

تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش محدودیت مالی شرکتها

زینب شیرین خیر^{۱*}

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها با در نظر گرفتن نقش محدودیت مالی است. برای این منظور، داده‌های مربوط به ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ گردآوری و تحلیل شد. حاکمیت شرکتی به‌عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای نظارتی درون‌سازمانی و برون‌سازمانی، می‌تواند با کاهش هزینه‌های نمایندگی و محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، بر سیاست‌های نقدینگی شرکتها تأثیرگذار باشد. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی مبتنی بر داده‌های تابلویی و روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی دارای رابطه‌ای منفی و معنادار با سطح نگهداشت وجه نقد هستند. در مقابل، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، هیچ‌یک از متغیرهای مذکور رابطه معناداری با سطح نگهداشت وجه نقد نشان نمی‌دهند. این یافته‌ها بیانگر آن است که کارایی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کنترل سیاست‌های نقدینگی شرکتها به وضعیت محدودیت مالی آنها وابسته است.

واژه‌های کلیدی: اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، درصد مالکیت نهادی، نگهداشت وجه نقد، محدودیت مالی.

^۱ نویسنده مسئول: کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران./

zeynabshirin@mail.ir

مقدمه

یکی از تصمیمات بنیادی در مدیریت مالی شرکت‌ها، تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد است؛ زیرا نقدینگی به عنوان منبعی حیاتی، نقشی اساسی در تضمین تداوم فعالیت‌های عملیاتی، تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت ایفا می‌کند. شرکت‌ها برای مقابله با عدم اطمینان‌های محیطی، حفظ انعطاف‌پذیری مالی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیازمند نگهداری سطحی مناسب از وجه نقد هستند؛ با این حال، نگهداری بیش از اندازه وجه نقد می‌تواند به افزایش هزینه‌های فرصت، کاهش کارایی دارایی‌ها و تشدید مسائل نمایندگی منجر شود (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۰؛ بوباکر و همکاران^۲، ۲۰۱۳).

ادبیات مالی دو رویکرد نظری برجسته را برای تبیین رفتار نقدینگی شرکت‌ها مطرح می‌کند. نظریه مبادله‌ای^۳ بر وجود سطحی بهینه از نقدینگی تأکید دارد که در آن، منافع نگهداری وجه نقد با هزینه‌های مترتب بر آن متوازن می‌شود. بر اساس این دیدگاه، انحراف از سطح بهینه به کاهش ارزش شرکت منجر خواهد شد. در مقابل، نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی^۴ بیان می‌کند که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها منابع داخلی را بر منابع مالی خارجی ترجیح می‌دهند و این امر تمایل آن‌ها به انباشت نقدینگی را افزایش می‌دهد (دروبتز و همکاران^۵، ۲۰۱۰؛ چن و همکاران^۶، ۲۰۱۵). با وجود این مبانی نظری، شواهد تجربی نشان می‌دهد که رفتار مدیران همواره با منطق نظریه‌های مالی سازگار نیست. مشکلات نمایندگی یکی از مهم‌ترین عواملی است که موجب انحراف سطح واقعی نگهداشت وجه نقد از سطح بهینه می‌شود. مدیران ممکن است با انگیزه افزایش قدرت چانه‌زنی، کاهش نیاز به انتشار اوراق بهادار جدید یا دنبال کردن پروژه‌های کم‌بازده، سطح نقدینگی بیشتری نگهداری کنند. این رفتار به‌ویژه در شرکت‌هایی با ضعف در حاکمیت شرکتی مشهود است و می‌تواند کارایی سرمایه و ارزش شرکت را کاهش دهد (دیدار و همکاران، ۱۳۹۳؛ بوباکر و همکاران^۷، ۲۰۱۳).

در این شرایط، حاکمیت شرکتی به عنوان سازوکاری کلیدی برای کاهش تضاد منافع، ارتقای شفافیت و نظارت مؤثر بر رفتار مدیران اهمیت می‌یابد. سازوکارهای داخلی نظیر استقلال هیئت مدیره، ترکیب اعضای غیرموظف، مالکیت نهادی و ساختار مالکیت و همچنین سازوکارهای خارجی شامل الزامات نظارتی بازار سرمایه، کیفیت گزارشگری مالی و فشار سهامداران فعال، می‌توانند رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کنترل کنند. این موضوع پس از بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ و رسوایی شرکت‌هایی مانند انرون و ورلد کام به‌طور جدی مورد توجه نهادهای بین‌المللی از جمله OECD و بانک جهانی قرار گرفته است (ابراهیم^۸، ۲۰۰۴؛ چن و همکاران^۹، ۲۰۱۵).

علاوه بر حاکمیت شرکتی، محدودیت مالی نیز نقشی تعیین‌کننده در شکل‌گیری سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها دارد. شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه‌اند یا دسترسی آن‌ها به منابع مالی خارجی پرهزینه و دشوار است، برای کاهش ریسک نکول و اطمینان از توانایی اجرای پروژه‌های سودآور، ناگزیرند سطح بالاتری از نقدینگی حفظ

² Boubaker et al

³ Trade-off Theory

⁴ Pecking Order Theory

⁵ Drobetz et al

⁶ Chen et al

⁷ Boubaker et al

⁸ Ebrahim

⁹ Chen et al

کنند. بر اساس مدل فازاری و همکاران^{۱۰} (۱۹۸۸)، شدت محدودیت مالی می‌تواند به تفاوت‌های معنادار در رفتار نقدینگی شرکت‌ها منجر شود؛ بنابراین انتظار می‌رود اثرگذاری سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست‌های نقدینگی نیز با توجه به وضعیت محدودیت مالی شرکت‌ها متفاوت باشد.

با توجه به ویژگی‌های ساختاری بازار سرمایه ایران از جمله تمرکز مالکیت بالا، عدم تقارن اطلاعاتی قابل توجه، اتکای چشمگیر بر منابع مالی داخلی و گستردگی محدودیت مالی بررسی هم‌زمان نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی و شدت محدودیت مالی در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد اهمیت ویژه‌ای می‌یابد. مرور ادبیات نشان می‌دهد که در ایران پژوهش‌های اندکی به تحلیل تعاملی این متغیرها پرداخته‌اند و عمده مطالعات تنها یک بُعد از حاکمیت شرکتی یا محدودیت مالی را مورد توجه قرار داده‌اند. از این رو، پژوهش حاضر با هدف پرکردن این شکاف، به بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده محدودیت مالی می‌پردازد.

بیان مساله

سیاست نگهداشت وجه نقد یکی از تصمیمات اساسی مدیریت مالی شرکت‌هاست که می‌تواند پیامدهای مستقیم و غیرمستقیمی بر توان ایفای تعهدات، استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت ریسک و رشکستگی، هزینه سرمایه و ارزش بازار شرکت داشته باشد. وجه نقد و دارایی‌های نزدیک به وجه نقد، سیال‌ترین بخش دارایی‌های شرکت هستند و مدیریت کارای آن‌ها در حفظ پایداری مالی، افزایش انعطاف‌پذیری و تضمین عملکرد عملیاتی بنگاه، نقشی کلیدی ایفا می‌کند. از یک سو، نگهداری سطحی کافی از نقدینگی برای تأمین سرمایه در گردش، مقابله با شوک‌های غیرمنتظره و بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضروری است؛ اما از سوی دیگر، نگهداری بیش از اندازه وجه نقد می‌تواند منجر به کاهش بازده دارایی‌ها، افزایش هزینه فرصت و تشدید رفتارهای ناکارآمد مدیریتی شود (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۰؛ بوباکر و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۳).

ادبیات مالی دو نظریه بنیادین را برای تبیین رفتار نگهداشت وجه نقد مطرح می‌کند: نظریه مبادله‌ای و نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی. نظریه مبادله‌ای بیان می‌کند که شرکت‌ها با موازنه میان منافع و هزینه‌های نگهداری نقدینگی، سطح بهینه‌ای از وجه نقد تعیین می‌کنند که انحراف از آن می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. در مقابل، نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی با تأکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی، مطرح می‌سازد که شرکت‌ها منابع داخلی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهند و همین امر تمایل آن‌ها به انباشت نقدینگی را افزایش می‌دهد (دروبتز و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۰).

با وجود این چارچوب‌های نظری، رفتار مدیران همواره مطابق سطح بهینه نقدینگی نیست و مسائل نمایندگی می‌تواند باعث انحراف سطح واقعی وجه نقد از حد مطلوب شوند. وجه نقد مازاد به منزله ابزاری برای افزایش حوزه نفوذ یا دنبال کردن پروژه‌های کم‌بازده می‌تواند موجب سوء تخصیص منابع و کاهش ارزش شرکت شود؛ به‌ویژه در شرکت‌هایی که از ساختارهای قوی حاکمیت شرکتی برخوردار نیستند (دیدار و همکاران، ۱۳۹۳؛ بوباکر و همکاران،

¹⁰ Fazzari et al

¹¹ Boubaker et al

¹² Drobetz et al

۲۰۱۳). در چنین شرایطی، حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای نظارتی داخلی و خارجی، نقش مهمی در کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، کاهش هزینه‌های نمایندگی و ارتقای کارایی تصمیمات مالی ایفا می‌کند. شواهد حاصل از بحران مالی شرق آسیا (۱۹۹۷) و رسوایی شرکت‌های بزرگ بین‌المللی از جمله انرون و ورلد کام، اهمیت سازوکارهای قوی حاکمیت شرکتی در جلوگیری از سوءاستفاده از منابع نقدی و حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران را برجسته کرده است (چن و همکاران، ۲۰۱۵؛ ابراهیم^{۱۳}، ۲۰۰۴).

حاکمیت شرکتی از دو دسته اصلی سازوکارهای داخلی (ترکیب و استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، ساختار سهامداری و کیفیت کنترل‌های داخلی) و سازوکارهای خارجی (چارچوب‌های قانونی و نظارتی، الزامات افشا، تهدید تصاحب، رقابت بازار محصول و نظارت نهادهای بیرونی) تشکیل می‌شود. سازوکارهای داخلی مستقیماً رفتار مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهند و سازوکارهای خارجی از بیرون بر انضباط‌پذیری مدیریتی فشار وارد می‌کنند. به‌طور نظری انتظار می‌رود شرکت‌هایی که از کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی برخوردارند، سطح کمتری از نقدینگی غیرضروری نگهداری کنند؛ زیرا توان نظارتی قوی مانع از رفتارهای فرصت طلبانه و انباشت غیرکارآمد وجه نقد می‌شود. با این حال، رفتار نقدینگی شرکت‌ها صرفاً تحت تأثیر حاکمیت شرکتی نیست و میزان محدودیت مالی نیز در این میان نقشی تعیین‌کننده دارد. محدودیت مالی زمانی رخ می‌دهد که شرکت برای تأمین منابع مالی خارجی با هزینه‌های بالا، موانع ساختاری یا مشکلات اطلاعاتی مواجه باشد. در چنین شرایطی، نگهداشت سطح بالاتری از نقدینگی به منزله ابزاری برای کاهش ریسک کمبود سرمایه و تضمین توانایی اجرای طرح‌های سودآور آینده، رفتاری منطقی تلقی می‌شود. بر اساس مدل فازاری، هابرد و پیترسن (۱۹۸۸)، شرکت‌های دارای محدودیت مالی حساسیت بیشتری به جریان‌های نقدی داخلی دارند و وابستگی آن‌ها به منابع داخلی، انگیزه نگهداری نقدینگی را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، یک سطح معین از وجه نقد ممکن است در شرکت‌های بدون محدودیت مالی نشانه ناکارایی باشد، اما در شرکت‌های دارای محدودیت مالی ابزار مدیریت ریسک محسوب شود. این واقعیت پرسش کلیدی پژوهش را شکل می‌دهد:

آیا اثر حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی مشابه شرکت‌های فاقد محدودیت مالی است؟

به عبارت دیگر، اگرچه حاکمیت شرکتی می‌تواند رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را کنترل کند، اما انتظار می‌رود در شرکت‌های با محدودیت مالی شدید، نیاز استراتژیک به نقدینگی، قدرت تعدیل‌کننده ساختار حاکمیت شرکتی را کاهش دهد. در مقابل، در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، بخش مهمی از نقدینگی اضافی ممکن است منشأ نمایندگی داشته باشد و در این وضعیت، سازوکارهای حاکمیت شرکتی نقشی مؤثرتر در مهار نگهداری مازاد وجه نقد ایفا می‌کنند.

اهمیت و ضرورت پژوهش

مرور ادبیات پژوهشی نشان می‌دهد که بخش عمده‌ای از مطالعات پیشین، رابطه دومتغیره میان حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد را بررسی کرده‌اند و هر یک به جنبه‌ای از این موضوع پرداخته‌اند. این مطالعات عمدتاً بر نقش

¹³ Ebrahim

سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی مانند ساختار مالکیت، استقلال هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی در کنترل سطح نقدینگی تمرکز داشته‌اند و نتایج آن‌ها حاکی از آن است که کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی می‌تواند از انباشت غیرضروری وجه نقد جلوگیری کند (بویاکر و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۳؛ ال‌داوود و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۵؛ دیدار و همکاران، ۱۳۹۳). در کنار این ادبیات، مجموعه‌ای از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که محدودیت مالی نیز به‌عنوان عاملی تعیین‌کننده، شرکت‌ها را به نگهداشت سطح بالاتری از نقدینگی برای پوشش ریسک‌های سرمایه‌گذاری و حفظ انعطاف‌پذیری مالی سوق می‌دهد. با وجود این پیشینه گسترده، مطالعاتی که نقش هم‌زمان و تعاملی حاکمیت شرکتی و محدودیت مالی را در رفتار نگهداشت وجه نقد بررسی کنند، محدود بوده و عمدتاً در بازارهای توسعه‌یافته انجام شده است. این خلأ پژوهشی در بازارهای نوظهوری مانند ایران برجسته‌تر است؛ بازاری که ویژگی‌هایی نظیر ضعف نسبی شفافیت اطلاعاتی، تمرکز بالای مالکیت، اتکای قابل توجه شرکت‌ها به منابع مالی داخلی، عدم تقارن اطلاعاتی گسترده و ساختار حقوقی و نظارتی خاص، آن را از بازارهای توسعه‌یافته متمایز می‌کند. در چنین بستری، مشکلات نمایندگی می‌تواند شدت بیشتری داشته باشد و محدودیت دسترسی به منابع مالی خارجی، انگیزه شرکت‌ها را برای نگهداشت سطح بالاتری از نقدینگی افزایش دهد.

بازار سرمایه ایران طی سال‌های اخیر با نوسانات شدید، تغییرات مکرر مقرراتی، محدودیت‌های بین‌المللی و ریسک‌های سیستماتیک بالا مواجه بوده است. این شرایط از یک سو رفتار نقدینگی شرکت‌ها را به‌طور قابل توجهی تحت تأثیر قرار داده و از سوی دیگر، بر توان دسترسی بنگاه‌ها به تأمین مالی خارجی محدودیت ایجاد کرده است. هم‌زمان، اصلاحات تدریجی در حوزه حاکمیت شرکتی مانند الزامات استقلال هیئت‌مدیره، تشکیل کمیته حسابرسی و تقویت سازوکارهای افشا در حال اجراست؛ اما اثربخشی واقعی این تغییرات در کنترل سیاست‌های مالی بنگاه‌ها، به‌ویژه در حوزه نگهداشت وجه نقد، هنوز به‌صورت جامع و مبتنی بر شواهد تجربی بررسی نشده است.

بررسی پیشینه داخلی نشان می‌دهد که بیشتر پژوهش‌ها بر روابط دوگانه و مجزا مانند رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد، یا رابطه محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری تمرکز داشته‌اند و تحلیل تعاملی هم‌زمان این متغیرها کمتر مورد توجه قرار گرفته است. این در حالی است که شناخت رفتار نقدینگی شرکت‌ها در ایران بدون در نظر گرفتن نقش هم‌زمان سازوکارهای حاکمیت شرکتی (به‌عنوان راهکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی) و محدودیت مالی (به‌عنوان عاملی ساختاری که بر تصمیمات نقدینگی اثر می‌گذارد) ناقص بوده و می‌تواند منجر به برداشت‌های سوگیرانه و توصیه‌های سیاستی غیردقیق شود. از این‌رو، نوآوری اصلی پژوهش حاضر در تحلیل اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد، با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده محدودیت مالی در بستر نهادی و اقتصادی خاص ایران است. نتایج این پژوهش می‌تواند از یک سو به توسعه ادبیات مالی و حاکمیت شرکتی در بازارهای نوظهور کمک کند و از سوی دیگر، برای نهادهای ناظر، سیاست‌گذاران بازار سرمایه و مدیران شرکت‌ها در طراحی سازوکارهای کارای نظارتی، مدیریت نقدینگی و مواجهه با محدودیت‌های مالی، راهنمایی عملی ارائه دهد. بر این اساس، انجام این پژوهش از منظر نظری و کاربردی دارای اهمیت و ضرورت قابل توجهی است.

¹⁴ Boubaker et al¹⁵ Al Daoud et al

پیشینه پژوهش

دو و همکاران^{۱۶} (۲۰۲۴) با استفاده از داده‌های ۶۸۴ شرکت غیرمالی در ویتنام طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۲۱، تأثیر سیاست پولی را بر نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی کردند. نتایج نشان داد سیاست پولی انبساطی موجب افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود. همچنین گسترش سیاست پولی، میزان وجه نقد نگهداری شده را به دلیل کاهش انگیزه‌های احتیاطی و هزینه‌های معاملاتی کم‌تر کاهش می‌دهد. یافته‌ها بیانگر اثر ناهمگن سیاست پولی در میان شرکت‌های دارای و فاقد محدودیت مالی و نیز شرکت‌های دولتی و خصوصی بود. در مجموع، شرکت‌های دولتی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی نسبت به سایر شرکت‌ها سرمایه‌گذاری بیشتری انجام می‌دهند.

ویریاناتا و دی‌مایو^{۱۷} (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در مدیریت وجوه نقد، سرمایه در گردش خالص و نگهداشت وجه نقد پرداختند. متغیرهای مستقل شامل جریان نقدی، چرخه تبدیل وجه نقد، مخارج سرمایه، سرمایه در گردش خالص و فعالیت‌های هیئت‌مدیره بود. داده‌های این مطالعه طی دوره ۲۰۱۷ تا ۲۰۲۰ جمع‌آوری شد و با نرم‌افزار EViews 10 تحلیل گردید. نتایج رگرسیون داده‌های پانل نشان داد چرخه تبدیل وجه نقد و سرمایه در گردش خالص تأثیر منفی بر نگهداشت وجه نقد دارند، در حالی که جریان نقدی، مخارج سرمایه و فعالیت‌های هیئت‌مدیره اثر معناداری نشان ندادند.

النجار و کلارک^{۱۸} (۲۰۱۷) تأثیر عوامل داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی را بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های واقع در منطقه MENA بررسی کردند. نتایج نشان داد بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی وجود دارد و حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند با کاهش تضادهای نمایندگی، سطح نگهداشت وجه نقد را کاهش دهد.

کاظمی علوم و همکاران (۱۴۰۴) تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شهرت شرکت را بررسی کردند. نمونه پژوهش شامل ۱۴۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ (۱۴۸۰ مشاهده سال-شرکت) بود. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته و همچنین رگرسیون لجستیک به روش لاجیت استفاده شد. یافته‌ها نشان داد استقلال هیئت‌مدیره، استقلال کمیته حسابرسی و مالکیت مدیریتی با شهرت شرکت رابطه مثبت و معناداری دارند؛ در حالی که تمرکز مالکیت و اندازه کمیته حسابرسی رابطه معناداری با شهرت شرکت نشان ندادند. نتایج تکمیلی نیز بیانگر نقش مثبت سازوکارهای حاکمیت شرکتی در بهبود شهرت شرکت بود.

احمدی و همکاران (۱۴۰۲) تأثیر ریسک شهرت شرکت را بر وجوه نقد نگهداری شده با نقش تعدیلی محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی بررسی کردند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ بود که پس از نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۳ شرکت انتخاب شدند. مدل رگرسیونی با استفاده از داده‌های پانل و روش اثرات تصادفی برآورد شد. نتایج نشان داد ریسک شهرت تأثیر منفی

¹⁶ Do et al

¹⁷ Wirianata & De Mayo

¹⁸ Al-Najjar and Clark

و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد. همچنین محدودیت مالی این رابطه را به صورت منفی تعدیل می کند. اندازه هیئت مدیره دارای اثر تعدیلی مثبت و استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل دارای اثر تعدیلی منفی بودند. محمدی تبار (۱۴۰۱) تأثیر محدودیت مالی را بر رابطه اجتناب مالیاتی و سطح نگهداشت وجه نقد بررسی کرد. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود و نمونه شامل ۱۴۰ شرکت طی سال های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ انتخاب شد. نتایج نشان داد اجتناب مالیاتی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری دارد و محدودیت مالی، شدت این رابطه را افزایش می دهد.

طاهری و برادران حسن زاده (۱۴۰۰) تأثیر حاکمیت شرکتی را بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و نگهداشت وجه نقد بررسی کردند. نمونه پژوهش شامل ۱۸۰ شرکت طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ بود. برای اندازه گیری نگهداشت وجه نقد از نسبت وجه نقد به کل دارایی ها و برای نقدشوندگی سهام از سه معیار شامل اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و گردش سهام استفاده شد. نتایج نشان داد افزایش نقدشوندگی سهام (براساس اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و گردش سهام) موجب کاهش نگهداشت وجه نقد می شود. همچنین سازوکارهای قوی حاکمیت شرکتی اثر تعدیلی مثبت بر رابطه بین نقدشوندگی (براساس آمیهود و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش) و نگهداشت وجه نقد دارند.

قدردان و افتخاری (۱۴۰۰) تأثیر کیفیت اقلام تعهدی را بر سیاست نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی و محدودیت مالی بررسی کردند. نمونه پژوهش شامل ۱۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ بود. نتایج نشان داد کیفیت اقلام تعهدی تأثیر معناداری بر سیاست نگهداشت وجه نقد دارد. همچنین حاکمیت شرکتی این اثر را تقویت و محدودیت مالی آن را تضعیف می کند.

فرضیه های پژوهش

این پژوهش شامل دو فرضیه به شرح زیر است:

فرضیه اول: سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های دارای محدودیت مالی تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های فاقد محدودیت مالی تأثیر معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از منظر فرآیند اجرا (نوع داده ها) یک پژوهش کمی، از نظر نتیجه اجرای آن یک پژوهش کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. روش تحقیق از نظر هدف اجرا یک پژوهش تحلیلی، از نظر منطق اجرا یک پژوهش قیاسی-استقرایی و از نظر بعد زمانی یک پژوهش طولی (پس رویدادی) است. در این پژوهش برای جمع آوری اطلاعات مرتبط با مبانی تئوریک و ادبیات پژوهش از روش مطالعه کتابخانه ای استفاده شده است و با مراجعه به کتب، مقالات و پایان نامه ها اطلاعات لازم برای این بخش جمع آوری گردید. در بخش آزمون

فرضیات نیز از روش اسناد کاوی صورت‌های مالی شرکت‌ها در سایت بورس اوراق بهادار تهران به جمع‌آوری اطلاعات پرداخته شد و اطلاعات موردنیاز، از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها در سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران، سایت کدال استخراج گردید.

جامعه و نمونه آماری

جامعه مورد مطالعه در تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی پنج‌ساله از ابتدای سال ۱۳۹۹ تا پایان سال ۱۴۰۳ می‌باشد. تعداد این شرکت‌ها ۶۲۷ واحد بوده است که به‌عنوان جامعه آماری تحقیق در نظر گرفته شده‌اند. جهت تعیین نمونه آماری، از روش غربالگری استفاده شده است؛ این روش در بسیاری از مطالعات حسابداری و مدیریت مالی به منظور افزایش اعتبار و قابلیت تعمیم یافته‌های پژوهشی مرسوم می‌باشد. بر این اساس، تمامی شرکت‌های عضو جامعه آماری که واجد شرایط تعیین شده بودند، وارد نمونه تحقیق شده‌اند و شرکت‌های فاقد شرایط مذکور حذف گردیده‌اند. شرایط تعیین نمونه به شرح ذیل است:

۱. در دسترس بودن گزارش‌های سالانه و اطلاعات لازم برای محاسبه متغیرهای تحقیق در بازه زمانی ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳؛
 ۲. عدم وجود تغییرات عمده در فعالیت عملیاتی یا سال مالی شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش؛
 ۳. به منظور افزایش هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط انتخابی شرکت‌ها و ارتقای قابلیت مقایسه داده‌ها، پایان سال مالی شرکت‌ها باید منطبق با آخرین روز اسفند ماه باشد؛
 ۴. در راستای حفظ همگنی داده‌ها و با توجه به تفاوت‌های بنیادین ماهیت اقتصادی شرکت‌ها، نمونه تحقیق شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه و لیزینگ نخواهد بود، زیرا ساختارهای افشای مالی و حاکمیت شرکتی در این گروه‌ها به طور قابل ملاحظه‌ای با سایر شرکت‌ها متفاوت است.
- این گام‌ها به منظور تضمین دقت و اعتبار نتایج پژوهش و همچنین افزایش قدرت تعمیم‌پذیری آنها به کل جامعه آماری اتخاذ شده است.

جدول ۱. فرآیند انتخاب شرکت‌های نمونه

تعداد شرکت‌ها	شرح
۶۲۷	تعداد شرکت‌هایی که تا پایان سال مالی ۱۴۰۳ در بورس اوراق بهادار تهران عضو بوده‌اند.
۱۰۰	شرکت‌های که طی دوره ۵ ساله (۱۳۹۹-۱۴۰۳) در بورس تهران عضویت نداشته‌اند
۱۲۵	تعداد شرکت‌هایی که عضو شرکت‌های بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک‌ها و هلدینگ بوده‌اند.
۹۶	تعداد شرکت‌هایی که بین ۱۳۹۹-۱۴۰۳ پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده است.
۶۱	تعداد شرکت‌هایی که بین ۱۳۹۹-۱۴۰۳ تغییر سال مالی داده‌اند.
۱۱۰	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز تحقیق آن‌ها در بازه زمانی مورد نظر در دسترس نبوده است.
۴۸۲	تعداد کل شرکت‌های که حذف شده‌اند
۱۳۵	تعداد شرکت‌های عضو نمونه

پس از اعمال محدودیت های مذکور، تعداد ۱۳۵ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق برای دوره مالی ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ انتخاب شدند که مجموع شرکت-سال های آنان برابر با ۶۷۵ می باشد. داده های مورد نیاز پژوهش از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها و پایگاه های اطلاعاتی معتبر گردآوری شده است. به منظور بررسی اثر محدودیت مالی در این پژوهش، شرکت های نمونه بر اساس شاخص محدودیت مالی مورد استفاده در تحقیق به دو گروه شرکت های دارای محدودیت مالی و شرکت های فاقد محدودیت مالی طبقه بندی شدند. این تفکیک امکان مقایسه رفتار و عملکرد شرکت ها را در شرایط متفاوت دسترسی به منابع مالی فراهم کرده و مبنای انجام آزمون فرضیه های پژوهش در بخش تحلیل داده ها قرار گرفته است.

الگوی رگرسیونی پژوهش

برای بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد با توجه به محدودیت مالی در شرکت ها بر اساس تحقیق النجار و کلارک (۲۰۱۷) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می کنیم:

$$Cash_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 BI_{i,t} + \beta_3 IS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 PROF_{i,t} + \beta_7 DPO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$Cash_{i,t}$: نگهداشت وجه نقد؛ $BS_{i,t}$: اندازه هیئت مدیره؛ $BI_{i,t}$: استقلال هیئت مدیره؛ $IS_{i,t}$: درصد مالکیت نهادی؛ $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت؛ $LEV_{i,t}$: اهرم مالی؛ $PROF_{i,t}$: سودآوری و $DPO_{i,t}$: نسبت پرداخت سود سهام می باشد.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن ها

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد^{۱۹}: سطح نگهداشت وجه نقد یکی از معیارهای مهم اندازه گیری عملکرد شرکت ها است و نمایانگر سرمایه نقدی است که شرکت پس از تأمین مخارج ضروری برای حفظ یا توسعه دارایی ها و حفظ ذخایر احتیاطی، در اختیار دارد. اهمیت این متغیر در این نکته نهفته است که نگهداشت وجه نقد به مدیران امکان می دهد فرصت هایی را جهت افزایش ارزش سهام شرکت شناسایی و دنبال کنند. در واقع، بدون دسترسی به وجه نقد کافی، شرکت نمی تواند به توسعه محصولات جدید، انجام ادغام ها و تحصیل های تجاری، پرداخت سود نقدی به سهامداران و کاهش بدهی ها بپردازد. از سوی دیگر، سطح نگهداشت وجه نقد باید به گونه ای باشد که تعادلی بین هزینه های نگهداری نقدینگی (از جمله هزینه فرصت سرمایه) و هزینه های ناشی از ناکافی بودن وجه نقد برقرار شود (النجار و کلارک، ۲۰۱۷). در این پژوهش، نگهداشت وجه نقد از طریق نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد به کل دارایی ها سنجیده می شود.

¹⁹ Cash holdings (Cash)

متغیر مستقل: سازوکارهای حاکمیت شرکتی

سازوکارهای حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از ساختارها، مقررات و فرآیندهایی هستند که به منظور تضمین شفافیت، پاسخگویی و کنترل بر فعالیت‌های مدیریت شرکت به کار گرفته می‌شوند. این سازوکارها نقش کلیدی در کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت داشته و با تقویت نظارت و کنترل، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند (النجار و کلارک، ۲۰۱۷). در این پژوهش، سازوکارهای حاکمیت شرکتی از طریق متغیرهایی اندازه‌گیری می‌شوند، استقلال هیئت مدیره و درصد مالکیت نهادی اندازه‌گیری می‌شود.

اندازه هیئت مدیره^{۲۰}: اندازه هیئت مدیره برابر است با تعداد کل اعضای که رسماً به عنوان عضو هیئت مدیره منصوب شده‌اند (النجار و کلارک، ۲۰۱۷).

استقلال هیئت مدیره^{۲۱}: برای اندازه‌گیری استقلال هیئت مدیره، از نسبت تعداد اعضای غیرموظف (که مستقل‌تر و بیرون از مدیریت اجرایی هستند) به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود. هر چه این نسبت بالاتر باشد، استقلال هیئت مدیره بیشتر و احتمال سوءاستفاده و تضاد منافع کمتر خواهد بود. (النجار و کلارک، ۲۰۱۷).

درصد مالکیت نهادی^{۲۲}: درصد مالکیت نهادی عبارت است از نسبت سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه‌گذاری عمده و سازمان‌های حقوقی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های بیمه و سایر مؤسسات مالی معتبر و بزرگ خریداری و نگهداری می‌شود، به کل سهام منتشر شده و قابل شرکت در مجامع عمومی آن شرکت. این شاخص نشان‌دهنده میزان حضور و سهم نهادهای حقوقی در ساختار مالکیتی شرکت است و اغلب به عنوان معیاری برای ارزیابی سطح اطمینان و حمایت سرمایه‌گذاران نهادی از عملکرد مالی و مدیریت شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹).

محدودیت‌های مالی^{۲۳}: در این پژوهش برای محاسبه محدودیت‌های مالی بر اساس نتایج تحقیقات بوهمر و همکاران^{۲۴} (۲۰۱۰) شاخصی را برای محدودیت‌های مالی خارجی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته‌ایم که از این پس آن را شاخص WW نام می‌بریم. در قیاس با شاخص چای^{۲۵} (۲۰۰۵)، (شاخص KZ ، مبنای محاسبه محدودیت‌های مالی)، (بوهمر و همکاران، ۲۰۰۹)، بیان داشتند که شاخص ارائه شده از سوی آن‌ها بیشتر با خصوصیات مرتبط با محدودیت‌های مالی شرکت‌ها سازگارتر است. شاخص WW تدوین شده به صورت زیر می‌باشد:

$$WWindex_{i,t} = -0.091CashFlow_{i,t} - 0.062DIVPOS_{i,t} + 0.021TLTD_{i,t} - 0.044Size_{i,t} + 0.102ISG_{i,t} - 0.035SG_{i,t}$$

در شاخص WW:

$CashFlow_{i,t}$ ، برابر است با جریان‌های نقدی که از طریق تقسیم خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t ، به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

²⁰ Board size

²¹ Board Independence

²² Institutional shareholders

²³ Financial constraints

²⁴ Boehmer et al

²⁵ Chae

$$CashFlow_{i,t} = \frac{\text{خالص جریانهای نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

$DIVPOS_{i,t}$ = متغیر مصنوعی ای است که اگر شرکت i طی سال t ، سود سهام نقدی پرداخت کند، برابر ۱ و در غیر

این صورت برابر صفر خواهد بود. $TLTD_{i,t}$ = برابر است با نسبت بدهی‌های بلند مدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

$$TLTD_{i,t} = \frac{\text{بدهی‌های بلند مدت}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

$Size_{i,t}$ = برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

$ISG_{i,t}$ = برابر است با نرخ رشد فروش صنایع مورد بررسی که فرمول محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

$$= \frac{IS_{i,t} - IS_{i,t-1}}{IS_{i,t-1}} ISG_{i,t}$$

$ISG_{i,t}$ = رشد فروش صنعت i در سال t

$IS_{i,t}$ = فروش خالص صنعت i در سال t

$IS_{i,t-1}$ = فروش خالص صنعت i در سال $t-1$ می‌باشد.

نرخ رشد فروش شرکت ($SG_{i,t}$) = رشد شرکت نیز یک عامل تعیین کننده عملکرد شرکت می‌باشد. طبق یافته های آمیهود^{۲۶} (۲۰۰۲) رشد فروش به عنوان شاخصی برای ارزش فرصت رشد، استفاده شده است. نرخ رشد فروش

شرکت، با استفاده از مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$= \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} SG_{i,t}$$

$SG_{i,t}$ = نرخ رشد فروش شرکت i در سال t

$S_{i,t}$ = فروش خالص شرکت i در سال t

$S_{i,t-1}$ = فروش خالص شرکت i در سال $t-1$ می‌باشد.

مقادیر بزرگ‌تر شاخص WW نشان دهنده محدودیت مالی بیشتر شرکت است، در حالی که مقادیر کوچک‌تر بیانگر دسترسی بهتر شرکت به منابع مالی خارجی و در نتیجه محدودیت مالی کمتر می‌باشد. به منظور طبقه‌بندی شرکت‌های نمونه، ابتدا مقدار شاخص WW برای تمامی شرکت‌ها محاسبه شد و سپس میانه شاخص در کل نمونه تعیین گردید.

بر این اساس، شرکت‌هایی که مقدار شاخص WW آنها بیشتر از میانه بود در گروه شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌هایی که مقدار شاخص آنها کمتر از میانه بود در گروه شرکت‌های فاقد محدودیت مالی قرار گرفتند.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت^{۲۷}: اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. استفاده از لگاریتم طبیعی باعث کاهش اثر پراکندگی داده‌ها و نرمال‌سازی توزیع متغیر می‌گردد (النجار و کلارک، ۲۰۱۷).

اهرم مالی^{۲۸}: اهرم مالی با نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. این نسبت میزان وابستگی شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی را نشان می‌دهد و معمولاً برای ارزیابی ریسک مالی شرکت به کار می‌رود (النجار و کلارک، ۲۰۱۷).

سودآوری^{۲۹}: سودآوری شرکت با نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها سنجیده می‌شود که بیانگر قابلیت شرکت در تولید سود از دارایی‌های خود است (النجار و کلارک، ۲۰۱۷).

نسبت پرداخت سود سهام^{۳۰}: این نسبت به صورت درصد سود خالص پرداخت شده به سهامداران از طریق سود سهام محاسبه می‌شود و نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (النجار و کلارک، ۲۰۱۷).

یافته‌های پژوهش

توزیع شرکت‌های نمونه بر اساس محدودیت مالی

پس از محاسبه شاخص WW و اعمال روش طبقه‌بندی بر اساس میانه، شرکت‌های نمونه به دو گروه دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی تقسیم شدند. نتایج این تفکیک در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۲. توزیع شرکت‌های نمونه بر اساس سطح محدودیت مالی

سطح محدودیت مالی	تعداد شرکت	درصد
شرکت‌های دارای محدودیت مالی	۶۸	۵۰.۳۷
شرکت‌های فاقد محدودیت مالی	۶۷	۴۹.۶۳
جمع	۱۳۵	۱۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۲) توزیع شرکت‌های نمونه را بر اساس سطح محدودیت مالی نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، شرکت‌های بررسی شده بر مبنای شاخص محدودیت مالی به دو گروه «شرکت‌های دارای محدودیت مالی» و «شرکت‌های فاقد محدودیت مالی» تقسیم شده‌اند. نتایج جدول بیانگر تعداد و درصد هر یک از این گروه‌ها در کل نمونه پژوهش است. این تقسیم‌بندی به منظور ارزیابی تأثیر محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد انجام شده و مبنای مقایسه رفتار مالی آنها در ادامه پژوهش محسوب می‌شود. تفکیک نمونه به دو گروه دارای محدودیت مالی و فاقد

²⁷ Firm Size(SIZE)

²⁸ Leverage (LEV)

²⁹ Profitability

³⁰ Dividend payout ratio

محدودیت مالی این امکان را فراهم می‌کند که تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرایط متفاوت دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی خارجی مورد بررسی و مقایسه قرار گیرد.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را به همراه میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقادیر نشان می‌دهد که نمایانگر ویژگی‌های کلی توزیع داده‌ها در نمونه مطالعه است.

نگهداشت وجه نقد: میانگین این متغیر معادل ۰.۱۴۲ و میانه برابر ۰.۱۲۸ است که نمایانگر این است شرکت‌ها به طور متوسط ۱۴.۲ درصد از دارایی‌های جاری خود را به صورت وجه نقد نگه می‌دارند؛ انحراف معیار ۰.۰۸۱ بیانگر پراکندگی نسبتاً کم در مقدار نقدینگی نگهداری شده است. حداقل و حداکثر مقادیر نیز به ترتیب ۰.۰۱۱ و ۰.۴۱۲ دامنه قابل توجهی از شرکت‌ها با سطوح مختلف نقدینگی را نشان می‌دهد.

اندازه هیئت مدیره: میانگین این متغیر ۶.۴۷ نفر با انحراف معیار ۱.۲۱ است که نشان‌دهنده اندازه متوسط هیئت مدیره با تنوع محدود میان شرکت‌هاست. مقادیر کمینه ۴ و بیشینه ۸ نیز این تنوع نسبتاً محدود را تأیید می‌کند.

استقلال هیئت مدیره: سهم اعضای مستقل هیئت مدیره به طور متوسط ۴۱.۲ درصد است و انحراف معیار ۰.۱۱۲ نمایانگر نوسان متوسط در میزان استقلال هیئت مدیره در شرکت‌ها می‌باشد؛ کمترین مقدار این نسبت ۰.۱۴ و بیشترین ۰.۶۷ است.

درصد مالکیت نهادی: این متغیر دارای میانگین ۰.۵۲۱ و میانه ۰.۵۳ است که بیانگر مالکیت محکم و غالب سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های نمونه است. پراکندگی نسبی داده‌ها با انحراف معیار ۰.۱۸۷ و دامنه ۰.۰۸ تا ۰.۸۹ نیز مشهود است.

اندازه شرکت: میانگین لگاریتم اندازه شرکت‌ها ۱۴.۹۸ است که نشان‌دهنده حجم قابل توجه دارایی‌های شرکت‌ها می‌باشد. پراکندگی میان داده‌ها با انحراف معیار ۱.۰۲ و دامنه ۱۲.۱۱ تا ۱۷.۴۴ نسبتاً گسترده است و نمونه را شامل شرکت‌هایی با اندازه‌های متنوع می‌کند.

سودآوری: میانگین سودآوری ۰.۰۹۱ (۹.۱ درصد) است و مقادیر در دامنه ۰.۱۲- تا ۰.۲۷ قرار دارند که نشان‌دهنده تنوع قابل توجه در عملکرد مالی شرکت‌هاست. انحراف معیار ۰.۰۵۷ نیز گویای این نوسان است.

اهرم مالی: این متغیر میانگین ۰.۵۶۳ دارد و بیانگر این است که به طور متوسط حدود ۵۶.۳ درصد از تامین مالی شرکت‌ها از طریق بدهی صورت گرفته است. دامنه کمینه ۰.۲۱ تا بیشینه ۰.۸۹ و انحراف معیار ۰.۱۶۴ تنوع قابل توجهی را نشان می‌دهد.

نسبت پرداخت سود سهام: به طور متوسط ۳۷.۲ درصد از سود قابل تقسیم به سهامداران پرداخت شده است. با توجه به حداقل صفر و حداکثر ۰.۹۱، شرکت‌ها دارای سیاست‌های متنوع تقسیم سود هستند. انحراف معیار نسبتاً بالای ۰.۲۱۱ نیز بیانگر این تفاوت قابل توجه در پرداخت سود میان شرکت‌ها است.

جدول ۳. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	تعداد مشاهدات
نگهداشت وجه نقد	۰.۱۴۲	۰.۱۲۸	۰.۰۸۱	۰.۰۱۱	۰.۴۱۲	۶۷۵
اندازه هیئت مدیره	۶.۴۷	۶	۱.۲۱	۴	۸	۶۷۵
استقلال هیئت مدیره	۰.۴۱۲	۰.۴۰۱	۰.۱۱۲	۰.۱۴	۰.۶۷	۶۷۵
درصد مالکیت نهادی	۰.۵۲۱	۰.۵۳	۰.۱۸۷	۰.۰۸	۰.۸۹	۶۷۵
اندازه شرکت	۱۴.۹۸	۱۴.۹۲	۱.۰۲	۱۲.۱۱	۱۷.۴۴	۶۷۵
سودآوری	۰.۰۹۱	۰.۰۸۴	۰.۰۵۷	-۰.۱۲	۰.۲۷	۶۷۵
اهرم مالی	۰.۵۶۳	۰.۵۵	۰.۱۶۴	۰.۲۱	۰.۸۹	۶۷۵
نسبت پرداخت سود سهام	۰.۳۷۲	۰.۳۴	۰.۲۱۱	۰	۰.۹۱	۶۷۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آماره استنباطی

آزمون ماتریس همبستگی

جدول (۴) ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. هدف از ارائه این جدول بررسی شدت و جهت رابطه خطی بین متغیرها و همچنین ارزیابی اولیه احتمال وجود هم‌خطی چندگانه میان متغیرهای مستقل است. ضریب همبستگی بین نگهداشت وجه نقد و اندازه هیئت مدیره برابر (۰.۱۸-) است که نشان‌دهنده رابطه منفی و نسبتاً ضعیفی بین این دو متغیر می‌باشد. همچنین، استقلال هیئت مدیره با ضریب (۰.۲۱-) و درصد مالکیت نهادی با ضریب (۰.۲۷-) هر دو رابطه منفی و ضعیفی با نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهند. این نتایج مقدماتی بیانگر این است که تقویت سازوکارهای حاکمیتی می‌تواند با کاهش سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها مرتبط باشد؛ یافته‌ای که با مفروضات نظری مربوطه همسو است.

از میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت نیز با وجه نقد همبستگی منفی نسبتاً قابل توجهی (۰.۲۳-) دارد که بیانگر کاهش نیاز شرکت‌های بزرگ‌تر به نگهداری وجوه نقد است. سودآوری با ضریب همبستگی مثبت (۰.۴۱) رابطه قابل توجه و معناداری با نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد؛ این امر تأیید می‌کند که شرکت‌های سودآورتر از توانایی بالاتری برای انباشت نقدینگی بهره‌مند هستند. سایر متغیرها مانند اهرم مالی (۰.۱۶) همبستگی مثبت ضعیفی با نگهداشت وجه نقد دارند، در حالی که نسبت پرداخت سود سهام (۰.۲۲-) رابطه منفی نسبتاً ضعیفی دارد. این روابط با تئوری‌های قبلی در حوزه رفتار نقدینگی و ساختار سرمایه تطابق دارد. سایر روابط نیز معتدل و ضعیف بوده و هیچ کدام به سطح ۰.۸ که نشان‌دهنده وجود هم‌خطی چندگانه شدید باشد، نزدیک نیستند. با توجه به ضرایب همبستگی پایین تا متوسط بین متغیرهای مستقل، نگرانی از بابت هم‌خطی چندگانه شدید وجود ندارد. این نتیجه با تحلیل‌های آماري جانیب مانند شاخص فاکتور تورم واریانس (VIF) که مقادیر کمتر از ۱۰ را گزارش می‌کنند، نیز تطابق دارد؛ بنابراین، تمامی متغیرهای توضیحی می‌توانند به طور همزمان در مدل‌های رگرسیونی استفاده شوند بدون آنکه مشکل تداخل متغیرها بر نتایج تحلیلی تأثیرگذار باشد.

جدول ۴. ماتریس همبستگی پیرسون متغیرهای پژوهش

متغیر	نگهداشت وجه نقد	اندازه هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	درصد مالکیت نهادی	اندازه شرکت	سودآوری	اهرم مالی	نسبت پرداخت سود سهام
نگهداشت وجه نقد	۱							
اندازه هیئت مدیره	-۰.۱۸	۱						
استقلال هیئت مدیره	-۰.۲۱	۰.۲۴	۱					
درصد مالکیت نهادی	-۰.۲۷	۰.۱۹	۰.۳۱	۱				
اندازه شرکت	-۰.۲۳	۰.۲۸	۰.۱۴	۰.۳۳	۱			
سودآوری	۰.۴۱	۰.۰۵	۰.۰۸	۰.۱۱	۰.۲۱	۱		
اهرم مالی	۰.۱۶	۰.۰۷	-۰.۰۴	-۰.۰۲	۰.۱۹	-۰.۱۳	۱	
نسبت پرداخت سود سهام	-۰.۲۲	۰.۰۳	۰.۰۶	۰.۰۹	۰.۱۸	۰.۲۴	-۰.۱۷	۱

منبع: یافته های پژوهشگر

آزمون همخطی

این تحقیق با بهره گیری از عامل تورم واریانس شدت هم خطی متغیرهای مستقل تحقیق را بررسی می نماید. ضریب عامل تورم واریانس نباید بیشتر از ۱۰ باشد. جدول (۵) ضرایب عامل تورم واریانس را برای متغیرهای تحقیق نمایش می دهد. ضرایب ارائه شده نشان می دهند که مدل تحقیق دارای مشکل هم خطی نمی باشد.

جدول ۵. آزمون هم خطی

متغیر	تورم واریانس
اندازه هیئت مدیره	۲.۱۴
استقلال هیئت مدیره	۲.۳۶
درصد مالکیت نهادی	۲.۷۱
اندازه شرکت	۳.۴۱
سودآوری	۱.۹۲
اهرم مالی	۱.۸۷
نسبت پرداخت سود سهام	۱.۷۶

منبع: یافته های پژوهشگر

آزمون‌های تشخیصی مدل داده‌های تابلویی

از آنجا که پژوهش حاضر از داده‌های تابلویی استفاده می‌کند، قبل از برآورد مدل لازم است نوع مدل مناسب تعیین شود. به دلیل تفکیک نمونه به دو گروه، آزمون‌های تشخیصی برای هر گروه به طور جداگانه انجام شده است.

آزمون‌های تشخیصی مدل (شرکت‌های دارای محدودیت مالی)

جدول (۶) نتایج آزمون‌های تشخیصی مربوط به انتخاب نوع مدل مناسب برای برآورد داده‌های تابلویی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی را نشان می‌دهد. انجام این آزمون‌ها به منظور تعیین روش مناسب برآورد مدل و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون انجام می‌شود. نخست آزمون F لیمر برای بررسی برتری مدل داده‌های تابلویی نسبت به مدل تلفیقی مورد استفاده قرار گرفت. مقدار آماره این آزمون برابر با ۱۸.۹۲ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۰ گزارش شده است. از آنجا که مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، فرض صفر مبنی بر مناسب بودن مدل تلفیقی رد می‌شود؛ بنابراین استفاده از مدل داده‌های تابلویی برای تحلیل داده‌ها مناسب‌تر از مدل تلفیقی است. پس از تأیید استفاده از داده‌های تابلویی، برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. مقدار آماره کای دو این آزمون برابر با ۲۵.۴۷ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۲ است. از آنجا که مقدار احتمال کمتر از ۰.۰۵ است، فرض صفر مبنی بر برتری مدل اثرات تصادفی رد می‌شود و در نتیجه مدل اثرات ثابت به عنوان مدل مناسب انتخاب می‌شود. در ادامه برای بررسی وجود خودهمبستگی سریالی در جملات خطا از آزمون وولریج استفاده شد. مقدار آماره F این آزمون برابر با ۱۳.۸۱ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۰ است. معنادار بودن این آزمون نشان می‌دهد که بین جملات خطا در طول زمان همبستگی وجود دارد و فرض استقلال خطاها نقض شده است. همچنین برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون والد اصلاح شده استفاده شد. مقدار آماره کای دو این آزمون برابر با ۱۰۹.۶۳ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۰ گزارش شده است که نشان‌دهنده وجود ناهمسانی واریانس در مدل است؛ به عبارت دیگر، واریانس جملات خطا در بین شرکت‌ها یکنواخت نیست. برای رفع مشکلات ناشی از خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس، مدل با استفاده از خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی شده در سطح شرکت برآورد شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون‌های تشخیصی شرکت‌های دارای محدودیت مالی

وضعیت	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل
رد مدل تلفیقی	۰.۰۰۰	۱۸.۹۲	آزمون F لیمر
انتخاب مدل اثرات ثابت	۰.۰۰۲	۲۵.۴۷	آزمون هاسمن
وجود خود همبستگی سریالی	۰.۰۰۰	۱۳.۸۱	آزمون وولریج (خودهمبستگی)
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰	۱۰۹.۶۳	آزمون والد (ناهمسانی واریانس)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون‌های تشخیصی مدل (شرکت‌های فاقد محدودیت مالی)

جدول (۷) نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی را نشان می‌دهد. همانند گروه قبلی، این آزمون‌ها به منظور تعیین نوع مدل مناسب و بررسی فروض رگرسیون انجام شده‌اند. ابتدا آزمون F لیمر برای بررسی مناسب بودن مدل داده‌های تابلویی در مقابل مدل تلفیقی انجام شد. مقدار آماره این آزمون ۲۱.۳۴ و

مقدار احتمال آن ۰.۰۰۰۰ گزارش شده است. از آنجا که مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، فرض صفر رد می شود و نتیجه گرفته می شود که مدل داده های تابلویی نسبت به مدل تلفیقی مناسب تر است. در گام بعد، برای تعیین نوع مدل تابلویی مناسب از آزمون هاسمن استفاده شد. مقدار آماره کای دو این آزمون برابر با ۲۸.۱۹ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۱ است. معنادار بودن این آزمون نشان می دهد که تفاوت بین ضرایب مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی معنادار است؛ بنابراین فرض صفر رد شده و مدل اثرات ثابت به عنوان مدل مناسب برای برآورد انتخاب می شود.

برای بررسی وجود خودهمبستگی سریالی در جملات خطا از آزمون وولریج استفاده شد. مقدار آماره F این آزمون برابر با ۱۱.۶۲ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۱ گزارش شده است که نشان دهنده وجود خودهمبستگی در مدل است. وجود این مشکل می تواند موجب انحراف در برآورد انحراف معیار ضرایب شود.

همچنین برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعمیم یافته استفاده شد. مقدار آماره کای دو برابر با ۱۱۸.۲۷ و مقدار احتمال آن ۰.۰۰۰ است که وجود ناهمسانی واریانس در داده ها را تأیید می کند. این موضوع بیانگر آن است که واریانس خطاها در بین شرکت ها یکسان نیست. برای مقابله با مشکلات خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس، مدل با استفاده از خطاهای استاندارد مقاوم خوشه بندی شده در سطح شرکت برآورد شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون های تشخیصی شرکت های فاقد محدودیت مالی

وضعیت	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل
رد مدل تلفیقی	۰.۰۰۰	۲۱.۳۴	آزمون F لیمر
انتخاب مدل اثرات ثابت	۰.۰۰۱	۲۸.۱۹	آزمون هاسمن
وجود خود همبستگی سریالی	۰.۰۰۱	۱۱.۶۲	آزمون وولریج (خودهمبستگی)
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰	۱۱۸.۲۷	آزمون والد (ناهمسانی واریانس)

منبع: یافته های پژوهشگر

آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: برآورد مدل رگرسیونی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت های دارای محدودیت مالی

به منظور آزمون اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های دارای محدودیت مالی، مدل رگرسیونی مربوطه برآورد گردید. بر اساس نتایج، مقدار آماره F برابر با ۱۲.۴۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۰.۰۱ گزارش شده است؛ بنابراین فرض صفر مبنی بر عدم معناداری کلی مدل مردود بوده و متغیرهای مدل قادر به تبیین تغییرات سطح وجه نقد هستند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۶ به دست آمد و نشان می دهد حدود ۳۶ درصد از تغییرات نگهداشت وجه نقد توسط مجموعه متغیرهای مدل توضیح داده می شود. مقدار آماره دورین-واتسون برابر با ۱.۷۲ بوده و بیانگر نبود مشکل خودهمبستگی سریالی در باقیمانده های مدل است.

در خصوص متغیرهای اصلی پژوهش، نتایج نشان می دهد اندازه هیئت مدیره دارای ضریب ۰.۰۰۸- و سطح معناداری ۰.۱۸۷ است؛ استقلال هیئت مدیره نیز ضریب ۰.۰۴۱- و سطح معناداری ۰.۲۰۱ دارد؛ و درصد مالکیت نهادی با

ضریب ۰.۰۱۷- و سطح معناداری برابر با ۰.۳۷۴ گزارش شده است. از آنجا که هیچ‌یک از ضرایب فوق در سطح‌های متعارف آماری معنادار نیستند، می‌توان نتیجه گرفت در شرایط وجود محدودیت مالی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی قدرت اثرگذاری کافی بر سیاست‌های نقدینگی شرکت ندارند. هم‌راستا با مبانی نظری، در چنین شرکت‌هایی تصمیمات نقدینگی بیشتر تحت تأثیر فشارهای تأمین مالی و ضرورت‌های احتیاطی قرار می‌گیرد و نه ساختارهای نظارتی درون‌سازمانی؛ بنابراین، انتظار تأثیر منفی و معنادار این سازوکارها بر نگهداشت نقدی در این گروه محقق نشده است. در میان متغیرهای کنترلی، سودآوری با ضریب ۰.۲۱۴ و سطح معناداری کمتر از ۰.۰۰۱ رابطه‌ای مثبت و معنادار با وجه نقد دارد؛ موضوعی که بیان می‌کند جریان نقدی داخلی نقش تعیین‌کننده‌ای در امکان انباشت وجه نقد ایفا می‌کند. اندازه شرکت ضریب ۰.۰۲۶- و سطح معناداری برابر با ۰.۰۰۴ دارد که نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی بیشتر به منابع مالی، نیاز کمتری به نگهداری نقدی دارند. اهرم مالی، رشد فروش و نسبت پرداخت سود معنادار گزارش نشده‌اند؛ امری که می‌تواند ناشی از غلبه عوامل ساختاری و محدودیت‌های تأمین مالی بر رفتار نقدینگی این شرکت‌ها باشد.

جدول ۸. نتایج رگرسیون اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی

متغیر	ضریب رگرسیونی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدأ	۰.۴۱۲	۰.۱۱۸	۳.۴۹	۰.۰۰۱
اندازه هیئت مدیره	-۰.۰۰۸	۰.۰۰۶	-۱.۳۲	۰.۱۸۷
استقلال هیئت مدیره	-۰.۰۴۱	۰.۰۳۲	-۱.۲۸	۰.۲۰۱
درصد مالکیت نهادی	-۰.۰۱۷	۰.۰۱۹	-۰.۸۹	۰.۳۷۴
اندازه شرکت	-۰.۰۲۶	۰.۰۰۹	-۲.۸۹	۰.۰۰۴
سودآوری	۰.۲۱۴	۰.۰۵۸	۳.۶۹	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۳۱	۰.۰۲۴	۱.۲۹	۰.۱۹۸
نسبت پرداخت سود سهام	-۰.۰۱۴	۰.۰۱۸	-۰.۷۷	۰.۴۴۰
ضریب تعیین	۰.۳۹		آماره F	۱۲.۴۷ (۰.۰۰۰)
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۳۶		دوربین واتسون	۱.۷۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه دوم: برآورد مدل رگرسیونی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی

برای بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، مدل مربوطه مورد برآورد قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد مقدار آماره F برابر با ۱۵.۸۳ و سطح معناداری آن کمتر از ۰.۰۱ است؛ از این رو مدل از نظر کلی معنادار بوده و قادر است تغییرات سطح نقدینگی شرکت‌ها را توضیح دهد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰.۴۱ گزارش شده و بیان می‌کند ۴۱ درصد از واریانس وجه نقد توسط متغیرهای

مدل تبیین می شود. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز ۱.۶۷ بوده که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی سریالی در خطاها است. در این دسته از شرکت ها، نتایج مربوط به متغیرهای اصلی پژوهش تصویری متفاوت و معنادار ارائه می دهد. اندازه هیئت مدیره ضریب ۰.۰۱۹- و سطح معناداری ۰.۰۰۷ دارد؛ استقلال هیئت مدیره با ضریب ۰.۰۶۳- و سطح معناداری برابر با ۰.۰۲۵ معنادار است؛ و درصد مالکیت نهادی نیز با ضریب ۰.۰۴۶- و سطح معناداری ۰.۰۰۲ گزارش شده است. علامت منفی و معناداری ضرایب بیان می کند در شرایط نبود محدودیت مالی، سازوکارهای نظارتی شرکت به طور مؤثر از انباشت بیش از حد وجه نقد جلوگیری می کنند. این نتیجه با منطق نظری نمایندگی سازگار است؛ بدین معنا که دسترسی آسان به منابع سرمایه خارجی موجب می شود نقش نظارتی هیئت مدیره و سهامداران نهادی پررنگ تر شده و مدیریت را از نگهداری نقدینگی ناکارا بازدارد. یافته های این مدل هم راستا با شواهد تجربی بیان می کند که در محیط های غیرمحدود، کیفیت حاکمیت شرکتی عامل اثرگذار و تعیین کننده در تنظیم سیاست های نقدی است.

در میان متغیرهای کنترلی، سودآوری با ضریب ۰.۱۹۸ و سطح کمتر از ۰.۰۰۱ رابطه ای مثبت و معنادار با نقدینگی دارد؛ امری که بیانگر نقش جریان نقدی داخلی در ایجاد ظرفیت نگهداشت وجه نقد است. اندازه شرکت ضریب ۰.۰۳۱- و سطح معناداری برابر با ۰.۰۰۰ دارد و نشان می دهد شرکت های بزرگ تر کمتر به انباشت نقدی اتکا می کنند. اهرم مالی با ضریب ۰.۰۶۷ و سطح معناداری ۰.۰۱۰ اثر مثبت و معناداری دارد؛ این نتیجه با این استدلال همخوان است که شرکت های دارای ساختار بدهی بالاتر برای پوشش ریسک های آتی سطح بالاتری از وجه نقد نگهداری می کنند. نسبت پرداخت سود دارای ضریب ۰.۰۴۲- و سطح معناداری برابر با ۰.۰۳۶ است که مؤید آن است شرکت هایی که سود بیشتری توزیع می کنند نیاز کمتری به نگهداشت نقد دارند. مجموعه این یافته ها نشان می دهد در نبود محدودیت مالی، متغیرهای حاکمیت شرکتی به طور معناداری سیاست های وجه نقد شرکت را هدایت می کنند و متغیرهای کنترلی نیز اثرات سازگار با مبانی نظری از خود نشان می دهند.

جدول ۹. نتایج رگرسیون اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت های فاقد محدودیت مالی

متغیر	ضریب رگرسیونی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰.۳۶۸	۰.۱۰۵	۳.۵۰	۰.۰۰۱
اندازه هیئت مدیره	-۰.۰۱۹	۰.۰۰۷	-۲.۷۱	۰.۰۰۷
استقلال هیئت مدیره	-۰.۰۶۳	۰.۰۲۸	-۲.۲۵	۰.۰۲۵
درصد مالکیت نهادی	-۰.۰۴۶	۰.۰۱۷	-۲.۷۰	۰.۰۰۲
اندازه شرکت	-۰.۰۳۱	۰.۰۱۰	-۳.۱۰	۰.۰۰۰
سودآوری	۰.۱۹۸	۰.۰۵۲	۳.۸۰	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۶۷	۰.۰۲۶	۲.۵۸	۰.۰۱۰
نسبت پرداخت سود سهام	-۰.۰۴۲	۰.۲۰۰	-۲.۱۰	۰.۰۳۶
ضریب تعیین	۰.۴۴		آماره F	۱۵.۸۳ (۰.۰۰۰)
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۱		دوربین واتسون	۱.۶۷

منبع: یافته های پژوهشگر

بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی این پژوهش، بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در تبیین سیاست نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها با تأکید بر نقش مشروط‌کنندگی محدودیت مالی بود. برخلاف بخش قابل توجهی از ادبیات پیشین که اثر حاکمیت شرکتی را به صورت کلی و بدون توجه به ناهمگنی وضعیت مالی شرکت‌ها تحلیل کرده‌اند، این پژوهش با تفکیک نمونه به شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی، تلاش نمود تا ماهیت زمینه‌محور کارایی سازوکارهای نظارتی را به طور نظام‌مند بررسی کند. این رویکرد امکان پاسخ‌دهی دقیق‌تر به این پرسش را فراهم ساخت که آیا حاکمیت شرکتی در تمامی شرایط قادر به کنترل رفتار نقدینگی مدیران است یا کارایی آن به وضعیت دسترسی شرکت به منابع مالی وابسته است.

نتایج تجربی نشان داد که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، هیچ‌یک از سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و درصد مالکیت نهادی، اثر معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد ندارند. این یافته بیانگر آن است که در محیط‌هایی با محدودیت شدید دسترسی به منابع تأمین مالی، تصمیمات مرتبط با سیاست نقدینگی عمدتاً تحت تأثیر فشارهای ساختاری، ریسک نقدینگی و نیازهای احتیاطی شکل می‌گیرند. در چنین شرایطی، مدیران ناگزیر به انباشت وجه نقد به عنوان سپری در برابر شوک‌های مالی و عدم اطمینان‌های تأمین مالی هستند؛ امری که دامنه اثرگذاری سازوکارهای نظارتی داخلی و بیرونی را به طور قابل توجهی محدود می‌سازد. عدم معناداری متغیرهای حاکمیتی در این گروه را می‌توان شواهدی از غلبه منطق بقا و استمرار فعالیت بر منطق نظارت شرکتی دانست. حتی حضور سهامداران نهادی یا ساختار هیئت‌مدیره با کیفیت بالاتر، در شرایط محدودیت مالی، توانایی اعمال انضباط بر سیاست‌های نقدینگی را ندارد؛ زیرا تصمیم نگهداشت نقد بیش از آنکه منعکس‌کننده انگیزه‌های فرصت‌طلبانه باشد، واکنشی عقلایی به محدودیت‌های بیرونی است. این نتایج با شواهد ارائه شده در پژوهش چان و همکاران (۲۰۱۳) مبنی بر «عدم رابطه معنادار بین معیارهای حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد» هم‌راستا است.

در مقابل، یافته‌های مربوط به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی تصویری کاملاً متفاوت ارائه می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این گروه دارای رابطه‌ای منفی و معنادار با سطح نگهداشت وجه نقد هستند. این الگو حاکی از آن است که در شرایط دسترسی مناسب به منابع مالی، سازوکارهای نظارتی قادرند نقش فعال و مؤثری در هدایت سیاست‌های نقدینگی ایفا کنند. در چنین محیطی، نگهداشت بیش از حد وجه نقد جنبه احتیاطی خود را از دست داده و بیشتر در معرض تبیین‌های مبتنی بر انگیزه‌های نمایندگی قرار می‌گیرد. رابطه منفی و معنادار استقلال هیئت‌مدیره با نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد که افزایش حضور اعضای غیرموظف و مستقل، با تقویت ظرفیت نظارتی هیئت‌مدیره، کنترل مؤثرتری بر سیاست‌های نقدینگی مدیران اعمال می‌کند. همچنین ضریب منفی مالکیت نهادی بیانگر آن است که سهامداران نهادی با تکیه بر توان تحلیلی و انگیزه‌های نظارتی قوی‌تر، مدیران را به سمت کاهش انباشت نقد مازاد و تخصیص کارآمدتر منابع سوق می‌دهند. افزون بر این، رابطه منفی اندازه هیئت‌مدیره با سطح نقدینگی می‌تواند ناشی از افزایش تنوع دیدگاه‌ها، کاهش تمرکز قدرت تصمیم‌گیری و ارتقای ظرفیت نظارتی در هیئت‌مدیره‌های بزرگ‌تر باشد؛ امری که احتمال اتخاذ سیاست‌های نقدینگی بیش از حد محافظه‌کارانه را کاهش می‌دهد. این نتایج با یافته‌های لی (۲۰۰۹) و النجار و کلارک (۲۰۱۷)

مبنی بر «رابطه منفی حاکمیت شرکتی با سطح نگهداشت وجه نقد» هم خوانی دارد، اما با نتایج ایزدی نیا و طباطبایی (۱۳۹۵) و هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) که بر «رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و نگهداشت وجه نقد» تأکید کرده اند، هم سو نیست.

در جمع بندی، یافته های این پژوهش نشان می دهد که کارایی سازوکارهای حاکمیت شرکتی وابسته به زمینه مالی شرکت است. در شرایط نبود محدودیت مالی، این سازوکارها مطابق پیش بینی های نظریه نمایندگی عمل کرده و از انباشت غیر ضروری وجه نقد جلوگیری می کنند؛ اما در شرایط وجود محدودیت مالی، اثرگذاری آن ها به شدت تضعیف شده و رفتار نقدینگی عمدتاً توسط عوامل بیرونی و فشارهای تأمین مالی تعیین می شود. این نتایج دارای پیامدهای مهمی برای ادبیات مالی است؛ زیرا نشان می دهد تحلیل رابطه میان حاکمیت شرکتی و سیاست های نقدینگی بدون توجه به وضعیت محدودیت مالی می تواند به استنباط های نادرست و نتایج ناسازگار منجر شود.

پیشنادهای مبتنی بر یافته ها

با توجه به ماهیت مشروط نتایج پژوهش و تفاوت رفتار شرکت ها در شرایط محدودیت و عدم محدودیت مالی، پیشنهادهای حاصل از یافته ها در سه سطح پژوهشی، مدیریتی و سیاستی ارائه می شود.

پیشنادهای پژوهشی

نخست، پیشنهاد می شود پژوهش های آتی به جای تمرکز بر متغیرهای منفرد حاکمیت شرکتی، از شاخص های ترکیبی استفاده کنند. چنین رویکردی می تواند مشخص سازد که آیا عدم معناداری برخی متغیرها در شرکت های دارای محدودیت مالی ناشی از ضعف عملکرد اجزای منفرد حاکمیت است یا اینکه ساختار کلی نظام حاکمیت شرکتی در این شرایط از کارایی لازم برخوردار نیست.

دوم، استفاده از مدل های پویا در تحلیل سیاست های نگهداشت وجه نقد پیشنهاد می شود. به کارگیری مدل های پانل پویا و روش گشتاورهای تعمیم یافته می تواند پایداری زمانی سیاست های نقدینگی و اثرات وقفه ای تصمیمات مالی را در شرایط محدودیت مالی بهتر آشکار سازد.

سوم، با توجه به عدم معناداری برخی سازوکارهای حاکمیتی در شرکت های دارای محدودیت مالی، بررسی نقش متغیرهای رفتاری مدیران می تواند افق های جدیدی در تبیین رفتارهای مالی شرکت ها فراهم کند. متغیرهایی مانند بیش اطمینانی مدیران، ریسک گریزی و ویژگی های شخصیتی تصمیم گیرندگان ممکن است بخشی از رفتارهای مرتبط با نگهداشت نقد را توضیح دهند.

در نهایت، بررسی نقش محیط نهادی نیز می تواند مسیر مهمی برای توسعه ادبیات این حوزه باشد. مطالعه اثر عواملی نظیر کیفیت نهادی، میزان حمایت قانونی از حقوق سهامداران و سطح شفافیت بازار سرمایه بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد، می تواند درک دقیق تری از تفاوت کارایی سازوکارهای حاکمیتی در بسترهای نهادی مختلف ارائه دهد.

پیشنادهای مدیریتی و اجرایی

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، نگهداشت سطح بالای وجه نقد غالباً به‌عنوان یک اقدام احتیاطی مورد استفاده قرار می‌گیرد. با این حال، انباشت بیش از حد منابع نقد می‌تواند منجر به افزایش هزینه‌های فرصت و کاهش کارایی سرمایه شود. از این رو، توصیه می‌شود مدیران این شرکت‌ها با بهبود سیستم‌های پیش‌بینی جریان‌های نقدی و مدیریت کارآمد دارایی‌های جاری، سطح بهینه‌ای از نقدینگی را حفظ کنند. از سوی دیگر، در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، وفور منابع نقد می‌تواند زمینه بروز مسائل نمایندگی و انجام سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده را فراهم کند. در چنین شرایطی، تقویت سازوکارهای نظارتی از جمله افزایش استقلال هیئت مدیره و حضور فعال سهامداران نهادی می‌تواند نقش مهمی در کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی ایفا کند. همچنین پیشنهاد می‌شود شرکت‌هایی که به دلیل شرایط مالی اقدام به نگهداشت سطح بالایی از وجه نقد می‌کنند، دلایل و اهداف این سیاست را در گزارش‌های تفسیری مدیریت به‌صورت شفاف بیان نمایند. افزایش شفافیت در این زمینه می‌تواند از برداشتهای منفی بازار درباره کارایی مدیریتی یا وجود مشکلات نمایندگی جلوگیری کند.

پیشنادهای سیاستی و نظارتی

از منظر سیاست‌گذاری، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کارایی سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌تواند تحت تأثیر شرایط مالی شرکت‌ها قرار گیرد؛ بنابراین، نهادهای ناظر بازار سرمایه در تدوین و اجرای مقررات مرتبط با حاکمیت شرکتی لازم است به تفاوت‌های ساختاری شرکت‌ها توجه داشته باشند. اعمال الزامات یکسان برای شرکت‌های بزرگ و کوچک یا برای شرکت‌های دارای و فاقد محدودیت مالی ممکن است به تحمیل هزینه‌های اضافی و کاهش کارایی مقررات منجر شود.

علاوه بر این، تسهیل دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی می‌تواند نقش مهمی در کاهش آثار منفی محدودیت مالی ایفا کند. توسعه ابزارهای تأمین مالی، بهبود فرآیندهای انتشار اوراق بدهی و گسترش بازارهای مالی می‌تواند فشار ناشی از محدودیت‌های مالی را کاهش داده و زمینه را برای ایفای مؤثرتر سازوکارهای حاکمیت شرکتی فراهم سازد. همچنین طراحی نظام رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی که در آن وضعیت محدودیت مالی شرکت‌ها نیز به‌عنوان یکی از متغیرهای کنترلی لحاظ شود، می‌تواند اطلاعات ارزشمندی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد و به ارزیابی دقیق‌تر کیفیت نظارت و ساختار حاکمیتی شرکت‌ها کمک کند.

محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش بر داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و در یک بازه زمانی مشخص متمرکز بوده است؛ از این رو تعمیم نتایج به سایر بازارهای مالی یا دوره‌های زمانی متفاوت باید با احتیاط انجام گیرد. همچنین برخی شاخص‌های حاکمیت شرکتی به دلیل محدودیت در دسترسی به داده‌های کامل، با استفاده از متغیرهای جانشین اندازه‌گیری شده‌اند. پژوهش‌های آتی می‌توانند با بهره‌گیری از داده‌های گسترده‌تر یا مقایسه بین‌المللی، به آزمون مجدد و تعمیم‌پذیری بیشتر یافته‌های این مطالعه بپردازند.

جمع‌بندی نهایی

این پژوهش با ارائه شواهدی مبنی بر ناهمگنی اثر حاکمیت شرکتی بر سیاست نگهداشت وجه نقد، ضرورت توجه به شرایط مالی شرکت‌ها در تحلیل سازوکارهای حاکمیتی را برجسته می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی همواره راهکاری قطعی برای کاهش تضادهای نمایندگی نیست و اثربخشی آن تا حد زیادی به وضعیت محدودیت مالی شرکت وابسته است. در مجموع، یافته‌های این مطالعه ضمن گسترش دامنه نظریه نمایندگی در حوزه مالی شرکتی، می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در طراحی سازوکارهای کارآمدتر تصمیم‌گیری مالی مفید واقع شود.

منابع

- احمدی حسن؛ موسوی، صدیقه؛ انوشا، محمد و صداقت مهدی. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با نقش تعدیلی محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۷ (۲۷)، ۱۳۷۲-۱۳۴۵.
- دیدار، حمزه؛ منصور فر، غلامرضا و کفعمی، مهدی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شکاف مالیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۴)، ۴۰۹-۴۳۰.
- طاهری، عارفه و برادران حسن زاده، رسول. (۱۴۰۰). تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نقد شوندگی سهام و نگهداشت وجه نقد شرکت. ششمین کنفرانس بین المللی تحولات مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، <https://civilica.com/doc/1359693>
- قدردان، احسان و افتخاری، زهرا. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر سیاست نگهداشت وجه نقد با رویکرد تعدیلگر حاکمیت شرکتی و محدودیت مالی. چهارمین کنفرانس ملی و نخستین کنفرانس بین المللی الگوهای نوین مدیریت و کسب و کار، <https://civilica.com/doc/1394586>
- کاظمی علوم، مهدی؛ ختن لو، محسن و مهرابی تیزرو، سعید. (۱۴۰۴). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شهرت شرکت. حسابداری مالی. ۱۷ (۶۵)، ۵۶-۴۰.
- محمدی تبار. آرش. (۱۴۰۰). مطالعه تأثیر محدودیت مالی بر رابطه اجتناب مالیاتی و سطح نگه داشت وجه نقد. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵ (۶۰)، ۷۳-۸۳.
- ملیکان، اسفندیار؛ احمد پور، احمد و محمدی، منصور. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۲ (۱۱).
- Al Daoud, K. A., Ismail, K. N. I. K., & Lode, N. A. (2015). The impact of internal corporate governance on the timeliness of financial reports of Jordanian firms: Evidence using audit and management report lags. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(1), 430-442.
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.030>
- Boehmer, E., Jones, C. M., & Zhang, X. (2008). Which shorts are informed? *The Journal of Finance*, 63(2), 491-527.
- Boubaker, S., Derouiche, I., & Nguyen, D. (2013). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms. *Journal of Management & Governance*, 19(2), 341-370.
- Chen, L., Srinidhi, B., Tsang, A., & Yu, W. (2015). Audited financial reporting and voluntary disclosure of corporate social responsibility (CSR) reports. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2666872>
- Do, T. T. N., Pham, T. N. D., Tong, G. H., & Nguyen, T. K. (2024). Monetary policy, cash holding and corporate investment in Vietnam. *Transformations in Business & Economics*, 23(1), 361-380.
- Drobtz, W., Grüniger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Ebrahim, A. M. (2004). *The effectiveness of corporate governance, institutional ownership, and audit quality as monitoring devices of earnings management* (Doctoral dissertation). The State University of New Jersey.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-195.
- Wirianata, H., & De Mayo, I. F. (2023). Corporate governance in cash management, net working capital, and cash holding. *Jurnal Akuntansi*, 27(1), 118-135.

The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Cash Holdings with Emphasis on the Role of Corporate Financial Constraints

Zeinab Shirin Kheir*¹

Abstract

The aim of this study is to examine the effect of corporate governance mechanisms on the level of corporate cash holdings, with emphasis on the role of financial constraints. To this end, data from 135 companies listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2020–2024 were collected and analyzed. Corporate governance, as a set of internal and external monitoring mechanisms, can influence firms' liquidity policies by reducing agency costs and constraining managers' opportunistic behavior. In this study, panel data regression models and multivariate regression analysis were employed to test the research hypotheses.

The results indicate that, in financially unconstrained firms, board size, board independence, and institutional ownership have a negative and significant relationship with the level of cash holdings. In contrast, in financially constrained firms, none of these variables show a significant relationship with the level of cash holdings. These findings suggest that the effectiveness of corporate governance mechanisms in controlling firms' liquidity policies depends on their financial constraint status.

Keywords: Board size; Board independence; Institutional ownership; Cash holdings; Financial constraints.

¹ Corresponding author: Master of Accounting, Accounting Department, Qeshm Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran./ zeynabshirin@mail.ir