

بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد با توجه به نقش تعدیل کنندگی مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران

بهنام سام دلیری^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۰۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۱۱/۲۶

چکیده

هدف تحقیق حاضر تعدیل کنندگی نقش مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) میباشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۹۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره زمانی ۵ ساله بین سالهای ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ مورد تحقیق قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع آوری اطلاعات، کتابخانه ای بوده و داده های مربوط برای اندازه گیری متغیرها از سایت کدال و صورتهای مالی شرکت ها جمع آوری شده و در اکسل محاسبات اولیه صورت گرفته سپس برای آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار ایویوز و از رگرسیون چندگانه با الگوی داده های تابلویی استفاده شده است. تحقیق حاضر دارای دو فرضیه بوده است نتایج بررسی ها و آزمون ها در فرضیه اول حاکی از آن می باشد که رابطه بین متغیر بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد تایید نشد. یافته های فرضیه دوم نشان می دهد که تاثیر متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد تایید می شود.

واژگان کلیدی

مالکیت نهادی، بیش اعتمادی مدیرعامل، نگهداشت وجه نقد

۱. عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد نوشهر، گروه حسابداری.

مقدمه

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض میکردند که تمامی گروه های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما در طی چند دهه اخیر موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه ها و چگونگی مواجهه شرکت ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (جنسن و مک لینگ^۱، ۱۹۷۶). این موارد بطور کلی تحت عنوان «تئوری نمایندگی» در حسابداری مدیریت بیان میشود. این در حالی است که بخشی از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران حرفه ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران جزء، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه گذارهای بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار میگیرد. این وضعیت در شرکتهای سهامی به تمرکز مالکیت تعبیر می شود که درصد عمده ای از سهام در مالکیت سرمایه گذاران بزرگ (سرمایه گذاران نهادی) نظیر بانکها، شرکتهای بیمه و شرکتهای سرمایه گذاری میباشد. این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران بزرگ ممکن است به تغییر رفتار شرکتهای منجر شود. این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه گذاران انجام میدهند، نشأت می گیرد (باتاچاریا و گراهام^۲، ۲۰۰۹).

تحقیقات زیادی در خصوص تأثیر سهامداران نهادی بر شرکتهای سهامی در داخل و خارج از کشور انجام شده است. بیشتر این تحقیقات، اساساً تأثیر مالکیت نهادی بر متغیرهای عملکردی و بازدهی شرکت را مدنظر قرار داده اند. هارفورد و همکاران^۳ (۲۰۰۸)، ثابت کردند که شرکت های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیأت مدیره بزرگتر و مستقل تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند (یحیایی و همکاران، ۱۳۹۸). تصمیماتی که در رابطه با ساختار سرمایه اتخاذ می شود همواره از اهمیت ویژه ای برخوردار هستند زیرا هر یک از روش های مختلف تأمین مالی دارای ریسک و بازده مختص خود می باشند که ترکیب آنها برای تأمین مالی، ریسک و بازده شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد. به عبارت دیگر میزان اعتبار یک شرکت رابطه تنگاتنگی با سیاست های تأمین مالی آن شرکت دارد. یکی از موضوعات مهمی که تمام صاحب نظران مالی و مدیران مالی بر آن توافق دارند. مسأله ساختار سرمایه (اهرم مالی) است. شرکتی که هیچگونه بدهی نداشته باشد. یک شرکت با ساختار کاملاً سرمایه ای است. اما در عالم واقع چنین شرکتی را سراغ نداریم و تمامی شرکت ها به نسبت های مختلفی از اهرم استفاده می کنند. لذا برای افراد و مؤسسات ذینفع، قابل توجه و مهم است که شرکت مورد نظر برای تأمین منابع مالی، دارایی های خود را از چه حجمی بدهی و از چه حجمی سهام (حقوق صاحبان سهام) استفاده نموده است. زیرا این امر بر تصمیمات آنها در ارتباط با آن شرکت تأثیر خواهد داشت. تصمیم در رابطه با تعیین ساختار سرمایه هر شرکت نه تنها تشکیل دهنده شخصیت شرکت می باشد بلکه بر روی نتایج عملکرد مدیران شرکت ها تأثیر به سزائی دارد (یوسفی تلوکی و زارع، ۱۳۹۸).

با توجه به نقش و اهمیت ساختار نگهداشت وجه نقد در اقتصاد شرکت ها و بورس تهران، توجه به ساختار مالکیت نهادی و مدیریت مقوله ای مهم در جهت تسهیل تأمین مالی و رشد پایدار شرکت ها و در نهایت اقتصاد کشور محسوب می شود؛ بنابراین در مقاله حاضر به بررسی تعدیل کنندگی نقش مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهیم پرداخت.

1. Jensen & Macling
2. Batacharia & Graham
3. Hrfourd et al.

بیان مسأله

ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول بر حسب دو متغیر شامل سهامداران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی و سهامداران بیرونی تعریف می شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخش های اصلی مالکیت بیرونی شرکت ها تلقی می شود. سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر درصدی از سهام در دست سهامداران است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره میکند که در تملک سرمایه گذاران نهادی و حقوقی است (یحیایی و همکاران، ۱۳۹۸).

اینگونه سرمایه گذاران درصد بالایی از سهام شرکتها را در اختیار دارند. این امر منجر به تمرکز مالکیتی و در نهایت تمرکز حاکمیتی برای سهامداران نهادی می شود که از جنبه های مختلفی بر شرکتها و بازار سهام تاثیر گذار است (سارین و همکاران^۱، ۲۰۰۰). معمولا سهامداران نهادی حجم بسیار بالاتری از سهام شرکت را در مقایسه با سهامداران جزء معامله میکنند. این امر بدلیل انگیزه سلطه جویانه آنها می باشد و باعث بوجود آمدن نوسانات بالایی در بازده سهام شرکت سرمایه پذیر می شود (پورتر^۲، ۱۹۹۲). تغییرپذیری بالای بازده سهام ریسک تأمین مالی خارجی شرکتها را افزایش می دهد. زیرا تغییرپذیری بازده ها ارتباط مستقیمی با ریسک سیستماتیک شرکت که مبنای تصمیم گیری تأمین کنندگان سرمایه شرکت (سهامداران و اعتباردهندگان) است، دارد. براساس فرضیه نظارت کارآ، سهامداران نهادی و سهامداران عمده ای که خارج از شرکت قرار دارند در مقایسه با سهامداران خرد، به دلیل برخورداری از امکانات، تخصص و تجربه بالا و همچنین حق رأی بیشتر میتوانند با هزینه کمتری بر عملکرد مدیران نظارت داشته باشند. شواهد نشان می دهد که تصمیم گیری مجامع عمومی شرکتها ارتباط معناداری با مالکیت نهادی داشته است. (گیلان و ستارکس^۳، ۲۰۰۰).

ساختار مالکیت شرکت ها می توانند در کشورها مختلف متفاوت باشد در امریکا و ژاپن بخش اعظم سهام شرکت ها متعلق به موسسات مالی، دلالتان سهام، سایر شرکتها و شرکت های سرمایه گذاری می باشد. گرچه همه ی این سرمایه گذاران مالکان شرکت می باشند اما افق زمانی این سرمایه گذاران در خصوص نگهداری سهام به طور معناداری با یکدیگر متفاوت می باشد. بر مبنای یافته های محققین غربی سرمایه گذاران جزء (سهامداران) دلالتان سهام و شرکت های سرمایه گذاری افق سرمایه گذاری کوتاه مدت دارند. در حالی که مدیران شرکت ها، موسسات مالی و شرکت های هلدینگ از افق سرمایه گذاری بلند مدت برخوردار می باشند. در ایران ساختار مالکیت شرکتها عمدتا متشکل از شرکتهای سرمایه گذاری، بنیادها و نهادها و سازمان های دولتی، سایر شرکت ها و سهامداران جزء می باشد. با توجه به درصد تشکیل ساختار مالکیت شرکت ها می توان به این نتیجه رسید که سهامداران (دارندگان سهام) در ایران از افق دید بلند مدت برخوردارند (یحیایی و همکاران، ۱۳۹۸).

یکی از عواملی که مدیریت معمولا با آن مواجه هستند تعیین عوامل ساختار سرمایه می باشد. تصمیم-گیری اشتباه در تأمین مالی ممکن است منجر به آشفتگی مالی و در نهایت ورشکستگی شود (اریوتیس و همکاران^۴، ۲۰۰۷). داموداران^۵

- 1.Sarin et al.
2. Porter
- 3.Gilan & Setarex
- 4.Eriutus et al.
- 5.Damudaran

(۲۰۰۱) بیان می‌کند که تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه ثابت و ایستا نیست، لیکن در طول چرخه عمر شرکت پویا می‌باشد. او فرض می‌کند که میزان بدهی شرکت‌ها باید در مرحله اولیه و رشد پایین باشد، در نتیجه شرکت‌ها نیاز دارند برای پروژه‌های جدید انعطاف‌پذیر باشند و نقش نظم و انضباط در بدهی پایین است (فایرچیلد، ۲۰۰۷). در اکثر تحقیقات علمی موجود به ویژگی‌های بنیادی در توضیح ساختار سرمایه استناد کردند، درحالی‌که نقش عوامل انسانی را نادیده گرفته است، مخصوصاً، ویژگی‌های شخصیتی مدیران که ممکن است در تعیین ساختار سرمایه نقش داشته باشد. زوبیل^۲ (۱۹۹۶) بیان کرد که در تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه نقش مدیران یک واقعیت انکارناپذیر است (تینگ و همکاران^۳، ۲۰۱۶).

یکی از عوامل شخصیتی مدیران که می‌تواند در تصمیم‌گیری آن‌ها موثر باشد وجود اعتماد به نفس بیش از حد یا همان بیش اطمینانی می‌باشد. بیش اعتمادی مدیران می‌تواند بر روی سیاست‌های شرکت، از قبیل ادغام و اکتساب (فریس و همکاران^۴، ۲۰۱۳)، سیاست تقسیم سود (دشماخ و همکاران^۵، ۲۰۱۳)، سرمایه‌گذاری و تامین مالی (مالمندر و تیت، ۲۰۱۱) تاثیر گذار باشد. بیش اطمینانی مدیران می‌تواند بر روی تصمیم‌گیری درباره تعیین اهرم مالی اثرگذار باشد. مدیران بیش اطمینان ممکن است نسبت به مدیران منطقی بدهی کمتری را انتخاب کنند. اما، شیفترین^۶ (۱۹۹۹) اعتقاد دارد که بیش اعتمادی باعث می‌شود که مدیران در تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه، بدهی زیاد قبول کنند فایرچیلد (۲۰۰۷) اعتماد به نفس بیش از حد منجر می‌شود که مدیران شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری، بیشتر از تامین مالی از طریق بدهی استفاده کنند و بیشتر مالکیت را اداره کنند. اکووالنتلی و هاکبارس^۷ (۲۰۰۸) نشان دادند که مدیرانی که میزان بدهی بالا انتخاب می‌کنند اغلب آن‌ها خوش‌بین و بیش اطمینان هستند. براساس شواهد تجربی موجود در ارتباط با رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و تصمیم‌گیری درباره بدهی شرکت، یک روند ثابتی وجود ندارد. اکثریت تحقیقات روانشناسی تأیید کردند که مردم می‌توانند غیرعقلانی (غیرمنطقی) باشند، هنگامیکه تصمیم‌گیری می‌کنند و این می‌تواند شامل مدیر یک شرکت هم باشد (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶).

بر اساس تحقیقات انجام شده یکی از عواملی که می‌تواند اطمینان بیش از حد مدیران را کنترل کند شاخص‌های حاکمیت شرکتی همچون ویژگی‌های مدیرعامل، می‌باشد. به بیان پارادس (۲۰۰۵)، نقش جدید حاکمیت شرکتی کنترل کردن ویژگی‌های شخصیتی مدیریت از قبیل بیش اعتمادی یا خوش‌بینی است. بن و محمد (۲۰۱۲) تاثیر دوگانگی وظایف مدیرعامل بر روی خوش‌بینی مدیریت را مورد آزمون قرار دادند و آن‌ها بیان کردند که جدایی وظیفه مدیرعامل و وظیفه رئیس هیات مدیره می‌تواند توانایی خوش‌بینی در مدیریت را کاهش دهد (باکار و همکاران^۸، ۲۰۱۳).

کاشانی پور و محمدی (۱۳۹۶) نیز در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود دارد. همچنین، نتایج به دست آمده بیانگر آن است که بیش اطمینانی مدیران اثر

1. Fir Child
2. Zobil
3. Ting et al.
4. Fris et al.
5. Doshmakh et al.
6. Shifrin
7. Ecoalenti & Hakbars
8. Bakar et al.

مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. همچنین، یانگ و همکاران (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان توسعه نهادی، مالکیت دولتی و وجه نقد نگهداری شده شرکت "به بررسی چگونگی توسعه نهادی و تأثیر مالکیت دولت در میزان وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها در شرکت‌های چین پرداختند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌ها در استانهای با توسعه نهادی بیشتر، ذخیره وجه نقد بیشتر نسبت به استانهای با توسعه نهادی کمتر (شرکت‌های کنترل دولتی) نگهداری می‌کنند. علاوه بر این، اثر مثبت بین توسعه نهادی و نگهداری وجه نقد برای شرکت‌های با کنترل غیردولتی برجسته‌تر است.

امروزه پراکندگی مالکان در شرکت‌های سهامی باعث شده که رابطه آنها با شرکت را به سختی بتوانیم در قالب مالکیت سنتی تجسم کنیم. سهامداران این شرکتها به جز استحقاق دریافت بخشی از درآمد و منافع شرکت مطابق با سهم خود، در سایر موارد از حقوق چندانی برخوردار نیستند. این موضوع تعارض بین مالکان و مدیران را نشان می‌دهد و ماحصل این تعارض چیزی جز خدشه دار شدن حق مالکیت سهامداران نیست. به این ترتیب، مشخص می‌شود که سهامداران شرکت‌های سهامی عام آنچنان پراکنده شده‌اند که فاقد قدرت و اشتیاق لازم برای اصلاح و محدود کردن سمت و سویی هستند که مدیران این شرکتها در پیش میگیرند. در نتیجه، به علت دورافتادن مالکیت از کنترل در این شرکت‌ها، نخستین شواهد در مورد تأثیرپذیری عملکرد شرکت از مالکیت و کنترل به دست می‌آید. بر اساس مباحث فوق مسئله اصلی مقاله حاضر بدین شرح بیان می‌شود: آیا مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد یا خیر؟

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین بیش اعتمادی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد رابطه معنی داری وجود دارد.
فرضیه دوم: مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد.

مدل رگرسیونی پژوهش

آزمون فرضیه اول:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVERCONFIDENCE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$CASH_{i,t}$: نگهداشت وجه نقد که برابر است با تغییرات وجه نقد نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار شرکت در سال قبل (نیهای و همکاران، ۲۰۱۸).

$OVERCONFIDENCE$: بیش اعتمادی مدیرعامل مفهوم بازار سرمایه گذاری که از رگرسیون رشد دارایی به رشد فروش به شرح ذیل در هر صنعت بدست می‌آید و در صورتیکه باقیمانده رابطه زیر برای شرکتی مثبت باشد به این معنی است که در آن سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده است و در آن بعنوان شاخص بیش اعتمادی در نظر گرفته شده است (بشکوه و کشاورز، ۱۳۹۷).

$$Aaa_{eti,t} = \beta_0 + \beta_1 * Sale_{Grj,t} + \varepsilon_{j,t}$$

$Aaa_{eti,t}$: رشد دارایی که از این رابطه بدست می‌آید:

assets

$assets_{jt-1}$

$Sale_{Grj,t}$: رشد فروش:

$$\frac{sales}{sales_{t-1}}$$

$LEVi,t$: اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی ها به دارایی های کل.

$SIZEi,t$: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم دارایی های کل.

$ROAi,t$: بازده دارایی ها برابر است با نسبت سودخالص به کل دارایی ها.

آزمون فرضیه دوم:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVERCONFIDENCE + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 OVERCONFIDENCE \times INS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_i$$

$INS_{i,t}$: مالکیت نهادی که از میزان درصد مالکان نهادی بدست می آید.

$CASH_{i,t}$: نگهداشت وجه نقد که برابر است با تغییرات وجه نقد نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار شرکت در سال قبل (نیهای و همکاران، ۲۰۱۸).

$LEVi,t$: اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی های جاری به دارایی های کل

$SIZEi,t$: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم دارایی های کل

$ROAi,t$: بازده دارایی ها برابر است با نسبت سودخالص به کل دارایی ها

مبانی نظری

بیش اعتمادی

در حالی که نظریه اقتصادی مدعی است که سرمایه گذاران، تصمیم گیرندگان عقلایی هستند و به اطلاعات مالی که وجود دارد دسترسی دارند، مالی رفتاری معتقد است که سرمایه گذاران به بیش اعتمادی و تصمیم های جانبدارانه متمایل اند. تورسکی و کاهنمان دریافته اند که در سرمایه گذاران اغلب بیش اعتمادی از طرق مختلفی بروز می کند. افراد در سرمایه گذاری های خود از روش تنوع دهی سرمایه گذاری استفاده نمی کنند و عموماً در شرکت هایی سرمایه گذاری می کنند که با آن آشنایی دارند، به همین علت ترجیح می دهند سهام شرکت های محلی را خریداری کنند یا سهام شرکتی را که در آن کار می کنند، البته شاید این نوعی تعهد سازمانی باشد (تلوکی و زارع، ۱۳۹۸).

بیش اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد یکی از مهم ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه ای دارد. بیش اطمینانی باعث می شود انسان دانش و مهارت و همچنین اطلاعات شخصی خود را بیش از حد و ریسک ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند روی مسائل و رویکردها کنترل دارد در حالی که ممکن است در واقع این گونه نباشد انتخاب اوراق بهادار یکی از مواردی است که بیشترین میزان بیش اطمینانی را دارا می باشد. همچنین، اعتماد به نفس بیش از حد یک ویژگی شخصیتی است که می تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳). از طرفی، در ادبیات مالی شرکت ها بین خوشبینی و اعتماد بیش از حد تفاوت وجود دارد. خوشبینی معمولاً به عنوان یک ارزیابی ذهنی مطلوب از احتمال رویدادهای آتی تعریف شده است و اعتماد بیش از حد به صورت سبک شماردن برآورد ریسک یا واریانس رویدادهای آتی تعریف شده است (فایرچیلد، ۲۰۰۷). اعتماد بیش از حد با میزان و احتمال رای در روانشناسی مرتبط است. در تحقیقات روانشناسی، اعتماد بیش از حد با دلایلی از

قبیل شناختی، روانشناسی و انگیزشی در ارتباط است. در ادبیات مالی تحقیقات زیادی درباره اثر اعتماد بیش از حد بر روی بازار مالی و شرکت‌ها انجام شده است (توماک^۱، ۲۰۱۳).

نگهداشت وجه نقد

مالکیت نهادی می‌تواند 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، می‌توان انتظار داشت که حضور سرمایه‌گذاران 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 می‌شود. 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 است. یعنی اشخاص درون شرکت در مورد شرایط کنونی و چشم انداز آینده شرکت در «گزینه نادرست» مسئله مقایسه با سرمایه‌گذاران خارجی اطلاعات بیشتری دارند و می‌توانند از این مزیت اطلاعاتی بهره‌جسته که به ضرر است که در آن یک یا چند نفر از طرفهای «خطر اخلاقی سرمایه‌گذاران خارجی تمام خواهد شد. مسئله بعدی قرارداد و معامله می‌تواند شاهد انجام خواسته خود در معامله باشند؛ ولی طرف دیگر نمی‌تواند شاهد چنین رخدادی باشد. براین 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 گزینه نادرست و خطر اخلاقی در نظر گرفته می‌شود (اسکات، ۲، ۱۳۹۶). 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. به ویژه 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 (بوباگر و همکاران^۳، ۲۰۱۳). همچنین ممکن است مدیریت به دنبال نگاهداشت وجه نقد به منظور پیگیری اقدام‌های فرصت طلبانه‌ای باشد که لزوماً منطبق بر منافع سهامداران نیست، از جمله رشد شرکت به جای افزایش ارزش سهامداران (رضایی و همکاران، ۱۳۹۲).

مالکیت نهادی

مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی روز به روز اهمیت بیشتری می‌یابد (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹). آنها بیان می‌کند که سهامداران نهادی که ثروت و منابع مالی زیادی در اختیار دارند، گرایش بیشتری در به دست آوردن و استفاده از اطلاعات گران‌تر و با ارزش‌تر برای پیش‌بینی قدرت سودآوری آتی شرکت‌ها نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران دارند. سهامداران نهادی با توجه به نوع فعالیت‌های نظارتی که انجام می‌دهند می‌توانند موجب تغییر رفتار شرکت‌ها شوند

1. Tomac
2. Scout
3. Bobaker et al.

(بوشی^۱، ۱۹۹۸). زیرا سهام داران نهادی انگیزه های یکسانی برای نظارت بر مدیریت ندارند. براین اساس سرمایه گذاران نهادی را می توان به دو دسته منفعل (موقت) و فعال تقسیم کرد. سرمایه گذاران نهادی منفعل دیدگاه کوتاه مدت و گذرا دارند و برای آن ها قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می دهند. در مقابل، سرمایه گذاران نهادی فعال دیدگاه بلند مدت داشته و عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین انگیزه های زیادی برای داشتن نماینده در هیأت مدیره شرکت های سرمایه پذیر، برای نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت دارند. (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹).

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها، اطلاعات مورد نیاز از طریق صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۵ ساله (۱۴۰۰-۱۳۹۶) جمع آوری شد. پس از جمع آوری اطلاعات مورد نیاز شرکت های مورد رسیدگی، فرضیه های تحقیق با استفاده از تحلیل همبستگی و رگرسیون و روش آماری پانل دیتا، مورد بررسی قرار گرفته و ابتدا محاسبات اولیه در صفحه گسترده نرم افزار اکسل انجام گرفته و داده ها برای تجزیه و تحلیل آماده خواهند گردید، سپس به منظور انجام تجزیه و تحلیل های نهایی از نرم افزار *Eviews* استفاده گردید.

آمار توصیفی

به طور کلی، روش هایی را که به وسیله آن ها می توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می نامند. در این قسمت، میانگین، میانه (معیارهای مرکزی)، انحراف معیار، بشینه و کمیته (معیارهای پراکندگی) متغیرهای مورد استفاده محاسبه و در جدول شماره ۱ آورده شده است.

جدول ۱: شاخص های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

عنوان متغیر	علامت اختصاری متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
نگهداشت وجه نقد	CASH	۰.۳۱۸۸۶۳	۰.۲۹۰۳۶۳	۰.۹۷۵۹۲۱	۰.۰۰۹۱۴۳	۰.۱۷۶۹۰۳
بیش اعتمادی مدیرعامل	OCON	۰.۲۵۷۱۶۹	۰.۱۹۸۵۴۳	۰.۹۸۲۹۸۷	۰.۰۱۵۸۷۷	۰.۱۹۲۵۳۳
مالکیت نهادی	NIS	۰.۴۱۸۶۸۹	۰.۴۰۰۰۰۰	۰.۵۰۰۰۰۰	۰.۲۰۰۰۰۰	۰.۰۵۹۸۵۰
اهرم مالی	LEV	۰.۷۱۲۶۹۶	۰.۶۸۰۷۸۸	۲.۳۸۳۶۸۱	۰.۲۳۲۷۳۶	۰.۲۵۹۲۱۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۲.۸۷۲۹۳	۱۲.۶۹۴۷۲	۱۷.۳۹۸۳۱	۱۰.۰۹۵۵۰	۱.۳۵۰۶۸۴
بازده داراییها	ROA	۰.۱۶۲۷۸۹	۰.۰۶۴۱۲۱	۷.۱۷۰۱۳۵	-۴.۷۴۹۱۳	۰.۶۱۱۴۵۶

یافته‌های پژوهش

آزمون مدل فرضیه اول:

برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول ۲: آزمون چاو برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل بدون اثرات یا تلفیقی مناسب است	۲,۶۱۲۳۶۳	۰,۰۰۰۰	رد

مقدار احتمال برابر با (۰,۰۰۰۰) است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل تلفیقی شده رد می‌شود و مدل با اثرات (یا اثرات تصادفی یا ثابت) مناسب است. پس از آزمون هاسمن استفاده می‌نمایم.

جدول ۳: آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

فرض صفر	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اثرات تصادفی مناسب است	۸,۲۵۹۹۱۰	۰,۰۳۸۱	رد

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با (۰,۰۳۸۱) است بنابراین فرض صفر رد می‌شود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است (یعنی مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجحتر است).

جدول ۴: برازش مدل تحقیق فرضیه اول

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVERCONFIDENCE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_i$$

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد					
متغیر	شاخص	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنادار
بیش اعتمادی مدیرعامل	OCON	-۰,۰۰۳۴۷۳	۰,۰۴۳۹۲۷	-۰,۰۷۹۰۶۳	۰,۹۳۷۰
اهرم مالی	LEV	۰,۰۴۴۲۵۲	۰,۰۳۲۵۶۳	۱,۳۵۸۹۷۲	۰,۱۷۴۸
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۰۴۸۵	۰,۰۰۶۲۴۱	-۰,۰۷۷۷۱۲	۰,۹۳۸۱
بازده داراییها	ROA	-۰,۰۰۳۳۷۸	۰,۰۱۳۷۹۴	-۰,۲۴۴۸۷۶	۰,۸۰۶۷
آماره F		۷,۴۸۹۶۶۷		ضریب تعیین	
				ضریب تعیین تعدیل شده	
احتمال آماره F		۰,۰۴۳۳۴۵		مقدار دوربین- واتسون	
				۱,۶۴۸۹۰۵	

در جدول ارائه شده، مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰,۰۴۳۳۴۵ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد.

میزان ضریب تعیین برابر با ۰,۰۵۴۳۸۲ یعنی در حدود ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۶۴۸۹۰۵ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می دهد (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده ها وجود ندارد). رابطه بین متغیر بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۹۳۷۰) تایید نشد.

آزمون مدل فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول ۵: آزمون چاو برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل بدون اثرات یا تلفیقی مناسب است	۲,۵۹۹۹۰۰	۰,۰۰۰۰	رد

مقدار احتمال برابر با (۰,۰۰۰۰) است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل تلفیقی شده رد می شود و مدل با اثرات (یا اثرات تصادفی یا ثابت) مناسب است. پس از آزمون هاسمن استفاده می نمایم.

جدول ۶: آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

فرض صفر	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اثرات تصادفی مناسب است	۹,۲۰۹۵۹۹	۰,۰۲۶۴	رد

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با (۰,۰۲۶۴) است بنابراین فرض صفر رد می شود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است (یعنی مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجحتر است).

جدول ۷: برازش مدل تحقیق فرضیه دوم

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVERCONFIDENCE + \beta_2 INS + \beta_3 OVERCONFIDENCE \times INS + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_i$$

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد					
متغیر	شاخص	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنادار
بیش اعتمادی مدیرعامل	OCON	۰,۲۹۷۳۹۵	۰,۳۱۸۸۷۶	۰,۹۳۲۶۳۷	۰,۳۵۱۵
مالکیت نهادی	NIS	۰,۱۵۱۸۵۲	۰,۲۳۶۲۸۰	۰,۶۴۲۶۷۶	۰,۰۲۰۸

۰,۰۳۹۵	-۰,۹۵۶۰۸۸	۰,۷۷۱۵۹۱	-۰,۷۳۷۷۰۹	NIS* OCON	اثر تعدیل کنندگی مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی و وجه نقد
۰,۱۹۷۰	۱,۲۹۲۱۱۹	۰,۰۳۲۶۹۳	۰,۰۴۲۲۴۳	LEV	اهرم مالی
۰,۹۵۴۷	-۰,۰۵۶۸۰۸	۰,۰۰۶۲۵۰	-۰,۰۰۰۳۵۵	SIZE	اندازه شرکت
۰,۸۱۰۹	-۰,۲۳۹۴۴۲	۰,۰۱۳۸۱۱	-۰,۰۰۳۳۰۷	ROA	بازده داراییها
۰,۰۷۶۵۳۰	ضریب تعیین	۱۲,۴۸۵۲۹۳		F آماره	
۰,۰۷۵۹۲۶	ضریب تعیین تعدیل شده				
۱,۸۴۶۴۵۶	مقدار دوربین - واتسون	۰,۰۱۹۳۹۹		F احتمال آماره	

در جدول ارائه شده، مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰,۰۱۹۳۹۹ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد.

میزان ضریب تعیین برابر با ۰,۰۷۶۵۳۰ یعنی در حدود ۷۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۸۴۶۴۵۶ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می دهد (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده ها وجود ندارد). تاثیر متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۰۳۹۵) تایید شده و با توجه به منفی بودن آماره t این تاثیر معکوس می باشد.

نتیجه گیری

در این بخش بر اساس مبانی نظری و تحقیقات پیشین، همچنین مدل ها و متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق می پردازیم:

فرضیه اول تحقیق: رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد تایید نشده و در نتیجه فرضیه تحقیق پذیرفته نمی شود. مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان های نقد عملیاتی را در شرکت نگهداری می کنند. مدیران بیش اطمینان جریان های نقدی آتی شرکت تحت مدیریت خود را بیشتر برآورد می کنند و اعتقاد دارند که شرکت آنها در بازار کمتر از واقع قیمت گذاری شده است. این موضوع باعث کاهش تمایل آنها برای استفاده از تأمین مالی آتی خارج از شرکت می شود و به نگهداری ذخیره وجه نقد احتیاطی از جریان های نقدی عملیاتی، به منظور استفاده در فرصت های سرمایه گذاری پیش رو اقدام می کنند. نتایج بدست آمده در این تحقیق با نتایج تحقیقات کاشانی پور و محمدی (۱۳۹۶) مغایر می باشد.

فرضیه دوم تحقیق: تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد تایید شده و در نتیجه فرضیه تحقیق پذیرفته می شود. با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به عنوان نماینده مالکان (سهامداران)، شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می گردد. بدان معنا که ممکن است مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه زده و سیاستهایی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهامداران باشد. یکی از سیاستهای مهم مالی شرکتها سیاستهای مرتبط با انعطاف پذیری مالی شرکت است. انعطاف پذیری شرکت و سیاستهای مرتبط با آن نقش مهمی در توانمند ساختن مدیران در خصوص سرمایه گذاری در آینده ایفا می کند. مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف پذیری را برای شرکتها جهت استفاده از فرصتهای سودآور الزامی کرده است. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیر ممکن است تصمیماتی را در زمینه سیاستهای مالی اتخاذ نماید که در تطابق با منافع شخصی خود و نه منافع سهامداران باشد. با توجه به این عقیده که حضور سرمایه گذاران نهادی به دلیل مالکیت آنها و نظارتشان بر مدیر ممکن است به تغییر رفتار شرکتها (شامل سیاستهای مالی) منجر شود. نتایج بدست آمده در این تحقیق با نتایج تحقیقات یانگ و همکاران (۲۰۱۹) همسو می باشد.

منابع

ابراهیمی کردلر، سودابه، دارستانی، هما، ۱۳۹۹، بررسی تاثیر تامین مالی درون شرکتی و مالکیت نهادی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی پژوهش در حسابداری و مدیریت، تهران، دانشگاه ادیبان.

رضایی، فرزین و سجادی، سیده فهیمه. (۱۳۹۳)، رابطه فرا اعتمادی مدیریت با سررسید بدهی-های شرکتها، کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی.

عرب صالحی، مهدی؛ امیری، هادی و سپیده کاظمی نوری. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی. پژوهش های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲، صص ۱۱۵-۱۲۸.

کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد. (۱۳۹۶)، بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی- وجه نقد در شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره دوم، صص ۷۲-۹۳.

یحیائی، مرتضی، محمودی، محمد، احسانی، مجتبی، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه توسعه یافتگی مالکیت نهادی و نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده ی بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی فروردین.

یوسفی تلوکی، سمانه، زارع، محمد جواد، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر ویژگی های مدیرعامل بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و اهرم مالی (شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، پایان نامه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی سارویه.

Baccar, A., Ben Mohamed, E and Bouri, A. (2013), Managerial Optimism, Overconfidence and Board Characteristics: Toward a New Role of Corporate Governance, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 7(7): 287-301

Baker M and Wurgler J. (2002), Market timing and capital structure, The Journal of Finance, 57. 1-30.

- Deshmukh S., Goel A and Howe K. (2013), CEO overconfidence and dividend policy, *Journal of Financial Intermediation* 22(3), pp. 440-463.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. and Neokosmidi, Z.V. (2007), How firm characteristics affect capital structure; an empirical study, *Managerial Finance*, Vol. 33, No. 5, pp.321-331.
- Fairchild, R. (2007), Managerial Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance, <http://www.bath.ac.uk/management/research/papers.htm>.
- Ferris S., Jayaraman N and Sabherwal S. (2013), CEO overconfidence and international merger and acquisition activity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(1), pp. 137-164.
- Gillan, S.G. and L.T. Starks (2000). "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", *Contemp Finance Dig*, 10-38.
- Malmendier, U and Tate, G. (2011), Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies, *Journal of Finance* 66(5), pp. 1687-1733.
- Porter, M.E. (1992). Capital Disadvantage: America's failing capital investment system", *Harvard Business Review*, 65-82.
- Ting, I., Azizan, B. and Kweh, Q. (2016), Managerial overconfidence and leverage decision, the moderating effect of human governance in Malaysia, *J.Global Business Advancement*, Vol. 9, No. 1.
- Tomak, S. (2013), The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 3, No. 2, 2013, pp.512-518.
- Yang.Z, Kusnadi. y, Zhou.y. (2019). Institutional Development, State Owner Ship, and Corporate Cash Holding: Evidence From China. *Journal of Business Research*, Volume 68, Issue 2, February 2019, Pages 351-359.