

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز

دوره‌ی ششم، شماره‌ی اول، بهار و تابستان ۱۳۹۳، پیاپی ۶۶/۳، صفحه‌های ۲۹-۶۲

(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

## بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای

### شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمدحسین ستایش\*

غلامرضا رضایی\*\*

دانشگاه شیراز

دانشگاه آزاد اسلامی واحد ارسنجان

سید داوود حسینی راد

دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات یاسوج

#### چکیده

هدف این مقاله بررسی آثار ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش شامل ۶۷ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و میزان نگهداری موجودی‌های کالا رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری موجودی‌های کالا رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری وجوه نقد رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی با میزان نگهداری وجوه نقد رابطه‌ی معناداری وجود ندارد؛ بنابراین می‌توان مالکیت مدیریتی را به عنوان یکی از عوامل مؤثر در بهبود شیوه‌ی مدیریت موجودی کالا و مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت را به عنوان عوامل اثرگذار بر بهبود شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد شرکت دانست.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار مالکیت، مدیریت وجوه نقد، مدیریت موجودی کالا.

\* دانشیار گروه حسابداری Setayesh@shirazu.ac.ir

\*\* عضو باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، دانشجوی دکتری حسابداری rezaac.1990@Yahoo.com

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۷/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۰/۲۶

## ۱. مقدمه

در چند دهه اخیر مسأله‌ی مدیریت دارایی‌های جاری شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است. وجود منابع مالی برای انجام سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و کوتاه-مدت، اداره امور شرکت‌ها و همچنین وجود موجودی کالای کافی برای پاسخ‌گویی نیازهای روزمره شرکت‌ها بخش عمده‌ای از نگرانی‌های مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. در نتیجه در سال‌های اخیر مطالعات بسیار زیادی در زمینه‌ی شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای شرکت‌ها صورت پذیرفته است که می‌توان به پژوهش‌های چونگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۹)، تریبو<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، پینکویتز<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۶)، فول‌کندر<sup>۴</sup> و وانگ<sup>۵</sup> (۲۰۰۶)، لو<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۵)، اوزکان<sup>۷</sup> و اوزکان (۲۰۰۴)، دیتمار<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۳) و گنی<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۰۳) اشاره کرد. وجوه نقد و موجودی کالا به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل اقتصادی در پیشبرد و تداوم فعالیت‌های سازمان‌ها محسوب می‌شود (تریبو، ۲۰۰۷؛ جی<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). تصمیم‌گیری‌های شرکت‌ها در مورد تعیین مقدار مطلوب وجه نقد و موجودی‌های کالای مورد نیاز برای هر دوره‌ی مالی، از مهم‌ترین تصمیم‌های مالی و مدیریتی شرکت‌ها است.

در محدوده‌ی فعالیت‌های حوزه‌ی مالی مؤسسات و سازمان‌های مختلف، عملیات مربوط به وجوه نقد و موجودی‌های کالا و مدیریت آن‌ها از جایگاه ویژه‌ای برخوردار شده است؛ به طوری که مدیریت منابع و وجوه نقد را از یکسو به عنوان کلیدی‌ترین مسأله‌ی سطوح عالی مدیریت و از سوی دیگر به عنوان مرکز ثقل و حلقه‌ی محوری اتصال و ارتباط حوزه‌های عملیاتی گوناگون قرار داده است (تریبو، ۲۰۰۷). در همین راستا، برخی از مطالعات انجام شده، برای نمونه (اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴؛ و تریبو، ۲۰۰۷) در سال‌های اخیر نشان داده‌اند که حاکمیت شرکتی و در رأس آن ساختار مالکیت شرکت‌ها در توضیح شیوه‌ی مدیریت موجودی‌های کالا و دارایی‌های نقدی شرکت‌ها عامل بسیار مهمی محسوب می‌شود. بنابراین با توجه به مطالب بالا این سؤال مطرح می‌شود که با توجه به متفاوت بودن سطح حاکمیت شرکتی در ایران نسبت به کشورهای توسعه‌یافته نظیر آمریکا آیا ساختار مالکیت در شیوه‌ی مدیریت موجودی‌های کالا و وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است؟ بنابراین هدف اصلی این مقاله بررسی شواهد تجربی درباره‌ی تأثیر ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت موجودی‌های کالا و وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران است. اهمیت این مطالعه را می‌توان به این گونه خلاصه کرد که این پژوهش شواهدی تجربی را درباره‌ی آثار ساختار مالکیت شرکت‌های ایرانی بر شیوهی مدیریت دارایی‌های نقدی و موجودی کالای آن‌ها فراهم می‌کند؛ بنابراین با توجه به آثار این رابطه، تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه، مدیران شرکت‌ها و سایر تصمیم‌گیرندگان تدابیر معقول و منطقی‌تری نسبت به قبل می‌گیرند.

در ادامه‌ی مقاله مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش‌های مرتبط با موضوع و همچنین روش پژوهش و فرضیه‌های برگرفته از مسأله و مبانی نظری پژوهش بیان می‌شود. در نهایت نتایج آزمون فرضیات مطرح و در پایان با توجه به نتایج آزمون فرضیات و همچنین مبانی نظری و پیشینه‌ی مطرح شده، نتیجه‌گیری صورت می‌گیرد و با ذکر پیشنهادها به پایان می‌رسد.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

سهامداران در نظام راهبری شرکت‌ها نقش اساسی دارند. ترکیب مختلف سهامداران شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکت‌ها، نحوه‌ی انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه‌ی مدیریت دارایی‌های جاری نظیر وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد. دلایل متعددی وجود دارد که چرا مدیریت تمایل به نگه داشتن وجه نقد و موجودی کالا دارد. مدیران ممکن است به دلایلی چون ریسک‌گریزی، انعطاف‌پذیری بیش‌تر در جهت دنبال کردن اهداف خودشان و برای دوری از پرداخت وجوه نقد به سهامداران به شیوه‌های خاص مدیریت وجه نقد در شرکت روی آورند.

بسیاری از پژوهش‌های انجام شده، نشان داده‌اند که ساختار مالکیت شرکت‌ها بر شیوهی مدیریت شرکت‌ها بسیار تأثیرگذار است؛ برای نمونه بسیاری از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای مالکیت نهادی، نفوذ قابل توجهی بر مدیران شرکت‌ها درباره شرایط پرداخت (کوش<sup>۱۱</sup> و هاگز<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۷؛ هارتزل<sup>۱۳</sup> و استراکس<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۳؛ و دونگ<sup>۱۵</sup> و ازکان، ۲۰۰۷)، تقسیم سود سهام (جین<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۷)، سرمایه‌گذاری‌ها (هوشی<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۱۹۹۰)، موجودی‌های کالا (تریبو، ۲۰۰۷) و ارزش و عملکرد شرکت (سیفرت<sup>۱۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۵؛ فریس<sup>۱۹</sup> و پارک<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۵؛ و کارنت<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۷) دارند.

مدیریت موجودی کالا نقش مهمی در سیستم‌های توزیع ایفاء می‌کند و سیستم را قادر می‌سازد تا عرضه‌ی مستمری از کالای مورد نیاز برای برآوردن نیاز فروش فراهم شود. همچنین با توجه به تغییراتی که در چند دهه اخیر در سیاست‌های نگهداری موجودی کالا در شرکت‌ها به وجود آمده، باعث مطرح شدن نظرهای متفاوتی در مورد شیوه‌ی مدیریت موجودی کالا شده است. از یک سو برخی از پژوهشگران با طرح مسائلی چون فلسفه‌ی تولید به‌موقع و تکنولوژی اطلاعات معتقدند که نگهداری موجودی کالا در شرکت‌ها باید کاهش یابد. از سوی دیگر برخی از پژوهشگران با طرح مسائلی چون رشد تقاضا برای محصولات گوناگون و سطح خدمت رسانی به مشتریان معتقدند که موجودی کالای بیش‌تری باید نگهداری شود (چن<sup>۲۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۵).

از دیدگاه برخی از پژوهشگران (برای نمونه تریبو، ۲۰۰۷)، ساختار مالکیت از دو مجرای نقدینگی و کنترل می‌تواند بر سیاست‌گذاری در مورد موجودی کالای و وجوه نقد شرکت تأثیرگذار باشد. آنان مطرح می‌کنند که نوع سهامداران بر محدودیت‌های نقدینگی یک شرکت تأثیر دارد؛ برای نمونه وام‌دهندگان تمایل بیش‌تری به تمدید وام‌های خود در یک شرکت با سهامداران نهادی قدرتمند دارند؛ بنابراین یک شرکت به ویژه یک شرکت کوچک با قدرت چانه‌زنی پایین در حضور سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان ساختار مالکیتی کنترل‌کننده‌ی شرکت، می‌تواند نیازهای نقدینگی خود را کاهش دهد. این مسأله به نوبه‌ی خود، تمایل شرکت به نگهداری بیش‌تر موجودی کالا، به عنوان نگهداری یک دارایی با قابلیت نقدشوندگی آسان، برای مقابله با شوک‌های نقدینگی را کاهش می‌دهد.

دومین دیدگاهی که از مجرای آن ساختار مالکیت شرکت می‌تواند بر میزان نگهداری موجودی کالا و وجوه نقد شرکت‌ها و شیوه مدیریت آن‌ها تأثیر گذارد، مجرای کنترل است. ساختار مالکیت، مشروط به نوع و مشخصات آن ممکن است اقدامات خاصی علیه سایر سهامداران اعمال کند. این اقدامات به طور کلی شامل بیش‌سرمایه‌گذاری در موجودی‌های کالا و وجوه نقد برای استفاده از ساختار مالکیت اصلی است که در نهایت امکان دارد بر حالت پایدار سطوح موجودی کالا و وجوه نقد تأثیرگذار باشد. بر اساس این دیدگاه، بیش‌سرمایه‌گذاری در موجودی‌های کالا در نتیجه‌ی سوء مدیریت یک شرکت است (کراوتر<sup>۲۳</sup>، ۱۹۹۹).

درباره شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد شرکت‌ها، نتایج بسیاری از پژوهش‌ها (میکلسون<sup>۲۴</sup> و

پارتج<sup>۲۵</sup>، ۲۰۰۳؛ دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳؛ کوساندی<sup>۲۶</sup>، ۲۰۰۳؛ و اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴) نشان داده‌اند که ساختار مالکیت یکی از عوامل مؤثر بر میزان نگهداری وجوه نقدی است. در مورد نگهداری وجوه نقد در شرکت‌ها نظریه‌های مختلفی مانند نظریه‌ی جریان وجه نقد آزاد وجود دارد. از دیدگاه نظریه‌ی جریان وجه نقد آزاد مدیران انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و در نتیجه بتوانند درباره تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند (فریرا<sup>۲۷</sup> و ویلا<sup>۲۸</sup>، ۲۰۰۴). در همین راستا، به نظر می‌رسد وجود ساختارهای کنترلی متفاوت در شرکت‌ها یکی از عوامل اصلی در ایجاد کنترل بر مدیریت شرکت‌ها درباره میزان نگهداری وجوه نقد باشد؛ برای نمونه از دیدگاه برخی از پژوهش‌گران نظیر استاپلدان<sup>۲۹</sup> (۱۹۹۶)، سرمایه‌گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند؛ به طوری که می‌توانند بر مدیریت شرکت‌ها نظارت مؤثری داشته باشند. هم‌چنین ساختار مالکیت می‌تواند از طریق نظارت کارآمد سهامداران بزرگ، اختیارات بیش از اندازه‌ی مدیریت و هم‌چنین عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و در نتیجه منجر به تأثیرگذاری بر میزان وجوه نقد و موجودی کالای نگهداری‌شده، شود. ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها است. برخی از شواهد تجربی موجود نشان داده‌اند که ساختار مالکیت و هیأت مدیره شرکت‌ها و میزان تمرکز مالکیت سهامداران آن‌ها، بر شیوهی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالا تأثیر به‌سزایی دارد (هارفورد<sup>۲۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۸؛ و آمیر<sup>۳۰</sup>، ۲۰۱۰). ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه‌گیری می‌شود (کومار<sup>۳۱</sup>، ۲۰۰۴؛ نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷؛ و ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹).

### ۳. پیشینه‌ی پژوهش

#### ۳-۱. پیشینه‌ی خارجی

با مروری بر پژوهش‌های انجام شده در زمینه‌ی شیوه‌های مدیریت دارایی‌های جاری شرکت‌ها می‌توان قدمت این پژوهش‌ها را در حدود سه دهه تخمین زد. در یکی از اولین پژوهش‌های انجام شده، دالیوال<sup>۳۲</sup> و وانگ<sup>۳۳</sup> (۱۹۹۲) نشان دادند که ساختار مالکیت شرکت‌ها، عامل بسیار مهمی درباره تعیین شیوهی حسابداری آن‌ها است. در پژوهشی دیگر گنی و

همکاران (۲۰۰۳) به بررسی رفتار دارایی‌های نقدی شرکت‌ها در کشورهای فرانسه، آلمان، انگلیس و ژاپن پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که ساختار قانونی شرکت‌ها در کشورهای مزبور و ساختار مالکیت، نقش بسیار مهمی در شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد آن‌ها دارد. هم‌چنین نتایج پژوهش گنی و همکاران نشان داد که در شرکت‌هایی با درجه‌ی بالاتر محافظت از سهامداران و میزان تمرکز مالکیت بالاتر، میزان وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. شواهد تجربی نیز وجود دارد که نشان می‌دهد تمرکز بالای مالکیت افراد درون‌سازمانی منجر به تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری ضعیف می‌شود (برای نمونه، کلاس<sup>۳۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۰).

پژوهش‌های صورت گرفته درباره‌ی آثار حاکمیت شرکتی بر میزان نگهداری وجوه نقد شرکت‌ها نیز نشان‌دهنده‌ی وجود روابط متناقضی است؛ برای نمونه برخی از پژوهش‌های انجام شده نشان داده است که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و نگهداری وجوه نقد رابطه‌ی معکوسی وجود دارد (دیتمار و مارت‌اسمیت<sup>۳۵</sup>، ۲۰۰۶؛ و جراد<sup>۳۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۷)؛ این در حالی است که برخی دیگر از پژوهش‌های صورت گرفته نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تر، میزان وجه نقد نگهداری شده کم‌تری دارند.

آمیر (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی کلای شرکت‌های آسیایی پرداخت. وی با استفاده از داده‌های مالی ۲۵۶ شرکت از شش کشور آسیایی در بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ نشان داد که افزایش در میزان پرتفوی سهام بانک‌های خارجی (به عنوان یک گروه از سرمایه‌گذاران نهادی) نسبت به پرتفوی سهام بانک‌های داخلی (به عنوان یک گروه دیگر از سهامداران نهادی) منجر به نگهداری وجوه نقد بیش‌تر و موجودی کلای کم‌تری می‌شود. بوکپین<sup>۳۷</sup> و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی نشان دادند که مالکیت خارجی آثار معناداری در پیش‌بینی نگهداری وجوه نقد شرکت‌ها دارد. هم‌چنین آنان نشان دادند که بین متغیرهای اندازه‌ی هیأت مدیره، اهرم مالی، اندازه‌ی شرکت و سودآوری با نقدینگی شرکت‌ها رابطه‌ی مثبت و بین متغیر ترکیب هیأت مدیره با نقدینگی شرکت‌ها رابطه‌ی منفی وجود دارد. برخی از شواهد تجربی موجود نشان داده‌اند که ساختار مالکیت آثار نامتقارنی بر رابطه‌ی بین نگهداری وجوه نقد و نسبت کیوتوبین دارد (آمیر، ۲۰۱۲).

## ۲-۳. پیشینه داخلی

در ایران نیز شواهد متناقضی درباره‌ی رابطه‌ی بین سازوکارهای مختلف حاکمیت شرکتی و میزان وجه نقد نگهداری شده، وجود دارد؛ برای نمونه نتایج پژوهشی که رسائیان و همکاران (۱۳۸۹) انجام داده‌اند نشان داد که بین استقلال هیأت مدیره به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان نگهداری وجه نقد رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و میزان نگهداری وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. نمازی و همکاران (۱۳۹۱) نیز در پژوهشی در زمینه‌ی تغییرات در موجودی کالا نشان دادند که بین تغییرات در موجودی کالا و تغییرات کوتاه‌مدت در سود شرکت و تغییرات در ارزش شرکت رابطه‌ی معکوس معناداری وجود دارد. هم‌چنین نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین تغییرات در موجودی کالا و تغییرات در سود شرکت و تغییرات در بازده دارایی‌های شرکت رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. در پژوهشی دیگر خواجه‌وی و همکاران (۱۳۹۱) نشان دادند که شرکت‌های دارای کیفیت اقلام تعهدی اختیاری بالاتر میزان وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند. هم‌چنین نتایج پژوهش خواجه‌وی و همکاران نشان داد که شرکت‌های بزرگ‌تر و دارای سایر دارایی‌های نقدی جایگزین وجه نقد، میزان وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند، اما شرکت‌های دارای میزان بازدهی بیش‌تر بر وجه نقد، میزان وجه نقد بیش‌تری نگهداری می‌کنند. برخی دیگر از پژوهش‌های صورت‌گرفته نشان داده‌اند که در ایران متغیرهای بحران مالی، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت، ساختار سررسید بدهی‌ها، ارتباط با مؤسسات مالی، هزینه‌ی فرصت سرمایه‌ی سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی، اهرم شرکت، سایر دارایی‌های نقدی، ظرفیت تولید جریان‌های نقدی، درصد تقسیم سود، نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است، عضویت در گروه تجاری و کیفیت اقلام تعهدی به عنوان عوامل تعیین‌کننده‌ی سطح نگهداشت وجه نقد هستند (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۹۰).

به طور کلی، با توجه به نتایج جستجوها ملاحظه می‌شود که پژوهش‌های اندکی در زمینه رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و شیوهی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای شرکت‌ها در ادبیات حسابداری انجام شده است؛ این در حالی است که هیچ یک از پژوهش‌های ذکر شده به طور هم‌زمان به بررسی جنبه‌های مختلف ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت

مدیریتی و تمرکز مالکیت) بر شیوهی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالا نپرداخته‌اند. بنابراین پژوهش حاضر سعی بر آن دارد تا رابطه‌ی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و شیوهی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای آن‌ها را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دهد.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

سؤال اصلی این پژوهش است که آیا بین ساختار مالکیت و شیوهی مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد؟ بنابراین در راستای دستیابی به هدف‌های پژوهش و هم‌چنین با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش، فرضیه‌هایی به شرح زیر طراحی و تدوین شده است:

فرضیه‌ی اول: بین مالکیت نهادی و شیوهی مدیریت موجودی کالای شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی دوم: بین مالکیت شرکتی و شیوهی مدیریت موجودی کالای شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی سوم: بین مالکیت مدیریتی و شیوهی مدیریت موجودی کالای شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی چهارم: بین میزان تمرکز مالکیت و شیوهی مدیریت موجودی کالای شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی پنجم: بین مالکیت نهادی و شیوهی مدیریت وجوه نقد شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی ششم: بین مالکیت شرکتی و شیوهی مدیریت وجوه نقد شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی هفتم: بین مالکیت مدیریتی و شیوهی مدیریت وجوه نقد شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی هشتم: بین میزان تمرکز مالکیت و شیوهی مدیریت وجوه نقد شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.



## ۵. روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند و بر اساس فرضیه‌ها و طرح‌های پژوهش از قبل تعیین شده انجام می‌شود. از این دسته پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است و برای استخراج نتیجه‌ها از فن‌های آماری استفاده می‌شود (نمازی، ۱۳۸۲). برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. درباره‌ی جمع‌آوری اطلاعات مربوط به بخش مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش از کتب، مجلات و سایت‌های تخصصی فارسی و لاتین استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها نیز از طریق نرم‌افزار تدبیرپرداز ۲ و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شده‌اند. در نهایت داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Excel-2007 آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS-19 و Eviews-7 تجزیه و تحلیل انجام شده است.

### ۵-۱. دوره‌ی مورد آزمون، جامعه و نمونه‌ی آماری

دوره‌ی مورد مطالعه، یک دوره‌ی زمانی هفت ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. به علت وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه به روش نمونه‌گیری آماری هدفمند انتخاب شد:

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، تغییر سال مالی نداده باشد.
۳. اطلاعات مالی لازم برای استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
۴. تا پایان سال مالی ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۵. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد، زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبردی شرکتی در آن‌ها متفاوت است.

با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های یاد شده، تعداد ۶۷ شرکت در دوره‌ی زمانی

۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ به‌عنوان نمونه انتخاب شد.

## ۶. متغیرهای پژوهش

### ۶-۱. متغیرهای مستقل

در این پژوهش ساختار مالکیت شرکت‌ها متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می‌دهد. ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت، دو جنبه‌ی اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹). بنابراین در پژوهش حاضر ساختار مالکیت از دو طریق ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت اندازه‌گیری می‌شود. ترکیب سهامداران، مشابه پژوهش‌های کومار (۲۰۰۴)، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹) از طریق چهار متغیر مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت خارجی اندازه‌گیری می‌شود.

مالکیت خارجی، برابر درصد سهام نگهداری‌شده توسط خارجی‌ها از کل سهام سرمایه شرکت است که شامل شرکای خارجی، مؤسسه‌های مالی خارجی، ملیت‌های خارجی و غیرمقیم‌های ایران است. در این پژوهش مطابق با پژوهش‌های نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹)، به دلیل این‌که در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های مورد مطالعه مالکیت خارجی عمده وجود ندارد، در مورد این مالکیت آزمون انجام نشده است و نظری نیز ارائه نمی‌شود. مالکیت شرکتی، برابر درصد سهام نگهداری‌شده توسط اجزای شرکت‌های سهامی از کل سهام سرمایه است و شامل تمام انواع شرکت‌های سهامی به جز آن‌ها که در مورد قبل بیان شد، می‌شود. مالکیت مدیریتی، بیانگر درصد سهام نگهداری‌شده توسط اعضای خانواده‌ی هیأت مدیره است. مالکیت نهادی، برابر درصد سهام نگهداری‌شده 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. در مجموع با توجه به این‌که درصد سهام کدام یک از گروه‌هایی که در بالا ذکر شد در هر یک از سال<sup>۰</sup> شرکت‌های مورد مطالعه بیش‌تر است، نوع مالکیت با استفاده از متغیر مصنوعی تعیین شده است. هم‌چنین درصد سهام کنترلی اول نیز مبنای سنجش میزان تمرکز مالکیت است. منظور از درصد سهام کنترلی اول، درصد مالکیت مجموعه سهامدارانی است که به‌عنوان یک گروه اقتصادی،

بیش‌ترین درصد سهام کنترلی شرکت را در اختیار دارند. کم بودن این درصد به نوعی پراکندگی مالکیت را نشان می‌دهد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). بنابراین در این پژوهش با توجه به مطالب پیش‌گفته متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده‌اند.

## ۲-۶. متغیرهای وابسته

در این پژوهش با توجه به هدف و سؤال پژوهش، شیوهی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالا، به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده‌اند. در پژوهش حاضر مشابه پژوهش اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) برای تعیین متغیر وجوه نقد از نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌های شرکت استفاده می‌کنیم. این نسبت که نشان‌دهنده‌ی کارایی مدیریت در استفاده‌ی بهینه از وجوه نقد شرکت است، بیان‌کننده‌ی این مطلب است که آیا شرکت قادر به نگهداری کم‌تر وجوه نقد با توجه به شرایط موجود است؟ یا به عبارت دیگر، چه نسبتی از دارایی‌های شرکت را وجوه نقد تشکیل می‌دهد؟ افزایش در این نسبت نشان‌دهنده‌ی ضعف مدیریت در به کارگیری وجوه نقد شرکت است.

برای تعیین متغیر موجودی کالا مشابه پژوهش آمیر (۲۰۱۰) از نسبت کل موجودی‌های کالا به کل فروش استفاده شده است. این نسبت نیز که کارایی مدیریت موجودی کالا را نشان می‌دهد، بیان می‌کند که آیا شرکت قادر به نگهداری موجودی کالا در سطح کم با توجه به فروش عادی خود است؟ افزون بر این، افزایش در این نسبت نشان‌دهنده‌ی مدیریت ضعیف بر موجودی کالا است.

## ۳-۶. متغیرهای کنترلی

برای کنترل سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسأله پژوهش مؤثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون تعیین شدند. متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارتند از:

۱. بر اساس پژوهش کارپنتر<sup>۳۸</sup> و همکاران (۱۹۹۴) سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها دارای حساسیت نسبت به اندازه‌ی شرکت‌ها است. بنابراین در این پژوهش مشابه پژوهش آمیر (۲۰۱۰) از متغیر اندازه‌ی شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است. هم‌چنین لازم به

ذکر است که در این پژوهش مشابه پژوهش خواجهی و رضایی (۱۳۹۱) متغیر اندازه‌ی شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل فروش به دست می‌آید.

۲. برخی از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که بین مدیریت موجودی‌ها و فاکتورهای مالی (مانند وام‌ها) ارتباط مستقیمی وجود دارد (کاشی‌آپ<sup>۳۹</sup> و استین<sup>۴۰</sup>، ۱۹۹۳). بنابراین در این پژوهش نیز مشابه آمیر (۲۰۱۰) از نسبت کل بدهی به حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

۳. هم‌چنین در این پژوهش مشابه پژوهش آمیر (۲۰۱۰) از متغیرهای سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها، جریان‌های نقدی آزاد (که برابر با مابه‌التفاوت سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و سرمایه‌گذاری خالص در دارایی‌های عملیاتی است) و سود تقسیمی نقدی که مشابه پژوهش خواجهی و رضایی (۱۳۹۱) برابر با میزان سود تقسیم شده‌ی شرکت تقسیم بر میزان سود خالص بعد از مالیات است به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

۴. در نهایت مشابه پژوهش آمیر (۲۰۱۰) در این پژوهش نیز درباره‌ی آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم از متغیر میزان وجوه نقد و درباره‌ی آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم از متغیر میزان موجودی کالا به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

## ۷. یافته‌های پژوهش

برای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش طراحی و مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آماری حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره‌های شماره ۱ تا ۱۴ ارائه شده است.

### ۷-۱. آمار توصیفی

برای تجزیه و تحلیل اولیه‌ی داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره‌های شماره‌ی ۱ و ۲ ارائه شده است. در نگاره شماره‌ی ۱ آمار توصیفی داده‌های کمی مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی ارائه گردید. نگاره نشان‌دهنده‌ی میانگین، حداکثر، حداقل، انحراف معیار و تعداد مشاهدات است. میزان میانگین مشاهده شده تمرکز مالکیت نشان-دهنده‌ی آن است که نیمی از سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران متعلق به یک شخص حقیقی یا حقوقی است.

نگاره شماره ۲ همه‌ی مشاهدات مربوط به تعداد شرکت‌های عضو هر یک از گروه‌های ترکیب سهامداران را نشان می‌دهد. بررسی کلی مشاهدات نشان‌دهنده‌ی آن است که ۴۳ درصد از مجموع ۴۶۹ مشاهده سال- شرکت مربوط به مالکیت نهادی، در حدود ۴۲ درصد از مشاهدات مربوط به مالکیت شرکتی و در حدود ۱۵ درصد از مشاهدات مربوط به مالکیت مدیریتی است. این نتایج نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، ترکیب سهامداران بیش‌تر از نوع نهادی و شرکتی است.

### نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش

متغیرها	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	تعداد
INVEN	۰/۰۰۰۰۳	۳۲/۷۰۴	۰/۸۱۹	۲/۴۶۹	۴۶۹
CASH	۰/۰۰۱	۴/۲۹۰	۰/۰۹۵	۰/۳۴۸	۴۶۹
FCF	$-۸۹۶۷/۴۳ \times ۱۰^۸$	$۱۲۰۲۰/۸۰۰ \times ۱۰^۹$	$۱۹۳۲۳/۹۰۹ \times ۱۰^۷$	$۱۰۱۸۷/۳۶۹ \times ۱۰^۸$	۴۶۹
SIZE	۲۲/۹۷۱	۳۲/۲۲۳	۲۶/۴۳۳	۱/۲۸۳	۴۶۹
DE	-۲۰۶/۸۹۳	۶۱/۵۶۹	۲/۴۲۹	۱۱/۰۳۱	۴۶۹
EBITD	-۱/۰۵۱	۲/۳۵۱	۰/۱۸۲	۰/۱۹۷	۴۶۹
OC	۱۸/۱۷۰	۹۷/۸۰۰	۵۵/۷۰۲	۱۸/۳۰۱	۴۶۹
DPS	-۳۴/۱۴۶	۵۲/۲۹۷	۰/۷۳۱	۳/۴۰۳	۴۶۹

### نگاره ۲. مشاهدات مربوط به ترکیب سهامداران

تعداد	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتی	مالکیت مدیریتی	مجموع
۲۰۰	۱۹۹	۷۰	۴۶۹	
٪۴۳	٪۴۲	٪۱۵	٪۱۰۰	

### ۲-۷. ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

برای اطمینان از غیرکاذب بودن مدل‌های رگرسیونی مورد استفاده، در این بخش به بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در نگاره شماره ۳ ارائه شده است. طبق اطلاعات این نگاره،

در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری آزمون ریشه‌ی واحد لوین، لین و چو کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده‌ی پایایی متغیرهای مورد استفاده است.

نگاره ۳: نتایج حاصل از آزمون پایایی لوین، لین و چو

متغیرها	INVENT	CASH	IO	MO	FO	OC	SIZE	DE	FCF	EBITD	DPS
آماره آزمون	-۲۲/۹۴۵	-۱۹/۲۲۹	۳/۴۱۶	۳/۴۰۲	۳/۳۸۲	۲۳۶/۹۷	-۶/۶۹۹	-۱۴/۹۳۰	-۷/۸۲۹	-۹/۸۵۱	-۲۲/۵۶۹
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۴۱	۰/۰۰۰۳۵	۰/۰۰۰۳۳	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱

۳-۷. آمار استنباطی

این بخش پس از اندازه‌گیری داده‌های مورد مطالعه و بررسی نرمال بودن آن‌ها، به آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون رگرسیون خطی چند متغیره می‌پردازد. لازم به ذکر است که طبق اطلاعات نگاره شماره‌ی ۴، نتایج آزمون چاو نشان‌دهنده‌ی آن است که مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل داده‌های ترکیبی (Pooled Model) است. مدل‌های رگرسیونی مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در این مقاله به شرح زیر است:

مدل ۱. درباره‌ی آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده

می‌شود:

$$INVEN_{i,t} = 0,0 + 0,1EBITD_{i,t} + 0,2SIZE_{i,t} + 0,3DE_{i,t} + 0,4CASH_{i,t} + 0,5FCF + 0,6DPS_{i,t} + 0,7OS\ Factor_{i,t} + i_{i,t}$$

مدل ۲. درباره‌ی آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم پژوهش نیز از مدل رگرسیونی زیر

استفاده می‌شود:

$$CASH_{i,t} = 1,0 + 1,1EBITD_{i,t} + 1,2SIZE_{i,t} + 1,3DE_{i,t} + 1,4INVEN_{i,t} + 1,5FCF + 1,6DPS_{i,t} + 1,7OS\ Factor_{i,t} + i_{i,t}$$

#### نگاره ۴. نتایج آزمون چاو

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰/۷۴۹۵	(۴۵۲،۶)	۰/۵۷۶۰	فرضیه اول
۰/۷۴۷۹	(۴۵۲،۶)	۰/۵۷۸۰	فرضیه دوم
۰/۶۸۹۳	(۴۵۲،۶)	۰/۶۵۱۰	فرضیه سوم
۰/۵۶۶۳	(۴۵۲،۶)	۰/۷۵۷۲	فرضیه چهارم
۰/۱۸۷۷	(۴۵۲،۶)	۱/۴۶۷۳	فرضیه پنجم
۰/۲۱۶۸	(۴۵۲،۶)	۱/۳۹۰۳	فرضیه ششم
۰/۱۶۶۶	(۴۵۲،۶)	۱/۵۲۹۷	فرضیه هفتم
۰/۲۲۳۴	(۴۵۲،۶)	۱/۳۷۳۹	فرضیه هشتم

در نگاره شماره ۵ نام معمول متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های بالا و نام اختصاری مربوط به هر یک ارائه شده است. برای جلوگیری از اطاله‌ی کلام، از معرفی مجدد متغیرها و روش محاسبه آن‌ها در ادامه پژوهش پرهیز شده است.

#### نگاره ۵: نام معمول متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های پژوهش

نام اختصاری	نام متغیر	نام اختصاری	نام متغیر
INVEN	نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش	DE	نسبت کل بدهی به حقوق صاحبان سهام
CASH	نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌ها	EBITD	سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها
FCF	جریان‌های نقدی آزاد	DPS	سود تقسیمی نقدی
SIZE	اندازه شرکت	-	-
OS Factor	معیارهای ساختار مالکیت شامل مالکیت نهادی (IO)، مالکیت شرکتی (FO)، مالکیت مدیریتی (MO) و تمرکز مالکیت (OC) به ترتیب، در خصوص آزمون فرضیه‌های اول و چهارم، دوم و پنجم، سوم و ششم، و چهارم و هشتم پژوهش		

۱-۳-۷. بررسی مشکل هم‌خطی: زمانی که در داده‌های مورد مطالعه در بین

متغیرهای مستقل مشکل هم‌خطی وجود داشته باشد، نتایج رگرسیون قابل اتکا نیست و نمی‌توان از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده کرد. برای بررسی مشکل هم‌خطی چندگانه در داده‌های مورد مطالعه در این پژوهش از عامل تورم واریانس<sup>۴۱</sup> استفاده شده است. به طور کلی در یک مدل رگرسیون برای اندازه‌گیری میزان هم‌خطی متغیر مستقل آم با سایر متغیرهای مستقل، از عامل تورم واریانس و تلرانس<sup>۴۲</sup> استفاده می‌کنند. زمانی که عامل تورم واریانس بزرگ‌تر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده‌ی هم‌خطی در داده‌ها است (آیرشاد یونس<sup>۴۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). نگاره شماره‌ی ۶ نشان می‌دهد که میزان عامل تورم واریانس در همه‌ی موارد کم‌تر از ۱۰ است؛ بنابراین مشکل هم‌خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

#### نگاره ۶. نتایج عامل تورم واریانس

نام متغیر	مدل ۱-۱	مدل ۲-۱	مدل ۳-۱	مدل ۴-۱	مدل ۱-۲	مدل ۲-۲	مدل ۳-۲	مدل ۴-۲
INVEN	-	-	-	-	۱/۰۴۲	۱/۰۴۹	۱/۰۴۸	۱/۰۴۲
CASH	۱/۰۹۷	۱/۰۹۸	۱/۰۸۷	۱/۰۹۵	-	-	-	-
IO	۱/۰۵۴	-	-	-	۱/۰۴۶	-	-	-
FO	-	۱/۰۴۹	-	-	-	۱/۰۴۸	-	-
MO	-	-	۱/۱۳۵	-	-	-	۱/۱۴۴	-
OC	-	-	-	۱/۰۵۳	-	-	-	۱/۰۴۷
SIZE	۱/۵۶۱	۱/۵۶۶	۱/۶۹۷	۱/۵۶۴	۱/۵۵۸	۱/۵۶۹	۱/۷۰۲	۱/۵۶۱
DE	۱/۰۰۷	۱/۰۰۶	۱/۰۱۳	۱/۰۰۸	۱/۰۱۱	۱/۰۰۹	۱/۰۱۵	۱/۰۱۱
FCF	۱/۵۴۱	۱/۵۶۹	۱/۵۴۹	۱/۵۹۳	۱/۵۴۰	۱/۵۶۹	۱/۵۵۰	۱/۵۹۳
EBITD	۱/۰۹۰	۱/۰۸۶	۱/۰۸۹	۱/۰۸۶	۱/۰۴۶	۱/۰۴۴	۱/۰۴۶	۱/۰۴۵
DPS	۱/۰۱۰	۱/۰۱۹	۱/۰۱۴	۱/۰۰۸	۱/۰۱۰	۱/۰۱۹	۱/۰۱۵	۱/۰۰۸

#### ۳-۲-۷. آزمون فرضیه‌های پژوهش: فرضیه‌ی اول: در نگاره شماره‌ی ۷ خلاصه‌ی

نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره F مندرج در نگاره شماره‌ی ۷، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۳۴/۲۰۱ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره



دوربین- واتسون ارائه شده در نگاره شماره ۷ در سطح همهی شرکت‌ها که برابر با ۱/۶۳۳ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با ۰/۳۳۳ است؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان ۳۳/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

در نگاره شماره ۷ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیهی اول و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر مالکیت نهادی نشان‌دهندهی آن است که علی‌رغم وجود رابطه‌ی مثبت بین مالکیت نهادی و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، اما این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهندهی آن است که بین نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی مستقیم و بین اندازه‌ی شرکت و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی معکوس وجود دارد.

### نگاره ۷: خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش					
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری	
مقدار ثابت	۴/۹۳۶	۲/۰۷۰	۲/۳۸۳	۰/۰۳۹*	
EBITD	۰/۳۹۳	۰/۷۹۳	۰/۴۹۵	۰/۴۲۸	
SIZE	-۰/۱۷۶	-۱/۹۳۰	۰/۰۹۱	۰/۰۵۴**	
DE	۰/۰۱۲	۱/۴۲۳	۰/۰۰۸	۰/۱۵۵	
CASH	۴/۰۹۰	۱۴/۵۴۵	۰/۲۸۱	۰/۰۰۰۵*	
FCF	$۳/۱۰ \times ۱۰^{-۱۴}$	۰/۲۷۲	$۱/۱۴ \times ۱۰^{-۱۳}$	۰/۷۸۶	
DPS	-۰/۰۱۰	-۰/۳۷۷	۰/۰۲۷	۰/۷۰۶	
IO	۰/۰۹۵	۰/۴۸۹	۰/۱۹۴	۰/۶۲۵	
R	$R^2$	$R^2_{adj}$	آماره دوربین-واتسن	آماره F	سطح معناداری
۰/۵۸۶	۰/۳۴۳	۰/۳۳۳	۱/۶۳۳	۳۴/۲۰۱	۰/۰۰۰۵*

\*\*سطح معناداری ۰/۰۹۰

\*سطح معناداری ۰/۰۵

فرضیه دوم: در نگاره شماره ۸ خلاصه نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره F مندرج در نگاره شماره ۸، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۳۴/۳۶۴ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین- واتسون ارائه شده در نگاره شماره ۸ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۱/۶۳۰ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با ۰/۳۴۴ است و با توجه به وجود بیش از دو متغیر مستقل بهتر است از این مقدار استفاده شود؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان ۳۳/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

#### نگاره ۸: خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش				
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
مقدار ثابت	۵/۰۵۱	۲/۱۱۸	۲/۳۸۴	۰/۰۳۵*
EBITD	۰/۴۱۹	۰/۸۴۸	۰/۴۹۴	۰/۳۹۶
SIZE	-۰/۱۸۲	-۱/۹۹۵	۰/۰۹۱	۰/۰۴۷*
DE	۰/۰۱۲	۱/۴۲۷	۰/۰۰۸	۰/۱۵۴
CASH	۴/۰۴۹	۱۴/۴۰۷	۰/۲۸۱	۰/۰۰۰۵*
FCF	$۵/۳۴ \times ۱۰^{-۱۴}$	۰/۴۶۵	$۱/۱۵ \times ۱۰^{-۱۳}$	۰/۶۴۲
DPS	-۰/۰۱۴	-۰/۵۰۹	۰/۰۲۸	۰/۶۱۱
FO	۰/۱۹۳	۰/۹۹۶	۰/۱۹۴	۰/۳۱۹
R	$R^2$	$R^2_{adj}$	آماره دوربین-واتسن	آماره F
۰/۵۸۷	۰/۳۴۴	۰/۳۳۴	۱/۶۳۰	۳۴/۳۶۴

\*\*سطح معناداری ۹۰٪

\*سطح معناداری ۹۵٪

در نگاره شماره ۸ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر مالکیت شرکتی نشان‌دهنده‌ی آن است که علی‌رغم وجود رابطه‌ی مثبت بین مالکیت

شرکتی و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، اما این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که بین نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی مستقیم و بین اندازه‌ی شرکت و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی معکوس وجود دارد.

فرضیه‌ی سوم: در نگاره شماره ۹ خلاصه‌ی نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی سوم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره F مندرج در نگاره شماره ۹، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۳۵/۱۶۲ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون ارائه شده در نگاره شماره ۹ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۱/۶۴۲ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با ۰/۳۳۹ است و با توجه به وجود بیش از دو متغیر مستقل بهتر است از این مقدار استفاده شود؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان ۳۳/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

نگاره ۹: خلاصه نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش				
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
مقدار ثابت	۶/۵۷۸	۲/۶۳۳	۲/۴۹۷	۰/۰۰۹*
EBITD	۰/۳۵۵	۰/۷۲۰	۰/۴۹۳	۰/۴۷۲
SIZE	-۰/۲۳۲	-۲/۴۶۰	۰/۰۹۴	۰/۰۱۴*
DE	۰/۰۱۱	۱/۲۵۷	۰/۰۰۸	۰/۲۰۹
CASH	۴/۰۷۳	۱۴/۶۲۱	۰/۲۷۸	۰/۰۰۰۵*
FCF	۶/۲۶×۱۰ <sup>-۱۴</sup>	۰/۵۵۰	۱/۱۴×۱۰ <sup>-۱۳</sup>	۰/۵۸۵
DPS	-۰/۰۱۶	-۰/۵۸۲	۰/۰۲۷	۰/۵۶۱
MO	-۰/۶۰۴	-۲/۱۵۹	۰/۲۷۹	۰/۰۳۱*
R	$R^2$	$R^2_{adj}$	آماره دوربین-واتسن	آماره F
۰/۵۹۱	۰/۳۴۹	۰/۳۳۹	۱/۶۴۲	۳۵/۱۶۲

\*\*سطح معناداری ۹۰٪

\*\*سطح معناداری ۹۵٪

در نگاره شماره‌ی ۹ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی سوم و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر مالکیت مدیریتی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین مالکیت مدیریتی و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی معکوس وجود دارد. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی مستقیم و بین اندازه‌ی شرکت و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی معکوس وجود دارد.

فرضیه‌ی چهارم: در نگاره شماره‌ی ۱۰ خلاصه‌ی نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی چهارم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره  $F$  مندرج در نگاره شماره‌ی ۱۰، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با  $۳۴/۱۷۰$  است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون ارائه شده در نگاره شماره‌ی ۱۰ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با  $۱/۶۳۲$  است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با  $۰/۳۳۳$  است و با توجه به وجود بیش از دو متغیر مستقل بهتر است از این مقدار استفاده شود؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان  $۳۳/۳$  درصد از تغییرات متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

در نگاره شماره‌ی ۱۰ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه چهارم و سطح معناداری مربوط نیز ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر تمرکز مالکیت نشان‌دهنده‌ی آن است که علی‌رغم وجود رابطه‌ی مثبت بین تمرکز مالکیت و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، اما این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی مستقیم و بین اندازه‌ی شرکت و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی معکوس وجود دارد.

نگاره ۱۰: خلاصه نتایج آزمون فرضیه چهارم

متغیر وابسته: نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش					
سطح معناداری		خطای استاندارد	آماره t	ضرائب	متغیرها
۰/۰۴۲*		۲/۳۷۹	۲/۰۳۷	۴/۸۴۵	مقدار ثابت
۰/۴۰۹		۰/۴۹۵	۰/۸۲۶	۰/۴۰۸	EBITD
۰/۰۵۶**		۰/۰۹۱	-۱/۹۱۴	-۰/۱۷۴	SIZE
۰/۱۵۴		۰/۰۰۸	۱/۴۲۷	۰/۰۱۲	DE
۰/۰۰۰۵*		۰/۲۸۱	۱۴/۵۳۷	۴/۰۸۴	CASH
۰/۷۱۲		۱/۱۶×۱۰ <sup>-۱۳</sup>	۰/۳۶۹	۴/۲۸×۱۰ <sup>-۱۴</sup>	FCF
۰/۶۷۸		۰/۰۲۷	-۰/۴۱۱	-۰/۰۱۱	DPS
۰/۷۵۱		۰/۰۰۵	۰/۳۱۶	۰/۰۰۲	OC
سطح معناداری	آماره F	آماره دوربین-واتسن	R <sup>2</sup> <sub>adj</sub>	R <sup>2</sup>	R
۰/۰۰۰۵*	۳۴/۱۷۰	۱/۶۳۲	۰/۳۳۳	۰/۳۴۳	۰/۵۸۶

\*\* سطح معناداری ۹۰٪

\* سطح معناداری ۹۵٪

فرضیه‌ی پنجم: در نگاره شماره‌ی ۱۱ خلاصه نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی پنجم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره F مندرج در نگاره شماره‌ی ۱۱، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۳۹/۴۸۵ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسن ارائه شده در نگاره شماره‌ی ۱۱ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۱/۷۹۴ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار R<sup>2</sup><sub>adj</sub> برابر با ۰/۳۶۷ است؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان ۳۶/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

در نگاره شماره‌ی ۱۱ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی پنجم و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر مالکیت نهادی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین مالکیت نهادی و نسبت مجموع وجه

نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی معکوس وجود دارد. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها و اندازه‌ی شرکت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی مستقیم وجود دارد.

### نگاره ۱۱: خلاصه نتایج آزمون فرضیه پنجم

متغیر وابسته: نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها				
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۶۹۶	-۲/۱۲۷	۰/۳۲۷	۰/۰۳۴*
EBITD	۰/۲۹۷	۴/۴۴۶	۰/۰۶۶	۰/۰۰۰۵*
SIZE	۰/۰۲۶	۲/۱۱۴	۰/۰۱۲	۰/۰۳۵*
DE	-۰/۰۰۰۷	-۰/۶۶۶	۰/۰۰۱	۰/۵۰۵
INVEN	۰/۰۷۷	۱۴/۵۴۵	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۵*
FCF	$۶/۳۷ \times ۱۰^{-۱۵}$	۰/۴۱۳	$۱/۵۷ \times ۱۰^{-۱۴}$	۰/۶۸۴
DPS	-۰/۰۰۱	-۰/۴۵۹	۰/۰۰۴	۰/۴۶۵
IO	-۰/۰۵۲	-۱/۹۵۲	۰/۰۲۶	۰/۰۵۱**
R	$R^2$	$R^2_{adj}$	آماره دوربین-واتسن	سطح معناداری
۰/۶۱۳	۰/۳۷۶	۰/۳۶۷	۱/۷۹۴	۳۹/۴۸۵

\*سطح معناداری ۰/۰۵

\*\*سطح معناداری ۰/۰۱

فرضیه‌ی ششم: در نگاره شماره‌ی ۱۲ خلاصه‌ی نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی ششم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره F، مندرج در نگاره شماره‌ی ۱۲، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۳۸/۹۳۹ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۰/۰۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسن ارائه شده در نگاره شماره‌ی ۱۲ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۱/۷۸۳ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با ۰/۳۶۴ است و با توجه به وجود بیش از

دو متغیر مستقل بهتر است از این مقدار استفاده شود؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان ۳۶/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

### نگاره ۱۲: خلاصه نتایج آزمون فرضیه ششم

متغیر وابسته: نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها					
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری	
مقدار ثابت	-۰/۶۲۱	-۱/۸۸۸	۰/۳۲۹	۰/۰۵۹**	
EBITD	۰/۲۹۳	۴/۳۷۸	۰/۰۶۷	۰/۰۰۰۵*	
SIZE	۰/۰۲۲	۱/۷۷۱	۰/۰۱۲	۰/۰۷۷**	
DE	-۰/۰۰۰۸	-۰/۷۶۶	۰/۰۰۱	۰/۴۴۴	
INVEN	۰/۰۷۷	۱۴/۴۰۷	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۵*	
FCF	$۶/۸۷ \times ۱۰^{-۱۵}$	۰/۴۳۳	$۱/۵۸ \times ۱۰^{-۱۴}$	۰/۶۶۴	
DPS	-۰/۰۰۰۲	-۰/۴۸۹	۰/۰۰۴	۰/۶۲۵	
FO	۰/۰۳۱	۱/۱۸۷	۰/۰۲۶	۰/۲۳۶	
R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>adj</sub>	آماره دوربین-واتسن	آماره F	سطح معناداری
۰/۶۱۱	۰/۳۷۳	۰/۳۶۴	۱/۷۸۳	۳۸/۹۳۹	۰/۰۰۰۵*

\*سطح معناداری ۹۵٪ \*\*سطح معناداری ۹۰٪

در نگاره شماره‌ی ۱۲ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی ششم و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر مالکیت شرکتی نشان‌دهنده‌ی آن است که علی‌رغم وجود رابطه‌ی مثبت بین مالکیت شرکتی و نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، اما این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها و اندازه‌ی شرکت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی مستقیم وجود دارد.

فرضیه‌ی هفتم: در نگاره شماره‌ی ۱۳ خلاصه‌ی نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی هفتم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره F مندرج در نگاره شماره‌ی ۱۳، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۳۸/۹۰۰ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون ارائه شده در نگاره شماره‌ی ۱۳ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با ۱/۸۰۲ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با ۰/۳۶۳ است و با توجه به وجود بیش از دو متغیر مستقل بهتر است از این مقدار استفاده شود؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان ۳۶/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

#### نگاره ۱۳. خلاصه نتایج آزمون فرضیه هفتم

متغیر وابسته: نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها					
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری	
مقدار ثابت	-۰/۷۸۲	-۲/۲۵۸	۰/۳۴۶	۰/۰۲۴*	
EBITD	۰/۲۹۴	۴/۳۹۷	۰/۰۶۷	۰/۰۰۰۵*	
SIZE	۰/۰۲۸	۲/۱۸۱	۰/۰۱۳	۰/۰۲۹*	
DE	-۰/۰۰۰۷	-۰/۶۵۴	۰/۰۰۱	۰/۵۱۳	
INVEN	۰/۰۷۸	۱۴/۶۲۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۵*	
FCF	$۱/۹۵ \times ۱۰^{-۱۵}$	۰/۱۲۴	$۱/۵۷ \times ۱۰^{-۱۴}$	۰/۹۰۱	
DPS	-۰/۰۰۱	-۰/۲۶۵	۰/۰۰۴	۰/۷۹۰	
MO	۰/۰۴۳	۱/۱۱۴	۰/۰۳۹	۰/۲۶۵	
R	$R^2$	$R^2_{adj}$	آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری
۰/۶۱۱	۰/۳۷۳	۰/۳۶۳	۱/۸۰۲	۳۸/۹۰۰	۰/۰۰۰۵*

\*\*سطح معناداری ۹۰٪

\*سطح معناداری ۹۵٪

در نگاره شماره‌ی ۱۳ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی هفتم و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر مالکیت مدیریتی نشان‌دهنده‌ی آن است که علی‌رغم وجود رابطه‌ی مثبت بین مالکیت



مدیریتی و نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، اما این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها و اندازه شرکت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی مستقیم وجود دارد.

فرضیه‌ی هشتم: در نگاره شماره‌ی ۱۴ خلاصه‌ی نتایج تحلیل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی هشتم پژوهش آورده شده است. با توجه به مقدار آماره  $F$  مندرج در نگاره شماره‌ی ۱۴، در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با  $۳۹/۲۴۳$  است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون ارائه شده در نگاره شماره‌ی ۱۴ در سطح همه‌ی شرکت‌ها که برابر با  $۱/۷۹۹$  است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند. مقدار  $R^2_{adj}$  برابر با  $۰/۳۶۵$  است و با توجه به وجود بیش از دو متغیر مستقل بهتر است از این مقدار استفاده شود؛ بنابراین با توجه به این مقدار می‌توان  $۳۶/۵$  درصد از تغییرات متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

#### نگاره ۱۴. خلاصه نتایج آزمون فرضیه هشتم

متغیر وابسته: نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها				
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۶۴۶	-۱/۹۷۴	۰/۳۲۷	۰/۰۴۸*
EBITD	۰/۲۸۸	۴/۳۲۶	۰/۰۶۶	۰/۰۰۰۵*
SIZE	۰/۰۲۶	۲/۰۹۷	۰/۰۱۲	۰/۰۳۶*
DE	-۰/۰۰۰۷	-۰/۶۶۶	۰/۰۰۱	۰/۵۰۵
INVEN	۰/۰۷۷	۱۴/۵۳۷	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۵*
FCF	$-۱/۳۲ \times ۱۰^{-۱۵}$	-۰/۰۸۳	$-۱/۵۹ \times ۱۰^{-۱۴}$	۰/۹۳۴
DPS	-۰/۰۰۱	-۰/۳۱۵	۰/۰۰۴	۰/۷۵۳
OC	-۰/۰۰۱	-۱/۶۵۸	۰/۰۰۰۷	۰/۰۹۸**
R	$R^2$	$R^2_{adj}$	آماره دوربین-واتسن	آماره F
۰/۶۱۲	۰/۳۷۵	۰/۳۶۵	۱/۷۹۹	۳۹/۲۴۳

\*\*سطح معناداری ۹۰٪

\*سطح معناداری ۹۵٪

در نگاره شماره‌ی ۱۴ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه‌ی هشتم و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به متغیر تمرکز مالکیت نشان‌دهنده‌ی آن است که بین تمرکز مالکیت و نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی معکوس وجود دارد. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که بین نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها و اندازه‌ی شرکت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی مستقیم وجود دارد.

### ۸. بحث و نتیجه‌گیری

از آن‌جا که سهم عمده‌ای از مبادلات اوراق بهادار که به خرید و فروش سهام شرکت‌ها اختصاص دارد، تحت تأثیر ارقام و اطلاعات حسابداری است (محمودآبادی و رضایی، ۱۳۹۱) و با توجه به اهمیت دارایی‌های جاری نظیر وجوه نقد و موجودی کالا، این پژوهش شواهدی را درباره‌ی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای شرکت‌ها فراهم می‌کند. در همین راستا این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ این سؤال است که آیا ساختار مالکیت شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای آن‌ها دارد؟

توجه به نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات جمع‌آوری شده مربوط به ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ نشان‌دهنده‌ی آن است که به طور کلی بین مالکیت مدیریتی و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش در مورد نبود رابطه‌ی معناداری بین مالکیت نهادی و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش با نتایج پژوهش آمیر (۲۰۱۰) هم‌خوانی ندارد. وجود رابطه‌ی معکوس بین مالکیت مدیریتی و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش بیان‌کننده این مطلب است که با افزایش درصد مالکیت مدیریت و حضور کنترلی آن‌ها در ساختار مالکیت شرکت منجر به بهبود کارایی شیوه مدیریت موجودی‌های کالا می‌شود.

هم‌چنین نتایج پژوهش نشان داد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش درباره‌ی رابطه‌ی معکوس بین تمرکز مالکیت و نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها با نتایج پژوهش گنی و همکاران (۲۰۰۳) هم‌خوانی دارد، اما رابطه‌ی مالکیت نهادی و نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها با نتایج پژوهش رسایان و همکاران (۱۳۸۹) هم‌خوانی ندارد. رابطه‌ی معکوس بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها شاید ناشی از این موضوع باشد که با افزایش مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت، میزان مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا کرده و به تبع آن شرکت‌ها نیز میزان کم‌تری وجه نقد نگهداری می‌کنند. هم‌چنین لازم به ذکر است که وجود رابطه‌ی معکوس بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها بیان‌کننده‌ی این مطلب است که حضور سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها و هم‌چنین افزایش میزان تمرکز مالکیت سهامداران منجر به بهبود شیوهی مدیریت وجه نقد شرکت‌ها می‌شود.

نتایج پژوهش درباره‌ی متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده‌ی آن است که به طور کلی بین اندازه‌ی شرکت و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معکوس وجود دارد، اما بین نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش رابطه‌ی مستقیم وجود دارد. هم‌چنین نتایج پژوهش نشان داد که بین اندازه‌ی شرکت، نسبت کل موجودی‌های کالا به فروش و سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تقسیم شده بر کل دارایی‌ها با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها رابطه‌ی مستقیم وجود دارد.

## ۹. پیشنهادهای ناشی از یافته‌های پژوهش

۱. با توجه به وجود رابطه‌ی معکوس بین مالکیت مدیریتی و میزان نگهداری موجودی‌های کالا، به مدیران شرکت‌ها درباره‌ی تعیین راهبردهای اساسی شرکت در مورد شیوهی

- مدیریت موجودی کالا پیشنهاد می‌شود که این رابطه‌ی معکوس را مورد لحاظ قرار دهند.
۲. با توجه به وجود رابطه‌ی معکوس بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری وجه نقد، به مدیران شرکت‌ها درباره‌ی تعیین راهبردهای اساسی شرکت در مورد شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد پیشنهاد می‌شود که این رابطه معکوس را مدنظر قرار دهند.
۳. با توجه به وجود رابطه‌ی معکوس بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری وجه نقد، به اعتباردهندگان شرکت پیشنهاد می‌شود در مورد تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها، این رابطه‌ی معکوس را در تصمیم‌گیری‌ها مؤثر بدانند.
۴. با توجه به وجود رابطه معکوس بین مالکیت مدیریتی و میزان نگهداری موجودی‌های کالا، به مشتریان و خریداران کالاهای شرکت پیشنهاد می‌شود که در خصوص انعقاد قراردادهای خرید کالا، این رابطه معکوس را مدنظر قرار دهند.

#### ۱۰. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- در انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده‌تر و تازه‌تری از موضوع نمایان می‌شود که می‌تواند نقطه آغازی برای پژوهش‌های بعدی باشد. بنابراین با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، پیشنهادهای زیر برای پژوهش‌های بعدی پیشنهاد می‌شود:
۱. با توجه به این که ممکن است شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای شرکت‌ها با عمر متفاوت و در صنایع مختلف، متفاوت باشد، بررسی مجدد این موضوع با در نظر گرفتن نوع صنعت و تفکیک نمونه مورد بررسی بر اساس عمر شرکت به پژوهش‌گران آینده پیشنهاد می‌شود.
۲. با توجه به این که بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و لیزینگ‌ها) از نمونه پژوهش حذف شده بودند، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌گران در آینده تأثیر ساختار مالکیت بر شیوه مدیریت وجوه نقد را در این گروه از شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهند.
۳. به پژوهش‌گران آینده پیشنهاد می‌شود که رابطه‌ی غیرخطی بین ساختار مالکیت با شیوه مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند.

## یادداشت‌ها

- |               |                               |
|---------------|-------------------------------|
| 1. Chung      | 2. Tribo                      |
| 3. Pinkowitz  | 4. Faulkender                 |
| 5. Wang       | 6. Luo                        |
| 7. Ozkan      | 8. Dittmar                    |
| 9. Guney      | 10. Ji                        |
| 11. Cosh      | 12. Hughes                    |
| 13. Hartzell  | 14. Starks                    |
| 15. Dong      | 16. Jain                      |
| 17. Hoshi     | 18. Seifert                   |
| 19. Ferris    | 20. Park                      |
| 21. Cornett   | 22. Chen                      |
| 23. Krautter  | 24. Mikkelson                 |
| 25. Partch    | 26. Kusnadi                   |
| 26. Ferreira  | 27. Vilela                    |
| 28. Stapledon | 29. Harford                   |
| 30. Ameer     | 31. Kumar                     |
| 32. Dhaliwal  | 33. Wang                      |
| 34. Claessens | 35. Mahrt-Smith               |
| 36. Jarrad    | 37. Bokpin                    |
| 38. Carpenter | 39. Kashyap                   |
| 40. Stein     | 41. Variance Inflation Factor |
| 42. Tolerance | 43. Irshad Younas             |

## الف. فارسی

جهانخانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۴). شناسایی و تعیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰: ۲۷-۴۸.

حساس‌یگانه، یحیی؛ جعفری، علی و رسائیان، امیر. (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۹:

۶۶-۳۹

خواجوی، شکراله و رضایی، غلامرضا. (۱۳۹۱). بررسی اثرات مدیریت سود بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، زیر چاپ.

خواجوی، شکرالله؛ بایزیدی، انور و جبارزاده کنگرلوپی، سعید. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و میزان نگهداری دارایی‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۹: ۵۵-۷۶.

رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ و حنجری، سارا. (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۶: ۱۲۵-۱۴۴.

ستایش، محمد حسین و کاظم‌نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۱: ۲۹-۵۱.

محمودآبادی، حمید و رضایی، غلامرضا. (۱۳۹۱). بررسی اثرات مدیریت سود بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *اولین همایش منطقه‌ای رویکردهای نوین حسابداری و حسابرسی*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندر گز: ۱۱۳-۱۲۸.

نمازی، محمد. (۱۳۸۲). نقش پژوهش‌های کیفی در علوم انسانی. *مجله جغرافیا و توسعه*، ۱: ۸۷-۶۳.

نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۳: ۸۳-۱۰۰.

نمازی، محمد؛ زارع حسین‌آبادی، علی و غفاری، محمدجواد. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین تغییرات در موجودی کالا، سودآوری و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲: ۱-۱۸.

## ب. انگلیسی

- Ameer, R. (2010). The role of institutional investors in the inventory and cash management practices of firms in Asia. *Journal of Multi. Fin. Manag*, 20, 126° 143.
- Ameer, R. (2012). Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation: Empirical evidence from Australia. *Review of Accounting and Finance*, 11, 448 ° 467.
- Bokpin, G. A., Isshaq, Z., & Aboagye-Otchere, F. (2011). Ownership structure, corporate governance and corporate liquidity policy: Evidence from the Ghana Stock Exchange. *Journal of Financial Economic Policy*, 3, 262 ° 279.
- Carpenter, R. E., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1994). Inventory investment, internal finance fluctuations, and the business cycle. *Brookings Paper on Economic Activity*, 25, 75° 138.
- Chen, H., Frank, M. Z., & Wu, O. Q. (2005). What actually happened to the inventories of American companies between 1981 and 2000? *Management Science*, 51, 1015-1031.
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. (2009). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming, 34, 571° 596.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81° 112.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance*, 31, 1771° 1794.
- Cosh, A. D., & Hughes, A. (1997). Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholding. *International Journal of Industrial Organization*, 15, 469° 492.
- Dhaliwal, D., & Wang, S. (1992). The effect of book income adjustment in the 1986 alternative minimum tax on corporate reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 15(1), 7-26.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2006). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83, 599-634.

- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111° 133.
- Dong, M., & Ozkan, A. (2007). Institutional investors and directors pay: An empirical study of UK companies. *Journal of Multinational Finance Management*, 18, 16° 29.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash holdings. *Journal of Finance*, 61, 1957° 1990.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10, 295° 319.
- Ferris, S. P., & Park, K. (2005). Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan. *Advances in Financial Economics*, 11, 1° 29.
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2003). Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), id=406721.
- Harford, J., Mansi S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87, 535° 555.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, 58, 2351° 2374.
- Hoshi, T. A., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1990). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33° 60.
- Irshad Younas, Z., Siddiqi, M. W., Rehman, J., & Mehmood, B. (2011). Does disclosure quality reduce default risk? Empirical evidence from Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3, 170-179.
- Jain, R. (2007). Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases. *Journal of Economics and Business*, 59: 406° 429.
- Jarrad, H., Sattar, A., Mansib, William, F., & Maxwellc. (2007). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87, 535.



- Ji, Y., Cheng, M., Lee, C., and Lin, Y. (2012). Ownership structure, excess cash holding, and corporate performance. *Global Economy and Finance Journal*, 5, 1-25.
- Kashyap, A. K., & Stein, C. J. (1993). *Monetary policy and bank lending*. In: Mankiw, G.N. (Ed.). National Bureau of Economics Research Studies in Business Cycle, University of Chicago Press, Chicago.
- Krautter, J. (1999). Inventory theory: New perspectives for corporate management. *International Journal of Production Economics*, 59, 129° 134.
- Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 9, 61-99.
- Kusnadi, Y. (2003). Corporate Cash Holding and Corporate Governance Mechanisms. *Working paper*, Hong Kong University of Science and Technology.
- Luo, Q., & Hachiya, T. (2005). Bank relations, cash holdings, and firm value: Evidence from Japan. *Management Research News*, 28, 61-74.
- Mikkelson, W. H. & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 275-294.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 22, 2103° 2134.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holding and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61, 2725° 2751.
- Seifert, B., Goenc, H., & Wright, J. (2005). The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management*, 15, 171° 191.
- Stapledon, G. P. (1996). *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press.

- Thomas, J., & Zhang, H. (2002). Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7, 163° 187.
- Tribo, J. (2007). Ownership structure and inventory policy. *International Journal of Production Economics*, 108, 213° 220.

