

مالکیت نهادی و مانده وجه نقد

اسفندیار ملکیان¹

مجتبی عدیلی^{2*}

چکیده

نتایج مطالعات انجام شده در بررسی عوامل موثر بر موجودی نقد شرکت‌ها حاکی از آن است که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها افزایش می‌یابد. از طرف دیگر، حضور سهامداران نهادی می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی داشته باشد. تحقیق حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که مالکیت نهادی سهام بر میزان وجه نقد نگهداری شده در شرکت تاثیر دارد، صورت پذیرفته است. تعداد 105 شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 1385 تا 1389 مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در سطح اطمینان 95 درصد بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و نگهداری وجه نقد رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. اما بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری مشاهده نشده است.

واژه‌های کلیدی: مالکیت نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی، مانده وجه نقد.

1. استادیار و عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه مازندران

2. عضو هیئت علمی موسسه آموزش عالی خزر محمودآباد

مقدمه

یکی از پدیده‌های منفی که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، نبود تقارن اطلاعات است که منجر به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده کند. این آگاهی بیشتر، عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است [12]. ایزلی و اوهارا [15] در مطالعه خود نشان دادند که اطلاعات خاص، ریسک سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع را در نگهداری سهام افزایش می‌دهد و آنها برای جبران تحمل این ریسک بازده بیشتری را طلب می‌نمایند؛ در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی نقش مهمی در هزینه‌تأمین مالی خارجی ایفا می‌نماید. به طور کلی، در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از یک سیاست سلسله‌مراتبی در تأمین مالی از خود نشان می‌دهند. این بدان معناست که مدیران منابع داخلی را بر منابع خارجی که به اطلاعات حساس هستند، ترجیح می‌دهند [21]. این موضوع سبب می‌شود تا تمایل به انباشت وجه نقد در مدیران بیشتر شده، تا هر وقت بخواهند از داخل شرکت تأمین مالی نمایند.

مروری بر مطالعات انجام شده در تحلیل عوامل مؤثر بر موجودی نقد شرکت‌ها نشان می‌دهد که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکتها افزایش می‌یابد [13، 16، 17، 21]. به عبارتی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود تحصیل وجه نقد برای شرکت‌ها دشوار و هزینه‌بر شود و در این شرایط شرکت‌ها ممکن است دارایی‌های نقدی خود را تقویت نمایند تا از هزینه‌های مرتبط با وابستگی بر تأمین مالی خارجی بکاهند. در این مطالعات عواملی چون اندازه، میزان فرصت‌های رشد، ساختار مالکیت، روابط بانکی و سررسید بدهی بر مبنای تئوری عدم تقارن اطلاعاتی تحلیل شده‌اند. به طور کلی انتظار می‌رود که شرکت‌های با فرصتهای رشد بالاتر، اندازه کوچکتر، سررسید بدهی کوتاهتر و بدهی بانکی کمتر، به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، میزان وجه نقد بالاتری نگهداری نمایند [6].

از سوی دیگر، همان‌طور که می‌دانیم ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری و کار بلد بودن مالکین نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلندمدت شرکت شود [8].

سهامداران نهادی به عنوان سرمایه‌گذارانی حرفه‌ای دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات بوده و اطلاعات مربوط به سود فعالیت‌های اقتصادی بلندمدت را که در سود سال جاری منعکس نیستند، در قیمت سهام لحاظ می‌کنند. بنابراین رواج این نوع مالکیت می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی داشته باشد [7].

بر طبق آنچه که بیان شد، مالکیت نهادی می تواند از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته و دارای پیامدهای اقتصادی برای شرکت باشد و از آن جایی که عدم تقارن اطلاعاتی عامل اثر گذاری بر میزان نگهداشت وجه نقد شرکت است، می توان انتظار داشت که حضور سرمایه گذاران نهادی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقباً کاهش وجه نقد مازاد بر نیاز، موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری شده و مدیریت وجه نقد شرکت را بهبود بخشد که نهایتاً منجر به نگهداشت وجه نقد کمتری در شرکت می شود.

با توجه به نقش سرمایه گذاران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان یک عامل موثر بر میزان نگهداری وجه نقد، تحقیق حاضر در جستجوی پاسخی برای این سوال است که آیا بین مالکیت نهادی و مانده وجه نقد شرکتهای رابطه معناداری وجود دارد؟

مروری بر ادبیات تحقیق

حاکمیت شرکتی

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می کردند که تمامی گروه های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما در 30 سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه ها و چگونگی مواجهه شرکت ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی، تحت عنوان تئوری نمایندگی در حسابداری بیان می شود. رابطه نمایندگی قراردادی است که بر اساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم گیری را به او تفویض می کند. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می دهند.

فعالتهای مدیران توسط برخی عوامل، هدایت یا بعضاً محدود می شود. این عوامل باید برای حاکمیت شرکتی مناسبتر، مطرح و مستقر شود و شرکت ها مقررات و الزامات بسیار زیادی را در انجام وظایف، رعایت کنند و نهادهای مختلفی بر حسن جریان فعالیت های واحدهای اقتصادی نظارت نمایند. این عوامل مواردی از قبیل هیات مدیره (که حق استخدام، اخراج و پاداش دادن به مدیران را دارند)، قوانین و مقررات، قراردادهای کارگری، بازار و حتی محیط رقابتی را در بر می گیرد. به طور کلی عوامل فوق را می توان در دو قالب ساز و کارهای کنترل بیرونی (نظیر بازار) و ساز و کارهای کنترل درونی (نظیر هیات مدیره) در نظر گرفت [4].

یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. مطابق با تعریف بوش [9] سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و غیره هستند. وی بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می کنند. به عبارت بهتر، سرمایه گذاران نهادی منابعی برای نفوذ و نظارت بر مدیران دارند و اینکه آیا سرمایه گذاران نهادی از قدرتشان برای نظارت استفاده می کنند یا خیر، تابعی از میزان مالکیت آنهاست [10].

در ادبیات حاکمیت شرکتی، دو نگرش در مورد سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد. «فرضیه نظارت کارآمد» بیان می‌کند که با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کاراتری توسط آنها اعمال می‌شود و اختلافات عقیده و مشاجرات نمایندگی به احتمال قوی بر طرف می‌گردد. در مقابل، «فرضیه همگرایی منافع» بیان می‌دارد که سهامداران نهادی بزرگ، اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند. در سطوح بالای مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی حتی ممکن است هیات مدیره را به اخذ تصمیمات غیربهبینه ترغیب کنند [3].

به طور کلی، هر کشور با توجه به نوع فرهنگ، زمینه تاریخی، فضای حقوقی و نهادهای حاکم بر آن دارای چارچوب خاصی برای حکمرانی می‌باشد. در کشور ما طی چند سال اخیر، کوشش‌هایی برای شناساندن ماهیت نظام حاکمیت شرکتی و اهمیت آن از بعد نظارت بر بنگاه‌های اقتصادی صورت پذیرفته است. در سازمان بورس اوراق بهادار ایران، صرفاً آیین‌نامه‌ای تحت عنوان «نظام راهبری شرکت» تهیه و ارائه شده است و لیکن از بعد قوانین و مقررات، فعالیت و اقدامات خاصی برای نهادینه کردن این مقوله در سطح شرکت‌ها و اعمال آن در بازار سرمایه صورت نگرفته است [2].

نگهداشت وجه نقد

در ادبیات مالی تئوری‌ها و مدل‌های مختلفی جهت توجیه عوامل موثر بر وجه نقد و دلایل نگهداری وجه نقد وجود دارد. یکی از مهم‌ترین تئوری‌ها در این زمینه تئوری عدم تقارن اطلاعاتی است. از دیدگاه اقتصاد اطلاعات اگر یکی از طرف‌های معامله نسبت به دیگری اطلاعاتی بیشتری داشته باشد، دارای مزیت اطلاعاتی است و وجود چنین وضعیتی در سیستم اقتصادی سبب عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. یکی از مسائل مهم در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی مسئله «گزینش نادرست» است. یعنی اشخاص درون شرکت در مورد شرایط کنونی و چشم‌انداز آینده شرکت در مقایسه با سرمایه‌گذاران خارجی اطلاعات بیشتری دارند و می‌توانند از این مزیت اطلاعاتی بهره‌جسته که به ضرر سرمایه‌گذاران خارجی تمام خواهد شد. مسئله بعدی «خطر اخلاقی» است که در آن یک یا چند نفر از طرف‌های قرار داد و معامله می‌توانند شاهد انجام خواسته خود در معامله باشند؛ ولی طرف دیگر نمی‌تواند شاهد چنین رخ دادی باشد. بر این اساس حسابداری مالی و گزارشگری خارجی و فرایند استاندارد گذاری واکنش حسابداری به این پدیده تلقی شده و به عنوان ساز و کاری برای حل مساله گزینش نادرست و خطر اخلاقی در نظر گرفته می‌شود [1].

عدم تقارن اطلاعاتی تامین منابع مالی خارجی را مشکل‌تر می‌نماید، زیرا فرد خارجی می‌خواهد مطمئن باشد که اوراق بیش از اندازه قیمت گذاری نشده باشد [20]. بنابراین وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکتها و سرمایه‌گذاران سبب می‌شود که هزینه تامین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد، به نحوی که تامین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت در بر خواهد داشت. بر اساس یافته‌های ایزلی و اوهارا [15]، سرمایه‌گذاران برای نگهداری سهام با اطلاعات خاص (منتشر نشده) بازده بیشتری را طلب می‌نمایند. این بازده بالاتر نشان می‌دهد که اطلاعات خاص، ریسک سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع را در نگهداری سهام افزایش می‌دهد به این دلیل که سرمایه‌گذاران با اطلاع به شکلی بهتر می‌توانند ضرایب پرتفوی خود را با استفاده از اطلاعات جدید تعدیل نمایند. بنابراین اطلاعات خاص

نوعی ریسک سیستماتیک ایجاد می نماید و در مجموع سرمایه گذاران برای جبران تحمل این ریسک بازده بیشتری را طلب می نمایند. لذا می توان گفت عدم تقارن نقش مهمی هزینه تامین مالی خارجی ایفا می نماید.

به اعتقاد میرز و ماجلوف [19] در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکتها تمایل به پیروی از یک سلسله مراتب در سیاستهای تامین مالی خود دارند به این معنا که آنها تامین مالی از طریق منابع داخلی را بر تامین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است ترجیح می دهند. همچنین به نظر میرز و ماجلوف مساله عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکتهایی که ارزشهای آنها به وسیله فرصتهای رشد تعیین می شود شدید تر است. اگر شرکتی فرصتهای سرمایه گذاری داشته باشد که ارزش آن را افزایش دهد؛ در هنگام کسری و کمبود وجه نقد ممکن است مجبور شود که برخی سرمایه گذاری ها را رها نماید. بنابراین شرکتهای با چنین فرصتهایی در تلاش برای کاستن از احتمال رها نمودن فرصتهای سرمایه گذاری با ارزش، مقادیر بیشتری از وجه نقد نگهداری خواهند نمود [21].

پیشینه تحقیق

نوروش و ابراهیمی [7] به بررسی رابطه سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته های آنها نشان می دهد در شرکت هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند (در مقایسه با شرکت های با مالکیت نهادی کمتر)، قیمت های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در بر می گیرد. آنها این نتیجه را به حرفه ای بودن سهامداران نهادی ربط دادند که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. از این رو قیمت های سهام شرکت های با مالکیت نهادی باید بخش بیشتری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را منعکس کنند. با توجه به شواهدی که در ارتباط با نقش مثبت سرمایه گذاران نهادی به دست آمده است، می توان نتایج آن را مطابق با فرضیه نظارت کارآمد دانست. فخاری و تقوی [6] اثر کیفیت گزارشگری مالی در قالب کیفیت اقلام تعهدی بر میزان نگهداشت وجه نقد را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می دهد که کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معنی داری با نقد و معادل های نقدی دارد. همچنین متغیرهای فرصت های رشد، جریان نقدی و دارایی های نقدی اثر مثبتی بر مانده نقد داشته و متغیرهای اندازه، سررسید بدهی و هزینه فرصت رابطه ای منفی با مانده نقد دارند. حساس یگانه و همکاران [3]، رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. در این تحقیق، نگرش های مختلفی (فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع) در مورد سرمایه گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. یافته های این تحقیق شواهدی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم می آورد که مؤید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی، محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند. نتایج مطالعه مرادزاده فرد و همکاران [5] حاکی از آن است که بین سطح مالکیت نهادی سهام و مدیریت اقلام تعهدی رابطه منفی وجود دارد، لذا سرمایه گذاران نهادی نقش نظارتی فعالی بر تصمیمات شرکت در مورد مدیریت سود اعمال می کنند. شواهد بیانگر آن است که با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام، انعطاف پذیری شرکت جهت مدیریت اقلام تعهدی کاهش می

یابد. همچنین تأثیر مالکیت نهادی سهام در شرکت هایی که دارای مالکیت نهادی متمرکز می باشند بیشتر است. با افزایش سطح تمرکز مالکیت نهادی سهام، میزان مدیریت اقلام تعهدی توسط شرکت کاهش می یابد.

تحقیقات متعددی عوامل موثر بر مانده وجه نقد شرکت را بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی در چارچوب هزینه های نمایندگی تحلیل نموده اند. اوپلر و دیگران [20] عوامل موثر بر مانده وجه نقد شرکت ها را در ایالات متحده برای دوره ای از سال 1971 تا 1994 بررسی نموده و دریافتند که شرکت های با فرصت های رشد بالاتر و جریان های نقدی با ریسک بالاتر، به نسبت وجه نقد بیشتری نسبت به کل داراییهای غیر نقدی نگهداری می نمایند. از کان و از کان [21] نمونه ای از شرکتهای انگلیسی در طول دوره ای از سال 1984 تا 1999 را بررسی نموده و نشان دادند که به طور خاص، میزان مالکیت مدیریت در شرکتهای با میزان وجه نقد شرکت رابطه با اهمیتی داشته و در کل، فرصت های رشد، جریانهای نقدی، دارایی های سیال، اهرم مالی و بدهی بانکی عوامل مهمی در تعیین میزان موجودی نقد شرکت به شمار می روند. فریرا و ویللا [16] نمونه ای از شرکت های کشورهای اتحادیه پولی اروپا را از سال 1987 تا 2000 بررسی نمودند. نتایج نشان می دهد موجودی نقد به طور مثبتی تحت تاثیر فرصت های سرمایه گذاری و جریانهای نقدی قرار داشته و به طور منفی تحت تاثیر قابلیت نقدینگی دارایی ها، اهرم مالی، اندازه و نیز بدهی بانکی قرار دارد. گارسیا و دیگران [17] با استفاده از نمونه ای متشکل از شرکت های بورس سهام اسپانیا در دوره زمانی 1995 تا 2001، اثر کیفیت اقلام تعهدی را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی نموده و نشان دادند که شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی بالا در مقایسه با شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی پایین، سطوح پایین تری از وجه نقد نگهداری می نمایند. دیتمار و اسمیت [14] برای پاسخ به این سوال که چگونه حاکمیت شرکتی مناسب موجب افزایش ارزش شرکت می گردد، دریافتند که بین حاکمیت شرکتی مناسب و مانده وجه نقد رابطه وجود دارد. به اعتقاد آنان، حاکمیت شرکتی مناسب، ارزش شرکت را از طریق استفاده بهتر از وجه نقد افزایش می دهد. هارفورد [16] به نتایج مشابهی رسید و دریافت که حاکمیت شرکتی ضعیف، با ارزش شرکت رابطه ای معکوس دارد و این رابطه معکوس با افزایش مانده وجه نقد برجسته تر می شود. چونگ و ژان [11] شواهدی در ارتباط با رابطه بین حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی سهام ارائه نمودند. شواهد این تحقیق نشان می دهد، نسبت سهام شرکت که توسط سرمایه گذاران نهادی نگهداری می شود، کیفیت ساختار حاکمیت را افزایش می دهد. نتایج این تحقیق با این نظر موافق است که سرمایه گذاران نهادی به سمت سهام شرکت هایی گرایش دارند که دارای ساختار حاکمیتی خوب در جهت برآورده ساختن مسئولیت مباشرتی مدیریت می باشند.

فرضیه های تحقیق

توانایی بازپرداخت بدهی یکی از مهم ترین جنبه های اطلاعاتی می باشد که از طریق صورت های مالی به استفاده کنندگان منتقل می شود. از بین عوامل موثر بر توانایی بازپرداخت بدهی، مانده وجه نقد یکی از مهم ترین عناصر است. لذا آگاهی از این موضوع که چه عواملی بر میزان نگهداشت وجه نقد موثر هستند، موضوع بحث انگیزی برای محققین مالی و حسابداری در ادبیات مالی بوده است.

بر اساس نتایج مطالعات گذشته، به طور میانگین در شرکت هایی که مالکیت نهادی نسبتاً زیاد است، قیمت های سهام، اطلاعات سودهای آتی را بیشتر منعکس می کنند. این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد. در نتیجه به هر میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه اطلاعات توسط مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار افزایش یافته و به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعاتی کاهش خواهد یافت [7].

از سوی دیگر، یافته های برخی از مطالعات نشان می دهد که با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت ها کاهش می یابد [13، 16، 17، 21].

با توجه به مطالب فوق فرضیه های تحقیق حاضر به شکل زیر طراحی می گردند:

فرضیه اول: بین سطح مالکیت نهادی و نگهداری وجه نقد در شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تمرکز مالکیت نهادی و نگهداری وجه نقد در شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

روش تحقیق

این تحقیق در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می گیرد. با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه ها استفاده شده است، در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه بندی می گردد. همچنین از آنجا که هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و نگهداری وجه نقد است؛ با توجه به ماهیت و روشی که در این تحقیق استفاده می شود، نوعی تحقیق توصیفی - همبستگی به شمار می رود. تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی، از نوع تجربه گرا؛ سیستم استدلال آن استقرایی و از جهت نوع مطالعه میدانی (محیط طبیعی) - آرشویی می باشد. علاوه بر این، به لحاظ تحلیل آماری این پژوهش از رگرسیون ترکیبی استفاده خواهد نمود. ضمناً تحلیل داده ها و آزمون ها به کمک نرم افزارهای Excel، Eviews و SPSS صورت پذیرفته است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود و دوره زمانی انجام آن از سال 1385 تا 1389 به مدت 5 سال می باشد. انتخاب نمونه از این جامعه با در نظر گرفتن معیارهای زیر انجام می شود:

1. اطلاعات مورد نیاز در رابطه با شرکت ها از سال 1385 تا 1389 در دسترس باشد.

2. پایان سال مالی شرکت ها پایان اسفند و در سالهای 1385 تا 1389 تغییر نکرده باشد.

3. سهام شرکت ها در طول هر یک از سال های دوره تحقیق معامله شده باشد.

4. جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد.

با در نظر گرفتن این معیارها، تعداد 105 شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته (Cash): برای محاسبه متغیر وابسته مانده نقد شرکت، از نسبت مجموع نقد و معادل های نقدی

شامل سرمایه گذاری کوتاه مدت به کل داراییها پس از کسر موجودی نقد و معادل های نقدی استفاده می شود [20].

متغیر مستقل (مالکیت نهادی): تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار موسسات سرمایه گذاری و یا سایر شرکت های تجاری قرار دارد، میزان مالکیت سهامداران نهادی را نشان می دهد. به منظور محاسبه درصد مالکیت نهادی در هر شرکت، تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می گردد:

$$INOWN = N/M$$

INOWN: درصد سهامداران نهادی شرکت

N: تعداد سهام عادی که در اختیار شرکت های سرمایه گذاری و تجاری قرار دارد

M: تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

برای محاسبه تمرکز سرمایه گذاران نهادی شرکت از شاخص هرفیندال هریشمن استفاده می شود. شاخص هرفیندال هریشمن یک شاخص اقتصادی بوده که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می گردد. بدین ترتیب که درصد سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان 2 رسیده و سپس با هم جمع می شوند. حاصل که بین 0 تا 1 بوده، هر چقدر به یک نزدیک باشد بیانگر تمرکز و در مقابل هر چه به صفر نزدیک باشد نشان دهنده عدم تمرکز خواهد بود. در این تحقیق برای سنجش تمرکز سرمایه گذاران نهادی از رابطه زیر استفاده می نمایم:

$$CONC = \sum_{i=1}^n INOWN^2$$

متغیرهای کنترلی

در این تحقیق سایر عوامل رایجی که به نظر می رسند جزء عوامل تعیین کننده و تاثیر گذار بر موجودی نقد باشند را کنترل می نمایم. به طور کلی انتظار می رود هر چه میزان فرصت های رشد بیشتر باشد شرکت به منظور از دست ندادن پروژه های با ارزش، وجه نقد بیشتری را نگهداری نماید. همچنین انتظار می رود در شرکت های بزرگتر به واسطه صرفه جویی به مقیاس، مانده نقد کمتر باشد و چون شرکت های کوچکتر با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه هستند، مجبور به نگهداری نقد بیشتری هستند [17]. هر چه سر رسید بدهی کوتاه تر باشد، ریسک مالی افزایش می یابد [16] و شرکت مجبور به نگهداری وجه نقد بیشتری خواهد بود، لذا انتظار می رود با افزایش سر رسید بدهی موجودی نقد کاهش یابد. نگهداشت وجه نقد دارای هزینه فرصت نیز خواهد بود و انتظار می رود هر چه هزینه فرصت بیشتر باشد، مانده نقد کمتری نگهداری شود. از سویی به واسطه افزایش هزینه تامین مالی در شرکتهای با اهرم مالی بالا، هزینه وجوه نقد مورد استفاده بیشتر خواهد بود، لذا انتظار می رود با افزایش اهرم مالی مانده نقد کمتر شود. در بحث دسترسی به منابع، هر چه میزان دارایی های نقدی بیشتر باشد شرکت ها با سهولت بیشتری به نقد دسترسی خواهند داشت، از این رو انتظار می رود میزان این داراییها رابطه منفی با مانده نقد داشته باشد. همچنین هر چه جریان نقدی بیشتر باشد، دسترسی به وجه نقد آسانتر است و شرکت نیاز به نگهداری نقد کمتری خواهد داشت، اما بر اساس تئوری سلسله مراتبی شرکتهای منابع داخلی را بر منابع خارجی ترجیح می دهند، لذا تمایل به انباشت وجه نقد دارند، بنابراین رابطه جریان نقدی با مانده نقد، مثبت پیش بینی می شود.

مدل تحقیق

برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیونی خطی چند متغیره استفاده می شود. در این مدل مانده نقد شرکت متغیر وابسته و معیار مالکیت نهادی به عنوان متغیر مستقل اصلی می باشند.

$$\text{Cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IS}_{it} + \beta_2 \text{MTB}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LTDEBT}_{it} + \beta_5 \text{RSPREAD}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{LIQ}_{it} + \beta_8 \text{CFLOW}_{it} + u_{it}$$

در مدل فوق متغیرهای مستقل عبارتند از: معیار مالکیت نهادی (IS)، معیار فرصت های رشد معادل نسبت ارزش دفتری مجموع دارایی ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی ها (MTB)، اندازه معادل لگاریتم فروش (SIZE)، سر رسید بدهی در قالب بدهی بلند مدت تقسیم بر مجموع دارایی ها (LTDEBT)، متغیر هزینه فرصت معادل تفاوت بین نرخ بازده دارایی های شرکت (سود ناخالص عملیاتی به دارایی ها) و بازده بدون ریسک¹ (RSPREAD)، اهرم مالی معادل نسبت کل بدهی به کل دارایی ها (LEV)، دارایی های نقدی معادل نسبت سرمایه در گردش منهای وجه نقد به کل دارایی ها (LIQ)، جریان نقدی معادل جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی ها (CFLOW).

یافته های تحقیق

در نگاره شماره 1 داده های آماره های توصیفی مربوط به داده های تحقیق برای 525 داده سال - شرکت ارائه شده است که پراکندگی نسبتا بالایی را بر اساس انحراف استاندارد ارائه شده در ستون آخر نشان می دهد. ملاحظه می شود که شرکت های انتخاب شده در نمونه مورد نظر به طور میانگین حدود 6/3 درصد از کل دارایی ها، نقد و معادل نقدی نگهداری می نمایند که رقم قابل توجهی به نظر می رسد.

نگاره شماره 1- آماره توصیفی داده های تحقیق					
متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد
CASH	0/063664	0/041154	0/526892	0/005864	0/076521
INOWN	0/5136	0/5486	0/99	0/00	0/284321
CONC	0/1958	0/2241	0/84	0/00	0/123849
MTB	1/566842	1/215643	2/86328	0/436551	1/748234
SIZE	5/945621	5/093548	7/674223	2/387169	0/578336
LTDEBT	0/098445	0/070659	0/604712	0,00000	0/091273
RSPREAD	0/016421	0/031071	0/416501	-0/32645	0/225908
LEV	0/781334	0/735112	0/850429	0,000000	0/174530
LIQ	-0/025134	0/006135	0/574371	-0/69523	0/361542
CFLOW	0/147605	0/126381	0/783644	-0/58341	0/143542

آزمون فرضیه اول

1. معادل 17 درصد متوسط نرخ سود سپرده بلندمدت در نظر گرفته شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در نگاره شماره 2 ارائه شده است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که به طور متوسط حدود 36 درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط این متغیرهای مستقل تبیین می شود و آماره F به میزان حدود 5/6 برای مدل نشان از تایید مدل به طور کلی در سطح معنی داری 95 درصد دارد. مقدار آماره دوربین واتسون نیز به میزان 1/95 نشان از نبود خود همبستگی بین باقی مانده ها دارد. مطابق با پیش بینی، ضریب و آماره t متغیر سطح مالکیت نهادی از وجود یک رابطه منفی بین این متغیر و متغیر وابسته (وجه نقد) حکایت دارد که در سطح 95 درصد از لحاظ آماری معنی دار است. بنابراین فرضیه اول تحقیق تأیید می گردد.

نگاره 2. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر مستقل	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	مقدار احتمال
مقدار ثابت	C	0/11364	3/548139	0/0016
سطح مالکیت نهادی	INOWN	-0/19263	-2/18952	0/0000
ارزش بازار	MTB	0/01294	2/25064	0/0020
اندازه	SIZE	-0/04853	-2/53594	0/1817
بدهی بلندمدت	LTDEBT	-0/17908	-5/46716	0/0152
هزینه فرصت	RSPREAD	-0/01481	-1/54802	0/0000
اهرم مالی	LEV	0/04355	1/36512	0/0016
نسبت نقدینگی دارایی	LIQ	-0/00656	-4/01873	0/0000
جریان نقدی	CFLOW	0/07403	3/33814	0/0009
ضریب تعیین تعدیل شده		0/364752	F-statistic	5/684312
آماره دوربین واتسون		1/953461	Prob(F-statistic)	0/000000

آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در نگاره شماره 3 ارائه شده است. ضریب و آماره t متغیر تمرکز سرمایه گذاران نهادی اگرچه حاکی از یک ارتباط منفی بین تمرکز سرمایه گذاران نهادی و مانده وجه نقد شرکت بوده ولی در سطح اطمینان 95 درصد معنی دار نیست. بنابراین فرضیه دوم تحقیق مورد تأیید قرار نمی گیرد.

نگاره 3. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر مستقل	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	مقدار احتمال
مقدار ثابت	C	0/09815	1/28305	0/0348
تمرکز مالکیت نهادی	CONC	-0/02319	-2/36014	0/0853
ارزش بازار	MTB	0/03521	1/15742	0/0245
اندازه	SIZE	-0/10517	-5/58142	0/1136
بدهی بلندمدت	LTDEBT	-0/21351	-3/32849	0/0084
هزینه فرصت	RSPREAD	-0/07452	-3/32351	0/0105
اهرم مالی	LEV	0/052816	2/07424	0/0983
نسبت نقدینگی دارایی	LIQ	-0/01128	-3/16523	0/0227

0/3265	1/91542	0/12816	CFLOW	جریان نقدی
0/383042	F-statistic		0/14328	ضریب تعیین تعدیل شده
0/860402	Prob(F-statistic)		1/918542	آماره دوربین واتسون

نتیجه گیری

در این تحقیق یکی از عوامل مؤثر در حاکمیت شرکتی (مالکیت نهادی سهام) در رابطه با میزان نگهداری وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی 5 ساله مورد آزمون قرار گرفت. این تحقیق از آن منظر دارای اهمیت است که در ایران تحقیقات اندکی پیرامون تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر نگهداری وجه نقد صورت گرفته است. همان طور که گفته شد، مطالعات انجام شده در تحلیل عوامل مؤثر بر موجودی نقد شرکت‌ها نشان می‌دهند که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها افزایش می‌یابد. به بیان دیگر عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود، تحصیل وجه نقد برای شرکت‌ها دشوار و هزینه بر شود و در این شرایط شرکتها ممکن است داراییهای نقدی خود را تقویت نمایند تا از هزینه‌های مرتبط با وابستگی بر تامین مالی خارجی بکاهند. از سوی دیگر، مالکیت نهادی می‌تواند از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته و از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی عامل اثر گذاری بر میزان نگهداشت وجه نقد شرکت است، می‌توان انتظار داشت که حضور سرمایه‌گذاران نهادی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقباً کاهش وجه نقد مازاد بر نیاز، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شده و مدیریت وجه نقد شرکت را بهبود بخشد که نهایتاً منجر به نگهداشت وجه نقد کمتری در شرکت می‌گردد.

یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که مطابق با پیش‌بینی، با افزایش سطح مالکیت نهادی، وجه نقد کمتری در شرکت‌ها نگهداری می‌شود. این یافته‌ها با نتایج تحقیق هارفورد و همکاران [16] و نیز دیتمار و اسمیت [11] که به رابطه منفی معنی‌داری بین مالکیت نهادی سهام و میزان نگهداری وجه نقد دست یافتند، مطابقت دارد.

پیشنهادها

1. از آنجا که مالکین نهادی سرمایه‌گذارانی فعال و متبحر بوده و حضورشان موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار می‌گردد، تداوم عرضه شرکت‌های دولتی در بورس از جانب سازمان خصوصی‌سازی (که متعاقب آن تصاحب مالکیت این شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران نهادی است) پیشنهاد می‌شود.
2. با عنایت به بالا بودن تقارن اطلاعات در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به عامل ترکیب مالکیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر توجه نمایند. همچنین با توجه به پایین بودن تقارن اطلاعات در شرکت‌های با مالکیت نهادی کم، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تصمیمات خرید سهام این شرکت‌ها تعمق نموده و بررسی بیشتری در مورد اطلاعات آنها انجام دهند.
3. از آنجا که برخی از سرمایه‌گذاران نهادی دارای دیدگاه بلندمدت بوده و نماینده‌ای در هیات مدیره شرکت منصوب می‌کنند و دارای انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت هستند (سرمایه‌گذاران نهادی فعال) و برخی دیگر دارای دید کوتاه مدت و گذرا بوده و تنها به سودهای کوتاه مدت علاقه مند می‌باشند (سرمایه‌گذاران

نهادی غیرفعال)؛ پیشنهاد می‌شود تحقیق حاضر از طریق تقسیم سرمایه‌گذاران نهادی به نهادهای با نماینده در هیات مدیره و نهادهای بدون نماینده در هیات مدیره، مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

1. اسکات، ویلیام؛ ترجمه دکتر علی پارسائیان. (1386). «تئوری حسابداری». انتشارات ترمه، چاپ اول، تهران.
2. بابائی زکلیکی، محمد علی و ژیلا احمدوند. (1387). «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». «تحقیقات مالی»، 26: 41-60.
3. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر. (1387). «بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت». «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»، 52: 107-122.
4. کرمی، غلامرضا. (1387). «بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود». «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»، 54: 81-100.
5. مرادزاده فرد، مهدی؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ غلامی، رضا و حجت الله فرزانی. (1388). «بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود». «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»، 55: 85-98.
6. فخاری، حسین و تقوی، روح الله. (1388). «کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد». «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»، 57: 69-84.
7. نوروش ایرج و علی ابراهیمی کردلر. (1384). «بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد». «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»، 42: 97-124.
8. Bartov, E., S. Radharkrishnan, and I. Krinsky (2000). "Investor sophistication and Patterns in stock returns". *The Accounting Review*, 43-63.
9. Bushee, B. J. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". *Accounting Review*, 73(July): 305-334.
10. Chung, R. Firth, M. and Kim, J. (2002). "Institutional monitoring and opportunistic earnings management". *Journal of Corporate Finance* 8 : 29-48.
11. Chung K. Zhang H. (2009). "Corporate Governance and institutional Ownership". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* .
12. Clarkson, G., Jacobsen, T. E., Batcheller, A. L. (2007). "Information asymmetry and information sharing". *Government Information Quarterly* .Volume 24, Issue 4, , Pages 827-839.
13. Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, (2003), "International corporate governance and corporate cash holdings", *journal of financial and quantitative analysis* , 38, no.1.
14. Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith. (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics*, 83, 599-634.
15. Easley, D., and M. O'Hara. (2004). "Information and the Cost of Capital". *Journal of Finance* 59: 1553-1583.
16. Ferreira, M. A., and A. Vilela, (2004). "Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 295-319.
17. Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sánchez-Ballesta, (2008), "Accruals quality and corporate cash holdings", *Journal of Accounting and Finance*.
18. Harford, J., Mansi, S. A. and Maxwell, W. (2008). "Corporate governance and firm cash holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, 87, 535-555.

19. Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
20. Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999) “The determinants and implications of corporate cash holdings”, *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
21. Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2004), “Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies” *Journal of Banking & Finance* 28, 2103–2134.

Institutional Ownership and Cash Balance

Esfandiar Malekian¹
Mojtaba Adili²

Abstract

The accounting literature has shown the important role of institutional ownership in reducing asymmetries between firms and investors. On the other hand, previous studies of the determinants of cash holdings have focused on the effects of asymmetric information on corporate cash holdings, due to the fact that asymmetry makes it more difficult and expensive for firms to obtain external funding as a result of the problems associated with adverse selection. Therefore, the purpose of the present research is investigating and analyzing the effect of institutional ownership on corporate cash holdings, given that there is no previous direct evidence on this important issue.

The sample data used for the research consisted of financial reporting by companies listed of the Tehran Stock Exchange (TSE). We examined the data of 105 companies from 1385-1389. Using a pooled cross-sectional least squares regression of cash balance with institutional ownership measures, the results showed that there is a significant relationship between institutional ownership and cash holding. But there is not a significant relationship between institutional ownership concentration and cash holding.

Key Words:

Institutional ownership, information asymmetry, cash holdings.

1 . Assistant Professor, Mazandaran University.

2 . Master of Accounting, School of Economic Sciences, Tehran.