

بررسی تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهناز جعفری^۱

سید مجتبی حسینی^۲

محمد حسین فتحه^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۱۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۶/۲۱

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۳۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است. در این پژوهش، از مدل رگرسیون خطی چندگانه مبتنی بر داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه ها استفاده شده است. نتایج به دست آمده از این پژوهش نشان می دهد که نگهداشت وجه نقد دارای اثر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت است در حالی که ناهمگونی هیات مدیره اثر منفی و معنادار بر ارزش شرکت دارد. همچنین بررسی ها نشان می دهد که ناهمگونی هیات مدیره باعث تعدیل رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت ها می شود. به گونه ای که ناهمگونی هیات مدیره تاثیر مثبت نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت ها را تشدید می کند.

واژگان کلیدی

ناهمگونی هیات مدیره، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه پیام نور واحد اوز، ایران.

۲. استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران.

۳. استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه پیام نور، ایران.

۱- مقدمه

بر خلاف اقتصادهای توسعه یافته، مانند اروپا و آمریکا، اقتصاد ایران در حال توسعه است. یکی از چالش‌های مهم در کشورهای در حال توسعه وجود نقدینگی زیاد و عدم شناسایی جنبه‌های مختلف مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اثر آنها بر یکدیگر است. در این کشورها تعارض‌های نمایندگی به دلیل نبود مشوق‌ها و ضعف در اقدام‌های نظارتی برای مدیران جدی است. به دلیل وجود تضاد نمایندگی، نقدینگی قوی و دشواری ردیابی و سهولت دستکاری وجوه نقد، مدیران اغلب از پول نقد شرکت برای انگیزه‌های خود مانند افزایش حقوق و ایجاد کسب و کار خود سوء استفاده می‌کنند. این موضوع باعث آسیب به ارزش استفاده از پول نقد شرکت می‌گردد. محقق‌ها دریافته‌اند که تحت سیستم شرکتی مدرن که مستلزم جدایی مدیریت و حاکمیت است، مدیران شرکت اغلب از قدرت خود برای حمله به دارایی‌های شرکت و آسیب رساندن به ارزش آن از طریق امتیازها و سرمایه‌گذاری بیش از حد استفاده می‌کنند (یانگ، کی و وو^۱، ۲۰۱۶).

ناهمگونی هیات مدیره دارای اثرهای متفاوتی بر ارزش دارایی نقدی شرکت است. تفاوت و ناهمگونی هیات مدیره می‌تواند از طریق کاهش هماهنگی در بین اعضای هیات مدیره، توانایی نظارتی آنها را کاهش داده و باعث بالا رفتن هزینه‌های ارتباطی گردد. همچنین ناهمگونی هیات مدیره می‌تواند باعث به وجود آمدن شرایطی جهت سوء استفاده مدیران از پول نقد گردد و از این راه ارزش شرکت کاهش یابد. علاوه بر این، برخی نتایج نشان می‌دهد که ناهمگونی هیات مدیره ممکن است باعث افزایش ارزش شرکت گردد (ژو، هو و لیانگ^۲، ۲۰۲۱). در این دیدگاه بیان می‌شود که ناهمگونی هیات مدیره می‌تواند به طور قابل توجهی بر قدرت اختیاری مدیران تأثیر بگذارد؛ بنابراین، ناهمگونی هیات مدیره می‌تواند از ایجاد رابطه نزدیک بین مدیران و هیات مدیره جلوگیری کرده و تصرف کل هیات مدیره را برای مدیران دشوارتر و قدرت و فضای رانت جویی آنها را کاهش دهد که در نتیجه کارایی استفاده شرکت از پول نقد بهبود یابد.

با توجه به این که مطالعه‌های مختلف نتایج گوناگونی از تاثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر ارزش شرکت را نشان می‌دهد، بنابراین بررسی تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ضروری بنظر می‌رسد و از این طریق می‌توان کارایی هیات مدیره را بهبود بخشید. علاوه بر این، اهمیت نگهداشت وجه نقد در تصمیم‌های اقتصادی و تاثیر هیات مدیره بر سطح نگهداشت وجه نقد و همچنین فقدان پژوهش‌های کافی، این انگیزه را به وجود آورد تا تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت مورد بررسی دقیق قرار گیرد. شاید یکی از دلایل نتایج متضاد ارتباط بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت این است که به ناهمگونی هیات مدیره به عنوان یک متغیر تعدیل‌گر توجه نشده است. در این راستا، این پژوهش به دنبال یافتن چگونگی تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین ارزش شرکت و نگهداشت وجه نقد شرکت است.

¹ Yang, Qi & Wu

² Xu., Hu & Liang

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱ مبانی نظری

وجه نقد و گردش آن مانند گردش خون در پیکره و عملیات روزانه هر شرکت است. با نگهداری پول نقد، شرکت‌ها می‌توانند خود را از ناطمینانی ناشی از تغییرهای محیط کلان اقتصادی، رقابت صنعت و محدودیت های تامین مالی محافظت کنند. موجودی نقد با توجه به تاثیرهای متفاوت آن (هم می‌تواند با سرمایه گذاری در پروژه های سودآور موجب بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت شده و هم می‌تواند با سرمایه گذاری در پروژه های دارای ریسک زیاد موجب کاهش ارزش شرکت شود) همواره مورد توجه سرمایه گذاران و مدیران شرکت ها بوده است؛ بنابراین، بررسی تأثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت در شرایط مختلف یک موضوع مهم برای محققان و متخصصان است.

از سویی دیگر، از آنجا که نقدینگی بسیار سیال و ردیابی آن نیز دشوار است، مدیران شرکت نیز به راحتی می‌توانند از آن سوء استفاده کنند. بر اساس نظریه جریان نقدی آزاد، مدیران جهت افزایش کنترل خود بر منابع، تمایل به نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند تا از این طریق بتوانند در رابطه با تصمیم‌های سرمایه گذاری قدرت بیشتری داشته باشند. مدیران شرکت‌ها اغلب از پول نقد از طریق مزایا، حقوق بالا و سرمایه گذاری در پروژه هایی که منافع سهامداران را حداکثر نمی‌کند، سوء استفاده می‌کنند. همه این موارد می‌تواند در نهایت به ارزش شرکت آسیب برساند (وارد، یین و زنگ^۱، ۲۰۱۸). برخی از مطالعه‌ها حاکی از آن است که در کشورهایی که حمایت از حقوق سرمایه گذار ضعیف است، رابطه بین نگهداشت وجوه نقد و ارزش شرکت ناچیز است (پینکویز، استولز و ویلیامسون^۲، ۲۰۰۶).

مطالعه‌های گذشته نتایج مختلفی را در رابطه با تاثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت نشان می‌دهد. برخی مطالعه‌ها بیان می‌کنند که نگهداشت وجه نقد از طریق کاهش ریسک ناطمینانی‌های اقتصادی، کاهش هزینه‌های تامین مالی و همچنین ایجاد فرصت‌های سرمایه گذاری باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد (اپلر، پینکوئیتز، اسلاتز و ویلیامسون^۳، ۱۹۹۹). برخی دیگر از مطالعه‌ها نیز نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد می‌تواند از طریق سرمایه گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا و کم بازده و همچنین سو استفاده مدیران ارزش شرکت را کاهش دهد (وانگ لی و ژین^۴، ۲۰۱۴). از این رو مطالعه و بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌ها در شرایط مختلف ضروری است.

مطالعه‌های بسیاری بر عوامل موثر بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت متمرکز شده‌اند از جمله مطالعه‌های ژو و همکاران (۲۰۲۱) و چودری، دوکاس و پارک^۵ (۲۰۲۱). در این رابطه چندین عامل اصلی شناسایی شده است. اول، وجود مشکل نمایندگی نوع اول یعنی درگیری بین سهامداران و مدیران یا مشکل نمایندگی نوع دوم یعنی تعارض بین سهامداران بزرگ و سهامداران اقلیت ممکن است بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تأثیر بگذارد. مدیران منابع

¹ Ward., Yin & Zeng

² Pinkowitz., Stulz & Williamson

³ Opler., Pinkowitz., Stulz & Williamson

⁴ Wang., Li & Xin

⁵ Chowdhury., Doukas & Park

داخلی را از طریق مصرف در محل کار و سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی مصرف می کنند، در حالی که سهامداران بزرگتر از معامله های مرتبط برای انتقال پول نقد شرکت و نقض منافع سهامداران جزئی استفاده می کنند. این امر در نهایت منجر به کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت می شود (لیو و ماوئر^۱، ۲۰۱۱). دوم، به دلیل عدم تقارن اطلاعات داخلی و خارجی و هزینه های بالای تامین مالی خارجی، پول نقد داخلی با هزینه های نسبتاً پایین معامله های، محدودیت های تأمین مالی (مانند کمبود نقدینگی) را به موقع و موثر کاهش می دهد (پینکویتز و همکاران، ۲۰۰۶). سوم، مطالعه های اخیر نشان داده است که میزان رقابت بازار محصول های و رشد صنعت بر ارزش نگهداشت وجه نقدی اثر می گذارد (یانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

علاوه بر این، مطالعه های اخیر نشان داده است که عملکرد موثر هیات مدیره که نماینده منافع سهامداران یک شرکت است، می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش داده و نظارت بر رفتار مدیران را تسهیل کند. به عنوان مثال، زمانی که مدیر عامل و رئیس هیات مدیره یک نفر باشد، عملکرد نظارتی هیات مدیره تضعیف می شود و تضاد بین مدیر عامل و نماینده تشدید می شود (برنز و کیدیا^۲، ۲۰۰۶). سهام سرمایه هیات مدیره، سابقه تحصیلی و سابقه کار، می تواند ارزش نقدی را افزایش داده و هزینه های نمایندگی را به میزان قابل توجهی کاهش دهد (وانگ، ژانگ و میائو^۳، ۲۰۱۷).

ویژگی های هیات مدیره یکی از عوامل مهمی است که می تواند رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد که کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. به طور کلی، مطالعه های انجام شده در رابطه با ویژگی های هیات بر تأثیرهای یک یا چند ویژگی اعضای هیات مدیره تمرکز کرده اند. با این وجود، هنگام بررسی تأثیر هیات مدیره بر مشکلات نمایندگی، علاوه بر در نظر گرفتن ویژگی های فردی، نباید از تعامل و تأثیرهای همه جانبه ویژگی های مختلف چشم پوشی کرد. نسبت به سایر مطالعه هایی که در رابطه با ویژگی های هیات مدیره انجام شده، نظریه ناهمگونی بر تأثیر کلی ویژگی هایی از جمله جنسیت، سن، مدرک تحصیلی و سایر ویژگی ها در هیات مدیره تمرکز می کند؛ بنابراین، در این پژوهش، نظریه ناهمگونی هیات مدیره، پیشنهاد شده توسط لائو و مورنیگان^۴ (۱۹۹۸) اتخاذ می شود که یکی از نقاط قوت این پژوهش می باشد تا ویژگی ها و ترکیب های مختلف ویژگی های اعضای هیات مدیره را تصویرسازی کرده و تأثیر کلی آنها بر ارزش شرکت و نگهداشت وجه نقد تجزیه و تحلیل کند (ژو و همکاران، ۲۰۲۱).

۱-۲-۱ نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت

تعیین ارزش شرکتی یکی از عوامل اساسی در فرآیند سرمایه گذاری می باشد که سرمایه گذار از این طریق و با توجه به ارزش شرکت، اولویت های سرمایه گذاری خود را تعیین می نماید. نوسان های سطح نگهداری وجه نقد می تواند تاثیر

¹ Liu and Mauer

² Burns and Kedia

³ Wang., Zhang & Miao

⁴ Lau and Murnighan

بسیاری بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد که ممکن است توسط فعالان بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران درک نشود. از این رو بررسی تاثیر تغییرهای سطح وجه نقد نگهداری شده بر عملکرد شرکت حائز اهمیت می‌باشد. وجه نقد مازاد شرکت‌ها نشانه‌ای مبهم برای بازار سرمایه می‌باشد، چرا که هم می‌تواند بر بازار سرمایه اثر مثبت داشته و هم اثر منفی داشته باشد (مشکی میاوقی و الهی رودپشتی، ۱۳۹۳). قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) نشان دادند که بین نگهداری وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوسی وجود دارد، با این حال، رضانی، فروغی و آمیگی (۱۳۹۵) نتایج متضادی را دریافتند و نشان دادند که بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد. به عبارتی دیگر، می‌توان این گونه تفسیر کرد که نگهداری وجه نقد توسط شرکت می‌تواند موجب کاهش احتمال ورشستگی آن شرکت گردد و ریسک شرکت را در مواجهه با ورشکستگی کاهش دهد. ذخیره وجه نقد می‌تواند به واکنش مناسب شرکت‌ها در مقابله با شوک‌های ناگهانی اقتصادی و رویدادهای پیش‌بینی نشده کمک کند. در مقابل می‌توان چنین بیان نمود که نگهداری وجه نقد و مازاد وجه نقد باعث افزایش اختیار مدیران شده و می‌تواند باعث سوء استفاده آنها از وجوه نقد نگهداری شده گردد. همچنین ممکن است که مدیران به دلیل افزایش اختیار تصمیم‌گیری وجه نقد را در پروژه‌هایی با بازدهی پایین و حتی زیان‌ده سرمایه‌گذاری نمایند که به زیان شرکت باشد. به این ترتیب، وجه نقد می‌تواند همانند تیغ دو لبه عمل نموده که هم به نفع شرکت و هم به ضرر شرکت باشد. به همین دلیل ممکن است باعث واکنش‌های مختلفی در بازار سرمایه شده و از آن تفسیرهای متضادی شود.

در ادبیات مالی، نظریه‌های مختلفی در رابطه با دلایل نگهداری وجه نقد وجود دارد. از طرفی، در نظریه سلسله مراتبی بیان می‌شود که شرکت‌ها تامین منابع مالی خود را به ترتیب از طریق سود انباشته، بدهی و انتشار سهام انجام می‌دهند تا هزینه‌های تامین مالی کمتری را تحمیل کنند. از این رو، با توجه به اینکه مدیریت تامین منابع داخلی را به تامین منابع خارجی ترجیح می‌دهد، میل به نگهداشت وجه نقد بیشتر خواهد بود. در واقع در این نظریه انتظار بر آن است که نگهداشت وجه نقد ارزش شرکت را افزایش دهد. به عبارتی دیگر، بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه‌ای مثبت و مستقیم وجود خواهد داشت (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴). از طرفی دیگر، نظریه جریان نقد آزاد بیان می‌کند که مدیران تمایل دارند وجوه نقد را نگهداری کنند تا اختیار تصمیم‌گیری خود را افزایش داده و کنترل بیشتری بر منابع داشته و در سرمایه‌گذاری قدرت تصمیم‌گیری و تشخیص بیشتری داشته باشند. بر این اساس، پرداخت به سهامداران قدرت مدیران را کاهش می‌دهد و امکان دارد در صورت تامین سرمایه، توسط بازار سرمایه مورد نظارت و کنترل قرار گیرند. در صورتی که تامین منابع داخلی باعث می‌شود که تحت نظارت بازار سرمایه قرار نگیرند. به عبارتی دیگر، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران ممکن است که جریان‌های نقدی را در پروژه‌ها و طرح‌های کم‌بازده و زیان‌ده سرمایه‌گذاری کنند. در این شرایط و وضعیت، علی‌رغم منتفع شدن مدیران، ثروت سهامداران کاهش خواهد یافت (چانگ، فرس و کیم^۱، ۲۰۰۵). در نتیجه مطابق با این نظریه، نگهداشت وجه نقد باعث کاهش

¹ Chung., Firth, & Kim

ارزش شرکت خواهد شد. به عبارتی دیگر، مطابق با نظریه جریان‌های نقدی آزاد، بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه‌ای معکوس و منفی وجود خواهد داشت.

به طور کلی می‌توان بیان کرد که میزان وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت به ویژگی‌های مالی شرکت یا متغیرهای دیگری مرتبط است، از جمله مشکل نمایندگی در هیات مدیره و ارزش گذاری متضاد توسط سهامداران و بازار سرمایه (اپلر، پینکوویتز، اسلاتز و ویلیامسون^۱، ۱۹۹۹؛ هارفورد^۲، ۱۹۹۹).

برخی مطالعه‌ها نشان داده‌اند که ممکن است بازار نسبت به تغییرهای نگهداری و جوه نقد شرکت واکنشی نشان ندهد. به عنوان مثال هیرشلیفر و تتو^۳ (۲۰۰۳) دریافتند که قدرت تجزیه و تحلیل سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات حسابداری بازار کم می‌باشد. به علاوه، قیمت تعادلی بازار ناشی از میانگین عقاید و انتظارات خریدار و فروشنده در رابطه با یک سها خاص است. در این شرایط اگر بازار غیرکارا باشد، نمی‌توان انتظار داشت که قیمت‌های جاری انعکاسی از اجزای مختلف عملکرد آتی مرتبط با وجوه نقد شرکت باشد. در بازارهای ناکارا واکنش‌های بازار مطابق با انتظار پیش نخواهد رفت و در نتیجه واکنش‌های غیرمترقبه و پیش‌بینی نشده در این گونه بازارها بیشتر خواهد بود.

۲-۱-۲ ناهمگونی هیات مدیره و ارزش شرکت

هیات‌های مدیره شرکت‌ها موظفند اهرم‌های استراتژیک مهم مانند سطوح ریسک شرکت، سرمایه‌گذاری‌های نقدی و فروش دارایی‌های اصلی شرکت را بررسی و کنترل کنند. ادبیات مربوط به ویژگی‌های هیات مدیره اخیر به توانایی‌های هیات مدیره در مدیریت استراتژیک شرکت متمرکز شده است (تاگل، اشناترلی و جانسون^۴، ۲۰۱۰). بر همین اساس، ناهمگونی هیات مدیره به موضوع اساسی در میان محقق‌های دانشگاهی تبدیل شده است. در محیط بی‌ثبات تجاری کنونی، صاحبان شرکت‌ها نگران این هستند که چگونه ترکیب هیات مدیره بر عملکرد استراتژیک شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. از آنجایی که هیات مدیره در هر سازمان و در تصمیم‌گیری استراتژیک جایگاه مرکزی دارد، بنابراین تأثیر ناهمگونی هیات مدیره بر تصمیم‌های هیات مدیره که بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد، بسیار حائز اهمیت می‌باشد. ناهمگونی هیات مدیره یکی از اولویت‌های بسیاری از شرکت‌ها برای ایجاد تصویر اجتماعی خوب یا دستیابی به نیروی کار متنوع تر است. علاوه بر این، ناهمگونی بین اعضای هیات مدیره به طور قابل توجهی بر عملکرد هیات مدیره تأثیر می‌گذارد (بورک، هویتاش و هویتاش^۵، ۲۰۱۹).

گزارش‌های تجاری اخیر و بیانیه‌های رسمی شرکت‌ها نشان می‌دهد که هیات مدیره ناهمگون تنها به دلیل فشار اخلاقی یا اجتماعی نیست، بلکه به دلیل این واقعیت است که هیات مدیره ناهمگون دارای مزیت رقابتی است و توانایی بیشتری برای غلبه بر ناطمینانی‌های محیطی دارد. از این رو، موفقیت و بقای سازمانی به کارایی شرکت‌ها برای مدیریت این

¹ Opler., Pinkowitz., Stulz & Williamson

² Harford

³ Hirshleifer & Teoh

⁴ Tuggle., Schnatterly., & Johnson

⁵ Burke., Hoitash & Hoitash

نااطمینانی‌های برای ایجاد مزیت رقابتی بستگی دارد (میداوین، دولفسما و آلبرز^۱، ۲۰۱۶). مطالعه‌های موجود از این مفهوم پشتیبانی می‌کنند و بیان می‌کنند که هیات مدیره ناهمگون از نظر جنسیت، سن، تجربه و صلاحیت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت و عملکرد اجتماعی دارد (بورک و همکاران، ۲۰۱۹). علاوه بر این، هیات مدیره ناهمگون‌تر می‌تواند منابع متنوع‌تری را برای شرکت به ارمغان بیاورد؛ بنابراین مطالعه‌های قبلی، هیات مدیره شرکت را به عنوان منبع اطلاعات و منابع در نظر گرفته‌اند (آتمن و سامیا^۲، ۲۰۱۷). چنین اطلاع‌های متنوعی در هیات مدیره می‌تواند به مدیران کمک کند تا فرصت‌ها و مشکل‌های موجود در محیط خارجی را به طور انتقادی ارزیابی کنند (میداوین و همکاران، ۲۰۱۶). بر اساس تئوری مبتنی بر منابع، شرکت‌ها باید سرمایه انسانی و اجتماعی منحصر به فردی برای غلبه بر نااطمینانی‌های محیط خارجی داشته باشند. منحصر به فرد بودن و ناهمگونی سرمایه انسانی و اجتماعی متعلق به سازمان‌ها برای ایده‌های خلاق حیاتی است (نیلسن و نیلسن^۳، ۲۰۱۳).

به طور مشابه، تفاوت بین توانایی‌های شناختی مدیران، تصمیم‌های استراتژیک موثر و توانایی نظارت آنها را افزایش می‌دهد. همچنین تنوع توانایی‌های شناختی در هیات مدیره می‌تواند سرمایه انسانی را در شرکت افزایش دهد (اکرم، ابرارالحق، نظراجان و چلاکان^۴، ۲۰۲۰). برخی مطالعه‌های نیز نشان دادند که هیات مدیره ناهمگون بیشتر برای توسعه محصول‌های جدید مفید است.

با این حال، تنوع هیات مدیره فقط بر اساس تصویر اجتماعی سازمان‌ها نیست، بلکه تصمیم بر روی تحلیل هزینه و سود گرفته می‌شود (خان و عبدالسبحان^۵، ۲۰۱۹). هیات مدیره متنوع‌تر، اطلاعات، تجربه و پیشینه حرفه‌ای بیشتری را برای هیات مدیره به ارمغان می‌آورد و چنین تنوع استعدادها و مهارت‌ها در هیات مدیره باعث نظارت موثر می‌شود. محققان بیان کردند که یک هیات مدیره متنوع می‌تواند بهتر بازار را از نظر نیازهای مشتریان، تقاضای محصول و شدت رقابت پیش‌بینی کند که منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود (آزوسی، آکوما و پوکو^۶، ۲۰۱۷). از سوی دیگر، ناهمگونی بین اعضای هیات مدیره باعث ایجاد مشکل‌های شدید هماهنگی و ارتباطی می‌شود. به عنوان مثال، مدیرانی با پیشینه‌های متفاوت، بحث‌های مختلفی را به هیات مدیره می‌آورند و این می‌تواند اختلاف‌های بین اعضای هیات مدیره را افزایش دهد که باعث طولانی‌تر شدن فرآیند تصمیم‌گیری می‌شود. اختلاف نظر مدیران متفاوت منجر به ضعف سرمایه اجتماعی می‌گردد (حسن، صالح و ابراهیم^۷، ۲۰۲۰).

¹ Midavaine., Dolfisma & Aalbers

² Athmen & Samia

³ Nielsen & Nielsen

⁴ Akram., Abrar ul Haq., Natarajan & Chellakan

⁵ Khan & Abdul Subhan

⁶ Adusei., Akomea & Poku

⁷ Hassan., Saleh & Ibrahim

علاوه بر این، ناهمگونی هیات مدیره به طرق مختلف مانند جنسیت، سن، تجربه، تصدی و ملیت امکان پذیر است. به جز تنوع جنسیتی، محققان قبلی کمتر بر این موضوع تمرکز می کنند که چگونه اشکال مختلف ناهمگونی هیات مدیره می تواند بر اثربخشی هیات مدیره و عملکرد شرکت تأثیر بگذارد.

ناهمگونی هم به عنوان ویژگی های غیر قابل مشاهده مدیران از جمله سابقه تحصیل، سابقه تصدی (تجربه)، سابقه حرفه ای و هم به عنوان ناهمگونی اجتماعی یا ناهمگونی قابل مشاهده شامل سن، جنسیت و ملیت شناخته می شود.

۳-۱-۲ نقش تعدیلی ناهمگونی هیات مدیره در رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت

ناهمگونی هیات مدیره ممکن است اثرهای مثبت و منفی بر ارزش دارایی های نقدی شرکت داشته باشد. به عنوان مثال، ناهمگونی هیات مدیره ممکن است ارزش دارایی های نقدی شرکت را کاهش دهند. هیات مدیره به عنوان پل ارتباطی بین سهامداران و تیم مدیریتی یک شرکت، یک ترتیب مهم نهادی برای حل مشکل نمایندگی مورد اعتماد و نظارت بر رفتار مدیر است. تقسیم هیات مدیره به زیرگروه های متعدد مستقیماً بر نظارت (تمایل و توانایی) هیات مدیره بر مدیران ارشد تأثیر می گذارد. از منظر تمایل نظارتی، شکستگی و ناهمگونی در هیات مدیره بی اعتمادی و تعارض را در میان زیر گروه ها تشدید می کند. اعضای زیر گروه ها تمایل دارند با یکدیگر هم ذات پنداری کنند و اعضای گروه های دیگر را حذف کنند. این امر هماهنگی و انسجام هیات مدیره را کاهش می دهد و توجه اعضا را از پر کردن شکاف های ایجاد شده توسط ناهمگونی منحرف می کند و در نتیجه تمایل هیات مدیره برای نظارت را کاهش می دهد (شولمریش، شرمولی و دلر^۱، ۲۰۱۶).

با توجه به دیدگاه قابلیت نظارت، ناهمگونی، هیات مدیره را به زیرگروه های مختلفی تقسیم می کنند. تضاد زیاد و اختلاف عاطفی بین زیرگروه ها ارتباط بین مدیران داخل و خارج زیرگروه ها را ضعیف می کند و اطلاعات خصوصی درون گروه ها را محدود می کند. کمبود اطلاعات و افزایش هزینه های ارتباطی مدیران را از درک کامل اطلاعات در مورد قابلیت ها و رفتارهای مدیریتی باز می دارد که در نهایت توانایی نظارتی آنها را کاهش می دهد (مایر، شملا و شرمولی^۲، ۲۰۱۱). علاوه بر کشف این موضوع که وجود ناهمگونی هیات مدیره حساسیت مدیران عامل به عملکرد حقوق و دستمزد را کاهش می دهد و آنها را وادار می کند تا به طور غیرعادی غرامت بالایی را به خود اختصاص دهند، مطالعه های همچنین تأیید کرده اند که چنین نقص هایی می تواند مانع نظارت بر مدیران عامل نیز شود (ون پتگم، برونزلیز و گیرمینک^۳، ۲۰۱۸). این موضوع فضا را برای مدیران ارشد جهت سوء استفاده از پول نقد و دنبال نمودن سود شخصی افزایش می دهد و در نهایت ارزش دارایی های نقدی شرکت را کاهش می دهد.

ناهمگونی هیات مدیره همچنین ممکن است ارزش دارایی نقدی یک شرکت را افزایش دهد. مطالعه های نشان داده است که ویژگی های مشابه بین رئیس و اعضای هیات مدیره می تواند به طور قابل توجهی بر قدرت اختیاری مدیران

¹ Schölmerich., Schermuly & Deller

² Meyer., Shemla & Schermuly

³ Van Peteghem., Bruynseels & Gaeremynck

تأثیر بگذارد. فراکاسی و تیت^۱ (۲۰۱۲) دریافتند که اگر رئیس و اعضای هیات مدیره یک شرکت به طور همزمان در سایر شرکت‌ها، مؤسسه‌ها یا سازمان‌ها به صورت پاره وقت کار کنند، عملکرد نظارتی هیات مدیره ضعیف می‌شود و مدیران فضای بیشتری برای رانت‌جویی خواهند داشت که در نهایت به ارزش شرکت لطمه می‌زند. همچنین مشارکت بین مدیر عامل و اعضای هیات مدیره، نظارت هیات مدیره بر مدیران را ضعیف می‌کند، به مدیر عامل قدرت بیشتری می‌دهد و در نتیجه ریسک شرکت را افزایش می‌دهد.

اعضای هیات مدیره ای که ویژگی‌های مشابهی دارند، مانند تجربه حرفه‌ای، پیشینه تحصیلی و زادگاه، برقراری تماس نزدیک را تسهیل می‌کند که به نوبه خود، می‌تواند به عملکرد نظارتی هیات مدیره آسیب برساند. بعلاوه، هرچه تفاوت بین زیر گروه‌های ناشی از ناهمگونی بیشتر باشد، برقراری تماس همزمان با چندین زیر گروه برای مدیریت دشوارتر خواهد بود. تیم مدیریت شرکت بر اساس ویژگی‌های مشترک با زیر گروه خاصی رابطه نزدیک برقرار می‌کند اما در عین حال تفاوت بیشتری با زیر گروه‌های دیگر نشان می‌دهد. در نتیجه، تیم مدیریت با کنترل و نظارت قوی‌تری از سوی دیگر گروه‌ها مواجه می‌شود؛ بنابراین، ناهمگونی هیات مدیره می‌تواند از ایجاد رابطه نزدیک بین مدیران و هیات مدیره جلوگیری کند و تصرف کل هیات مدیره را برای مدیران دشوارتر کند. قدرت و فضای رانت جویی مدیران کاهش می‌یابد و در نتیجه کارایی استفاده شرکت از پول نقد بهبود می‌یابد.

لازم به ذکر است که ناهمگونی هیات مدیره نه تنها بر عملکرد نظارتی هیات مدیره بر مدیران عامل تأثیر می‌گذارد، بلکه بر تصمیم‌گیری هیات مدیره نیز تأثیرگذار است. وجود ناهمگونی هیات مدیره نشان می‌دهد که هیات مدیره به زیر گروه‌های متعدد و مجزا با علایق و مراکز قدرت خود تقسیم می‌شود. هنگامی که یک زیر گروه خاص بخواهد از دارایی‌های نقدی شرکت برای منافع خود اختلاس و سوء استفاده کند، تحت کنترل و تعادل سایر زیر گروه‌ها قرار می‌گیرد. این می‌تواند تصمیم هیات مدیره را برای تجاوز به دارایی‌های نقدی شرکت و بهبود ارزش دارایی‌های نقدی محدود کند. تانگ و لئو^۲ (۲۰۱۶) تأثیر سهامداران بزرگتر بر ارزش دارایی‌های نقدی را از منظر کنترل و تعادل و دیکتاتوری بررسی کردند. از منظر کنترل و تعادل، رفتار تصمیم‌گیری سهامداران بزرگتر توسط سایر سهامداران محدود شده و رفتار تقلب و کلاهبرداری آنها کاهش می‌یابد. از منظر دیکتاتوری، زمانی که سهامداران بزرگتر فضای تصمیم‌گیری کافی داشته باشند، انگیزه تقلب و کلاهبرداری افزایش می‌یابد که در نهایت ارزش دارایی‌های نقدی را کاهش می‌دهد؛ بنابراین، از دیدگاه تصمیم‌گیری هیات مدیره، ناهمگونی هیات مدیره نیز ارزش نگهداری وجه نقد شرکت را افزایش می‌دهد (ژو و همکاران، ۲۰۲۱).

¹ Fracassi & Tate

² Tang & Liu

۲-۲ پیشینه پژوهش

نوروش، مومنی یانسری و صفری گرایلی (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت و همچنین نقش تعدیل‌گری مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت با استفاده از رگرسیون چند متغیره پرداختند. نتایج حاصل از مطالعه آنها نشان داد که ارزش شرکت با نگهداشت وجه نقد، رابطه منفی و معنادار و با میزان مالکیت مدیریتی رابطه مثبت و معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد که تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت معنادار نمی باشد.

جودی، منصورفر و دیدار (۱۳۹۸) در مقاله خود به بررسی نقش کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از رگرسیون خطی چندمتغیره پرداختند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت حاکمیت شرکتی قوی (ضعیف) بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تاثیر مثبت (منفی) و معناداری دارد.

سرلک، حیدری، فتحی و آهنگری (۱۳۹۹) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه راهبری شرکتی و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی با استفاده از رگرسیون چندگانه پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین ویژگی‌های هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد بین تحریم اقتصادی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در نهایت نتایج نشان داد که تحریم اقتصادی تاثیر معناداری بر رابطه بین ویژگی‌های هیات مدیره و ارزش شرکت ندارد.

کمالی کرمانی (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های مدیرعامل و رشد ارزش شرکت‌ها با استفاده از رگرسیون چندکی پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین مالکیت مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، بین دانش مالی مدیرعامل و ارزش شرکت در شرکت‌های با فرصت رشد بالا رابطه مثبتی وجود دارد.

کیم و رشید^۱ (۲۰۱۴) در مقاله‌ای تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از مطالعه آنها نشان داد که ناهمگونی مرتبط با وظایف در تصدی هیات مدیره و تجربه عملکردی به عملکرد شرکت کمک می‌کند. سایر ابعاد ناهمگونی غیرمرتبط با وظایف مانند سن و سابقه تحصیلی تأثیر کمی بر عملکرد شرکت در زمینه استراتژیک تنوع دارند. نتایج این مطالعه بر اهمیت تناسب بین ناهمگونی هیات مدیره و زمینه استراتژیک شرکت تأکید می‌کند.

اکرم و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه خود به بررسی تأثیرهای ناهمگونی شغلی (آموزشی) و ناهمگونی اجتماعی (جنسیتی و ملی) بر عملکرد شرکت با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاضر نشان داد که تمام معیارهای ناهمگونی شغلی به طور معنادار و مثبتی به بهبود ارزش شرکت کمک می‌کنند. با این حال، در ناهمگونی

¹ Kim & Rasheed

اجتماعی، تنوع جنسیتی تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد در حالی که هیات مدیره ناهمگن ملی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت نشان می‌دهد.

یون، احمد، جبران و محمد^۱ (۲۰۲۱) در پژوهش خود نقش تعدیلی برخی ویژگی‌های خاص شرکت مانند مالکیت دولتی، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، مالکیت خانوادگی و تمرکز مالکیت را در رابطه بین نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت بررسی نمودند نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که رابطه بین موجودی وجه نقد و عملکرد شرکت به طور قابل توجهی توسط ویژگی‌های خاص شرکت تعدیل می‌شود. به طور خاص، این مطالعه نشان داد که نگهداری وجه نقد، عملکرد شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی هستند را بهبود می‌بخشد. علاوه بر این، مالکیت خانوادگی و تمرکز مالکیت بر رابطه بین پول نقد و عملکرد تأثیر منفی می‌گذارد، در حالی که مالکیت دولتی به طور مثبت این رابطه را تعدیل می‌کند.

ژو و همکاران (۲۰۲۱) در مقاله‌ای به بررسی رابطه ناهمگونی هیات مدیره و ارزش دارایی‌های نقدی پرداختند. نتایج حاصل این مقاله نشان می‌دهد که ناهمگونی هیات مدیره تأثیر منفی مهمی بر ارزش نگهداری وجوه نقد دارند. علاوه بر این، به عنوان یک مکانیزم مهم حاکمیتی، سهام مدیریت می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و تأثیر منفی شکاف‌های هیات مدیره را بر دارایی‌های نقدی کاهش دهد.

۲-۳ فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش دارای سه فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول: ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ جهت‌گیری، کاربردی، از نظر منطق اجرا از نوع قیاسی استقرایی، از نظر رویکرد یک پژوهش کمی، از نظر محیط پژوهش از نوع کتابخانه‌ای و میدانی، از نظر روش پژوهش از نوع علی و از نظر هدف یک پژوهش اکتشافی می‌باشد. همچنین در این پژوهش از صورت‌های مالی و نرم افزار ره آورد نوین برای گردآوری داده‌ها استفاده شده است.

۱-۳ جامعه و نمونه آماری

این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دلیل این انتخاب قابلیت دسترسی به اطلاعات مالی این شرکت‌ها و همگن‌تر بودن آن‌ها به خاطر وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره زمانی این پژوهش به دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ محدود می‌شود. جامعه آماری این پژوهش مشتمل

¹ Yun., Ahmad., Jebran & Muhammad

بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و روش نمونه‌گیری، روش حذفی (سیستماتیک) است. به‌طوری که شرکت‌هایی که حائز شرایط نباشند و یا داده‌های آن در دسترس نباشد، از نمونه آماری حذف خواهند شد. به‌عنوان مثال باید حائز شرایط زیر باشند:

- شرکت‌ها باید تا پایان اسفند سال ۱۳۹۸ در بورس پذیرفته شده باشند
- سال مالی شرکت‌ها باید منتهی به اسفند ماه باشد.
- شرکت نباید سال مالی خود را در طول دوره‌های موردنظر تغییر داده باشند.
- اطلاعات مورد نیاز در شرکت‌ها در دسترس باشد.
- جزو شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری، بانکی و بیمه‌ای نباشد.

۲-۳ متغیرهای پژوهش

۱-۲-۳ متغیر مستقل

نگهداشت وجه نقد: که برابر است با نسبت وجه نقد شرکت در پایان سال به کل دارایی شرکت در پایان سال (ملکیان و سلمانی، ۱۳۹۴).

۲-۲-۳ متغیر وابسته:

ارزش شرکت: متغیر وابسته در این پژوهش، ارزش شرکت است که برای سنجش آن به پیروی از گایو و راپوسو^۱ (۲۰۱۰) از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی Q توین استفاده شده است. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود. مقادیر بزرگتر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است. به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی‌ها، برای محاسبه Q توین از مدل ساده شده آن به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = (BVA_{it} + MVE_{it} - BVE_{it}) / BVA_{it}$$

که در آن،

Q_{it} : مقدار Q توین شرکت i در سال t ، BVA_{it} : ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در سال t ، MVE_{it} : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t و BVE_{it} : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t می‌باشد (نوروش و همکاران، ۱۳۹۴).

۳-۲-۳ متغیر تعدیل کننده

ناهمگونی هیات مدیره: مطابق با مطالعه ژو و همکاران (۲۰۲۱) ناهمگونی با استفاده از سه شاخص قدرت ناهمگونی ($Fstrength$)، فاصله ناهمگونی ($Fdistance$) و تقاطع ناهمگونی (Fau) محاسبه می‌شود. $Fstrength$ نشان دهنده شباهت بین اعضای زیر گروه است که از طریق نسبت مجموع واریانس‌های مربع بین زیرگروه‌های مختلف به کل

¹ Gaio & Raposo

واریانس مربع کل محاسبه می شود. Fdistance نشان دهنده میزان تفاوت بین زیر گروه های مختلف است که با محاسبه فاصله اقلیدسی بین زیر گروه های مختلف به دست می آید. Fau نشان دهنده شباهت بین زیر گروه ها و تفاوت بین زیر گروه ها است که نقطه تلاقی قدرت ناهمگونی و فاصله ناهمگونی می باشد.

Fstrength با استفاده از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$Fstrength_g = \frac{\sum_{j=1}^p \sum_{k=1}^q n_k^g (\bar{x}_{kj} - \bar{x}_j)^2}{\sum_{j=1}^p \sum_{k=1}^q \sum_{i=1}^{n_k^g} (x_{ijk} - \bar{x}_j)^2}$$

که در آن، \bar{x}_{kj} نشان دهنده مقدار متوسط ویژگی j را برای اعضای زیر گروه k ، \bar{x}_j نشان دهنده مقدار متوسط ویژگی j برای همه اعضای گروه، x_{ijk} نشان دهنده مقدار ویژگی j برای عضو i زیر گروه k و n_k^g نشان دهنده تعداد اعضا در زیر گروه k تحت تقسیم g می باشد. محدوده مقدار Fstrength محاسبه شده بر اساس این فرمول بین ۰ تا ۱ است. هرچه این مقدار بیشتر باشد، ناهمگونی کمتر و تشابه در زیر گروه معین بیشتر است.

Fdistance نیز با استفاده از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$Fdistance = \sqrt{\sum_{j=1}^p (\bar{x}_{j1} - \bar{x}_{j2})^2}$$

که در آن جایی که \bar{x}_{j1} نشان دهنده مقدار متوسط ویژگی j برای اعضای زیر گروه ۱ و \bar{x}_{j2} نشان دهنده میانگین مقدار ویژگی j برای اعضای زیر گروه ۲ است. هرچه مقدار Fdistance بیشتر باشد، تفاوت بین زیر گروه ها بیشتر است.

برای محاسبه ناهمگونی هیات مدیره از معیار شاو^۱ (۲۰۰۴) استفاده می شود. محاسبه Faultline با استفاده از روش شاو شامل چندین مرحله است. ابتدا باید ویژگی های مختلف مشخص شود. برای محاسبه Faultline، ما از سه ویژگی جنسیت، مدرک تحصیلی یا دانش و موظف/غیر موظف بودن استفاده می کنیم. هر عضو هیات مدیره به لحاظ جنسیتی می تواند "زن" یا "مرد" باشد. از لحاظ مدرک تحصیلی و دانش نیز به دو دسته تقسیم می شود: "دارای دانش مالی" و "فاقد دانش مالی" و در نهایت هر یک از اعضای هیات مدیره می تواند عضو "موظف" یا "غیرموظف" باشد. هر یک از اعضای هیات مدیره متعلق به یک دسته است. در گام بعد، تراز داخلی زیر گروه (Fstrength) اندازه گیری می شود. Fstrength "میزان شباهت اعضای یک زیر گروه خاص به یکدیگر در سایر ویژگی های مربوطه" را نشان می دهد و می تواند از ۰،۰ تا ۱،۰ متغیر باشد که ۰،۰ نشان دهنده عدم هم سوئی و ۱،۰ نشان دهنده هم سوئی کامل است. گام بعدی محاسبه تراز بین زیر گروهی (Fdistance) است که به میزانی اشاره دارد که اعضای گروه از زیر گروه های مختلف که توسط یک ویژگی تشکیل شده اند، از همه ویژگی های دیگر دارای یک طبقه هستند. این مقدار نیز از ۰ تا ۱ متغیر است. در نهایت، اندازه ناهمگونی هیات مدیره به شرح زیر محاسبه می شود:

¹ Shaw

$$Fau = Fstrength \times (1 - Fdistance)$$

مقدار Fau نیز بین ۰,۰ تا ۱,۰ متغیر است. به عنوان مثال، هیات مدیره ای که از مرد موظف دارای مدرک کارشناسی ارشد تشکیل شده باشد بسیار همگن است و بنابراین دارای ناهمگونی معادل ۰ است. با این حال، در یک هیات مدیره متشکل از چهار عضو با تراز دو ویژگی برای دو عضو (به عنوان مثال، آنها هر دو مرد و دارای دانش مالی هستند، اما یکی موظف و دیگری یک غیر موظف است) و تراز دو ویژگی برای دو عضو دیگر (به عنوان مثال، آنها هر دو زن و فاقد دانش مالی هستند، اما یکی موظف و دیگری غیرموظف است)، ناهمگونی بیشتر خواهد بود (شاو، ۲۰۰۴).

۴-۳-۲ متغیر کنترلی

اهرم مالی: اهرم مالی در این مطالعه از تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به کل بدهی‌های یک شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

$$LEV = BVE / TD$$

که در آن،

LEV اهرم مالی، BVE ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و TD کل بدهی‌های شرکت می‌باشد.

اندازه شرکت: اندازه شرکت از طریق طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

۳-۳ مدل‌های پژوهش

طبق مطالعه ژو و همکاران (۲۰۲۱) برای آزمون فرضیه اول و بررسی نقش تعدیلی ناهمگونی هیات مدیره در رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، از مدل زیر استفاده شده است:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} * Faultline_{it} + \beta_2 Cash_{it} + \beta_3 Faultline_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Size_{it}$$

که در آن MV_{it} ارزش شرکت، $Cash_{it}$ نگهداشت وجه نقد، $Faultline_{it}$ ناهمگونی هیات مدیره، Lev_{it} اهرم مالی و $Size_{it}$ اندازه شرکت می‌باشد.

برای آزمون فرضیه دوم و سوم نیز از مدل زیر استفاده شده است:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Faultline_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Size_{it}$$

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱ آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

همانگونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود میانگین ارزش شرکت‌های مورد بررسی ۶,۱ می‌باشد و کمترین مقدار ارزش شرکت برای نمونه مورد بررسی ۴,۵۴ و بیشترین مقدار ۷,۵۹ می‌باشد. همچنین میانگین ناهمگونی هیات مدیره برابر با ۰,۳۱ بوده و این میزان در مقایسه با مطالعه ژو و همکاران (۲۰۲۱) که میانگین ناهمگونی هیات مدیره آن ۰,۸۳ بوده نشان می‌دهد که هیات مدیره در شرکت‌های عضو بورس تهران بسیار همگن‌تر می‌باشد.

جدول ۱: نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر | نگهداشت وجه | | | ارزش شرکت | اندازه شرکت |
|------------------|---------------------|-----------|-------|-----------|-------------|
| | ناهمگونی هیات مدیره | اهرم مالی | نقد | | |
| میانگین | ۰,۳۱ | ۱,۰۲ | ۰,۰۴ | ۶,۱۰ | ۶,۲۳ |
| میانه | ۰,۱۷ | ۰,۷۱ | ۰,۰۳ | ۶,۰۶ | ۶,۱۲ |
| بیشینه | ۰,۷۵ | ۱۵,۳۸ | ۰,۴۷ | ۷,۵۹ | ۸,۵۹ |
| کمینه | ۰,۰۰ | -۰,۲۱ | -۰,۰۲ | ۴,۵۴ | ۴,۷۹ |
| انحراف استاندارد | ۰,۲۱ | ۱,۰۷ | ۰,۰۵ | ۰,۳۹ | ۰,۶۷ |
| کشیدگی | ۰,۳۸ | ۴,۰۳ | ۳,۱۹ | ۰,۳۶ | ۰,۹۶ |
| چولگی | ۱,۷۹ | ۳۵,۷۵ | ۱۹,۲۵ | ۳,۵۹ | ۴,۰۹ |

۲-۴ آزمون مانایی

به منظور جلوگیری از وقوع رگرسیون کاذب آزمون مانایی متغیرها انجام می‌شود. جهت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد استفاده می‌کنیم. در این پژوهش از روش فیلیپس پرون (PP) جهت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است (جلیلی، ۱۳۹۵). با توجه به نتایج به دست آمده و همچنین مقدار حداقل سطح معناداری مربوط به هر متغیر در جدول ۲، تمام متغیرهای مدل در سطح مانایی قرار دارند و می‌توان از مدل رگرسیونی استفاده کرد.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

| نتیجه | حد اقل سطح معناداری | آماره آزمون | متغیر |
|------------|---------------------|-------------|---------------------|
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۳۹۲,۹۴ | ارزش شرکت |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۵۲۱,۱۹ | نگهداشت وجه نقد |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۳۶۳,۰۵ | ناهمگونی هیات مدیره |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۳۴۹,۳۰ | اهرم مالی |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۷۷۰,۵۳ | اندازه شرکت |

۳-۴ آزمون ناهمسانی واریانس ها

یکی از مفروض‌های کلاسیک، یکسان بودن واریانس‌های اضافی در دوره‌های مختلف است. نقض این فرض مشکلی بنام ناهمسانی واریانس ایجاد می‌کند (اسماعیل زاده مقری، ۱۳۸۸). جهت تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت استفاده شده است که در این آزمون فرض صفر، وجود واریانس همسانی و فرض مقابل وجود واریانس ناهمسانی می‌باشد. نتایج حاصل از این آزمون به شرح جدول زیر می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که در هر دو مدل مورد استفاده در این پژوهش، فرض صفر مبنی بر وجود واریانس همسانی پذیرفته می‌شود و در نتیجه مشکلی برای اجرای مدل نیست.

جدول ۳: نتایج آزمون وایت

| نوع آزمون تشخیصی | فرضیه | آماره آزمون | حد اقل سطح معناداری | نتیجه |
|-----------------------|---------|-------------|---------------------|---------------|
| ثابت بودن واریانس | مدل اول | ۸,۳۷ | ۰,۰۰ | پذیرش فرض صفر |
| جمله خطاها (پسماندها) | مدل دوم | ۱,۹۴ | ۰,۰۰ | پذیرش فرض صفر |

۴-۴ آزمون ترکیبی یا تلفیقی بودن

آزمون F لیمر جهت تعیین ترکیبی یا تلفیقی بودن گروه‌ها انجام شده است که فرضیه صفر در این آزمون مبنی بر عدم وجود اثرات گروه‌ها و فرضیه یک وجود اثرات گروه‌ها می‌باشد (جلیلی، ۱۳۹۵). نتایج حاصل از این آزمون به شرح جدول زیر است.

جدول ۴: نتایج آزمون F لیمر

| فرضیه | آماره لیمر | (حداقل سطح معناداری) prob | مدل |
|---------|------------|---------------------------|------|
| مدل اول | ۲,۸۱ | ۰,۰۰ | پانل |
| مدل دوم | ۲,۸۰ | ۰,۰۰ | پانل |

با توجه به نتایج جدول بالا مشاهده می‌شود که مقدار حداقل سطح معناداری در هر دو مدل برابر با ۰,۰۰ و در نتیجه کمتر از ۰,۰۵ است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که هر دو مدل پژوهش، پانل می‌باشند.

۵-۴ آزمون اثرات ثابت یا تصادفی

پس از مشخص شدن پانل بودن هر دو مدل، برای انتخاب اثرات ثابت و یا تصادفی در هر یک از مدل‌ها، از آزمون هاسمن استفاده شده است. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر وجود اثرات تصادفی و فرضیه یک، وجود اثرات ثابت خواهد بود (جلیلی، ۱۳۹۵). نتایج حاصل از این آزمون برای هر دو مدل، به شرح جدول زیر می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون هاسمن نشان می‌دهد، با توجه به این که مقدار حداقل سطح معناداری در هر دو مدل پژوهش کم‌تر از ۰,۰۵ است، فرضیه صفر مبنی بر وجود اثرات تصادفی رد خواهد شد و مدل اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۵: نتایج نتایج آزمون هاسمن

| مدل | نتیجه | Prob. | Chi-Sq. Statistic | فرضیه |
|---------|------------|-------|-------------------|------------|
| مدل اول | رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۳۷,۶۵ | اثرات ثابت |
| مدل دوم | رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۲۱,۳۷ | اثرات ثابت |

۶-۴ آزمون فرضیه اول

در جدول ۶ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش ارائه شده است.

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

| نتیجه آزمون | سطح معناداری | آماره t | ضریب | متغیر مستقل | متغیر وابسته |
|-----------------------------|--------------|---------|--------------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| پذیرش فرض صفر | ۰,۲۶ | ۱,۱۳ | ۰,۳۸ | نگهداشت وجه نقد | نگهداشت وجه نقد |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | -۳,۷۶ | ۰,۲۲ | ناهمگونی هیات مدیره | ناهمگونی هیات مدیره |
| رد فرض صفر | ۰,۰۱ | ۲,۵۹ | ۲,۲۱ | نقد × ناهمگونی هیات مدیره | نقد × ناهمگونی هیات مدیره |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۶,۹۱ | ۰,۰۷ | اهرم مالی | اهرم مالی |
| پذیرش فرض صفر | ۰,۴۴ | -۰,۷۷ | -۰,۰۱ | اندازه شرکت | اندازه شرکت |
| رد فرض صفر | ۰,۰۰ | ۷۷,۹۷ | ۶,۱۱ | عرض از مبدا | عرض از مبدا |
| ضریب تعیین = ۰,۵۲ | | | آماره F (سطح معناداری) = ۸,۳۳ (۰,۰۰) | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۴۶ | | | آماره دوربین واتسون = ۱,۲۴ | | |

نتایج حاصل از برآورد مدل اول جهت بررسی فرضیه اول نشان می‌دهد که با توجه به آماره F و همچنین مقدار حداقل سطح معناداری آن، مدل برآوردی در سطح معناداری قرار دارد. مقدار دوربین واتسون نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد. مقدار ضریب تعیین نیز برابر با ۰,۵۲ می‌باشد و نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل ۵۲ درصد از تغییرهای متغیر وابسته (ارزش شرکت) را تبیین نموده‌اند.

در مورد فرضیه اول که آماره t مربوط به آن مقدار ۲,۲۱ و همچنین مقدار سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین، فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر معنادار ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رد خواهد شد و فرض مقابل، یعنی تاثیر معنادار ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. به این معنی که ناهمگونی هیات مدیره تاثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را تعدیل می کند.

۷-۴ آزمون فرضیه دوم و سوم

در جدول ۷ نتایج آزمون فرضیه دوم و سوم پژوهش ارائه شده است.

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه دوم و سوم پژوهش

| متغیر وابسته | متغیر مستقل | ضریب | آماره t | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|--|-----------------------------|-------|-----------|--------------|---------------|
| ارزش شرکت | نگهداشت وجه نقد | ۱,۱۶ | ۵,۷۴ | ۰,۰۰ | رد فرض صفر |
| | ناهمگونی هیات مدیره | -۰,۱۴ | -۲,۹۲ | ۰,۰۰ | رد فرض صفر |
| | اهرم مالی | ۰,۰۷ | ۶,۹۹ | ۰,۰۰ | رد فرض صفر |
| | اندازه شرکت | -۰,۰۱ | -۰,۷۷ | ۰,۴۴ | پذیرش فرض صفر |
| | عرض از مبدا | ۶,۰۸ | ۷۸,۶۲ | ۰,۰۰ | رد فرض صفر |
| آماره f (سطح معناداری) = ۸,۳۲ (۰,۰۰) | ضریب تعیین = ۰,۵۲ | | | | |
| آماره دوربین واتسون = ۱,۲۲ | ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۴۶ | | | | |

آماره f مربوط به مدل برآوردی برای فرضیه دوم و سوم برابر با ۸,۳۲ و مقدار حداقل سطح معناداری آن کم تر از ۰,۰۵ است که نشان دهنده معناداری مدل می باشد. آماره دوربین واتسون مدل نیز برابر ۱,۲۲ و بیانگر عدم خودهمبستگی در مدل است. ضریب تعیین مدل نیز برابر با ۰,۵۲ بوده و نشان دهنده این است که متغیرهای موجود در مدل ۵۲ درصد از تغییرهای متغیر وابسته (ارزش شرکت) را توضیح می دهند.

در مورد فرضیه دوم (تاثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت)، با توجه به ضریب متغیر نگهداشت وجه نقد و همچنین آماره t مربوط به آن که بزرگتر از ۱,۹۶ است و همچنین سطح معناداری آن که کمتر از ۰,۰۵ می باشد، در نتیجه تاثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت معنادار خواهد بود و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می شود. به عبارتی دیگر، افزایش نگهداشت وجه نقد در شرکت ها باعث بهبود و افزایش ارزش شرکت ها خواهد شد. در رابطه با فرضیه سوم مبنی بر تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش شرکت، با توجه به ضریب متغیر ناهمگونی هیات مدیره (-۰,۱۴) و سطح معناداری آن که کمتر از ۰,۰۵ است، در نتیجه وجود رابطه بین ناهمگونی هیات مدیره و ارزش شرکت نیز تایید می گردد. به عبارتی

دیگر، نتایج بررسی فرضیه سوم نشان می‌دهد که کاهش ناهمگونی در هیات مدیره می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. علاوه بر این، نتایج برآورد این مدل نشان می‌دهد که با توجه به آماره t مربوط به متغیر اهرم مالی و سح معناداری آن که کمتر از $0,05$ است، بنابراین، اهرم مالی نیز تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اندازه شرکت و سطح معناداری آن که بیشتر از $0,05$ است، در نتیجه تاثیر منفی اندازه شرکت بر ارزش شرکت پذیرفته نخواهد گردید.

۵- نتیجه گیری و بحث

ناهمگونی هیات مدیره بر اثربخشی هیات مدیره در نظارت بر مدیران ارشد تأثیر می‌گذارد که به نوبه خود بر ارزش دارایی‌های نقدی تأثیرگذار خواهد بود. با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال 1390 تا 1398 به عنوان نمونه پژوهش، به طور سیستماتیک تأثیر ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش دارایی‌های نقدی از دیدگاه تئوری نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. مطابق با مطالعه یون و همکاران (۲۰۲۱) نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می‌دهد ناهمگونی هیات مدیره بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌ها تأثیرگذار است. با توجه به نتایج به دست آمده و معنادار بودن نقش تعدیلی ناهمگونی هیات مدیره رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌ها، در نتیجه می‌توان بیان کرد که ناهمگونی هیات مدیره از طریق تاثیر بر نگهداری وجه نقد شرکت، ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به گونه‌ای که ناهمگونی هیات مدیره تاثیر مثبت نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت را تشدید نموده است.

نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم نیز مطابق با مطالعه افتخار (۲۰۱۷) و بر خلاف مطالعه نوروش و همکاران (۱۳۹۷) تاثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت را مثبت و معنادار نشان داده است. به عبارتی دیگر، نتایج این مطالعه نظریه سلسه مراتبی را تایید نموده که نشان می‌دهد نگهداری وجه نقد در شرکت موجب افزایش ارزش شرکت می‌گردد.

نتایج بررسی فرضیه سوم این مطالعه (ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد) نشان می‌دهد که تنوع هیات مدیره تاثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارد. این نتایج مطابق با مطالعه کینازوا و همکاران (۲۰۰۹) و ژو و همکاران (۲۰۲۱) تاثیر ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش شرکت را منفی و معنادار نشان داده با این حال با مطالعه اکرم و همکاران (۲۰۲۰) و کیم و رشید (۲۰۱۴) در تضاد می‌باشد که رابطه بین ناهمگونی هیات مدیره و ارزش شرکت را مثبت ارزیابی کرده‌اند. این نتایج در حقیقت نشان می‌دهد که مشکلات شدید هماهنگی و ارتباطی ناشی از تفاوت بین اعضای هیات مدیره و ناهمگونی آنها نسبت به توانایی آنها جهت مقابله با نااطمینانی‌های محیطی در شرکت‌های مورد بررسی قوی تر بوده است. همچنین می‌توان بیان کرد که وجود زیرگروه‌ها در یک هیات مدیره به هماهنگی یا انسجام آن کمک نمی‌کند و توانایی نظارتی آن را کاهش می‌دهد.

درواقع، تجزیه و تحلیل تأثیر ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش دارایی های نقدی از منظر عملکرد نظارتی هیات مدیره نشان می دهد که شکست در هیات مدیره توانایی نظارتی آن را تضعیف می کند، فرصت طلبی مدیریت را ارتقا می دهد و هزینه های نمایندگی مدیریت را افزایش می دهد و در نتیجه ارزش دارایی های نقدی را کاهش می دهد.

با توجه به نتایج حاصل شده در این پژوهش، به عنوان یک مکانیسم مهم حاکمیتی، سهام مدیریتی می تواند هزینه های نمایندگی را کاهش دهد و تأثیر منفی نگهداری وجه نقد هیات مدیره را کاهش دهد. همچنین با توجه به تأثیر منفی ناهمگونی هیات مدیره بر ارزش شرکت، پیشنهاد می شود که یک شرکت مدیران مناسب را با توجه به ترکیبی از ویژگی های خاص انتخاب کند و نه ترکیبی از ویژگی های مختلف. به عبارتی دیگر، شرکت ها باید از تشکیل ناهمگونی در هیات مدیره اجتناب کنند. یکی دیگر از منابع اساسی مشکل نمایندگی، ناهماهنگی منافع بین مدیران و مالکان و فقدان سازوکارهای تشویقی مناسب برای مدیریت است. از این رو، پیشنهاد می شود از طریق ایجاد مشوق های مناسب (به طور مثال، مشوق های حقوق صاحبان سهام و غرامت پولی) به طور موثر تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد. چرا که هماهنگی منافع می تواند مدیران را تشویق کند تا سخت کار کنند و رفتارهایی را که به دنبال منافع خصوصی هستند و به ارزش شرکت آسیب می زند، کاهش دهند. علاوه بر این، با توجه به در دسترس نبودن داده های مربوط به سن، سابقه تصدی، این تحقیق این نوع ناهمگونی را در این مطالعه لحاظ نشده است؛ بنابراین، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می شود این محدودیت را با استفاده از داده های اولیه در نظر گرفته و ناهمگونی هیات مدیره را گسترش دهند. همچنین محققان آینده می توانند با استفاده از مقایسه ابزارها یا سایر تحلیل های روش شناختی مرتبط تجزیه و تحلیل عمیقی در رابطه با تأثیر ناهمگونی هیات مدیره بر نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت انجام دهند.

فهرست منابع

- اسماعیل زاده مقری، علی. (۱۳۸۸). بررسی تأثیرپذیری تورم از سرمایه گذاری کل در اقتصاد ایران. پژوهشنامه اقتصادی، ۹ (۲ (پیاپی ۳۳))، ۱۲۳-۹۷.
- بحری ثالث، جمال، پاک مرام، عسگر، یوسفی، سعید. (۱۳۹۶). نقش کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین جریان های نقدی آزاد و دستکاری فعالیت های واقعی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۶)، ۷۲-۴۹.
- جلیلی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر فناوری اطلاعات و ارتباطات بر توسعه سیستم بانکی (مطالعه موردی: ایران و کشورهای منتخب در حال توسعه). چهارمین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- جودی، سمیرا؛ منصورفر، غلامرضا و دیدار، حمزه. (۱۳۹۸). کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی و نگهداشت وجه نقد: افزایش یا کاهش ارزش شرکت؟. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۶ (۱)، ۳۹-۶۴.
- رضانی، احسان؛ فروغی، داریوش و آمیغی، هوروش، (۱۳۹۵). تأثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت، ششمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و سومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران.

- سرلک، نرگس؛ حیدری، زهره؛ فتحی، سمیه و آهنگری، مهناز. (۱۳۹۹). رابطه ویژگی های هیأت مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی. پژوهش های تجربی حسابداری، ۱۰(۲)، ۱-۲۲.
- قربانی، سعید و عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۰). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. مجله دانش حسابداری، ۳(۸)، ۱۳۱-۱۴۹.
- کمالی کرمانی، نرجس. (۱۴۰۰). ویژگی های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۴۹، ۱۹۴-۱۷۵.
- مشکی میاوقی، مهدی و الهی رودپشتی، سمانه. (۱۳۹۳). بررسی اثر محافظه کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده. پژوهش های تجربی حسابداری، ۴(۳)، ۲۳-۴۳.
- ملکیان، اسفندیار، مرادی، مجید. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین ارزش وجه نقد نگهداری شده و حسابداری محافظه کارانه با تاکید بر نقش تعدیلی سهامداران کنترلی. پژوهش های حسابداری مالی، ۱۱(۲)، ۱-۱۶.
- نوروش، ایرج، مومنی یانسری، ابوالفضل، صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۴). کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت های ایرانی. پژوهش های حسابداری مالی، ۷(۴)، ۱-۱۸.
- Adusei, M., Akomea, S. Y., & Poku, K. (2017). Board and management gender diversity and financial performance of microfinance institutions. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1360030.
- Akram, F., Abrar ul Haq, M., Natarajan, V. K., & Chellakan, R. S. (2020). Board heterogeneity and corporate performance: An insight beyond agency issues. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1809299.
- Athmen, B., & Samia, B. (2017). The importance of human resources in corporate governance. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 8(4 S1), 161.
- Burke, J. J., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2019). The heterogeneity of board-level sustainability committees and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 154(4), 1161-1186.
- Burns, N., Kedia, S., (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *J. Financ. Econ.* 79 (1), 35-67.
- Chowdhury, R., Doukas, J. A., & Park, J. C. (2021). Stakeholder orientation and the value of cash holdings: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 69, 102029.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of business research*, 58(6), 766-776.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, 10(2), 295-319.
- Fracassi, C., & Tate, G. (2012). External networking and internal firm governance. *The Journal of finance*, 67(1), 153-194.
- Gaio, C., and C.Raposo. (2010). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Accounting and Finance*, Vol. 51, Pp. 467-499.

- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1969–1997.
- Hassan, L. S., Saleh, N. M., & Ibrahim, I. (2020). Board diversity, company's financial performance and corporate social responsibility information disclosure in Malaysia. *International Business Education Journal*, 13(1), 23-49.
- Hirshleifer, D., & Teoh, S. (2003). Limited Attention, Information Disclosure and Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 337-386.
- Khan, A. W., & Abdul Subhan, Q. (2019). Impact of board diversity and audit on firm performance. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1611719.
- Kim, K. H., & Rasheed, A. A. (2014). Board heterogeneity, corporate diversification and firm performance. *Journal of Management Research*, 14(2), 121-139.
- Lau, D.C., Murnighan, J.K., (1998). Demographic diversity and faultlines: The compositional dynamics of organizational groups. *Acad. Manag. Rev.* 23 (2), 325–340.
- Liu, Y., Mauer, D.C., (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *J. Financ. Econ.* 102 (1), 183–198.
- Meyer, B., Shemla, M., & Schermuly, C. C. (2011). Social category salience moderates the effect of diversity faultlines on information elaboration. *Small Group Research*, 42(3), 257-282.
- Midavaine, J., Dolfsma, W., & Aalbers, R. (2016). Board diversity and R & D investment. *Management Decision*.
- Nielsen, B. B., & Nielsen, S. (2013). Top management team nationality diversity and firm performance: A multilevel study. *Strategic Management Journal*, 34(3), 373-382.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *J. Finance*. 61 (6), 2725–2751.
- Schölmerich, F., Schermuly, C. C., & Deller, J. (2016). How leaders' diversity beliefs alter the impact of faultlines on team functioning. *Small Group Research*, 47(2), 177-206.
- Shaw, J. B. (2004). The development and analysis of a measure of group faultlines. *Organizational Research Methods*, 7(1), 66-100.
- Tang, J., Liu, S.Z.J. (2016). The impact of the governance system of major shareholders on the value of cash holdings—Based on the perspective of the dual motivations of “tunneling” and “support”. *Manage. Rev.* 28 (7), 53–65.
- Tuggle, C. S., Schnatterly, K., & Johnson, R. A. (2010). Attention patterns in the boardroom: How board composition and processes affect discussion of entrepreneurial issues. *Academy of Management Journal*, 53(3), 550-571.
- Van Peteghem, M., Bruynseels, L., & Gaeremynck, A. (2018). Beyond diversity: A tale of faultlines and frictions in the board of directors. *The Accounting Review*, 93(2), 339-367.
- Wang, H. J., Li, Q. Y., & Xin, W. (2014). Economic policy uncertainty, cash holdings and market value. *Journal of Financial Research*, 9, 53-68.
- Wang, C., Zhang, J., Miao, T., (2017). Board of directors' capital and corporate cash holdings—Environmental uncertainty hypothesis or agency cost hypothesis. *China Accounting Rev.* 15 (4), 505–532.

- Ward, C., Yin, C., Zeng, Y., 2018. Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *J. Corporate Finance*. 48, 49–75.
- Xu, C., Hu, Z., & Liang, S. (2021). Board faultlines and the value of cash holdings: Evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 14(1), 25-42.
- Yang, X., Qi, Y., Wu, H., (2016). Does industry growth affect company cash holdings? *Manage. World*. 1, 153–169.
- Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305.



Examining the impact of heterogeneity of the board of directors on the relationship between cash retention and company value in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Mahnaz Jafari¹
Seyed Mojtaba Hosseini²
Mohammad Hossein Fatheh³

Date of Receipt: 2022/05/07 Date of Issue: 2022/09/12

Abstract

The main purpose of this study is to investigate the effect of board faultlines on the relationship between cash holdings and company value in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The sample of this research includes 137 companies listed on the Tehran Stock Exchange, which has been studied in the period of 1390 to 1398. In this research, a multiple linear regression model based on composite data has been used to test the hypotheses. The results of this study show that cash hold has a positive and significant effect on company value while board faultlines has a negative and significant effect on company value. Studies also show that board faultlines moderates the relationship between cash holdings and corporate value. In such a way that the faultlines of the board of directors intensifies the positive effect of holding cash on the value of companies.

Keywords

board faultlines, cash hold, company value

1. Master's student of Payam Noor University, Oz branch, Iran.
2. Assistant Professor of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Payam Noor University, Iran.
3. Assistant Professor of Accounting, Faculty of Management and Economics, Payam Noor University, Iran.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی