



فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت  
سال دهم / شماره ۳۹ / پائیز ۱۴۰۰

## آزمون نظریه ذینفعان در سیاست سرمایه در گردش

### حامد ریاضی

دانش آموخته مقطع دکتری رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.  
hamyas15@gmail.com

### هاشم نیکومرام

استاد رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
nikoomaram@srbiau.ac.ir

### حمیدرضا کردلوئی

دانشیار رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، تهران، ایران.  
Hamidreza.kordlouie@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۲/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۲/۲۲

### چکیده

شناخت عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد از منظر تعیین سیاست سرمایه در گردش شرکت حائز اهمیت فراوان است. در پژوهش حاضر به آزمون نظریه ذینفعان در سیاست سرمایه در گردش پرداخته شده است. در این راستا از متغیرهای سطح نگهداشت وجه نقد و میزان نقدینگی (به عنوان معیار و میزان رعایت متغیر سرمایه در گردش) و شاخص رفاه کارکنان (به عنوان معیار نظریه ذینفعان) جهت انجام پژوهش استفاده شده است. پرسش پژوهشی تحقیق حاضر این است که آیا سطح نگهداشت وجه نقد و نقدینگی شرکت تحت تاثیر سطح رفاه کارکنان شرکت قرار دارد یا خیر؟ جامعه آماری شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که تعداد ۱۶۸ شرکت از این جامعه به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده است. به منظور انجام تحلیل‌های آماری در پژوهش حاضر از روش رگرسیون خطی به روش پانل- اثرات ثابت در نرم افزار اقتصاد سنجی Eviews استفاده شده است. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش نشان می‌دهد که سطح نگهداشت وجه نقد و میزان نقدینگی شرکت تابعی مستقیم از سطح رفاه کارکنان شرکت است.

**واژه‌های کلیدی:** نظریه ذینفعان، سیاست سرمایه در گردش، سطح رفاه کارکنان شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد.

## ۱- مقدمه

در پژوهش حاضر به بررسی تجربی بکارگیری نظریه دینفعان در سیاست سرمایه در گردش شرکتهای فعال در TSE<sup>۱</sup> پرداخته می شود تا به این پرسش پاسخ داده شود که آیا شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران در اتخاذ سیاستهای مالی خود به نظریه دینفعان توجه می کنند یا خیر؟

در این پژوهش با استفاده از متغیرهای سطح نگهداشت وجه نقد (به عنوان معیار و میزان رعایت متغیر سرمایه در گردش) و شاخص رفاه کارکنان (به عنوان معیار نظریه دینفعان) به آزمون نظریه دینفعان در سیاست سرمایه در گردش پرداخته شده است.

شاخص رفاه کارکنان بر نوع سیاستهای مالی اتخاذ شده از سوی شرکتها و به ویژه سطح نگهداشت وجه نقد موثر است. از لحاظ تئوریک، تامین رفاه کارکنان (به عنوان یکی از گروههای دینفع)، در گرو برخورداری از سطح مطلوب نگهداشت وجه نقد است زیرا در صورت وجود نقدینگی می توان به تعهدات در قبال کارکنان شامل بهبود شرایط کاری، اعطای مزایای شغلی، طرحهای بازنشستگی و پرداختهای مالی مناسب عمل نمود. لذا نوع سیاست مالی یک شرکت در رابطه با سطح نگهداشت وجه نقد را می توان متأثر از تصمیمات اقتصادی راجع به گروههای دینفع دانست.

شرکتهایی که در راستای ایفای تعهدات خود در زمان آتی، اقدام به افزایش سطح نگهداشت وجه نقد در زمان کنونی می نمایند، جزء شرکتهای محافظه کار محسوب می شوند و انتظار می رود در آینده نیز با بحرانهای مالی مختلف مواجه نشوند و بدین ترتیب بتوانند پاسخ گوی منافع گروههای مختلف دینفع به ویژه کارکنان باشند. بنابراین عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکتهای فعال در بازار سهام، حائز اهمیت می باشد و به گروه های مختلف دینفع کمک می کند تا بتوانند تصمیمات اقتصادی خود را با دقت بیشتری اتخاذ نمایند. از سوی دیگر تحقیقات قبلی نشان می دهد که نحوه مدیریت کارکنان، عملکرد مالی و قیمت سهام شرکت و جریان نقد آتی را تحت تاثیر قرار می دهد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۵). با این وجود تا کنون در تحقیقات انجام شده، شواهد چندانی در خصوص بررسی تاثیر شاخصهای رفاه کارکنان بر سیاستهای مالی نظیر سیاست نگهداشت وجه نقد وجود ندارد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

## ۲-۱- نظریه دینفعان

نظریه دینفعان، یکی از نظریه های مطرح شده در حوزه حاکمیت شرکتی (نظام راهبری) می باشد. این نظریه برای اولین بار در سال ۱۹۸۴ توسط فریمن<sup>۲</sup> ارائه گردید. وی تئوری عمومی شرکت را مطرح نمود و پاسخ گویی شرکت نسبت به گروه وسیعی از دینفعان را پیشنهاد کرد. از آن زمان به بعد ادبیات بیشتری در این مورد مطرح شده است. اساس تئوری دینفعان این است که شرکتها بسیار بزرگ شده اند و تاثیر آنها بر جامعه آن چنان عمیق است که باید علاوه بر سهام داران در برابر بخش های گسترده تری از جامعه پاسخ گو باشند. طرفداران نظریه دینفعان معتقد هستند که شرکتها در گزارشگری مالی خود علاوه بر نیازهای اطلاعاتی سهام داران باید به نیازهای اطلاعاتی سایر دینفعان نیز توجه کنند. برای این منظور لازم است شرکتها علاوه بر صورتهای مالی سنتی (ترازنامه و صورت سود و زیان و غیره) گزارش های دیگری نظیر صورت ارزش افزوده، گزارش استخدام و اشتغال، گزارش مبادلات پولی با دولت، گزارش معاملات ارزی، گزارش مشتریان احتمالی و گزارش اهداف آتی را تهیه و به صورت داوطلبانه ارائه نمایند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۲).

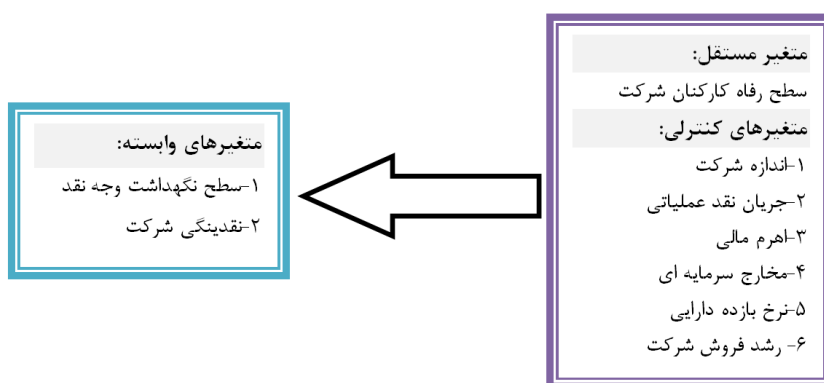
## ۲-۲- سیاست سرمایه در گردش

منظور از مدیریت سرمایه در گردش نحوه مدیریت دارایی های جاری و بدهی های جاری در شرکت می باشد. سیاستهای مدیریت سرمایه در گردش به دو دسته محافظه کارانه و جسورانه قابل تقسیم می باشد. سیاست محافظه کارانه در ارتباط با مدیریت داراییهای جاری به معنای نگهداری بیشتر نقدینگی در شرکت می باشد و در ارتباط با بدهی های جاری به معنای استفاده از وام های بلندمدت بانکی به جای استفاده از وام های کوتاه مدت است. سیاست جسورانه در ارتباط با داراییهای جاری به معنای نگهداری کمتر نقدینگی است و در ارتباط با بدهی های جاری به معنای استفاده بیشتر از بدهی های کوتاه مدت به جای وام های بلندمدت است (نیکومرام و بنی مهد، ۱۳۹۰).

## ۲-۳- رفاه کارکنان شرکت

کارکنان شرکت یکی از مهمترین دینفعان شرکت محسوب می شوند که تامین منافع و رفاه آن توسط نظریه دینفعان و نظریه مسئولیت پذیری اجتماعی به شدت مورد تاکید قرار گرفته است. منظور از تامین رفاه کارکنان شرکت

میزان اهمیت رفاه کارکنان شرکت قرار گیرد همچنین مطرح می کنند که ارتباط مستقیم میان میزان رفاه کارکنان و اعمال سیاست محافظه کارانه در مدیریت داراییهای جاری، تحت تاثیر میزان سرمایه انسانی شرکت قرار می گیرد. زیرا شرکتی که سطح سرمایه انسانی در آنها بالاتر است، بیشتر از سایر شرکتها به تامین رفاه کارکنان خود توجه می کنند و به همین دلیل ارتباط میان میزان رفاه کارکنان و اعمال سیاست محافظه کارانه در مدیریت داراییهای جاری در این شرکتها بیشتر است. با توجه به استدلال فوق، مدل مفهومی تحقیق حاضر به شرح زیر تدوین می گردد:



مدل مفهومی پژوهش

کیفیت اطلاعات حسابداری بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکتی که از کیفیت ارقام تعهدی بالاتری برخوردار هستند، وجه نقد کمتری را نگهداری می کنند و به همین دلیل سطح نگهداشت وجه نقد در آنها پایین است.

باتز و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیق خود به بررسی ارزش وجه نقد در طول زمان پرداختند و به این نتیجه رسیدند که سطح نگهداشت وجه نقد دارای رابطه ای معکوس با ارزش وجه نقد می باشد و این ارتباط در طول زمان بصورت تصاعدی افزایش می یابد.

گواتام و همکاران (۲۰۱۴)، در تحقیق خود به بررسی رابطه میان محدودیت مالی شرکت و منابع نقدی نگهداری شده توسط شرکت پرداختند و به این نتیجه رسیدند که محدودیت مالی موجب افزایش سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکتها می شود زیرا بنگاههای اقتصادی در شرایط بحران مالی به منظور تامین منابع مالی خود به نگهداری بیشتر وجه نقد روی می آورند.

توجه به برنامه های رفاهی کارکنان نظیر مزایای بازنشستگی، تعیین تسهیلات مالی مناسب برای کارکنان، تخصیص پاداش به کارکنان، برنامه تفریحی برای اوقات فراغت کارکنان و مواردی از این قبیل می باشد که در دنیای امروز بسیار مورد تاکید قرار گرفته است (دانگ و همکاران، ۲۰۱۵).

## ۴-۲- نقش رفاه کارکنان شرکت در سیاست سرمایه در گردش

دانگ و همکاران (۲۰۱۵)، این استدلال را مطرح می کنند که مدیریت سرمایه در گردش یک شرکت می تواند تحت تاثیر

## ۵-۲- پیشینه مطالعات انجام شده

### ۱-۵-۲- پیشینه پژوهش های خارجی انجام شده

فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، در تحقیق خود به شناسایی عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که فرصتهای سرمایه گذاری و جریانهای نقدی دارای اثری مستقیم و معنادار بر سطح نگهداشت وجه نقد هستند. سایر یافته های تحقیق نشان می دهد که اهرم مالی و اندازه شرکت دارای اثری معکوس بر سطح نگهداشت وجه نقد می باشد.

هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیق خود به بررسی رابطه میان سطح نگهداشت وجه نقد و سودآوری آتی شرکتها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که با افزایش نگهداری وجه نقد، سودآوری آتی شرکتها کاهش می یابد. به همین دلیل عملکرد آتی شرکتها تابعی معکوس از سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکتها در گذشته است.

گارسیا و همکاران (۲۰۰۹)، با استفاده از نمونه ای متشکل از شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار اسپانیا به بررسی تاثیر

مالی بیشتر از سایر شرکتها است.

حسینعلی زاده و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیق خود به بررسی رابطه میان محدودیت مالی و سطح نگهداشت وجه نقد و بازدهی سهام در ارتباط با ۱۳۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بازدهی سهام رابطه معکوس میان محدودیت مالی و سطح نگهداشت وجه نقد را افزایش می دهد. هاشمی و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیق خود با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۲۹ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ به بررسی رابطه میان سطح نگهداشت وجه نقد با حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به نوسان جریان نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نوسان جریان نقد عملیاتی بر سرمایه‌گذاری اثری منفی دارد و سطح نگهداشت وجه نقد این رابطه را تشدید می کند.

### ۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به ارتباط نظری میان سطح رفاه کارکنان شرکت با مدیریت سرمایه در گردش شرکت که بر اساس نظریه ذینفعان مورد تبیین قرار گرفت، فرضیه های تحقیق حاضر به شرح زیر تدوین می گردند:

- ۱) با فرض ثابت بودن سایر شرایط، بالا بودن رفاه کارکنان با سطح بالای نگهداشت وجه نقد توسط شرکت همراه است.
- ۲) با فرض ثابت بودن سایر شرایط، بالا بودن رفاه کارکنان شرکت با سطح بالای نقدینگی شرکت همراه است.

### ۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر، از نظر هدف یک تحقیق کاربردی است زیرا نتایج حاصل از آن توسط نهادهای قانون گذار در حرفه حسابداری (مانند سازمان حسابرسی و سازمان بورس اوراق بهادار تهران) مورد استفاده قرار می گیرد. تحقیق حاضر همچنین از نظر ماهیت یک تحقیق توصیفی از نوع همبستگی است. در تحقیق حاضر به منظور گردآوری اطلاعات از اسناد و مدارک مربوط به اعضای نمونه شامل مجموعه صورتهای مالی آنها ( صورتهای مالی اساسی و یادداشتهای توضیحی ) استفاده شده است . همچنین لازم به توضیح است که این اطلاعات نیز از طریق پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و سامانه کدال استخراج شده اند.

### ۴-۱- جامعه و نمونه پژوهش

به منظور تعیین جامعه آماری در پژوهش حاضر از روش

دانگ و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیق خود به بررسی ارتباط میان رفاه کارکنان شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین شاخصهای رفاه کارکنان و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه‌ای مثبت وجود دارد و این ارتباط تحت تاثیر میزان سرمایه انسانی شرکت قرار می گیرد. به عبارت دیگر ارتباط مستقیم میان رفاه کارکنان و سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که از سطح بالای منابع (سرمایه) انسانی برخوردار هستند قوی تر است.

دانگ و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیق خود به بررسی تاثیر شاخص مهارت کارکنان بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین شاخص مهارت کارکنان و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه‌ای مستقیم وجود دارد.

پاول (۲۰۱۸) در تحقیق خود به بررسی عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های اندونزیایی پرداخت و به این نتیجه رسید، شرکت‌هایی که عدم اطمینان بیشتری نسبت به جریان‌ات نقدی آتی دارند تمایل دارند تا نقدینگی بیشتری را به منظور جلوگیری از اختلال در روند سرمایه گذاری‌های آتی نگهداری نمایند.

### ۲-۵-۲- پیشینه پژوهش های داخلی انجام شده

آقایی و همکاران (۱۳۸۸)، در تحقیق خود به شناسایی عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد در ارتباط با ۲۸۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۴ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که حسابهای دریافتنی، خالص سرمایه در گردش، موجودی کالا و بدهی‌های کوتاه‌مدت دارای اثری منفی و معنادار بر سطح نگهداشت وجه نقد می‌باشند. سود خالص، سود تقسیمی و فرصت‌های رشد دارای اثری مثبت و معنادار بر سطح نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

رسائیان و همکاران (۱۳۸۹)، در تحقیق خود به بررسی رابطه میان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه‌ای منفی و معنادار وجود دارد. اما بین درصد مالکیت نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجودی ندارد.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹)، در تحقیق خود به بررسی رابطه میان محدودیت مالی و سطح نگهداشت وجه نقد در ارتباط با ۹۶ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت

به منظور عملیاتی نمودن متغیر رفاه کارکنان شرکت به پیروی از دانگ و همکاران (۲۰۱۵) از شاخص‌های زیر استفاده می‌شود. هر یک از شاخص‌های فوق در صورت احراز از امتیاز ۱ برخوردار هستند و نمره ۶ بیانگر بالاترین سطح رفاه کارکنان در شرکت مربوطه می‌باشد. پس از اندازه‌گیری شاخص رفاه کارکنان مطابق با معیارهای زیر، از لگاریتم طبیعی امتیاز رفاه کارکنان شرکت بعنوان شاخص رفاه کارکنان (EWI) استفاده می‌شود.

(۱) اقدامات انجام شده در زمینه ایجاد عدالت میان کارکنان شرکت /

(۲) برنامه تقسیم سود نقدی میان کارکنان /

(۳) مشارکت کارکنان در تصمیم‌گیری شرکت نظیر اعطای سهام به کارکنان /

(۴) داشتن برنامه مناسب برای مزایای بازنشستگی کارکنان /

(۵) داشتن برنامه برای تأمین دغدغه‌های شخصی و خانوادگی کارکنان در زمینه نگهداری کودکان /

(۶) داشتن برنامه و انجام اقدامات مقتضی برای بهداشت، سلامت و ایمنی کارکنان /

حذف سیستماتیک استفاده شده است و به منظور افزایش اعتبار یافته‌ها و کاهش خطای نوع اول و نوع دوم بصورت توأم، از کل جامعه آماری بعنوان نمونه در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۷ استفاده شده است. جدول ۱ مشروح تعیین جامعه آماری تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول ۱: غربالگری جامعه آماری (نمونه‌گیری در تحقیق حاضر)

تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در ۴۸۸	معیارها:
تعداد شرکت‌هایی که بطور مستمر در قلمرو زمانی ۸۹-۹۷ (۱۷۰)	
تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۸۹ در بورس پذیرفته شده (۳۴)	
تعداد شرکت‌هایی که جهل‌دینگ، سرمایه‌گذاری (۵۰)	
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال (۵۲)	
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات آن (۱۴)	
تعداد شرکت‌های نمونه ۱۶۸	

#### ۴-۲- مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق به پیروی از دانگ و همکاران (۲۰۱۵)، از مدل رگرسیون خطی چندگانه به شیوه حداقل مربعات (معمولی یا تعمیم یافته) استفاده خواهد شد. علت استفاده از این مدل، کمی و پیوسته بودن متغیرهای وابسته تحقیق یعنی سطح نگهداشت وجه نقد و نقدینگی شرکت می‌باشد. پس از برآورد مدل‌های اقتصادسنجی مربوط به آزمون فرضیه‌ها از پارامترهای مدل (B1...Bn) به منظور اظهار نظر در خصوص قبول یا رد فرض آماری (H0) مرتبط با فرضیه‌های تحقیق استفاده خواهد شد.

معادله شماره ۱ (مدل مربوط به آزمون فرضیه اول)

$$CASH_{it} = \alpha + \beta_1 EWI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CT_{it} + \beta_6 OE_{it} + \beta_7 EX_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 Loss_{it} + \epsilon$$

معادله شماره ۲ (مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم)

$$LIQ_{it} = \alpha + \beta_1 EWI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CT_{it} + \beta_6 OE_{it} + \beta_7 EX_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 Loss_{it} + \epsilon$$

#### ۴-۳- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

طبقه‌بندی و تعریف عملیاتی متغیرها (نحوه اندازه‌گیری متغیرها) در تحقیق حاضر به شرح زیر می‌باشد.

#### • متغیر مستقل

EWI<sub>it</sub>: عبارت است از رفاه کارکنان شرکت i در دوره t.

#### • متغیرهای وابسته

CASH<sub>it</sub>: عبارت است از سطح نگهداشت وجه نقد شرکت i در دوره t.

به لحاظ عملیاتی برابر است با حاصل تقسیم وجه نقد (و سرمایه‌گذاریهای کوتاه‌مدت) شرکت در پایان دوره مالی بر ارزش دفتری کل داراییهای شرکت در پایان دوره مالی (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۰).

LIQ<sub>it</sub>: عبارت است از نقدینگی شرکت i در دوره t.

عبارت است از نسبت جاری شرکت که از حاصل تقسیم داراییهای جاری بر بدهی‌های جاری بدست می‌آید. سطح بالای نقدینگی شرکت نشان دهنده سطح بالای نگهداشت وجه نقد می‌باشد که شواهدی را پیرامون محافظه‌کارانه بودن سیاستهای مالی شرکت فراهم می‌نماید (تهرانی، ۱۳۹۰).

#### • متغیرهای کنترلی

به منظور برآورد صحیح مدل‌های تحقیق و پیشگیری از تورش ناشی از متغیر حذف شده در تحقیق حاضر کوشش خواهد شد تا به پیروی از دانگ و همکاران (۲۰۱۵) عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد و نقدینگی شرکت مورد کنترل قرار گیرند.

SIZE<sub>it</sub>: عبارت است از اندازه شرکت (لگاریتم ارزش دفتری داراییهای شرکت i در دوره t).

تحقیق ضریب همبستگی میان تمام متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترلی) تحقیق که در یک مدل بطور همزمان تصریح شده اند، کمتر از ۶۰ درصد می باشد. بنابراین مشکل همبستگی شدید میان جملات توضیحی تحقیق وجود ندارد و پیش فرض عدم وجود همبستگی شدید میان جملات توضیحی مدل های تحقیق تایید می شود و می توان در مدل های رگرسیون تحقیق از این متغیرها بطور همزمان بعنوان متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترلی) استفاده نمود.

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون ریشه واحد هادری استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره Z آزمون هادری، برای تمام متغیرهای تحقیق کمتر از ۵ درصد می باشد لذا مشکل ریشه واحد برای هیچ یک از متغیرها وجود ندارد. از این رو می توان ادعا نمود که تمام متغیرها مورد استفاده در مدل های رگرسیونی تحقیق در بازه زمانی تحقیق، مانا (ایستا) هستند.

همچنین به منظور بررسی نرمال بودن داده های مربوط به متغیرهای وابسته تحقیق از آزمون جارکو-را ۳ استفاده شده است. مشخص گردید سطح معنی داری آماره جارکو-را کوچکتر از ۵ درصد است. این یافته ها نشان می دهد که توزیع داده های مربوط به متغیرهای وابسته نرمال نیست.

جدول ۲: یافته های حاصل از آزمون جارکو-را

LIQ	CASH	متغیر
96715	16004	آماره جارکو برا
0.00	0.00	سطح معنی داری
کوچکتر	کوچکتر	مقایسه با ۰,۰۵
نرمال نیست	نرمال نیست	نتیجه آزمون

#### ۴-۴-۲- تعیین شیوه برآورد مدل های پژوهش

با توجه به جدول ۳ همان طور که ملاحظه می گردد سطح معنی داری آماره F لیمر در ارتباط با مدل های تحقیق برابر با صفر می باشد که این مقدار کمتر از ۵ درصد است، بنابراین روش مناسب به منظور برآورد مدل های تحقیق، روش پانل می باشد، از سوی دیگر سطح معنی داری آماره هاسمن در ارتباط با مدل های تحقیق نیز برابر با صفر می باشد که این مقدار نیز کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین روش نهایی به منظور برآورد مدل های تحقیق روش پانل-اثرات ثابت می باشد.

CFO it عبارت است از جریان نقد عملیاتی (نسبت جریان نقد عملیاتی به کل داراییهای شرکت i در دوره t).  
 LEV it عبارت است از اهرم مالی (نسبت جمع بدهیها به جمع کل داراییهای شرکت i در دوره t).  
 EXP it عبارت است از مخارج سرمایه ای (تغییرات دوره ای در داراییهای غیرجاری در شرکت i در دوره t).  
 ROA it عبارت است از نرخ بازده دارایی (نسبت سود خالص به ارزش دفتری داراییهای شرکت i در دوره t).  
 CT it عبارت است از نسبت دارایی جاری به کل دارایی در ارتباط با شرکت i در دوره t.  
 OE it عبارت است از نسبت هزینه های عملیاتی به جمع دارایی در ارتباط با شرکت i در دوره t.  
 LOSS it چنانچه شرکت i در دوره t متحمل زیان شده باشد برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر خواهد بود.

#### ۴-۴-۱- یافته های پژوهش

##### ۴-۴-۱-۱- آمار توصیفی

آماره میانگین در ارتباط با متغیر CASH نشان می دهد که میزان وجه نقد نگهداری شده توسط شرکتهای نمونه ۰,۰۴ ارزش دفتری کل داراییهای آنها می باشد. آماره میانگین در ارتباط با متغیر LIQ نشان می دهد که بطور میانگین ارزش دفتری داراییهای جاری شرکتهای نمونه ۱,۴۳ برابر ارزش دفتری بدهی های جاری آنها می باشد. آماره میانگین در ارتباط با متغیر CFO نشان می دهد که بطور میانگین میزان جریان نقد عملیاتی شرکتهای نمونه ۱۱ درصد ارزش دفتری داراییهای این شرکتهای می باشد. آماره میانگین در ارتباط با متغیر LEV نشان می دهد که بطور متوسط شرکتهای ایرانی ۶۲ درصد از ارزش دفتری داراییهای خود را مقروض می باشند. آماره میانگین در ارتباط با متغیر ROA نشان می دهد که بطور میانگین میزان سودآوری شرکتهای ایرانی ۹ درصد ارزش دفتری داراییهای آنها بوده است. آماره میانگین در ارتباط با متغیر LOSS نشان می دهد ۱۳ درصد از شرکتهای نمونه در دوره زمانی تحقیق متحمل زیان شده اند. آماره بیشترین مقدار در ارتباط با متغیر LEV برابر با ۴ می باشد که این مقدار متعلق به شرکت پتروشیمی فارابی در سال ۱۳۹۶ می باشد. این موضوع نشان می دهد که ارزش دفتری بدهی های این شرکت در سال ۹۶ تقریباً ۴ برابر ارزش دفتری داراییهای این شرکت می باشد و شرکت فوق ورشکسته تلقی می گردد.

یکی از پیش فرضهای مدل رگرسیون خطی عدم وجود همبستگی شدید میان جملات توضیحی (متغیرهای مستقل و کنترلی) آن بصورت جفتی می باشد (افلاطونی، ۱۳۹۲). در این

جدول ۳: یافته های حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل/آزمون	۱-۴	۲-۴
آماره F آزمون	۴,۸۵	۱۱,۶۸
سطح معنی داری	0.00	0.00
مقایسه با ۵	کوچکتر	کوچکتر
نتیجه (روش)	پانل (ترکیبی)	پانل (ترکیبی)
آماره Chi-Sq	۲۶,۸۵	۵۰,۸۶
سطح معنی داری	0.00	0.00
مقایسه با ۵	کوچکتر	کوچکتر
نتیجه آزمون	اثرات ثابت	اثرات ثابت
نتیجه نهایی (روش)	پانل-اثرات ثابت	پانل-اثرات ثابت

دلیل همسان نبودن واریانس باقیمانده ها، مدل ۱ به روش White اصلاح شده است. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر با ۱,۶ می باشد که این مقدار بین ۱,۵ تا ۲,۵ می باشد. این موضوع نشان می دهد که خطاهای مدل برآورد شده از یکدیگر مستقل هستند. سطح معنی داری آماره F فیشر برابر با ۰,۰۰ می باشد که این مقدار کمتر از ۰,۰۵ می باشد، این موضوع نشان می دهد که مدل برآورد شده معنی دار (خطی) می باشد. با توجه به جدول ۴ همانطور که ملاحظه می گردد سطح معنی داری آماره T برای ضریب متغیر مستقل سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) با مقدار ۰,۰۰۷، برابر با ۰,۰۰ می باشد که این مقدار کمتر از ۱۰ درصد است (Pvalue<0.10). بنابراین می توان چنین استنباط نمود که متغیر مستقل سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) دارای اثر معناداری بر متغیر وابسته سطح نگهداشت وجه نقد شرکت (CASH) است. و به دلیل مثبت بودن ضریب آن جهت رابطه مستقیم است یعنی با افزایش سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) متغیر وابسته سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت (CASH) به میزان ۰,۰۰۷ واحد افزایش می یابد و بالعکس. از این رو فرضیه اول تحقیق که بیان می کند: "با فرض ثابت بودن سایر شرایط، بالا بودن رفاه کارکنان با سطح بالای نگهداشت وجه نقد توسط شرکت همراه است" مورد تایید قرار می گیرد. به عبارت دیگر در ارتباط با این فرضیه H0 را می توان رد نمود.

#### ۴-۲-۱- برآورد مدل های پژوهش به منظور آزمون فرضیه ها

#### ۴-۲-۱-۱- بررسی تاثیر میزان رفاه کارکنان بر سطح نگهداشت وجه نقد

جدول ۴ نشان دهنده برآورد مدل ۱ به روش پانل-اثرات ثابت می باشد. سطح معنی داری آماره جاکو - برا در ارتباط با این مدل کمتر از ۵ درصد می باشد. این موضوع نشان می دهد که توزیع باقیمانده های مدل نرمال نیست. با این وجود به دلیل کفایت تعداد مشاهدات (۱۵۱۲ سال-شرکت) و طبق قضیه حد مرکزی نرمال نبودن باقیمانده ها اعتبار یافته های حاصل از برآورد مدل را تحت تاثیر قرار نمی دهد. همچنین به

جدول ۴: یافته های حاصل از برآورد مدل ۱ به شیوه پانل-اثرات ثابت /متغیر وابسته: Cash

متغیر	نماد	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری	مقایسه با ۱۰ درصد	نتیجه
عرض از مبدا	(a)	0,052	0,008	6,695	0,000		
سطح رفاه کارکنان شرکت	EWI	0,007	0,002	3,282	0,001	کوچکتر	تاثیر دارد
اندازه شرکت	SIZE	-0,002	0,001	-3,113	0,002	کوچکتر	تاثیر دارد
نسبت جریان نقد عملیاتی	CFO	0,073	0,019	3,809	0,000	کوچکتر	تاثیر دارد
نسبت بدهی	LEV	-0,026	0,008	-3,244	0,001	کوچکتر	تاثیر دارد
نسبت دارایی جاری به کل دارایی	CT	0,019	0,006	3,254	0,001	کوچکتر	تاثیر دارد
نسبت هزینه های عملیاتی	OE	0,004	0,003	1,450	0,147	بزرگتر	تاثیر ندارد
مخارج سرمایه ای	EX	-0,020	0,010	-2,053	0,040	کوچکتر	تاثیر دارد
نرخ بازده دارایی	ROA	0,016	0,013	1,230	0,219	بزرگتر	تاثیر ندارد
متغیر مصنوعی زیان ده بودن شرکت	LOSS	0,011	0,005	2,104	0,036	کوچکتر	تاثیر دارد
آماره دوربین واتسون	DW-stat	۱,۶					پیش فرض استقلال خطاها از یکدیگر پذیرفته می شود زیرا آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد.
ضریب تعیین مدل	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۶۲					۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترلی) که معنادار هستند بیان می شود.
آماره فیشر	F-stat	۱۲,۴۵					در این سطح معنی داری مدل پذیرفته می شود
سطح معنی داری مدل	p-Value	0.00					پیش فرض معنی دار بودن مدل تایید می شود. یعنی مدل خطی است

نتیجه	مقایسه با ۱۰ درصد	سطح معنی داری	آماره T	انحراف استاندارد	ضرایب متغیرها	نماد	متغیر
زیرا سطح معنی داری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد می باشد .							

دار(خطی) می باشد. با توجه به جدول ۵ همانطور که ملاحظه می گردد سطح معنی داری آماره T برای ضریب متغیر مستقل سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) با مقدار ۰,۰۵۹ ، برابر با ۰,۰۱۴ می باشد که این مقدار کمتر از ۱۰ درصد است (Pvalue<0.10) . بنابراین می توان چنین استنباط نمود که متغیرمستقل سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) دارای اثر معناداری بر متغیر وابسته سطح نقدینگی شرکت (LIQ) است. و به دلیل مثبت بودن ضریب آن جهت رابطه مستقیم است یعنی با افزایش سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) متغیر وابسته میزان نقدینگی شرکت (LIQ) به میزان ۰,۰۱۴ واحد افزایش می یابد و بالعکس. از این رو فرضیه دوم تحقیق که بیان می کند: "با فرض ثابت بودن سایر شرایط، بالا بودن رفاه کارکنان با سطح بالای نقدینگی شرکت همراه است" مورد تایید قرار می گیرد. به عبارت دیگر در ارتباط با این فرضیه H0 را می توان رد نمود.

#### ۴-۲-۱-۲- بررسی اثر سطح رفاه کارکنان بر میزان نقدینگی شرکت

جدول ۵ نشان دهنده برآورد مدل ۲ به روش پانل-اثرات ثابت می باشد. سطح معنی داری آماره جارکو - برا در ارتباط با این مدل کمتر از ۵ درصد می باشد. این موضوع نشان می دهد که توزیع باقیمانده های مدل نرمال است. با این وجود به دلیل کفایت تعداد مشاهدات (۱۵۱۲ سال-شرکت) و طبق قضیه حد مرکزی نرمال نبودن توزیع باقیمانده های مدل، اعتبار یافته های حاصل از برآورد مدل را تحت تاثیر قرار نمی دهد. همچنین به دلیل همسان نبودن واریانس باقیمانده ها، مدل ۲ به روش White اصلاح شده است. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر با ۱,۷ می باشد که این مقدار بین ۱,۵ تا ۲,۵ می باشد. این موضوع نشان می دهد که خطاهای مدل برآورد شده از یکدیگر مستقل هستند. سطح معنی داری آماره F فیشر برابر با ۰,۰۰۵ می باشد که این مقدار کمتر از ۰,۰۵ می باشد، این موضوع نشان می دهد که مدل برآورد شده معنی

جدول ۵: یافته های حاصل از برآورد مدل ۲ به شیوه پانل-اثرات ثابت /متغیر وابسته: LIQ

نتیجه	مقایسه با ۱۰ درصد	سطح معنی داری	آماره T	انحراف استاندارد	ضرایب متغیرها	نماد	متغیر
		0,000	41,814	0,075	3,140	(a)	عرض از مبدا
تاثیر دارد	کوچکتر	0,014	2,467	0,024	0,059	EWI	سطح رفاه کارکنان شرکت
تاثیر دارد	کوچکتر	0,016	2,420	0,005	0,012	SIZE	اندازه شرکت
تاثیر ندارد	بزرگتر	0,345	0,944	0,018	0,017	CFO	نسبت جریان نقد عملیاتی
تاثیر دارد	کوچکتر	0,000	-68,257	0,030	-2,058	LEV	نسبت بدهی
تاثیر ندارد	بزرگتر	0,644	0,462	0,035	0,016	CT	نسبت دارایی جاری به کل دارایی
تاثیر ندارد	بزرگتر	0,818	0,230	0,007	0,002	OE	نسبت هزینه های عملیاتی
تاثیر دارد	کوچکتر	0,000	-55,942	0,035	-1,940	EX	مخارج سرمایه ای
تاثیر دارد	کوچکتر	0,004	2,857	0,043	0,122	ROA	نرخ بازده دارایی
تاثیر دارد	کوچکتر	0,000	5,856	0,009	0,050	LOSS	متغیر مصنوعی زیان ده بودن شرکت
پیش فرض استقلال خطاها از یکدیگر پذیرفته می شود زیرا آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد.					1.7	DW-stat	آماره دوربین واتسون
۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترلی) که معنادار هستند بیان می شود.					0.65	R2 تعدیل شده	ضریب تعیین مدل
در این سطح معنی داری مدل پذیرفته می شود					181	F-stat	آماره فیشر
پیش فرض معنی دار بودن مدل تایید می شود . یعنی مدل خطی است زیرا سطح معنی داری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد می باشد .					0.00	p-Value	سطح معنی داری مدل



## ۵. نتیجه گیری و بحث

در تحقیق حاضر به بررسی تجربی بکارگیری نظریه ذینفعان در سیاست سرمایه در گردش شرکتهای فعال در TSE پرداخته شده است تا به این پرسش پاسخ داده شود که آیا شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران در اتخاذ سیاستهای مالی خود به نظریه ذینفعان توجه می‌کنند یا خیر؟ به منظور تعیین نقش نظریه ذینفعان در راستای تعیین سیاست سرمایه در گردش به بررسی تجربی اثر میزان رفاه کارکنان شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد و میزان نقدینگی شرکت، با استفاده از روش رگرسیون خطی چندگانه با رویکرد پانل-اثرات ثابت پرداخته شد.

با توجه به یافته‌های حاصل از تحلیل‌های تجربی انجام شده مبنی بر وجود ارتباط مثبت و معنادار میان متغیر مستقل سطح رفاه کارکنان شرکت (EWI) با متغیرهای وابسته سطح نگهداشت وجه نقد و میزان نقدینگی شرکت می‌توان چنین نتیجه‌گیری نمود که توجه به رفاه کارکنان شرکت موجب سرمایه‌گذاری بیشتر در وجه نقد و داراییهای جاری توسط شرکت می‌گردد. زیرا شرکتهای در راستای تامین منافع و رفاه کارکنان خود تلاش می‌کنند تا منابعی را ذخیره نمایند و بدین ترتیب رفاه و منافع نیروی انسانی خود را در ادوار آتی تامین نمایند. بدیهی است که شرکتهای در راستای تامین منافع و رفاه نیروی انسانی خود نیاز به نقدینگی دارند و در این راستا بودجه نقدی خود را با دقت بیشتری تهیه می‌کنند و سعی می‌کنند تا در ارتباط با مدیریت سرمایه در گردش، سیاست محافظه کارانه تری را انتخاب نمایند و بدین ترتیب منابع بیشتری را به منظور تامین رفاه و منافع نیروی انسانی خود ذخیره نمایند. نتایج این تحقیق همچنین شواهدی پیرامون چگونگی اجرای نظریه ذینفعان در محیط اقتصادی ایران را فراهم می‌کند. به عبارت دیگر یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد که شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران مفاد مندرج در نظریه ذینفعان را در راستای تامین منافع و رفاه نیروی کار خود رعایت می‌کنند.

یافته‌ها و نتایج تحقیق حاضر با هیچ یک از تحقیقات داخلی قابل مقایسه نیست زیرا در تحقیق حاضر برای نخستین بار به آزمون تجربی تاثیر رفاه کارکنان شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکتهای فعال در TSE پرداخته شده است. با این حال از میان تحقیقات خارجی انجام شده در این حوزه پژوهشی یافته‌های تحقیق حاضر را می‌توان با یافته‌های بدست آمده از تحقیق دانگ و همکاران (۲۰۱۵) هم راستا دانست. با این تفاوت که یافته‌های تحقیق حاضر شواهدی را پیرامون فرضیه دانگ و همکاران (۲۰۱۵) در کشورهای در حال

توسعه (نظیر ایران) فراهم می‌کند. در کشور ایران نیز یافته‌های تحقیق حاضر می‌تواند توسط طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان نظیر قانون‌گذاران و سازمان بورس اوراق بهادار (TSE) مورد استفاده قرار گیرد. با توجه به یافته‌ها و نتایج تحقیق حاضر به مخاطبین تحقیق حاضر، پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

- ۱) به تمام شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تا به تامین رفاه کارکنان خود توجه نمایند و از سوی دیگر منابعی را به منظور تامین منافع و رفاه کارکنان خود در ادوار مختلف اختصاص دهند زیرا طبق شواهد حاصل از تحقیق حاضر ارتقای سطح رفاه کارکنان شرکت نیازمند در اختیار داشتن منابع مالی کافی است که در این زمینه لازم است شرکتهای منابع کافی را ذخیره نمایند.
- ۲) به سازمان بورس اوراق بهادار کشور پیشنهاد می‌شود تا به منظور رعایت مفاد مندرج در نظریه ذینفعان و همچنین تامین منافع و رفاه کارکنان شرکتهای فعال در بازار سرمایه را مکلف نمایند تا در هر دوره مالی منابعی را به منظور ارتقای رفاه کارکنان خود ذخیره نمایند.

### فهرست منابع

- \* حساس یگانه، یحیی (۱۳۹۰)، عوامل تاثیر گذار بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۹.
- \* حساس یگانه، یحیی؛ برزگر، قدرت اله (۱۳۹۲). "مسئولیت اجتماعی شرکتهای و نظریه‌های حسابداری". فصلنامه حسابداری رسمی، شماره ۲۱ (پیاپی ۳۳)، ۱۰۶-۹۴.
- \* حسینعلی زاده، سپیده؛ انور خطیبی، سعید؛ محمدی، جمال (۱۳۹۶). بررسی تاثیر محدودیت مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد با تاکید بر بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره ۲۱، ۹-۴۷۳.
- \* رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ؛ حنجری، سارا (۱۳۸۹). تاثیر مکانیزمهای نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، ۱۲۵-۱۴۴.
- \* کاشانی پور، محمد (۱۳۸۹)، محدودیت مالی و سطح نگهداشت وجه نقد، مجله پیشرفتهای حسابداری، شماره ۳.

- \* نیکومرام، هاشم و بهمن بنی مهد (۱۳۹۲)، تئوری حسابداری، جلد اول، تهران: انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- \* هاشمی، سید عباس (۱۳۹۶)، تاثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به نوسانات جریان نقد، مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱.
- \* Bates, T., Chang, C., Chi, Y., (2011). Why has the value of cash increased over time? Working paper, SSRN: <http://ssrn.com>
- \* Dang, V., Ghaly, M., & Konstantinos Stathopoulos, (2015). Cash Holding and Employee Welfare, Journal of Corporate Finance.
- \* Dang, V., Ghaly, M., & Konstantinos Stathopoulos, (2017). Cash Holding and Labour Heterogeneity. The Review Of Financial Study.
- \* Ferreira, M., and Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. European Financial Management, 10 (2), 295-319.
- \* Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2008). On the Determinants of SME Cash Holdings: Evidence from Spain. Journal of Business Finance & Accounting, 35 (1), 127-149.
- \* Gary E. Powell (2018). The Financial Determinants Of Corporate Cash Holding For Indonesian Firms, The Journal Of Academy of Accounting & Financial studies, Queens University of Charlotte. 22(1)
- \* Gautam, V., Singh, A., & Gaurav, S. (2014). Cash Holding and Finance Constraints in Indian Manufacturing Firms. Research in Applied Economics, 6(31), 56-75.
- \* Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings. Journal of Financial Economics, 87 (3), 535-555

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> -Tehran Stock Exchange

<sup>2</sup> - Freeman

<sup>3</sup> -Jarque-bera Test