

بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده

عزیز گرد^۱، منصور محمدی^۲، مجید گل دوست^۳

چکیده: هدف این پژوهش، بررسی نقش حاکمیت شرکتی در ارتباط با مدیریت منابع نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ است. نقش حاکمیت شرکتی هدایت و کنترل شرکت به منظور کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیران است. نمونه ای از انحراف مدیریت از منافع سهامداران، مدیریت نامناسب منابع نقدی است. در پژوهش پیش رو از متغیرهای مدت زمان تصدی مدیرعامل، اتکا بر بدهی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت نهادی، به منظور ارزیابی حاکمیت شرکتی استفاده شده است. مدل آماری پژوهش با بهره مندی از روش رگرسیون بر اساس داده های تابلویی برآورد شده است. یافته های پژوهش، رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی، اتکا بر بدهی و استقلال هیئت مدیره با سطح وجه نقد نگهداری شده را نشان می دهد. همچنین بر اساس یافته ها، رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت، دوره تصدی مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با سطح وجه نقد نگهداری شده وجود ندارد.

واژه های کلیدی: تضاد نمایندگی، حاکمیت شرکتی، نگهداری وجه نقد.

۱. استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی دانشگاه مازندران، مازندران، ایران

۳. کارشناس ارشد مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۰۱/۱۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۴/۰۳/۱۳

نویسنده مسئول مقاله: عزیز گرد

E-mail: afmgord@yahoo.com

مقدمه

در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها به یکی از مسائل شایان توجه در ادبیات تأمین مالی تبدیل شده است (ملکیان، احمدپور و محمدی، ۱۳۹۰). اگرچه وجه نقد نگهداری شده در تاریخ ترازنامه، دارایی مهمی برای شرکت محسوب می‌شود، نگهداری بیش از اندازه آن می‌تواند نشانه‌ای از ناکارآمدی در تخصیص منابع باشد و هزینه‌های زیادی را بر شرکت تحمیل کند (بویاکر، درویچه و انگوین، ۲۰۱۳).

دو فرضیه‌ای که بر بحث نگهداری وجه نقد تأثیر زیادی گذاشته است، فرضیه‌های مبادله‌ای^۱ و سلسله‌مراتبی^۲ است. بر اساس فرضیه مبادله‌ای، شرکت‌ها سطح بهینه نقدینگی را بر مبنای توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد تعیین می‌کنند (دروبتز و کرونینگر، ۲۰۰۷). به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات علامت‌دهی^۳ مختص به تأمین مالی خارجی، رویه‌های تأمین مالی از روند سلسله‌مراتبی پیروی می‌کنند و منابع داخلی بر منابع خارجی ترجیح داده می‌شود. اگر تأمین مالی خارجی لازم باشد، شرکت‌ها تلاش می‌کنند ابتدا از بدهی‌هایی که ریسک کمتری دارند، استفاده کنند و در آخرین مراحل در اندیشه انتشار سهام باشند. این تئوری بر مبنای این فرض است که افراد درون شرکت نسبت به سهامداران اطلاعات بهتری دارند. (دروبتز، کرونینگر و هیرشوگل، ۲۰۱۰).

نگه‌داشت منابع شایان توجه وجه نقد در شرکت، می‌تواند موجب ناکارآمدی مدیریت منابع از طریق دسترسی آسان افراد کنترل‌کننده شرکت به این منابع نقدی شود. به‌ویژه دسترسی به وجه نقد مازاد بر نیاز فعالیت‌های عادی شرکت، ریسک استفاده از این وجوه توسط سهامداران کنترل‌کننده که تأثیر چشمگیری بر تصمیم‌های شرکت دارند را افزایش می‌دهد (بویاکر و همکاران، ۲۰۱۳). همچنین ممکن است مدیریت به‌دنبال نگاه‌داشت وجه نقد به‌منظور پیگیری اقدام‌های فرصت‌طلبانه‌ای باشد که لزوماً منطبق بر منافع سهامداران نیست، از جمله رشد شرکت به جای افزایش ارزش سهامداران (رضایی، قاسمی، کارگر و آدوسی، ۱۳۹۲).

به دلیل مشکلات نمایندگی، ممکن است مدیران از منابع نقدی شرکت به‌منظور افزایش ارزش سهامداران استفاده نکنند. در حال حاضر یکی از عوامل اصلی بهبود مدیریت منابع و کارایی اقتصادی شرکت‌ها، سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع است. سازوکارهای حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می‌شود و

1. Trade off theory
2. Pecking order theory
3. Signaling problems

وسایل دستیابی به این اهداف و نظارت بر عملکرد فراهم می‌آید. این نظام ضمن ایجاد انگیزه لازم در مدیریت، زمینه نظارت مؤثر را نیز فراهم می‌کند؛ به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (دیدار، منصورفر و کفعمی، ۱۳۹۳).

در این پژوهش به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در خصوص سطح وجه نقد نگهداری شده به‌منزله یکی از عوامل مؤثر در بهبود عملکرد اقتصادی شرکت پرداخته شده است. این پژوهش به دنبال پاسخی برای این سؤال است: چه ارتباطی بین سطح وجه نقد نگهداری شده و معیارهای حاکمیت شرکتی وجود دارد؟ این مطالعه تلاش می‌کند با شفاف کردن این موضوع، راهکارهای مؤثری برای مدیریت کارآمد منابع شرکت و در نتیجه، افزایش ارزش شرکت ارائه کند.

پیشینه نظری پژوهش

نگهداری وجه نقد و مشکلات نمایندگی

مطالعات زیادی در خصوص وجود و تعیین سطح وجه نقد مطلوب شرکت‌ها صورت پذیرفته است و اغلب آنها بر موازنه بین منافع و مخارج نگهداری وجه نقد با توجه به تئوری‌های مبادله‌ای و سلسله‌مراتبی تأکید کرده‌اند. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران‌قیمت است (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آنها از نوسان بیشتری برخوردار است، ریسک بیشتری را تجربه می‌کنند و در آینده برای پرداخت سود به سهامداران یا استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مشکلات نقدینگی روبه‌رو خواهند شد (کامیابی، نیک‌روان‌فرد و سلمانی، ۱۳۹۳). با وجود این، نگهداری وجه نقد هزینه‌هایی نیز دربردارد. برای مثال، مدیران و سهامداران کنترل‌کننده^۱ ممکن است به‌منظور تعقیب اهدافی که منطبق بر اهداف شرکت نیست، انگیزه‌ای برای نگهداری وجه نقد داشته باشند. از سوی دیگر، در بازارهای سرمایه کارا، دلیلی برای نگهداری نقدینگی در شرکت‌ها وجود ندارد. در چنین محیطی هیچ سطح مطلوبی برای وجه نقد در نظر گرفته نمی‌شود و چنانچه شرکت با کسری وجوه داخلی مواجه شود، برای به‌کارگیری در پروژه‌های جدید، می‌تواند به سرعت به تأمین مالی خارجی روی آورد که این تأمین مالی با نرخی منصفانه صورت می‌گیرد. بنابراین می‌توان گفت اصطکاک‌های بازار سرمایه می‌تواند بیانگر این موضوع باشد که شرکت نباید تأمین مالی خارجی را جایگزین کاملی برای تأمین مالی داخلی در نظر بگیرد. به هر حال، منافع شخصی مدیران ایجاب می‌کند وجه نقد زیادی نگه دارند (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). مدیران به جای پیشینه‌سازی ثروت

1. Controlling shareholders

سهامداران، به دنبال کسب قدرت و اعمال کنترل بر شرکت اند. آنها تلاش می کنند شرکت رشد کند؛ زیرا رشد شرکت ضمن افزایش منابع تحت کنترل مدیریت، قدرت مدیریت را نیز افزایش می دهد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین نگهداری وجوه نقدی می تواند موجب تضاد منافع بین مدیران و مالکان شرکت شود. حاکمیت شرکتی مؤثر، در کاهش ریسک استفاده نامناسب از منابع نقدی و کاهش هزینه های نمایندگی نگهداری وجه نقد، نقش شایان توجهی دارد.

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی در مفهوم کلی به ساختارها و فرایندهای تصمیم گیری، پاسخگویی و رفتار در سازمان (اعم از دولتی، حکومتی، خصوصی، انتفاعی، غیر انتفاعی و ...) می پردازد. هدف از اعمال حاکمیت شرکتی، اطمینان از برقراری چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع انواع ذی نفعان فراهم آورد (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳). حاکمیت شرکتی بحث چندحوزه ای در علوم گوناگونی چون حقوق، اقتصاد، مدیریت، علوم سیاسی و علوم رفتار سازمانی است. این مسئله و گستردگی آن، از دلایل ارائه تعریف های متعدد و متنوع است؛ به طوری که تعریف های حاکمیت شرکتی از دیدگاه محدود مبتنی بر تئوری نمایندگی تا دیدگاه گسترده مبتنی بر تئوری ذی نفعان متغیر است. سازوکارهای گوناگونی در خصوص حاکمیت شرکتی و نحوه ارزیابی آن در شرکت ها وجود دارد که در این پژوهش شش ویژگی مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، اتکا بر بدهی، دوره تصدی مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل بررسی می شود. در ادامه هر یک از معیارهای یادشده و مبانی نظری مختص به آنها تشریح می شود.

مالکیت نهادی

یکی از سازوکارهای کنترلی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که از اهمیت بسیاری برخوردار است، حضور سرمایه گذاران نهادی یا همان مالکان سرمایه است. مطابق ادبیات موجود، مالکیت نهادی به مجموع درصدی از سهام شرکت اطلاق می شود که متعلق به بانک ها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکت های مادر، سازمان ها و نهادها و شرکت های دولتی است. سرمایه گذاران نهادی با جمع آوری اطلاعات در خصوص تصمیم های مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عملکرد شرکت به شکل صریح، بر شرکت نظارت می کنند (بوش، ۱۹۹۸). سرمایه گذاران نهادی از فرصت، منابع و توانایی نظارت، نظم و تأثیر بر مدیران برخوردارند. نظارت بر شرکت ها از طریق سرمایه گذاران نهادی می تواند مدیران را برای توجه بیشتر بر عملکرد شرکت و توجه کمتر به رفتار فرصت طلبانه یا خدمت به خود وادار کند (رامسی و بلایر، ۱۹۹۳). کاهش رفتارهای

فرصت‌طلبانه مدیریت از طریق نظارت سهامداران نهادی، می‌تواند به مدیریت کارآمد منابع نقدی شرکت منجر شود؛ از این رو انتظار می‌رود بین مالکیت نهادی و سطح وجه نقد نگهداری‌شده، رابطه منفی وجود داشته باشد.

تمرکز مالکیت

افزایش تمرکز مالکیت سهامداران بزرگ، انگیزه کافی برای نظارت بر مدیران فراهم می‌کند. بر اساس این دیدگاه، دارندگان سهام بیشتر با انگیزه بیشتری هزینه‌های جمع‌آوری اطلاعات و دخالت در نظارت مدیریت را تحمل می‌کنند. در مقابل مالکیت‌های پراکنده، برای نظارت بر مدیریت انگیزه کمتری دارند (رامسی و بلایر، ۱۹۹۳). در وضعیت‌هایی که سهامداران منافع کمتری از شرکت به دست می‌آورند، انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیران ندارند یا انگیزه کمی دارند؛ زیرا هزینه‌های نظارت بر منافع ناشی از آن فزونی می‌یابد. بر اساس چارچوب نمایندگی، انتظار می‌رود حضور سهامداران بزرگ، به کاهش استفاده فرصت‌طلبانه از منابع نقدی شرکت منجر شود. این استدلال با دیدگاهی که تمرکز مالکیت ویژگی نظارتی حاکمیت شرکتی است، همخوانی دارد (برادران حسن‌زاده، بادآور نهندی و بابایی، ۱۳۹۱). بنابراین می‌توان گفت بین تمرکز مالکیت و سطح وجه نقد نگهداری‌شده، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

اتکای بر بدهی^۱

زمانی که شرکت‌ها بدهی‌های بیشتری دارند، انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر مدیران و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه، ایجاد می‌شود. اتکا بر بدهی یکی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی است که بر مبنای آن، بستانکاران عملکرد مدیریت را نظارت و ارزیابی می‌کنند (ملکیان و همکارانش، ۱۳۹۰). هرچه بدهی افزایش یابد، بستانکاران انگیزه نظارتشان را افزایش می‌دهند؛ از این رو هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. اگر اتکای زیاد بر بدهی، نظارت بر مدیریت را افزایش دهد، احتمالاً توانایی مدیریت برای استفاده فرصت‌طلبانه از وجوه نقد کاهش می‌یابد؛ به گفته دیگر، بین اتکای بر بدهی و سطح وجه نقد نگهداری‌شده، رابطه منفی و معناداری برقرار است.

مدت زمان تصدی مدیرعامل

بر اساس مطالعات پیشین، مدیرعامل در جایگاهی قرار دارد که ترکیب هیئت‌مدیره را کنترل می‌کند؛ بنابراین می‌تواند موجب کاهش توانایی نظارتی هیئت‌مدیره شود. یکی از راه‌های

شناسایی این مسئله، بررسی طول دوره تصدی سمت مدیرعامل شرکت است. افزایش دوره تصدی مدیرعامل می تواند موجب استحکام موقعیت مدیرعامل و افزایش ثبات و قدرت وی شود. از این رو مدیران به احتمال کمتری در جهت منافع سهامداران عمل می کنند و انگیزه رفتارهای فرصت طلبانه آنان افزایش می یابد. طول دوره تصدی مدیرعامل ممکن است بر اثربخشی نقش نظارتی منسوب به هیئت مدیره تأثیرگذار باشد (ابراهیم، ۲۰۰۴) و موجب افزایش نگرش داشته و وجه نقد توسط مدیرعامل شود. در مقابل، دسته دیگری از مطالعات استدلال می کنند، چنانچه مدیرعامل دوره تصدی کوتاه مدتی را برای خود پیش بینی کند، سعی می کند از مدت کوتاهی که در این سمت قرار دارد برای رسیدن به منافع شخصی استفاده کند؛ بنابراین با کاهش دوره تصدی مدیرعامل، از کارایی عملکرد وی کاسته می شود (بروکمن و تیستله، ۲۰۰۹)؛ پس می توان انتظار داشت با کاهش دوره تصدی مدیرعامل، وجه نقد نگهداری شده افزایش یابد.

استقلال هیئت مدیره

هیئت مدیره شرکت، نهاد هدایت کننده ای است که نقش نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد. به طور معمول این گونه استدلال می شود که موفقیت شرکت در گروه هدایت مطلوب آن است. برای ایجاد توازن قوا بین اعضای هیئت مدیره به منظور ممانعت از کنترل بی قید و شرط فرایند تصمیم گیری برخی از اعضای هیئت مدیره در شرکت، توصیه هایی مطرح شده است. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور اعضای غیرموظف در ساختار هیئت مدیره شرکت ها و عملکرد نظارتی آنها در جایگاه افراد مستقل، به کاهش تضاد منافع بین مدیران و ذی نفعان کمک می کند (دیدار و همکاران، ۱۳۹۳). با در نظر گرفتن این مطلب که هیئت مدیره مستقل می تواند موجب نظارت بیشتر بر عملکرد مدیرعامل شود؛ انتظار می رود شرکت هایی که از هیئت مدیره مستقلی برخوردارند، وجه نقد کمتری نگهداری کنند. به بیان دیگر، بین استقلال هیئت مدیره و وجه نقد نگهداری شده رابطه منفی معناداری برقرار است (یوباگر و همکاران، ۲۰۱۳).

دوگانگی وظیفه مدیرعامل^۱

دوگانگی وظیفه مدیرعامل به حالتی گفته می شود که مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد. این وضعیت موجب می شود مدیرعامل با اختیار بیشتری اطلاعات در دسترس سایر اعضا را کنترل کند و در نتیجه ممکن است این موضوع مانع نظارت مؤثر بر مدیرعامل شود (دیدار و همکاران، ۱۳۹۳). اگر دوگانگی از نظارت مؤثر جلوگیری کند، ممکن است با نگهداری وجه نقد مازاد و

1. Duality

غیربهبوده ارتباط پیدا کند. پس از رسوایی‌های مالی اخیر، سهامداران به این موضوع بیشتر توجه کردند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل ممکن است وظیفه امانت‌داری هیئت‌مدیره در نظارت بر گزارشگری مالی را مختل کند. دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند سبب کاهش نظارت مؤثر بر مدیریت مناسب منابع نقدی و محدود کردن دخالت سهامداران کنترل‌کننده شود. بنابراین انتظار می‌رود بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و سطح وجه نقد نگهداری شده، رابطه مثبت و معناداری ایجاد شود (بوباگر و همکاران، ۲۰۱۳).

پیشینه تجربی پژوهش

بوباگر و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان «هیئت‌مدیره و نگاه‌داشت وجه نقد» به بررسی تأثیر عوامل هیئت‌مدیره، شامل دوگانگی، استقلال، دوره تصدی، نفوذ مدیرعامل و اندازه هیئت‌مدیره بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد، پرداختند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که ویژگی‌های هیئت‌مدیره تأثیر مستقیم بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد دارند.

النجار (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «عوامل مالی تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد: شواهدی از برخی بازارهای نوظهور»، به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری وجه نقد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در کشورهای در حال توسعه (برزیل، هند، روسیه و چین) پرداخت و نتایج به‌دست‌آمده را با کشورهای انگلستان و آمریکا مقایسه کرد. نتایج وی نشان می‌دهد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداری وجه نقد تأثیرگذار است. وی در خصوص عوامل تأثیرگذار بر نگاه‌داشت وجه نقد، شباهت‌هایی بین کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه یافت.

لی (۲۰۰۹) با انتخاب نمونه‌ای در پنج کشور آسیایی (مالزی، فیلیپین، هند، سنگاپور و تایلند) بیان کرد اگر هیئت‌مدیره نقش حاکمیت شرکتی را در کشورهای آسیایی بازی کند، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی با ساختارهای مدیریتی قوی‌تر (درصد بیشتر اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و...)، پس از کنترل سایر عوامل، وجه نقد کمتری نگه دارند.

هارفورد، مانسی و مکسول (۲۰۰۸) رابطه بین نگاه‌داشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را به آزمون گذاشتند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، وجه نقد بیشتری نگه می‌دارند؛ در حالی که شرکت‌های با کیفیت بیشتر حاکمیت شرکتی و هیئت‌مدیره بزرگ‌تر و مستقل‌تر، وجه نقد کمتری نگه می‌دارند.

فخاری و تقوی (۱۳۸۸) به بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی در قالب کیفیت اقلام تعهدی بر میزان نگاه‌داشت وجه نقد پرداختند. تجزیه و تحلیل آنها نشان داد کیفیت گزارشگری مالی با نقد و معادل‌های نقدی رابطه منفی و معناداری برقرار می‌کند. بنابراین، توجه به کیفیت گزارشگری

مالی از سوی شرکت‌ها، در کاهش هزینه‌های تأمین مالی ناشی از نگاه‌داشت وجه نقد مازاد و ناکارآمد حائز اهمیت است. نتایج همچنین نشان داد متغیرهای فرصت رشد، جریان نقدی و دارایی‌های نقدی، اثر مثبتی بر مانده وجه نقد می‌گذارند و متغیرهای اندازه، سررسید بدهی و هزینه فرصت رابطه‌ای منفی با مانده وجه نقد دارند.

رسایان، رحیمی و حنجری (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل متغیرهای درصد اعضای موظف هیئت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد پرداختند. نتایج آنها حاکی از رابطه منفی و معنادار بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و سطح نگاه‌داشت وجه نقد است، اما در خصوص تأثیر مالکیت نهادی بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد رابطه معناداری مشاهده نشد.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین‌کننده آن پرداختند. نتایج آنها نشان‌دهنده برقراری رابطه منفی بین اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم با وجه نقد نگهداری شده است. همچنین نتایج نشان داد جریان‌های نقدی، سودآوری و فرصت‌های رشد، رابطه مثبتی با وجه نقد نگهداری شده دارند.

برادران حسن‌زاده، بادآورندهی و بابایی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد از هشت سازوکار حاکمیت شرکتی بررسی شده، چهار سازوکار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد با ارزش ایجادشده برای سهامداران رابطه برقرار می‌کنند و سه سازوکار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و میزان سهام شناور آزاد با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند. دیدار و همکارانش (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شکاف مالیاتی با استفاده از عواملی مانند استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، سهامداران نهادی، مالکیت دولتی، حسابرسی داخلی، اظهارنظر حسابرس، تغییر حسابرس و معامله با اشخاص وابسته پرداختند. نتایج این پژوهش، رابطه منفی متغیرهای استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت دولتی، نوع اظهارنظر حسابرس، تغییر حسابرس و اهرم مالی با شکاف مالیاتی را تأیید کرد و از رابطه مثبت میان متغیرهای حسابرسی داخلی و اندازه شرکت با شکاف مالیاتی گزارش داد. همچنین بین متغیرهای دوگانگی نقش مدیرعامل، سهامداران نهادی و معامله با اشخاص وابسته با شکاف مالیاتی رابطه معناداری مشاهده نشد.

با توجه به تئوری‌ها و پیشینه پژوهش، فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین شده است:

۱. بین مالکیت نهادی و سطح وجه نقد نگهداری شده، رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛

۲. بین تمرکز مالکیت و سطح وجه نقد نگهداری شده، رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛
۳. بین اتکا بر بدهی و سطح وجه نقد نگهداری شده، رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛
۴. بین مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت‌مدیره و سطح وجه نقد نگهداری شده رابطه معنادار وجود دارد؛
۵. بین استقلال هیئت‌مدیره و سطح نگاه‌داشت وجوه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛
۶. بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و سطح نگاه‌داشت وجوه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش را تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ پوشش داده است. شرکت‌هایی که شرایط زیر را نداشتند، از جامعه آماری حذف شدند:

۱. پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد؛
 ۲. جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه و...) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند؛
 ۳. قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده باشند؛
 ۴. طی دوره بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند؛
 ۵. اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.
- با توجه به محدودیت‌های بیان‌شده، در مجموع نمونه پژوهش را ۹۲ شرکت شکل داد و روش رگرسیون با استفاده از داده‌های تابلویی برای آزمون در نظر گرفته شد.

مدل پژوهش

برای بررسی فرضیه‌های مطرح‌شده از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$\begin{aligned}
 LNCASH_{i,t} = & \alpha_1 + \alpha_2 INSOWN_{i,t} + \alpha_3 OWNCON_{i,t} \\
 & + \alpha_4 DEBTRL_{i,t} + \alpha_5 TENURE_{i,t} + \alpha_6 BD \\
 & - INDEP + \alpha_7 CEODUAL + \alpha_8 SIZE_{i,t} \\
 & + \alpha_9 OPCFL_{i,t} + \alpha_{10} DIV_{i,t} + \alpha_{11} MTBR_{i,t}
 \end{aligned}
 \quad (1 \text{ مدل})$$

متغیر وابسته

سطح نگاه‌داشت وجوه نقد (LNCASH): میزان وجوه نقدی شرکت است که از لگاریتم طبیعی حاصل تقسیم وجه نقد و معادل‌های وجه نقد بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

متغیرهای مستقل

- مالکیت نهادی (INSOWN): مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، مادرشرکت‌ها، سازمان‌ها، نهادها و شرکت‌های دولتی است؛
- تمرکز مالکیت (OWNCON): مجموع درصد تملک سهامدارانی که دست‌کم ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (سهامداران عمده)؛
- اتکا بر بدهی (DEBTRL): کل بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر کل دارایی‌ها؛
- دوره تصدی مدیرعامل در هیئت‌مدیره (TENURE): لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت‌مدیره؛
- استقلال هیئت‌مدیره (BD-INDEP): تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیئت‌مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره؛
- دوگانگی وظیفه مدیرعامل (CEO DUAL): اگر مدیرعامل رئیس هیئت‌مدیره باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر.

متغیرهای کنترلی

- اندازه شرکت (LSIZE): لگاریتم طبیعی مجموع کل دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد؛
- جریان‌های نقدی عملیاتی (OPCFL): از تقسیم جریان‌های نقدی عملیاتی بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود؛
- سود تقسیمی (PROFIT): از تقسیم سود تقسیمی به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود؛
- فرصت‌های رشد (MTBR): از تقسیم ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن به دست می‌آید.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

قبل از آزمون فرضیه‌ها، آمار توصیفی هر یک از متغیرهای پژوهش به شرح جدول ۱ به نمایش گذاشته شده است. میانگین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و درصد تمرکز مالکیت به ترتیب ۰/۴۵۲ و ۰/۶۷۳ است و تعداد زیاد سهامداران کنترل‌کننده را در شرکت‌های نمونه نشان می‌دهد. همچنین

میانگین متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل (۰/۰۵۴) نشان می‌دهد در تعداد کمی از شرکت‌های نمونه پژوهش، پست مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره را یک نفر بر عهده دارد. بر اساس آمارهای توصیفی، ۰/۵۹۴ درصد از اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها، اعضای غیرموظف‌اند و میانگین نسبت بدهی‌های شرکت‌های نمونه برابر ۰/۳۶۲ است.

جدول ۱. آمارهای توصیفی

متغیر	کمترین	بیشترین	میانگین	میانه	خطای استاندارد
لگاریتم طبیعی نسبت نقد	-۶/۷۴۲	-۱/۱۲۶	-۳/۶۴۷	-۳/۳۷۱	۰/۹۶۳
مالکیت نهادی	۰/۰۰۰	۰/۹۹۱	۰/۴۵۲	۰/۴۳۷	۰/۳۶۱
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۰	۰/۸۷۰	۰/۶۷۳	۰/۶۲۲	۰/۲۳۷
دوره تصدی	-۱/۳۸۶	۱/۷۹۱	۰/۴۰۱	۰/۳۹۴	۰/۴۶۰
اتکا بر بدهی	۰/۰۶۴	۱/۰۳۶	۰/۳۶۲	۰/۲۹۷	۰/۲۱۴
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۰۰	۰/۸۰۰	۰/۵۹۴	۰/۶۱۲	۰/۲۲۳
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰	۱	۰/۰۵۴	۰/۰۰۰	۰/۱۶۴
لگاریتم اندازه شرکت	۵/۹۶۳	۱۶/۶۸۷	۱۱/۱۸۳	۱۰/۷۴۶	۱/۳۳۴
جریان‌های نقدی عملیاتی	-۰/۴۳۷	۰/۷۶۳	۰/۳۹۴	۰/۳۷۱	۰/۴۰۲
سود تقسیمی	۰/۱۱۸	۰/۵۶۳	۰/۱۶۵	۰/۱۶۱	۰/۱۵۴
فرصت‌های رشد	۰/۳۹۹	۲/۲۳۱	۱/۶۶۳	۱/۲۳۱	۱/۰۲۹

آمار استنباطی

با توجه به احتمال آماره آزمون F لیمر (جدول ۲)، استفاده از روش داده‌های تابلویی به جای روش داده‌های ترکیبی مناسب‌تر است. همچنین مقدار سطح معناداری برای آزمون هاسمن برابر با ۰/۰۰۳۹ به دست آمد که این مقدار فرض مدل با اثرهای تصادفی را رد می‌کند. از این رو مدل با اثرهای ثابت، مناسب تشخیص داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر

آزمون اثرها	آماره	احتمال
آماره F لیمر	۱۴/۱۳۴۲۲	۰/۰۰۰۰

همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، برای آزمایش فرض عدم خودهمبستگی، آزمون والدريج اجرا شده است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد بین متغیرها همبستگی وجود ندارد.

همچنین نتایج آزمون ناهمسانی واریانس، از مشکل ناهمسانی در واریانس ها حکایت می کند که برای رفع این مشکل، آزمون حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) اجرا می شود. پس از اجرای آزمون های اولیه، به آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شده است. نتایج اجرای مدل را می توان در جدول ۴ مشاهده کرد. به طور کلی نتایج معناداری مدل را نشان می دهد. آماره F نیز در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. با توجه به حجم نمونه و جدول ۴ مقدار آماره دوربین - واتسون این پژوهش خودهمبستگی سریالی در پسماندها را رد می کند.

جدول ۳. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ها و خودهمبستگی

آزمون خودهمبستگی		
آماره	سطح معناداری	نتیجه
۰/۶۴۱۲	۰/۵۲۱۴	رد خودهمبستگی
آزمون ناهمسانی واریانس ها		
آماره	سطح معناداری	نتیجه
۱۴۷۱/۰۲	۰/۰۰۰۰	ناهمسان

جدول ۴. تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته (متغیر وابسته LNCASH)

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	prob	رابطه	سطح معناداری
مالکیت نهادی	INSOWN	-۰/۰۶۲۱۱	-۳/۰۲۶۲۰	۰/۰۰۲۷	منفی	%۹۹
تمرکز مالکیت	OWNCON	-۰/۱۷۱۲۴	-۱/۵۹۴۱۷	۰/۱۱۰۱	منفی	نامعنادار
اتکا بر بدهی	DEBTRL	-۰/۲۸۰۱۱	-۳/۳۶۰۲۴	۰/۰۰۰۹	منفی	%۹۵
دوره تصدی	TENURE	۰/۱۲۱۸۶	۰/۶۳۹۸۷	۰/۵۱۹۷	مثبت	نامعنادار
استقلال هیئت مدیره	B-INDEP	-۰/۱۶۳۱۴	-۳/۹۲۰۵۹	۰/۰۰۰۱	منفی	%۹۹
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	CEODUAL	۰/۰۴۱۵۲	۰/۴۶۰۲۷	۰/۶۴۵۴	مثبت	نامعنادار
اندازه شرکت	LSIZE1	۰/۰۳۲۴۷	۱/۴۷۹۸۵	۰/۱۳۹۶	مثبت	نامعنادار
جریان های نقدی عملیاتی	OPCFL	۰/۱۳۵۸۲	۷/۹۸۴۶۵	۰/۰۰۰۰	مثبت	%۹۹
سود تقسیمی	DIV	-۰/۳۱۰۸۱	-۳/۴۳۱۲۶	۰/۰۰۰۷	منفی	%۹۹
فرصت های رشد	MTBR	۰/۰۷۶۱۸	۴/۱۲۸۶۱	۰/۰۰۰۰	مثبت	%۹۹
ضریب ثابت	C	۰/۱۲۹۰۴	۰/۴۸۷۱۶	۰/۶۲۶۳	مثبت	نامعنادار
آماره F			۱۲/۰۳۱۱۶		آماره دوربین - واتسون	۱/۹۷۹۸۶
احتمال (آماره F)			۰/۰۰۰۰۰۰		ضریت تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۳۰۱

سطح معناداری متغیر مالکیت نهادی کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۲۷) به دست آمده است و همبستگی آن با وجه نقد نگهداری شده منفی است، بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تمرکز مالکیت (بیش از ۵ درصد)، فرضیه دوم پژوهش به تأیید نرسید. بنابراین بین متغیر تمرکز مالکیت و وجه نقد نگهداری شده، رابطه معناداری گزارش نشد.

در فرضیه سوم سطح معناداری متغیر اتکا بر بدهی با مقدار کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۹)، نشان دهنده رابطه منفی و معنادار بین این متغیر با وجه نقد نگهداری شده است؛ بنابراین این فرضیه پذیرفته می‌شود.

سطح معناداری متغیر دوره تصدی مدیرعامل با مقدار بیشتر از ۵ درصد، رد فرضیه چهارم پژوهش را نشان می‌دهد؛ به این معنا که بین این متغیر با وجه نقد نگهداری شده رابطه معناداری برقرار نیست.

در خصوص فرضیه پنجم با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر استقلال هیئت مدیره کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۱) است و همبستگی آن با وجه نقد نگهداری شده منفی است، این فرضیه پذیرفته می‌شود.

فرضیه ششم نیز با توجه به سطح معناداری متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل (بیش از ۵ درصد)، پذیرفته نمی‌شود؛ از این رو بین متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل با وجه نقد نگهداری شده رابطه معناداری برقرار نیست.

همچنین نتایج آزمون متغیرهای کنترلی، رابطه مثبتی را بین وجه نقد نگهداری شده با جریان‌های نقدی عملیاتی و فرصت‌های رشد گزارش می‌دهد، اما متغیر یادشده با سود تقسیمی رابطه منفی برقرار می‌کند. بین وجه نقد نگهداری شده با اندازه شرکت رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در پژوهش پیش رو به بررسی رابطه بین برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سطح وجه نقد پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد بین مالکیت نهادی و وجه نقد نگهداری شده رابطه منفی و معناداری برقرار است. این رابطه با مبانی نظری مبنی بر افزایش نظارت بر مدیران توسط مالکان نهادی همخوانی دارد و نشان دهنده احتمال کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت در خصوص نگهداری وجه نقد است و با یافته‌های پژوهش ملکیان و عدیلی (۱۳۹۰) مطابقت دارد، اما با نتایج پژوهش هارفورد و همکارانش (۲۰۰۸) سازگار نیست.

همچنین نتایج نشان می‌دهد بین متغیر تمرکز مالکیت و وجه نقد نگهداری شده رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به مبانی نظری، یکی از دلایل احتمالی آن، به این دیدگاه بازمی‌گردد که سرمایه‌گذاران کنترل‌کننده نفوذ زیادی در شرکت دارند و می‌توانند وجوه نقد نگهداری شده را در جهت منافعشان - که الزاماً همراستا با منافع سهامداران اقلیت نیست - استفاده کنند.

نتایج به‌دست‌آمده نشان داد بین متغیر اتکا بر بدهی و وجه نقد نگهداری شده، رابطه منفی و معناداری برقرار است. مطابق مبانی نظری، شرکت‌هایی که اهرم بالاتری دارند، بیشتر نظارت می‌شوند و اختیارات و قضاوت‌های مدیریت را کاهش می‌دهند. این یافته با نتایج پژوهش‌های ملکیان و همکارانش (۱۳۸۸) و درویتز و کرونینگر (۲۰۱۰) همخوانی دارد.

بر اساس یافته‌های این پژوهش، رابطه معناداری بین متغیر دوره تصدی مدیرعامل و وجه نقد نگهداری شده مشاهده نمی‌شود. همان‌گونه که در مبانی نظری پژوهش نیز مطرح شد، هرچند دیدگاه‌های متفاوتی در خصوص رابطه بین دوره تصدی مدیرعامل و میزان وجه نقد نگهداری شده وجود دارد، ضریب این متغیر مثبت به‌دست آمد و با این دیدگاه که افزایش دوره تصدی مدیرعامل می‌تواند موجب افزایش نگه‌داشت وجه نقد شود، سازگاری بیشتری نشان داد.

یکی دیگر از یافته‌های این پژوهش، رابطه منفی و معنادار بین متغیر استقلال هیئت‌مدیره و وجه نقد نگهداری شده را تأیید کرد. بر اساس مبانی نظری، اعضای غیرموظف در ساختار هیئت‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها به‌منزله افراد مستقل، به کاهش تضاد منافع میان مدیران و ذی‌نفعان کمک می‌کند. این نتیجه با یافته‌های بوباگر و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است. در نهایت نتایج نشان داد بین متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل و وجه نقد نگهداری شده رابطه معناداری وجود ندارد، اما ضریب مثبت به‌دست‌آمده از این متغیر، سازگاری این یافته را با مبانی نظری نشان می‌دهد و بر نقشی که انتظار می‌رود این ویژگی حاکمیت شرکتی در کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیرعامل داشته باشد، تأکید می‌کند. این یافته با نتایج پژوهش بوباگر و همکارانش (۲۰۱۳) همخوانی ندارد.

References

- Al-Najjar, B. (2012). The financial determinants of corporate cash holding: Evidence from some emerging markets, *Journal of International Business Review*, 22(1): 77-88.
- Baradaran Hasanzadeh, R., Badavarnahadi, Y. & Hossain-babae, GH. (2013). A Survey of the Relationship between Corporate Governance with Created

- Shareholder Value (CSV) and Economic Value Added (EVA). *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 19(2): 1-16. (in Persian)
- Baradarn Hassanzadeh, B., Badavar Nahandi, Y. & Babaee, H. (2012). A Survey of the Relationship between Corporate Governance with Created Shareholder Value (CSV) and Economic Value Added (EVA). *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 19(68): 1-16. (in Persian)
- Boubaker, S., Derouiche, I. & Nguyen, D. (2013). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms, *Journal of Management & Governance*, 19(2): 341-370.
- Brookman, J. & Thistle, P.D. (2009) . CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 15 (3): 331– 344.
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3): 305-333.
- Didar, H., Mansoorfar, GH. & Kafami, M. (2015). The impact of corporate governance mechanisms on the tax gap of listed companies in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(4): 409-430. (in Persian)
- Drobetz, W. & Grüninger, M.C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21 (3): 293-324.
- Drobetz, W., Grüninger, M.C. & Hirschvogl, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9): 2168–2184.
- Ebrahim, A.M. (2004). The effectiveness of corporate governance, institutional ownership, and audit quality as monitoring. *Device of Earning Management*, PH.D Dissertation the state University of New Jersey.
- Fakhkhari, H. & Taghavi, R. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 16(57): 69-84. (in Persian)
- Harford, J., Mansi, S. A. & Maxwell, W.F. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 87(3): 535-555.
- Kamyabi, Y., Nikravanfard, B. & Salmani, R. (2014). The relationship between cash flow volatility and cash flow sensitivity of cash with dividend policy in Tehran stock exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(2): 409-430. (in Persian)
- Lee, C. F. (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12 (3): 475-508.
- Liao, T. & Hung, C. (2009). Over-investment and the Marginal Value of Cash Holdings. *Working paper*. Studies In Economic And Finance. DOI: 10.1108/SEF-07-2013-0101.

- Malakian, E. & Adili, M. (2013). Institutional Ownership and Cash Balance. *Journal of Science and research Accounting*, 8(32): 67-93. (in Persian)
- Malakian, E., Ahmadpour, A. & Mohammadi, M. (2011). The relationship between cash holdings and its determinants in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting research*, 3(11): 96-109. (in Persian)
- Nikbakht, M. & Taheri, Z. (2014). Investigating the Relationship between Corporate Governance and Systematic Risk. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(1): 109-126. (in Persian)
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28 (9): 2103-2134.
- Ramsay, I. & Blair, M. (1993). Ownership concentration, institutional investment and corporate governance: An empirical investigation of 100 Australian companies. *Melbourne University Law Review*, 19 (6): 153-194.
- Resaeeyan, A., Rahimi, F. & Hanjari, S. (2010). Monitoring the impact of internal corporate governance mechanisms on cash holdings in Tehran Stock Exchange. *Financial accounting research*, 2(6): 125-144. (in Persian)
- Rezaee, F., Ghasemi, R., Kargar, E. & Adoosi, H. (2014). Relationship between Cash Distribution, Size and Error Prediction of Future Cash Flows. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 20(1): 77-92. (in Persian)