

## تاثیر ساختار مالکیت بر وجوه نقد شرکت و بهای سهام

حمید حساری

حسابرس دیوان محاسبات کشور

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه ساختار مالکیت (ترکیب سهامداران) و وجه نقد شرکت با قیمت سهام است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بررسی شده است (۶۷۲ شرکت - سال). نتایج پژوهش در ارتباط با تایید فرضیه اول نشان داد که رابطه معنی‌دار و مستقیمی بین مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت‌ها وجود دارد. در ادامه نتایج پژوهش در راستای تایید فرضیه دوم حاکی از آن بود که رابطه معنی‌دار و مستقیمی بین مالکیت مدیریتی و قیمت سهام وجود دارد. همچنین نتایج تجزیه تحلیل در راستای رد فرضیه سوم نشان از آن داشت که رابطه معنی‌داری بین مالکیت خصوصی و قیمت سهام وجود ندارد. در نهایت نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه چهارم پژوهش نشان داد که رابطه معنی‌دار و مستقیمی بین وجه نقد شرکت و قیمت سهام وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خصوصی، وجه نقد شرکت، قیمت سهام

**مقدمه**

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی این هدف برکار نماینده نظارت می کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می دهند. مهمترین ویژگی شرکت های سهامی تفکیک مالکیت از مدیریت آنهاست. در تئوری نمایندگی هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است، بنابراین، به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت و عملکرد او را ارزیابی می کنند. سود خالص نیز یکی از اقلام مندرج در صورت های مالی است که در تصمیم گیری استفاده کنندگان صورتهای مالی تأثیر بسزایی دارد و توجه زیادی را معطوف خود ساخته است. یکی از گروههای اصلی استفاده کنندگان از صورت های مالی سهامداران هستند. از این رو عموماً این گونه تصور میشود که ساختار مالکیت شرکت ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت ها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که سرمایه گذاران مختلف در این ساختار انجام میدهند، نشأت می گیرد. از حیث تئوری، نهادها ممکن است انگیزه هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند در این صورت سؤال مطرح این است که: آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت ها بر قیمت سهام تأثیر دارد؟

علاوه بر این تحقیقات نشان می دهد که مدیران تمایل به نگهداری وجه نقد بیش از حد به عنوان یک امتیاز دارند چون می توانند مزایای خصوصی بیشتری از اینگونه دارایی ها استفاده کنند موسسات اقتصادی درصد قابل توجهی از دارایی های خود را به صورت موجودی های نقدی نگهداری می نمایند و این امر از دیرباز، نظر پژوهشگران را در مورد عوامل مؤثر بر میزان نگهداری این گونه داراییها، به خود جلب کرده است. به طور معمول، مدیران به دنبال سطحی از موجودی های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودیهای نقدی حالت بهینه داشته باشد. به عبارت دیگر، شرکت ها در جستجوی آن سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی، با نگهداری وجه نقد اضافی، فرصت ها از دست نرود و این مورد، همان سطح نقدینگی هدف در شرکتهاست که البته با توجه به ویژگیهای گوناگون شرکتها و دوره های زمانی مختلف، متفاوت است. تحقیقات تجربی نشان داده اند که سطح نقدینگی شرکتها هدفمند است. مدیران برای میزان نقدینگی انتهای یک دوره زمانی برنامه ریزی و در جهت رسیدن به آن تلاش می کنند. این سطح نقدینگی هدف از چه عواملی تأثیر پذیر است؟

نگهداری زیاد وجه نقد توسط شرکتها، میتواند منجر به شکل گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود که این امر ممکن است باعث افزایش اختیارات مدیریت گردیده و باعث آسیب رساندن به منافع سهامداران شود؛ به عبارت دیگر، نگهداری وجه نقد بالا، منجر به هزینه فرصت برای شرکت میشود؛ چرا که وجوه نقد دارای نرخ بازده پایینی میباشد و به طور آشکار بر بازده بازار و همچنین بر قیمت سهام شرکتها اثر میگذارد؛ از طرفی عدم نگهداری وجه نقد کافی برای شرکتهایی که با محدودیت تأمین مالی روبرو میشوند، ممکن است باعث از دست رفتن فرصتهای سرمایه گذاری آینده شود و از این رو بر عملکرد آتی و بازده شرکتها و قیمت سهام تأثیر منفی داشته باشد؛ با وجود این، برخی دیگر از تئوریها از مزایای نگهداری وجه نقد سخن میگویند و معتقدند که شرکتها به دلیل استفاده از فرصتهای سرمایه گذاری احتمالی آینده، اقدام به نگهداری وجه نقد بالایی میکنند که در این صورت با نادیده گرفتن تئوری تضاد نمایندگی، انتظار افزایش بازده و قیمت سهام شرکتها را دارند.

**پیشینه تحقیق**

آقایی وهمکاران، تاثیر ده عامل را در نگهداری موجودی های نقدی توسط شرکتها مورد مطالعه قرار دادند. شواهد تحقیق آنان حاکی است که حسابهای دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی های کالا و بدهیهای کوتاه مدت به ترتیب از مهمترین عوامل با تأثیر منفی بر نگهداری موجودی های نقدی است. از سوی دیگر فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسانات جریانهای نقدی و سود خالص به ترتیب از مهمترین عوامل با تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی های نقدی است، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهیهای بلند مدت و اندازه شرکتها بر نگهداری موجودی های نقدی وجود ندارد. (آقایی وهمکاران ۱۳۸۸)

مرادی در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود گزارش شده تأثیر دارد، پرداخت. برای اندازه گیری کیفیت سود از یک رویکرد چند بعدی استفاده نمود، بدان معنا که جهت سنجش کیفیت سود شش مدل رگرسیونی که جنبه های مختلف کیفیت سود (یعنی محتوای اطلاعاتی سود، قابلیت پیش بینی کنندگی سود، اقلام تعهدی سود و به موقع بودن گزارش سود) را می سنجد، برآزش کرد. به طور کلی نتایج این تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود است، حال آنکه این نتایج عموماً نشان دهنده آن است که تمرکز سرمایه گذاران نهادی نه تنها نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد بلکه بر اساس نتایج حاصل از برخی مدلهای سبب تنزل کیفیت سود نیز میگردد. نتایج حاصل از این تحقیق موید فرضیه نظارت کارآمد بوده در حالیکه شواهدی در ارتباط با فرضیه همگرایی منافع نیز وجود دارد. (مرادی ۱۳۸۶)

مدرس وهمکاران به بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهم ترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور اطلاعات ۵ ساله طی سال های ۱۳۸۲-۱۳۷۸ برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته های پژوهش نشان میدهند که با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می باشد، اما هیچ گونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. (مدرس وهمکاران ۱۳۸۸)

روبی تحقیق دیگری تحت عنوان "سطح مالکیت، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی" رادنبال نمود. این تحقیق تجربی در سطح وسیع وبا استفاده از اطلاعات ۲۰ فصل- سال در بورس سهام ایالات متحده انجام گردید. وی رابطه بین نقد شونده سهام یک شرکت و ساختار مالکیت آن را با توجه به وجود سهامداران نهادی و سهامداران داخلی و جزء مورد بررسی قرار داد و نشان داد که بین ساختار مالکیتی که سهامداران نهادی در آن وجود دارد با نقد شونده (که با دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اندازه گیری می گردد)، نسبت به ساختار مالکیت غیر نهادی و شامل سهامداران جزء و داخلی، رابطه معناداری وجود دارد. همچنین یافته های این تحقیق نشان داد که از یک سو میزان نقدشوندگی با توجه به افزایش مالکیت نهادی در ترکیب سهامداری یک شرکت تمایل به افزایش دارد و از سوی دیگر با تمرکز مالکیت شرکت، نقدشوندگی نیز تمایل به کاهش دارد. مالکیت داخلی و فامیلی همبستگی منفی با نقدشوندگی دارد. در این پژوهش تلاش گردید یک نقطه بهینه از میزان ترکیب سهامداران (وجود اشخاص حقیقی و حقوقی) بدست آید که میزان نقد شونده سهام و حجم مبادلات سهام نیز در یک نقطه مناسب قرار گیرد. (روبی ۲۰۰۷)

خائولا سادور عوامل تعیین کننده وجه نقد را در شرکتهای فرانسوی بررسی نموده است. نتایج مطالعه وی نشان می دهد که این شرکتهای زمانی فعالیتشان پرخطر است وسطوح جریانهای نقدی آنها زیاد است، وجه نقد خود را افزایش می دهند و زمانی که اهرم مالی زیاد داشته باشند از میزان آن می کاهند. شرکتهای در حال رشد نیز در مقایسه با شرکتهای بالغ وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند دیتما و اسمیت (۲۰۰۷) برای پاسخ به این سؤال که چگونه حاکمیت شرکتی مناسب موجب افزایش ارزش شرکت می شود، دریافته اند که بین حاکمیت شرکتی مناسب و مانده وجه نقد رابطه هست. به اعتقاد آنان حاکمیت شرکتی مناسب، ارزش شرکت را از طریق استفاده بهتر از وجه نقد افزایش می دهد. (خائولا سادور ۲۰۰۶)

گونی و دیگران در مطالعه خود رفتار موجودی وجه نقد در ژاپن، فرانسه، آلمان و انگلستان را در طی سالهای ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۰ بررسی کردند و نشان دادند که ساختار قانونی کشور و ساختار مالکیت در تعیین موجودی وجه نقد شرکتهای نقش مهمی ایفا می کند. آنها دریافته اند که محافظت بیشتر از سهامداران با میزان کمتر وجه نقد در ارتباط است و تمرکز مالکیت بر سطح وجه نقد اثری منفی دارد. (گونی و دیگران ۲۰۰۲)

### فرضیه های پژوهش

پس از تدوین سوالها، فرضیه های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

**فرضیه اصلی اول :**

رابطه معنی داری بین ساختار مالکیت (ترکیب سهامداران) و قیمت سهام در بورس وجود دارد

**فرضیه فرعی اول:**

رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی و قیمت سهام وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:**

رابطه معنی داری بین مالکیت مدیریتی و قیمت سهام وجود دارد.

**فرضیه فرعی سوم:**

رابطه معنی داری بین مالکیت خصوصی و قیمت سهام وجود دارد.

**فرضیه اصلی دوم:**

رابطه معنی داری بین وجه نقد شرکت و قیمت سهام وجود دارد.

**روش تحقیق**

این تحقیق سعی بر آن دارد که رابطه بین وجه نقد و ساختار مالکیت را بر قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. بنابراین این تحقیق به دلیل اینکه نتایج آن می تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. همچنین با توجه به اینکه این تحقیق به دنبال یافتن رابطه بین چندین متغیر می باشد روش شناسی آن از نوع پس رویدادی و از نظر نوع استنتاج، استقرایی و از نظر نوع روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده‌های پانل می‌باشد، زیرا به منظور بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته از دو جنبه متفاوت موضوع مورد بررسی قرار می‌گیرد. در ادامه نخست روش داده‌های پانل و آزمون‌های مربوط به آن تشریح می‌گردد. سپس آزمون‌های مربوط به معنی‌دار بودن کل مدل و معنی‌دار بودن متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار Spss ۲۱ و Eviews ۷ و Minitab 16 بهره گرفته شده است. تحلیل نتایج به کمک مدل تحقیق و مبنای نظری صورت می‌پذیرد.

**جامعه آماری پژوهش**

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال 1401 شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال 1397 تا 1401، جامعه آماری تحقیق می‌باشند.

**تعیین حجم نمونه پژوهش**

در این مطالعه برای این که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربالگری<sup>۱</sup> (حذفی) استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است.

۱- با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال 1397، شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال 1401 در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال 1401 از فهرست شرکت‌های یاد شده، حذف نشده باشد.

۲- در طول دوره مورد نظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

۳- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آنها، نباشند.

۵- برای محاسبه ارزش بازار در پایان سال در نسبت Q توبین، شرکت‌هایی در نظر گرفته شده‌اند که در بهمن یا اسفند هر سال طی دوره مورد نظر، سهام آنها حداقل یکبار در بورس معامله شده باشد.

۶- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

### ۹- تعریف متغیرها و نحوه محاسبه آنها

متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه بندی می شود:

#### 1- متغیر وابسته

- قیمت سهام شرکت‌ها

#### 2- متغیرهای مستقل:

- نسبت مالکیت نهادی

- نسبت مالکیت مدیریتی

- نسبت مالکیت خصوصی

- وجوه نقد شرکت

#### 3- متغیرهای کنترلی

- اهرم مالی

- فرصت‌های سرمایه‌گذاری

#### ۱-۹-۳- قیمت سهام شرکت‌ها ( $Y_{i,t}$ )

برای محاسبه قیمت سهام شرکت‌ها از پژوهش چن و همکاران (۲۰۰۸)، پیروی کرده و برابر است با لگاریت قیمت سهام شرکت‌ها در پایان سال مالی.

متغیرهای مستقل:

#### ۲-۹-۳- نسبت مالکیت نهادی ( $InsOWNCO_{i,t}$ )

طبق پژوهش دیتمار و همکاران (۲۰۰۳)، برابر است با درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. نحوه محاسبه این متغیر به صورت زیر می‌باشد:

$$= InsOWNCO_{i,t} \frac{\text{تعداد سهام در دست سهامداران نهادی}}{\text{تعداد کل سهام}}$$

#### ۳-۹-۳- نسبت مالکیت مدیریتی ( $MOWNCO_{i,t}$ )

طبق قانون بورس اوراق بهادار هر سهامداری که مالک ۵ درصد از سهام شرکت باشد سهامدار عمده محسوب شده و می‌تواند یک عضو در هیات مدیره شرکت داشته باشد. بنابراین در این تحقیق درصد سهامدارانی که دارای حداقل یک عضو هیات مدیره در شرکت هستند مورد محاسبه قرار می‌گیرد (باهگات و همکاران، ۲۰۰۴).

۳-۹-۴- نسبت مالکیت خصوصی ( $OthOWNCO_{i,t}$ )

سهامداری است که به طور مستقل نمی تواند یک عضو هیأت مدیره را منصوب نماید و دارای کمترین قدرت نفوذ و کنترل بر شرکت و هیأت مدیره است (سهامدار کمتر از ۵٪ سهام شرکت) (هارفورد و همکاران، ۱۹۹۳).

۳-۹-۵- وجوه نقد شرکت ( $CASH_{i,t}$ )

برای محاسبه نسبت وجوه نقد شرکتها از پژوهش پینکوتز و همکاران (۲۰۰۶)، پیروی کرده و نحوه محاسبه آن به صورت زیر می باشد:

$$= CASH_{i,t} \frac{\text{مانده وجوه نقد شرکت در پایان سال مالی}}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

متغیرهای کنترلی:

۳-۹-۶- اهرم مالی ( $Leverage_{i,t}$ )

نسبت بالای اهرم مالی به احتمال زیاد نشان از افزایش میزان بدهی به وجوه نقد اندوخته شده شرکت، داشته و با احتمال بیشتری باعث ورشکستگی های مالی شرکتها خواهد شد (لینس و همکاران، ۲۰۰۴). نسبت بالای اهرم مالی، نشان دهنده این است که با افزایش بدهیها سطح وجوه نقد کاهش خواهد یافت (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). در این پژوهش برای محاسبه نسبت اهرم مالی از تحقیق لینس و همکاران (۲۰۰۴)، پیروی کرده و نسبت اهرم مالی ( $LEV_{i,t}$ ) را به صورت زیر محاسبه خواهیم کرد:

$$= Leverage_{i,t} \frac{\text{ارزش دفتری جمع کل بدهیها}}{\text{ارزش دفتری جمع کل داراییها}}$$

۳-۹-۷- فرصت های سرمایه گذاری ( $TobinQ_{i,t}$ )

نسبت کیو توبین ( $TobinQ_{i,t}$ )، نشان گری برای فرصت های سرمایه گذاری آتی است؛ چرا که این فرصت ها می توانند گرایش شرکت ها را برای ذخیره بیشتر دارایی های نقدی تحریک کنند (چن و همکاران، ۲۰۰۸). از حاصل تقسیم جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری کل دارایی ها منهای ارزش دفتری سهام شرکت بر ارزش دفتری کل دارایی های شرکت نسبت کیو توبین به دست می آید. نحوه محاسبه آن به صورت زیر می باشد:

$$TobinQ_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری سهام} - (\text{ارزش دفتری کل داراییها} + \text{ارزش بازار سهام})}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

## ۳-۱۰- مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیه های فرعی اول تا چهارم پژوهش به ترتیب از مدل شماره ۱ و ۱-۱ تا ۴-۱ به شرح زیر بهره گرفته خواهد شد. در این مدل اگر ضرایب  $\delta_i$  (ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد به ترتیب فرضیه اصلی اول و فرضیه های فرعی اول تا چهارم پژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت. مدل شماره ۱ (مدل پایه پژوهش):

$$Y_{i,t} = \delta OWNCO_{i,t} + \theta CONTRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Y_{i,t} = \varphi CASH_{i,t} + \theta CONTRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل شماره ۱-۱:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \delta_1 InsOWNCO_{i,t} + \theta_1 Leverage_{i,t} + \theta_2 TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل شماره ۱-۲:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \delta_1 MOWNCO_{i,t} + \theta_1 Leverage_{i,t} + \theta_2 TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل شماره ۱-۳:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \delta_1 OthOWNCO_{i,t} + \theta_1 Leverage_{i,t} + \theta_2 TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل شماره ۱-۴:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \delta_1 CASH_{i,t} + \theta_1 Leverage_{i,t} + \theta_2 TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل‌ها داریم:

i، بیان گر شرکت (واحدهای مقطعی) و t بیان گر سال می‌باشد.

 $\varepsilon_{i,t}$  = خطای تصادفی شرکت i در سال t.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
قیمت سهام شرکت‌ها	۶۷۲	۳/۴۷۸۲	۰/۳۹۴۰	۲/۵۴۷۸	۴/۶۶۱۷	۰/۱۹۳	-۰/۶۱۱
نسبت مالکیت نهادی	۶۷۲	۰/۶۹۵۷	۲/۷۱۲۶	۰/۲۸۱۶	۰/۷۶۰۰	۲۵/۷۵۴	۶۶۶/۱۶۸
نسبت مالکیت مدیریتی	۶۷۲	۰/۲۷۳۸	۲/۴۴۱۴	۰/۱۱۴۰	۰/۲۸۹۶	-۲۵/۷۵۴	۶۶۶/۱۶۸
نسبت مالکیت خصوصی	۶۷۲	۰/۰۳۰۴	۰/۲۷۱۲	۰/۰۱۶۰	۰/۱۰۸۸	-۲۵/۷۵۴	۶۶۶/۱۶۹
وجوه نقد شرکت	۶۷۲	۰/۰۹۴۹	۰/۱۲۰۵	-۰/۴۴۸۸	۰/۵۷۱۳	۰/۰۵۷	۲/۶۸۲
اهرم مالی	۶۷۲	۰/۶۳۰۱	۰/۲۳۲۹	۰/۰۹۶۴	۰/۷۵۵۳	۲/۳۸۶	۲۰/۴۸۴
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۶۷۲	۰/۳۶۰۵	۰/۴۱۸۹	۰/۰۰۰۹	۲/۲۷۸۱	۱/۵۸۲	۳/۸۴۲

با توجه به نگاره ۴-۱، میانگین قیمت سهام شرکت‌ها شرکت‌های نمونه برابر با ۳/۴۷۸۲ بوده و کم‌ترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب برابر با ۲/۵۴۷۸ و ۴/۶۶۱۷ می‌باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی این متغیر که بایستی به ترتیب ۰ و ۳ باشد تا متغیر دارای توزیع نرمال باشد، نشان می‌دهد که این متغیر دارای توزیع نرمال نیست. بر اساس آمار توصیفی ارائه شده در نگاره ۴-۱، میانگین نسبت مالکیت نهادی، نسبت مالکیت مدیریتی و نسبت مالکیت خصوصی شرکت‌های نمونه طی بازه زمانی تحقیق مثبت و به ترتیب برابر با ۰/۶۹۵۷، ۰/۲۷۳۸ و ۰/۰۳۰۴ بوده است. هم‌چنین میانگین مثبت وجوه نقد شرکت، اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به ترتیب برابر با ۰/۰۹۴۹، ۰/۶۳۰۱ و ۰/۳۶۰۵ می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول تحقیق

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی رابطه بین نسبت مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$H_0: \text{رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی و قیمت سهام وجود ندارد.}$$

$H_1$ : رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی و قیمت سهام وجود دارد.

نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۷۲	F	۵۹/۴۷۲۹	(۵۵۷،۱۱۱)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۶۷۲	$\chi^2$	۳۹/۴۱۷۴	۳	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: قیمت سهام شرکتها تعداد مشاهدات: ۶۷۲ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	-۰/۶۶۳۹	-۹/۳۹۱۶	۰/۰۰۰۰	منفی
نسبت مالکیت نهادی	۱/۰۰۲۵	۱/۲۹۱۱	۰/۰۱۱۰	مثبت
اهرم مالی	-۰/۲۸۹۵	-۲/۹۷۱۰	۰/۰۰۳۱	منفی
فرصت های سرمایه گذاری	۲/۲۲۹۳	۱۷/۹۶۹۲	۰/۰۰۰۰	مثبت
ضریب تعیین مدل	۰/۹۲۳۴			
آماره F (P-Value)	۵۸/۹۰۴۰ (۰/۰۰۰۰)			

شکل برآورد شده مدل به صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{i,t} = -0.6639 + 1.0025InsOWNCO_{i,t} - 0.2895Leverage_{i,t} + 2.2293TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نسبت مالکیت نهادی کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۱۱۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان نسبت مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکتها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

هدف از آزمون فرضیه دوم تحقیق بررسی این موضوع می باشد که آیا بین نسبت مالکیت مدیریتی و قیمت سهام شرکتها رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

$H_0$ : رابطه معنی داری بین مالکیت مدیریتی و قیمت سهام وجود ندارد.

$H_1$ : رابطه معنی داری بین مالکیت مدیریتی و قیمت سهام وجود دارد.

نگاره ۴-۸ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۲)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۷۲	F	۵۹/۴۷۲۹	(۵۵۷،۱۱۱)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۶۷۲	$\chi^2$	۳۹/۴۱۷۵	۳	۰/۰۰۰۰

همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و  $P$ -Value آن ( $0/0000$ ) که کمتر از  $0/05$  می‌باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان  $95\%$  رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. نگاره ۴-۱۰ نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: قیمت سهام شرکت‌ها تعداد مشاهدات: ۶۷۲ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	-۰/۶۶۶۵	-۹/۴۰۷۲	۰/۰۰۰۱	منفی
نسبت مالکیت مدیریتی	۱/۱۴۲۸	۱/۳۹۱۱	۰/۰۴۱۰	مثبت
اهرم مالی	-۰/۲۸۹۵	-۲/۹۷۱۰	۰/۰۴۲۱	منفی
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۲/۳۱۹۳	۱۷/۸۸۹۲	۰/۰۰۲۲	مثبت
ضریب تعیین مدل				
۰/۸۹۵۴				
آماره F				
۵۹/۸۵۰۰				
(P-Value)				
(۰/۰۰۰۰)				

شکل برآورد شده مدل به صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{i,t} = -0.6665 + 1.1428MOWNCO_{i,t} - 0.2895Leverage_{i,t} + 2.3193TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نسبت مالکیت مدیریتی کوچک‌تر از  $0/05$  می‌باشد ( $0/0410$ )، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نسبت مالکیت مدیریتی و قیمت سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان  $95\%$  درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد.

#### نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

در فرضیه سوم تحقیق رابطه میان بین نسبت مالکیت خصوصی و قیمت سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

$H_0$ : رابطه معنی‌داری بین مالکیت خصوصی و قیمت سهام وجود ندارد.

$H_1$ : رابطه معنی‌داری بین مالکیت خصوصی و قیمت سهام وجود دارد.

نگاره ۴-۱۱ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۳)

آزمون	آماره	تعداد	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۶۷۲	۵۹/۵۷۲۹	(۵۵۷،۱۱۱)	۰/۰۰۰۱
هاسمن	$\chi^2$	۶۷۲	۳۸/۵۱۶۸	۳	۰/۰۰۲۲

با توجه به نتایج آزمون هاسمن و  $P$ -Value آن ( $0/0022$ ) که کمتر از  $0/05$  می‌باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان  $95\%$  رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

نگاره ۴-۱۳ نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: قیمت سهام شرکت‌ها تعداد مشاهدات: ۶۷۲ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه

منفی	۰/۰۰۰۰	-۹/۴۰۷۲	-۰/۶۶۶۵	جزء ثابت
بی معنی	۰/۷۷۱۰	۰/۲۹۱۱	۰/۰۲۵۸	نسبت مالکیت خصوصی
منفی	۰/۰۰۲۱	-۲/۸۷۱۰	-۰/۳۸۹۵	اهرم مالی
مثبت	۰/۰۰۰۰	۱۷/۹۶۹۲	۲/۲۲۹۳	فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۰/۹۱۴۲				ضریب تعیین مدل
۵۷/۹۰۴۰				آماره $F$
(۰/۰۰۰۰)				( $P$ -Value)

شکل برآورد شده مدل با استفاده صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{i,t} = -0.6665 + 0.02580thOWNCO_{i,t} - 0.3895Leverage_{i,t} + 2.2293TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر نسبت مالکیت خصوصی، بزرگتر از  $۰/۰۵$  می‌باشد ( $۰/۷۷۱۰$ )، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نسبت مالکیت خصوصی و قیمت سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

#### - نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق

هدف از فرضیه چهارم تحقیق بررسی رابطه میان وجوه نقد شرکت و قیمت سهام شرکت‌ها بوده و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

$H_0$ : رابطه معنی‌داری بین وجوه نقد شرکت و قیمت سهام وجود ندارد.

$H_1$ : رابطه معنی‌داری بین وجوه نقد شرکت و قیمت سهام وجود دارد.

نگاره ۴-۱۴ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۴)

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	$F$	۵۸/۴۴۰۸	(۵۷۴،۱۱۱)	۰/۰۰۸۴
هاسمن	$\chi^2$	۳۵/۳۴۱۱	۳	۰/۰۰۰۹

با توجه به نتایج آزمون هاسمن و  $P$ -Value آن ( $۰/۰۰۰۹$ ) که کمتر از  $۰/۰۵$  می‌باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

نگاره ۴-۱۶ نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: قیمت سهام شرکت‌ها تعداد مشاهدات: ۶۷۲ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره $t$	P-Value	رابطه
جزء ثابت	-۰/۷۷۷۵	-۸/۴۲۹۶	۰/۰۰۰۰	منفی
وجوه نقد شرکت	۱/۴۵۲۵	۱/۹۱۰۲	۰/۰۰۶۶	مثبت
اهرم مالی	-۰/۱۵۶۹	-۱/۳۰۲۹	۰/۱۹۳۱	بی معنی
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۲/۱۸۸۴	۱۷/۳۱۸۶	۰/۰۰۰۰	مثبت
ضریب تعیین مدل				۰/۸۱۲۹

۵۹/۲۲۲۴	آماره F
(۰/۰۰۰۰)	(P-Value)

شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار Eviews 7 به صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{i,t} = -0.7775 + 1.4525CASH_{i,t} - 0.1569Leverage_{i,t} + 2.1884TobinQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر وجوه نقد شرکت کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۶۶)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان وجوه نقد شرکت و قیمت سهام شرکتها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد.

### نتایج و بحث نظری

#### فرضیه اول

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۹۲/۳۴ درصد از قیمت سهام شرکتها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۷، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نسبت مالکیت نهادی کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۱۱۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان نسبت مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکتها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین نسبت مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکتها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۱/۰۰۲۵) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نسبت مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکتها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نسبت مالکیت نهادی، قیمت سهام شرکتها نیز به میزان ۱/۰۰۲۵ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته می توان نتیجه گرفت که رابطه معنی دار و مستقیمی بین مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکتها وجود دارد. نتیجه حاصل از فرضیه اول، نظر وجود ارتباط معنی دار رابطه متغیر مستقل و وابسته با پژوهش لینس و همکاران (۲۰۰۴)، مطابقت دارد ولی از نظر نوع ارتباط (مستقیم یا عکس) با نتایج پژوهش ازازی (۲۰۱۱) مرتبط و با پژوهش هارفورد و همکاران (۱۹۹۳) در تضاد است.

#### فرضیه دوم

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۸۹/۵۴ درصد از قیمت سهام شرکتها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۱۰، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نسبت مالکیت مدیریتی کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۴۱۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان نسبت مالکیت مدیریتی و قیمت سهام شرکتها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین نسبت مالکیت مدیریتی و قیمت سهام شرکتها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۱/۱۴۲۸) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نسبت مالکیت مدیریتی و قیمت سهام شرکتها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نسبت مالکیت مدیریتی، قیمت سهام شرکتها نیز به میزان ۱/۱۴۲۸ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته می توان نتیجه گرفت که رابطه معنی دار و مستقیمی بین مالکیت مدیریتی و قیمت سهام شرکتها وجود دارد. نتایج فرضیه دوم پژوهش ما با یافته های پژوهش های اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) و پینکوتز و همکاران (۲۰۰۶) مطابقت داشته و با یافته های پژوهش کیم و همکاران (۱۹۹۸) در تضاد است.

**فرضیه سوم**

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  از  $0/05$  کوچکتر می‌باشد ( $0/0000$ ) با اطمینان  $95\%$  معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که  $91/42$  درصد از قیمت سهام شرکت‌ها، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۱۳، از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر نسبت مالکیت خصوصی، بزرگتر از  $0/05$  می‌باشد ( $0/7710$ )، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نسبت مالکیت خصوصی و قیمت سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان  $95$  درصد رد می‌شود. بنابراین فرضیه سوم تحقیق رد شده و با اطمینان  $95$  درصد می‌توان گفت بین نسبت مالکیت خصوصی و قیمت سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معنی‌داری بین مالکیت خصوصی و قیمت سهام وجود ندارد. نتایج فرضیه سوم پژوهش ما از نظر نوع ارتباط با نتایج برخی پژوهش‌ها مانند دیمسترز و ویلانگ ( $2001$ ) و کاری و همکاران ( $2007$ ) مطابقت داشته و با نتایج برخی دیگر از پژوهش‌ها مانند: اوپلر و همکاران ( $1999$ ) در تضاد است.

**فرضیه چهارم**

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  از  $0/05$  کوچکتر می‌باشد ( $0/0000$ ) با اطمینان  $95\%$  معنی‌دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که  $81/29$  درصد از قیمت سهام شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۱۶، از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر وجوه نقد شرکت کوچکتر از  $0/05$  می‌باشد ( $0/066$ )، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان وجوه نقد شرکت و قیمت سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان  $95$  درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان  $95$  درصد می‌توان گفت بین وجوه نقد شرکت و قیمت سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر ( $1/4525$ ) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان وجوه نقد شرکت و قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش  $1$  واحدی وجوه نقد شرکت، قیمت سهام شرکت‌ها نیز به میزان  $1/4525$  واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معنی‌دار و مستقیمی بین وجه نقد شرکت و قیمت سهام وجود دارد. نتایج فرضیه چهارم پژوهش ما از نظر نوع ارتباط با نتایج برخی پژوهش‌ها مانند باگات و همکاران ( $2004$ ) و چن و همکاران ( $2008$ ) مطابقت داشته و با نتایج برخی دیگر از پژوهش‌ها مانند: دیتمار و همکاران ( $2003$ ) در تضاد است.

**منابع**

۱- آقایی، محمد رضا. نظافت، احمد رضا. ناظمی اردکانی، مهدی. و علی اکبر جوان. ( $1388$ ). بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری مالی. سال اول، شماره ۱، صص ۵۳-۷۰.

- 1- Rubi, A.(2007)."Ownership Concentration and Liquidity." Journal of Financial Markets, Volume 10, issue 3, August, PP.219-248.
- 2- Y. Chen. Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms. Corporate Governance. 2008, 16 (5): 430-442.
- 3- A. Dittmar, J. Mahrt-Smith, and H. Servaes. International corporate governance and corporate cash holdings. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2003, 38: 111-133.
- 4- Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, Journal of Financial Economics 52, 3-46