
۳	سرعت تعدیل وجه نقد × بدهی شرکت	× SofAdj DEBT	۹/۱۵۸	۲/۶۱۶	۰/۰۰۸
۴	اندازه شرکت	Size	۳/۹۳۵	۱/۳۷۳	۰/۱۶۹
۵	حسابهای دریافتنی	ACCR	-۰/۰۲۲	-۰/۱۰۷	۰/۹۱۵
۶	دارایی‌های جاری	CATA	۰/۵۲۷	۲/۵۷۱	۰/۰۱۰
۷	زیانده بودن	LOSS	۰/۵۱۰	۴/۸۶۲	۰/۰۰۰
۸	بازده دارایی	ROA	۲/۳۸۶	۹/۶۸۲	۰/۰۰۰
۹	فرصت رشد	MTB	۰/۰۱۳	۴/۶۲۷	۰/۰۰۰
۱۰	جریان وجه نقد عملیاتی	OCF	۰/۱۷۵	۰/۵۸۵	۰/۳۹۰
۱۱	سود تقسیمی	DIVD	-۰/۱۱۶	-۱/۲۵۳	۰/۲۱۰

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

بر اساس جدول (۶) نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد تعامل سرعت تعدیل وجه نقد و بدهی با نماد (DEBT × SofAdj) با ضریب (β₂: ۹/۱۵۸) با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ (p: ۰/۰۰۸) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت دارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی پنجم پژوهش مورد پذیرش واقع می‌گردد.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از انجام این پژوهش، تجزیه و تحلیل تأثیر سرعت بهینه نگه داشت وجه نقد بر ارزش شرکت است. در واقع، سرعت بهینه نگه داشت وجه نقد از دو مدل استفاده می‌کند: انحراف

استاندارد و تعدیل جزئی برای آزمایش متغیرهای تعدیل کننده از یک سطح بهینه از سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی بر ارزش شرکت. متغیرهای تعدیل کننده در این پژوهش، مالکیت مالکیت نهادی، هیات مدیره مستقل، کارایی سرمایه‌گذاری و بدهی هستند. قلمرو زمانی پژوهش طی سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۰ در نظر گرفته شد.

خلاصه نتیجه فرضیه اول: فرضیه اول تحقیق بیان می‌کند: « بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.» نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد سرعت تعدیل وجه نقد با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ ($p: 0/000$) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت دارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع شده و فرضیه‌ی اول پژوهش مورد پذیرش واقع می‌گردد. نتایج فرضیه تحقیق با نتیجه فرضیه پژوهش کاهيونو و همکاران (۲۰۱۹) در معنی داری همخوانی داشت.

خلاصه نتیجه فرضیه دوم: فرضیه دوم تحقیق بیان می‌کند: « سهامداران نهادی اثر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند. نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش سرعت تعدیل وجه نقد و سهامداران نهادی با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ ($p: 0/209$) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نشده و فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌گردد. نتایج فرضیه تحقیق با نتیجه فرضیه پژوهش کاهيونو و همکاران (۲۰۱۹) در معنی داری همخوانی نداشت.

خلاصه نتیجه فرضیه سوم: فرضیه سوم تحقیق بیان می‌کند: « استقلال هیات مدیره اثر سرعت تعدیل وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند » نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و استقلال هیات مدیره با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ ($p: 0/216$) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نشده و فرضیه‌ی سوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌گردد. نتایج فرضیه تحقیق با نتیجه فرضیه پژوهش کاهيونو و همکاران (۲۰۱۹) در معنی داری همخوانی نداشت.

خلاصه نتیجه فرضیه چهارم: فرضیه چهارم تحقیق بیان می‌کند: « کارایی سرمایه‌گذاری اثر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند. نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش سرعت تعدیل وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطح معنی داری بیشتر از $0/05$ ($p:0/796$) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نشده و فرضیه‌ی چهارم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌گردد. نتایج فرضیه تحقیق با نتیجه فرضیه پژوهش کاهيونو و همکاران (۲۰۱۹) در معنی داری همخوانی نداشت.

خلاصه نتیجه فرضیه پنجم: فرضیه پنجم تحقیق بیان می‌کند: « بدهی اثر سرعت تعدیل وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند » نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش سرعت تعدیل وجه نقد و بدهی با توجه به سطح معنی داری کمتر از $0/05$ ($p:0/008$) رابطه‌ی معنی داری با ارزش شرکت دارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع شده و فرضیه‌ی پنجم پژوهش مورد پذیرش واقع می‌گردد. نتایج حاصل از این فرضیه با هامبورگ و همکاران (۲۰۱۸) همخوانی داشت. نتایج فرضیه تحقیق با نتیجه فرضیه پژوهش کاهيونو و همکاران (۲۰۱۹) در معنی داری همخوانی داشت.

پیشنهادهای کاربردی مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به رابطه بین سرعت تعدیل وجه نقد و ارزش شرکت به مدیران پیشنهاد می‌شود جهت افزایش ارزش شرکت، سرعت تعدیل بهینه منابع نقدی را افزایش دهند.

با توجه به اینکه بدهی، اثر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند در این راستا به سهامداران پیشنهاد می‌شود در هنگام تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به میزان بدهی شرکت‌ها توجه ویژه‌ای داشته باشند.

منابع تحقیق

- اسدی، غلامحسین و بیات، مرتضی. (۱۳۹۴). تاثیر حسابداری محافظه کاری شرطی و غیر شرطی بر ارزش شرکت، حسابداری مدیریت، شماره ۱، صص ۱-۱۲۱.
- آقای، محمد علی؛ نضافت، احمدرضا؛ اردکانی، مهدی ناظمی. و جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۱(۲-۱)، ۷۰-۵۳.
- جهانخانی علی، پارسائیان، علی، (۱۳۸۳). مدیریت مالی جلد دوم، چاپ هشتم، انتشارات سمت.
- حساس یگانه، یحیی، و مرادی، محمد، و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۲)، ۱۰۷-۱۲۲.
- خانی، عبدالله، و یوسفی، امین. (۱۳۹۲). بررسی میزان سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت سطح بهینه نگهداشت آن، در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان
- دارابی، رویا و داود خانی، محمود. (۱۳۹۴). تاثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۸، صص ۱۳۱-۱۵۲.
- رسانیان، امیر؛ رحیمی، فروغ. و حنجری، سارا. (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۲(۴)، ۱۲۵-۱۴۴.
- سرلک، نرگس، حیدری، زهره، فتحی، سمیه، آهنگری، مهناز. (۱۳۹۹). رابطه ویژگی های هیأت مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی. پژوهش های تجربی حسابداری، 1-22, 10(2),
- مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارش گری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲)، ۸۵-۱۱۶.

معبودی، معصومه و دارابی، رویا. (۱۳۹۳). تاثیر مالیات معوق بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، شماره ۲۲، صص ۱-۱۸.

نونهال نهر، علی اکبر و ابراهیم سهرابی فرد، (۱۳۹۶). تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت و سودآوری، اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت، تبریز، موسسه آموزش عالی علم و فن آوری شمس.

وکیلی فرد، حمیدرضا. (۱۳۸۹). تصمیم‌گیری در مسائل مالی. چاپ دهم انتشارات جنگل، تهران.

Alles, L. Lian, Y. & Xu, C. Y. (2012). ((The determinants of target cash holdings and adjustment speeds: An empirical analysis of Chinese firms)). In 2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference

Anand. M., Garg. A., Arora. A., (1999). Economic value added: Business performance measure of shareholder value. Management Accountant, Vol.34 , No.5, May1999, pp. 351-356.

Anderson, R. W., & Hamadi, M. (2016). Cash holding and control-oriented finance. Journal of Corporate Finance. 41, 410-425. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.009>

Aybar-Arias, C., Casino-Martínez, A., & López-Gracia, J. (2012). On the adjustment speed of SMEs to their optimal capital structure. Small Business Economics, 39, 977-996.

Ayers, C. Benjamin, Laplante, Stacie and Casey Schwab. (2011). Does Tax Deferral Enhance Firm Value?. Working Paper.

Biddle, G. and Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. The Accounting Review, 81: 963-982.

Biddle, G. C.; Hilary, G. and Rodrig, S. Verdi. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics, 48 (2/3): 112-131.

Bourguignon, A. (2005), "Management accounting and value creation: the profit and loss of reification", Critical Perspectives on Accounting, Volume.16 ,Issue. 4, May. 2005, pp. 353-389.

Brisker, E. R. Çolak, G. & Peterson, D. R. (2013). ((Changes in cash holdings around the S&P 500 additions)). Journal of Banking & Finance, 37(5), 1787-1807.

- Bushman, R. and. Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting Economics*, 32:237-333.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward target? *Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01421.x>
- Cahyono, H.K.H., Hanafi, M.M., & Setiyono, B. (2019). The optimal cash holdings speed of adjustment and firm value: An empirical study in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(2):246–257.
- Chen, Y., Dou, P., Rhee, S. G., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2015). National culture and corporate cash holding around the world. *Journal of Banking and Finance*, 50(1), 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.09.018>
- Chowdhury, A. & Chowdhury, S.P. (2011), Impact of capital structure on firm's value Evidence from Bangladesh, *Business and Economic Horizons*.3(3), 111-122.
- Coles. J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50. <https://doi.org/10.1177/014920630102700102>
- Da Cruz, A. F. (2015). *Essays in Cash Holdings*. Thesis. University of Brasilia. Brasilia.
- Dittmar A., & Duchin, R. (2011). *Dynamic of cash*. Working Paper. University of Michigan.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634. <https://doi.org/10.2139/ssrn.687464>
- Dittmar, A., Marth-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111–133.
- Drobetz, W., & Grüninger, M.C (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial markets Portfolio*, 21, 293–324.
- Faulkender, M., Flannery, M., Hankins, K., & Smith, J. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.013>
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10, 295–319.
- Foley, C. Fritz, Jay C. Hartzell, Sheridan Titman, and Gary Twite, (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579–607.

- Ghani, W. I., Tezel, A., Ragan, J. M., Stagliano, A. J., (2005), "Disclosure of EVA Use In Corporate Financial Reports: A Descriptive Analysis", *The Journal of Applied Business Research*, Volume. 21, Number. 1, pp. 81-92.
- Gholamrezapoor, M., kazemi, P., amirniya, N. (2021). Cash Holding Adjustment Speed: The Role of Managerial Ability and Moderating Role of Political Connections in Tehran Stock Exchange. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, (), -. doi: 10.22034/amfa.2021.1891437.1364
- Hall, J. H., Brummer, L. M., (1999), "The Relationsh Between the Market value of a Company and Internal Performance Measurement", *Social Science Research Network (SSRN)*, [Online]< <http://ssrn.com/abstract=141189>>.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holding. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- Harford, J., Mansi, S., & Maxwell, W. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of Financial Economics*. 87, 535-555.
- Hendrawati, E. (2015). Peran corporate governance dalam mengendalikan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh excess cash holding. Dissertation. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Ho, Kung-Cheng and Lee, Shih-Cheng and Lin, Chien-Ting and Pan, Lee-Hsien,(2016). Information Disclosure, Product Market Competition, and Firm Value (January 19, 2016). Asian Finance Association (AsianFA) 2016 Conference. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2717997>
- Irala, Lokanandha. Reddy., (2005), "EVA: The Right Measure of Managerial Performance?", *Indian Journal of Accounting & Finance*, Vol. 119, No. 02, pp.1-10.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Jiang, Z., & Lie, E (2016). Cash holding adjustment and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 36, 190-205. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.008>
- Kalcheva, I., and Lins, K., (2007). International evidence on cash holdings and expected agency problems. *Review of Financial Studies* 20, 1087-1112.

- Kaplan, S, and Zingales, L. (1997). Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?. *Quarterly Journal of Economics*, CXII, 169–215.
- Khan, M. and Watts, R., (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48, 132-145
- Lambert, R.; Leuz, C. and Verrecchia, R. (2005). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2): 385-420.
- Lau, J., & Block, J. H. (2012). Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms. *Corporate Ownership and Control*, 9(2), 309-326. <https://doi.org/10.22495/cocv9i2c2art2>
- Lozano, M. B., & Duran, R. F. (2016). Family control and adjustment to the optimal level cash holding. *The European Journal of Finance*, 23(3), 266-295. <https://doi.org/10.1080/1351847x.2016.1168748>
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *Am. Econ. Rev.* 48, 261–297.
- Monks, R. A. G., Minow, N., (2003), "Corporate Governance. (3rd Edition)", Publisher: Wiley-Blackwell, (21. Nov.2003), pp.584.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Nagan, R., (2008), "A comparative analysis of Economic Value Added(EVA®) by South African banking and retail companies listed on the Johannesburg Stock Exchange", MBA dissertation, Pretoria: University of Pretoria, Available at <<http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-03162010-121950/>>.
- Ntima, C.G., Opong, K.K., & Danbolt, J. (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*, 29(2), 194-220.
- Oded, J. (2012), Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow. *Journal of practice & Theory*, 22(2),61.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(99)00003-3)
- Orlova, S., & Rao, R. (2018). Cash holding speed of adjustment. *International Review of Economic and Finance*, 54, 1- <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.011>
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103–2134.

- Pawlina, G and Renneboog, L. (2005). Is investment Cash-Flow sensitivity caused by the agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. Tilburg University. Discussion Paper, 23.
- Rappaport, A., Nagarajan, N. J., Balachandran, B.V., (1986), "Threshold Margins for Creating Economic Value", *Financial Management*, Spring86, Vol. 15, Issue. 1, pp. 68-77.
- Riddick, L. A., &Whited, T. M. (2009). The corporate propensity to save. *The Journal of Finance*, 64, 1729–1766.
- Ross, P.F. and M. Walker.,(1999). International differences in the timeliness, conservatism and classification ofne earnings. *Journal of Accounting Research*, 37, 53-99.
- Shane, SD. (2007). Corporate Cash Holdings and the Cross-Sectional Variation in Asset Returns. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1084552>.
- Shipe, S. (2015). Volatility of cash holding and firm value. Job Market Paper. Florida State University.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- TRUONG, K. D. (2021). Firm Characteristics and Cash Holdings Speed of Adjustment: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(8), 137–148.
- Venkiteswaran, V. (2011). Partial adjustment toward optimal cash holding level. *Review of Financial Economics*, 20(3), 113-121. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2011.06.002>
- Verdi, R. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper, Available at SSRN: <http://www.ssrn.com>
- Yaffee, R (2003). A Primer on panel data analysis. New York University. Information Technology Services.
- Yang, J., and Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11 (1): 159-166.