



## مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی

ساسان مهرانی<sup>۱</sup>

محمد مرادی<sup>۲</sup>

هدی اسکندر<sup>۳</sup>

میر محمد جواد هاشمی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۹/۰۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۷/۰۸

### چکیده

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 سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل مالکیت آنها و نظارتشان بر مدیر ممکن است به تغییر رفتار شرکتها (شامل سیاستهای مالی) منجر شود، انتظار می‌رود ارتباط معناداری بین مالکیت نهادی و تصمیمات مرتبط با انعطاف پذیری مالی شرکتها وجود داشته باشد. این تحقیق به بررسی این ارتباط از طریق اندازه‌گیری متغیر وابسته از طریق سنجش‌های نقدینگی و اهرمی پرداخته است. در این تحقیق برای آزمون وجود رابطه بین متغیرها و همچنین معنادار بودن رابطه ارائه شده برای توضیح متغیر وابسته، از تحلیل رگرسیون استفاده شده است. نمونه تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

یافته‌ها حاکی از آن است که مالکیت نهادی ارتباط مثبت معنادار با اغلب این سنجش‌ها دارد. به عبارت دیگر حضور مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکتها سبب انعطاف پذیری بیشتری آنها می‌گردد. این یافته با فرضیه نظارت فعال مطابق است. همچنین یافته‌ها نشان دادند که هر چه تمرکز مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد عبارتی سرمایه بیشتر دست تعداد معدودی مالک نهادی باشد، انعطاف پذیری شرکت کم می‌شود. این یافته، فرضیه منافع شخصی مالکان نهادی بزرگ را مورد تایید قرار می‌دهد.

**واژه‌های کلیدی:** مالکیت نهادی، انعطاف پذیری مالی، فرضیه نظارت فعال، فرضیه منافع شخصی.

smehrani@ut.ac.ir

۱- دانشیار گروه حسابداری دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ایران، نویسنده اصلی.

۲- استادیار گروه حسابداری دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران.

۳- دانش آموخته دکتری حسابداری دانشگاه تهران، تهران، ایران.

۴- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران، ایران، مسئول مکاتبات.

۱- مقدمه

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 تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهامداران باشد. نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می شود (ولوری و جنکینز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). برلی و مینز<sup>۲</sup> (۱۹۳۲) بیان داشتند که عدم وجود مکانیسم های حاکمیت شرکتی، این امکان را به مدیران می دهد که در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهامداران حرکت نمایند. یکی از ساز و کارهای مؤثر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین شرکتها است. این گروه از سهامداران با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکتها از نفوذ قابل ملاحظه ای در برخورداری بوده و می توانند رویه های آن ها (شامل رویه ها و سیاستهای مالی) را تحت تأثیر قرار دهند (گیلان و استارکس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳).

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 (بانسل و میتو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴).

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 (ولوری و جنکینز، ۲۰۰۶)، انتظار می رود ارتباط معناداری بین مالکیت نهادی و تصمیمات مرتبط با انعطاف پذیری مالی شرکتها وجود داشته باشد.

دو فرضیه متقابل این ارتباط را تشریح می کنند. تحت «فرضیه نظارت فعال» به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را به طور فعال مدیریت می کنند. بر اساس این نگرش نظارت فعال سرمایه گذاران نهادی مانع از اتخاذ تصمیماتی از سوی مدیریت شرکتها می شود که انعطاف پذیری مالی شرکت را به خطر بیندازد. در مقابل، حامیان «فرضیه منافع شخصی» معتقدند سرمایه گذاران نهادی بزرگ ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای انعطاف پذیری بیشتر داشته باشند. عبارتی با متمرکز شدن هر چه بیشتر مالکیت نهادی در دست تعداد اندکی سهامدار، انعطاف پذیری مالی شرکتها کاهش می یابد (کیم<sup>۵</sup>، ۱۹۹۳).

با توجه به نتایج متفاوت پژوهش های صورت گرفته در این زمینه، این تحقیق ارتباط بین مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکتها و انعطاف پذیری مالی آنها را بررسی می نماید. بعلاوه اینکه در این تحقیق از یک رویکرد چند بعدی برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی شرکتها بهره گرفته شده است. چنانچه در ارزیابی سازه انعطاف پذیری تنها یک بعد یا یک مجموعه محدود از ابعاد آن در نظر گرفته شود، ممکن است

نتیجه‌گیری اشتباه باشد. برای از بین بردن این مشکل در این تحقیق ابعاد مختلفی از انعطاف پذیری مالی (یعنی ابعاد نقدینگی و ابعاد اهرمی) در نظر گرفته می‌شود.

## ۲- پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مبانی نظری

ادبیات نشان داده است که مشکلات نمایندگی بین سهامداران و مدیران می‌تواند بر تصمیمات مالی اثر گذارد. در این میان، ویژگیهای مالکیت شرکت بسیار مهم است. این ویژگیها می‌توانند بعنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی عمل کرده و تضادهای نمایندگی را کاهش دهد (جنسن و مک‌لینگ<sup>۶</sup>، ۱۹۷۶؛ مایرس<sup>۷</sup>، ۱۹۷۷).

طبقات مختلف سهامداران ممکن است اثرات متفاوتی بر تصمیمات مالی نظیر سررسید بدهیها داشته باشند و دلیل این امر انگیزه‌های متفاوت آنهاست (مارچیا<sup>۸</sup>، ۲۰۱۱). در این میان سرمایه گذاران نهادی انگیزه بیشتری برای نظارت فعال بر مدیریت دارند. سرمایه گذاران نهادی، بازیگران اصلی بازارهای مالی هستند. مطابق با تعریف بوش<sup>۹</sup> (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتهای بیمه، شرکتهای سرمایه‌گذاری و... هستند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (ولوری و جنکینز، ۲۰۰۶).

در تحقیقی عبدالسلام و سایرین<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۸) نشان دادند که ارتباط مستقیمی بین مالکیت نهادی و برخی سیاستهای شرکت در بازارهای نوظهور وجود دارد. یکی از این سیاستها، سیاستهای مرتبط با انعطاف پذیری مالی شرکتها است.

به دلیل ابهامات زیاد در استفاده از این واژه، قضاوت در مورد انعطاف پذیری، معمولاً ذهنی و غیر رسمی هستند و میزان انعطاف پذیری نیز به ندرت بررسی و اندازه گیری می‌شود. در مفاهیم نظری استانداردهای حسابرسی ایران انعطاف پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریانهای نقدی آن می‌باشد به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند درقبال رویدادها و فرصتهای غیرمنتظره واکنش نشان دهد. انعطاف پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصتهای غیرمنتظره سرمایه گذاری به خوبی بهره گیرد و در دورانی که جریانهای نقدی حاصل از عملیات در سطح پایین قرار دارد به حیات خود ادامه دهد.

### ۲-۲- پیشینه تجربی

مطالعاتی که به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی پرداخته اند به شرح زیر می‌باشند.

میچلی و وینسنت<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳) نشان دادند که مالکیت نهادی بر انعطاف پذیری بیشتر شرکتها موثر است. مارچیا (۲۰۰۵) در بررسی شرکت‌های بریتانیایی دریافت که ساختار مالکیت شرکت بر سیاستهای مالی و انعطاف پذیری مالی شرکت موثر است. مارچیا (۲۰۱۱) ارتباط مثبت معناداری بین مالکیت نهادی و سررسید بدهیهای شرکت یافت. بودهو<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹) نیز وجود ارتباط بین این دو متغیر را مورد تایید قرارداد. دلابراسلری و لاتروس<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۴) نیز دریافتند که بین ساختار مالکیت و شاخص های اهرمی انعطاف پذیری مالی ارتباط مثبت معنادار وجود دارد.

مارچیا (۲۰۰۸) ارتباط منفی بین سرمایه گذاران نهادی و سررسید بدهیها را در بین شرکت‌های بریتانیایی مستند نمود. ارسلان و کاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۶) نیز ارتباط مشابهی را در بین شرکت‌های ترکیه ای یافتند. باتالا و همکاران<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۴) و مارچیا (۲۰۱۱) بیان کردند که سرمایه گذاران نهادی بر مدیران نظارت می کنند و در ساختار سررسید بدهیها به طور مستقیم از طریق حاکمیت شرکتی دخالت دارند (برای نمونه در تعیین سطح پاداش و حساسیتش به عملکرد). همچنین نظارتی غیر مستقیم را از طریق نفوذ بر بسیاری از تصمیمات شرکتی مرتبط با تحقیق و توسعه و مخارج سرمایه ای، تحصیلات، اهرم و نگهداری نقد با توزیع سود سهام دارند.

تسای و گو<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۷) در تحقیقی نشان دادند که سرمایه گذاری نهادی در شرکتها ممکن است به سرمایه گذاران کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. افزون بر این، مؤسسات مالی مایل هستند تا در شرکت‌های بزرگتر با اهرم مالی کمتر، سرمایه گذاری کنند. حاجیها و اخلاقی<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۱) ارتباط معناداری بین سرمایه گذاران نهادی و سررسید بدهیها نیافتند. آنها دریافتند که شرکت‌های بزرگتر از بدهیهای جاری کمتری استفاده می کنند. بعلاوه سودآوری و فرصتهای رشد اثر مثبتی بر سررسید بدهیها دارد. آنها دریافتند که شرکتها در زمینه سررسید بدهیهایشان بدون توجه به اهرم و مالیات تصمیم گیری می کنند. رجایی و بیتوته<sup>۱۸</sup> (2013) ارتباطی بین ساختار مالکیت شرکت و انعطاف پذیری مالی نیافتند.

نجار و تیلور<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۸) به رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و ساختار سرمایه شرکتها دست نیافتند. با توجه به ادبیات مطروحه، فرضیه این تحقیق بدین شرح است:

*" بین مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی شرکتها ارتباط معناداری وجود دارد."*

رضایی و پیری (۱۳۹۰) دریافتند که ارتباطی منفی بین تمرکز مالکیت نهادی و سنجه های نقدینگی شرکت وجود دارد. این در حالی است که مهدوی و میدری (۱۳۸۴) دریافتند که تمرکز مالکیت ارتباطی مثبت با سنجه های نقدینگی دارند.

درای فیلد و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۷) دریافتند که تمرکز مالکیت نهادی در شرکت‌های اندونزیایی و کره ای ارتباط مثبت با سنجه های اهرمی دارد. دلابراسلری و لاتروس (۲۰۱۴) و دو و دای<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۵) نشان دادند که تمرکز پایین تر سهام سبب تمایل مالکان به اهرم بیشتر می شود.

کسپدس و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۸) در تحقیقی به این نتیجه دست یافتند که هنگامی که تمرکز مالکیت پایین است اثرش بر اهرم منفی است و هنگامی که تمرکز مالکیت زیاد است اثرش بر اهرم مثبت است. این ارتباط U شکل مطابق با این تفکر است که تمرکز مالکیت از انتشار سهام جلوگیری می کند زیرا مالکان متمرکز نمی خواهند کنترل خود بر سهام شرکت را از دست دهند و این اثر معکوس است اگر ساختار مالکیت پراکنده بوده و از دست دادن کنترل مهم نیست.

بجراج و سنگوپتا<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۳) دریافتند که مالکیت نهادی به طور مثبت (منفی) با رتبه بندی (بازدهی) اوراق قرضه در ارتباط است، بدان معنا که هر چه مالکیت نهادی متمرکزتر شود بر رتبه و بازدهی اوراق قرضه به طور منفی اثر می گذارد. نتایج تحقیقات بجراج و سنگوپتا نشان می دهد علی رغم آنکه مکانیزم های نظارتی مالکیت نهادی از نظر دارندگان اوراق قرضه مثبت پنداشته می شود، ولی مالکیت متمرکز به حرکت در جهت منافع شخصی منجر خواهد شد.

با توجه به ادبیات مطروحه، فرضیه دیگر این تحقیق بدین شرح است:

" بین تمرکز مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی شرکتها ارتباط معناداری وجود دارد."

علاوه بر ساختار مالکیت، متغیرهای دیگری نیز بر انعطاف پذیری مالی شرکتها موثرند. برای نمونه حاجبها و اخلاقی (۲۰۱۱) دریافتند که سودآوری اثر مثبتی بر سررسید بدهیها دارد. فائلکندر و پترسن<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۶) ارتباطی منفی بین اندازه شرکت و سنجه های اهرمی یافتند. چن<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۴) نیز دریافت که شرکت های کوچکتر بدلیل مشکلات و محدودیتها بدهیهای بلندمدت کمتری دارند. در این تحقیق، سودآوری و اندازه شرکتها بعنوان متغیرهای کنترلی وارد رابطه می شوند.

### ۳- روش تحقیق

تحقیق حاضر، تحقیقی توصیفی بوده که از حیث هدف کاربردی می باشد. در این تحقیق برای آزمون وجود رابطه بین متغیرها و همچنین معنادار بودن رابطه ارائه شده برای توضیح متغیر وابسته، از تحلیل رگرسیون استفاده شده است.

برای این منظور رابطه رگرسیونی چند گانه ۱ در بررسی ارتباط کل مالکیت نهادی و تمرکز آن برازش شده است:

$$F_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Inst_{it} + \alpha_2 Conc_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 P_{it} + e \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در رابطه ۱:

Size: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی مجموع داراییهای شرکت)،

P: سود آوری شرکت،

Inst: درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی،

Conc: تمرکز مالکیت نهادی که از طریق شاخص هرفیندال هریشمن به دست می آید. شاخص هرفیندال هریشمن یک شاخص اقتصادی است که در اقتصاد خرد برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می

گردد. بدین ترتیب که سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان ۲ رسیده و سپس با هم جمع می شوند. حاصل که بین ۰ تا ۱ بوده، هر چقدر به ۱ نزدیک باشد بیانگر تمرکز و در مقابل هر چه به ۰ نزدیک باشد نشاندهنده عدم تمرکز خواهد بود. در این تحقیق برای سنجش تمرکز سرمایه گذاران نهادی از رابطه ۲

$$\sum_{i=1}^n Inst^2 \quad \text{رابطه (۲)} \quad \text{استفاده شده است:}$$

F: انعطاف پذیری مالی شرکت،

به دلیل ماهیت چند بعدی انعطاف پذیری مالی، در این تحقیق از سنجه های مختلف برای پوشش این ابعاد استفاده می شود این سنجه ها به دو دسته کلی قابل تقسیم هستند. ۱. سنجه های مرتبط با نقدینگی و ۲. سنجه های اهرمی (گدالا<sup>۲۶</sup>، ۲۰۰۹).

سنجه های نقدینگی. ارسالان و همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۶) و میکلسون و پارچ<sup>۲۸</sup> (۲۰۰۳) از نسبت وجوه نقد به کل دارایی برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی استفاده کردند. رجایی و بیتوته (۲۰۱۳) از نسبت وجه نقد به بدهی های کوتاه مدت برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی استفاده کرده اند.

سنجه های اهرمی. میچلی و وینسنت (۲۰۱۳) از نسبت کل بدهی به کل دارایی برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی استفاده کردند. استوهرز و مائر<sup>۲۹</sup> (۱۹۹۷) از نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهیها برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی استفاده کردند. به این نسبت اصطلاحاً نسبت سررسید بدهی اطلاق می شود.

مطابق با بحث فوق، در این تحقیق از دو سنجه نقدینگی (F1, F2) و دو سنجه اهرمی (F3, F4) به شرح زیر برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی استفاده می شود. در نتیجه خواهیم داشت:

F<sub>1</sub> = کل داراییها ÷ وجه نقد

F<sub>2</sub> = بدهیهای جاری ÷ وجه نقد

F<sub>3</sub> = کل داراییها ÷ کل بدهیها

F<sub>4</sub> = کل بدهیها ÷ بدهیهای بلندمدت

### ۳-۱- دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری تحقیق

دوره مورد مطالعه بر اساس صورت های مالی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ می باشد. شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران جامعه آماری این تحقیق را تشکیل می دهند. از بین این شرکت ها، شرکت های واسطه گری مالی به سبب ماهیت خاص فعالیت حذف شده اند. در این تحقیق شرکت هایی مدنظر قرار خواهند گرفت که:

(۱) از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ در بورس حضور داشته باشند .

(۲) سال مالی آن ها به پایان اسفند ختم شود .

۳) شرکت بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ تغییر سال مالی نداده باشد.

۴) اطلاعات موردنیاز شرکت در دسترس باشد.

بدین ترتیب ۸۴ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. لازم به ذکر است که در این تحقیق برای هر یک از ضرایب جزیی رگرسیون از آزمون t استیودنت و برای معناداری رابطه رگرسیونی از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است.

#### ۴- یافته‌های تحقیق

داده‌های مربوط به شرکتهای عضو نمونه تحقیق از منابعی چون تدبیرپرداز، دناسهم، ره‌آور نوین، سایت بورس و... استخراج و به صفحه گسترده اکسل منتقل شد. پس از انجام محاسبات لازم برای متغیرهای تحقیق، با نرم‌افزار SPSS نسخه ۱۵ آزمون‌های آماری مورد نیاز بر روی آن‌ها انجام شد.

#### ۴-۱- آمار توصیفی

در جدول شماره (۱) آماره‌های توصیفی تحقیق انعکاس داده شده است. بر اساس جدول ۱، سرمایه‌گذاران نهادی به طور متوسط ۴۵ درصد سهام شرکتهای نمونه را تحت تملک خود دارند. همچنین تقریباً ۴۰ درصد سهام در تمرکز آنهاست. در ادامه به بررسی نتایج حاصل از برازش رابطه‌های رگرسیونی تحقیق و آزمون فرضیه‌ها می‌پردازیم.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
F <sub>1</sub>	۰	۰/۵۲	۰/۰۴	۰/۰۵
F <sub>2</sub>	۰	۱۳/۰۵	۰/۲۲	۱/۱۳
F <sub>3</sub>	۰	۸/۱۹	۰/۸۱	۱/۰۰
F <sub>4</sub>	۰	۱/۰۰	۰/۱۶	۰/۱۸
Inst	۰	۹۹/۵۰	۴۵/۰۸	۳۷/۱۶
Conc	۰	۹۷/۸۳	۳۹/۷۹	۳۷/۹۵
SIZE	۰	۱۸/۱۸	۱۳/۴۵	۱/۹۹
p	-۰/۰۶	۵۵/۸۷	۰/۸۴	۴/۱۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۴-۲- آمار تحلیلی

جدول های ۲ تا ۵ نتایج حاصل از آزمون فرضیات را به ترتیب بر اساس سنجه های نقدینگی و اهرمی بعنوان متغیر وابسته نشان می دهند.

جدول ۲. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F1)

معناداری	آماره t	ضریب متغیر	مقدار ثابت
۰/۹۵۸	-۰/۰۵	-۰/۰۰۱	INST
۰/۰۰۴*	۲/۹۴	۰/۲۲	CONC
۰/۱۸۳	-۱/۳۳	-۰/۱۰	SIZE
۰/۰۸۲*	۱/۷۴	۰/۰۹	P
۰/۰۰۲*	۳/۱۸	۰/۱۷	
F آماره: ۶/۲۱		D.W: ۱/۸۴	R <sup>2</sup> : ۰/۰۷

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۳. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F2)

معناداری	آماره t	ضریب متغیر	مقدار ثابت
۰/۹۰۵	۰/۱۲	۰/۰۵۱	INST
۰/۰۴۳*	۲/۰۳	۰/۱۶	CONC
۰/۰۹۹*	-۱/۶۶	-۰/۱۳	SIZE
۰/۷۹۵	۰/۲۶	۰/۰۱	P
۰/۸۵۸	-۰/۱۸	-۰/۰۱	
F آماره: ۰/۱۲۵		D.W: ۱/۹۹	R <sup>2</sup> : ۰/۰۱۳

\* منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۴. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F3)

معناداری	آماره t	ضریب متغیر	مقدار ثابت
۰/۰۱۷	۲/۴۰	۰/۸۹۴	INST
۰/۰۱۳*	۲/۵۰	۰/۱۹	CONC
۰/۰۰۲*	-۳/۱۴	-۰/۲۴	SIZE
۰/۸۲۴	-۰/۲۲	-۰/۰۱	P
۰/۰۷۲*	۱/۸۱	۰/۱۰	
F آماره: ۳/۳۲۱		D.W: ۲/۰۷	R <sup>2</sup> : ۰/۰۱۳

\* منبع: یافته های پژوهشگر



جدول ۵. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F4)

معناداری	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۰۳۷	۲/۱۰	۰/۱۴۱	مقدار ثابت
۰/۲۲۳	۱/۲۲	۰/۱۰	INST
۰/۲۶۹	-۱/۱۱	-۰/۰۹	CONC
۰/۷۸۹	۰/۲۷	۰/۰۲	SIZE
۰/۵۰۹	-۰/۶۶	-۰/۰۴	P
F آماره: ۰/۵۴۷		D.W: ۲/۰۴	R <sup>2</sup> : ۰/۰۰۷

منبع: یافته های پژوهشگر

بر اساس جدول ۲، در سطح اطمینان ۹۰٪ مالکیت نهادی ارتباط مثبت معناداری با سنجه F1 دارد. این امر نشان می دهد که حضور مالکین نهادی در ساختار سرمایه شرکت سبب نگهداری نسبت بالاتری از داراییها بعنوان وجوه نقد در شرکت می گردد و انعطاف پذیری مالی شرکت را بالا می برد. بر اساس جدول فوق، ارتباط معناداری بین تمرکز مالکیت نهادی و سنجه F1 وجود ندارد.

بر اساس جدول ۳، مالکیت نهادی ارتباط مثبت معناداری با سنجه F2 دارد. این امر نشان می دهد که حضور مالکین نهادی در ساختار سرمایه شرکت سبب نگهداری وجوه نقد بالاتری در مقابل بدهیهای شرکت می گردد و انعطاف پذیری مالی شرکت را بالا می برد. همچنین، تمرکز مالکیت نهادی ارتباط منفی معناداری با سنجه F2 دارد. این امر نشان می دهد که هر چه تمرکز مالکین نهادی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد یعنی مالکیت بیشتر دست تعداد معدودی مالک نهادی باشد، نگهداری وجوه نقد در مقابل بدهیهای شرکت کمتر می گردد و انعطاف پذیری مالی شرکت را کاهش می دهد.

بر اساس جدول ۴، مالکیت نهادی ارتباط مثبت معناداری با سنجه F3 دارد. این امر نشان می دهد که حضور مالکین نهادی در ساختار سرمایه شرکت سبب افزایش نسبت بدهی شرکت می گردد. عبارتی تامین مالی شرکت بیشتر از طریق انتشار بدهی صورت می گیرد. همچنین، تمرکز مالکیت نهادی ارتباط منفی معناداری با این سنجه دارد. این امر نشان می دهد که هر چه تمرکز مالکین نهادی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد یعنی مالکیت بیشتر دست تعداد معدودی مالک نهادی باشد، نسبت بدهی شرکت کمتر می گردد.

بر اساس جدول ۵، بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکان با انعطاف پذیری مالی ارتباط معناداری وجود ندارد. جدول های فوق نشان می دهند که متغیرهای کنترل یعنی اندازه و سودآوری شرکت غالباً ارتباط معناداری با انعطاف پذیری مالی ندارند (اندازه تنها با F1 و سودآوری با F1 و F3 ارتباط مثبت دارند) لذا جهت افزایش همبستگی بین متغیرهای مستقل و وابسته در مرحله بعد با حذف این متغیرهای کنترلی غیر معنادار، مجدداً فرضیات را مورد آزمون قرار می دهیم. جدول های ۶ تا ۹ نتایج حاصل از آزمون فرضیات را پس از حذف متغیرهای غیر معنادار کنترلی نشان می دهند.

جدول ۶. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F1)

معناداری	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۰۰۰	۷/۳۹	۰/۰۳	مقدار ثابت
۰/۰۰۲*	۳/۱۳	۰/۲۴	INST
۰/۱۴۸	-۱/۴۵	-۰/۱۱	CONC
F آماره: ۵/۴۷		D.W: ۱/۸۰	R <sup>2</sup> : ۰/۰۴

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۷. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F2)

معناداری	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۱۱۱	۱/۶۰	۰/۱۶	مقدار ثابت
۰/۰۳۸*	۲/۰۸	۰/۱۶	INST
۰/۰۹۳*	-۱/۶۸	-۰/۱۳	CONC
F آماره: ۲/۳۱۴		D.W: ۱/۹۸	R <sup>2</sup> : ۰/۰۷

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۸. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F3)

F3 = 0/71 + 0/38INST <sub>it</sub> - 0/43CONC <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>			
معناداری	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۰۰۰	۹/۶۶	۰/۸۳	مقدار ثابت
۰/۰۱۳*	۲/۵۰	۰/۱۹	INST
۰/۰۰۲*	-۳/۱۳	-۰/۲۴	CONC
F آماره: ۴/۹۸		D.W: ۲/۰۸	R <sup>2</sup> : ۰/۰۳

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۹. ارتباط مالکیت نهادی و تمرکز آن با انعطاف پذیری مالی (سنجه F4)

F4 = 0/092 + 0/31INST <sub>it</sub> - 0/30CONC <sub>it</sub> + 0/05SIZE <sub>it</sub> - 0/07P <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>			
معناداری	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۰۰۰	۱۰/۱۷	۰/۱۶	مقدار ثابت
۰/۲۰۹	۱/۲۶	۰/۱۰	INST
۰/۲۶۰	-۱/۱۳	-۰/۰۹	CONC
F آماره: ۰/۸۴۹		D.W: ۲/۰۴	R <sup>2</sup> : ۰/۰۰۷

منبع: یافته های پژوهشگر

بر اساس جدول های فوق، با حذف متغیرهای غیر معنادار کنترلی ضریب همبستگی و معناداری کلی رابطه های غالباً بهبود یافته است. مالکیت نهادی ارتباط مثبت معناداری با انعطاف پذیری مالی داشته لیکن تمرکز مالکیت نهادی ارتباط منفی با متغیر وابسته دارد.

## ۵- بحث و نتیجه گیری

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، انتظار می رود ارتباط معناداری بین مالکیت نهادی و تصمیمات مرتبط با انعطاف پذیری مالی شرکتها وجود داشته باشد.

دو فرضیه متقابل این ارتباط را تشریح می کنند. تحت فرضیه نظارت فعال به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را به طور فعال مدیریت می کنند. بر اساس این نگرش نظارت فعال سرمایه گذاران نهادی مانع از اتخاذ تصمیماتی از سوی مدیریت شرکتها می شود که انعطاف پذیری مالی شرکت را به خطر بیندازد. در مقابل، حامیان فرضیه منافع شخصی معتقدند سرمایه گذاران نهادی بزرگ ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای انعطاف پذیری بیشتر داشته باشند. عبارتی با متمرکز شدن هر چه بیشتر مالکیت نهادی در دست تعداد اندکی سهامدار، انعطاف پذیری مالی شرکتها کاهش می یابد.

این تحقیق به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی پرداخته است. متغیر وابسته با سنجه های نقدینگی و سنجه های اهرمی اندازه گیری شده است. یافته ها حاکی از آن است که مالکیت نهادی ارتباط مثبت معنادار با اغلب این سنجه های دارد. عبارتی حضور مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکتها سبب انعطاف پذیری بیشتری آنها می گردد. این یافته مطابق با فرضیه نظارت فعال مالکان نهادی بر تصمیمات اتخاذ شده از سوی مدیران است. عبارتی با افزایش مالکیت نهادی بدلیل نظارت فعال آنها، تصمیمات مدیر در جهت افزایش انعطاف پذیری شرکت خواهد بود و از تصمیماتی که انعطاف پذیری مالی شرکت را به خطر می اندازد اجتناب می شود. این یافته مطابق با یافته های میچلی و وینسنت (۲۰۱۳)، دلابراسلری و لاتروس (۲۰۱۴)، مارچیا (۲۰۱۱) و بودهو (۲۰۰۹) است. همچنین یافته ها نشان دادند که

هر چه تمرکز مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد عبارتی سرمایه بیشتر دست تعداد معدودی مالک نهادی باشد، انعطاف پذیری شرکت کم می شود. عبارتی گاه ممکن است مطابق با فرضیه منافع شخصی، مالکان نهادی بزرگ در جهت نفع شخصی از تصمیمات ریسکی تر که انعطاف پذیری شرکت را کاهش می دهد استقبال کنند. این یافته مطابق با یافته های رضایی و پیری (۱۳۹۰) است. بر اساس نتایج تحقیق، پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان صورتهای مالی در هنگام مطالعه صورتهای مالی شرکتها به عامل ترکیب سهامداران آن نیز توجه کنند. با توجه به این موضوع که حضور سرمایه گذاران نهادی سبب تغییر رفتار شرکتها می شود، پیشنهاد می گردد که مکانیزمی فراهم گردد تا اطلاعات مربوط به این سهامداران در اختیار استفاده کنندگان از صورتهای مالی قرار گیرد. در واقع بدین سان زمینه برای کاربردی شدن پیشنهاد اول فراهم می شود.

#### فهرست منابع

- ۱) رضایی، فرزین و عبدالله پیری، (۱۳۹۰). تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۳ (۱۱): ۱۵۵-۱۷۴.
- ۲) مهدوی، ابوالقاسم و احمد میدری، (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکتهای فعال در بازار اوراق بهادار تهران. تحقیقات اقتصادی. ۷۱: ۱۰۳-۱۳۲.
- 3) Abdelsalam, Omneya., El-Masry, Ahmed And Elsegini, Sabri (2008). Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence from CASE 50. Managerial Finance: 12: PP.953-964.
- 4) Arslan, O. And M.B. Karan, (2006). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Market. Journal Of Financial Economics, 14: PP.312-324.
- 5) Arslan, O, Florackis, C and Ozkan, A. (2006). How and why do Firms Establish Financial Flexibility?. Working Paper.
- 6) Bancel, F. And U.R.Mittoo, (2004), The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms, Financial Management 33, PP.103-132.
- 7) Bathala, C., K. Moon and R. Rao, (1994), Managerial ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective, Financial Management, 23: PP.38-50.
- 8) Berle, A.A., Jr. and Means, G.C. (1932), The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York, NY. Boodhoo, Roshan. (2009). Capital Structure and Ownership Structure: A Review of Literature. The Journal of Online Education, 9: PP.1-8.
- 9) Bhojraj, S. and P.Sengupta (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors, Journal Business, 76(3): 455-475.
- 10) Bushee, B.J (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, Accounting Review, 73(July): PP.305-334.
- 11) Bushee, B.J., (2001). Do institutional Investors Prefer Near-term Earnings Over Long Run Value?. Contemporary Accounting Research, 18: PP.207-246.
- 12) Céspedes, Jacelly, González, Maximiliano and Molina, Carlos A. (2008). Ownership Concentration and the Determinants of Capital Structure in Latin America. Working paper.
- 13) Chen, J.J., (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese Listed Companies. Journal of Business Research., 57: PP.1351-1341.

- 14) De La Bruslerie, Hubert and Latrous Imen. (2014). Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-off Hypothesis on French Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22 (4): PP.111-130.
- 15) Driffield, N., Mahambare, V. and Pal, S. (2007), How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia. *Economics of Transition*, 15( 3): PP.535-73.
- 16) Du J. and Dai Y., (2005), Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: evidence from East Asian economies, *Corporate Governance*, 13( 1):60-71.
- 17) Faulkender, Michael, and Mitchell A. Petersen, (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure?, *Review of Financial Studies* 19, 45: PP.79.
- 18) Gdala, Iweta. (2009). Financial Flexibility and Investment. Master thesis.
- 19) Gillan, S.G and Starks L.T (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspectives. *Journal of Applied Finance*. 13(2): PP.4-22.
- 20) Hajjha, Zohreh and Akhlaghi Hassan Ali. (2011). Ownership Structure and Debt Maturity Structure. *Middle-East Journal of Scientific Research* 9 (6): PP.814-825, 2011.
- 21) Jensen, Michael C. and William Meckling, (1976) .Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*:3, 305-360
- 22) Kim, O (1993). Disagreements Among Shareholders Over a Firm's Disclosure Policy, *Journal Finance*, 2: 747 – 760.
- 23) Marchica, M.T., (2011). Institutional Investor Activism and Corporate Debt Maturity, from SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1781239>.
- 24) Marchica, M.T.,( 2008). On the Relevance of Ownership Structure in Determining the Maturity of Debt, SSRN Working Paper Series.
- 25) Marchia, M.T. (2005). Ownership Structure, Debt Maturity and Investment Decision. An Empirical Investigation for UK Firms. Working Paper.
- 26) Michaely Roni and Vincent Christopher. (2013). Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions? Working paper.
- 27) Mikkelson, W.H and Partch, M.M. (2003). Do persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?. *Journal of Financial Economics*, 39: PP.137-151.
- 28) Myers, S., (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5: PP.147-175.
- 29) Najjar, B. and Taylor P.(2008), The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure, *Managerial Finance*, 12: PP.919-933.
- 30) Rajaei M. H. and batuteh, M. (2013). Study The Relationship Between Financial Flexibility and Firm's Ownership Structure. *Advances in Environmental Biology*, 7(10): PP.3175-3180.
- 31) Stohs, M.H and Mauer, D.C. (1996). Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business*, 69: PP.279-312.
- 32) Tsai, H. and Gu, Z. (2007). The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance, *Hospitality Management*, 26: PP.517-530.
- 33) Velury, U. and D.S.Jenkins (2006). Institutional Ownership and The Quality of Earnings. *Journal of Business Research*, 59: PP.1043-1051

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Velury, U. and D.S.Jenkins

<sup>2</sup> Berle, A.A., Jr. and Means, G.C.

<sup>3</sup> Gillan, S.G and Starks L.T

- <sup>4</sup> Bancel, F. and U.R.Mittoo,  
<sup>5</sup> Kim, O  
<sup>6</sup> Jensen, Michael C. and William Meckling  
<sup>7</sup> Myers, S.,  
<sup>8</sup> Marchica, M.T.,  
<sup>9</sup> Bushee, B.J.,  
<sup>10</sup> Abdelsalam, Omneya., El-Masry, Ahmed and Elsegini, Sabri  
<sup>11</sup> Michaely Roni and Vincent Christopher  
<sup>12</sup> Boodhoo, Roshan  
<sup>13</sup> De La Bruslerie, Hubert and Latrous Imen  
<sup>14</sup> Arslan, O. and M.B. Karan,  
<sup>15</sup> Bathala, C., K. Moon and R. Rao,  
<sup>16</sup> Tsai, H. and Gu, Z.  
<sup>17</sup> Hajjha, Zohreh and Akhlaghi Hassan Ali.  
<sup>18</sup> Rajaei M. H. and batuteh, M.  
<sup>19</sup> Najjar, B. and Taylor P.  
<sup>20</sup> Driffield, N., Mahambare, V. and Pal, S.  
<sup>21</sup> Du J. and Dai Y.,  
<sup>22</sup> Céspedes, Jacelly, González, Maximiliano and Molina, Carlos A.  
<sup>23</sup> Bhojraj, S. and P.Sengupta  
<sup>24</sup> Faulkender, Michael, and Mitchell A. Petersen,  
<sup>25</sup> Chen J.J.  
<sup>26</sup> Gdala, Iweta.  
<sup>27</sup> Arslan, O, Florackis, C and Ozkan, A.  
<sup>28</sup> Mikkelson, W.H and Partch, M.M.  
<sup>29</sup> Stohs, M.H and Mauer, D.C.