

The relationship between board errors and the value of cash assets of companies listed on the Tehran Stock Exchange

Seyed Hesam vaghfi¹, Raziieh Mohseni Fard², Zahra Moradian³, Nasrin Chaghaneh⁴

1. Assistant Professor, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.
2. MA of accounting, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.
3. MA of accounting, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.
4. MA of accounting, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

ABSTRACT

Received: 26/01/1401 - Accepted: 19/02/1400

In agency relations, the goal of the owners is to maximize wealth and therefore in order to achieve this goal, they monitor the agent's work and evaluate his performance. In this study, the relationship between board errors and the value of the company's cash assets The securities listed on the Tehran Stock Exchange have been examined. This research is in the field of positive accounting research and based on real information in terms of quasi-experimental and post-event research methods. The statistical population of the research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange. In order to test the research hypotheses, a sample of 148 companies was selected during the years 1399-1390. In this research, multivariate linear regression model has been used to test the hypotheses and combined data method and Eviews and Stata software package have been used to perform the necessary analyzes. The results of the hypothesis test showed that public ownership has a significant effect on the relationship between board error (appointment of a manager with a dual role) and the value of cash resources.

Keywords: Board errors, value of cash assets, board independence, government ownership, dual role of manager

رابطه بین خطای هیأت مدیره و ارزش دارایی های نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سیدحسام وقفی^۱، راضیه محسنی فرد^۲، زهرا مرادیان^۳، نسرن چغانه^۴

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران.
h.vaghfi2012@gmail.com
۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
Rmohseni68@gmail.com
۳. نویسنده مسئول، کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
mmoradi34@yahoo.com
۴. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
Chaghameh53@gmail.com

چکیده

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است. لذا به منظور دستیابی به این هدف، بر کار نماینده نظارت و عملکرد او ارزیابی می کنند. در این پژوهش رابطه بین خطاهای هیأت مدیره و ارزش دارایی های نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. این پژوهش از لحاظ شیوه اجرا تحقیق شبه تجربی و پس رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران می باشند. به منظور آزمون فرضیه های تحقیق، نمونه ای مشتمل بر ۱۴۸ شرکت طی سال های ۱۳۹۰-۱۳۹۹ انتخاب گردید. در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره و برای تجزیه و تحلیل های لازم از روش داده های ترکیبی و بسته نرم افزاری Eviews و Stata استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد استقلال هیأت مدیره بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی تاثیر معناداری دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می دهد مالکیت دولتی بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی تأثیر معناداری دارد.

کلیدواژه ها: خطای هیأت مدیره، نقش دوگانه مدیرعامل، ارزش دارایی های نقدی، استقلال هیأت مدیره، مالکیت دولتی.

مقدمه

ساختار مالکیت شرکت به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، توان واکنیزه لازم در امر سرمایه‌گذاری و نظارت بر شرکت‌ها را داراست. آخرین نظریه‌ای که «استار»^۱ (۱۹۸۸) در توجیه خصوصی‌سازی مطرح می‌کند، کاهش اضافه‌بار دولت است. در دهه ۱۹۷۰ بسیاری از منتقدان، دولت‌های غربی را بزرگ و با عملکرد اقتصادی ضعیف معرفی می‌کردند (وایلی^۲، ۱۹۶۹: ۶۸-۶۷). با چنین تفکری، خصوصی‌سازی به عنوان راهکاری برای کاهش انتظارات از دولت پیشنهاد می‌شود. «باتلر»^۳ (۱۹۸۵) استدلال می‌کند که خصوصی‌سازی می‌تواند با هدایت اقتصاد به سمت بازار و تشویق ریسک‌پذیری، علاجه‌ی برای کسری بودجه دولت تلقی شود. ایران از جمله کشورهایی است که حضور دولت در صنایع مختلف آن مشهود است. بسیاری از صنایع با وجود تلاش‌های صورت‌گرفته در راستای خصوصی‌سازی، همچنان زیر نظر دولت هستند و کنترل‌های دولت بر سیاست‌های مالی و عملیاتی آن‌ها اعمال می‌شود.

«استار» سرچشمه نظریه‌های هنجاری توجیه‌کننده خصوصی‌سازی را در دیدگاه‌های مختلف می‌داند. یکی از این دیدگاه‌ها نظریه بازار آزاد است که ادعا می‌کند هرچه دولت کوچک‌تر و حق انتخاب افراد بیشتر باشد، اقتصاد کارا تر خواهد بود - مشروط به آنکه به گسترش دامنه حقوق مالکانه و نیروهای بازار منجر شود. این دیدگاه به دو شاخه تقسیم می‌شود؛ شاخه نخست که دیدگاه رادیکال‌تری شمرده می‌شود، خصوصی‌سازی را بازگرداندن حق مالکیت می‌داند. حق مالکیت، حق استفاده از یک دارایی، حق تغییر شکل، محتوا و محل آن دارایی و حق انتقال تمام این حقوق است. اولین پرسشی که در این رابطه مطرح می‌شود، این است که این حقوق به چه کسی یا کسانی باید واگذار شود؟

1. Starr
2. Willey(1969)
3. Butler

طرفداران این دیدگاه معتقدند در صورتی که دولت حق مالکیت را محدود کند، افراد را تضعیف کرده است و افراد انگیزه کمتری برای استفاده از این دارایی‌ها خواهند داشت (احمدپور و دیگران، ۱۳۸۹: ۴۸).

از دهه‌های گذشته چین و هند برنامه‌های جامعی را برای خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی شروع کردند. «داروادکارو»^۱ دیگران (۲۰۰۰) اظهار می‌کنند که این برنامه‌ها سبب شده است حجم خصوصی‌سازی از هشت میلیارد دلار در سال ۱۹۹۰ به حدود ۶۵ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۷ افزایش یابد. در نتیجه، مالکیت از دولت به بخش خصوصی و مالکان عمومی انتقال پذیرد. البته، دولت درصد خاصی را برحسب خط‌مشی‌های اقتصادی در مالکیت خود نگه می‌دارد. این ساختار مالکیت جدید نظام راهبری را به عنوان یک پیامد مهم در اقتصادهای نوظهور مطرح کرده است. با وجود این، پیامد ساختار جدید دو مشکل اساسی ایجاد کرده است: یکی وجود سهامداران فراوان و لزوم جدایی مالکیت از مدیریت و ایجاد مشکل نمایندگی و دیگری کنترل شرکت توسط سهامداران اکثریت و سوءاستفاده احتمالی از حقوق سهامداران اقلیت است. وجود این دو مشکل، طراحی و اصلاح ساز و کار مناسب را برای حفظ حقوق سهامداران در برابر مدیران (مشکل نمایندگی) و همچنین رعایت حقوق کلیه ذی‌نفعان ضروری می‌سازد. در صورت نبود چنین سیستمی، فرایند جذب سرمایه‌گذاری کند و یا حتی متوقف شده و سرمایه‌گذاران انگیزه کافی برای سرمایه‌گذاری نخواهند داشت. از دیدگاه نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیأت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت در جلسات هیأت مدیره، کمک زیادی می‌کند. البته، باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیرموظف، در میان اعضای هیأت مدیره ایفا می‌کنند. وجود چنین ترکیبی، از عناصر

اصلی یک هیأت مدیره کارا و مؤثر شمرده می‌شود، زیرا در حالی که مدیران موظف، اطلاعات ارزشمندی درباره فعالیت‌های شرکت ارائه می‌کنند، مدیران غیرموظف با دیدگاهی حرفه‌ای و بی طرفانه، درباره تصمیم‌گیری‌های مدیران مذکور قضاوت می‌کنند. بدین ترتیب، هیأت مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک سازو کار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به شمار می‌آید (برد و هیکن^۱، ۱۹۹۲).

یک مدیر غیرموظف (استقلال هیأت مدیره)، زمانی مستقل تلقی می‌شود که هیأت مدیره تشخیص دهد وی از لحاظ شخصیتی و انجام قضاوت، مستقل است و هیچ‌گونه روابط یا مواردی وجود ندارد که بر قضاوت وی تأثیر بگذارد (هیگز، ۲۰۰۳). متون علمی زیادی به بررسی وظیفه و نقش مدیران غیرموظف و مشارکت آنان در یک نظام حاکمیت شرکتی «مطلوب» پرداخته‌اند و هر روز به تعداد آن‌ها افزوده می‌شود. با توجه به مطالب گفته شده، اثر بازدارنده خطاهای هیأت مدیره در بنگاه‌های تحت مالکیت دولت در مقایسه با بنگاه‌های خارج از مالکیت دولت، قوی‌تر است. از این روی یک سازوکار حاکمیتی مهم، سهامداری مدیران می‌تواند هزینه‌های نمایندگی و اثر منفی خطاهای هیأت مدیره بر دارایی‌های نقدی را کاهش دهد. از طرفی، با نگهداری وجه نقد، شرکت‌ها می‌توانند در مقابل نااطمینانی‌هایی که به سرعت در اثر تغییرات در محیط کلان، رقابت در صنعت، و محدودیت‌های مالی به وجود می‌آید، از خود محافظت کنند. با این حال، با توجه به اینکه وجه نقد به شدت سیال و ردیابی آن دشوار است، مدیران شرکت، به راحتی وجه نقد را سرقت و مورد سوء استفاده قرار می‌دهند. غالباً، مدیران ارشد شرکت‌ها از طریق دریافت مزایای جانبی، حقوق‌های بیش از حد و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که منافع سهامداران را به حد اکثر نمی‌رساند، از وجه نقد سوء استفاده می‌کنند. تمام این موارد در نهایت به ارزش شرکت لطمه می‌زند (وارد^۲ و همکاران، ۲۰۱۸). بنابراین، مسئله اصلی این پژوهش این است که آیا اقدام هیأت مدیره در انتصاب مدیر عامل با نقش دوگانه، می‌تواند

1. Byrd & Hickman

2. Ward

دارایی‌های نقدی را به ارزش شرکت تبدیل کند و اینکه بر اثر ایجاد تضاد منافع که از نتایج ایجاد شرکت‌های سهامی بزرگ است، رابطه مالک - نماینده و نظریه نمایندگی شکل گرفته و وجود سازوکار نظارتی مؤثر بر مدیریت، برای اطمینان از اعمال مدیریت صحیح در جهت منافع سهامداران، ضرورت می‌یابد. در ساختار کسب و کار جاری، تفکیک مالکیت از مدیریت اجتناب ناپذیر است. نبود سازوکار نظارتی مؤثر بر مدیریت در چنین شرکت‌هایی، احتمال تخصیص ناکارآمد منابع و گسترش مشکلات سازمانی را افزایش می‌دهد. در نتیجه، سؤال بعدی پژوهش این‌گونه مطرح می‌شود که آیا استقلال هیأت مدیره و مالکیت دولتی به عنوان دو معیار حاکمیت شرکتی و معیارهای مؤثر نظارتی، توانایی تأثیرگذاری بر این رابطه را دارند یا خیر؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

دوگانگی وظیفه مدیریت از جمله مسائلی است که چالش‌های زیادی را به همراه داشته است چراکه در بسیاری از شرکت‌ها، مدیران به واسطه دارا بودن وظیفه دوگانه فرصت یافتند تا شرکت را در جهت حفظ و تأمین منافع شخصی خویش راهبری نمایند نه در جهت افزایش ثروت سهامداران. از دوگانگی وظیفه مدیرعامل تعاریف نسبتاً گوناگونی صورت گرفته است. وجود این شرایط به طور کلی سبب کاهش استقلال هیأت مدیره در فرایند نظارت بر عملکرد مدیرعامل خواهد شد و این امر تا حد زیادی می‌تواند منافع ذی‌نفعان واحد اقتصادی را با تهدید مواجه سازد. درباره مسئله دوگانگی وظیفه مدیرعامل دو دیدگاه کاملاً متفاوت وجود دارد: الف) تئوری نمایندگی و ب) تئوری مباشرت (لاینگر و زامپلی، ۲۰۰۹).

تئوری نمایندگی به بیان این موضوع می‌پردازد که مدیران تمایل به تأمین منافع شخصی خویش دارند و در صورت مهیا بودن شرایط، منافع سهامداران و سایر ذی‌نفعان و در رأس آن‌ها مالکان شرکت از تصمیمات اتخاذ شده از سوی مدیریت آسیب خواهند دید. در این وضعیت اغلب مدیریت با تحمیل هزینه به ذی‌نفعان، ثروت خود را افزایش

می‌دهند. در این شرایط، وجود هیأت مدیره، سازوکاری است به منظور اعمال اثربخش نظارت بر عملکرد مدیریت و جلوگیری از اتخاذ هر تصمیمی که ثروت سهامداران را با تهدید مواجه سازد. در این رابطه، برخی از صاحب‌نظران معتقدند عملکرد هیأت مدیره سبب ایجاد ساختار حاکمیتی در جهت حمایت از سهامداران در مقابل تصمیمات مدیریت می‌شود. بنابراین، عضویت مدیریت عامل در هیأت مدیره سبب کاهش استقلال هیأت مدیره و این شرایط باعث تضعیف نقش نظارتی آن و در نهایت افزایش رخ دادن خطر نمایندگی (انجام اقدام‌هایی توسط مدیریت در جهت تأمین و حفظ منافع خویش و تضییع منافع سهامداران و سایر ذی‌نفعان) در واحد اقتصادی خواهد شد. از دیگر تبعات وظیفه دوگانه مدیرعامل این است که با گذشت زمان و به تدریج به واسطه نفوذ قابل ملاحظه مدیرعامل در هیأت مدیره، اشخاصی به عضویت هیأت مدیره درمی‌آیند که تضاد منافع کمتری با مدیرعامل داشته و وی را در جهت دستیابی به منافع شخصی یاری می‌رساند (رسایان، ۱۳۹۲). در این تئوری بیان می‌شود که مدیران اجرایی همواره قصد دارند برای سهامداران، مباشر و نماینده خوب با عملکردی قابل قبول باشند. در این شرایط، عضویت مدیرعامل در هیأت مدیره که همواره در جهت منافع سهامداران گام برمی‌دارد، می‌تواند به بهبود شرایط راهبری شرکت و افزایش ثروت سهامداران منجر شود (اندرسون و آنتونی، ۱۹۸۶). به طور مثال، وجود ساختار دوگانه مدیریت می‌تواند به شکل اثربخش سبب کاهش هزینه انتقال اطلاعات از مدیران اجرایی به هیأت مدیره و از این طریق سبب افزایش ثروت سهامداران شود. استقلال هیأت مدیره مزیت‌های حاصل از دوگانگی را افزایش و هزینه‌های آن را کاهش می‌دهد. این امر سبب تعادل سودآور میان رهبری قوی و نظارت مؤثر می‌گردد. کسب اطلاعات و هزینه‌های پردازش برای هیأت مدیره‌های مستقل‌تر، بیشتر است. در ادبیات تحقیقی گزارش شده است شفافیت شرکت با افزایش هیأت مدیره بیشتر می‌شود (آرمسترانگ، کوروگای،

بنابراین، تعجب‌آور نیست که بسیاری از پژوهشگران، استقلال هیأت‌مدیره و دوگانگی را از مهم‌ترین سازوکارهای حاکمیت شرکتی معرفی کرده‌اند. در نهایت، اثر استقلال هیأت‌مدیره بر دوره تصدی مدیرعامل نیز نشان‌دهنده نقش میانجی استقلال هیأت‌مدیره است. هیأت‌مدیره بیشتر زمان خود را صرف نظارت بر مدیریت می‌کند (اسچوارتز و ویویچ، ۲۰۱۳).

توانایی هیأت‌مدیره به عنوان یک سازوکار نظارتی اثربخش، به استقلال آن از مدیریت بستگی دارد. منظور از استقلال هیأت‌مدیره، تعداد مدیران غیراجرایی است که ارتباطی با شرکت ندارند به جز نقش مدیر، یک مدیر غیراجرایی مدیری تعریف می‌شود که در فعالیت‌های تجاری شرکت استخدام نشده است و نقش آن کمک به افراد برون سازمانی و نظارت بر هیأت‌مدیران است. انتظار می‌رود مدیر غیراجرایی که کاملاً مستقل از مدیریت است، در نظارت بر مدیریت، بیشترین حمایت را از سهامداران ایفا کند (دیویدسون و همکاران^۱، ۲۰۰۵). بنابراین، از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) مستقل در هیئت‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها به عنوان افرادی مستقل به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت در جلسات هیئت‌مدیره، کمک شایان توجهی کند. مدیران غیرموظف (غیراجرایی) با دیدگاهی حرفه‌ای و بی‌طرفانه، درباره تصمیم‌گیری‌های مدیران مذکور قضاوت می‌کنند. بدین ترتیب، هیأت‌مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک سازوکار بالقوه توانمند شرکت به شمار می‌آید (ماراچی و همکاران^۲، ۲۰۰۴). اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه، ترکیب هیأت‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیأت‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیأت‌مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود.

نظریه اقتصاد سیاسی از نیمه دوم قرن بیستم با گسترش و نفوذ مکتب لیبرالیسم وارد متون اقتصادی جهان شد. این نظریه نه تنها مورد توجه اقتصاددانان و سیاستمداران واقع شده است، بلکه جامعه‌شناسان نیز آثاری در بسط و توضیح این نظریه ارائه داده‌اند. بر اساس این نظریه، اقتصاد و سیاست تأثیر متقابل بر یکدیگر دارند. این بدان معناست که فعالیت و تصمیم‌گیری‌های سیاسی، تأثیر متقابل بر یکدیگر دارند؛ بدین معنا که فعالیت و تصمیم‌گیری‌های سیاسی، تأثیر مستقیم و غیرمستقیم بر فعالیت‌های اقتصادی و برعکس دارند (مهدی فرد و رؤیایی، ۱۳۹۴). به اعتقاد «فیسمن»^۱ (۲۰۰۱) روابط سیاسی در مقایسه با پایه‌های اقتصادی شرکت، عامل اصلی سودآوری شرکت در کشورهای آسیای شرقی و در حال توسعه است. او معتقد است که عایدات شرکت‌های دارای روابط سیاسی به طور گسترده تحت تأثیر تصمیم‌های دولتی قرار دارد که علایق آن‌ها را مورد توجه قرار می‌دهد. در شرکت‌های دارای روابط سیاسی، دسترسی به منابع سرمایه، به سود گزارش شده بستگی ندارد، زیرا روابط سیاسی منجر به دسترسی آسان به اعتبار و منابع سرمایه از بانک‌های تحت تملک دولت می‌گردد (بوباکری و دیگران^۲، ۲۰۱۲). ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع مالی بیشتری به دست آورند، اما دسترسی به وام‌های تجاری نشأت گرفته از ارتباطات سیاسی، اعتبار مضاعفی ایجاد کرده و هزینه‌های مالی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، دخالت سیاستمداران ممکن است موجب تحریف در تخصیص منابع اجتماعی شود و به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و تضعیف عملکرد شرکت منجر شود (بادآورنهدی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۷).

«ژو^۳ و همکاران» (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان «خطاهای هیأت مدیره و ارزش دارایی‌های نقدی: شواهدی از شرکت‌های ذکر شده در چین» را انجام دادند. در این پژوهش، محققان نشان دادند که فاصله بین مدیرعامل و هیأت مدیره در کنار ساختار مالکیت مناسب و

1. Fisman
2. Boubakri et al
3. Xu

نظارت کافی، منتج به افزایش ارزش دارایی نقدی می‌گردد. «کوکی و گیزانی» (۲۰۱۶) نیز به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که شرکت‌های با مالکیت متمرکزتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند. رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی، مثبت است.

«سرلک و همکاران» (۱۳۹۹) در مقاله خود با عنوان «رابطه ویژگی‌های هیأت‌مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی» نشان دادند بین ویژگی‌های هیأت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. این در حالی است که بین تحریم اقتصادی و ارزش شرکت، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که تحریم اقتصادی بر رابطه ویژگی‌های هیأت‌مدیره و ارزش شرکت تأثیر ندارد. نتیجه‌گیری براساس نتایج به دست 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 هیأت‌مدیره بر ارزش شرکت شده است. با توجه به مبانی نظری و پیشینه تحقیق و همچنین با توجه به پژوهش «ژو و همکاران» (۲۰۲۱) فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر بیان می‌شوند:

۱) استقلال هیأت‌مدیره بر رابطه خطای هیأت‌مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی تأثیر معناداری دارد.

۲) مالکیت دولتی بر رابطه خطای هیأت‌مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

جامعه آماری و نحوه انتخاب نمونه

این پژوهش، از لحاظ شیوه اجرا، شبه تجربی و پس‌رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای اینکه نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور، پنج معیار زیر در نظر گرفته شده است. چنانچه شرکتی تمامی معیارها را احراز کرده باشد، به عنوان نمونه تحقیق انتخاب و مابقی حذف می‌شوند. روند انتخاب نمونه در جدول ۱ ارائه شده است.

۱) شرکت‌ها تا قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشند.

۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹، سال مالی و نوع فعالیت خود را تغییر نداده باشد.

۳) به لحاظ ساختار گزارشگری جداگانه‌ای که شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی) دارند، از نمونه حذف می‌شود.

۴) اطلاعات مالی آن‌ها در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ در دسترس باشد.

۵) بیش از شش ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد.

جدول ۱. نحوه نمونه‌گیری

۵۳۶	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۹۹ (جامعه آماری).
	معیارها:
(۱۸۸)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۹-۹۰ در بورس فعال نبوده‌اند.
(۷۷)	تعداد شرکت‌هایی که از سال ۹۰ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند.

(۵۲)	تعداد شرکت‌هایی که جزو هلدینگ‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۲۹)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و ۲۹ اسفند نبوده‌اند.
(۱۳)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات آن‌ها در دسترس نمی‌باشد.
(۲۹)	تعداد شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه دارند.
۱۴۸	تعداد شرکت‌های نمونه

مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

مدل آزمون فرضیه اول

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Man_{i,t} + \beta_3 Cash_{i,t} \times Man_{i,t} + \beta_4 Lndboard_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} \times Man_{i,t} \times Lndboard_{i,t} + \beta_6 Ros_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 Loss_{i,t} + \beta_{10} Capex_{i,t} + \beta_{11} Age_{i,t} + \beta_{12} Dive_{i,t} + \beta_{13} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Man_{i,t} + \beta_3 Cash_{i,t} \times Man_{i,t} + \beta_4 Gov_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} \times Man_{i,t} \times Gov_{i,t} + \beta_6 Ros_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 Loss_{i,t} + \beta_{10} Capex_{i,t} + \beta_{11} Age_{i,t} + \beta_{12} Dive_{i,t} + \beta_{13} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها و نحوه محاسبه آن‌ها

در جدول زیر متغیرهای پژوهش بیان شده است.

جدول ۲. متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نماد متغیر	نام متغیر
مستقل / تعدیل‌گر	Man	خطای هیأت مدیره (نقش دوگانه مدیر عامل)
مستقل / تعدیل‌گر	Gov	مالکیت دولتی

نام متغیر	نماد متغیر	نوع متغیر
استقلال هیأت مدیره	Indboard	مستقل / تعدیل گر
نسبت وجه نقد نگهداری شده	Cash	مستقل
ارزش شرکت	MV	وابسته
وجه نقد عملیاتی	Cf	کنترلی
نسبت سود تقسیمی	Div	کنترلی
نسبت دارایی ثابت	Capex	کنترلی
زیان شرکت	Loss	کنترلی
سن شرکت	Age	کنترلی
اهرم مالی	Lev	کنترلی
اندازه شرکت	Size	کنترلی
بازده فروش	Ros	کنترلی

متغیر مستقل و تعدیل گر

خطای هیأت مدیره:

معیار نقش دوگانه مدیرعامل به عنوان خطای هیأت مدیره در انتصاب مدیریت شرکت در نظر گرفته شده است به طوری که اگر مدیرعامل عضو هیأت مدیره باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.

استقلال هیأت مدیره:

از نسبت اعضای مستقل به کل اعضای هیأت مدیره به دست آمده است.

مالکیت دولتی:

درصد سهام شرکت که مربوط به بخش دولتی است، به عنوان درصد مالکیت دولتی مدنظر قرار گرفته شد.

وجه نقد نگهداری شده در شرکت:

عبارت است از نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌ها

متغیر وابسته

ارزش شرکت:

عبارت است از نسبت ارزش بازار شرکت به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها

متغیر کنترل

وجه نقد عملیاتی:

عبارت است از نسبت جریان خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به کل دارایی‌ها

نسبت سود تقسیمی:

عبارت است از نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها

نسبت دارایی ثابت:

عبارت است از نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها

زیان‌ده:

اگر شرکت زیان‌ده باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر

اهرم مالی:

نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

اندازه شرکت:

لگاریتم مجموع دارایی‌ها

بازده فروش:

نسبت سود خالص به فروش

عمر شرکت:

عمر شرکت، لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که یک شرکت ثبت شده است.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
خطای هیأت مدیره	۰/۱۰۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۰۶	۲/۵۸۱	۷/۶۶۵
استقلال هیأت مدیره	۰/۵۸۰	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۲۰۰	۰/۱۷۷	-۰/۱۰۶	۳/۰۹۰
مالکیت دولتی	۶/۶۶۲	۰/۰۰۰	۹۵/۶۴۰	۰/۰۰۰	۱۴/۸۹۴	۳/۲۳۹	۱۴/۶۴۴
نسبت وجه نقد نگهداری شده	۰/۰۷۷	۰/۰۴۲	۰/۸۲۱	۰/۰۰۰۲	۰/۰۹۴	۲/۵۹۸	۱۱/۹۵۵
ارزش شرکت	۲/۶۵۴	۱/۶۷۹	۳۰/۶۵۹	۰/۴۷۱	۲/۹۸۰	۴/۴۴۵	۲۸/۹۳۰
وجه نقد عملیاتی	۰/۱۲۳	۰/۱۰۶	۰/۷۲۶	-۱/۳۱۱	۰/۱۴۳	-۰/۲۴۸	۱۰/۶۲۱
نسبت سود تقسیمی	۰/۱۱۴	۰/۰۶۷	۲/۸۶۰	۰/۰۰۰	۰/۱۶۸	۵/۵۲۲	۶۴/۰۳۵
نسبت دارایی ثابت	۰/۲۵۱	۰/۲۱۱	۰/۹۶۸	۰/۰۰۰۵	۰/۱۷۶	۰/۹۲۱	۳/۴۷۵
زیان شرکت	۰/۰۷۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۵۹	۳/۳۰۲	۱۱/۹۰۹
سن شرکت	۱۹/۱۹۲	۱۷/۰۰۰	۵۳/۰۰۰	۳/۰۰۰	۹/۰۵۷	۱/۳۰۰	۴/۷۶۹
اهرم مالی	۰/۵۳۵	۰/۵۴۶	۰/۹۹۶	۰/۰۱۲	۰/۱۹۳	-۰/۲۹۵	۲/۵۶۸
اندازه شرکت	۱۴/۴۵۹	۱۴/۲۸۵	۲۰/۷۶۸	۱۰/۱۶۶	۱/۶۰۸	۰/۷۵۵	۴/۱۷۷
بازده فروش	۰/۲۱۷	۰/۱۵۶	۷/۸۰۲	-۶/۴۸۰	۰/۴۲۳	۴/۴۴۹	۷/۳۰۴

جدول ۴. فراوانی خطای هیأت مدیره

خطای هیأت مدیره	تعداد	درصد	درصد مجموع
۰/۰۰۰	۱۳۲۵	۰/۸۹۵	۰/۸۹۲
۱/۰۰۰	۱۵۵	۰/۱۰۵	۱۰۰/۰
جمع	۱۴۸۰	۱۰۰/۰	

جدول ۵. فراوانی زیان شرکت

درصد مجموع	درصد	تعداد	زیان شرکت
۰/۹۲۸	۰/۹۲۸	۱۳۷۳	۰/۰۰۰
۱۰۰/۰	۰/۰۷۲	۱۰۷	۱/۰۰۰
	۱۰۰/۰	۱۴۸۰	جمع

آمار استنباطی

آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی یا تلفیقی در جدول ۶ نتایج آزمون F لیمر مدل‌های پژوهش ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون F لیمر

P-Value	نوع مدل	نوع آزمون	مدل
۰/۰۰۰	پانل	آزمون F لیمر	مدل اول
۰/۰۰۰	پانل	آزمون F لیمر	مدل دوم

با توجه به اطلاعات ارائه شده در جدول ۶، از آنجا که Prob کوچک‌تر از 0.05 است، فرض H_0 مبنی بر پولینگ بودن داده‌ها رد می‌شود. بنابراین، با توجه به آزمون لیمر، داده‌ها پانل است. حال باید آزمون هاسمن^۱ را انجام داد. نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش، به شرح جدول ۷ است.

جدول ۷. نتایج آزمون هاسمن

P-Value	نوع مدل	نوع آزمون	مدل
۰/۰۰۰	اثرات ثابت	آزمون هاسمن	مدل اول
۰/۰۰۰	اثرات ثابت	آزمون هاسمن	مدل دوم

1. Hausman

طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش، با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۵٪ ارزش احتمال کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر رد می‌شود. رد فرضیه صفر (H_0) نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار است و باید از روش اثرات ثابت استفاده شود.

همسانی واریانس‌های مقادیر این آماره، در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس مدل‌های پژوهش

بروش پاکان - کوک و ویسیبرگ			
نتیجه	احتمال آماره	آماره	مدل پژوهش
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۳۸/۸۲	مدل اول
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۱۱/۴۰	مدل دوم

با توجه به اینکه P-Value مندرج در جدول ۸ کمتر از سطح معناداری ۵٪ است، مدل دارای ناهمسانی واریانس است. برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌شود. در جدول ۹ نتایج آزمون خودهمبستگی برای آزمون مدل‌های پژوهش آمده است.

جدول ۹. نتایج آزمون ولدریج مدل‌های پژوهش

نتیجه	احتمال آماره	آماره	مدل پژوهش
عدم خودهمبستگی در مدل پژوهش	۰/۰۶۳	۱۰۰/۵۲۴	مدل اول
عدم خودهمبستگی در مدل پژوهش	۰/۵۲۰	۱۰۵/۷۸۱	مدل دوم

با توجه به اینکه P-Value مندرج در جدول ۹ برای مدل بیشتر از سطح معنی دار ۵٪ است، مدل دارای خودهمبستگی نیست.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل کرد. بدین منظور، برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده شد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد حدود ۵۴٪ از تغییرات در متغیر وابسته مدل (ارزش دارایی نقدی شرکت)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ضریب برآوردی متغیر نسبت وجه نقد نگهداری شده جدول بالا، نشان دهنده رابطه معنادار میان نسبت وجه نگهداری شده و ارزش ارزش دارایی نقدی در سطح خطای ۰/۰۵ است زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت که ارتباط معنادار بین نسبت وجه نقد نگهداری شده و ارزش دارایی نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر خطای هیأت مدیره جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان متغیر خطای هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ است زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت که ارتباط معنادار بین متغیر خطای هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. بررسی مقدار آماره t، متغیر نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیئت مدیره شرکت نشان می‌دهد در سطح خطای ۰/۰۵٪ دارای رابطه معناداری با ارزش دارایی نقدی شرکت است. بنابراین، می‌توان بیان کرد فرضیه در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. از این رو، با توجه به نتایج به دست آمده، می‌توان بیان کرد نسبت وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین خطای هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، تأثیر معناداری دارد. ضریب برآوردی متغیر استقلال هیئت مدیره جدول بالا نشان دهنده

رابطه معنادار میان متغیر استقلال هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ نیست زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، بیشتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت که ارتباط معنادار بین متغیر استقلال هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. بررسی مقدار آماره t، متغیر نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت مدیره * استقلال هیأت مدیره شرکت نشان می‌دهد در سطح خطای ۰/۰۵ دارای رابطه معناداری با ارزش دارایی نقدی شرکت است. بنابراین، می‌توان بیان کرد فرضیه در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. از این رو، با توجه به نتایج به دست آمده، می‌توان بیان کرد استقلال هیأت مدیره بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی، تأثیر معناداری دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

جدول ۱۰. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	vif
C (عرض از مبدا)	-۱۰/۱۴۸	۲/۸۳۸	-۳/۵۷۵	۰/۰۰۰	۱/۵۵
نسبت وجه نقد نگهداری شده	۲/۶۹۸	۰/۸۱۰	۳/۳۲۸	۰/۰۰۰	۱/۰۱
خطای هیأت مدیره	۰/۷۱۹	۰/۲۶۸	۲/۶۷۸	۰/۰۰۷	۱/۰۲
نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت مدیره	۴/۶۹۸	۲/۰۸۵	۲/۲۵۳	۰/۰۲۴	۱/۶۰
استقلال هیأت مدیره	-۰/۵۲۱	۰/۲۸۷	-۱/۸۱۱	۰/۰۷۰	۱/۶۶
نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت مدیره * استقلال هیأت مدیره	۱/۱۸۳	۰/۳۰۰	۳/۹۳۹	۰/۰۰۰	۱/۶۰
بازده فروش	۵/۵۱۹	۴/۰۹۱	۱/۳۴۹	۰/۱۷۷	۱/۴۱
اندازه شرکت	۰/۶۷۵	۰/۲۵۴	۲/۶۵۲	۰/۰۰۸	۱/۷۵

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	vif
اهرم شرکت	-۰/۸۱۲	۰/۲۲۳	-۳/۶۳۹	۰/۰۰۰	۱/۶۰
زیان شرکت	-۰/۱۱۷	۰/۱۱۴	-۱/۰۲۶	۰/۳۰۴	۱/۶۶
نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها	-۱/۷۳۰	۰/۴۰۵	-۴/۲۶۴	۰/۰۰۰	۱/۲۴
سن شرکت	۰/۱۸۴	۰/۰۹۸	۱/۸۷۵	۰/۰۶۱	۱/۵۵
نسبت سود تقسیمی	۱/۱۵۵	۰/۴۵۷	۲/۵۲۶	۰/۰۱۱	۱/۰۱
وجه نقد عملیاتی	۰/۰۴۶	۰/۴۷۶	۰/۰۹۶	۰/۹۲۲	۱/۰۲
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۹/۷۹۳ (۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسن		۱/۵۴۶	
ضریب تعیین	۰/۵۴۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۸۷	

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل کرد. بدین منظور، برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده شد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰) می‌توان ادعا کرد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد حدود ۵۵٪ تغییرات در متغیر وابسته مدل (ارزش دارایی نقدی شرکت) به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ضریب برآوردی متغیر نسبت به وجه نقد نگهداری شده جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان نسبت وجه نقد نگهداری شده و ارزش ارزش دارایی نقدی در سطح خطای ۰/۰۵ است زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت که ارتباط معنادار بین نسبت وجه نقد نگهداری شده و ارزش دارایی نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر متغیر خطای هیأت مدیره جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان متغیر خطای هیأت مدیره و ارزش

دارایی نقدی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ است زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت که ارتباط معنادار بین متغیر خطای هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. بررسی مقدار آماره t ، متغیر نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت مدیره شرکت نشان می‌دهد در سطح خطای ۰/۰۵ دارای رابطه معناداری با ارزش دارایی نقدی شرکت است. بنابراین، می‌توان بیان کرد فرضیه در سطح اطمینان بالاتر از ۰/۰۵ پذیرفته می‌شود. از این رو، با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان بیان کرد نسبت وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین خطای هیأت مدیره و ارزش دارایی نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر معناداری دارد. ضریب برآوردی متغیر متغیر مالکیت دولتی جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان متغیر مالکیت دولتی و ارزش دارایی نقدی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ است زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت که ارتباط معنادار بین متغیر مالکیت دولتی و ارزش دارایی نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. بررسی مقدار آماره t ، متغیر نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت مدیره * مالکیت دولتی شرکت نشان می‌دهد در سطح خطای ۰/۰۵ دارای رابطه معناداری با ارزش دارایی نقدی شرکت است. بنابراین، می‌توان بیان کرد فرضیه در سطح اطمینان بالاتر از ۰/۰۵ پذیرفته می‌شود. از این رو، با توجه به نتایج به دست آمده، می‌توان بیان کرد مالکیت دولتی بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی تأثیر معناداری دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

جدول ۱۱. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	vif
C (عرض از مبدأ)	-۱۰/۴۳۴	۲/۷۸۳	-۳/۷۴۸	۰/۰۰۰	۱/۵۵
نسبت وجه نقد نگه‌داری شده	۲/۹۹۵	۰/۸۹۳	۳/۳۵۴	۰/۰۰۰	۱/۰۷
خطای هیأت‌مدیره	۰/۶۹۶	۰/۲۶۲	۲/۶۵۳	۰/۰۰۸	۱/۰۵
نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت‌مدیره	۳/۲۷۸	۰/۶۸۹	۴/۷۵۷	۰/۰۰۰	۱/۵۹
مالکیت دولتی	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۳	-۳/۲۷۶	۰/۰۰۱	۱/۶۶
نسبت وجه نقد نگهداری شده * خطای هیأت‌مدیره * مالکیت دولتی	۰/۲۷۳	۰/۰۲۹	۹/۱۹۵	۰/۰۰۰	۱/۵۷
بازده فروش	۱/۵۳۰	۰/۲۸۸	۳/۹۹۵	۰/۰۰۰	۱/۴۲
اندازه شرکت	۰/۶۷۲	۰/۲۵۶	۲/۶۱۹	۰/۰۰۸	۱/۷۳
اهرم شرکت	-۰/۷۲۲	۰/۲۴۹	-۲/۹۰۰	۰/۰۰۳	۱/۶۰
زیان شرکت	-۰/۱۳۷	۰/۱۱۰	-۱/۲۴۳	۰/۲۱۳	۱/۶۹
نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها	-۱/۵۵۷	۰/۳۶۲	-۴/۲۹۷	۰/۰۰۰	۱/۲۳
سن شرکت	۰/۱۸۵	۰/۰۹۷	۱/۸۹۷	۰/۰۵۷	۱/۵۵
نسبت سود تقسیمی	۱/۲۱۸	۰/۴۲۵	۲/۸۶۶	۰/۰۰۴	۱/۰۷
وجه نقد عملیاتی	-۰/۰۲۷	۰/۴۸۷	-۰/۰۵۷	۰/۹۵۴	۱/۰۵
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۱۰/۳۳۲ (۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسن		۱/۵۵۷	
ضریب تعیین	۰/۵۵۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۰۲	

بحث و نتیجه‌گیری

نفوذ مدیر عامل بر حسب ضرورت عملکرد را ضعیف نمی‌سازد و احتمال دارد که بر

درک بازار از میزان کنترل اعمال شده بر عملکرد مدیریت و فرایند گزارشگری مالی تأثیر بگذارد. از سوی دیگر، مطابق پژوهش «ژو و همکاران» (۲۰۲۱) پول نقد «جریان خون» تولید و عملیات روزانه یک شرکت است. با نگهداری وجه نقد، شرکت‌ها می‌توانند از عدم قطعیت‌های ناشی از تغییرات در محیط کلان، رقابت صنعتی و محدودیت‌های تأمین مالی محافظت کنند. با این حال، از آنجاکه ردیابی پول نقد دشوار است، به راحتی توسط مدیران شرکت مورد سرقت و سوءاستفاده قرار می‌گیرد. مدیران ارشد شرکت‌ها اغلب از پول نقد از طریق مزایا، حقوق بیش از حد و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که منافع سهامداران را به حداکثر نمی‌رسانند، سوءاستفاده می‌کنند که همگی می‌توانند در نهایت به ارزش دارایی نقدی آسیب بزنند (وارد و همکاران، ۲۰۱۸). در برخی شرایط، دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند به دلیل داشتن قدرت و نگران نبودن از آینده شغلی، به افزایش ارزش دارایی نقدی شرکت کمک کند. با توجه به تحلیل صورت‌گرفته درباره فرضیه اول، نتایج نشان می‌دهد بین استقلال هیأت مدیره بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش دارایی‌های نقدی، تاثیر معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعاملی مثبت است، یافته‌ها نشان می‌دهند که استقلال هیأت مدیره بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش دارایی نقدی، تأثیر مثبت دارد. گسترش روزافزون فعالیت‌های اقتصادی و مالی در دهه‌های اخیر موجب شده است که اداره و هدایت شرکت‌های تجاری بیش از پیش پیچیده شود. به طور کلی، شرکت‌های سهامی با سه منشأ اصلی بروز مشکل و ناهماهنگی به شرح زیر روبرو هستند: تعارض میان مدیران و سهامداران، تعارض منافع سهامداران اصلی و سهامداران جزء و تعارض منافع سهامداران قدیمی و جدید (عباسی و کلانتری، ۱۳۹۳).

راه حل تمام این تعارضات مشارکت و همکاری تمام عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت است. یکی از ویژگی‌های هیأت مدیره که بر عملکرد و بازدهی شرکت‌ها تأثیرگذار است،

استقلال هیأت مدیره است. با توجه به اینکه در تئوری نمایندگی کنترل مهم‌ترین وظیفه هیأت مدیره است و استقلال هیأت مدیره در افزایش عملکرد نقش کنترلی و مهمی ایفا می‌کند، لذا استقلال هیأت مدیره به عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، تعیین‌کننده قدرت هیأت مدیره است. نتیجه این فرضیه با نتایج به دست آمده از پژوهش «ژوو و همکاران» (۲۰۲۱) و «قیصری و امیری» (۱۳۹۶) مطابقت دارد. یافته‌ها با توجه به تحلیل صورت گرفته برای فرضیه دوم، نشان داد که بین مالکیت دولتی بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش منابع نقدی، تأثیر معناداری وجود دارد.

همچنین، یافته‌ها نشان دادند که مالکیت دولتی بر رابطه خطای هیأت مدیره (انتصاب مدیر با نقش دوگانه) و ارزش دارایی نقدی، تأثیر مثبت دارد. ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود که بر انگیزه مدیران تأثیر می‌گذارد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی شرکت تأثیر قابل توجهی داشته باشد. ساختار مالکیت شرکت‌ها بسیار متنوع است و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می‌توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، به طوری که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد) با واکنش‌های قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود. در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت‌های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. این در حالی است که رشد سال‌های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری‌های مالی و وضعیت داخلی شرکت‌های بورس باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است.

یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیت‌ها و عملکرد شرکت‌ها بررسی می‌شود، میزان تسلط و کنترل فعالیت‌های شرکت از جهت قیمت‌گذاری و فروش محصولات توسط دولت است. شرکت‌هایی که دارای مالکیت دولتی هستند، در

انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی برای انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و ارزش شرکت را افزایش دهند. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند شوند (زلقی و همکاران، ۱۳۹۷). به عبارتی دیگر، مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت برگزارشگری مالی و بهبود ارزش شرکت‌ها دارد. در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می‌تواند بر ارزش نقدی شرکت تأثیرگذار باشد. نتیجه این فرضیه با نتایج به دست آمده از پژوهش «ژوو و همکاران» (۲۰۲۱) و «فرهادیان» (۱۴۰۰) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می‌شود تصمیم‌گیرندگان شرکت، انتصاب مدیران با نقش دوگانه را حداقل در دوره‌های کوتاه مدت به عنوان یک نکته منفی در مدیریت تلقی نکنند زیرا این‌گونه مدیریت اگر تحت نظارت صحیح قرار گیرد، دارایی‌های نقدی را به ارزش تبدیل می‌کند و در نهایت ثروت سهامداران افزایش می‌یابد.

با توجه به نتایج تحقیق، می‌توان به سرمایه‌گذاران پیشنهاد کرد در شرکت‌های با ساختار مالکیت دولتی سرمایه‌گذاری کنند و بخشی از سبد سهام خود را، شرکت‌هایی با مالکیت دولتی قرار دهند زیرا ساختار مالکیت دولتی با نقش نظارتی‌ای که دارند، سبب افزایش ارزش دارایی نقدی می‌شود و این نظارت‌ها، دارایی‌های نقد را در راستای افزایش ارزش شرکت قرار می‌دهند.

منابع

- احمدپور، اکبر و امیرفرهادیان (۱۳۸۹). «رابطه اطلاعات مالی و اختلاف پیشنهادی قیمت خرید و فروش سهام»، مجله نور، صص ۳۰-۳۲.
- عباسی، مجید و الهام کلانتری (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر دوگانگی وظیفه مدیرعامل منتخب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، فصلنامه روند، سال بیست و یکم، ش ۶۵ و ۶۶.
- رسانیان، اصغر (۱۳۸۹). «نقدشوندگی سهام و عوامل مربوط به آن»، فصلنامه حسابدار رسمی، ش ۱۰.

بادآورنهندی، یونس و وحید تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۶). «تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی»، *بررسی‌های حسابداری و حسابداری*، دوره ۲۴، ش ۱، صص ۱۹-۴۰.

سرلک نرگس و دیگران (۱۳۹۹). «رابطه ویژگی‌های هیأت‌مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی»، *تپژوهش‌های تجربی حسابداری*، دوره ۹، ش ۳۶، صص ۱-۲۵.

مهدی‌فرد، محمدرضا و رمضانعلی رویایی (۱۳۹۴). «مدیریت سیاسی و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار: آزمون نظریه اقتصاد سیاسی» *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، دوره ۸، ش ۲۵، صص ۱۹-۲۸.

Baker, M, and j. Stein , (2004), “liquidity as a Sentiment Indicator“, *Journal of Financial Markets* 7 , pp:271-299

Beaver, W. H. (1966). *Financial Ratios as Predictors of Failure. Empirical Research in Accounting: Selected Studies. Vol. 4. N. 3. pp. 71–111.*

Bevan , A and Jo Danbolt ,(2002), “Capital Structure and its Determinants in the uk A Decompositional Analysis “, *Applied Financial Economics* vol ,12 issue3, pages: 159-70

Bhandari, S., Soldolsky, R. M. & Boe, W. J. (1979). *Bond quality rating chang for electric utilities: a multivariate analysis. Financial Management Association. Spring. pp. 74– 81.*

Building and Environment. Vol. 42. pp. 1752– 1760.

Chang, D.Y. " Application of the extent analysis method on fuzzy AHP", *European Journal of operational Research* 95, 1996 ,. 649-655

Cheng, E.W.L., Chiang, Y. H. and Tang, B.S. (2007). *Alternative approach to credit scoring by DEA: Evaluating borrowers with respect to PFI projects.*

Chikolwa, B. and Chan, F. (2008). *Determinants of commercial mortgage-backed securities credit ratings: Australian evidence. International Journal of Strategic Property Management. Vol. 12. pp. 69–94.*

Corporate Finance 47, pp:112-145

Fama , Eugena F. and Kenneth R. French, (2002), “Testing Tradeoff and pecking order predictions about Dividends and Debt“ ,*Review of Financial Studies* 15, pages: 1-33

Fang , Noe and Tice, (2009), “Stock market liquidity and firm value“, *Journal of Financial Economics*, pages: 5-94

Florida: an application of SWOT - AHP method”, *Agricultural Systems*, September, 2004 ,. 15-1

Giddy lan H.,(2001), “Capital Structure: How Much debt ? “ ,*New York University, www. Stenn. nyn. edu /igiddy / copyfin / ibmcf6.pdf*, pages: 16-20

Gray, S. Mirkovic, A. and Ragnunathan, V. (2006). *The determinants of credit ratings: Australian evidence. Australian Journal of Management. Vol. 13. N. 2*

Halkos, G. E. and Salamouris, D. S. (2004). *Efficiency measurement of the Greek*

- commercial banks with the use of financial ratios: a data envelopment analysis approach. *Management Accounting Research*. Vol. 15. pp. 201–224.
- Higgins, R. C. (1990). *Analysis for financial management*. Japan: Toppan Company.
- Horrigan, J. O. (1966). The determination of long-term credit standing with financial ratios. *Journal of Accounting Research*. Vol. 4. pp. 44–62.
- Huang, Z. Chen, H. Hsu, C.J. Chen, W.H. and Wu, S. (2004). Credit rating analysis with support vector machines and neural networks: a market comparative study. *Decision Support Systems*. Vol. 37. pp. 543– 558.
- Kahraman, C., Ertay, T., & Büyükzkan, G.(2006). A fuzzy optimization model for QFD planning process using analytic network approach. *European Journal of Operational Research*, 171, 390–411.
- Kurttila, Mikko , Pesonen, Mauno, Kangas, Jyrki and Kajanus, Miika “ Utilizing the analytic hierarchy process (AHP) in SWOT analysis - a hybrid method and its application to a forest –certificaton cas “ , *Forest Policy Economics*, 1Aprial, 2000., 5241
- Liang, G.S; Liu, C.F.; Lin, W.C. and Yeh. C.H. (2006). A data envelopment analysis of shipping industry bond ratings. *Tamkang Journal of Science and Engineering*. Vol. 9. N. 4. pp. 403–408.
- Malhotra, R., Malhotra, D.K. and Russel, P. (2007). Using data envelopment analysis to rate bonds. *Proceedings of the Northeast Business & Economics Association*. Vol. 4. pp. 420–423.
- Min, J.H. and Lee, Y.C. (2008). A practical approach to credit scoring. *Expert Systems with Applications*. Vol. 35. pp. 1762–1770.
- Shrestha, Ram k., Alavalapati, Janaki R.R. and kalambacher, Robert S. “Exploring the potential for silvopasture adoption in south - central
Marc I. Lipson , Sandra Mortal, (2009), “Liquidity and capital structure “ ,*Journal of Financial Markets* 12 , pages: 611-644
- Ross , Westerfield , Jaffe and Jordan, (2008) , “ Modern financial management“ , Mc-Graw.hill , pages: 358
- Ward, C., Yin, C., Zeng, Y., 2018. Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *J. Corporate Finance*. 48, 49–75.
- Xu, C., Hu, Z., & Liang, S. (2021). Board faultlines and the value of cash holdings: Evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 14(1), 25-42.
- Yang, X., Zhang, L., Wu, H., 2014. Marketization process, management power and company cash holdings. *Nankai Manage. Rev.* 2, 34– 45 (in Chinese).