

بررسی اثرپذیری نگهداشت وجه نقد از ساختار مالکیت در بورس اوراق بهادار تهران

رضا مرتضی زاده *

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۲۹ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی اثرپذیری نگهداشت وجه نقد از ساختار مالکیت در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تحقیق حاضر با هدف بررسی ارتباطات مالی شرکت های نمونه را مورد ارزیابی قرار داده است. این تحقیق، به عنوان یک تحقیق همبستگی، با استفاده از مدل های رگرسیون در نرم افزار ایویوز متغیرهای مختلف را تحلیل نموده است. جامعه آماری این تحقیق شامل تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ می شود. با بهره گیری از روش حذف سیستماتیک، نمونه هایی از این شرکت ها به عنوان نمونه آماری انتخاب شده اند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که ساختار مالکیت سهامداران کنترل کننده با تأثیر غیرخطی معناداری بر نگهداشت وجه نقد شرکت مواجه است. همچنین، هزینه نمایندگی نیز تأثیر معناداری بر رابطه غیرخطی مالکیت سهامداران کنترل کننده و نگهداشت وجه نقد شرکت اعمال می کند.

واژگان کلیدی

هزینه نمایندگی، ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد، بورس اوراق بهادار تهران.

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد رودسر و املش، دانشگاه آزاد اسلامی، رودسر، ایران.

مقدمه

ساختار مالکیت در واقع نشان‌دهنده این است که کدام افراد در تصمیمات عملیاتی و استراتژیکی شرکت تسلط و کنترل دارند. این ساختار به عنوان یک پارامتر بسیار مؤثر در ارزش‌گذاری شرکت‌ها و همچنین جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه معرفی شده است. حداکثر ساختن ارزش شرکت‌ها وابسته به اجرای طرح‌های سودآور است. با توجه به شرایط بازار رقابت در جهان امروز، انتخاب روش تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و دوام شرکت‌ها امری ضروری به نظر می‌رسد. ساختار مالکیت به دو مفهوم بافت یا ترکیب مالکیت از یک سو و میزان تمرکز سهام از سویی دیگر تقسیم می‌شود. در قسمت بافت یا ترکیب مالکیت، مسئله این است که چه افرادی سهامدار هستند و کدام افراد از میان آنها کنترل شرکت را در اختیار دارند. در مواجهه با نارضایتی مالی، اختلاف منافع بین سهامداران و مدیریت می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های غیر مستقیم در مدیریت منجر شود، زیرا اهداف مدیران و سهامداران آنها همواره یکسان نیستند. این تفاوت باعث ایجاد نمایندگی و هزینه‌های ناشی از نمایندگی در ساختار شرکت‌ها می‌گردد (شایان‌نیا و همکاران، ۲۰۱۷).

تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که در صورت دسترسی به وجه نقد، مدیریت به راحتی می‌تواند به دنبال تحقق منافع خصوصی خود با هزینه سهامداران بگردد. این اقدام نقض صلاحیت سهامداران است که از وجود وجه نقد شرکت بهره‌مند می‌شوند. این تعامل بین مدیریت و سهامداران در خصوص دارایی‌های نقدی شرکت، به عنوان یک تعارض نمایندگی شناخته می‌شود. بر اساس نظریه نمایندگی، در صورت عدم وجود سازوکارهای نظارتی مناسب، مدیریت ممکن است در اداره شرکت، کارایی لازم را اجرا نکند و به منظور تحقق منافع شخصی و ارتقاء جایگاه شغلی خود، به گسترش حجم فعالیت و تولید محصولات شرکت (فرا تر از اندازه بهینه) پردازد. این اقدامات منجر به بهره‌برداری غیربهینه از منابع و دارایی‌های شرکت می‌شود که پیامدهای منفی اقتصادی را به همراه دارد و باعث نابسامانی مالی شرکت‌ها می‌گردد.

هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش مشکلات نمایندگی است. انتظار می‌رود که ساختار مالکیت، با الگوی U شکل (رابطه غیرخطی)، تأثیر قابل توجهی بر نگهداشت وجه نقد داشته باشد و به طور مثبت بر روی دارایی‌های نقدی شرکت تأثیر گذار باشد. بر اساس نظریه نمایندگی، جدایی مالکیت از مدیریت موجب عدم مشاهده کلیه اقدامات مدیریت توسط مالک می‌شود، که ممکن است با اهداف مالک تفاوت داشته باشد، ایجاد تعارض و ناهم‌سویی در منافع مدیران و سهامداران. اما، اگر مدیر نسبت به شرکت سهام زیادی در اختیار داشته باشد، احتمال تضاد منافع کاهش می‌یابد و مشکلات نمایندگی نیز کاهش می‌یابد. از این رو، مسئله اصلی این تحقیق به سوال اصلی خود می‌پردازد که آیا نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تحت تأثیر ساختار مالکیت قرار می‌گیرد؟

با توجه به مطالب ارائه شده، اهداف و فرضیات پژوهش حاضر به شرح زیر می‌باشند:

اهداف پژوهش:

بررسی تأثیر غیرخطی ساختار مالکیت سهامداران کنترل‌کننده بر نگهداشت وجه نقد شرکت.

بررسی تأثیر هزینه نمایندگی بر رابطه غیرخطی ساختار مالکیت سهامداران کنترل‌کننده و نگهداشت وجه نقد شرکت.

فرضیات پژوهش:

فرضیه اول: ساختار مالکیت سهامداران کنترل کننده تأثیر غیرخطی معناداری بر نگهداشت وجه نقد شرکت دارد.
فرضیه دوم: هزینه نمایندگی بر رابطه غیرخطی ساختار مالکیت سهامداران کنترل کننده و نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر معناداری دارد.

این اهداف و فرضیات به منظور ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها ارائه شده‌اند و تحلیل نتایج این پژوهش به بررسی ارتباطات پیچیده میان مالکیت، هزینه نمایندگی، و نگهداشت وجه نقد خواهد پرداخت.
پژوهش حاضر به بررسی تأثیر غیرخطی ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل گر هزینه نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اختصاص دارد. موضوع اصلی پژوهش تأثیر ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد است و نقش تعدیل گر هزینه نمایندگی در این تأثیرات در نظر گرفته شده است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان مکان اصلی تحقیق در نظر گرفته شده‌اند و این شرکت‌ها به عنوان نمونه‌های مورد مطالعه جهت بررسی تأثیرات مالکیت بر نگهداشت وجه نقد مورد تحلیل قرار می‌گیرند. محدوده زمانی تحقیق شامل سال‌های مالی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ می‌باشد و اطلاعات مالی مربوط به این دوره‌ها مورد ارزیابی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند تا اطلاعات دقیقتری از عملکرد شرکت‌ها و تأثیرات غیرخطی مالکیت بر نگهداشت وجه نقد به دست آید. در نهایت، پژوهش به‌ویژه بر ارتباط تعدیل گر هزینه نمایندگی با تأثیرات مالکیت بر نگهداشت وجه نقد تمرکز خواهد کرد.

مبانی نظری و ادبیات پژوهش

در تحقیق چن و همکاران (۲۰۱۹)، آمده است که برل و همکاران (۱۹۳۲)، جزء اولین کسانی بودند که به بررسی رابطه بین ساختار مالکیتی شرکت و عملکرد آن پرداختند. آنها در تحقیق خود به این موضوع اشاره کردند که هر چه پراکندگی مالکیت افزایش یابد، از قدرت سهامداران در کنترل مدیران حرفه ای کاسته می شود و با فرض اینکه بین منافع مدیریت و سهامداران تضاد وجود دارد، منابع شرکت به درستی در بالابردن بهره وری شرکت مورد استفاده قرار نمی گیرند. بنابراین آنها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین پراکندگی مالکیت و عملکرد رابطه ای منفی است. این نگرش از سوی دمستر (۱۹۸۳)، به چالش کشیده شد. وی معتقد است که ساختار مالکیت یک شرکت باید به عنوان نتیجه درونزای تصمیماتی تصور شود که نفوذ سهامداران را در بازار سهام نشان دهد و با این انتخاب هزینه ها و منافع مختلف برای رسیدن به یک سازماندهی مطلوب متعادل شده اند. به بیان دیگر وقتی مالکان یک شرکت سهامی خاص تصمیم به فروش سهام می گیرند و زمانی که سهامداران یک شرکت سهامی عام در عرضه سهام شرکت در بورس توافق می کنند، آنها در واقع تصمیم به اصلاح، تغییر و به احتمال زیاد پراکنده تر کردن ساختار مالکیت بنگاه اقتصادی خود گرفته اند. خرید و فروش بعدی سهام، تمایل مالکان شرکت برای تغییر میزان مالکیت خود در شرکت را نشان می دهد. بنابراین پراکندگی سهامداران دلیلی بر عدم اعمال فشار در شرایط عملکرد نامطلوب نبوده و چنین نیست که بین پراکندگی مالکیت و عملکرد شرکت ها، رابطه ای منفی وجود داشته باشد. اندازه گیری هایی که اکثر مطالعات انجام شده از ساختار مالکیت داشته اند، همه بر اساس مهمترین

سهامداران شرکت ها با تاکید بر پنج نمونه از بزرگترین سهامداران شرکتی باشد و در برخی مطالعات هم بر بخشی از سهام که در مالکیت مدیریت است، تاکید شده است که مدیریت شامل هیأت رئیسه و افراد رده بالای مدیریتی هستند. تاکید بر این نوع اندازه گیری به منظور پیگیری مشکلات بنگاه ها نشان می دهد که سهامدارانی که همه آنها در رده مدیریت طبقه بندی می شوند همگی دارای منافع مشترک بوده اند که این چندان درست به نظر نمی رسد. به عنوان مثال، شخصی را در نظر بگیرید که موقعیتش در شرکت فقط به این علت است که بخش بزرگی از سهام شرکت را در اختیار دارد. چنین افرادی دارای منافع مشترک با مدیران حرفه ای نیستند. در واقع، منافع آنها بیشتر با سرمایه گذاران بیرون از شرکت سازگاری دارد. اعضای هیأت رئیسه و نمایندگان آنها مطمئناً با کسانی که فقط کارکنان مدیریتی شرکت هستند، منافع مشترک ندارند. بنابراین، سطوح بالای سهامداران مدیریتی نمی تواند شاخص قابل اطمینانی از قوت نمایندگی مدیران حرفه ای در عملیات شرکت باشد که بسیاری از مطالعات آن را به عنوان شاخص در نظر گرفته اند. بخشی از سهام در مالکیت پنج نفر از بزرگترین سهامداران نیز اندازه قابل اطمینانی نیست که بتواند سرمایه گذاران را در مقابل سوءاستفاده مدیران محافظت نماید، زیرا همیشه مدیران حرفه ای به اندازه ای سهام در دست دارند که در درون این گروه قرار گیرند. به طور خلاصه، بخشی از سهام که در اختیار پنج نفر از بزرگترین سهامداران است، به احتمال زیاد حاکی از توانایی سهامداران برای کنترل مدیران حرفه ای می باشد و بخشی از سهام در مالکیت مدیران، حاکی از توانایی آنان بر بی اعتنایی به سهامداران است. (دمستر، ۱۹۸۶). شرکت های فعال در سطح جهانی، به منظور کاهش عدم اطمینان و بهره مندی از فرصت های رشد، اغلب به اندازه قابل توجهی وجه نقد نگهداری می کنند. این نگهداری از دارایی های نقدی به عنوان یک راهکار مؤثر برای افزایش انعطاف پذیری مالی شرکت ها عنوان می شود، که این انعطاف پذیری به آنها این امکان را می دهد تا به تغییرات بازار که تأثیر مستقیم بر سرمایه گذاری و رشد تجارت دارد، به بهترین شکل واکنش نشان دهند. شرکت ها در جهت مقابله با کمبودهای غیرمترقبه وجه نقد و همچنین تأمین منابع مالی برای سرمایه گذاری هایی که به نفع شرکت هستند، در تدابیر نگهداری از میزانی وجه نقد مبدول به تلاش هستند. ادبیات مرتبط با نگهداری از وجه نقد شرکت به دو انگیزه معاملاتی و احتیاطی توجه می کند. در راستای انگیزه معاملاتی، شرکت ها با مواجهه با کاهش منابع داخلی می توانند از طریق راهکارهایی نظیر فروش دارایی ها، انتشار سهام جدید، استقراض یا کاهش سود تقسیمی به تأمین مالی بپردازند. با این وجود، همه این راهکارها همراه با هزینه های قابل توجهی متشکل از هزینه های ثابت و متغیر هستند. بنابراین، شرکت هایی که با هزینه های بالای معاملاتی برای پرداخت های خود مواجه هستند، معمولاً مقدار زیادی وجه نقد نگهداری می کنند. از دیگر سو، انگیزه احتیاطی به ویژه به عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه های نمایندگی و هزینه های فرصت سرمایه گذاری های از دست رفته توجه دارد. بنا بر انگیزه احتیاطی، شرکت ها در دوران سخت برای کاهش احتمال بحران مالی، اقدام به نگهداری وجوه نقد می نمایند. از سوی دیگر، نگهداری وجه نقد ممکن است مشکلاتی نیز به همراه داشته باشد؛ مهمترین این مشکلات، مشکلات نمایندگی موجود بین سهامداران و مدیران است. مدیران می توانند به بهای از دست رفتن منافع سهامداران، به دنبال منافع شخصی خود باشند و از این لحاظ، نگهداری وجه نقد منافع مدیران را بیشتر از

سهامداران تحقق می بخشد. منافع شخصی مدیران ایجاب می نماید که وجه نقد زیادی را نگهداری کنند؛ که به بهای از دست رفتن منافع سهامداران تمام می شود که این مشکل به صورت هزینه فرصت ناشی از بازده کمتر وجه نقد نسبت به سایر دارایی ها ایجاد می شود (لوئیس و دیگران، ۲۰۲۱). مدیران برای حداکثر کردن ارزش شرکت و مدیریت صحیح منابع، سعی دارند با انتخاب ترکیب مناسبی از دارایی ها و بدهی ها، درباره نگهداشت وجه نقد شرکت تصمیم گیری کنند؛ بنابراین، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری آن و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان طوری که ذخایر وجه نقد افزایش می یابد مدیران تصمیم می گیرند آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود و یا همچنان نگهداری شود. از جمله فواید حیاتی نگهداری وجه نقد، به ویژه در محیط های نامطمئن بازارهای سرمایه، می توان به افزایش قدرت تصمیم گیری شرکت برای بهره مندی از فرصت های سرمایه گذاری ارزشمند اشاره کرد. این نگهداری از وجه نقد به شرکت امکان می دهد تا در شرایط نوسانات بازار، از تأمین مالی خارجی با هزینه های گران جلوگیری نماید و پرداخت های خود را در زمان مناسب و بدون نوسانات غیرپیش بینی انجام دهد. علاوه بر این، عدم داشتن وجه نقد می تواند امکان توسعه محصولات جدید، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی ها را از دست بدهد؛ زیرا این فعالیت ها نیازمند منابع مالی قابل دسترسی هستند و وجود وجه نقد این امکانات را فراهم می سازد.

مروری بر مطالعات گذشته

در تحقیق اخیر هوانگ و همکاران (۲۰۲۲)، تأثیر غیرخطی ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد شرکت از دیدگاه های مشکل نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. این تحقیق با بهره گیری از اصلاحات تقسیم سهام در سال ۲۰۰۶ در چین که به تبدیل سهام غیرقابل تجارت به سهام قابل معامله منجر شد، از یک چارچوب تضاد نمایندگی برای ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد بهره مند شد. نتایج حاکی از این است که هر دو درصد مالکیت سهامدار برتر و کنترل ها و مانده های سایر سهامداران بزرگ به میزان نگهداشت وجه نقد شرکت پس از اصلاحات تأثیر مثبتی دارند. با این حال، افزایش در دارایی های نقدی باعث نزول نرخ آن می شود. این نتایج نشان می دهد که هزینه نمایندگی در دو نوع (بین مدیریت و سهامداران و بین سهامداران کنترل کننده و سهامداران خرد) بر نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر گذار است. همچنین، تأثیر مالکیت سهامداران اصلی و کنترل ها و موازنه های سایر تغییرات در ساختار سهامداران بزرگ نقش مهمی در نگهداشت وجه نقد در شرکت های غیر دولتی بازی می کند. در تحقیق به تازگی یان و همکاران (۲۰۲۱) با موضوع "رابطه نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت: آیا عوامل خاص شرکت اهمیت دارند؟"، به بررسی تأثیر عوامل خاص شرکت بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت پرداخته اند. این مطالعه، با بررسی نمونه ای از شرکت های چینی، نشان می دهد که رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت به طور چشمگیری توسط ویژگی های خاص شرکت تعدیل می شود. نتایج نشان می دهد که نگهداشت وجه نقد در شرکت های دارای حاکمیت شرکتی قوی، بهبود می بخشد. همچنین، ساختار مالکیت نیز بر تأثیر گذاری این رابطه تأثیر دارد. این مطالعه به طور کلی نشان می دهد که ویژگی های خاص شرکت نقش مهمی در

مدیریت ارتباط بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت ایفا می‌کنند. تران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان فساد و نگهداشت وجه شرکت‌ها: شواهد بین‌المللی، نحوه تأثیر محیط فساد بر دارایی‌های نقدی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. وی با نمونه‌ای از ۱۹۹,۳۳۳ مشاهدات در ۴۶ کشور، دریافت که فساد با دارایی‌های نقدی و حساسیت جریان نقدینگی نقد ارتباط مثبت دارد. آزمون‌های استحکام با نمونه کاهش یافته بدون شرکت‌های آمریکایی و چینی، اندازه‌گیری‌های مختلف دارایی‌های نقدی و رویکردهای مختلف رگرسیون نشان می‌دهد که نتایج تحقیقات آنان پایدار است. همچنین آنان دریافتند که اثرات فساد قوی‌تر است، اگر حمایت قانونی سهامداران کافی باشد. علاوه بر این، تجزیه و تحلیل اضافی آنان نشان می‌دهد که فساد ارزش پول نقد را کاهش می‌دهد. پژوهش آنان نشان می‌دهد که انگیزه رشوه از دارایی‌های نقدی در سراسر جهان سازگار است و شرکت‌ها تمایل دارند انگیزه نمایندگی و انگیزه رشوه را در مدیریت نقدینگی شرکت خود متعادل کنند. پورغفار و قادرزاده اسکویی (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان در مسیر انجام این پژوهش، سه فرضیه تدوین و ۱۱۰ شرکت از طریق نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۷ ساله بین ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ انتخاب شده و داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری استاتا نسخه ۱۵ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد بین نگهداشت وجه نقد و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. همچنین بین سرمایه در گردش و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. ولی بین پرداخت سود سهام و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ای یافت نشد. در تحقیق اخیر متین‌فرد و همکاران (۱۳۹۹) با عنوان "بررسی تأثیر نااطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجه نقد"، اثر نااطمینانی‌های سیاسی ناشی از انتخابات ریاست جمهور بر تصمیمات مدیریت در زمینه نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. تحقیق نشان می‌دهد که نااطمینانی سیاسی حاصل از انتخابات ریاست جمهور تأثیر معناداری بر سطح و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها دارد. علاوه بر این، ارزش نگهداشت وجه نقد در سال‌های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری با حضور متغیر نااطمینانی سیاسی کاهش یافته است. در تحقیق دیگر از محققان مهاجر و چهارمحالی (۱۳۹۸) نیز رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سطح نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین ارزش افزوده اقتصادی و سطح نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند به عنوان یک عامل موثر بر سطح نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌ها تأثیر بگذارد.

روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر به عنوان یک تحقیق کاربردی طراحی شده است با هدف بررسی روابط میان متغیرها در حوزه نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. این تحقیق از روش توصیفی-تحلیلی استنتاجی بهره می‌برد و جهت بررسی روابط متغیرها از رویکرد تحقیقات همبستگی بهره می‌گیرد. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ است. از این جمعیت، با استفاده از روش حذف سیستماتیک، ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند. روش تحلیل اطلاعات این تحقیق مبتنی بر مدل رگرسیونی است که از پژوهش هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) الهام گرفته شده است. این مدل رگرسیون برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود و تأثیر متغیرهای مختلف بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. به این ترتیب، این تحقیق با تعیین هدف‌ها، نوع تحقیق، واگذاری ماهیت و دامنه تحقیق، مبنای مناسبی را برای انجام تحقیقات توصیفی-تحلیلی در حوزه نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورسی فراهم کرده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شد:

$$\text{CASHit} = \beta_0 + \beta_1 \text{TOPit} + \beta_2 \text{TOPit}^2 + \beta_3 \text{ACOSTit} + \beta_4 \text{TOPit}^2 \times \text{ACOSTit} + \beta_5 \text{ROAit} + \beta_6 \text{ROEit} + \beta_7 \text{LEVit} + \beta_8 \text{SIZEit} + \beta_9 \text{GROWit} + \beta_{10} \text{TANGit} + \varepsilon_{it}$$

CASHit: نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال t

TOPit: سهامداران کنترل کننده شرکت i در سال t

ACOSTit: هزینه نمایندگی شرکت i در سال t

ROAit: بازده دارایی شرکت i در سال t

ROEit: بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

LEVit = اهرم مالی شرکت i در زمان t

SIZEit: اندازه شرکت i در سال t

GROWit: رشد شرکت i در سال t

TANGit: نسبت دارایی ثابت شرکت i در سال t

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات در این پژوهش استفاده از آمار توصیفی و استنباطی است. برای یافتن روابط میان متغیرها از روش رگرسیون ترکیبی و روش رگرسیون پانل دیتا در نرم افزار ایویوز استفاده شد.

یافته های پژوهش

میانگین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بررسی شده برابر با ۰/۱۹۹ و انحراف معیار آن ۰/۲۲۱ می‌باشد. اهرم مالی نیز با میانگین ۰/۶۰۹ و میانه ۰/۶۲ در نظر گرفته شده است. حداقل و حداکثر مقادیر اهرم مالی به ترتیب ۰/۱۸۴ و ۱/۲۲۵ محاسبه شده‌اند. در مورد داده‌های ترکیبی، ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تعیین شود آیا داده‌ها ترکیبی هستند یا خیر. در صورت ترکیبی بودن داده‌ها، از آزمون هاسمن برای تشخیص بهترین روش برآورد (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) استفاده می‌شود. همچنین، برای تشخیص ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی در مدل، از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) و وولدریج استفاده می‌شود. نتایج حاصل از آزمون‌های هاسمن، نسبت درست‌نمایی (LR) و وولدریج در جدول زیر آورده شده‌اند:

جدول ۱. نتایج آزمون‌های استفاده‌شده برای مدل پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۳/۰۶۹	۰/۰۰۰	کارایی روش تابلویی
آزمون هاسمن	۹/۱۵۷	۰/۰۳۵	کارایی روش اثرات ثابت
آزمون نسبت درست‌نمایی	۱۵۷/۱۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
آزمون وولدریج	۱/۲۸۳	۰/۳۰۴	ناموجود بودن خودهمبستگی

با توجه به جدول ۱، آزمون F لیمر و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرضیه صفر آزمون رد شده و نشان می‌دهد باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و سطح معناداری آن (۰/۰۳۵)، لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) نشان می‌دهند مدل، مشکل ناهمسانی واریانس دارد که به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته ((GLS برای برآورد مدل استفاده می‌شود. همچنین، سطح معناداری آزمون وولدریج (۰/۳۰۴) حاکی از وجود نداشتن خودهمبستگی سریالی در مدل است. علاوه بر این، به منظور اطمینان از وجود نداشتن مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون هم‌خطی با استفاده از عامل تورم واریانس بررسی شد که نتایج این آزمون در جدول ۲ ارائه شده‌اند. با توجه به آنکه مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است، هم‌خطی بین آنها وجود ندارد.

جدول ۲. نتایج آزمون هم‌خطی برای مدل پژوهش

متغیر	نماد متغیر	عامل تورم واریانس	تلورانس
سهام کنترل شده	TOP	۱/۲۱۶	۰/۸۴۰
هزینه نمایندگی	ACOST	۱/۲۰۳	۰/۸۴۹
اهرم مالی	LEV	۱/۲۰۶	۰/۸۴۷
نسبت دارایی ثابت	TANG	۱/۱۹۹	۰/۸۵۲

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش در جدول ۳ ارائه شده‌اند.

جدول ۳. نتایج برآورد مدل

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۱/۳۲۱۶	۰/۱۰۴۵	۱۴/۶۰۶	۰/۰۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۱۸۰	۰/۰۰۶۸	۲/۹۴۲۴	۰/۰۰۴۹
سهام کنترل شده	۰/۰۲۶۷	۰/۰۲۷۳	۳/۲۱۶۵	۰/۰۲۸۷
هزینه نمایندگی	-۰/۰۳۳۶	۰/۰۱۶۵	-۲/۳۲۵۶	۰/۰۱۹۷
اهرم مالی	۲/۰۶۲۳	۷/۱۲۲۷	۲/۸۹۳۴	۰/۰۰۵۱
نسبت دارایی ثابت	۳/۱۲۶۷	۶/۶۲۶۵	۳/۶۳۲۶	۰/۰۰۹۹
بازده دارایی شرکت	۲/۵۲۶۴	۷/۴۱۳۶	۲/۹۸۶۴	۰/۰۱۴۳
اندازه شرکت	۱/۶۵۸۴	۴/۶۹۸۱	۲/۸۹۷۵	۰/۰۰۰۱
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۲۰/۲۳۰۶ (0000/0)	آماره دوربین واتسن	۲/۲۴۹	
ضریب تعیین	۰/۷۷۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۳۶	

آماره F برای مدل رگرسیونی برازش شده در این تحقیق، با مقدار ۰/۰۰۰ و سطح معناداری ۵ درصد، نشان دهنده معنادار بودن کلیت مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز به اندازه ۸۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهد، که این نتایج نشان دهنده قدرت توضیح دهنده بالایی مدل است. به علاوه، ضریب برآوردی و آماره t برای متغیر ارزش نگهداشت وجه نقد مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار بوده و این موضوع نشان دهنده وجود رابطه مثبت معنادار بین ساختار مالکیت سهامداران و نگهداشت وجه نقد در شرایطی بدون هزینه نمایندگی است. همچنین، ضریب برآوردی کنترل سهامداران نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین سهامداران کنترل کننده و ساختار مالکیت است. بنابراین، افزایش ابعاد هزینه نمایندگی تأثیر مثبت ساختار مالکیت را بر نگهداشت وجه نقد کاهش می دهد. متغیرهای کنترلی نیز در سطح خطای ۰/۰۵ ارتباط معنی داری با نگهداشت وجه نقد دارند. این نتایج به تأیید فرضیات پژوهش اشاره دارند.

۱. بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق، هدف اصلی بررسی تأثیر غیرخطی ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از یک نمونه شامل ۱۱۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ برای انجام تجزیه و تحلیل استفاده شده است. روش اصلی برای آزمون فرضیات این تحقیق از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که ساختار مالکیت سهامداران، به ویژه در بُعد کنترل سهامداران، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد. این یافته ها نشان دهنده این است که نگهداری وجه نقد در شرکت ها به شدت به ساختار مالکیت بستگی دارد و تعاملات

غیرخطی در این زمینه تأثیرات مهمی دارد. با انجام این تحقیق، توانستیم بهترین تجربیات و تحلیل‌ها را از نمونه انتخابی به دست آوریم و تأثیرات عوامل مختلف بر نگهداشت وجه نقد را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به نحو دقیق‌تری مورد ارزیابی قرار دهیم. مهمترین نکته در این پژوهش این است که هزینه نمایندگی به عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده در نظر گرفته شده است. فرضیه‌های این تحقیق تدوین شده‌اند با فرض اینکه ساختار مالکیت سهامداران کنترل‌کننده تأثیر غیرخطی معناداری بر نگهداشت وجه نقد شرکت دارد. نتایج تحقیق نیز تأیید می‌کند که در ساختار مالکیت سهامداران کنترل‌کننده، تأثیر غیرخطی معناداری بر نگهداشت وجه نقد شرکت وجود دارد. با ادغام متغیر تعدیل‌کننده هزینه نمایندگی، این تحقیق نشان می‌دهد که هزینه نمایندگی نقش تعدیل‌کننده مهمی در رابطه بین ساختار مالکیت سهامداران کنترل‌کننده و نگهداشت وجه نقد شرکت ایفا می‌کند. این یافته‌ها مفید برای درک بهتر تأثیرات متغیرهای مختلف در مدیریت و نگهداری وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان می‌دهد؛ ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر معناداری دارد. به عبارتی دیگر، اطلاعات تاریخی مربوط به وجوه نقد می‌تواند در قضاوت نسبت به مبلغ، زمان و میزان اطمینان از تحقق جریان‌های وجوه نقد آتی به استفاده کنندگان صورت‌های مالی کمک کند. اطلاعات مزبور، بیانگر چگونگی ارتباط بین عملکرد واحد تجاری و توان آن جهت ایجاد وجه نقد و در نتیجه مشخص‌کننده ارزش تحصیل شده توسط واحد تجاری است. از طرفی امروزه در بازارهای رقابتی، بنگاه‌هایی موفق هستند که برای آینده خود برنامه داشته باشند در چنین شرایطی، اگر مدیر بخواهد وجوه نقد شرکت را در پروژه‌های کم ارزش سرمایه‌گذاری کند، باید زیان‌های ناشی از آن را در همان دوره خود گزارش کند که این امر موجب تزلزل جایگاه او خواهد شد؛ بنابراین ساختار مالکیت با الزام مدیریت به گزارش زیان‌ها، مانع از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی می‌شود که حاصل آن، افزایش ارزش وجوه نقد شرکت است. نتیجه به دست آمده با پژوهش‌های صورت گرفته هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی اثر غیرخطی ساختار مالکیت بر نگهداشت وجه نقد شرکت؛ یان و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان رابطه نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت: آیا عوامل خاص شرکت اهمیت دارند؟؛ تران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان فساد و نگهداشت وجه شرکت‌ها: شواهد بین‌المللی، نحوه تأثیر محیط فساد بر دارایی‌های نقدی شرکت‌ها و پورغفار و قادرزاده اسکویی (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همسو است. نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش نشان داد؛ هزینه نمایندگی بر رابطه غیر خطی ساختار مالکیت سهامداران کنترل‌کننده و نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر معناداری دارد. بنابراین نتایج به دست آمده حاکی از تأثیر مثبت این رابطه است. نتیجه به دست آمده اینگونه استدلال می‌شود که زیرا وجود مالکیت سهامداران کنترل‌شده، بر مدیران و تصمیمات و رویه‌های حسابداری اتخاذ شده از سوی آنها نظارت می‌کند. نتایج به دست آمده حاکی از وجود رابطه معکوس است؛ بنابراین وجود هزینه نمایندگی، تأثیرات مثبت ساختار مالکیت را بر ارزش وجه نقد تضعیف می‌کند. نصر و نیتیم در پژوهشی با نام «بررسی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری حسابداری» به این نتیجه رسیدند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی با محافظه‌کاری رابطه منفی

دارد. نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها به افزایش ارزش وجه نقد دارایی‌ها منجر می‌شود. علاوه بر این، نتایج آنها نشان می‌دهد که تأثیر نگهداشت وجه نقد بر نگهداشت وجه نقد با تعدیلگر کنترل سهامداران معنادار است. پژوهش محمد هم نتایجی را ارائه داده که نشان می‌دهد ساختار حاکمیت شرکتی، به‌ویژه استقلال هیئت‌مدیره، با نگهداشت وجه نقد در ارتباط است و ارتباط منفی با مالکیت مدیریتی دارد. این یافته‌ها نشان‌دهنده تأثیرات منفی بخشی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رفتارهای محافظه‌کارانه است. بنابراین، این مطالعات نشان می‌دهند که تقویت ابعاد حاکمیت شرکتی می‌تواند تأثیرات مثبت بر ارزش وجه نقد و فعالیت‌های مدیریتی محافظه‌کارانه داشته باشد.

منابع

- افلاطونی، عباس، نیکبخت، زهرا، و منصوری، کفسان. (۱۴۰۱). راهبرد تجاری شرکت، نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۹(۷۳)، ۵۷-۸۴.
- اغراضی داخل، صاحبه؛ گیلانی نیای صومعه سرایی، بهنام؛ ثامنی کیوانی، فرشاد. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین نسبت‌های مالی مورد استفاده تحلیلگران شرکتها با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی کسب و کار: فرصت‌ها و چالش‌ها، رشت.
- انواری رستمی، علی اصغر؛ تهرانی، رضا و سراجی، حسن. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی؛ سال یازدهم، شماره ۳۷، صص ۳-۲۱.
- بنی مهد، بهمن و اصغری، علی. (۱۳۹۰). بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۴(۱۰): ۱-۱۸.
- پورحیدی، امید؛ افلاطونی، عباس و نیکبخت، زهرا. (۱۳۸۹). بررسی توانایی وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در پیش‌بینی وجوه نقد نقد آتی. فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۶، صص: ۲۹-۴۵.
- ثامنی کیوانی، فرشاد؛ خلیلی سورکوهی، زینب. (۱۳۹۶). بررسی تأثیرپذیری وفاداری مشتریان از سیستم سوییچینگ بانکی - مطالعه موردی سیستم بانکی شهرستان رودسر، سومین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در مهندسی کامپیوتر و برق.
- ثامنی ف. (۱۴۰۱). بررسی چالش‌های آموزش مجازی و کیفیت خدمات آموزشی در دانشگاه‌های استان گیلان. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۶(۲۰)، ۲۸۴۶-۲۸۵۹.
- جهانخانی، علی و مرادی، مهدی. (۱۳۷۵). بررسی نحوه تصمیم‌گیری خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مدیریت مالی، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۸۶). روش تحقیق در مدیریت. تهران؛ مرکز انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی.
- رضوانی راز، کریم؛ رکابدار، قاسم؛ احمدی، رمضان و احمدی محمد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. حسابداری مالی، ۱۱(۴): ۹۲-۱۰۷.
- سکاران، اوما (۱۳۸۵). "روش‌های تحقیق در مدیریت". ترجمه محمد صائبی و محمود شیرازی. تهران؛ موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.

- شافعیان، لیلا؛ آزاد، حامد؛ ثامنی کیوانی، فرشاد. (۱۳۹۵). رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و دستکاری سود، دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار.
- صفری گرایلی، مهدی، و رضائی پشته نوئی، یاسر. (۱۳۹۹). قابلیت مقایسه صورت های مالی و نگهداشت وجه نقد. دانش سرمایه گذاری، ۹(۳۴)، ۳۵۵-۳۷۰.
- صمدی، علی حسین، ۱۳۸۸، روابط کاذب در اقتصاد سنجی، دانشکده علوم اقتصادی و نور علم، چاپ اول، تهران.
- عالی ور، عزیز. (۱۳۷۳). صورت گردش وجوه نقد، نشریه حسابداری، شماره ۱۰۵ و ۱۰۶، صص ۱۲-۲۵.
- عباسی چافجیری، هادی؛ ثامنی کیوانی، فرشاد. (۱۳۹۵). تحلیل ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، دومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم.
- عبدی، مصطفی، زلفی، حسن، کاظمی علوم، مهدی، و علی بیگلر، مجید. (۱۳۹۹). ویژگی های کمیته حسابرسی و جریان وجه نقد آزاد؛ آزمون نظریه های نمایندگی و هزینه معاملات. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۷(۶۸)، ۱۲۱-۱۴۳.
- عزتی، مرتضی. (۱۳۷۶). "روش تحقیق در علوم اجتماعی". پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس.
- غلامرضا پور، محمد، کاظمی، سیدپوریا، امیرنیا، نرجس، و عرب، روح اله. (۱۴۰۰). بررسی تجربی نظریه های نمایندگی و ذینفعان در تبیین رابطه بین عملکرد کارکنان و نگهداشت وجه نقد شرکت. دانش حسابداری مالی، ۸(۴) (پیاپی ۳۱)، ۱۶۹-۱۸۷.
- کردی، فیروز. (۱۳۹۰). مقدمه ای بر استانداردهای حسابداری، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۱۰-۲۵.
- گجراتی، دامودار؛ ۱۳۸۸، مبانی اقتصاد سنجی، مترجم: حمید ابریشمی، جلد اول، چاپ هفتم، تهران.
- متانی، مهرداد. ۱۳۸۶. مبانی روش تحقیق در مدیریت. نشر مهرالنبی. چاپ اول، تهران
- مرادزاده فرد، مهدی و قیطاسی، روح الله و مسجد موسوی، سجاد (۱۳۸۹)، "بررسی میزان ارتباط جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد سهامدار با ارزش بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ملکیان، اسفندیار، آزاد، حامد، ایمنی، محسن و ملکیان، مرتضی. (۱۳۹۲). بررسی تجربه رابطه بین جریان نقد آزاد مثبت و میزان نگهداشت وجه نقد، کنفرانس منطقه ای کاربرد حسابداری و مدیریت مالی در مسائل اقتصادی و اجتماعی.
- ملکیان اسفندیار و جعفر اصغری. (۱۳۸۵). مطالعه رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده دارایی ها در راستای ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران، بورس، شماره ۵۵-۵۴، صص ۳۳-۲۴.
- مومنی، منصور؛ فعال قیومی، علی، ۱۳۸۸، "مقایسه انواع تحلیل های رگرسیونی برای داده های حسابداری". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، صص ۱۰۳-۱۱۲.
- مهدوی، غلامحسین و گوینده، کمال. (۱۳۸۸). رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده با بازده سهام و ارتباطات وجوه نقد، مجله علمی- پژوهشی دانش و توسعه، سال ۱۳، شماره ۲۲.
- مهرانی، ساسان و بهروز باقری (۱۳۸۸)، "بررسی اثر جریان های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، صص ۵۱-۶۴.

مهرآرا، محسن؛ فضائلی، اکبر، رابطه هزینه‌های سلامت و رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا (منا)، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت سلامت، دوره ۱۲، شماره ۳۵، سال ۱۳۸۸.

نوروش، ایرج و مشایخی، بیتا. (۱۳۹۰). محتوای فزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۷، صص ۱۳۱-۱۵۰.

نوری سرخنی، ابراهیم؛ خشنود، مهدی؛ ثامنی، فرشاد. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر افشای داوطلبانه بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، رشت.

نوفروستی، محمد؛ ریشه واحد و همجمعی در اقتصاد سنجی، ۱۳۷۸، خدمات فرهنگی رسا، تهران.

هژبرکیانی، کامبیز، بررسی ثبات تقاضای پول و جنبه‌های پویای آن در ایران، ۱۳۷۶، تهران، موسسه تحقیقات پولی و بانکی، پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

- Azinfar, K., & Shiraseb, Z. (2016). An investigation into the impact of ownership structure on the level of cash holdings in the companies accepted in Tehran Stock Exchange Market. *Marketing and Branding Research*, 3, 194-205.
- Chung, R. , Firth, M. and Kim, J. B. (2005) Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring, *Journal of Business Research*, 58, 766 –776.
- Chen, S., Bouteska, A., Sharif, T., & Abedin, M. Z. (2023). The Russia–Ukraine war and energy market volatility: A novel application of the volatility ratio in the context of natural gas. *Resources Policy*, 85, 103792.
- Fernandez, Pablo. (2002). *Valuation Method and Shareholders Value Creation*, Academic Press, San Diego, CA, Chapter 9.
- Hui Wang, M., Chin-Yi, M., Yang Liu, D., Yen-S. (2012), " Review the components of cash flow model using cash flow projections ", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No 1.
- Jalali, L., & Keivani, F. S. (2013). An investigation of historical geography of shahindezh region. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 3(12), 34-38.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Keivani, F. S. The Relationship between the Government Expenditures and Revenues in the Long Run a Case Study of Iran. *Ratio*, 55, 60.
- Lambert ,R. C ,Leuz. Verrecchia ,R. (2007). Accounting information ,disclosure ,and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* 45 ۴۲۰-۳۸۵ .
- Lee, C. F. and J. B. Kau. (2011). "Comparing the operating cash flows and accounting earnings per share in company stock assessments described," *Quarterly Review of Economics and Business* 27, 6-21.
- Mahmoodi, R., Zalaghi, H., & Aflatooni, A. (2023). Corporate Governance Stability And its Impact on the Quality of Accounting Information of Companies Listed on the Iraq Stock Exchange. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), e01657-e01657.
- Nguyen, T. T. C., Le, A. T. H., & Nguyen, C. V. (2023). Internal factors affecting the financial performance of an organisation's business processes. *Business Process Management Journal*.
- Sameni Keivani F. Predictors of Satisfaction in Virtual English Classrooms: The Case of Iranian EFL Learners. *IJREE* 2023; 8 (3).

- Sameni Keivani, Farshad. (2018). Input Use Efficiency in the Automotive Industry in Iran, 1984-2013. (Doctor of philosophy), Universiti Sains Malaysia.
- Sameni-Keivani, F., Almasi, M. R., Khalili-Sourkouhi, Z., Makouei, S., & Bayat, M. (2013). An investigation of the internet effects on business. IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), 13(6), 96-99.
- Salehi, M., Jahanbin, F., & Adibian, M. S. (2020). The relationship between audit components and audit expectation gap in listed companies on the Tehran stock exchange. Journal of Financial Reporting and Accounting, 18(1), 199-222.
- Tahmasbi, M., Rahmani, H., & Bakhtiarvand, M. Z. (2020). The Effect of Audit Quality on the Market Value of Cash Holdings: Evidence from Tehran Stock Exchange and IACPA. International Journal of Management, Accounting & Economics, 7(10).
- Verdi, Rodrigo. S. (2006), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", Working Paper, Sloan School of Management, MIT.
- Vinokurov, E., Albrecht, C., Klochkova, E., Malakhov, A., Pereboev, V., & Zaboev, A. (2023). Global Green Agenda in the Eurasian Region. Eurasian Region on the Global Green Agenda.
- Wabwoba, O. (2022). Effect of Capital Structure on Financial Performance of Agricultural Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Yousefi, M., Farajzadeh, A. A., & Nasirpour, A. (2015). Evaluating the Effects of Ownership Structure and Cash Holding on Accepted Companies Value in Tehran Stock Exchange. International Journal of Management, Accounting & Economics, 2(10).

1. Master's Student, Accounting Department, Roudsar and Amlesh Branch, Islamic Azad University, Roudsar, Iran.