مجله علمی پژوهش درعلوم انسانی ومطالعات اجتماعی، شماره ۱۰ ، زمستان ۱۳۹۶جلد۲، ص ۱۴۹-۱۳۲
http://www.jhss.ir

مطالعه تحلیلی آثار ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد

مجله علمی پژوهش در علوم انسانی ومطالعات اجتماعی (سال سوم)
شماره ۱۰/ زمستان ۱۳۹۶ / ص ۱۴۹-۱۳۲

مهران متین فرد[1]، مجید مرادی[2]، نرجس جهانشاهی[3]

[1]مدرس گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران
[2]عضو هیات علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران
[3]دانشجوی کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران
نویسنده مسئول:

مهران متین فرد

چکیده:

هدف این پژوهش، مطالعه تحلیلی آثار ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد 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 ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است. برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده‌ی پژوهش از نرم‌افزار Eviews 7 استفاده شده است. نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که ساختار سرمایه بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری ندارند. در نهایت نتایج پژوهش در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش حاکی از آن بود که سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه، پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، انحرافات از سطح بهینه وجه نقد

مقدمه

در محیط رقابتی، متغیر و در حال رشد کنونی، شرکت‌ها به منظور رشد و توسعه فعالیت‌های خود به منابع مالی مناسب نیاز دارند و با توجه به این که حداکثر کردن ثروت سهامداران، یکی از وظایف مدیران مالی محسوب می‌شود، تعیین ترکیب بهینه منابع مالی، یکی از دغدغه‌های اصلی مدیران مالی شرکت‌ها به شمار می‌آید(کردستانی و پیرداوودی، ۱۳۹۱). تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه و تجزیه و تحلیل تجربی آن و انتخاب بین بدهی و حقوق صاحبان سهام بستگی به مشخصات خاص هر شرکت دارد و امری بسیار مشکل است. درک تئوری ساختار سرمایه می‌تواند به مدیران این امکان را بدهد تا به ساختار سرمایه مطلوب به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران دست یابند (جوادی و فتاحی، ۱۳۹۵).

دیدگاه سنتی در ساختار سرمایه، بر این نظریه استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. اما آغاز نظریات مدرن ساختار سرمایه را می‌توان از مقاله اولیه مودیلیانی و میلر[1] (۱۹۵۸) دانست که اظهار کردند تحت شرایط خاص (وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، عدم وجود هزینه‌های ورشکستگی و نمایندگی، وجود تقارن اطلاعاتی بین فعالان بازار سرمایه)، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه است. اندکی بعد در سال ۱۹۶۳، این دو اندیشمند، با افزودن معافیت‌های مالیاتی بدهی برای شرکت‌هایی که از بدهی استفاده می‌کنند، ایجاد اهرم مالی را باعث افزایش ارزش شرکت دانستند. سپس، میلر در سال ۱۹۷۷، با افزودن مالیات بر درآمدهای شخصی به مدل، دریافت که مزایای مالیاتی به وسیله مالیات بر درآمدهای شخصی از بین می‌رود (هووانگ و سانگ[۲]، ۲۰۰۶).

با این وجود، شواهد حاصل از مطالعات تجربی نشان داد که رفتار واقعی تامین مالی شرکت‌ها، با ادبیات نظریه‌های ساختار سرمایه سازگاری ندارند. بنابراین، متعاقب انتشار نظریات مودیلیانی و میلر درسال های ۱۹۸۵ و ۱۹۶۳ و رفتار متناقض شرکت‌ها ، تئوری‌های نوینی مانند توازی ایستا و ترجیحی ارایه شدند. در تئوری توازی ایستا فرض می‌شود، شرکت یک نسبت بدهی مطلوب را تعیین کرده و به سوی آن حرکت می‌کند . در تئوری ترجیحی، شرکت‌ها تامین مالی داخلی را به تامین مالی خارجی ترجیح می‌دهند و نسبت بدهی مطلوب و مشخصی برای شرکت‌ها وجود ندارد (چن و راجر[۳]، ۲۰۰۵).

بیان مسئله

نقش محوری سرمایه در دنیای تجارت امروز بر هیچ‌کس پوشیده نیست و چنین نقشی بسیار برجسته و قابل‌توجه است. هر شرکتی برای اینکه بتواند کالا یا خدماتی را عرضه نماید، قبل از انجام هرگونه فعالیتی به سرمایه و منابع مالی نیازمند است تا بتواند دارایی‌های موردنیاز خود را خریداری نموده و به سرمایه‌گذاری بپردازد. متعاقب بزرگ شدن شرکت‌ها و توسعه تکنولوژی نیاز به مبالغ هنگفت سرمایه و منابع مالی شدت گرفته و بازارهای متعدد مالی توسعه یافته‌اند. این توسعه به نوبه خود از یک سو تعدد روش‌های تأمین مالی توسط شرکت‌ها را می‌طلبد و از سویی دیگر مدیران را به تعیین استراتژی مناسب درزمینه تأمین مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه شرکت ملزم ساخته است (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴).

برای اولین بار برل و مینز[۴] (۱۹۹۱) در زمینه رابطه بین ساختار مالکیت با بازدهی، مطالعاتی را انجام دادند که سرآغاز بحث‌ها و تحقیقات متعددی قرار گرفت که بعدها توسط محققین در کشورهای مختلف با بنیادهای اقتصادی و سطوح متفاوت توسعه‌یافتگی انجام گردید. اخیراً، پژوهش‌های انجام‌شده توسط محققان مختلف، ازجمله دلاتوره[5] و همکاران (۲۰۰۷) و رودریگز[۶] (۲۰۰۰) تأثیر تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه و تقسیم سود را با فرض وجود نقص و کاستی (مالیات‌ها، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی) در بازارهای سرمایه بررسی کرده‌اند. نتایج به‌دست‌آمده از این پژوهش‌ها، بیانگر تأثیرگذاری این تصمیمات بر ارزش شرکت بوده است (به نقل از گانگولی[۷]، ۲۰۱۳). سیاست تقسیم سود یکی از بحث‌برانگیزترین مباحث مالی است. الگوهایی نظری متضاد که گاهی فاقد پشتوانه تجربی هستند، به دنبال توضیح سیاست‌های تقسیم سود شرکت هستند (بکر و ویگاند[۸]، ۲۰۱۵). شرکت‌هایی که راهبری شرکتی قوی دارند، پرداخت سود تقسیمی آن‌ها بالاتر است. علاوه بر این، ارتباط منفی میان پرداخت‌های سود تقسیمی و فرصت‌های رشد

---

[1] Modigliani & Miller
2 Huang & Song
3 Chen, & Roger
[4] Berle & Means
[5] De la Torre
[6] Rodrigues
[7] Ganguli
[8] Baker & Weigand

در میان شرکت‌ها با راهبری بهتر، قوی‌تر است. درواقع شرکت‌هایی که راهبری قوی‌تر دارند، سودآورتر هستند اما سودآوری زیاد فقط بخشی از پرداخت سودهای تقسیمی بالاتر را توضیح می‌دهد (فرانسیس[9] و همکاران، ۲۰۱۳). سود تقسیمی علامتی از وجود تعارض میان سهامداران جزء و عمده است. همچنین در شرکت‌هایی با مالکیت متمرکز تعارض میان سهامداران بزرگ و کوچک از مباحث اصلی در راهبری شرکتی است. اگر سهامداران جزء در معرض تصرف اموال توسط سهامداران عمده باشند افزایش در سود تقسیمی باعث کاهش وجوه تحت کنترل سهامداران عمده شده و درنتیجه سبب افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود (الجنادی[10] و همکاران، ۲۰۱۶). افزایش بیشتر در مالکیت سهامداران خارج از شرکت با احتمال بالاتر (پایین‌تر)، افزایش (کاهش) سودهای تقسیمی را به دنبال دارد، که درواقع باعث کاهش (افزایش) عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران می‌شود. نتیجه دیگر این است که سرمایه‌گذاران خارجی تمایل به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با نقدینگی قوی دارند زیرا این شرکت‌ها ذاتا ترجیح می‌دهند سودهای تقسیمی پرداخت کنند (بابا[11]، ۲۰۰۹). بزرگترین سهامداران بر سیاست تقسیم سودی که شرکت می‌پذیرد تأثیر می‌گذارند و رابطه معکوسی میان بزرگترین سهامداران و پرداخت سود تقسیمی وجود دارد و این نتایج حتی بعد از کنترل درونی بودن مالکیت نیز برقرار است. هنگامی که بزرگ‌ترین سهامدار شرکت، سهامداران داخلی هستند، شرکت تمایل دارد که سود اندکی پرداخت نماید. همچنین ارتباط متقابل میان بزرگترین سهامداران و پرداخت سود ارتباطی دوطرفه است و نگهداشتن سهام تا اندازه‌ای به‌وسیله پرداخت سود تقسیمی توجیه می‌شود. درواقع این موضوع به نگرش نمایندگی برمی‌گردد که ممکن است بزرگترین سهامداران در کاهش هزینه‌های نمایندگی به‌عنوان جانشین سودهای تقسیمی عمل کنند (ترونگ و هینی[12]، ۲۰۰۷). از سویی دیگر در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها، موضوعی بااهمیت در تصمیم‌گیری‌های مالی است. بنابراین شرکت‌ها همواره به دنبال نگهداری سطحی از وجه نقد هستند که ارزش شرکت را افزایش دهد. نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به‌عنوان ذخیره‌ای امن برای مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیتهای مالی مواجه است، ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند. از دیدگاه مدیر منفعت‌طلب اینکه آیا باید وجوه نقد عاید شده را خرج و یا ذخیره کرد سؤالی است که در رابطه با منافع مخارج بیشتر در امروز یا انعطاف‌پذیری بیشتر در آینده مطرح است. درحالی که کیفیت سرمایه‌گذاری انجام‌شده اغلب پس رویدادی است و با تأخیر شناسایی می‌شود و ذخایر بزرگ وجه نقد می‌تواند معیاری مهم برای قضاوت سریع سهامداران باشد (گرزین، ۱۳۹۱).

از بین دیدگاه‌های موجود، دو نظریه که بر بحث نگهداری وجه نقد تأثیر بیشتری داشته، دیدگاه مبادله‌ای و دیدگاه سلسله مراتبی است. مطابق با دیدگاه مبادله‌ای، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با توجه به توازن بین منافع و هزینه‌های آن، نگهداری می‌کنند (ال نجار، ۲۰۱۳). در حقیقت، این نظریه بیان می‌کند که شرکت‌ها سطح مطلوب وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. بر اساس دیدگاه سلسله مراتبی، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی خود، سلسله مراتبی را طی می‌کنند. به‌عبارت‌دیگر، مدیران، تأمین منابع مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند. برخی شواهد موجود، از این نظریه حمایت می‌کند که هر شرکت دارای سطح وجه نقد بهینه است که در آن حاشیه سود نگهداری وجه نقد با هزینه نهایی آن برابر است (ال نجار، ۲۰۱۳). بنابراین، اگر شرکت‌ها دارای سطح بهینه وجه نقد باشند، انحراف از سطح مطلوب ممکن است تأثیر معکوسی بر بازده آتی سهام و عملکرد بنیادی آن داشته باشد. به‌عبارت‌دیگر، فزونی یا کمبود وجه نقد ممکن است منجر به کاهش بازده آتی سهام شود. بر این اساس، در این تحقیق به مطالعه تحلیلی آثار ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد در بورس تهران می‌پردازیم.

اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

بحث ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تأمین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه‌مدت، اوراق قرضه، بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. برخی شرکت‌ها هیچ برنامه از پیش تعیین‌شده‌ای را برای ساختار سرمایه خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذشده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ‌گونه برنامه‌ریزی مشخصی اقدام به تغییر ساختار سرمایه شرکت می‌کنند. این شرکت‌ها اگرچه ممکن است در کوتاه‌مدت به موفقیت دست یابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالی لازم برای فعالیت‌های خود با مشکلات عمده‌ای مواجه می‌شوند. چنین شرکت‌هایی ممکن است قادر نباشند استفاده بهینه‌ای از منابع موجود خود داشته باشند.

---
[9] Francis
[10] Al-Janadi
[11] Baba
[12] Truong & Heaney

درنتیجه، این واقعیت بیش‌ازپیش محرز می‌شود که یک شرکت باید ساختار سرمایه خود را به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی نماید که قادر باشد میزان بهره‌وری از وجوه را حداکثر نموده و وضعیت خود را با سهولت بیشتری با تغییر شرایط وفق دهد (زینالی و محمدشیلان، ۱۳۹۰). شرکت‌ها سیاست‌های مختلفی در تقسیم سود دارند، ولی صرف‌نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می‌کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده دارند، میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از آثار منفی تغییرات سود تقسیمی بر سهامداران احتراز نمایند. تقسیم سود از دو جنبه مهم قابل‌بحث است. ازیک‌طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است و تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می‌شود. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و ازاین‌رو مدیران باهدف حداکثر نمودن ثروت، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است (صراف و همکاران، ۱۳۹۵).

سرمایه‌گذاران و سایر فعالان بازار ممکن است درک درست و یکسانی از نوسان‌های رخ‌داده در سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها نداشته باشند. درصورتی‌که همین انحرافات تا حدود زیادی می‌تواند نشانه‌هایی از نوسانات موجود در عملکرد جاری و آتی شرکت‌ها را نشان دهد. به‌عبارت‌دیگر، استفاده از چنین نشانه‌هایی و تأثیر آن‌ها بر ارزیابی عملکرد جاری و آتی شرکت‌ها می‌تواند موردتوجه سرمایه‌گذاران باشد. تحقیقات زیادی بیان کرده‌اند که در یک چارچوب مشخص، بازار نمی‌تواند به‌درستی تمام اطلاعات در دسترس مرتبط با اعداد و ارقام سیستم حسابداری را شناسایی و تجزیه‌وتحلیل نماید. وجود وجه نقد مازاد برای یک شرکت می‌تواند نشانه‌ای مبهم برای بازار تلقی شود. زیرا هم می‌تواند دارای جنبه‌های مثبت و هم جنبه‌های منفی باشد. یکی از دلایل می‌تواند این باشد که وجه نقد موجود از فعالیت‌های عملیاتی شرکت تولیدشده است که در این حالت ممکن است سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی با توجه به اطلاعات موجود دچار اشتباه و سردرگمی شوند (حبیبی، ۱۳۹۳). برای شرکت‌ها مهم است که به حالت تعادل و بهینه بین نقدینگی و سوددهی برسند. لذا در این پژوهش بررسی تأثیر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد دارای اهمیت است.

پیشینه تحقیق

ال نجار (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «عوامل مالی تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد: شواهدی از برخی بازارهای نوظهور»، به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری وجه نقد (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) در کشورهای درحال‌توسعه (برزیل، هند، روسیه و چین) پرداخت. محقق ۱۹۹۲ شرکت را در فاصله سال های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ با استفاده از تجزیه و تحلیل متغیرهای ابزاری بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تأثیرگذار است و شباهت‌هایی بین کشورهای توسعه‌یافته و درحال‌توسعه در رابطه با فاکتورهای تاثیرگذار (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) بر روی نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

پورتال و باسو[13] (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «تاثیر کنترل و مدیریت خانواده بر عملکرد، ساختار سرمایه، وجه نقد و سود نقدی» و با هدف تاثیر شرکت خانوادگی بر عملکرد شرکت و سیاست مالی (ساختار سرمایه، وجه نقد و سود نقدی) شرکت های غیرمالی برزیلی را در فاصله سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ بررسی کردند. نتایج نشان داد شرکت خانوادگی تاثیر منفی ویژه ای بر عملکرد دارد. کنترل خانوادگی بر سیاست مالی اثرگذار است که نشاندهنده رفتار ناخوشایند با کنترل نگهداری است. این نتایج نشان دهنده مشکلات کمترجریان نقدینگی آزاد و رفتار ریسک پذیری در شرکت هایی با مدیریت خانوادگی است و نشان می دهد چنین رفتارهای ناخوشایندی در صورت کنترل و مدیریت شرکت به وسیله خانواده کاهش می یابد.

دوی[14] و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «تاثیر ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی خوب بر سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت (مطالعه تجربی بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی در سالهای ۲۰۱۲-۲۰۰۸)» دریافتند ساختار سرمایه تاثیر مثبت معنادار بر سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت دارد. همچنین حاکمیت شرکتی خوب تاثیر مثبت معناداری بر ارزش شرکت دارد.

---

13 Portal, & Basso
14 Dewi

لوزانو و دوران[15] (۲۰۱۷) در مطالعه خود با عنوان «کنترل خانوادگی و تطابق با سطح بهینه وجه نقد» و با هدف بررسی اینکه شرکت های خانوادگی چگونه سیاست های نقدی خود را مشخص می کنند تا وجه نقد خود با سطح بهینه سازگار کنند، به این نتیجه دست یافتند که شرکت های خانوادگی سطح وجه نقد خود را به میزان بیشتری نسبت به شرکت های غیرخانوادگی تطابق می دهند، بنابراین شرکت های خانوادگی در مقایسه با شرکت های غیرخانوادگی در مدت زمان کمتر و بطور کارآمدتری به وجه نقد بهینه دست می یابند. علاوه بر این، شرکت های خانوادگی به ویژه شرکت های خانوادگی تازه تاسیس، شرکت های خانوادگی با محدودیت مالی و شرکت های خانوادگی که در کشورهایی با محافظت سرمایه گذاران قدرتمند فعالیت می کنند، سیاست پولی ناهمگونی دارند و وجه نقد خود را با شدت بیشتری تطابق می دهند.

ملکیان و سلمانی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد (در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران)»، تاثیر برخی ویژگی های شرکت مرتبط با ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود، نظیر نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت تقسیم سود، بازده حقوق صاحبان سهام، نقدینگی و اندازه شرکت را مورد بررسی قرار دادند. جهت انجام این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ انتحاب شد. برای برآورد مدل آماری پژوهش، روش رگرسیون با استفاده از داده های تابلویی مورد استفاده قرار گرفت. نتایج نشان داد که رابطه معناداری بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

آل داوود و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی ساختار سرمایه، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد رابطه مثبت معناداری بین متغیرهای نقد شوندگی و اندازه شرکت و ارزش شرکت وجود دارد.

موسوی و پاک مرام (۱۳۹۵) در مطالعه ای به ارزیابی تاثیر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر ارزش آفرینی بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند که سیزده بانک به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و در قلمرو زمانی چهار سال و بر اساس صورتهای مالی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۱ مورد مطالعه قرار گرفتند. تحلیل داده ها با استفاده از آزمون همبستگی و رگرسیون نشان داد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر ارزش آفرینی بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی دار و مستقیم دارد.

میرزاده و همکاران (۱۳۹۵) رابطه بین سیاست پرداخت سود با ساختار سرمایه، هزینه بدهی، هزینه سرمایه، سود انباشته و سود هر سهم، در شرایط بازار سرمایه ایران را در دوره زمانی ۱۳۸۷ - ۱۳۹۱ با استفاده از روش همبستگی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدندکه متغیرهای (ساختار سرمایه، هزینه سرمایه و سود هر سهم) دارای رابطه معناداری با سیاست پرداخت سود هستند، در صورتی که بین متغیرهای هزینه بدهی و سود انباشته با سیاست پرداخت سود رابطه معناداری وجود نداشت.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از منظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش انجام کار، توصیفی- همبستگی از نوع علی می باشد. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از رگرسیون پانلی استفاده می شود. طرح پژوهش از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از روش پس رویدادی زمانی استفاده می شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می پردازد. افزون بر این امکان دستکاری متغیرهای مستقل وجود ندارد.

15 Lozano, & Durán

جامعه آماری، نمونه گیری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر عبارتند از کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس (سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴) که شامل کلیه صنایع (به غیر از صنایع واسطه گری مالی، بانک ها، بیمه ها و سرمایه گذاری) هستند. در این پژوهش از نمونه گیری آماری غیرتصادفی (حذفی) استفاده می شود و برای انتخاب نمونه پژوهش معیارهای زیر در نظر گرفته شده است:

- داده های مورد نیاز پژوهش از آن ها در دسترس باشد؛
- اطلاعات آن ها مر بوط به دوره زمانی مورد نظر پژوهش باشد؛
- جزو صنایع واسطه گری مالی، بانک ها، بیمه ها و سرمایه گذاری نباشند.
- سال مالی شرکت های مورد بررسی ، منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- در طی سال های مورد بررسی، شرکت ها زیان ده نبوده باشند .

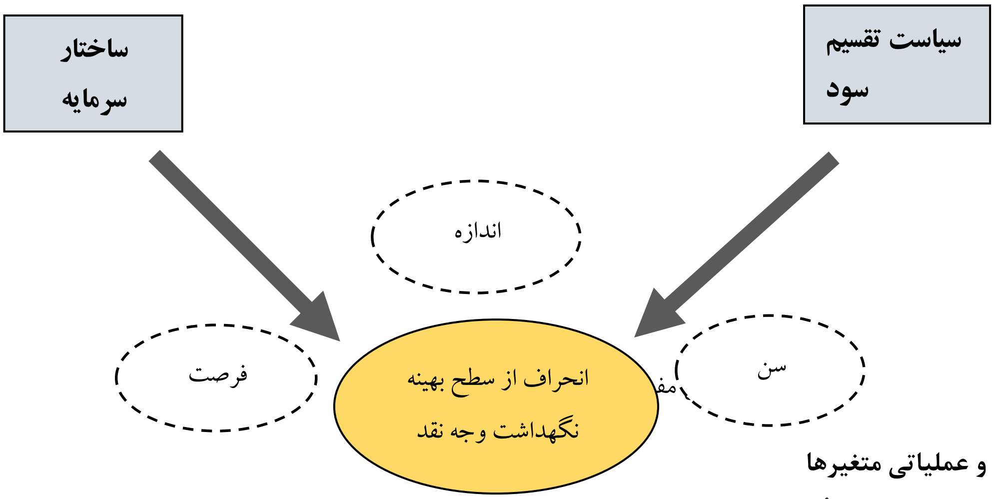
بعد از بررسی شرایط فوق،۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب می شوند .

قلمرو پژوهش

قلمرو موضوعی : مطالعه تحلیلی آثار ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد

قلمرو زمانی: این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس در فاصله سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴را مورد مطالعه قرار می دهد.

مدل مفهومی پژوهش



تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرها

ساختار سرمایه: ساختار سرمایه، تأمین مالی بلندمدت و ثابت یک شرکت است که شامل بدهی‌های بلندمدت، سهام عادی و سهام ممتاز و درآمدهای تقسیم‌نشده (سود انباشته) است. تمرکز تصمیم ساختار سرمایه بر تخصیص میان بدهی و حقوق صاحبان سهام در تأمین مالی شرکت است (مرادی، ۱۳۹۰).

تقسیم سود: محققینی همچون لینتنر (۱۹۶۲) و گوردن (۱۹۶۳) در حمایت از تئوری پرنده در دست عقیده داشتند در محیطی نامطمئن با اطلاعات ناقص، پرداخت بیشتر سود سهام، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. به نظر می‌رسد محققین نتوانسته‌اند به نتیجه واحدی در رابطه با سیاست تقسیم سود دست یابند و تنها موضوعی که بر سر آن اجماع کلی وجود دارد این است هیچ عاملی نمی‌تواند به‌تنهایی رفتار تقسیم سود را توضیح دهد (میرزا و ازفا[16]، ۲۰۱۰).

انحراف از سطح بهینه وجه نقد: وجوه نقد از اقلام مهم دارایی‌های جاری تلقی می‌شود و در تصمیم‌گیری‌های مالی، اطلاعات وجوه نقد از اهمیت بالایی برخوردار است اینکه چه میزان از وجه نقد را در شرکت باید نگهداری کرد موضوعی است که بر بازدهٔ آتی شرکت تأثیر

[16] Mirza & Azfa

مستقیمی خواهد گذاشت. آگاهی از عوامل مؤثر بر سطح نقدینگی، مدیران را قادر خواهد ساخت تا بتوانند کنترل لازم جهت نگهداری موجودی‌های نقدی را انجام داده و به سطح نقدینگی بهینۀ خود دست یابند و بازدۀ آتی شرکت را بهبود بخشند (اولر و پیکانی، ۲۰۱۴).

تعریف عملیاتی متغیرها

ساختار سرمایه (DR): برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از نسبت بدهی به کل دارایی ها استفاده می شود که با Capital.s نشان داده می شود. (زینالی و محمدشیلان، ۱۳۹۰):

DA = جمع کل دارایی ها / بدهی های بلندمدت

سیاست تقسیم سود (DPO_{it}): نسبت پرداخت سود سهام است؛ از تقسیم درصد سود سهام پرداختی هر سهم به سود هر سهم به دست می‌آید. (ملکیان و سلمانی، ۱۳۹۴):

$$DPO\ it = \frac{DPS\ it}{EPS\ it}$$

انحراف از سطح بهینه وجه نقد ($\Delta\ CASH_{it}$): بیانگر نسبت تغییر در نگهداشت وجه نقد (تفاضل وجه نقد پایان دوره از ابتدای دوره) به کل دارایی هاست. (مشکی میاوقی و صنایعی، ۱۳۹۵):

$$\Delta\ CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CashFLOW_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$CashFLOW_{it}$ بیانگر نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی ها است. Q_{it} بیانگر شاخص کیوتوبین و عبارت از نسبت ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارایی های شرکت است، ولی بع دلیل اینکه به دست آوردن ارزش جایگزینی دارایی های شرکت در اغلب موارد غیرممکن است، از روش زیر استفاده می شود (صالح نژاد و وقفی، ۱۳۹۳):

$$Q = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش جایگزینی یا ارزش دفتری دارائی های شرکت}}$$

برای محاسبه انحراف از سطح بهینه وجه نقد (**$\Delta CASH_{it}$**) ابتدا با محاسبۀ فرمول ذیل برای ۴ سال گذشته شرکت در هر سال، مقدار ضرایب هر یک از متغیرها را به دست آورده، سپس از طریق حاصل ضرب ضرایب الگوی به دست آمده در مقادیر واقعی متغیرهای سال مورد نظر، وجه نقد بهینه آن سال به دست می آید. پس از آن که مقدار وجه نقد بهینه برای هر یک از سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به دست آمد، عدد به دست آمده با میزان وجه نقد واقعی در سال مورد نظر مقایسه شده و از این رو مازاد یا کسری وجه نقد به دست می آید، که برای همگن کردن و قابلیت مقایسه بین شرکت ها مازاد یا کسری وجه نقد به دست آمده بر مجموع دارایی ها به استثنای وجه نقد تقسیم شده است.

$$OPT.Cash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(FS)_{it} + \alpha_2(NWC)_{it} + \alpha_3 D_{it} + \alpha_4(Sg)_{it} + \alpha_5(CFO)_{it} + \varepsilon_{it}$$

وجه نقد (Cash): میزان وجه نقد نگهداری شده در شرکت است.

اندازه شرکت (FS): که لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی ها به عنوان اندازه شرکت در نظر گرفته شده است.

خالص سرمایه در گردش (NWC): که از داراییهای جاری به غیر از وجه نقد منهای بدهیهای جاری به دست آمده است که برای همگن کردن و قابلیت مقایسه بین شرکت ها سرمایه در گردش بر مجموع داراییها به استثنای وجه نقد تقسیم شده است.

سود تقسیمی(D): متغیر ساختگی که اگر شرکت در سال جاری سود نقادی پرداخات کناد برابر ۱ و در غیر این صورت، برابر صفر می باشد.

نرخ رشد فروش(SG): که از تفاوت فروش سال جاری از سال قبل تقسیم بار فاروش سااِل قبل به دست می آید.

نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری (MTB): که عبارت از نسبت ارزش بازار حقاوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره t به ارزش دفتری سهام است.

خالص وجه نقد عملیاتی (CFO): خالص وجه نقد حاصل از سرمایه گذاری (CFI) و خالص وجه نقد حاصل از تأمین مالی (CFF) که از صورت جریان وجوه نقد استخراج شده است.

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): از لگاریتم طبیعی کل دارایی ها به دست می آید (بنی مهد و قنبری ها، ۱۳۹۰):

$$SIZE_{it} = LN\ (TA_{it})$$

فرصت های رشد (GROWTH): به صورت نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی ها محاسبه می شود (باغومیان و عزیززاده مقدم، ۱۳۹۳):

$$GROWTH\ it = \left(\frac{B}{M}\right) it$$

سن شرکت (AGE): به صورت لگاریتم طبیعی فاصله زمانی بین سال تاسیس تا سال مورد بررسی محاسبه می شود (بولو و همکاران، ۱۳۹۱).

فرضیه های پژوهش

۱- ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

فرضیه اول پژوهش با استفاده از مدل زیر مورد آزمون قرار می گیرد:

$$OPT.Cash_{it} = \alpha + \beta_1\ DPO_{it} + \beta_2\ Capital.S\ it + \beta_2\ Age_{it} + \beta_3\ Size_{it} + \beta_4\ Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

این مدل آموزش عملکرد بهینه برای سنجش و ارزیابی ساختار سرمایه است.

ساختار سرمایه به عنوان مهمترین پارامتر موثر بر ارزش گذاری شرکت ها و برای جهت گیری آنان در بازار سرمایه مطرح گردیده است به طوری که درجه بندی شرکت ها را از لحاظ اعتباری و عملکردی نیز تا حدی به ساختار سرمایه منوط ساخته است. با توجه به اینکه در یک ساختار بهینه سرمایه، هدف خلق ارزش و حداکثر کردن ثروت سهامداران از طریق به حداقل رساندن هزینه سرمایه است و با این پیش فرض که ارزش افزوده اقتصادی (EVA)[۱۷] و ارزش افزوده بازار (MVA)[۱۸] دو معیار مبتنی بر ارزش درجهت سنجش عملکرد بنگاه‌های اقتصادی می باشند و ارتباط نزدیکی با ایجاد ارزش دارند، جهت سنجش اثر ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت و ثروت سهامداران مورد توجه قرار می گیرند و در نهایت هدف این پژوهش تعیین ساختار بهینه سرمایه با استفاده از معیارهای سنجش عملکرد مبتنی بر ارزش گفته شده یعنی EVA و MVA به کمک تکنیک تحلیل پوششی داده ها می باشد.

۲- ساختار سرمایه بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

فرضیه دوم پژوهش با استفاده از مدل زیر مورد آزمون قرار می گیرد:

$$OPT.Cash_{it} = \alpha + \beta_1\ DPO_{it} + \beta_2\ Age_{it} + \beta_3\ Size_{it} + \beta_4\ Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

۳- سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

فرضیه سوم پژوهش با استفاده از مدل زیر مورد آزمون قرار می گیرد:

---

17 Economic Value Added (EVA)
18 Market Value Added (MVA)

$$OPT.Cash_{it} = \alpha + \beta_1\ Capital.s + \beta_2\ Age_{it} + \beta_3\ Size_{it} + \beta_4\ Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

پرسش های پژوهش

۱- آیا ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد؟

۲- آیا ساختار سرمایه بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد؟

۳- آیا سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد؟

اهداف پژوهش

۱- تعیین تاثیر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد.

۲- تعیین تاثیر ساختار سرمایه بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد.

۳- تعیین تاثیر سیاست تقسیم سود بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد.

ابزار جمع آوری داده ها

گردآوری اطلاعات از طریق بررسی آمار منتشر شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های بورسی از سایت‌های www.codal.ir و www.seo.ir و نرم افزار رهاورد نوین استفاده می‌گردد.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

در تحقیق حاضر به منظور آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل داده‌های پانل با استفاده از تخمین‌زننده اثرات ثابت به روش حداقل مربعات معمولی برای داده‌های تلفیقی[۱۹] استفاده می‌شود. استفاده از داده‌های پانل به سبب کارایی آن در تخمین و بکارگیری اطلاعات مزیت دارد. در تحلیل رگرسیون چندمتغیره، یک راهبرد رایج برای حذف تورش ایجاد شده در روش حداقل مربعات معمولی ساده، روش اثرات ثابت است. در این پژوهش جهت طبقه بندی داده ها از نرم افزار Excel استفاده می شود. همچنین پس از طبقه بندی داده ها برای پردازش اطلاعات و آزمون فرضیات از نرم افزار Eviews استفاده می شود.

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

در این بخش، شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، کمینه و بیشینه برای هریک از متغیرهای تحقیق ارائه می گردد. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به‌طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. (مومنی و قیومی، ۱۳۹۰). خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ساختار سرمایه	CAPITAL	۰.۴۰۶	۰.۰۳۸	۱۳۸.۶۵	۰.۰۰۰	۶.۱۰۰
سیاست تقسیم سود	DPO	۲.۰۴ $'e^{1}$	۱.۲۰ e^{8}	۴.۴۲ e^{13}	۱.۵۷ e^{13}	۲.۶۳ e^{12}
انحراف از سطح بهینه وجه نقد	OPTCASH	۰.۰۰۳	۰.۰۰۰	۰.۰۸۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۷
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰.۰۳۷	۰.۰۱۲	۰.۹۰۶	-۱.۰۰۰	۰.۱۴۴
اندازه شرکت	FS	۱۴.۱۸	۱۳.۹۲	۱۹.۱۰	۱۰.۳۵	۱.۴۹
سن شرکت	AGE	۳۱.۷۴	۳۱.۰۰	۶۴.۰۰	۱	۱۶.۶۲

[19] Pooled Ordinary Least Square (OLS)

باتوجه به شاخص های ارائه شده در جدول (۱) مشاهده می شود که میانگین انحراف از سطح بهینه وجه نقد شرکت‌ها برابر با ۰.۰۰۳ بوده است. از طرفی متوسط ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود به ترتیب برابر با ۰.۴۰۶ و ۲.۰۴e[11] و میانگین اندازه شرکت برابر با ۱۴.۱۸ بدست آمده است. همچنین میانگین فرصت‌های رشد و سن شرکت ها به ترتیب برابر با ۰.۰۳۷ و ۳۱.۷۴ بدست آمده است.

آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

یکی از پیش فرض های برازش مدل رگرسیونی و انجام آزمون های پارامتری متناظر با آن، تایید نرمال بودن توزیع تجربی مقادیر متغیر وابسته است. در این مطالعه این موضوع از طریق آماره جارک-برا[20] مورد بررسی قرار گرفته است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به‌صورت زیر می‌باشد:

H_0: توزیع داده ها نرمال است
H_1: توزیع داده ها نرمال نیست

اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد (P-Value> ۰/۰۵) فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می‌شود. در جدول ۴-۲ نتایج آزمون مذکور برای متغیر انحراف از سطح بهینه وجه نقد ارائه شده است.

جدول۲: نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

متغیر	آمار آزمون	سطح معناداری (Sig)
انحراف از سطح بهینه وجه نقد	۲.۰۲۴۸۸۳	۰.۴۱۵۲۷۸

با توجه به این که سطح معناداری آماره آزمون برای متغیرهای وابسته مدل تحقیق، بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیر در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته شده و بیان‌گر این است که انحراف از سطح بهینه وجه نقد شرکت‌ها از توزیع نرمال برخوردار هستند.

۴-۴: نتایج آزمون همبستگی

با توجه به جدول ۳ مشاهده می‌شود که مقدار ضریب همبستگی محاسبه شده بین متغیرهای مستقل مدل نشان می‌دهد که بین متغیرهای پژوهش رابطه خطی بسیار ضعیفی وجود دارد.

جدول۳: نتایج آزمون همبستگی خطی بین متغیرهای مستقل مدل

	DPO	CAPITAL	AGE	FS	GROWTH
DPO	۱				
CAPITAL	-۰.۰۰۳	۱			
AGE	-۰.۰۶۱	-۰.۰۵۱	۱		
FS	۰.۰۸۷	-۰.۰۴۲	-۰.۰۹۷	۱	
GROWTH	۰.۰۱۴	-۰.۰۱۳	-۰.۰۵۰	-۰.۲۱۹	۱

20Jarque-Bra

مانایی متغیرهای تحقیق(آزمون ریشه واحد دیکی فولر)

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته۲۱ (نوع فیشر) استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می دهد. نتایج این آزمون در جدول۴ ارائه شده است.

جدول۴: نتایج آزمون دیکی فولر تعمیم یافته

متغیر	نماد	آماره دیکی فولر	سطح معناداری
ساختار سرمایه	CAPITAL	-۶.۲۸	۰/۰۰۰
سیاست تقسیم سود	DPO	-۳.۸۵	۰/۰۰۲
انحراف از سطح بهینه وجه نقد	OPTCASH	-۱۲.۳۹	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	GROWTH	-۱۳.۴۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	FS	-۸.۴۵	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	-۷.۱۲	۰/۰۰۰

همانطور که جدول ۴ نشان می دهد، سطوح معناداری تمامی آزمون های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچکتر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می توان پذیرفت که سری های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

۶-۴ نتایج آزمون تشخیص مدل

پیش از تخمین مدل رگرسیونی تحقیق، آزمونهای تشخیصی به منظور تعیین معناداری اثرات مقطعی مدل انجام شده است. جدول (۵) یافته های مربوط به این آزمون ها را نشان می دهد.

جدول۵: نتایج آزمون های تشخیصی در تشخیص اثرات مقطعی مدل

	آزمون	Statistic	Df	prob
مدل اول	Chow Test	8.685852	(507, 43)	0.0000
	Hausman Test	74.081151	5	0.0000
مدل دوم	Chow Test	6.816646	(507, 44)	0.0000
	Hausman Test	46.805178	4	0.0000
مدل سوم	Chow Test	8.854722	(508, 44)	0.0000
	Hausman Test	74.241906	4	0.0000

باتوجه به سطح معناداری آزمون چاو جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل رگرسیونی تحقیق، که کوچکتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ بدست آمده، فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری اثرات مقطعی در مدل تحقیق رد گردیده و می توان پذیرفت که مدل رگرسیونی این بخش باید به روش داده های تابلویی تخمین زده شود. همچنین سطح معناداری آزمون هاسمن در جهت تعیین ثابت و یا تصادفی بودن اثرات مقطعی در مدل نیز کوچکتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ بوده که نشان از رد فرض صفر در این آزمون، مبنی بر تصادفی بودن اثرات مقطعی در مدل تحقیق دارد. از این رو مدل رگرسیونی تحقیق به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برآورد گردیده است.

21Augmented Dickey Fouler

نتایج آزمون فرضیه اول:

با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای سنجش اثر ساختار سرمایه بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و مقایسه آن با خطای نوع اول ۰/۰۵، مشاهده می شود که ساختار سرمایه تاثیر معکوس و معناداری بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد داشته است. از این رو ساختار سرمایه موجب کاهش سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خواهد شد همچنین برای سنجش اثر سیاست تقسیم سود بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و مقایسه آن با خطای نوع اول ۰/۰۵، مشاهده می شود که سیاست تقسیم سود تاثیر معناداری بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نداشته است به عبارتی فرضیه اول تحقیق برای ساختار سرمایه تایید و برای سیاست تقسیم سود در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود.

جدول۶: نتایج تخمین مدل رگرسیونی فرضیه اول تحقیق

VIF	prob.	t-stat	std.	Beta	متغیر مستقل
-	0.0000	10.43986	0.005812	0.060673	C
1.011414	0.1820	1.336783	2.88E-17	3.85E-17	DPO
1.005722	0.0000	-9.370356	1.43E-05	-0.000134	CAPITAL
1.021187	0.0004	3.568732	4.71E-05	0.000168	AGE
1.074609	0.0000	-8.578565	0.000517	-0.004432	FS
1.058128	0.0201	-2.333775	0.000140	-0.000326	GROWTH
0.910966					Adjusted R-squared
46.79500					F-statistic
0.000000					Prob(F-statistic)

نتایج آزمون های نیکویی برازش مدل اول:

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ بدست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. همچنین ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد که ۹۱/۰۹ درصد از تغییرات موجود در سطح بهینه نگهداشت وجه نقد توسط متغیرهای مستقل این مدل تبیین می گردد.

نتایج آزمون فرضیه دوم:

با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای سنجش اثر ساختار سرمایه بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و مقایسه آن با خطای نوع اول ۰/۰۵، مشاهده می شود که ساختار سرمایه تاثیر معکوس و معناداری بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد داشته است. از این رو ساختار سرمایه موجب کاهش سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خواهد شد به عبارتی فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ تایید می‌شود.

نتایج آزمون های نیکویی برازش مدل دوم: بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ بدست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. همچنین ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد که ۹۰/۷۷ درصد از تغییرات موجود در سطح بهینه نگهداشت وجه نقد توسط متغیرهای مستقل این مدل تبیین می گردد.

جدول ۷: نتایج تخمین مدل رگرسیونی فرضیه دوم تحقیق

متغیر مستقل	Beta	std.	t-stat	prob.	VIF
C	0.060055	0.005623	10.67944	0.0000	-
CAPITAL	-0.000133	1.42E-05	-9.379131	0.0000	1.005712
AGE	0.000169	4.91E-05	3.450595	0.0006	1.018497
FS	-0.004391	0.000507	-8.669030	0.0000	1.066578
GROWTH	-0.000323	0.000141	-2.293509	0.0223	1.057099
Adjusted R-squared	0.907798				
F-statistic	45.50601				
Prob(F-statistic)	0.000000				

نتایج آزمون فرضیه سوم: با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای سنجش اثر سیاست تقسیم سود بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و مقایسه آن با خطای نوع اول ۰/۰۵، مشاهده می شود که سیاست تقسیم سود تاثیر معناداری بر روی سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نداشته است. به عبارتی فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود.

جدول ۸: نتایج تخمین مدل رگرسیونی فرضیه دوم تحقیق

متغیر مستقل	Beta	std.	t-stat	prob.	VIF
C	0.040710	0.004062	10.02277	0.0000	-
DPO	2.93E-17	1.89E-17	1.545241	0.1230	1.011412
AGE	9.01E-05	2.75E-05	3.278382	0.0011	1.017727
FS	-0.002855	0.000348	-8.206040	0.0000	1.071690
GROWTH	-0.000102	0.000156	-0.656273	0.5120	1.057340
Adjusted R-squared	0.933459				
F-statistic	64.29902				
Prob(F-statistic)	0.000000				

نتایج آزمون های نیکویی برازش مدل دوم: بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ بدست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. همچنین ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد که ۹۳/۳۴ درصد از تغییرات موجود در سطح بهینه نگهداشت وجه نقد توسط متغیرهای مستقل این مدل تبیین می گردد.

نتایج بررسی مفروضات اولیه مدل رگرسیونی: نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره با مقادیر ۲/۳۲، ۲/۲۷ و ۲/۳۱ دارد. از آنجا که این مقدار در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. آزمون بروش پاگان نیز به منظور تایید همسانی واریانس اجزای خطای مدل انجام شده است. سطح معناداری این آزمون برابر با ۰/۴۳۲۹، ۰/۳۴۱۶ و ۰/۲۳۴۹ بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است.

جدول ۹: نتایج آزمون مفروضات اولیه رگرسیونی

	آزمون	Statistic	df	prob.
مدل اول	Durbin-Watson	2.325767	-	-
	Breusch-Pagan	0.849672	(5,550)	0.4329
مدل دوم	Durbin-Watson	2.279450	-	-
	Breusch-Pagan	0.964972	(4,551)	0.3416
مدل سوم	Durbin-Watson	2.314877	-	-
	Breusch-Pagan	1.023488	(4,552)	0.2349

مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

یافته های تحقیق

باتوجه به شاخص های ارائه شده مشاهده می شود که میانگین انحراف از سطح بهینه وجه نقد شرکت‌ها برابر با ۰.۰۰۳ بوده است. از طرفی متوسط ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود به ترتیب برابر با ۰.۴۰۶ و $۲.۰۴e^{11}$ و میانگین اندازه شرکت برابر با ۱۴.۱۸ بدست آمده است. همچنین میانگین فرصت‌های رشد و سن شرکت ها به ترتیب برابر با ۰.۰۳۷ و ۳۱.۷۴ بدست آمده است.

بر اساس نتایج آزمون چاو در جهت تعیین پانل و یا تلفیقی بودن مدل های تحقیق، نشان داده شد که برای مدل رگرسیونی تحقیق، مدل تابلویی مناسبتر از مدل تلفیقی بوده و همچنین با توجه به آزمون هاسمن وجود اثر تصادفی در مدل رد شده است.

بر اساس آزمون فرضیه اول تحقیق مشاهده شد که ساختار سرمایه تاثیر معکوس و معناداری بر روی انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد داشته است. از این رو ساختار سرمایه موجب کاهش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خواهد شد و همچنین سیاست تقسیم سود تاثیر معناداری بر روی انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نداشته است و فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار می گیرد.

بر اساس آزمون فرضیه دوم تحقیق مشاهده شد که ساختار سرمایه تاثیر معکوس و معناداری بر روی انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد داشته است. از این رو ساختار سرمایه موجب کاهش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خواهد شد و فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار می گیرد.

بر اساس آزمون فرضیه سوم تحقیق مشاهده شد که سیاست تقسیم سود تاثیر معناداری بر روی انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نداشته است. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود.

بررسی شاخص های نیکویی برازش مدل های رگرسیونی تحقیق نشان داد که مدل برازش داده شده، از مفروضات اولیه رگرسیونی تبعیت می کنند و دلیلی بر عدم پایداری نتایج مدل وجود ندارد.

بحث و مقایسه

بحث و مقایسه نتایج فرضیه اول : یافته های حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که ساختار سرمایه موجب کاهش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خواهد شد. از این رو فرضیه اول تحقیق برای متغیر ساختار سرمایه در سطح خطای نوع اول ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفت و برای سیاست تقسیم سود رد شده است. مطابق با یافته های این فرضیه افزایش ساختار سرمایه بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد آنها اثرگذار بوده و موجب کاهش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد می‌شود. لذا ساختار سرمایه شرکت ها در فعالیت های شرکتی و توزیع سرمایه در راستای سرمایه گذاری در فعالیت های تجاری، اعطای تسهیلات و... می تواند انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد را کاهش دهد. نتایج تحقیقات پیشین در این حوزه، پیامدهای متفاوتی داشته است. برخی از تحقیقات بر عدم وجود ارتباط میان این عوامل تاکید داشته اند، برخی دیگر به وجود رابطه معکوس اذعان داشته و برخی دیگر نیز رابطه مستقیم میان این شاخص ها را نتیجه گرفته‌اند. از این رو می‌توان نتایج این تحقیق با سایر تحقیقات با سایر کشورها متفاوت دانست. مقایسه یافته‌های این فرضیه با نتایج تحقیقات پیشین نشان از همسویی یافته ها با نتایج تحقیقات آل داوود و همکاران (۱۳۹۴)، ملکیان و سلمانی (۱۳۹۴) دارد.

بحث و مقایسه نتایج فرضیه دوم : یافته های حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که ساختار سرمایه موجب کاهش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خواهد شد. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای نوع اول ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفت. مطابق با یافته های این فرضیه افزایش ساختار سرمایه بر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد آنها اثرگذار بوده و موجب کاهش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد می‌شود. لذا ساختار سرمایه شرکت ها در فعالیت های شرکتی و توزیع سرمایه در راستای سرمایه گذاری در فعالیت های تجاری، اعطای تسهیلات و... می تواند انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد را کاهش دهد. نتایج تحقیقات پیشین در این حوزه، پیامدهای متفاوتی داشته است. برخی از تحقیقات بر عدم وجود ارتباط میان این عوامل تاکید داشته اند، برخی دیگر به وجود رابطه معکوس اذعان داشته و برخی دیگر نیز رابطه مستقیم میان این شاخص ها را نتیجه گرفته‌اند. از این رو می‌توان نتایج این تحقیق با سایر تحقیقات با سایر کشورها متفاوت دانست. مقایسه یافته‌های این فرضیه با نتایج تحقیقات پیشین نشان از همسویی یافته ها با نتایج تحقیقات آل داوود و همکاران (۱۳۹۴)، ملکیان و سلمانی (۱۳۹۴) دارد.

بحث و مقایسه نتایج فرضیه سوم : یافته های حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که سیاست تقسیم سود موجب کاهش یا افزایش انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نخواهد شد. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای نوع اول ۰/۰۵ رد می‌شود. از این رو می‌توان فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود. با توجه به نتایج به‌دست آمده و مقایسه با تحقیقات گذشته پژوهشی مشابه یافت نشد.

پیشنهادات کاربردی پژوهش

پیشنهاد می شود سرمایه‌گذاران شرکت‌های بورسی به منظور سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار به مبحث ساختار سرمایه شرکت‌ها توجه بیشتری بکنند.

پیشنهاد می شود مدیران شرکت‌های بورسی به منظور افزایش نگهداشت وجه نقد موضوع ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود را در دستور کار خود قرار دهند.

پیشنهاد می شود مدیران شرکت‌های بورسی از سیاست تقسیم سود برای جذب سرمایه‌گذار در شرکت استفاده کنند.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

پیشنهاد می شود نقش شاخص های کلان اقتصادی در رابطه بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم بر نگهداشت وجه نقد مد نظر قرار دهند و مورد مطالعه قرار گیرد.

پیشنهاد می شود بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای ساختاری شرکت بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده مورد مطالعه قرار گیرد.

منابع[22]

آل داوود، سیده فاطمه؛ رئیس زاده، محمدرضا؛ گیلانی پور، جواد (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس ملی رویکردهای نوین در علوم مدیریت ، اقتصاد و حسابداری.

بنی مهد، بهمن؛ قنبریها، زهره (۱۳۹۰). رابطه بین سرمایه فکری، اندازه شرکت، سود آوری و ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره ۱۱. ۱۸۶-۱۶۳.

جوادی، نوید؛ فتاحی، سیروس (۱۳۹۵). بررسی تاثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی. دوره ۴. شماره ۳. ۹۴-۶۹.

چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ میرزائی، محسن (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار . دوره ۸. شماره ۲۵.

حبیبی، راحیل (۱۳۹۳). بررسی تاثیر برخی عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت ها. پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری. استاد راهنما دکتر محمدرضا عبدلی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات شاهرود.

زینالی، مهدی؛ محمدشیلان، جمال (۱۳۹۰). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت دارو). دانش مالی تحلیل اوراق بهادار . شماره ۹. ۶۰-۴۳.

صراف، فاطمه؛ چاووشی تهرانی، منصوره (۱۳۹۵). رابطه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با عرضه‌کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات. پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۸. شماره ۳۲. ۴۸-۲۹.

کردستانی، غلامرضا؛ پیرداوری، طناز (۱۳۹۱). ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمانبندی بازار. دانش حسابداری. شماره ۹. ۱۴۲-۱۲۳.

گرزین، اعظم (۱۳۹۱). تأثیر مالکیت نهادی در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری. دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.

مرادی، علیرضا (۱۳۹۰). بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی. دانشگاه اصفهان.

مشکی میاوقی، مهدی؛ صنایعی، مهیار (۱۳۹۵). بررسی تاثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد. راهبرد مدیریت مالی. دوره ۴. شماره ۱۳. ۱۲۰-۱۰۳.

ملکیان، اسفندیار؛ سلمانی، رسول (۱۳۹۴). رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد (در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران). پژوهش های تجربی حسابداری. دوره ۵. شماره ۱۸. ۷۱-۵۵.

موسوی، میرمرتضی؛ پاک مرام، عسگر (۱۳۹۵). ارزیابی تاثیر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر ارزش آفرینی بانک. دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی.

میرزاده، مهرداد؛ رشیدی کیا، مرضیه؛ رشیدی کیا، اعظم (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه، هزینه بدهی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پنجمین همایش پژوهش های نوین در علوم و فناوری.

22

Al-Janadi, Y., Al-Janadi, Y., Abdul Rahman, R., Abdul Rahman, R., Alazzani, A., & Alazzani, A. (2016). Does government ownership affect corporate governance and corporate disclosure? Evidence from Saudi Arabia. Managerial Auditing Journal, 31(8/9), 871-890.

Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. International Business Review,22(1), 77-88

Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. Pacific-Basin Finance Journal, 17(2), 163-174.

Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. Managerial Finance, 41(2), 126-144.

.

Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. Economic Change and Restructuring, 38(1), 11-35.

Dewi, R. P., Suhadak, S., & Handayani, S. R. (2017). THE EFFECTS OF CAPITAL STRUCTURE AND GOOD CORPORATE GOVERNANCE ON DIVIDEND POLICY AND FIRM VALUE An Empirical Research at Banks Listed in Indonesia Stock Exchange for the Period of 2008-2012. PROFIT (JURNAL ADMINISTRASI BISNIS), 9(2), 51-69.

Francis, B., Hasan, I., Song, L., & Waisman, M. (2013). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets. Emerging Markets Review, 15, 57-71.

Ganguli, S. K. (2013). Capital structure–does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. Studies in Economics and Finance, 30(1), 56-72.

Lozano, M. B., & Durán, R. F. (2017). Family control and adjustment to the optimal level of cash holding. The European Journal of Finance, 23(3), 266-295.

Mirza, H. H., & Azfa, T. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. International Business Research, 3(3), 210-221.

Oler, D. K., & Picconi, M. P. (2014). Implications of insufficient and excess cash for future performance. Contemporary Accounting Research, 31(1), 253-283.

Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. The Quarterly Review of Economics and Finance, 47(5), 667-687.