

تأثیر تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری‌های مدیریتی (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

عطاله محمدی ملقرنی^۱

نسرین خدابنده لو^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۱۵

چکیده

اولین مشکل مربوط به نمایندگی، وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است که این تضاد منافع حتی ممکن است منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول و براساس جبهه‌گیری به دنبال افزایش ثروت خود است. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری‌های مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی می‌باشد و در زمره پژوهش‌های توصیفی - همبستگی به شمار می‌رود. داده‌های ۱۱۸ شرکت برای دوره مالی ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۵ به عنوان نمونه آماری جمع‌آوری گردید. در این پژوهش برای اندازه‌گیری جبهه‌گیری مدیریتی از دو شاخص دوگانگی نقش مدیر عامل و درصد مالکیت سهام در اختیار هیأت مدیره استفاده شده است. نتایج نشان داد تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تاثیرگذار است. همچنین سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تاثیرگذار است. در واقع نتایج نشان داد تعدیلات و سرعت نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

واژه‌های کلیدی: تعدیلات نگهداشت وجه نقد، جبهه‌گیری مدیریتی، تئوری نمایندگی.

۱ - استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج، سنندج، ایران.

۲ - کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج، سنندج، ایران. (نویسنده مسئول) n.khodabandehlu1365@gmail.com

۱- مقدمه

اگرچه وجه نقد نگهداری شده در ترازنامه دارایی مهمی برای شرکت به حساب می‌آید، نگهداری این دارایی بیش از اندازه می‌تواند نشانه‌ای از عدم کارایی تخصیص منابع باشد و هزینه‌هایی را به عهده شرکت تحمیل کند (لی^۱، ۲۰۰۹). برخی از این هزینه‌ها شامل هزینه فرصت، هزینه‌های تأمین مالی خارجی و هزینه نمایندگی است. از آنجا که همه شرکت‌هایی که با عدم توازن در وجه نقد خود روبه‌رو هستند با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند، بر همین اساس بررسی میزان انحراف وجه نقد نگهداری شده و اینکه با چه سرعتی موجودی نقد به سمت سطح هدف خود در حال حرکت است، می‌تواند موضوع مهم و قابل توجهی به شمار آید (جیانگ و لی^۲، ۲۰۱۶). از دیدگاه تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی، وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است که این تضاد منافع حتی ممکن است منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱). از طرفی، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تأمین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود، بنابراین شرکت‌ها ترجیح می‌دهند دارایی‌های نقدی زیادی نگهداری کنند تا در مواقع لازم وجوه مورد نیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند. طبق نظریه سلسله مراتبی، مدیریت منابع داخلی تأمین مالی به دلیل هزینه پایین‌تر بر منابع مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهد (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶). این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه‌تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه‌های سودآور شوند. در این حالت، وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته و بسیار کم باشد. بنابراین، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله نخست، از داخل

شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع نماید (فریرا و ویللا^۳، ۲۰۰۴).
جیانگ و لی (۲۰۱۶) بیان نمودند که سرعت تعدیلات سه عامل عمده را منعکس می‌کند: (۱) بهای انحراف از نسبت هدف (بهینه)، (۲) بهای تعدیلات نقد و (۳) آمادگی و تمایل مدیران علاقمند به تعدیلات وجه نقد. بهای انحراف از نسبت هدف (بهینه) شامل هزینه‌های مرتبط به بحران مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد اگر نسبت‌ها خیلی پایین هستند و هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد، اگر نسبت‌ها خیلی بزرگ هستند. لذا پیش‌بینی می‌شود که هنگامی که این نسبت بهینه پایین باشد مدیران با سرعت بالایی به دنبال اصلاح کمبود پول نقد خود حرکت می‌کنند. در مقابل فرضیه‌های رقیبی وجود دارد که به بررسی علاقه مدیران بر سرعت تعدیل وجه نقد می‌پردازد. از یک طرف اپلر و همکاران^۴ (۱۹۹۹) بر این عقیده بودند که مدیران به طور ذاتی تمایل به نگهداری بیش از حد وجوه نقد دارند زیرا آن‌ها ریسک‌گریز هستند و بیشتر به دنبال اهداف شخصی خود هستند. این می‌تواند مانع استفاده به موقع یا پرداخت ذخیره وجه نقد در غیاب فشار خارجی برای حداکثر کردن وجوه نقد شود. از سوی دیگر، جنسن^۵ (۱۹۸۶) معتقد است که مدیران علاقمند به سرمایه‌گذاری ناکارآمد وجوه نقد هستند زیرا حتی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی نیز می‌تواند برای آن‌ها سودمندی داشته باشد؛ بنابراین این مدیران احتمال دارد تا به سرمایه‌گذاری بیش از حد بپردازند. این پژوهش بر این عقیده استوار است که به منظور فهم نتیجه تعدیلات نگهداشت وجه نقد، ضروری است تا نقش جبهه‌گیری‌های مدیریتی را نیز در نظر گرفته شود. مطالعه در زمینه جبهه‌گیری‌های مدیریتی و تعدیلات نگهداشت وجه نقد به دو دلیل ضرورت دارد: ۱- از آنجا که همه شرکت‌هایی که با عدم توازن در وجه نقد خود روبه‌رو هستند با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند، بر همین اساس بررسی میزان انحراف وجه نقد نگهداری شده و اینکه با چه سرعتی موجودی نقد به سمت سطح هدف خود در حال حرکت است، می‌تواند موضوع مهم

بالا باشند، است. از آنجا که انواع هزینه‌ها با سطوح نقدی کم در مقایسه با بیش از حد متفاوت است، مقادیر آن‌ها نیز متفاوت است. جیانگ و لی (۲۰۱۶) بیان نمود که نقدینگی کم به نسبت موارد نگهداشت مازاد وجه نقد، با هزینه بیشتری همراه است و باعث می‌شود که مدیران برای مقابله با کمبود نقدینگی نسبت به موارد اضافی نقدینگی اقدام سریع‌تری داشته باشند. در این صورت و با فرض عدم تغییر سایر موارد، انتظار بر این است که سرعت تغییرات در رسیدن به هدف وقتی نقدینگی کمتر از مقدار هدف باشد، سریع‌تر شود. به علاوه، تعدیل نرخ نقدینگی نیز پرهزینه است. اگر نرخ نقدینگی زیر مقدار هدف باشد، می‌توان آن را با کاهش سرمایه‌گذاری یا افزایش سرمایه جدید افزایش داد، که هر دو هزینه‌های متعددی را به شرکت اعمال می‌کنند. در مقابل، اگر نرخ نقدینگی بالاتر از مقدار هدف باشد، نقدینگی اضافی را می‌توان برای پرداخت بدهی یا پرداخت به سهامداران از طریق سود سهام یا بازپرداخت استفاده کرد. این تعدیل نیز هزینه‌بردار است، به عنوان مثال، سهامداران باید مالیات بر درآمد سود و سود سرمایه را پرداخت کنند. فرض پژوهش حاضر بر این است، که هزینه‌های افزایش نرخ نقدینگی بیش از هزینه‌های کاهش آن است، در این صورت، در حالی که نرخ نقدینگی بالاتر از مقدار هدف بوده و با فرض عدم تغییر سایر موارد، سرعت تعدیل نقدینگی سریع‌تر خواهد شد. فرضیه‌های رقابتی در مورد تأثیر منافع مدیریتی بر سرعت تعدیل نقدینگی وجود دارد. هارفورد^۱ و همکاران (۲۰۱۴) اینگونه استدلال می‌کنند که مدیران شرکت‌های جبهه‌گیر می‌خواهند ذخایر نقدینگی را مهار کنند، زیرا این ذخایر می‌توانند ناخواسته توجه سهامداران فعال را به خود جلب کنند. مفهوم از این استدلال این است که سرعت تعدیل در سطوح بالای نقدینگی در میان شرکت‌های جبهه‌گیر نسبت به سایر شرکت‌ها بیشتر است؛ آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌های جبهه‌گیر ممکن است از طریق جذب و هزینه‌های سرمایه‌ای بیش از سایر شرکت‌ها، نقدینگی اضافی را پراکنده سازند. به همین ترتیب،

و قابل توجهی به شمار آید؛ ۲- درک و فهم عوامل مؤثر بر تعدیلات نگهداشت وجه نقد علاوه بر حفظ منافع سرمایه‌گذاران، باعث رشد و شکوفایی شرکت و نهایتاً افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های نگهداری وجوه نقد مازاد شرکت می‌شود. لذا این پژوهش به بررسی اثرات تعدیلات نگهداشت وجه نقد خواهد بر جبهه‌گیری‌های مدیریت می‌پردازد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مطابق تئوری نمایندگی مدیران تمایلی به حداکثر سازی ثروت سهامداران ندارند. این تئوری به طور روشن توسط شلیفر و ویشنی^۲ (۱۹۸۹) به اثبات رسیده است. آن‌ها نشان دادند که مدیران برای تثبیت موقعیت خود از اختیارات خویش در جهت دستیابی به اهداف شخصی خود استفاده می‌کنند و به ارزش شرکت توجهی نمی‌کنند. آن‌ها موقعیت خود را از طریق سرمایه‌گذاری‌های خاص که ریسک کمی دارد تثبیت می‌کنند و اینگونه نشان می‌دهند که نقش با ارزشی برای منافع سهامداران دارند (خانقاه و زینالی، ۱۳۹۶). مطابق با اظهارات مارون^۳ (۲۰۱۵) جبهه‌گیری از دو نقطه نظر مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد: اولین نوع مربوط به جبهه‌گیری مدیر است؛ این جبهه‌گیری به تمام رفتارهایی که موجب حفظ شغل، افزایش آزادی تصمیم‌گیری و حفظ سودهای شخصی است، مربوط می‌شود. دومین نوع، جبهه‌گیری سهامدار است. این نوع از جبهه‌گیری یا به‌عنوان یک نوع ابزار تخریب محسوب می‌شود، زمانی که هزینه‌های بالایی به شرکت تحمیل شده و سرمایه‌گذاری‌های شرکت ناکاراست؛ یا به شکل یک ابزار مطلوب است، زمانی که ادامه حیات شرکت ممکن شده و با رشد شرکت مرتبط است (خانقاه و زینالی، ۱۳۹۶).

از طرفی، هزینه‌های انحراف از مقادیر هدف شامل هزینه‌های مرتبط با پراکندگی مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد در صورتی که نرخ‌ها نسبتاً کم بوده و هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد اگر نرخ‌ها نسبتاً

این باشد که کاهش وجوه نقد، ارزان‌تر از افزایش آن است. اما هرچه شرکتها در مقابل تهدید تصاحب نفوذ ناپذیرتر می‌شوند، تعدیل وجوه نقدشان را در نسبت‌های وجوه نقد بالا بطور معناداری کاهش می‌دهند. شواهد نشان می‌دهد که مدیران منفعت طلب مایل به توزیع وجوه نقد مازاد نیستند و بجز در مواردی که فشار بیرونی بر شرکت وجود دارد، تمایل به حفظ وجه نقد در سطوح بالا دارند. سوووکا^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی نشان دادند که جبهه‌گیری مدیریت منجر به کاهش عملکرد اجتماعی شرکت می‌شود.

خانقاه و زینالی (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره و جبهه‌گیری مدیریت بر استراتژی متنوع‌سازی شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اندازه و استقلال هیأت مدیره به ترتیب یک تأثیر مثبت و منفی بر متنوع‌سازی شرکت دارند. بدین معنی که در شرکت‌هایی با هیأت مدیره‌های بزرگ و استقلال پایین اعضای هیأت مدیره، متنوع‌سازی شرکت در سطح بالایی است. همچنین نتایج نشان داد که دوگانگی پست مدیر عامل و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بر متنوع‌سازی شرکت تأثیر مثبتی دارند در حالی که مالکیت مدیریتی تأثیری بر متنوع‌سازی شرکت ندارد. نتایج سازگار با تئوری نمایندگی می‌باشد. مطابق این تئوری افزایش تضاد بین سهامداران و مدیران موجب می‌شود تا مدیران داخلی شرکت برای انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه خود در جهت متنوع‌سازی شرکت، انگیزه داشته باشند. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از این بود که متغیرهای اندازه شرکت، سرمایه در گردش، وجه نقد عملیاتی و وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با وجه نقد نگهداری شده توسط شرکتها، دارای رابطه مثبت و معنادار هستند و متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد، تغییرات جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با میزان نگهداشت

دیتمار و مارت^۹ (۲۰۰۷) دریافتند که شرکت‌هایی جبهه‌گیر، نقدینگی اضافی را سریع‌تر از شرکت‌های تحت مدیریت خوب کاهش می‌دهند. هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) بیان نمودند که مدیران جبهه‌گیر، ذخایر نقدینگی پایین‌تر را به صرف بیش از اندازه هزینه‌ها در میان این شرکتها اختصاص می‌دهند. در راستای تأیید این استدلال، آنها دریافتند که ترکیبی از جبهه‌گیری و نقدینگی اضافی، هزینه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

لین^{۱۱} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی نشان دادند که براساس تئوری نمایندگی، کاهش جبهه‌گیری مدیریت منجر به افزایش تولید اطلاعات و شفافیت اطلاعات مالی می‌شود. یانگ^{۱۱} و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی نقش سیاست‌های پولی بر سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که سیاست‌های پولی انقباضی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود اما نگهداشت وجه نقد تأثیر سیاست‌های پولی انقباضی بر کاهش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. بریک و لیائو^{۱۲} (۲۰۱۶) به بررسی گزینه‌های مشترک نگهداشت وجه نقد و سررسید بدهی پرداختند. نتایج نشان داد که یک رابطه مثبت بین رسید بدهی و نگهداشت پول نقد وجود دارد. نتایج با در نظر گرفتن درون‌زایی میان اهرم، بلوغ بدهی و نگهداشت وجه نقد نیز صادق بود. فرض بر آن شد که این رابطه در میان شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی مثبت خواهد بود. نتایج پس از کنترل مسئله نمایندگی، مالیات بین‌المللی، نقدینگی وام بانکی و ریسک نکول ثابت بود. جیانگ و لی (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری‌های مدیریتی پرداختند. آنها دریافتند که بطور میانگین، شرکت‌ها ۳۱ درصد از شکاف میان نسبت وجه نقد واقعی به نسبت وجه نقد هدف (نسبت وجه نقد مورد نظر) را هر سال پوشش می‌دهند. سرعت تعدیل نسبت وجه نقد عموماً زمانی سریعتر خواهد بود که نسبت وجه نقد واقعی فراتر از نسبت وجه نقد هدف شود، و دلیل این امر احتمالاً

(۷۸۰ سال / شرکت) مشخص و با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی مورد مطالعه قرار گرفتند. در این پژوهش از مدل جیانگ و لی (۲۰۱۶) برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. برای بررسی فرضیه فرعی اول از مدل (۱) و برای بررسی فرضیه فرعی دوم از مدل (۲) استفاده خواهد شد:

مدل (۱)

$$\text{Entrenchment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{Cash}_{i,t} - \text{Cash}_{i,t-1}) + \alpha_2 (\text{Cash}_{i,t}^* - \text{Cash}_{i,t-1}) + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_5 \text{CFV}_{i,t} + \alpha_6 \text{QTOBIN}_{i,t} + \alpha_7 \text{DIVIDENDDUMMY}_{i,t} + \alpha_8 \text{AGE}_{i,t} + \alpha_9 \text{NWC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$\text{Entrenchment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{HightCash}_{i,t} + \alpha_2 (\text{Cash}_{i,t} - \text{Cash}_{i,t-1}) + \alpha_3 (\text{Cash}_{i,t} - \text{HightCash}_{i,t} \times \text{Cash}_{i,t-1}) + \alpha_4 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_5 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_6 \text{CFV}_{i,t} + \alpha_7 \text{DIVIDENDDUMMY}_{i,t} + \alpha_8 \text{QTOBIN}_{i,t} + \alpha_9 \text{AGE}_{i,t} + \alpha_{10} \text{NWC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۵- متغیرهای پژوهش

• متغیرهای مستقل

- (۱) تعدیلات نگهداشت وجه نقد (Cash_{i,t} - Cash_{i,t-1}): نسبت موجودی نقد واقعی به ارزش دفتری دارایی‌ها در سال t؛
- Cash_{i,t-1}: نسبت موجودی نقد واقعی به ارزش دفتری دارایی‌ها در سال t-1.
- (۲) سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد (HighCash_{i,t}): یک متغیر مجازی است و برابر با یک است اگر Cash_{i,t} بزرگتر از Cash_{i,t-1}* باشد و در غیر این صورت برابر با صفر است؛ (Cash_{i,t}*): موجودی نقد بهینه (هدف) در سال t که برابر است با میانگین متحرک وجوه نقد طی ۵ سال قبلی شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها در سال t).

• متغیر وابسته

در این پژوهش، متغیر جبهه‌گیری‌های مدیریتی (Entrenchment_{i,t}) متغیر وابسته است. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) بیان می‌کنند که مالکیت مدیریتی به

وجه نقد، رابطه آماری معناداری نداشتند. همچنین نتایج تجزیه و تحلیل‌های آماری بیانگر این بود که نگهداری مازاد وجه نقد توسط شرکت‌ها به صورت مداوم و مقطعی، تأثیری بر ارزش حقوق صاحبان سهام ندارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین و مورد آزمون قرار خواهند گرفت:

فرضیه اصلی: تعدیلات و سرعت نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار دارد.

فرضیه فرعی اول: تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تأثیر گذار است.

فرضیه فرعی دوم: سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تأثیر گذار است.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش بر اساس طبقه‌بندی بر مبنای هدف، کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع همبستگی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی، انجام شده است. داده‌های خام مربوط به صورت‌های مالی با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و استفاده از شبکه جامع اطلاع‌رسانی (گدال) بورس اوراق بهادار جمع‌آوری گردید. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۵ (دوره ۸ ساله) است. نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری بوده که حائز این شرایط باشند: ۱- سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود؛ ۲- در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره (سال) مالی نداشته باشند؛ ۳- داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی مورد بررسی موجود باشند؛ ۴- شرکت‌هایی که در گروه سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها، بیمه‌ها و هلدینگ‌ها نباشند. در نهایت با در نظر گرفتن شرایط فوق و با استفاده از فرمول کوکران تعداد ۱۱۸ شرکت

شرکت‌ها (مشاهدات) بالاتر باشد برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر.

• متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش به شرح زیر می‌باشند (جیانگ و لی، ۲۰۱۶):

$Cash_{it}^* - Cash_{it-1}$: انحراف از سطح وجه نقد بهینه در سال t ($Cash_{it}^*$): موجودی نقد بهینه (هدف) در سال t که برابر است با میانگین متحرک وجوه نقد طی ۵ سال قبلی شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها در سال t ؛ اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): متغیر اندازه شرکت، که برابر است با لگاریتم طبیعی جمع فروش خالص شرکت i در سال t ؛ کیوتوبین ($Q_{tobin_{it}}$): نسبت کیوتوبین است و برابر است با نسبت ارزش بازار دارایی‌ها (ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با ارزش بازار سرمایه به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها) به ارزش دفتری دارایی‌ها؛ متغیر مجازی سود تقسیمی (تقسیم کند عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می‌کند؛ ریسک جریان وجوه نقد عملیاتی) (CFV_{it}): انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی پنج سال قبل شرکت i در سال t ؛ اهرم مالی (LEV_{it}): شاخص اهرم مالی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها؛ عمر شرکت (AGE_{it}): متغیر عمر شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی عمر شرکت؛ نسبت خالص سرمایه در گردش (NWC_{it}): برابر است با نسبت سرمایه در گردش (سرمایه در گردش برابر است با دارایی جاری منهای بدهی جاری) تقسیم بر دارایی‌ها در سال t .

۶- یافته‌های پژوهش

• آمار توصیفی

جدول شماره (۱) حاوی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. در این جدول حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و انحراف معیار کلیه متغیرها ارائه گردیده است.

همسویی منافع مدیران و سهامداران کمک می‌کند. در واقع، مدیران از تصمیماتی که منجر به تأثیر منفی بر ارزش شرکت شود، اجتناب می‌کنند. بنابراین، مالکیت مدیریتی سازوکاری است که هزینه‌های کنترلی اعمال شده توسط سهامداران را کاهش می‌دهد، زیرا به کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران کمک می‌کند. با این وجود، با توجه به نظریه جبهه‌گیری مدیریت، مالکیت مدیریتی، گاهی اوقات مشکل ساز می‌شود، زیرا سرکوب مدیران حتی اگر عملکردشان رضایتمندانه نباشد، مشکل خواهد بود (جنسن و مک لینگ^{۱۴}، ۱۹۷۶؛ استالز^{۱۵}، ۱۹۹۰). بنابراین، باعث تضعیف فرآیند نظارت توسط سهامداران بیرونی می‌شود و امکان و احتمال تعدیل ارقام حسابداری توسط مدیران فراهم می‌شود؛ از سوی دیگر براساس نظریه جبهه‌گیری مدیریت، هنگامی که مدیران دارای نقش دوگانه باشند از اختیارات بالاتری برخوردار خواهند بود، که منجر به افزایش جبهه‌گیری آنها در جهت دستیابی به اهداف شخصی‌شان می‌شود (جیانگ و لی، ۲۰۱۶)؛ لذا برای اندازه‌گیری جبهه‌گیری مدیریت از معیار امتیازدهی ترکیبی دوگانگی نقش مدیر عامل و مالکیت مدیریتی استفاده می‌شود (مارون، ۲۰۱۵):

(۱) مسئولیت دوگانه مدیرعامل ($CEO_{duality_{it}}$):

برای عملیاتی کردن مسئولیت دوگانه مدیرعامل از یک متغیر مجازی استفاده شده است. در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و برعکس چنانچه رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد.

(۲) درصد مالکیت سهام در اختیار هیأت مدیره

($Directors_{holdingRatio_{it}}$): در این پژوهش،

درصد مالکیت سهام در اختیار هیأت مدیره برابر است درصد مالکیت سهامی که در اختیار اعضای هیأت مدیره قرار دارد که اطلاعات آن با مراجعه به یادداشت‌های همراه صورتهای مالی بدست می‌آید. در صورتی که سهام در اختیار مدیریت شرکتی از میانه سهام در اختیار مدیریت سایر

جدول ۱: توصیف داده‌های پژوهش (۱۱۸ شرکت؛ ۹۴۴ سال - شرکت)

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
جبهه‌گیری مدیریتی	۱۰۱۰۶۷۲	۱	۲	۰	۰.۱۱۲۷۲۳
سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد	۰.۵۸۸۰۴۷	۱	۱	۰	۰.۴۹۲۴۵۰
تعدیلات نگهداشت وجه نقد	۰.۰۰۷۳۴۳	۰.۰۰۲۰۰۰	۰.۳۷۲۴۰۰	-۰.۲۴۷۹	۰.۰۴۹۰۹۴
انحراف از سطح وجه نقد بهینه	-۰.۰۱۲۷۵	-۰.۰۰۲۹	۰.۲۱۴۸۰۰	-۰.۳۲۹۸	۰.۰۴۰۵۱۶
اندازه شرکت	۱۳.۷۹۵۴۳	۱۳.۶۹۸۳۰	۱۹.۷۱۸۷۰	۲.۳۹۷۹۰۰	۱.۷۱۹۳۲۶
اهرم مالی	۰.۵۹۴۷۵۱	۰.۵۹۵۴۰۰	۱۷.۷۴۸۹۰	۰.۰۱۲۷۰۰	۰.۵۹۴۵۸۱
ریسک جریان نقد عملیاتی	۰.۱۲۰۱۹۹	۰.۰۶۵۷۰۰	۱۹.۴۹۳۵۰	۰.۰۰۷۰۰۰	۰.۸۲۵۸۸۹
کیوتوبین	۱.۹۱۲۷۹۸	۱.۵۸۱۷۰۰	۷.۷۱۹۶۰۰	۰.۵۹۴۶۰۰	۱.۰۱۷۵۱۰
تقسیم سود	۰.۸۳۵۶۴۶	۱	۱	۰	۰.۳۷۰۷۹۵
عمر شرکت	۲.۶۳۰۲۹۶	۲.۶۳۹۱۰۰	۳.۹۷۰۳۰۰	۱.۶۰۹۴۳۸	۰.۶۲۳۰۲۸
خالص سرمایه در گردش	۰.۱۳۱۲۸۲	۰.۱۴۲۹۰۰	۰.۸۲۰۵۰۰	-۱.۴۸۹۶	۰.۲۳۳۵۰۰

همان‌گونه که مشاهده می‌شود به غیر از مشکل ناهمسانی واریانس (از طریق استفاده از برآوردگر حداقل مربعات تعمیم‌یافته به‌جای حداقل مربعات معمولی در برآورد مدل پژوهش حل شده است) و همچنین خودهمبستگی سریالی (از طریق اتورگرسیو مرتبه اول برطرف شد) سایر مفروضات برقرار می‌باشد. لازم به ذکر است که مانایی هر یک از متغیرها نیز سنجیده شده است و کلیه متغیرها مانا بودند.

در داده‌های پانلی جهت انتخاب بین مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثر ثابت و مدل اثر تصادفی آزمون‌هایی وجود دارد. احتمال آماره آزمون چاو در مواردی که بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بیانگر تأیید مدل داده‌های تلفیقی می‌باشد. اگر مدل داده‌های تلفیقی ارجح بود کار تمام است. در غیر این صورت آزمون هاسمن ضرورت می‌یابد. احتمال آماره آزمون هاسمن در مواردی که کمتر از ۰/۰۵ است، حاکی از تأیید مدل اثرات ثابت می‌باشد. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن به شرح جدول (۳) می‌باشد.

میانگین جبهه‌گیری مدیریتی نشان می‌دهد که به طور میانگین ۵۰ درصد (نسبت میانگین به حداکثر) از مشاهدات دارای جبهه‌گیری مدیریتی بالا هستند. حداقل این متغیر (صفر) نشان می‌دهد که برخی از مشاهدات هم در ارتباط با درصد سهام در اختیار مدیریت و هم دوگانگی نقش مدیرعامل پایین‌تر از میانه قرار دارند. میانگین سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد که به طور میانگین نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها از سطح بهینه وجه نقد طی دوره مورد بررسی بزرگتر است. میانگین تعدیلات نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد که به طور میانگین نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در طی دوره مورد بررسی افزایش یافته است. میانگین انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد که به طور میانگین نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در طی دوره مورد بررسی از سطح بهینه وجه نقد طی دوره مورد بررسی بزرگتر است.

• آمار استنباطی

قبل از آزمون فرضیه‌های تحقیق بایستی مفروضات رگرسیون بررسی شود تا مشخص شود آیا ضرایب رگرسیون قابل اتکا هستند. نتایج مفروضات رگرسیون کلاسیک به شرح جدول (۲) است.

جدول ۲. نتایج آزمون‌های پیش فرض رگرسیون

شرح	نوع آزمون	فرضیه	آماره (معناداری)	نتیجه
آزمون مانایی توزیع متغیرها	ایم، پسران و شین	فرضیه فرعی اول	۹/۴۳۲- (۰/۰۰۰)	توزیع متغیرها مانا است.
		فرضیه فرعی دوم	۷/۴۵۷- (۰/۰۰۰)	توزیع متغیرها مانا است.
تصریح مدل	ریست رمزی	فرضیه فرعی اول	۱/۱۰۵ (۰/۲۶۹)	شکل تبعی مدل صحیح است.
		فرضیه فرعی دوم	۰/۹۶۹ (۰/۳۳۲)	شکل تبعی مدل صحیح است.
خودهمبستگی سریالی	بروش - گادفری	فرضیه فرعی اول	۱۵/۵۸۷ (۰/۰۰۰)	خود همبستگی سریالی وجود دارد.
		فرضیه فرعی دوم	۱۲۹/۴۹۸ (۰/۰۰۰)	خود همبستگی سریالی وجود دارد.
ناهمسانی واریانس	وایت	فرضیه فرعی اول	۱۵/۹۵۳ (۰/۰۰۰)	استفاده از برآوردگر حداقل مربعات تعمیم یافته.
		فرضیه فرعی دوم	۱/۰۷۱ (۰/۳۳۱)	استفاده از برآوردگر حداقل مربعات معمولی.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های پانل

مدل	آزمون چاو		آزمون هاسمن	
	آماره احتمال	آماره احتمال	آماره احتمال	آماره احتمال
فرضیه فرعی اول	۱/۴۴۴	۰/۰۰۰۷	۱۸/۲۷۶	۰/۰۳۲۱
فرضیه فرعی دوم	۲/۹۵۴	۰/۰۰۰	۳۳/۸۴۳	۰/۰۰۰۰

فرضیه فرعی اول: تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تاثیرگذار است. یافته‌های حاصل از آزمون مدل اول پژوهش (فرضیه فرعی اول: تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تاثیرگذار است) به شرح جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. یافته‌های حاصل از آزمون مدل اول (فرضیه فرعی اول)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون (t)	سطح معنی داری	همخطی (تورم واریانس)
تعدیلات نگهداشت وجه نقد	۹۸۹۵۶۷.۰۰	۳۰۲۶۳۱.۰	۲۶۹۸۱۷۵.۳-	۰۰۱۱.۰	۷۱۵۰۳۰.۲
انحراف از سطح وجه نقد بهینه	۹۳۱۵۷۲.۸۰	۵۰۲۰۲۹.۰	۷۹۰۹۵.۱۷-	۰۰۰۰.۰	۸۳۰۴۶۷.۲
اندازه شرکت	۰۰۶۷۰۰.۰۰	۰۱۵۱۰۷.۰	۴۴۳۵۱۶.۰۰-	۶۵۷۵.۰	۰۷۹۴۶۸.۱
اهرم مالی	۰۱۳۵۹۷.۰	۰۱۴۳۲۸.۰	۹۴۹۰۲۵.۰	۳۴۲۹.۰	۰۴۷۹۳۷.۱
ریسک جریان نقد عملیاتی	۰۵۰۹۲۹.۰۰	۰۲۰۵۸۴.۰	۴۷۴۱۷۱.۲-	۰۱۳۵.۰	۰۰۵۲۳۹.۱
کیوتوبین	۰۲۴۶۳۵.۰۰	۰۱۱۰۲۳.۰	۲۳۲۹۵۲.۲-	۰۲۵۸.۰	۱۲۱۵۵۸.۱
تقسیم سود	۰۰۳۸۹۹.۰۰	۰۱۲۵۴۴.۰	۳۱۰۸۲۱.۰۰-	۷۵۶۰.۰	۰۷۵۶۴۱.۱
عمر شرکت	۰۰۷۰۲۲.۰	۰۴۰۲۱۱.۰	۱۷۴۶۲۴.۰	۸۶۱۴.۰	۰۳۹۷۹۲.۱
خالص سرمایه در گردش	۰۰۸۴۰۹.۰	۰۵۰۳۲۳.۰	۱۶۷۱۰۰.۰	۸۶۷۳.۰	۱۸۳۱۷۴.۱
عرض از مبدأ	۶۰۰۰۴۶.۱	۱۳۳۵۶۰.۰	۹۷۹۹۶.۱۱	۰۰۰۰.۰	-
اتورگرسیو مرتبه اول	۰۰۱۳۴۶.۰	۰۲۸۸۰۴.۰	۰۴۶۷۲۲.۰	۹۶۲۷.۰	-
ضریب تعیین: ۰/۶۸	ضریب تعیین: ۰/۶۲	آماره آزمون F: ۱۲/۲۴۸	سطح معنی داری: ۰/۰۰۰	آماره دوربین واتسون: ۲/۰۰۰۱	

سطح معنی‌داری برای متغیرهای مستقل می‌توان بیان نمود که سطح معناداری متغیر تعدیلات نگهداشت وجه نقد از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۰۱۱) است و وجود ارتباط منفی (ضریب منفی، ۰/۹۸۹-) و معنی‌داری با جبهه‌گیری مدیریتی تأیید می‌شود. لذا فرضیه فرعی اول تأیید می‌شود.

فرضیه فرعی دوم: سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تأثیرگذار است) به شرح جدول ۵ ارائه شده است.

با توجه به نتایج گزارش شده در جدول ۵ سطح معنی‌داری برای متغیرهای مستقل می‌توان بیان نمود که سطح معناداری متغیر سرعت تعدیلات وجه نقد از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۱۲۴) است و وجود ارتباط منفی (ضریب منفی، ۰/۲۳۱-) و معنی‌داری با جبهه‌گیری مدیریتی تأیید می‌شود. لذا فرضیه فرعی دوم تأیید می‌شود.

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل پردازش شده می‌توان ادعا کرد که ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۲) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد (خودهمبستگی سریالی با اتورگرسیو مرتبه اول برطرف شد). هم‌چنین معناداری آزمون F بیانگر تأیید معناداری کل رگرسیون است و از آنجائیکه آماره تورم واریانس از ۱۰ کمتر است همخطی شدیدی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد. با توجه به نتایج گزارش شده در جدول ۴

جدول ۵. یافته‌های حاصل از آزمون مدل دوم (فرضیه فرعی دوم)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون (t)	سطح معنی‌داری	همخطی (تورم واریانس)
سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد	۲۳۱۰۵۸۰۰-	۰۹۲۲۳۱۰۰	۵۰۵۱۹۵۰۲-	۰۱۲۴۰۰	۴۱۶۴۸۵۰۱
تعدیلات نگهداشت وجه نقد × سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد	۲۴۵۹۲۸۰۰-	۰۸۹۴۹۴۰۰	۷۴۸۰۰۰۰۲-	۰۰۶۱۰۰	۷۱۷۲۰۴۰۲
انحراف از سطح وجه نقد بهینه	۳۶۹۳۸۶۰۰-	۱۴۰۱۵۲۰۰	۶۳۵۶۰۵۰۲-	۰۰۸۵۰۰	۲۸۰۲۷۳۰۳
اندازه شرکت	۰۰۰۹۲۷۰۰-	۰۰۵۵۹۶۰۰	۱۶۵۶۴۹۰۰-	۸۶۸۵۰۰	۰۸۷۲۹۳۰۱
اهرم مالی	۰۰۰۹۰۲۰۰-	۰۰۴۷۶۳۰۰	۱۸۹۲۹۰۰۰-	۸۴۹۹۰۰	۰۴۸۷۴۰۰۱
ریسک جریان نقد عملیاتی	۰۰۲۶۶۹۰۰	۰۰۸۶۸۷۰۰	۳۰۷۲۴۱۰۰	۷۵۸۷۰۰	۰۰۸۶۵۷۰۱
کیوتوبین	۰۰۷۸۴۲۰۰	۰۰۳۸۵۹۰۰	۰۳۱۸۶۲۰۲	۰۴۲۵۰۰	۱۲۷۳۶۸۰۱
تقسیم سود	۰۰۶۹۷۶۰۰-	۰۰۸۵۰۱۰۰	۸۲۰۵۸۲۰۰-	۴۱۲۱۰۰	۰۷۷۸۵۵۰۱
عمر شرکت	۰۱۴۲۷۵۰۰-	۰۱۸۱۸۲۰۰	۷۸۵۰۸۲۰۰-	۴۳۲۶۰۰	۰۴۰۱۳۸۰۱
خالص سرمایه در گردش	۰۰۳۲۴۸۰۰-	۰۲۳۷۵۶۰۰	۱۳۶۷۳۲۰۰-	۸۹۱۳۰۰	۱۸۴۱۰۶۰۱
عرض از مبدأ	۰۱۹۷۵۴۰۱	۰۷۹۲۴۷۰۰	۸۶۷۹۹۰۱۲	۰۰۰۰۰۰	-
اتورگرسیو مرتبه اول	۲۵۲۶۵۶۰۰	۰۳۰۰۰۴۰۰	۴۲۰۸۷۴۰۸	۰۰۰۰۰۰	-
ضریب تعیین: ۰/۸۷	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۵	آماره آزمون F: ۲۵۲/۸۱۳	سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰	آماره دوربین واتسون: ۱/۷۰۱	

۷- نتیجه‌گیری و بحث

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آتی آن را نشان دهد. شرکت‌ها درصد معینی از دارایی‌های خود را بصورت نقدی نگهداری می‌کنند. علاوه بر این، تعداد زیادی از شرکت‌ها سطح دارایی‌های نقدی خود را افزایش داده‌اند. اما در نهایت این مدیران هستند که تصمیم می‌گیرند آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود و یا همچنان نگهداری شود و در این راستا باید همواره منافع و مخارج تصمیمات را ارزیابی نمایند که این موضوع با جبهه‌گیری آنها در ارتباط است. هدف اصلی پژوهش حاضر تأثیر تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری مدیریتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این راستا، دو فرضیه فرعی در راستای یک فرضیه اصلی که بیان می‌داشت تعدیلات و سرعت نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار دارد، مطرح شد.

فرضیه فرعی اول پژوهش به این صورت مطرح گردید که؛ تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی به طور منفی تأثیرگذار است. نتایج این یافته با نتایج جیانگ و لی (۲۰۱۶)، اپلر و همکاران (۱۹۹۱) و هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) مطابق است. این یافته در تطابق با مبانی نظری و تئوری سلسله مراتبی نشان می‌دهد که در زمان افزایش نگهداشت وجه نقد جبهه‌گیری مدیران برای کاهش هزینه‌های نمایندگی کاهش پیدا می‌کند؛ چرا که تعدیل نرخ نقدینگی پرهزینه است. اگر نرخ نقدینگی زیر مقدار هدف باشد، می‌توان آن را با کاهش سرمایه‌گذاری یا افزایش سرمایه جدید افزایش داد، که هر دو هزینه‌های متعددی را به شرکت اعمال

می‌کنند. در مقابل، اگر نرخ نقدینگی بالاتر از مقدار هدف باشد، نقدینگی اضافی را می‌توان برای پرداخت بدهی یا پرداخت به سهامداران از طریق سود سهام یا بازپرداخت استفاده کرد. این تعدیل نیز هزینه بردار است، به عنوان مثال، سهامداران باید مالیات بر درآمد سود و سود سرمایه را پرداخت کنند.

فرضیه فرعی دوم به این صورت مطرح گردید که؛ سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی به صورت منفی تأثیرگذار است. نتایج این یافته با نتایج جیانگ و لی (۲۰۱۶) مطابق است. نقدینگی کم به نسبت نقدینگی اضافی، با هزینه بیشتری همراه است و باعث می‌شود که مدیران برای مقابله با کمبود نقدینگی نسبت به موارد اضافی نقدینگی اقدام سریع‌تری داشته باشند؛ در نتیجه جبهه‌گیری آنها در راستای فعالیت‌های فرصت طلبانه کاهش می‌یابد؛ در این صورت و با فرض عدم تغییر سایر موارد، انتظار بر این است که سرعت تعدیلات در رسیدن به هدف وقتی نقدینگی کمتر از مقدار هدف باشد، سریع‌تر شود.

پیشنهادات کاربردی

نتایج پژوهش بیانگر انحراف در جهت مثبت تعدیلات نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها می‌باشد؛ این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌ها در طی سال‌های اخیر به نگهداشت وجه نقد روی آورده‌اند. همچنین نگهداشت وجه نقد از سطح بهینه آن نیز افزایش یافته است؛ در نتیجه از آنجائی که نگهداشت بیش از اندازه وجه نقد منجر به کاهش ارزش شرکت‌ها می‌شود، سازمان بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران باید به این موضوع توجه داشته باشند. ضمن اینکه این موضوع حاکی از عدم اطمینان نسبت به تأمین مالی برون سازمانی است که نیاز به توجه دولت را نیز می‌طلبد. به تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود به اثرگذاری تعدیلات نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی توجه نمایند. بررسی نقش تعدیل‌کننده

مجله دانش حسابداری، سال ۳، شماره ۸، صص
۱۳۱ تا ۱۴۹

- * Brick, I.E., & Liao, R.C. (2016). The joint determinants of cash holdings and debt maturity: the case for financial constraints. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-45.
- * Dittmar, A., Mahant, Smit, J. (2007). corporate governance and the value of cash holding *Journal of Financial Economics* 83(2007)599-634
- * Ferreira, M. A., and A. Vilela. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 295-319.
- * Harford J, Klasa S, Maxwell W. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *J Finance* 69:975-1012
- * Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Economics Review*. 76(2), 3-43.
- * Jiang, Z, Lie, E. (2016). "Cash holding adjustments and managerial entrenchment", *Journal of Corporate Finance* 36, 190-205.
- * Kim, J.B., Lee, J.J., and Park, J.C. (2015) Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings: The Case of Office-Level Auditor Industry Specialization. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*: 34(2), 27-57.
- * Lee, Cheng.Few, (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol.12, No. 3, pp. 475-508.
- * Marouan, K. (2015). Corporate Board Characteristics, Managerial Entrenchment and Diversification Strategy: Evidence from Tunisian Context, *International Journal of Business and Management*; 10 (7): 18 195.
- * Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- * Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25 (1) 123-140.
- * Xingquan Yang, Liang Han, Wanli Li, Xingqiang Yin, Lin Tian. (2017). Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China, *China Economic Review*, Volume 46.

استراتژی تجاری بر رابطه میان تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری مدیریتی.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

بررسی نقش میانجی عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه میان تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری مدیریتی؛ بررسی رابطه غیر خطی میان تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری مدیریتی؛ بررسی تأثیر جبهه‌گیری مدیریتی بر کارایی قیمت‌ها؛ بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر جبهه‌گیری مدیریتی و همچنین بررسی نقش تعدیل‌کننده افشای اختیاری بر رابطه میان تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری مدیریتی برای پژوهش‌های آتی به محققان پیشنهاد می‌شود.

فهرست منابع

- * بابایی صدقیانی، جواد؛ جبارزاده کنگرلوئی، سعید. (۱۳۹۶). تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با تأکید بر محدودیت مالی. *پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی*. (۲)۱، ۱۵۶-۱۸۹.
- * رحیمیان، نظام الدین، قربانی، محمود و کیوانی، شعبان. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۱۳، صص ۷۴-۵۵.
- * خانقاه، وحید؛ زینالی، مهدی. (۱۳۹۶). تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره و جبهه‌گیری مدیریت بر استراتژی متنوع سازی شرکت. *راهبرد مدیریت مالی*. پایان نامه (دانشگاه الزهرا). (۱۶)۵، صص ۱۳۵-۱۵۷.
- * صلواتی، شاپور و رسائیان، امیر. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۲، صص ۳۳-۲۰.
- * قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی،

یادداشت‌ها

- ¹ Lee
- ² Jiang and Lie
- ³ Ferreira and Vilela
- ⁴ Opler et al.
- ⁵ Jensen
- ⁶ Shleifer and Vishny
- ⁷ Marouan
- ⁸ Harford
- ⁹ Dittmar and Mahart
- ¹⁰ Lin
- ¹¹ Yang
- ¹² Bracke and Liaue
- ¹³ Surroca
- ¹⁴ Jensen and Meckling
- ¹⁵ Stulz