



تأثیر عضویت در ترکیب های تجاری بر سطح نگهداری وجه نقد

دکتر محمدرضا نیک بخت^۱

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه تهران، ایران

امیر فیروزنیا^۲

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل، ایران

سروناز قیطانچیان^۳

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، ایران

حمید کلهرنیا^۴

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۳۱ خرداد ۱۳۹۵؛ تاریخ پذیرش: ۱۳ دی ۱۳۹۵)

وجود ترکیب های تجاری موجب آسانتر شدن انتقال اطلاعات در بین شرکتهای عضو (گروه) می شود و در نتیجه میزان عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا خواهد کرد. همچنین شرکتها با ترکیب تجاری قادر به ایجاد بازارهای سرمایه داخلی که یک راه تأمین مالی بی خطر هست، نیز می باشند تا از این طریق بتوانند مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند. بنابراین، به نظر می رسد شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل، به دلیل اتکا به بازارهای سرمایه داخلی، به طور نسبی کمتر به بازار تأمین مالی خارجی وابسته هستند و ممکن است سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر باشد. این تحقیق به بررسی تأثیر ترکیب تجاری بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ می پردازد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان می دهد که هیچ رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل وجود ندارد. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری متنوع در مقایسه با ترکیب های تجاری غیر متنوع کمتر است. سایر یافته های این تحقیق نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت معنادار وجود دارد. نتایج این مطالعه نشان داد که بین وابستگی به منابع مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد هیچ رابطه معناداری ملاحظه نگردید.

واژه های کلیدی: سطح نگهداری وجه نقد، ترکیب های تجاری، بازارهای سرمایه داخلی، عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی.

¹ mnikbakht@ut.ac.ir

² amir6760@yahoo.com

³ gh.sarv@yahoo.com

⁴ hamid.kalhornia@gmail.com

مقدمه

شرکتها معمولاً مبالغ قابل توجهی از وجه نقد خود را در به دلیل محدودیت های مالی از طریق بازار سرمایه همچون عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات نمایندگی، هزینه های دادوستد و هزینه های تأمین مالی خارجی، نگهداری می کنند [۵۰]. اگرچه وجه نقد نگهداری شده دارای مهمی برای شرکت به حساب می آید، نگهداری این دارایی بیش از اندازه می تواند نشان های از عدم کارایی تخصیص منابع باشد و هزینه هایی را به عهده شرکت تحمیل کند [۴۶]. برخی از هزینه شامل هزینه فرصت سرمایه، هزینه های تأمین مالی خارجی و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت است.

ترکیب های تجاری از جمله پدیده هایی است که در اقتصادهای نوظهور، اقتصادهای توسعه یافته و اقتصاد ایران نقش مهمی بازی می کند. اگرچه اهمیت ترکیب های تجاری قبلاً به طور تجربی اثبات شده است [۵۱]، اما این موضوع به تازگی مورد توجه محققان و پژوهشگران فعال در حوزه دانشگاهی قرار گرفته است و همچنین درک اقتصاددانان از عملکرد ترکیب های تجاری هنوز هم ناچیز است. با این حال به لحاظ قانونی ترکیب های تجاری وجود خارجی ندارند اما از بعد اقتصادی و حسابداری، ترکیب های تجاری واقعیاتی هستند که انکار آنها غیر ممکن است و همچنین دارای یک شخصیت اقتصادی هستند.

همچنین، برای اداره بهتر هر واحد اقتصادی، شناخت کامل خصوصیات و ویژگی های آن واحد ضروری به نظر می رسد. زیرا تصمیم گیری در شرایط عدم شناخت کافی از واحد تحت مدیریت منجر به خسارات جبران ناپذیری به واحد اقتصادی خواهد شد. مدیران شرکتهای عضو ترکیب های تجاری با درک و شناخت ویژگی های منحصر به فرد ترکیب های تجاری می توانند تصمیم گیری مؤثر و کاراتری را در جهت پیشبرد اهداف و فعالیتهای واحد اقتصادی تحت مدیریت خود داشته باشند. ترکیب تجاری، اجتماع واحدها یا فعالیتهای تجاری جداگانه در قالب یک شخصیت گزارشگری است. تقریباً در تمام ترکیبها یک واحد تجاری به عنوان تحصیل کننده، کنترل یک یا چند واحد تجاری تحصیل شده را بدست می آورد [۴]. ترکیب تجاری ممکن است به رابطه اصلی و فرعی منجر شود که در آن، تحصیل کننده، " واحد تجاری اصلی" و تحصیل شده، " واحد تجاری فرعی" نامیده می شود.

با توجه به هزینه های بالای تأمین مالی از خارج گروه، شرکتهای عضو ترکیب های تجاری تمایل به اتخاذ یک استراتژی متنوع دارند و به دنبال ایجاد یک بازار سرمایه داخلی در گروه (تأمین مالی داخلی) هستند [۱۹]. بنابراین، شرکتهای عضو ترکیب های تجاری ایجاد بازارهای سرمایه داخلی که یک راه تأمین مالی بی خطر هست، به طور نسبی کمتر به بازار سرمایه خارجی (تأمین مالی خارجی از گروه) وابسته هستند و به نظر می رسد سطح نگهداشت وجه نقد در ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر باشد. با توجه به موارد ذکر شده، این تحقیق در پی پاسخ به سوال زیر است:

۱. آیا بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد؟
۲. آیا بین وابستگی مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد؟

۳. آیا سطح نگهداری وجه نقد در شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر است؟

۴. آیا سطح نگهداری وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری غیر متنوع کمتر است؟

پیشینه نظری و فرضیه های پژوهش

یکی از مهمترین عوامل نگهداشت وجه نقد مازاد، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از آن است [۵۲]. فرانسیس و همکاران^۱ (۲۰۰۴ و ۲۰۰۵) و ازکان و ازکان^۲ (۲۰۰۴) نشان می دهند افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه نگهداری دارایی های نقدی بالایی را برای شرکتهای ایجاد می کند. به عبارت دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تأمین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود، بنابراین شرکتهای ترجیح می دهند دارایی های نقدی بیشتری نگهداری کنند تا در مواقع لازم وجوه مورد نیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند. از اینرو با توجه به هزینه پایین تر تأمین مالی داخلی، می توان این مسأله را مطرح کرد که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، امکان افزایش میزان نگهداشت وجه نقد نیز وجود دارد. لذا، فرضیه اول تحقیق به صورت زیر خواهد بود:

فرضیه اول: بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

طبق نظریه سلسله مراتبی، مدیریت منابع داخلی تأمین مالی به دلیل هزینه پایین تر بر منابع مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می دهد (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶). این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاهتر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه های سرمایه گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه های سودآور شوند. در این حالت، وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته و بسیار کم باشد. بنابراین، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله نخست، از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید [۳۳]. لذا با توجه به هزینه پایین تر منابع مالی داخلی، این مسأله را می توان مطرح کرد که با افزایش میزان وابستگی مالی خارجی شرکت، سطح نگهداری وجه نقد نیز افزایش یابد. لذا فرضیه دوم تحقیق به صورت زیر خواهد بود:

¹ Francis and et al

² Ozkan and Ozkan

فرضیه دوم: بین وابستگی مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

به احتمال قوی، ترکیب های تجاری سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را کاهش می دهند [۵۱]. برای مثال، هر کجا جریان ناکارایی از اطلاعات شکل گرفته باشد برای شرکتها بسیار گران خواهد بود تا منابع مالی خارجی را برای سرمایه گذاری در شرکت بالا ببرند لذا، شرکت های عضو ترکیب های تجاری تمایل دارند تا یک استراتژی متنوع را اتخاذ کنند و همچنین یک بازار سرمایه داخلی ایجاد کنند [۳۷]. وجود ترکیب های تجاری موجب آسانتر شدن انتقال اطلاعات در بین شرکت های عضو (گروه) می شود و در نتیجه سطح عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می کند. همچنین گروه ممکن است قادر به ایجاد بازارهای سرمایه داخلی که یک راه تأمین مالی بی خطر هست، باشند تا از این طریق بتوانند مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند. بنابراین، این مسأله را می توان مطرح کرد که شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکت های مستقل به طور نسبی کمتر به بازار سرمایه خارجی وابسته هستند و ممکن است سطح نگهداشت وجه نقد در ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکت های مستقل کمتر باشد. لذا می توان فرضیه های زیر را تدوین کرد:

فرضیه سوم: سطح نگهداری وجه نقد در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکت های مستقل کمتر است.

ترکیب های تجاری متنوع در مقایسه با سایر ترکیب های تجاری، با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی متنوع تر، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار می گیرند. در واقع، تنوع ترکیب های تجاری متنوع، سبب شده است تا این گروه ها در مقایسه با گروه های غیر متنوع، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار گیرند و سطح نگهداشت وجه نقد در مقایسه با سایر گروه ها (غیر متنوع) کمتر باشد. همچنین بازارهای سرمایه داخلی در ترکیب های تجاری متنوع در مقایسه با گروه های غیر متنوع از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار می باشد و ریسک تجاری این گروه های نیز در قیاس با گروه های غیر متنوع کمتر است. با این حال، ترکیب های تجاری (اعم از متنوع و غیر متنوع) با اینکه عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را با ایجاد بازارهای سرمایه داخلی کاهش می دهند ولی همچنان در معرض مشکلات اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار دارند [۵۱].

فرضیه چهارم: سطح نگهداری وجه نقد در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری متنوع در مقایسه با شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری غیر متنوع کمتر است.

پیشینه تجربی تحقیق

نتایج پژوهش های کیم و همکاران^۱ (۱۹۹۸)، اپلر و همکاران^۱ (۱۹۹۹)، دیتمار و همکاران^۲ (۲۰۰۳)، فریرا و ویلا (۲۰۰۳)، اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴)، گارسیا ترول و همکاران^۲ (۲۰۰۹) نشان می دهد که

^۱ Kim and et al

میزان نگهداری وجه نقد به طور مثبتی به میزان عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با فرصتهای رشد، اندازه، سررسید بدهیها و روابط بانکی مرتبط است. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان می کنند که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهایی که ارزش آنها بیشتر بر اساس فرصتهای رشدشان تعیین می شود، بیشتر بوده و به علت این که در چنین شرکتهایی هزینه سرمایه بالاست، بنابراین انتظار می رود وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. یافته های جوردن و همکاران (۱۹۹۸) و برگر و همکاران (۲۰۰۱) نشان می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای کوچک، بیشتر است. گیدز و اپلر (۱۹۹۶) و استاس و مایر (۱۹۹۶) به این نتیجه رسیدند که در شرکتهای دارای بدهی های با سررسید کوتاهتر و بدهی بانکی کمتر، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر بوده و انتظار می رود که این شرکتهای میزان وجوه نقد بالایی نگهداری کنند.

بیوسلیتگ و دلف (۲۰۰۷) به بررسی نرخ مؤثر مالیات در شرکتهای عضو گروه تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل در بورس اوراق بهادار بلژیک پرداخته اند. یافته های تحقیق آنها نشان داد که شرکتهای عضو گروه تجاری در بلژیک نسبت به شرکتهای مستقل نرخ مؤثر مالیاتی پایین تری دارند. همچنین دریافتند که در ترکیب های تجاری ارتباط مثبت ضعیف تری بین سود قبل از مالیات و نرخ مؤثر مالیاتی نسبت به شرکتهای مستقل وجود دارد.

هارفورد و همکاران^۴ (۲۰۰۸) با بررسی رابطه ی بین نگهداشت وجه نقد و ساختار راهبری شرکتی، به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای ساختار راهبری شرکتی مطلوب تر و هیات مدیره بزرگ تر و مستقل تر، نگهداشت وجه نقد کمتری دارند و هرچه مالکیت داخلی و درصد مالکیت نهادی شرکت ها بیشتر باشد، نگهداشت وجه نقد بیشتر است.

لویس و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که محافظه کاری حسابداری با میزان استفاده کارتر از میزان نگهداشت وجه نقد در ارتباط بوده و این مطلب بیانگر این امر است که محافظه کاری حسابداری می تواند جایگزینی برای نظارت بیرونی بر شرکت بوده و هزینه های تعارض نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد.

رونی منوس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر عضویت در ترکیب های تجاری بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای هندی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که در مقایسه با شرکتهای مستقل، درصد توزیع سود در شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری کمتر است. همچنین شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکتهای وابسته به سایر ترکیب های تجاری (غیر متنوع) به سهامداران و ذینفعان خود پرداخت می کنند.

¹ Opler and et al

² Dittmar and et al

³ Garcia-Teruel and et al

⁴ Harford and al

لوسی لکورتندو و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی رابطه عضویت در ترکیب های تجاری و سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های بلژیکی پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که در شرکت های عضو ترکیب های تجاری سطح نگهداشت وجه نقد نسبت به شرکت های مستقل پایین تر است.

بیوسلینک و دلوف (۲۰۱۴)، در تحقیق به بررسی مدیریت سود در ترکیب های تجاری در شرکت های بلغاری پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری، مدیریت سود بالاتری در مقایسه با شرکت های مستقل دارند. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد که مدیریت سود در شرکت های با مالکیت کامل (۱۰۰٪) در مقایسه با سایر شرکت های گروه شایع تر است. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که مدیریت سود با انگیزه مالیاتی در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکت های مستقل بیشتر است. در نهایت نتایج این مطالعه نشان می دهد که مدیریت سود در ترکیب های تجاری از طریق معاملات درون گروهی و قیمت گذاری انتقالی صورت می گیرد.

کلیچ (۱۳۹۰)، در تحقیقی به بررسی اثر عضویت در ترکیب های تجاری بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیت های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار پرداخته است. با توجه به نتایج تحقیق، عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه گذاری شرکتها و رفع محدودیت جریان تأمین مالی شرکتها موثر بوده است. پورحیدری و دلدار (۱۳۹۱)، به بررسی تأثیر ترکیب های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اتکا بر تئوری های اصلی تقسیم سود یعنی تئوری علامت دهی، تئوری نمایندگی، تئوری سلسله مراتبی و تئوری چرخه عمر شرکت پرداخته اند. برخلاف پیش بینی ها، نتایج این تحقیق نشان می دهد که میزان سود تقسیمی در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکت های مستقل کمتر است. همچنین، نتایج این تحقیق نشان می دهد که میزان سود تقسیمی در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت های وابسته به سایر گروه ها بالاتر است.

پورحیدری و قاسمی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر عضویت در ترکیب های تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری پرداخته اند. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق بیانگر آن است که بین جریان نقدی و سرمایه گذاری در شرکت های عضو گروه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین یافته ها نشان داد که بین جریان نقدی و سرمایه گذاری در گروه های متنوع نیز رابطه معناداری وجود ندارد، در نتیجه این موضوع بیانگر عدم استفاده شرکت های ایرانی از ظرفیت درونی ترکیب های تجاری می باشد.

مرادی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین عضویت در ترکیب های تجاری و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۰ پرداخته اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که نرخ بازده سهام در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکت های مستقل بیشتر است. همچنین، نتایج این پژوهش نشان می دهد که نرخ بازده سهام در شرکت های وابسته به ترکیب های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر ترکیب های تجاری بالاتر است.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری می باشد و از حیث هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس رویداردی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن همبستگی مقطعی می باشد. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکتها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مزبور از نرم افزار تدبیر پرداز استخراج و با اطلاعات صورت های مالی تطبیق یافت و برای آماده سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزارهای آماری استفاده گردید.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد نظر در این تحقیق، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳، می باشند. شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و به روش تصادفی و حذفی انتخاب شده است. این شرایط عبارتند از:

۱. تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۸۴ و تا پایان سال ۱۳۹۳ نیز در فهرست شرکتهای بورسی باشند.

۲. اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد و سهام آنها مورد معامله مستمر قرار گرفته باشد.

نگاره (۱): آمار کلی شرکت های انتخاب شده به تفکیک صنعت

نام صنعت	تعداد شرکت ها	درصد
خودرو و ساخت قطعات	۲۷	۱۸,۵%
مواد و محصولات دارویی	۲۴	۱۶,۴%
سیمان، آهک و گچ	۱۸	۱۲,۳%
فلزات اساسی	۱۷	۱۱,۶%
محصولات شیمیایی	۱۶	۱۱,۰%
کاشی و سرامیک	۱۰	۶,۸%
سایر محصولات کانی غیر فلزی	۹	۶,۲%
لاستیک و پلاستیک	۹	۶,۲%
ماشین آلات دستگاه های برقی	۵	۳,۴%
محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر	۵	۳,۴%
قند و شکر	۳	۲,۱%
ماشین آلات و تجهیزات	۳	۲,۱%
جمع کل	۱۴۶	۱۰۰%

۳. به منظور افزایش قابلیت مقایسه پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.
با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

مدل و متغیر های تحقیق

در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم تحقیق از مدل (۱) و برای آزمون فرضیه های سوم و چهارم از مدل (۲) استفاده شده است. مدل‌های تحقیق به شرح زیر می‌باشند:

مدل اول تحقیق

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 HLDG_INDV_{it} + \beta_2 DEP_{it} + \beta_3 CASH_{it-1} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل دوم تحقیق

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 HLDG_INDV_{it} + \beta_2 DEP_{it} + \beta_3 BG_{it} + \beta_4 BG-DIV_{it} + \beta_5 CASH_{it-1} + \beta_6 QTOBIN_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

$CASH_{it}$: برابر است با نسبت وجوه نقد به علاوه سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به جمع دارایی‌های شرکت i در سال t .

$HLDG_INDV_{it}$: درصد مالکیت سهامداران اقلیت شرکت i در سال t و معیار عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد؛

DEP_{it} : وابستگی مالی خارجی شرکت i در سال t . در این پژوهش، وابستگی مالی خارجی به عنوان درصدی از رشد در فروش‌ها که نمی‌تواند به وسیله جریانات نقدی آزاد تأمین مالی شود، محاسبه شده است (یک منهای جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات ناشی از رشد در فروش‌ها). به طور خلاصه این متغیر به صورت زیر محاسبه شده است (منوس و همکاران، ۲۰۱۲)

$$DEP_{it} = 1 - \frac{\Delta CFO_{it}}{\Delta Salse_{it}}$$

که در آن؛

ΔCFO_{it} : میزان تغییرات در جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات نقدی، و $\Delta Salse_{it}$: میزان تغییرات در فروش‌ها می‌باشد.

$CASH_{it-1}$: سطح نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال $t-1$ ؛

$Q TOBIN_{it}$: نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t و معیاری برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد؛

CFO_{it} : برابر است با نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی بر جمع دارایی‌های شرکت i در سال t و معیاری برای جریان نقدی شرکت است؛

LEV_{it} : نسبت بدهی ها به ارزش بازار دارایی های شرکت i در سال t است و شاخص اهرم مالی می باشد؛

$SIZE_{it}$: لگاریتم طبیعی جمع فروش های شرکت i در سال t است و شاخص اندازه شرکت است؛
 BG_{it} : یک متغیر دامی است؛ اگر شرکت i در سال t وابسته به ترکیب تجاری باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است.

$BG-DIV_{it}$: یک متغیر دامی است؛ اگر شرکت i در سال t وابسته به ترکیب تجاری متنوع و بزرگ باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است.

تجزیه و تحلیل داده ها

آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی تحقیق اعم از متغیرهای وابسته و یا متغیر اصلی و کنترلی مستقل، از داده های ۱۰ ساله شرکتها (۱۳۸۳-۱۳۹۳) گردآوری شده است. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره (۲) آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی، نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره (۲) آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی، نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
سطح نگهداشت وجه نقد ($CASH_{it}$)	۰/۰۵۲	۰/۰۳۹	۰/۰۵۸	۰/۰۰۰۹	۰/۶۱۵
گروه تجاری ($GOUP_{it}$)	۰/۶۸۲	۱	۰/۴۴۲	۰	۱
درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی ($HLDG_INDV_{it}$)	۰/۲۵۶	۰/۲۰۰	۰/۲۰۹	۰/۰۱۲	۰/۹۴۲
وابستگی مالی خارجی (DEP_{it})	۰/۸۷۲۳	۰/۹۱۲۶	۱/۹۶۱۶	-۱۰/۶۸۳۷	۱۰/۷۶۲۹
سطح نگهداشت وجه نقد سال قبل ($CASH_{it-1}$)	۰/۰۶۰۴	۰/۰۳۷۴	۰/۰۷۱۰	۰/۰۰۰۶	۰/۵۱۵۸

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
اهرم مالی (LEV _{it})	۰/۶۴۲	۰/۶۵۳	۰/۱۵۹	۰/۱۲۴	۰/۹۶۸
اندازه شرکت (SIZE _{it})	۱۴/۷۰۲	۱۴/۳۱۹	۱/۲۸۳	۱۰/۴۲۳	۱۸/۱۱۹
نسبت کیو توبین (QTOBIN)	۱/۶۲	۱/۲۷	۱/۰۹۵	۹/۲۰۵	۰/۷۳۵
جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO _{it})	۰/۱۲۷	۰/۱۱۵	۰/۱۴۳	-۰/۳۰۵	۰/۸۶۱

میانگین سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های نمونه تقریباً ۵٪ می‌باشد. این رقم نشان می‌دهد مقدار نقدینگی در شرکت‌های نمونه به طور متوسط معادل ۵ درصد دارایی‌ها است. میانگین (انحراف معیار) نسبت کیوتوبین نیز تقریباً ۱/۶۲ (۱/۲۷) است. این نشان می‌دهد که به طور متوسط ارزش بازار دارایی‌های شرکت ۱/۶۲ برابر ارزش دفتری آنها است.

میانگین درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی تقریباً ۲۶٪، میانه ۲۰٪، دارای حداقل مقدار ۱٪ و حداکثر مقدار ۹۴٪ که انحراف معیاری در حدود ۲۱٪ دارد. این نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه، درصد کمی از سرمایه‌گذاران غیر نهادی را در اختیار دارند. میانگین سطح وابستگی مالی خارجی تقریباً ۸۷٪ و میانه‌ای در حدود ۹۱٪ دارد. مقدار انحراف معیار آن ۱/۹۶۱ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب ۱۰/۶۸۳۷ و ۱۰/۷۶۲۹ است. این مویید این مطلب است که شرکت‌های نمونه به طور متوسط از وابستگی مالی خارجی بالایی برخوردارند. همچنین، میانگین (انحراف معیار) شاخص اهرم مالی نیز تقریباً ۶۴٪ (۱/۱۶) است. این نشان می‌دهد که به طور متوسط معادل ۶۴٪ ساختار دارایی‌های شرکت‌های مورد مطالعه از بدهی تشکیل شده است.

آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرضیه‌های زیر بنایی رگرسیون مورد استفاده در این تحقیق، مورد بررسی قرار گرفت. اولین شرط استفاده از رگرسیون این است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. بدین منظور از آزمون آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون بیانگر نرمال بودن توزیع داده‌هاست. برای بررسی عدم وجود خود همبستگی متغیرهای مستقل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره باید نزدیک ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده‌ها و اگر نزدیک به ۴ شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده‌های متوالی است. به طور کلی اگر آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، می‌توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

برای بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل از شاخص پراکندگی^۱ و عامل تورم واریانس^۲ استفاده شد. هر چه پراکندگی کم باشد اطلاعات مربوط به متغیر کم بوده و مشکلاتی در استفاده از رگرسیون ایجاد می شود. عامل تورم واریانس نیز معکوس پراکندگی بوده و هر چقدر افزایش یابد باعث می شود واریانس ضرایب رگرسیون افزایش یافته و رگرسیون را برای پیش بینی نامناسب می سازد. تجربیات عملی حاکی از این است که اگر عامل تورم واریانس (VIF) بزرگتر از عدد ۵ باشد، مبین وجود یک اخطار احتمالی است و در صورتی که بزرگتر از ۱۰ باشد، یک اخطار جدی را یادآور می شود و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت هم خطی چندگانه به صورت ضعیفی برآورد شده اند. وقتی پراکندگی نزدیک به صفر است، همبستگی چندخطی بالایی وجود دارد و انحراف استاندارد رگرسیون متورم خواهد شد.

آزمون فرضیه اول تحقیق

"بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد". در نگاره (۷)، ضریب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی ($HLDG_INDV_{it}$) معادل ۰/۰۸۷ و آماره t معادل ۳/۴۱۵ می باشد که در سطح (۰/۰۱۷) معنادار می باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. لذا فرضیه اول این تحقیق تأیید می شود. در واقع، بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداری وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم تحقیق

"بین وابستگی مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد". در نگاره (۷)، ضریب متغیر وابستگی مالی خارجی (DEP_{it}) معادل -۰/۰۱۴ و آماره t معادل -۱/۰۰۲ می باشد که با توجه به سطح معناداری (۰/۲۵۱)، هیچ رابطه معناداری بین وابستگی مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد وجود ندارد. این نشان می دهد که در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین تأمین مالی بیرونی و سطح نگهداری وجه نقد رابطه ای وجود ندارد. همچنین نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی این تحقیق نشان می دهد که بین سطح نگهداری وجه نقد سال قبل ($CASH_{it-1}$) و جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO_{it}) با سطح نگهداری وجه نقد ($CASH_{it}$) یک رابطه مثبت و معنادار به ترتیب در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد وجود دارد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت کیو توبین با سطح نگهداری وجه نقد هیچ رابطه معناداری مشاهده نگردید.

¹ Tolerance

² Variance Inflation Factor

نگاره (۷): نتایج آزمون فرضیه های اول و دوم تحقیق

QTOBIN _{it} + 5 CASH _{it-1} + 4 DEP _{it} + 3 HLDG_INDV _{it} + 2 CASH _{it} = 0 + 1 LEV _{it} + 7 SIZE _{it} + it CFO _{it} + 6					
VIF	Tolerance	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر
-	-	۰/۰۰۰	-۴/۶۱۵	-۰/۰۷۱	مقدار ثابت
۱/۱۱۶	۰/۸۱۷	۰/۰۱۷	۳/۴۱۵	۰/۰۸۷	HLDG_INDV _{it}
۱/۲۴۹	۰/۹۱۷	۰/۲۵۱	-۱/۰۰۲	-۰/۰۱۴	DEP _{it}
۳/۸۵۲	۰/۳۱۵	۰/۰۰۰	۱۴/۱۱۹	۰/۲۸۲	CASH _{it-1}
۱/۹۶۲	۰/۸۱۵	۰/۱۲۴	۱/۸۱۷	۰/۰۲۱	QTOBIN _{it}
۳/۷۵۳	۰/۲۸۹	۰/۰۰۰	۱۰/۵۱۶	۰/۲۹۶	CFO _{it}
۱/۷۸۲	۰/۶۱۹	۰/۵۱۶	-۰/۷۱۵	-۰/۰۱۴	LEV _{it}
۱/۲۵۲	۰/۸۱۳	۰/۲۱۹	۱/۰۷۲	۰/۰۲۳	SIZE _{it}
۹۶/۲۱۹	آماره F		۰/۴۵۲	ضریب تعیین تعدیل شده	
۰/۰۰۰	سطح معناداری		۱/۸۷۶	آماره دوربین واتسون	

آزمون فرضیه سوم

"سطح نگهداری وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر است." در نگاره (۸)، ضریب متغیر ترکیب تجاری (BG_{it}) معادل -۰/۰۲۳ و آماره t معادل -۱/۱۱۹- می باشد و با توجه به سطح معناداری متغیر مستقل (۰/۲۸۴)، هیچ رابطه معناداری بین سطح نگهداری وجه نقد در ترکیب های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل ملاحظه نگردید. لذا فرضیه سوم این تحقیق رد می شود. نتایج این تحقیق با تحقیق لوکوروتندو و همکاران (۲۰۱۴) سازگار نیست ولی با نتایج حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۰) و مدیری (۱۳۹۴) سازگار است.

آزمون فرضیه چهارم

"سطح نگهداری وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری غیر متنوع کمتر است." در نگاره (۸)، ضریب متغیر گروه تجاری (BG₋ DIV_{it}) معادل -۰/۰۶۲ و آماره t معادل -۲/۰۴۹- می باشد که در سطح (۰/۰۳۷) معنادار می باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. لذا فرضیه چهارم این تحقیق تأیید می شود. در واقع، سطح نگهداری وجه نقد در شرکتهای

عضو ترکیب های تجاری متنوع در مقایسه با شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری غیر متنوع کمتر است.

همچنین نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی این تحقیق نشان می دهد که بین سطح نگهداری وجه نقد سال قبل ($CASH_{it-1}$) و جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO_{it}) با سطح نگهداری وجه نقد ($CASH_{it}$) یک رابطه مثبت و معنادار به ترتیب در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد وجود دارد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت کیو توبین با سطح نگهداری وجه نقد هیچ رابطه معناداری مشاهده نگردید.

نگاره (۸): نتایج آزمون آماری فرضیه های تحقیق سوم و چهارم

$BG-DIV_{it} + 5 BG_{it} + 4 DEP_{it} + 3 HLDG_INDV_{it} + 2 CASH_{it} = 0 + 1$ $LEV_{it} + 9 SIZE_{it} + 8 CFO_{it} + 7 QTOBIN_{it} + 6 CASH_{it-1}$					
VIF	Tolerance	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر
-	-	۰/۰۰۰	-۴/۹۸۲	-۰/۰۹۲	مقدار ثابت
۱/۲۱۵	۰/۸۲۷	۰/۰۴۳	۳/۰۲۱	۰/۰۷۲	AI_{it}
۱/۱۰۹	۰/۹۵۳	۰/۶۱۸	-۰/۴۱۵	-۰/۰۰۶	DEP_{it}
۱/۳۲۷	۰/۷۲۵	۰/۲۸۴	-۱/۱۱۹	-۰/۰۲۳	BG_{it}
۱/۸۹۳	۰/۶۹۳	۰/۰۳۷	-۲/۰۴۹	-۰/۰۶۲	BG_DIV_{it}
۳/۸۲۶	۰/۳۲۶	۰/۰۰۰	۱۲/۰۲۸	۰/۲۵۳	$CASH_{it-1}$
۱/۵۱۶	۰/۹۱۸	۰/۱۰۴	۱/۹۰۶	۰/۰۳۱	$QTOBIN_{it}$
۳/۱۱۸	۰/۲۷۳	۰/۰۰۰	۱۴/۱۰۹	۰/۳۱۶	CFO_{it}
۱/۴۳۳	۰/۵۱۸	۰/۶۳۷	-۰/۸۱۹	-۰/۰۱۱	LEV_{it}
۱/۰۳۴	۰/۷۸۲	۰/۱۸۳	۱/۹۳۷	۰/۰۳۴	$SIZE_{it}$
۱۰۱/۰۳۷	آماره F		۰/۴۷۶	ضریب تعیین تعدیل شده	
۰/۰۰۰	سطح معناداری		۱/۹۲۳	آماره دوربین واتسون	

نتیجه گیری

ترکیب های تجاری برای شرکتهای تشکیل دهنده ترکیب تجاری پیامدهای مثبت زیادی می تواند داشته باشد. کاهش نرخ مؤثر مالیاتی، دسترسی به بازار سرمایه داخلی و همچنین کمتر بودن سطح نگهداری وجه نقد از جمله این موارد است [۷]. شرکتهای عضو ترکیب های تجاری با ایجاد بازارهای تأمین مالی درون گروهی که یک راه تأمین مالی بی خطر هست، به طور نسبی کمتر به بازار تأمین مالی

خارجی (تأمین مالی خارج از گروه) وابسته هستند و به نظر می‌رسد سطح نگهداری وجه نقد در ترکیب های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر باشد.

هدف اصلی این تحقیق، بررسی اثر ترکیب های تجاری بر سطح نگهداشت وجه نقد است. نتایج پژوهشهای کیم و همکاران (۱۹۹۸)، اپلر و همکاران (۱۹۹۹)، دیتمار و همکاران (۲۰۰۳)، فریرا و ویلا (۲۰۰۳)، اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴)، گارسیا ترول و همکاران (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که میزان نگهداری وجه نقد به طور مثبتی به میزان عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با فرصتهای رشد، اندازه، سرسید بدهیها و روابط بانکی مرتبط است. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهایی که ارزش آنها بیشتر بر اساس فرصتهای رشدشان تعیین می‌شود، بیشتر بوده و به علت این که در چنین شرکتهایی هزینه سرمایه بالاست، بنابراین انتظار می‌رود وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. یافته‌های جوردن و همکاران (۱۹۹۸) و برگر و همکاران (۲۰۰۱) نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای کوچک، بیشتر است. گیدز و اپلر (۱۹۹۶) و استاس و مایر (۱۹۹۶) به این نتیجه رسیدند که در شرکتهای دارای بدهی‌های با سرسید کوتاهتر و بدهی بانکی کمتر، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر بوده و انتظار می‌رود که این شرکتهای میزان وجوه نقد بالایی نگهداری کنند. نتایج کلیه تحقیق‌های بالا حاکی از تأیید این پیشینه نظری است که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سطح نگهداری وجه نقد افزایش می‌یابد و چونکه شرکتهایی که ترکیب تجاری انجام می‌دهند، با عدم تقارن اطلاعاتی کمتری مواجه می‌شوند، از اینرو انتظار می‌رود که سطح نگهداری وجه نقد پایین‌تری نیز داشته باشند. همچنین در مقایسه با تحقیقات ذکر شده، تحقیق فعلی به مقایسه سطح نگهداشت وجه نقد در ترکیب‌های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل می‌پردازد.

همچنین در این پژوهش در مقایسه با تحقیق لوکورتندو و همکاران (۲۰۱۴)، عوامل دیگری همچون عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی به منابع خارجی نیز مدنظر قرار گرفته است در حالی که در تحقیق مشابه این موارد لحاظ نگردیده است. در حقیقت، در این مطالعه اشاره شده است که چون ترکیب های تجاری عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تر و وابستگی مالی خارجی کمتری (به دلیل بازار های سرمایه داخلی) دارند، لذا به نظر می‌رسد که سطح نگهداشت وجه نقد در آنها پایین‌تر باشد در حالی که در تحقیق لوکورتندو و همکاران (۲۰۱۴)، هیچ اشاره ای به آنها نشده است. همچنین در این تحقیق در مقایسه با پژوهش حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۰)، به طور خاص برخی متغیرها در ترکیب های تجاری ررسی شده است در حالی که در تحقیق حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۰)، پژوهش در کل شرکتهای بورس تحقیق انجام شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری نشان می‌دهد که هیچ رابطه معناداری بین سطح نگهداری وجه نقد در ترکیب های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل ملاحظه نگردید. همچنین نتایج نشان داد که سطح نگهداری وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر ترکیب های تجاری کمتر است. سایر یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداری وجه نقد رابطه مثبت معنادار وجود دارد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که هیچ رابطه معناداری بین وابستگی مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد

وجود ندارد. این نشان می‌دهد که در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین تأمین مالی بیرونی (خارج از گروه) و سطح نگهداری وجه نقد رابطه ای وجود ندارد.

پیشنهادهای کاربردی تحقیق

مهمترین پیشنهادات این تحقیق را می‌توان به شکل زیر خلاصه نمود:

۱. به فعالان بازارهای مالی توصیه می‌شود به این مورد توجه کنند که شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل سطح نگهداشت وجه نقد متفاوتی ندارند. در حقیقت نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکتهای عضو ترکیب های تجاری سطح نگهداشت وجه نقد پایین تری در مقایسه با شرکتهای مستقل ندارند. لذا این مورد را در تصمیم‌گیری های خود مد نظر قرار دهند.
۲. به سرمایه‌گذاران، فعالان بازارهای مالی و مدیران واحدهای تجاری توصیه می‌شود که به این مورد توجه کنند که در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری که میزان درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی (خرد) بالاتری دارند (سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری دارند)، سطح نگهداشت وجه نقد بالاتری نیز دارند.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

بر خلاف اینکه در سطح بین‌الملل تحقیقات زیادی در ارتباط با ترکیب های تجاری صورت پذیرفته است اما تا به حال تحقیقات وسیعی در زمینه ترکیب‌های تجاری در ایران انجام نپذیرفته است. لذا برای تحقیقات بیشتر، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. در تحقیقات آتی به طور مفصل پیامدهای عضویت در ترکیب های تجاری مثل انگیزه‌های مالیاتی، تقسیم ریسک بحران مالی و.. مورد بررسی قرار گیرد.
۲. برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از سایر معیارها مثل دامنه پیشنهادی قیمت خرید و فروش سهام استفاده گردد..
۴. پژوهش حاضر در صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود و نوع صنعت را نیز مورد بررسی قرار گیرد.

محدودیت‌های تحقیق

محدودیت‌های این پژوهش به شکل زیر بوده است:

۱. در این تحقیق، برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران خرد استفاده شده است و مالکیت‌های غیر مستقیم به دلیل عدم امکان ردیابی در محاسبات لحاظ نشده است که این امر می‌تواند بر نتایج تحقیق تأثیر گذارد.
۲. با توجه به عدم شفافیت در بخش سرمایه‌گذارهای بلندمدت، ساختار مالکیت و یادداشت‌های پیوست صورتهای مالی، تشخیص شرکتهای وابسته به ترکیب تجاری (شرکتهای فرعی) در برخی ترکیب‌ها میسر نبود و این امر ممکن است نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار داده باشد.

۳. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج به سایر واحدهای اقتصادی باید با احتیاط انجام شود.
۴. با توجه به استفاده از داده‌های مالی حسابرسی شده، طبیعی است که کیفیت نتایج این پژوهش تحت تأثیر کیفیت حسابرسی صورتهای مالی قرار گیرد.

فهرست منابع

۱. احمدپور، احمد و عجم، مریم. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه‌ی بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران**، شماره ۱۱، صص ۱۰۷-۱۲۴.
۲. احدی سرکانی، یوسف. و سنگ پهنی، هاجر. و دسینه، مهدی. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه عوامل درون شرکتی و برون شرکتی با نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۲۳، صص ۱۷-۳۵.
۳. احمدپور، احمد و امیر رسانیان. (۱۳۸۵). "بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله علوم انسانی و اجتماعی**، شماره ۶، صص ۳۸-۱۳.
۴. استانداردهای حسابداری ایران (۱۳۹۰). **نشریه شماره ۱۶۰ مجموعه استانداردهای حسابداری ایران**، تهران، سازمان حسابرسی ایران.
۵. افلاطونی، عباس، نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). **کاربرد اقتصاد سنجی در تحقیقات حسابداری**. مدیریت مالی و علوم اقتصادی، تهران، انتشارات ترمه، چاپ اول.
۶. پورحیدری، امید؛ دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر ترکیب های تجاریبر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **حسابداری مدیریت**، شماره ۱۴، صص ۶۷-۹۴.
۷. پور حیدری، امید؛ فدوی، محمدحسن. (۱۳۹۲). "ترکیب های تجاری؛ واقعیت اقتصادی ناشناخته". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۸، صص ۸۲-۷۰.
۸. تاری وردی، بداله و رضا داغانی. (۱۳۸۹). "بررسی روشهای سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه شرکت در بازار سرمایه"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۱۷، صص ۷۰-۵۹.
۹. حافظنیا، محمدرضا. (۱۳۸۷). **مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی**. تهران، چاپ سمت.
۱۰. رحیمیان، نظام الدین، قربانی، محمود و کیوانی، شعبان. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران" **فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری**، شماره ۱۳، صص ۷۴-۵۵.

۱۱. رسائیان، امیر. و رحیمی، فروغ. و حنجری، سارا. (۱۳۸۹). "تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران". **پژوهش های حسابداری مالی**، زمستان ۱۳۸۹، شماره ۴، صص ۱۴۴-۱۲۵.
۱۲. سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۴). **قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا.** . فصل اول، بند ۲۷، ماده ۱. تهران، انتشارات بورس اوراق بهادار تهران.
۱۳. صلواتی، شاپور و رسائیان، امیر. (۱۳۸۶). " بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران". **پژوهش های حسابداری مالی**، شماره ۲، صص ۳۳-۲۰.
۱۴. قربانی، سعید و مجتبی عدیلی. (۱۳۹۱). "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی". **دانش حسابداری**، شماره ۸، صص ۱۳۱ تا ۱.
۱۵. کلیچ، محسن. (۱۳۹۰). "بررسی اثر ترکیب های تجاری بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیت های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار". **همایش بررسی ابعاد و تحول روشهای تأمین مالی در کشور با تأکید بر نقش بانک، بیمه و بازار سرمایه**، تهران.
۱۶. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۹۰). تهران، **استاندارد های حسابداری ایران**. نشریه شماره ۱۶۰، انتشارات سازمان حسابرسی.
۱۷. مهرانی، ساسان، شیخی، کیوان و پارچین، سید مهدی. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت سرمایه". **پژوهش های تجربی حسابداری**، شماره ۷، صص ۳۳-۱۷.
۱۸. مهرانی، کاوه. حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). "کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجه نقد". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۵، صص ۱۲۷-۱۰۵.
۱۹. مرادی، مهدی، دلداری، مصطفی و محمدپور، مجتبی. (۱۳۹۳). "رابطه عضویت در گروه های تجاری و بازده سهام". **پژوهش های حسابداری مالی**، شماره ۲۲، صص ۱۰۸-۸۹.
۲۰. نوفرستی، محمد (۱۳۸۶). **آمار در اقتصاد و بازرگانی**. تهران، نشر رسا.
21. Ahmed AL-Dhamari, Redhwan. and Ku Ismail, KuNor Izah.(2014), "An investigation into the Effect of Surplus Free Cash Flow, Corporate Governance and Firm Size on Earnings Predictability". **International Journal of Accounting and Information Management**, Vol.22, No.2, pp.118-133.
22. Barclay M. and Smith C. Jr. (1995). "The Athurity Structure of Corporate Debt". **Journal of Finance** Vol. 50, pp. 609-31.
23. Bruch, T.H. and Bromiley, P. and Hendrickx, M (2000). "The Free Cash Flow Hypothesis For Sales Growth and Firm Performance," **Strategic Management Journal**. Vol.21, No.4, pp.445-472.
24. Bukit, RB. and Iskandar, T.M.(2009). "Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee". **International Journal of Economics and Management**, Vol.3, No.1, pp.204-223.

25. Cheung, S.Y.L. and Chan, B.Y (2004). "Corporate Governance in Asia". **Asia Pacific Development Journal**, Vol.11, No.2, pp.1-32.
26. Chung, R. and Firth, M. and Kim, J.B (2005), "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring". **Journal of Business Research**, Vol.58, No.6, pp.766-776.
27. Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and the value of Cash Holdings". **Journal of Financial Economics**, Vol.83, No.3, pp.599-634.
28. Drobetz, W, M.Gruninger and S.Hirschvogel. (2010). "Information Asymmetry and the Value of Cash". **Journal of Banking & Finance**, Vol 34, pp.2168-2184.
29. Drobetz, W, M.Gruninger, (2007). "Corporate cash holdings: evidence from Switzerland". **swiss society for financial market research**.
30. Francis, Jennifer; LaFond, Ryan; Olsson, Per; Schipper, Katherine. (2004). "Costs of Equity and Earnings Attributes". **Accounting Review**, 79, 967-1010.
31. Fisman, R. (2001). "Estimating the Value of Political Connections". **American Economic Review**, 91, 1095-1102.
32. Francis, Jennifer. and Olsson, Per. and Schipper, Katherine. (2005). "Earnings Quality". **Foundations and Trends in Accounting**, Vol.1, No.4, pp.259-340.
33. Ferreira, M., and Vilela, A. (2004). "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries". **European Financial Management**, 10 (2), 295-319.
34. Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings", **Journal of Accounting and Finance**, Vol 49, pp.95-115.
35. Gul, F.A (2001), "Free Cash Flow, Debt-Monitoring and Managers' LIFO/FIFO Policy Choice". **Journal of Corporate Finance**, Vol.7, No.4, pp.475-492.
36. Gul, F.A. and Tsui, J.S.L (2001), "Free Cash Flow, Debt-Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership". **Auditing**, Vol.20, No.2, pp.71-84.
37. Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A., (2007). "Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups". **Journal of Financial Economics**, Vol. 86, p.p.759-795.
38. Harford, Jarrad. and Maxwell, William F (2006). "Corporate Governance and Firm Cash Holdings". working paper.
39. Hoshi, T., Kasyap, A. & Scharfstein, D. (1990). "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship". **University of Chicago Press**.
40. Jani E. Hoesli M. Bender A. w.d. (2004). "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts". available: [atwww.ssrn.com](http://www.ssrn.com), id= 563863.
41. Jensen, M.C (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". **The American Economic Review**, Vol.76, No.2, pp.323-329.
42. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**, Vol.3, No.4, pp.305-360.
43. Khanna, T. & Yafeh, Y. (2005). "Business Groups and Risk Sharing Around the World". **Journal of Business**, 78, 301-340.

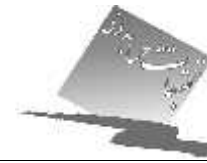
44. Keister, L. (2000). "Chinese Business Groups: "The Structure and Impact of Interfirm Relations during Economic Development". Oxford University Press.
45. Kim, C. S., D. Mauer, and A. E. Sherman. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 33, pp. 335-359.
46. Lee, K.W. and Lee, C.F. (2009), "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation". **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, Vol.12, No.3, pp.475-508.
47. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings". **Journal of Financial Economics**, No 52, pp. 3-46.
48. Ozkan, A., and N. Ozkan. (2004). "corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies". **Journal of Banking and Finance**, 28, pp. 2103-2134.
49. Richardson, S. (2006). "Over-Investment of Free Cash Flow". **Review of Accounting Studies**, Vol.11, No.2, pp.159-189.
50. Rosy Locorotondo and Nico Dewaelheyns and Cynthia Van Hulle. (2014), "Cash holdings and business group membership". **Journal of Business Research**, Vol. 67, pp. 316-323.
51. Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J., Green. (2012). "Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms". **International Review of Economics and Finance**, Vol. 21, pp. 42-56.
52. Subramaniam, Venkat, Tony T. Tang Heng Yue, Xin Zhou (2011). "Firm structure and corporate cash holdings". **Journal of Corporate Finance**, No 17, pp.759-773.
53. Titman, S.H. and Wessels, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice. **Journal of Finance**, Vol.43, No.1.
54. Vogt, S.C. (1994). "The Cash Flow/ Investment Relationship: Evidence From US Manufacturing Firms". **Financial Management**, Vol.23, No.2, pp.3-20.
55. Van der Molen, R. & Lensink, R. (2005). "Group Affiliation and Firm Risk: Evidence from Indian Stock Returns". working paper, University of Groningen.

سایت رسمی www.iaaaar.com

تلفکس ۴۴۸۴۴۹۷۵ - ۴۴۸۴۴۷۰۵

پست الکترونیک iranianaa@yahoo.com

سایت انجمن حسابداری ایران www.iranianaa.com



The Effect of Business Combinations on the Level of Cash Holdings

Mohammad Reza Nik Bakht (PhD)¹©

Associate Professor of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

Amir Firooznia²

PhD Student in accounting, Azad University, Babol Branch, Babol, Iran

Sarvenaz Gheytaichian³

PhD Student in Accounting, Azad University, Jonoob Branch, Tehran, Iran

Hamid Kalhornia⁴

PhD student of accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

(Received: 20 June 2016; Accepted: 2 January 2017)

Business combinations make it easier to transfer information between member companies (groups) and therefore will reduce the information asymmetry. The business combination is also able to create domestic capital markets that are a safe way of financing so that they can mitigate the problem of information asymmetry and dependence on external financing. This study examines the effect of business combination on the level of cash holdings in Tehran Stock Exchange during the years 2007 to 2015. The Multiple linear regression was used to test research hypotheses. The results showed that no significant relationship found between the level of cash holdings in business combination companies in comparison independent firms. The results of this study also show that cash holdings in companies in diverse industries is than less diversified ones compared to other business combinations. Other findings of this study showed that there is a significant positive relationship between information asymmetry and cash holdings. Also dependence on external financial resources and the level of cash holdings has no significant relationship with each other.

Keywords: Level of Cash Holdings, Business Combinations, Internal Capital Markets, Information Asymmetry, Dependence on External Financing.

¹ mnikbakht@ut.ac.ir (Corresponding Author)

² amir6760@yahoo.com

³ gh.sarv@yahoo.com

⁴ hamid.kalhornia@gmail.com