



مالکیت مدیریتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت

دکتر ایرج نوروش^۱

استاد حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

دکتر مهدی صفری گرایلی^۲

استادیار گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران

دکتر ابوالفضل مومنی یانسری^۳

عضو هیأت علمی مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی، گروه حسابداری، گرگان، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۰ فروردین ۱۳۹۵؛ تاریخ پذیرش: ۲۲ خرداد ۱۳۹۵)

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت و مطالعه اثر تعدیل کنندگی مالکیت مدیریتی بر این رابطه می پردازد. فرضیه های تحقیق با استفاده از نمونه ای متشکل از ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ و با بهره گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده های تابلویی مورد آزمون قرار گرفت. یافته های بدست آمده حاکی از آن است که ارزش شرکت با نگهداشت وجه نقد، رابطه منفی و با میزان مالکیت مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. با وجود این، هیچگونه شواهدی مبنی بر تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت یافت نشد.

واژه های کلیدی: نگهداشت وجه نقد، مالکیت مدیریتی، ارزش شرکت.

¹ irajnoravesh@yahoo.com

² Mehdi.safari83@yahoo.com

³ a.momeni83@yahoo.com

مقدمه

تعیین ارزش شرکت از دسته عوامل مهم در فرآیند سرمایه گذاری است و سرمایه گذار با توجه به ارزش شرکت اولویت خود را در سرمایه گذاری مشخص می کند. بزعم جنسن و مک لینگ [۱۸] ارزش شرکت تابعی از چگونگی تخصیص سهام بین افراد درونی (نظیر مدیران) و بیرونی (نظیر سرمایه گذاران نهادی) شرکت است. همچنین جنسن بیان می کند که تملک سهام بیشتر توسط مدیریت و هیات مدیره سبب بهبود ارزش شرکت می شود. در خصوص تاثیر مالکیت مدیریت بر ارزش شرکت، دو نظریه در ادبیات مالی و حسابداری مطرح شده است. از یک سو نظریه همسویی^۱ منافع که بر اساس این نظریه با افزایش میزان مالکیت مدیریتی، منافع مدیران با منافع سهامداران همسو می باشد. از این رو مالکیت مدیریتی به عنوان سازو کار مهمی جهت محدود ساختن رفتار فرصت طلبانه مدیران در نظر گرفته می شود. از سوی دیگر، براساس نظریه سنگربندی^۲ این دیدگاه وجود دارد که میزان بالای مالکیت مدیریتی، دارای اثر منفی بر روی عملکرد، رشد و ارزش شرکت است [۹]. در بسیاری از تصمیمات مالی، الگو های ارزشگذاری اوراق بهادار، روشهای ارزیابی طرح های سرمایه گذاری و غیره جریان های نقدی نقش محوری دارند. در همین رابطه، نتایج تحقیق پینکویز^۳ و همکاران [۲۴] حاکی از آن بود که در کشور هایی با حمایت ضعیف از حقوق سرمایه گذار، رابطه بین نگهداشت وجوه نقد و ارزش شرکت ناچیز است. از دیدگاه برخی پژوهشگران مانند تریبو [۲۷] ساختار مالکیت از دو دیدگاه نقدینگی و کنترل می تواند بر سیاست گذاری در مورد وجوه نقد شرکت تاثیر گذار باشد. درباره شیوه مدیریت وجوه نقد شرکتها نتایج بسیاری از پژوهشها [۲۲، ۱۲، ۲۳] حاکی از آن است که ساختار مالکیت یکی از عوامل موثر بر نگهداشت وجه نقد می باشد. موجودی نقد با توجه به تاثیرات متفاوت آن (هم می تواند با سرمایه گذاری در پروژه های سودآور موجب بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت شده و هم می تواند با سرمایه گذاری در پروژه های دارای ریسک زیاد موجب کاهش ارزش شرکت شود) همواره مورد توجه سرمایه گذاران و مدیران شرکتها بوده است. از این رو، در این پژوهش سعی بر آن است که رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت و همچنین اثر تعدیل کننده مالکیت مدیریتی بر این رابطه مورد بررسی قرار گیرد. پرسش اصلی تحقیق آن است که آیا بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد؟، علاوه بر این، آیا این رابطه تحت تاثیر میزان مالکیت مدیریتی قرار می گیرد؟. اهمیت نگهداشت وجه نقد در تصمیمات اقتصادی و همچنین فقدان پژوهش های کافی، این انگیزه را در نویسندگان مقاله حاضر به وجود آورد تا موضوع فوق را به عنوان یک مطالعه پژوهشی برگزینند. نتایج پژوهش ضمن آن که موجب بسط مبانی نظری پژوهش های گذشته در حوزه نگهداشت وجه نقد میشود، می تواند مورد استفاده سرمایه گذاران، تحلیل گران مالی، قانون گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری قرار گرفته و در امر تصمیم گیری آنان راهگشا باشد.

¹ Entrenchment hypothesis

² Alignment of interest hypothesis

³ Pinkowitz

مبانی نظری تحقیق

ساختار مالکیت

صرفنظر از چارچوب قانونی، ساختار مالکیت شرکت ها نیز می تواند ایجاد و توسعه مدل حاکمیت شرکتی را تحت تاثیر قرار دهد. ساختار مالکیت دو بُعد دارد: تمرکز مالکیت و هویت سهامداران. سهامداران مالکان شرکت هستند و انجام عملیات بازرگانی را به نمایندگی از خود به مدیران واگذار می کنند که این امر ممکن است منجر به تضاد منافع شود. در ادبیات مالی دو دیدگاه متقابل در رابطه با نقش مدیریت در حداکثر سازی ثروت وجود دارد از یک سو نظریه همسویی منافع که بیان می کند که با افزایش مالکیت مدیران، به دلیل کاهش هزینه های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و همسو شدن منافع وی با منافع سهامداران شرکت، انگیزه مدیران برای سرمایه گذاری در پروژه های دارای ارزش فعلی مثبت بیشتر خواهد شد و در نتیجه ارزش شرکت افزایش می یابد. از سوی دیگر، بر اساس نظریه سنگر بندی، استدلال می شود که با افزایش مالکیت مدیران به دلیل کنترل مستقیم آن ها بر شرکت، نظارت سهامداران بر رفتار وی دشوار شده و زمینه لازم برای رفتار فرصت طلبانه مدیران فراهم می گردد. لذا این نظریه رابطه منفی بین مالکیت مدیران و ارزش شرکت را پیش بینی می کند [۲۰]. در سطوح بالاتر مالکیت مدیریتی، سهامداران بیرونی ممکن است نظارت بر عملکرد مدیریت را دشوار بدانند چرا که میزان بالای مالکیت اختیار کنترل مستقیم عملیات را به مدیران داده و امکان تعدیل ارقام حسابداری توسط مدیران را فراهم می سازد و آن ها را در برابر فشارهای بیرونی مقاوم می کند [۲۳].

نگهداشت وجه نقد

در ادبیات مالی نظریه ها و الگوهای مختلفی به منظور دلایل نگهداری وجه نقد وجود دارد. از یک سو، نظریه سلسله مراتبی بیان می کند که شرکت ها، منابع مالی مورد نیاز خود را ابتدا با سود انباشته، پس از آن با بدهی ها و سرانجام با انتشار سهام، تامین می کنند. هدف از رعایت این ترتیب، کاهش هزینه های تامین مالی است [۱۵]. در نتیجه، از آنجا که مدیریت منابع داخلی تامین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می دهد، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تامین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت مراجعه نکند. به طور کلی براساس این نظریه انتظار می رود که بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود داشته باشد. از سوی دیگر، بر اساس نظریه جریان نقدی آزاد، مدیران انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و بتوانند در خصوص تصمیمات سرمایه گذاری از قدرت قضاوت و تشخیص بهره مند شوند. پرداخت به سهامداران از قدرت مدیران می کاهد و از سوی دیگر ممکن است در صورت نیاز به تامین سرمایه، توسط بازارهای سرمایه، تحت کنترل و نظارت قرار گیرند در حالی که تامین مالی داخلی مدیران را قادر می سازد از این نظارت شانه خالی نمایند [۱۲ و ۹]. به بیان دیگر، در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی مدیران ممکن است جریان های نقدی را در پروژه های غیر سودآور سرمایه گذاری کنند؛ چنین پروژه هایی

کاهش ثروت سهامداران را به همراه خواهد داشت؛ اما احتمالاً منافع شخصی مدیران را تامین می‌کند [۱۱]. بر اساس این نظریه، رابطه منفی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت پیش بینی می‌گردد.

پیشینه پژوهش

آمر (۲۰۱۲) در تحقیق خود به بررسی تاثیر میزان نگهداشت وجه نقد و مالکیت مدیریتی بر ارزش شرکت در بازار سرمایه استرالیا پرداخت. نمونه آماری این تحقیق شامل ۳۸۹ شرکت از مجموع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام استرالیا طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۰ بوده است. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چند متغیره یافته‌های پژوهش نشان داد که ارزش شرکت با نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و با مالکیت مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. همچنین، مالکیت مدیریتی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند [۹].

هارفورد و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی تحت عنوان "انگیزه سرمایه‌گذاران و نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها" انگیزه شرکت‌ها را در نگهداری وجه نقد در شرکت‌های حاضر در بورس سهام آمریکا طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۹ بررسی نمودند. نمونه آماری تحقیق مشتمل بر ۱۱۳۷۳ شرکت-سال مشاهده شده است. ایشان دریافتند که شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری هستند، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند. همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که فرصت بیشتری برای سرمایه‌گذاری آتی دارند، سود کمتری به سهامداران پرداخت می‌کنند [۱۷].

روآن^۱ و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "مالکیت مدیریتی، ساختار سرمایه و ارزش شرکت" به بررسی تاثیر مالکیت مدیریت و ساختار سرمایه بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ پرداختند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۹۷ شرکت بود. نتایج تجربی حاصل از این تحقیق رابطه غیر خطی بین مالکیت مدیریت و ارزش شرکت را نشان می‌دهد [۲۵].

کوسندی^۲ (۲۰۱۱) در تحقیق خود تحت عنوان "آیا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها اثرگذار است؟" و با بکارگیری برخی متغیرها از قبیل اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره، دوگانگی مسولیت مدیرعامل، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان معیارهای سنجش حاکمیت شرکتی به بررسی ارتباط بین این متغیرها و نگهداشت وجه نقد در بورس سهام مالزی پرداخت. نمونه آماری تحقیق شامل ۲۷۶ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۵ بوده است. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندگانه یافته‌های پژوهش نشان داد که بین نگهداشت وجه نقد با اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و مالکیت نهادی رابطه منفی معناداری وجود دارد. اما میزان وجه نقد نگهداری شده با دوگانگی مسولیت مدیرعامل رابطه مثبت معناداری دارد [۲۱].

¹ Ruan

² Kusnadi

اندرسون و حمادی^۱ (۲۰۰۹) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و نگهداشت وجه نقد شرکت ها در کشور بلژیک پرداختند. با انتخاب نمونه ای متشکل از ۷۱۷ شرکت- سال مشاهده از شرکت های حاضر در بورس سهام بلژیک طی سال های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۵ و با بکارگیری متغیرهای مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی و مالکیت خانوادگی به عنوان معیارهای سنجش ساختار مالکیت شرکت ها، نتایج تحقیق نشان داد که بین میزان مالکیت نهادی و مالکیت خانوادگی با نگهداشت وجه نقد شرکت ها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. با این حال، بین میزان مالکیت مدیریتی و نگهداشت وجه نقد شرکت ها رابطه معناداری یافت نشد [۱۰].

فلوراکیس^۲ و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت" برای بررسی بررسی ارتباط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ها نمونه بزرگی از شرکت های انگلیسی را در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ انتخاب نمودند. نتایج تحقیق تجربی حاکی از وجود رابطه معناداری بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ها بوده و زمانی که سطوح مالکیت مدیریت کمتر از ۱۵ درصد است، اما در سطوح مالکیت مدیریتی متوسط یا بالا، رابطه معناداری بین این دو متغیر یافت نشد [۱۴].

سیلویرا^۳ و همکاران (۲۰۰۷) برای بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در کشور برزیل، ۱۵۴ شرکت از بورس اوراق بهادار را در سال ۲۰۰۲ انتخاب کرد. وی برای سنجش ارزش شرکت از دو معیار Q توبین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار استفاده نمود و در ادامه تعدادی متغیرهای کنترلی نظیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، نقدینگی، سود هر سهم، سودآوری عملیاتی، فرصت های رشد، اندازه شرکت، نوع صنعت و کیفیت کنترل سهامداران را در نظر گرفت. نتایج بدست آمده نشان می دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی، تاثیر مثبت معناداری بر ارزش شرکت ها دارد [۲۶].

پورزمانی و سلیمان خان (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری پرداختند. در این تحقیق تعداد ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۷ بررسی گردید. یافته های پژوهش نشان داد که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح نگهداشت وجه نقد تاثیر منفی دارد [۱].

ستایش و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه مدیریت وجوه نقد و موجودی های کالای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی آثار ساختار مالکیت بر شیوه مدیریت وجوه نقد و موجودی های کالا پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل ۶۷ شرکت بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین مالکیت مدیریتی و میزان نگهداری موجودی های کالا رابطه

¹ Anderson & Hamadi

² Florackis

³ Silveira

معکوس وجود دارد، اما بین مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری موجودی های کالا رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان می دهد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با میزان نگهداری وجه نقد رابطه ی معکوس وجود دارد اما بین مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی با میزان نگهداری وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد [۲].

مهرانی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیق خود با عنوان " چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " داده های مربوط به ۴۸۰ سال شرکت را طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده از این تحقیق نشان دهنده ی موثر بودن چرخه ی عمر شرکت بر رابطه ی بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت می باشد؛ به گونه ای که این رابطه در شرکت های در حال رشد نسبت به شرکت های بالغ دارای شدت بیشتری می باشد [۸].

سیرانی و سیف قلی (۱۳۹۳) تأثیر رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی بر نگهداشت وجه نقد شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. دوره تحقیق شامل طی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ و نمونه آماری تحقیق، شامل ۱۰۴ شرکت از شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج نشان داد که رقابت در بازار محصول در تقویت نقش نظارتی و کنترلی اعضای هیئت مدیره، تأثیر چشمگیری داشته است و بطور مشخص از انباشته شدن وجوه نقد در شرکت جلوگیری نموده است [۴].

قربانی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان « نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی » به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ پرداختند. در این تحقیق تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری هست. یافته ها موید نظریه جریان نقدی آزاد است [۶].

فرضیه های تحقیق

به منظور دستیابی به اهداف پژوهش، برپایه مبانی نظری تحقیق و مطالعات تجربی صورت گرفته توسط آمر (۲۰۱۲) فرضیه های زیر تدوین و مورد آزمون تجربی قرار می گیرد:

۱. بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد.
۲. بین میزان مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد.
۳. مالکیت مدیریتی، رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را تضعیف می کند.

روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می باشد. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت هایی می باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا می باشند :

۱. شرکت هایی که تاریخ پذیرش آنها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۹ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۳ نیز در فهرست شرکتهای بورسی باشند .
۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه ، سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۳. طی دوره مورد نظر سال مالی و یا فعالیت خود را تغییر نداده باشند .
۴. جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری های مالی نباشند (شرکت های سرمایه گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت ها در جامعه آماری منظور نشدند).
۵. دسترسی به داده های مربوط به مالکیت مدیریتی، طی دوره مورد بررسی وجود داشته باشد.

پس از اعمال محدودیت های فوق ، تعداد ۷۶ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب گردید. داده های تحقیق حاضر از لوح های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران ، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و نیز از نرم افزار تدبیر پرداز و دناسهم استخراج گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده های جمع آوری شده نیز با استفاده از نرم افزارهای اقتصادسنجی Eviews و Stata صورت گرفته است.

متغیرها و مدل مورد استفاده

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق شامل متغیر وابسته، متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه گیری شده اند:

متغیر وابسته:

ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته تحقیق حاضر در نظر گرفته شده است که برای سنجش آن از یکی از رایج ترین معیارهای سنجش ارزش شرکت، یعنی Q توبین استفاده می گردد. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی های شرکت حاصل می شود. مقادیر بزرگ تر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی های شرکت است. که به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی ها، برای محاسبه Q توبین از مدل ساده شده آن که به شرح زیر می باشد، استفاده شده است :

$$Q_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + BVD_{i,t}}{BVA_{i,t}}$$

که در آن:

$MVE_{i,t}$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t ، $BVD_{i,t}$: ارزش دفتری بدهی های شرکت i در سال t و $BVA_{i,t}$: ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال t می باشد.

متغیرهای مستقل:

متغیرهای مستقل تحقیق شامل نگهداشت وجه نقد و میزان مالکیت مدیریتی می باشند که در ادامه به نحوه اندازه گیری هر یک از آن ها پرداخته می شود :

نگهداشت وجه نقد

از تقسیم مجموع وجه نقد و معادل های نقدی شامل سرمایه گذاری کوتاه مدت بر کل دارایی های شرکت، محاسبه می گردد [۵ و ۹].

میزان مالکیت مدیریتی

عبارت است از درصد سهام نگهداری شده توسط آن دسته از اعضای هیئت مدیره که نماینده اشخاص حقوقی نباشند [۹].

متغیرهای کنترلی:

در این پژوهش برخی از مهم ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی به عنوان عوامل موثر بر ارزش شرکت شناخته شده اند، به عنوان متغیرهای کنترلی مد نظر قرار گرفتند که عبارتند از:

اندازه شرکت

برای سنجش اندازه شرکت از معیارهای متفاوتی استفاده می شود. در این تحقیق همانند تحقیقات قبلی [۹ و ۲۱] از لگاریتم طبیعی خالص فروش جهت سنجش اندازه شرکت، استفاده شده است.

اهرم مالی

در پژوهش حاضر، برای سنجش اهرم مالی از نسبت بدهی که از تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی های شرکت محاسبه می گردد، استفاده شده است.

نسبت مخارج سرمایه ای

در این مطالعه به پیروی از آمر (۲۰۱۲)، برای محاسبه نسبت مخارج سرمایه ای شرکت از تقسیم جمع مخارج سرمایه ای به کل دارایی های شرکت، استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه های تحقیق، از الگویی که آمر (۲۰۱۲) در پژوهش خود استفاده نمود، بهره گرفته شده است که الگوی مزبور به شرح زیر می باشد :

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 MANOWN_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} * MANOWN_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 CAP_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که در مدل فوق:

$Q_{i,t}$: نسبت Q توبین شرکت i در سال t ، $CASH_{i,t}$: میزان نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال t ، $MANOWN_{i,t}$: درصد مالکیت مدیریتی شرکت i در سال t ، $CASH_{i,t} * MANOWN_{i,t}$: اثر متقابل درصد مالکیت مدیریتی و نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال t ، $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت، معادل لگاریتم طبیعی فروش سالیانه شرکت i در سال t ، $LEV_{i,t}$: اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی به مجموع دارایی های شرکت i در سال t ، $CAP_{i,t}$: نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی های شرکت i در سال t و $\epsilon_{i,t}$: جزء خطای مدل رگرسیون می باشد.

از آنجا که داده های ترکیبی از نظر تعداد مشاهدات، پایین بودن احتمال همخطی بین متغیرها، کاهش تورش برآورد و ناهمبندی واریانس بر مدل های مقطعی یا سری زمانی برتری دارند [۱۶]، لذا برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده های ترکیبی استفاده شده است.

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص های مرکزی و پراکندگی می باشد را برای نمونه ای متشکل از ۳۸۰ شرکت- سال مشاهده در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ نشان می دهد.

نگاره (۱): آماره توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
Q	۳۸۰	۱/۴۶۷	۱/۲۱۱	۰/۸۶۴	۴/۲۵۴	۱/۳۰۶
$CASH$	۳۸۰	۰/۰۶۸	۰/۰۶۶	۰/۰۰۳	۰/۴۰۳	۰/۳۶۷
$MANOWN$	۳۸۰	۰/۰۷۱	۰/۰۵۶	۰/۰۰۳	۰/۲۱۷	۰/۶۹۶
$SIZE$	۳۸۰	۱۰/۵۲۱	۱۰/۲۱۳	۹/۲۶۵	۱۳/۴۰۸	۰/۲۲۵
LEV	۳۸۰	۰/۵۵۱	۰/۵۳۹	۰/۰۲۱	۰/۷۶۱	۰/۶۵۷
CAP	۳۸۰	۰/۳۲۷	۰/۲۹۶	۰/۱۷۹	۰/۷۱۲	۰/۴۴۸

Q : نسبت Q توبین شرکت، $Cash$: نگهداشت وجه نقد، $MANOWN$: درصد سهام اعضای هیئت مدیره، $SIZE$: لگاریتم طبیعی فروش شرکت، LEV : نسبت مجموع بدهی به کل دارایی های شرکت و CAP : نسبت مخارج سرمایه ای می باشد.

همان گونه که در این نگاره ملاحظه می شود، به طور متوسط حدود ۷ درصد از کل دارایی های شرکت های نمونه به صورت وجه نقد و معادل وجه نقد نگهداری می شود. اندازه شرکت که از طریق لگاریتم فروش سالیانه شرکت محاسبه می گردد، دارای مقدار میانگین ۱۰/۵۲۱ و میانه ۱۰/۲۱۳ بوده که حداقل و حداکثر مقدار این متغیر به ترتیب برابر با ۹/۲۶۵ و ۱۳/۴۰۸ می باشد. همچنین، ملاحظه مقدار میانگین متغیر اهرم مالی (۰/۵۵۱) نیز حکایت از آن دارد که به طور متوسط حدود ۵۵ درصد از دارایی های شرکت های نمونه از محل بدهی تامین مالی شده است.

نتایج آزمون فرضیه ها ی تحقیق

در داده های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده ها مشخص گردد. با توجه به نتایج بدست آمده از نرم افزار $stata$ که در نگاره شماره (۲) ارائه شده است، سطح معناداری برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰ می باشد که این مقدار بیانگر رد فرضیه ی صفر (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین الگوی پژوهش باید از روش داده های تابلویی

استفاده شود. سپس با توجه به تابلویی بودن الگو، باید برای تعیین نوع داده های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همانطور که در نگاره شماره (۲) نیز ملاحظه می شود، سطح معناداری این آزمون، ۰/۰۱۹ می باشد که این مقدار حاکی از ارجحیت استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است. با توجه به این نگاره، نتایج آزمون نسبت درستی نمایی نیز نشان می دهد که سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد بوده که مبین آن است که اجزای باقی مانده رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشند. علاوه بر این، سطح معناداری آزمون والد ریچ (۰/۱۷۲) بیشتر از ۵ درصد بوده و این مقدار، دلالت بر آن دارد که بین اجزای خطا، استقلال (عدم خود همبستگی) وجود دارد.

نگاره شماره (۲) نتایج آزمون های مورد استفاده برای الگوی پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۴/۵۸۷	۰/۰۰۰	کارایی روش تابلویی
آزمون هاسمن	۱۵/۶۴۱	۰/۰۱۹	کارایی روش اثرات ثابت
آزمون نسبت درست نمایی	۱۴۳/۰۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
آزمون والد ریچ	۱/۶۴۳	۰/۱۷۲	عدم وجود خود همبستگی

یکی دیگر از پیش فرض های رگرسیون، عدم وجود هم خطی در بین متغیرهای توضیحی مدل می باشد. بدین منظور، نتایج آزمون VIF در نگاره شماره (۳) ارائه شده است. همان گونه که در این نگاره مشاهده می شود، مقادیر این آماره برای کلیه متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ می باشد که این موضوع از عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل، حکایت دارد.

نگاره شماره (۳) نتایج آزمون همخطی برای الگوی پژوهش

I/VIF	VIF	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۸۳۱	۱/۲۰۲	CASH	نگهداشت وجه نقد
۰/۸۷۰	۱/۱۴۹	MANOWN	درصد مالکیت مدیریتی
۰/۸۲۷	۱/۲۰۹	CASH*MANOWN	اثر متقابل مالکیت مدیریتی و نگهداشت وجه نقد
۰/۸۳۵	۱/۱۹۷	SIZE	اندازه شرکت
۰/۸۴۳	۱/۱۸۶	LEV	اهرم مالی
۰/۸۵۶	۱/۱۶۸	CAP	نسبت مخارج سرمایه ای

همانطور که نتایج آزمون نسبت درست نمایی نشان داد، الگو دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. با توجه به این که یکی از روش های رفع مشکل ناهمسانی واریانس، برآورد الگو به روش حداقل مربعات تعمیم یافته است، برای تخمین مدل از روش GLS استفاده شده است. بدین ترتیب، الگوی پژوهش با

استفاده از تکنیک داده های تابلویی مبتنی بر اثرات ثابت و به روش حداقل مربعات تعمیم یافته، برازش شده است که نتایج آن در نگاره شماره (۴) ارائه گردیده است :

نگاره (۴) نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	۱/۶۱۸	۰/۳۳۳	۴/۸۵۷	۰/۰۰۰
CASH	-۰/۰۹۱	۰/۰۲۷	-۳/۳۸۵	۰/۰۰۱
MANOWN	۰/۰۳۴	۰/۰۱۵	۲/۲۹۹	۰/۰۲۴
CASH*MANOWN	۰/۱۱۶	۰/۱۷۹	۰/۶۴۹	۰/۵۱۸
SIZE	۰/۰۲۱	۰/۰۰۸	۲/۵۴۹	۰/۰۱۱
LEV	-۰/۰۹۰	۰/۰۴۲	-۲/۱۰۲	۰/۰۳۶
CAP	۰/۰۴۶	۰/۰۴۳	۱/۰۷۰	۰/۲۸۸
آماره F	۱۰/۲۱۹	سطح معناداری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۲۹	آماره دوربین - واتسن		۱/۹۵۷
روش تخمین مدل		اثرات ثابت		

ملاحظه مقدار آماره F در این نگاره، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۹ است. با توجه ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز می توان ادعا نمود که حدود ۵۳ درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط متغیرهای مدل توضیح داده می شود. همچنین، مقدار آماره دوربین-واتسن (۱/۹۵۷) حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی درمیان جملات پسماند دارد. با توجه به معناداری و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده می توان فرضیه های پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل نمود:

فرضیه اول تحقیق بیان می کند که بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد. همان گونه که در نگاره فوق مشاهده می شود، ضریب متغیر نگهداشت وجه نقد شرکت (CASH) مطابق انتظار، منفی و در سطح خطای ۱ درصد معنادار می باشد. بر این اساس، فرضیه اول تحقیق پذیرفته می شود.

فرضیه دوم تحقیق بیان می دارد بین میزان مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همان طور که نگاره فوق نیز نشان می دهد ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر مالکیت مدیریتی (MANOWN) مطابق پیش بینی، مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بدین ترتیب فرضیه دوم تحقیق نیز در سطح خطای ۵ درصد تأیید می شود.

فرضیه سوم تحقیق عنوان می کند که مالکیت مدیریتی، رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را تضعیف می کند. همان گونه که از نتایج نگاره نیز مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر $CASH_{i,t} * DIR_{i,t}$ مثبت بوده، اما از لحاظ آماری معنادار نمی باشد. بر مبنای این شواهد،

فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای ۵ درصد رد می شود. یعنی می توان گفت که میزان مالکیت مدیریتی، تاثیر معناداری بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت ندارد. شایان ذکر است که از میان متغیرهای کنترلی مدل نیز متغیر اندازه شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و اهرم مالی نیز با آن، رابطه منفی معناداری دارد.

نتیجه گیری و پیشنهادات پژوهش

هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت و مطالعه اثر تعدیل کنندگی مالکیت مدیریتی بر این رابطه می باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه ای متشکل از ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ در نظر گرفته شد. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد. این یافته مطابق با پیش بینی فرضیه جریان نقدی آزاد است که بیان می کند، مدیران انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیمات سرمایه گذاری، منافع شخصی خود را تامین نمایند که این به نوبه خود، کاهش ثروت سهامداران و ارزش شرکت را به همراه دارد. این یافته با نتایج تحقیق آمر (۲۰۱۲) نیز همخوانی دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق حاکی از آن است که بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. نتایج بدست آمده در این تحقیق با یافته های پژوهش آمر (۲۰۱۲) و فرضیه همسویی منافع، مبنی بر این که با افزایش مالکیت مدیریتی به دلیل هم راستا شدن منافع مدیران و سهامداران، رفتار فرصت طلبانه مدیریت محدود شده و زمینه لازم برای تصمیمات بهینه سرمایه گذاری از جانب مدیران و در نهایت افزایش ارزش شرکت فراهم می گردد، مطابقت دارد. فرضیه سوم تحقیق، تاثیر میزان مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت را آزمون نموده است. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه بیانگر آن است که میزان مالکیت مدیریتی تاثیر معناداری بر این رابطه ندارد. این در حالی است که بر پایه مبانی نظری و مطالعات تجربی موجود انتظار می رفت که افزایش مالکیت مدیریتی، اثر منفی نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را کاهش دهد. اما نتایج تحقیق حاضر وجود چنین رابطه ای را تایید نکرد. کسب نتایج متفاوت را می توان ناشی از پایین بودن نسبی میزان مالکیت مدیران شرکت های ایرانی در مقایسه با سایر کشورها و در نتیجه عدم توانایی نفوذ موثر آنان در تصمیم گیری های شرکت دانست.

با توجه به یافته های پژوهش، پیشنهاداتی به شرح زیر مطرح می گردد :

۱. با توجه به این که نگهداشت وجه نقد تاثیری منفی بر ارزش شرکت دارد، به مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که از نگهداری وجه نقد مازاد خودداری نمایند که البته افراط در این کار نیز ممکن است شرکت را در بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری سودآور آتی و برخورد با رویدادهای پیش بینی نشده آتی و ... با مشکلات متعددی مواجه سازد.

۲. به سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار و فعالان بازار سرمایه نیز توصیه می گردد که در هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری به میزان مالکیت مدیریتی نیز توجه نموده و آن را به عنوان عاملی موثر بر ارزش شرکت در مدل های تصمیم گیری خود لحاظ نمایند.

در ادامه این تحقیق، برخی از موضوعات مهمی که می توانند در پژوهش های آتی مورد بررسی قرار گیرند عبارتند از:

۱. انجام تحقیق حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار به منظور کنترل تاثیر صنعت.
۲. بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با عدم تقارن اطلاعاتی شرکت.
۳. بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت.

فهرست منابع

۱. پورزمانی، زهرا و سلیمان خان، آرامه، (۱۳۹۴)، "بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۲۷، ۲۰-۱.
۲. ستایش، محمدحسین و رضایی، غلامرضا و حسینی راد، داوود، (۱۳۹۳)، "بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه مدیریت وجوه نقد و موجودی های کالای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پیشرفت های حسابداری**، ۶، ۶۲-۲۹.
۳. ستایش، محمد حسین و ابراهیمی، فهیمه، (۱۳۹۱)، "بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دانش حسابداری**، ۳ (۸)، ۳۱-۴۸.
۴. سیرانی، محمد و سیف قلی، حسین، (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی بر سیاست های نگهداشت وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۲۳، ۱۱۹-۱۰۲.
۵. فخاری، حسین و تقوی، روح الله، (۱۳۸۸)، "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، **حسابداری و حسابرسی**، ۱۶ (۵۷)، ۶۹-۸۴.
۶. قربانی، سعید و عدیلی، مجتبی، (۱۳۹۱)، "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی"، **دانش حسابداری**، ۳ (۸)، ۱۳۱-۱۴۹.
۷. عبدالخلیق، ای. آر و آجین کیا، بی. بی، (۱۳۷۹)، **پژوهش های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی**، ترجمه محمد نمازی. شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

۸. مهران، کاوه و تحریری، آرش و فرهادی، سوران، (۱۳۹۳)، "چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دانش حسابداری**، ۵ (۱۷)، ۱۸۰-۱۶۳.
9. Ameer , R., (2012), "Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation: Empirical evidence from Australia" , **journal of review of accounting and finance** ,4 (11), 448- 467
10. Anderson, W. R. and Hamadi, M., (2009), "large powerful shareholders and cash holding" LSF Research Working paper series, **Faculty of law, Economics and finance, University of Luxembourg**, Luxembourg
11. Chung, R, F, Kim, J., (2005), "earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring", **Journal of business Research**, 58, 766-776.
12. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H., (2003), " International corporate governance and corporate cash holdings", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38, 111-133.
13. Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J., (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings", **Journal of Financial Economics**, 83, 599-634.
14. Florackis, C. & Kostakis, A. & Ozkan, A., (2009), "Managerial ownership and performance", **Journal of Business Research**, 62, 1350-1357.
15. Ferreira M A, Vilela A S., (2004), "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", **European Financial Management**, 10, 295-319.
16. Gujarati, D. N., (2009), **Basic Econometrics** 5th edition. New York: Mc Graw-Hill.
17. Harford, J., Kecskes, A., Mansi, S., (2012), "Investor Horizons and Corporate Cash Holdings", **Review of Financial Studies**, 19 (2), 531- 559.
18. Jensen, M., (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", **Journal of Finance**, 48, 831-80.
19. Jensen, M. C. and Meckling, W. H., (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", **Managerial and Decision Economics**, 25, 537-547.
20. Jensen, M. C. and Murphy, K. J., (1990), "Performance pay and top-management incentives", **Journal of Political Economy**, 98, 225-64.
21. Kusnadi, Y., (2011), "Do corporate governance mechanism matter for cash holdings and firm value ?", **Pacific-basin financial journal**, 19 (5), 554-70
22. Mikkelsen, W. H. & Partch, M. M., (2003), "Do persistent large cash reserves hinder performance?", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38, 275-294.

23. Ozkan, A. & Ozkan, N., (2004), "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies", **Journal of Banking and Finance**, 22, 2103–2134.
24. Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). "Does the contribution of corporate cash holding and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis". **Journal of Finance**, 61, 2725–2751
25. Ruan, W., Tian, G., Ma, S. (2011), "Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms", **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 5(3), 73-92.
26. Silveira, A.D.M.D. & Leal, R.P.C. & Da-Silva A.L.C. & Barros L. A. B.D.C. (2007). "Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil", Paper presented at the International Research Conference on Corporate Governance in Emerging Markets, Istanbul.
27. Tribo, J. (2007). "Ownership structure and inventory policy". **International Journal of Production Economics**, 108, 213–220.

سایت رسمی www.iaaaar.com

تلفکس ۴۴۸۴۴۷۰۵ – ۴۴۸۴۴۹۷۵

پست الکترونیک iranianiaa@yahoo.com

سایت انجمن حسابداری ایران www.iranianaa.com



Managerial Ownership, Cash Holdings and Firm Valuation

Iraj Noravesh (PhD)¹

Professor of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

Mehdi Safari Gerayli² (PhD)©

Department of accounting, Bandargaz Branch, Islamic Azad University,
Bandargaz, Iran

Abolfazl Momeni Yanesari (PhD)³

Department of Accounting, Seminary Institute of Hakim Jorjani, Gorgan, Iran

(Received: 29 March 2016; Accepted: 11 June 2016)

This paper is concerned with examining the relationship between cash holdings and firm value with an emphasis on the moderating role of managerial ownership. The research hypotheses were analyzed based on a sample of 76 firms listed in Tehran stock exchange during the years 1389-1393 and using multivariate regression model based on the panel data techniques. The results reveal that there is a significant and negative relationship between firm value and cash holdings while a significant and positive relationship was observed between firm value and managerial ownership. In addition, the results showed that managerial ownership has no effect on the relationship between cash holdings and firm value.

Keywords: Cash Holdings, Ownership Concentration, Firm Valuation.

¹ irajnoravesh@yahoo.com

² Mehdi.safari83@yahoo.com ©(Corresponding Author)

³ a.momeni83@yahoo.com