

بررسی تأثیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با نقش تعدیلی محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

حسن احمدی^۱

صدیقه موسوی^۲

محمد انوشا^۳

مهدی صداقت^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۰۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۱۲/۲۹

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تأثیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با نقش تعدیلی محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) می‌باشد. روش پژوهش، توصیفی همبستگی با رویکرد کاربردی می‌باشد. جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ۷ ساله طی سال‌های مالی ۱۴۰۰-۱۳۹۴ است. ۱۳۳ شرکت به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد در این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Excel و Eviews8 استفاده شده است. با توجه به آزمون F لیمر و هاسمن مدل دارای پانل دیتا به روش اثرات تصادفی تخمین زده شدند؛ و همچنین مدل دارای همسانی واریانس و مشکل خودهمبستگی سریالی می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که ریسک شهرت بر وجوه نقد نگهداری شده تأثیر منفی و معناداری دارد. محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی منفی و معناداری دارد. اندازه هیئت‌مدیره بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی مثبت و معناداری دارد. استقلال هیئت‌مدیره و دوگانگی مدیرعامل بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی منفی و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

ریسک شهرت شرکت، وجوه نقد نگهداری، محدودیت مالی، حاکمیت شرکتی

۱. دکتری حسابداری، مدیر گروه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. Ahmadihassan80@yahoo.com

۲. دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۳. دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۴. دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۱- مقدمه

وجوه نقد از منابع حیاتی در هر واحد انتفاعی است و به عقیده نگوین^۱ و همکاران (۲۰۱۶) مهمترین مولفه نقدینگی است؛ به-طوری که تداوم فعالیت و تحقق اهداف را آسان و امکانپذیر میکند. توجه روزافزون به سطح نگهداشت وجه نقد، ناشی از این واقعیت است که شرکتها مقادیر بااهمیتی از وجه نقد را در ترازنامه خود گزارش میکنند (کوین^۲ و همکاران، ۲۰۱۵)؛ درحالی که باید در سطحی نگهداری شوند که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (فالکندر و وانگ^۳، ۲۰۰۶).

بحث محدودیت‌های مالی یکی از موضوعات مهم و اساسی پیش روی تمام شرکت‌ها می‌باشد. شیوه متداول برای بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی، ارزش وجه نقد و سرمایه‌گذاری تفکیک شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی است. فارای و همکاران استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی شدید هستند در هنگام تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی تأکید بیشتری دارند به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می‌یابد. تئوریهای نیز نگهداری وجه نقد در شرکت و میزان آن را بیان می‌کنند که این تئوریها عبارتند از تئوری مبادله‌ای و تئوری سلسله مراتبی. مطابق با تئوری مبادله‌ای، شرکت‌ها سطح مطلوب نگهداری وجه نقد را بر اساس ایجاد توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. سه انگیزه عمده برای نگهداری وجه نقد را می‌توان انگیزه معاملاتی، انگیزه سفته‌بازی و انگیزه احتیاطی نامبرد. شرکت‌ها اغلب برای انگیزه‌های سفته‌بازی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری از وجوه نقد نگهداری شده در شرکت استفاده می‌نمایند. از اهداف انگیزه‌های احتیاطی نیز می‌توان برای مقابله با بحرانها و جلوگیری از مشکلات نقدینگی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی اشاره کرد. بر اساس تئوری سلسله مراتبی نیز بیان می‌شود که رویه‌های تأمین مالی از یک رویه سلسله مراتبی تبعیت می‌کند و منابع داخلی بر منابع خارجی ترجیح داده می‌شوند. (بادآور نهندی و درخور، ۱۳۹۱)

در این تحقیق به بیان چارچوب و محدوده پژوهش اختصاص دارد. در این تحقیق محقق بایان کلیات تحقیق انجام‌شده، شرح مختصری در مورد کلیه مراحل انجام‌شده ارائه می‌دهد، که بدین ترتیب زمینه برقراری ارتباط با مخاطب و در جریان قرار دادن او در مورد چگونگی ایجاد و انجام تحقیق را فراهم می‌سازد. در این تحقیق موضوعاتی مانند بیان مسأله، اهمیت و ضرورت تحقیق، هدف‌ها و فرضیه‌های تحقیق و قلمرو تحقیق بیان می‌شود.

۲- بیان مسأله

ریسک شهرت شرکت، یعنی ریسک شرکت ناشی از تغییرات در ادراکات ذینفعان کلیدی، به یک نگرانی فزاینده مهم در سراسر جهان شرکت تبدیل شده است (سرستد^۴ و همکاران، ۲۰۱۳؛ دیپ هاوس^۵ و همکاران، ۲۰۱۶). به خوبی مشهود است که گسترش رسانه‌های سنتی، افزایش رسانه‌های اجتماعی، افزایش آگاهی عمومی از فعالیت‌های شرکتی، افزایش تقاضا برای

¹ Nguyen

² Kevin

³ Faulkender and Wang

⁴ Sarstedt

⁵ Deephouse

شفافیت شرکتی، انتظارات بالا از گروه‌های سهامدار متعدد و کاهش وفاداری مشتری، شتابی را برای ریسک شهرت شرکت‌ها فراهم کرده است. در هماهنگی با افزایش آگاهی از خطر شهرت در بین پزشکان، توجه دانشمندان به این جنبه از خطر نیز به سرعت در حال رشد است. مطالعات نشان می‌دهد که شهرت شرکت می‌تواند مزیت‌های رقابتی پایدار را به همراه داشته باشد و می‌تواند از بهبود عملکرد مالی، سرمایه‌گذاری و اقتصادی، بهره‌وری بالاتر کارکنان و دسترسی آسان به سرمایه برای شرکت بهره‌مند شود (بیتی و ریتز^۱، ۱۹۸۶؛ توربان و کیبل^۲، ۲۰۰۳؛ سرستد و همکاران، ۲۰۱۳؛ گاتزرت^۳، ۲۰۱۵؛ دیپ هاوس و همکاران، ۲۰۱۶). اما ریسک شهرت پیرامون مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) پتانسیل تحریم‌ها و ریسک مالی ذینفعان را افزایش می‌دهد (کلبل^۴ و همکاران، ۲۰۱۷) که منجر به بازده سهام منفی بلندمدت می‌شود (گلوسنر^۵، ۲۰۱۷). علیرغم این مجموعه ادبیات نوظهور، میزان تأثیر ریسک شهرت بر دارایی‌های نقدی شرکت تا حد زیادی ناشناخته است. در این مطالعه سعی بر این است که این خلأ در ادبیات پر شود.

مطالعه ای توسط دیلویت^۶ در سال ۲۰۱۴ نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌ها ریسک شهرت را مهم‌ترین ریسک استراتژیک پیش روی سازمان خود می‌دانند. در واقع، ۸۷ درصد از مدیران، ریسک شهرت را برای شرکت خود «بسیار مهم» یا «بسیار مهم» ذکر کردند. این نگرانی فزاینده ما را برانگیخت تا بررسی کنیم که چگونه ریسک شهرت بر سیاست مالی شرکت و نتایج (مثلاً دارایی‌های نقدی) تأثیر می‌گذارد. انگیزه مطالعه ما نیز این است که دارایی‌های نقدی شرکت‌های آمریکایی در دوره‌های اخیر افزایش چشمگیری داشته است. به عنوان مثال، ۵۰۰ شرکت‌های غیرمالی، در مجموع، ۲٫۱ تریلیون دلار پول نقد دارند که بالاتر از تولید ناخالص داخلی سالانه همه کشورها به جز هشت کشور است (زئر^۷ و همکاران، ۲۰۱۶). نگهداری چنین مقدار زیادی وجه نقد از دیدگاه شرکت‌ها و اقتصاد ناکارآمد است، زیرا مستلزم هزینه‌های قابل توجه فرصت و نمایندگی است و بیشتر استفاده از آن اختیاری است (دیتمار و ماهریت اسمیت^۸، ۲۰۰۷). ما استدلال می‌کنیم که بررسی رابطه بین ریسک شهرت و نگهداری وجه نقد شرکت برای درک پیامدهای ریسک شهرت بالا حیاتی است.

ادبیات موجود تعدادی نظریه را برای توضیح نگهداری وجه نقد شرکت ارائه می‌دهد. به عنوان مثال، "انگیزه احتیاطی" نگهداری وجه نقد نشان می‌دهد که شرکت‌ها وجه نقد را برای محافظت در برابر شوک‌های نامطلوب در حضور تامین مالی خارجی پرهزینه نگه می‌دارند (به عنوان مثال، آلمیدا^۹ و همکاران، ۲۰۰۴؛ هان و کیو^{۱۰}، ۲۰۰۷). ذخایر وجه نقد، بر اساس این نظریه، شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا بدون انحلال دارایی‌ها یا جستجوی تامین مالی پرهزینه خارجی، پرداخت‌ها را انجام دهند (به عنوان مثال، میلر و اور^{۱۱}، ۱۹۶۶). "انگیزه آژانس" برای نگهداری پول نقد نشان می‌دهد که مدیران مستقر

¹ Beatty and Ritter

² Turban and Cable

³ Gatzert

⁴ Kolbel

⁵ Gloßner

⁶ Deloitte

⁷ Zenner

⁸ Dittmar and Mahrt-Smith

⁹ Almeida

¹⁰ Han and Qiu

¹¹ Miller and Orr

انگیزه ای برای احتکار پول نقد به منظور استخراج منافع خصوصی دارند. (به عنوان مثال، جنسن^۱، ۱۹۸۶؛ دیتمار^۲ و همکاران، ۲۰۰۳). فرضیه مخارج، جنبه دیگری از انگیزه نمایندگی، بیان می کند که مدیران ترجیح می دهند به جای انباشت چنین وجوه نقد، پول نقد انباشته شده را به سرعت صرف هزینه های سرمایه ای و تملک کنند، حتی اگر چنین احتکار وجه نقد ممکن است انعطاف پذیری در آینده ایجاد کند (هارفورد^۳ و همکاران، ۲۰۰۸). در نهایت، "تئوری مبادله" نگهداری وجه نقد، سطح بهینه ای از نگهداری وجه نقد را پیشنهاد می کند که بین منافع حاشیه ای (مانند انجام پروژه های NPV مثبت و کاهش ریسک پریشانی مالی) و هزینه های نهایی (مانند هزینه های نمایندگی و فرصت) تعادل ایجاد می کند. (اپلر^۴ و همکاران، ۱۹۹۹؛ کائو^۵، ۲۰۱۲).

در این مطالعه، شرکت هایی با ریسک شهرت بالا به دو دلیل احتمالی وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند. اول، ریسک شهرت، شرکت ها را در معرض تحریم های گروه های ذینفع مختلف قرار می دهد و عدم قطعیت های آینده را برای شرکت افزایش می دهد (کبل و همکاران، ۲۰۱۷). استنباط های به دست آمده از مطالعات قبلی نشان می دهد که ریسک شهرت عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش می دهد و تامین مالی سهام و بدهی را دشوارتر و پرهزینه تر می کند (جان و ناچمن^۶، ۱۹۸۵؛ بیتی و ریتز، ۱۹۸۶؛ دایموند^۷، ۱۹۹۱؛ گومز^۸، ۲۰۰۰؛ سیگل^۹، ۲۰۰۵؛ کائوت^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۲، ۲۰۱۵؛ کبل و همکاران، ۲۰۱۷). پوشش رسانه ای اخبار منفی مربوط به ESG بر ادراک ذینفعان در مورد شرکت تأثیر منفی می گذارد و این به نوبه خود باعث آسیب جدی به شهرت شرکت می شود (بارنت^{۱۱}، ۲۰۱۴). تحریم های ذینفعان در سطح فردی (لانژ و واشبرن^{۱۲}، ۲۰۱۲؛ بارنت، ۲۰۱۴) و در سطح شبکه (تانگ و تانگ^{۱۳}، ۲۰۱۶) ممکن است تامین مالی پروژه های NPV مثبت را به شدت دشوار و پرهزینه کند. تحریم های ذینفعان نیز ممکن است خطر ناراحتی مالی را افزایش دهد. بنابراین، برای شرکت هایی که ریسک شهرت بالایی دارند، احتمالاً منافع حاشیه ای نگهداری وجه نقد بر هزینه های نهایی (به عنوان مثال، هزینه فرصت) بیشتر است. بنابراین، بر اساس انگیزه احتیاطی برای نگهداری وجه نقد، ما پیش بینی می کنیم که شرکت هایی که ریسک شهرت بالایی دارند، وجه نقد بیشتری را برای محافظت در برابر عدم قطعیت آینده نگه خواهند داشت. دوم، خطر شهرت را می توان از منظر آژانس نگریست. به طور خاص، زمانی که مدیران ریشه دار به جای جلب رضایت ذینفعان مختلف، انگیزه بالایی برای پیگیری اهداف خود دارند، احتمالاً شرکت ها با ریسک شهرت بالایی روبرو هستند (ویلسون^{۱۴}،

¹ Jensen

² Dittmar

³ Harford

⁴ Opler

⁵ Kao

⁶ John and Nachman

⁷ Diamond

⁸ Gomes

⁹ Siegel

¹⁰ Cao

¹¹ Barnett

¹² Lange and Washburn

¹³ Tang and Tang

¹⁴ Wilson

۱۹۸۵؛ ویگلت و کامر^۱، ۱۹۸۸؛ گومز^۲، ۲۰۰۰). بنابراین، بر اساس دیدگاه نمایندگی از دارایی های نقدی، ما استدلال می کنیم که مدیران شرکت هایی با ریسک شهرت بالا احتمالاً برای استخراج منافع خصوصی پول نقد جمع آوری می کنند. (به عنوان مثال، جنسن، ۱۹۸۶؛ دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳).

با این حال، یک استدلال رقیب ممکن است رابطه منفی بین ریسک شهرت و دارایی های نقدی را پیش بینی کند. به طور خاص، فرضیه خرج تودرتو در تئوری نمایندگی همچنین پیش بینی می کند که مدیران با ریسک شهرت بالا ممکن است جریان نقدی را در حضور مشکلات نمایندگی با سرعت بیشتری خرج کنند (به عنوان مثال، دیتمار و ماهریت اسمیت، ۲۰۰۷؛ هارفورد^۳ و همکاران، ۲۰۰۸). منجر به نگهداری وجه نقد کمتر برای شرکت هایی با ریسک شهرت بالا می شود. با توجه به مطالب بالا تحقیق حاضر در پی یافتن شواهد تجربی جهت پاسخ به این سوال اصلی تحقیق است که آیا ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد تأثیر معناداری دارد؟ و همچنین ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با نقش تعدیلگر محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری دارد؟ حال با توجه به آنچه گفته شد این پژوهش به دنبال پاسخگویی به سوالات فوق است.

۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

نتایج پژوهش حاضر می تواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی زیر را به همراه داشته باشد:

با توجه به نیاز واحدهای تجاری به توسعه فعالیتهای اقتصادی و انجام سرمایه گذاری های جدید، ضروری است نحوه تأمین منابع مالی برای اجرای پروژه های سرمایه گذاری نیز مشخص شود. در یک بازار کامل سرمایه، انتظار می رود شرکتها برای تأمین مالی به راحتی به منابع مالی خارجی دسترسی داشته و تصمیمات سرمایه گذاری منحصرأ مبتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده باشد و تأمین مالی داخلی تأثیری بر تصمیمات سرمایه گذاری نداشته باشد. اما در دنیای واقعی، هزینه تأمین مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت است و به دلیل مسأله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه تأمین مالی خارجی (انتشار سهام یا اوراق قرضه) بیشتر است و به همین دلیل شرکتها تمایل به استفاده از منابع داخل شرکت دارند. جوه نقد از منابع حیاتی در هر واحد انتفاعی است و به عقیده نگوین^۴ و همکاران (۲۰۱۶) مهم ترین مؤلفه نقدینگی است. به طوری که تداوم فعالیت ها و تحقق آنها را آسان تر و امکان پذیر می کند. توجه روزافزون به سطح نگاه داشتن وجه نقد، از این واقعیت است که شرکتها وجهات نقد را در ترازنامه خود گزارش می دهند (کوین^۵ و همکاران، ۲۰۱۶). در سطوح نگهداری می شوند که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی قابل تحمل شود (فالكندر و وانگ^۶، ۲۰۰۶).

مهم نقدینگی تا حدی است که شرکت هایی با سودآوری پایین یا حتی غیرسودآور، تا مدت ها می توانند به فعالیت های خود ادامه دهند. اما شرکت های تداوم فعالیت های بدون نقدینگی، بسیار مشکل دارند. از این رو، عوامل بر سطح نگاه وجه نقد

¹ Weigelt and Camerer

² Gomes

³ Harford

⁴ Nguyen

⁵ Kevin

⁶ Faulkender and Wang

مهم هستند و پژوهش‌های بسیاری نیز این عوامل را شناسایی کرده‌اند. اما در ادبیات موجود به عوامل غیرمالی بر سطح نگاه وجه نقد توجه نشده است. ازجمله مهم‌ترین عوامل غیرمالی بر نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها، میزان حاکمیت شرکتی آنهاست و می‌تواند آن‌ها را داشته باشند که سهام‌داران و صاحبان اعتبار علاوه بر درآمد مالی، به واحدهای تجاری در زمین‌های مسئولیت اجتماعی و افشای آن بیش از پیش توجه دارند (حساس یگانه و برزگر، ۱۳۹۳). به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی در واکنش به سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت نقش مهمی دارد. ازاین‌رو بر عملکرد مالی شرکت‌ها و سطح نگاهداشت وجه نقد اثرگذار است.

همچنین، شرکت‌ها با مشارکت در فعالیتهای مسئولیتهای اجتماعی، حفظ یا تقویت روابط خود با ذی‌نفعان داخلی و در قالب ایجاد اعتبار در میان مشتریان، ایجاد مطلوبیت و اطمینان در سرمایه‌گذاران، اعتماد در ایجادکننده‌ها، افزایش کارمندان خارجی و در نهایت، ایجاد مشروعیت. و سرمایه اجتماعی اقدام می‌کنند (آنتونی و ساکونی^۱، ۲۰۱۱). همچنین، همان‌طور که وانگ و جائو^۲ (۲۰۱۶) بیان کردند، در رقابت‌های فضایی، فعال و سهم‌شان در بازار فزونی می‌یابد. این موضوع باعث می‌شود که شرکت‌های مسئولیت‌پذیر خارجی، مقاومت و تحمل‌پذیری بیشتری را در رویارویی با رویدادهای غیرمنتظره و بحران‌های داخلی پیدا کنند و در نتیجه، کمتر با نوسانات عرضه‌کننده و ممکن است موجب شوند (لو و باتاچاریا^۳، ۲۰۰۹). بنابراین، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی با تأثیر خود بر نوسانات و تقاضا و نوسانات جریان‌های نقدی آینده، عامل عاملی بر ریسک شهرت و سطح نگاهداشت وجه نقد باشد.

از سویی دیگر، وجود سرمایه اجتماعی باعث علاقه سرمایه‌گذاران می‌شود. سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها دارای مصرفی - نه دارایی سرمایه - تلقی می‌شود و به دلیل مطلوبیتی که برایشان ایجاد می‌شود، تصمیم به نگهداری آن می‌گیرند (فاما و فرنچ^۴، ۲۰۰۷). از این رو، انتظار می‌رود شرکت در برابر مقاومت سیستم‌عامل کند می‌کند. بیتس^۵ و همکاران (۲۰۰۹) دریافت خطرهای محدودیت مالی نیز به تنهایی با اثرگذاری بر انگیزه‌های ریشه‌ای و احتیاطی، با وجه نقد ارتباط مستقیم دارند.

نگهداری وجه نقد مهم است زیرا وقتی شرکت بخواهد مخارج سرمایه‌گذاری را تامین کند یا کمبود نقدینگی را پوشش دهد، نقدینگی را فراهم می‌کند (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). اگر به دلیل انگیزه احتیاطی، شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند در مواقعی که دسترسی به تامین مالی خارجی برای چنین شرکت‌هایی پرهزینه یا دشوار است، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، در این صورت انتظار داریم که رابطه بین ریسک شهرت و نگهداری وجه نقد برای افراد دارای محدودیت مالی شرکت‌ها بارزتر باشد.

¹ Antoni and Sacconi

² Wang and Gao

³ Luo and Bhattacharya

⁴ Fama and French

⁵ Bates

جنسن (۱۹۸۶) بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر نگهداری وجه نقد شرکت تمرکز می‌کند و پیشنهاد می‌کند که مدیران می‌توانند با نگهداری جریان نقدی آزاد به هزینه سهامداران، منافع شخصی خود را دنبال کنند (اوزکان و اوزکان^۱، ۲۰۰۴). گائو و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که شرکت‌های دولتی وجه نقد بیشتری نسبت به شرکت‌های خصوصی دارند و این یافته را به انگیزه نمایندگی نگهداری وجه نقد نسبت می‌دهند. اگر شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند، به دلیل مشکل نمایندگی، وجه نقد بیشتری انباشته کنند، پیش‌بینی می‌کنیم که تأثیر ریسک شهرت بر وجه نقد در شرکت‌هایی که دارای مدیریت ضعیف هستند و در معرض مشکلات نمایندگی شدیدتری هستند، آشکارتر خواهد بود.

بنا بر آنچه ذکر شد، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با نقش تعدیلی محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی بررسی می‌شود.

در این پژوهش، نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی نیز بررسی می‌شود. زیرا بر اساس تئوری نمایندگی، وجود حاکمیت شرکتی قوی مانع می‌شود که مدیران برای استفاده از شخصی خود و به‌عنوان دستیابی به آنها از سهامداران، وجه نقد‌های زیادی را نگه می‌دارند. در نتیجه، هزینه فرصتی حاصل از بازده کمتر و نقد نسبت به سایر دارایی‌ها و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت، به سهامداران تحمیل می‌شود (لویی^۲ و همکاران، ۲۰۱۰). در موارد موجود، تغییراتی که ممکن است در ارتباط بین ریسک شهرت و سطح نگهداشت وجه، نقش تعدیلگر وجود داشته باشد و پژوهش حاکمیت شرکتی را بر نگهداشت وجه نقد انتقال ارائه کند، بررسی نشده است. در این پژوهش، تأثیر ریسک شهرت بر نگاهداشت وجه نقد از طریق تغییرات تعدیلی ریسک محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی بررسی شده است.

۴- چارچوب نظری فرضیه‌های تحقیق

دو استدلال رقیب را برای رابطه بین ریسک شهرت و دارایی‌های نقدی شرکت پیشنهاد می‌کنیم. برای شروع، استدلال می‌کنیم که شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند به دو دلیل بالقوه وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. اول، پوشش رسانه‌ای اخبار بد مربوط به مسائل ESG بر پاسخ شناختی ذینفعان به شهرت شرکت تأثیر می‌گذارد و منجر به آسیب به شهرت می‌شود (خطر شهرت). مطالعات نشان می‌دهد که ریسک شهرت پتانسیل تحریم‌های سهامداران را افزایش می‌دهد و در نتیجه فروش را کاهش می‌دهد و نوسانات جریان نقدی و بازده و ریسک مالی را افزایش می‌دهد (کلبل^۳ و همکاران، ۲۰۱۷). ریسک شهرت منجر به سلب اعتماد و عدم همکاری از سوی ذینفعان مختلف می‌شود (فرومن^۴، ۱۹۹۹؛ بارون و دیرمایر^۵، ۲۰۰۷). در نتیجه، شرکت‌هایی با ریسک شهرت بالا ممکن است تأمین مالی خارجی را دشوار و پرهزینه بدانند (بیتی و ریتز^۶، ۱۹۸۶). با توجه به این محدودیت مالی، نگهداری وجه نقد ممکن است شرکت‌هایی را که ریسک شهرت بالایی دارند، این امکان را فراهم کند که پروژه‌های NPV مثبت را دنبال کنند و هزینه‌های پریشانی را کاهش دهند. ما استدلال

¹ Ozkan and Ozkan

² Louis

³ Kolbel

⁴ Frooman

⁵ Baron and Diermeier

⁶ Beatty and Ritter

می‌کنیم که شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، زیرا انگیزه احتیاطی برای نگهداری وجه نقد برای شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آن‌ها ریسک‌تر می‌شود، زیاد است (هان و کیو^۱، ۲۰۰۷؛ بیتس^۲ و همکاران، ۲۰۰۹). دوم، نظریه اقتصادی پیش‌بینی می‌کند که مکانیسم شهرت می‌تواند مشکلات نمایندگی را با انگیزه دادن به کارگزاران برای انجام اقداماتی که به نفع مدیر است کاهش دهد (ویلسون^۳، ۱۹۸۵؛ ویگلت و کامر^۴، ۱۹۸۸؛ گومز، ۲۰۰۰؛ شنایدر^۵، ۲۰۱۲). به‌عنوان مثال، بار-ایزاک و دب^۶ (۲۰۱۴) شهرت را به‌عنوان یک قرارداد غیررسمی می‌بینند که رفتار مدیریتی مطلوب را اعمال می‌کند. از نظر تئوری، شهرت به معنای کاهش عدم تقارن اطلاعات است. از طرف دیگر، آسیب به شهرت درک شده ممکن است به‌عنوان وجود مشکلات نمایندگی در شرکت تلقی شود. به‌ویژه، ریسک شهرت زمانی ممکن است نتیجه‌ای باشد که مدیران ریشه‌دار انگیزه‌هایی برای اتخاذ تصمیماتی داشته باشند که منافع آن‌ها را به قیمت سهامداران به حداکثر برساند. به دنبال این خط استدلال، ما استدلال می‌کنیم که مدیران شرکت‌های دارای ریسک شهرت بالا، پول نقد بیشتری را برای بهره‌مندی از استفاده اختیاری وجه نقد نگهداری می‌کنند.

با این حال، دلایلی برای انتظار رابطه منفی بین ریسک شهرت و نگهداری وجه نقد شرکت وجود دارد. به‌طور خاص، فرضیه مخارج نشان می‌دهد که در صورت وجود مشکلات نمایندگی بالا، مدیرانی که ریسک شهرت بالایی دارند، به جای انباشتن آن برای سرمایه‌گذاری‌های آتی، از پول نقد اضافی در زمان حال سریع‌تر استفاده می‌کنند (به‌عنوان مثال، دیتمار و ماهر^۷، ۲۰۰۷؛ هارفورد^۸ و همکاران، ۲۰۰۸)، منجر به کاهش نگهداری وجه نقد برای این شرکت‌ها شد. در مجموع، استدلال‌های مبتنی بر انگیزه‌های احتیاطی و نمایندگی برای رابطه مثبت بین ریسک شهرت و دارایی‌های نقدی از لحاظ نظری قوی‌تر و قانع‌کننده‌تر هستند.

ما فرضیه‌های دیگری را با توجه به نقش تعدیل‌کننده محدودیت‌های تأمین مالی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین ریسک شهرت و نگهداری وجه نقد شرکتی فرموله می‌کنیم. نگهداری وجه نقد مهم است زیرا وقتی شرکت بخواهد مخارج سرمایه‌گذاری را تأمین کند یا کمبود نقدینگی را پوشش دهد، نقدینگی را فراهم می‌کند (اوپلر^۹ و همکاران، ۱۹۹۹). اگر به دلیل انگیزه احتیاطی، شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند در مواقعی که دسترسی به تأمین مالی خارجی برای چنین شرکت‌هایی پرهزینه یا دشوار است، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، در این صورت انتظار داریم که رابطه بین ریسک شهرت و نگهداری وجه نقد برای افراد دارای محدودیت مالی بارزتر باشد.

¹ Han and Qiu

² Bates

³ Wilson

⁴ Weigelt and Camerer

⁵ Schneider

⁶ Bar-Isaac and Deb

⁷ Dittmar and Mahr-Smith

⁸ Harford

⁹ Opler

جنسن^۱ (۱۹۸۶) بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر نگهداری وجه نقد شرکت تمرکز می‌کند و پیشنهاد می‌کند که مدیران می‌توانند با نگهداری جریان نقدی آزاد به هزینه سهامداران، منافع شخصی خود را دنبال کنند (اوزکان و اوزکان^۲، ۲۰۰۴). گائو^۳ و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که شرکت‌های دولتی وجه نقد بیشتری نسبت به شرکت‌های خصوصی دارند و این یافته را به انگیزه نمایندگی نگهداری وجه نقد نسبت می‌دهند. اگر شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند، به دلیل مشکل نمایندگی، وجه نقد بیشتری انباشته کنند، پیش‌بینی می‌کنیم که تأثیر ریسک شهرت بر وجه نقد در شرکت‌هایی که دارای مدیریت ضعیف هستند و در معرض مشکلات نمایندگی شدیدتری هستند، آشکارتر خواهد بود.

۵- پیشینه داخلی و خارجی

طاهری (۱۴۰۲) در پژوهشی به محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطه آن با استراتژی‌های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی پرداخت. داده‌های ۱۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ انتخاب شد و با تأکید بر شاخص کاپلان و زانگالس (۱۹۹۷) به عنوان معیار سنجش محدودیت‌های مالی حاکم بر شرکت‌ها فرضیه‌های پژوهش بررسی شد. نتایج این بررسی نشان‌دهنده آن بود که محدودیت‌های مالی رابطه منفی و معناداری با معامله با اشخاص وابسته و رابطه مثبت و معناداری با ساختار سرمایه دارد. علاوه بر آن، حاکمیت شرکتی تنها بر رابطه بین محدودیت‌های مالی با ساختار سرمایه اثر تعدیلی دارد.

محمدی تبار (۱۴۰۱) در پژوهشی به مطالعه تأثیر محدودیت مالی بر رابطه اجتناب مالیاتی و سطح نگهداشت وجه نقد پرداخت. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری دارد و محدودیت مالی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌گردد کاربران گزارش‌های مالی در هنگام تصمیم‌گیری براساس اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی، احتمال اجتناب مالیاتی را مدنظر قرار دهند. استفاده از فعالیت‌های اجتناب مالیاتی در شرکت‌های مختلف می‌تواند پیامدهایی را در بر داشته باشد.

قاری و بلوریان (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت افشاء با عملکرد مالی شرکت با نقش تعدیلی ارتباطات سیاسی و محدودیت مالی پرداختند. در راستای این هدف کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات مورد نیاز را در سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۳ ارائه نموده بودند، مورد بررسی قرار گرفتند که در مجموع ۱۳۷ شرکت از صنایع مختلف انتخاب شدند به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شد و معنی‌دار بودن آن‌ها با استفاده از آماره t و F صورت گرفت؛ همچنین برای آزمون خودهمبستگی مدل از آزمون -دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی و کیفیت افشاء با عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری دارند همچنین روابط سیاسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت افشاء با عملکرد مالی را تضعیف می‌کند نتایج نشان داد

¹ Jensen

² Ozkan and Ozkan

³ Gao

محدودیت مالی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. همچنین محدودیت مالی توجه به رابطه بین کیفیت افشا و عملکرد مالی ندارد

قدردان و افتخاری (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر سیاست نگهداشت وجه نقد با رویکرد تعدیلگر حاکمیت شرکتی و محدودیت مالی پرداختند. نمونه‌ای مشکل از ۱۸۶ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ انتخاب گردید و مدل رگرسیونی مبتنی بر داده‌های ترکیبی به روش داده‌های تابلویی به کاربرده شد و همچنین نرم‌افزار ایویوز ۱۰ برای تحلیل آماری استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت اقلام تعهدی بر سیاست نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد. حاکمیت شرکتی شدت اثر کیفیت اقلام تعهدی بر سیاست نگهداشت وجه نقد را افزایش می‌دهد. محدودیت مالی شدت اثر کیفیت اقلام تعهدی بر سیاست نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهد.

اقدامی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی نقش تعدیل‌کننده عوامل ریسک سیستماتیک و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد پرداختند. برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۱۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شده و با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش آزمایش شدند. یافته‌ها: بر اساس نتایج آزمون‌های آماری، ریسک سیستماتیک توانسته است میزان اثرگذاری مسئولیت اجتماعی بر وجه نقد نگهداری شده را تحت تأثیر قرار داده و افزایش دهد، باین وجود نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد صرفاً در سطح اطمینان ۹۰ درصد مورد تأیید قرار گرفت. نتیجه‌گیری: شرکت‌هایی که به وظایف خود در حوزه مسئولیت اجتماعی اهمیت می‌دهند، جهت حمایت از حقوق ذینفعان، لازم است وجه نقد بیشتری را نگهداری نمایند. بر این اساس افزایش ریسک‌های سیستماتیک، نیاز به نگهداری وجه نقد اضافی را افزایش می‌دهد. همچنین به نظر می‌رسد حاکمیت شرکتی نیاز به وجه نقد نگهداری شده را در شرکت‌ها کاهش داده و از این جهت راه کار مناسبی برای شرکت‌هایی باشد که علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در موضوعات اجتماعی می‌باشند.

ویریاناتا و دی مایو (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی حاکمیت شرکتی در مدیریت وجوه نقد، سرمایه در گردش خالص و نگهداری وجه نقد پرداختند. شرکت‌های تولیدی برای تأمین مخارج سرمایه‌ای و نگهداری وجه نقد خود به مدیریت نقدی مؤثر نیاز دارند. مدیریت مؤثر نقدینگی باید توسط حکمرانی خوب حمایت شود تا بتواند میزان نگهداری وجه نقد کافی را تعیین کند. متغیرهای مستقل در این مطالعه با جریان نقدی، چرخه تبدیل وجه نقد، مخارج سرمایه، سرمایه در گردش خالص و فعالیت‌های هیئت کمیسیون اندازه‌گیری شدند. حکمرانی که توسط فعالیت‌های هیئت کمیسیون اندازه‌گیری می‌شود نیز یک متغیر تعدیل است. داده‌های این مطالعه با استفاده از Eviews 10 برای دوره ۲۰۱۷ تا ۲۰۲۰ پردازش و تجزیه و تحلیل شدند. نتایج رگرسیون داده‌های پانل نشان می‌دهد که چرخه تبدیل وجه نقد و سرمایه در گردش خالص تأثیر منفی بر نگهداری وجه نقد دارند. جریان نقدی، مخارج سرمایه و فعالیت‌های هیئت مدیره هیچ تأثیری ندارد.

حسن ۱ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی ریسک شهرت شرکت و نگهداری وجه نقد پرداختند. میزان تأثیر ریسک شهرت شرکتی بر نگهداری وجه نقد برای شرکت‌های فهرست شده ایالات متحده در دوره ۲۰۰۷-۲۰۱۸ را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که ریسک شهرت بالایی دارند به‌طور قابل توجهی وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. این رابطه مستند حتی پس از کنترل صریح سایر عوامل تعیین کننده نگهداری وجه نقد، از جمله عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت، ادامه می‌یابد. با استفاده از یک سری تجزیه و تحلیل، نشان می‌دهد که این رابطه ناشی از مشکلات درون‌زایی نیست. علاوه بر این، رابطه مثبت بین ریسک شهرت و دارایی‌های نقدی برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های تأمین مالی بیشتر و مشکلات نمایندگی و برای شرکت‌های رشد، بالغ و متزلزل‌تر مشهودتر است. در یک آزمایش اضافی، نشان دادند که شرکت‌هایی که ریسک شهرت پایینی دارند، با ارزش نهایی نقدینگی بالاتری نسبت به هم‌تایان با ریسک شهرت بالا مرتبط هستند. به‌طور کلی، شواهد محکمی ارائه دادند که نشان داد خطر شهرت برای نگهداری وجه نقد شرکت مهم است.

تسای ۲ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی توانایی مدیریتی، محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداری وجه نقد پرداختند. متوجه شدند که یک مدیرعامل ماهر که به‌طور مداوم در طی چندین سال عملکرد خوبی دارد، می‌تواند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش دهد. یافته‌های به یک رگرسیون متغیر ابزاری، تعاریف مختلف از یک مدیرعامل ماهر و معیارهای جایگزین محدودیت‌های مالی قوی است. علاوه بر این، ما شواهدی ارائه می‌دهیم که مدیران ماهر ارزش دارایی‌های نقدی شرکت خود را بهبود می‌بخشند. بنابراین، این مطالعه با بررسی جنبه روشن بالقوه توانایی مدیریتی به ادبیات کمک می‌کند.

جادی‌آپا ۳ و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت و دارایی‌های نقدی در هند: شواهدی از یک آزمایش طبیعی پرداختند. رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و دارایی‌های نقدی از مطالعات قبلی به دلیل مسئله درون‌زایی قطعی نیست. در این مطالعه، از یک محیط آزمایشی طبیعی، به‌عنوان مثال، اجرای مقررات اجباری مخارج مسئولیت اجتماعی شرکت در هند در سال ۲۰۱۵، برای آزمایش رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و دارایی‌های نقدی استفاده کردند. نتایج یک رابطه مثبت بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش دارایی‌های نقدی را نشان می‌دهد. در نتیجه چنین ارزش‌گذاری مثبتی، مشاهده می‌کنیم که شرکت‌هایی که طبق قانون ملزم به انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت هستند، سطح نقدینگی خود را در دوره پس از تنظیم افزایش دادند.

جبوری و المصطفی ۴ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی دارایی‌های نقدی شرکت، عملکرد شرکت و حاکمیت ملی: شواهدی از بازارهای در حال ظهور پرداختند. نویسندگان از داده‌های شرکت‌های غیرمالی فهرست شده در بازارهای سهام دوازده کشور MENA بین سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۱۸ استفاده می‌کنند. مدل تجربی با اعمال یک چارچوب پویا برای رابطه بین دارایی‌های نقدی و عملکرد شرکت، از کاستی‌های ادبیات قبلی جلوگیری می‌کند. این تحقیق رابطه مثبت معناداری را بین نگهداری وجه نقد شرکت و عملکرد شرکت گزارش می‌دهد. به نظر می‌رسد که نتایج در کشورهایی با حکمرانی ملی قوی و

1 HASAN

2 TSAI

3 JADIYAPPA

4 JABBOURI AND ALMUSTAFA

محیط‌های سازمانی توسعه یافته تر آشکارتر باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد که بیشتر مزایای نگهداری وجه نقد شرکتی را می‌توان تحت شرایط نهادی قوی به دست آورد. نویسندگان استدلال می‌کنند که تأثیر مثبت حاکمیت ملی بر بنگاه‌های فردی با تقویت حمایت از سرمایه‌گذاران و کاهش مشکلات نمایندگی، ارزش افزوده نگهداری وجه نقد را افزایش می‌دهد.

۶- فرضیه‌های پژوهش

- (۱) ریسک شهرت بر وجوه نقد نگهداری شده تأثیر معناداری دارد.
- (۲) محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.
- (۳) حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.

۷- روش پژوهش، جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

در این پژوهش برای اینکه نمونه یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربال‌گری (حذفی) استفاده شده است.

نمونه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران که از شرایط زیر برخوردار باشند: پیش فرض‌ها به ترتیب اعمال شدند بدین صورت که هر شرکتی که در پیش فرض اول قرار گرفته است برای شمارش پیش فرض‌های بعدی لحاظ نگردیده است. در این تحقیق بعد از اعمال پیش فرض‌ها، ۱۳۳ شرکت باقی ماندند.

۸- نحوه سنجش متغیرها

. متغیر وابسته: وجوه نقد نگهداری شده

۲. متغیر مستقل: ریسک شهرت شرکت

۳. متغیر تعدیلگر: محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی

۴. متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت - اهرم مالی - رشد فروش

مدل آماری:

برای انجام فرضیه پژوهش از مدل زیر استفاده می‌کنیم:

برای انجام فرضیه اول پژوهش معادله (۱):

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 RepRisk_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای انجام فرضیه دوم پژوهش معادله (۲):

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 RepRisk_{it} + \beta_2 KZ_{it} + \beta_3 RepRisk_{it} * KZ_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای انجام فرضیه سوم پژوهش معادله (۳):

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 RepRisk_{it} + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 BIND_{it} + \beta_4 Duality_{it} + \beta_5 RepRisk_{it} * BSIZE_{it} + \beta_6 RepRisk_{it} * BIND_{it} + \beta_7 RepRisk_{it} * Duality_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در روابط فوق:

جدول (۱) تعریف متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری

متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
وجوه نقد نگهداری شده	CASH	وابسته	وجه نقد نگهداری شده که بر مجموع دارایی ها
ریسک شهرت شرکت	RepRisk	مستقل	نسبت هزینه تبلیغات به فروش خالص
محدودیت مالی	KZ	تعدیلگر	بصورت موهمی اندازه گیری می شود اگر Z محاسبه شده برای شرکتی کوچک تر از ۲,۹ باشد، یک در غیر اینصورت صفر است.
حاکمیت شرکتی	BSIZE	تعدیلگر	تعداد اعضای هیئت مدیره
	BIND	تعدیلگر	نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضا که بیانگر استقلال اعضاست.
	Duality	تعدیلگر	اگر مدیرعامل عضو هیئت مدیره باشد، مقدار صفر و در غیر اینصورت مقدار یک تعلق می گیرد
اندازه شرکت	SIZE	کنترلی	لگاریتم طبیعی دارایی های پایان دوره شرکت
اهرم مالی	LEV	کنترلی	نسبت کل بدهی به کل دارایی ها به عنوان ابزاری برای اندازه گیری اهرم مالی
رشد فروش	Sales Growth	کنترلی	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل

۹- یافته های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۲) شاخص های توصیف کننده متغیرهای پژوهش، شاخص های مرکزی، شاخص های پراکندگی و شاخص های شکل توزیع (آماري)

پنل الف - متغیرهای پیوسته

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
وجوه نقد نگهداری شده	CASH	۹۳۱	۰,۰۷۵۹	۰,۰۳۵۹	۰,۹۱۳۷	۰,۰۰۰۲	۰,۱۲۱۵	۱,۵۶۱۲	۷,۹۴۸۸
ریسک شهرت شرکت	RepRisk	۹۳۱	۰,۰۴۱۴	۰,۰۰۵۳	۰,۹۷۱۵	۰,۰۰۰۰	۰,۱۱۱۳	۱,۸۵۱۰	۵,۸۹۴۴
محدودیت مالی	KZ	۹۳۱	۰,۱۰۵۳	۰,۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۳۰۷۱	۲,۵۷۲۵	۷,۶۱۷۶
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۹۳۱	۵,۰۲۰۴	۵,۰۰۰۰	۷,۰۰۰۰	۴,۰۰۰۰	۰,۲۳۷۸	۲,۰۱۷۷	۶,۸۰۴۵
استقلال هیئت مدیره	BIND	۹۳۱	۰,۶۱۶۹	۰,۶۰۰۰	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۱۳۲۱	-۰,۹۴۱۷	۶,۲۲۵۸

پنل الف - متغیرهای پیوسته

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۹۳۱	۰,۵۰۵۹	۱,۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۵۰۰۲	-۰,۰۲۳۶	۱,۰۰۰۶
اهرم مالی	LEV	۹۳۱	۰,۵۷۷۴	۰,۵۹۳۵	۱,۵۶۵۶	۰,۰۱۲۷	۰,۲۲۳۲	-۰,۰۱۲۶	۳,۳۸۹۱
اندازه شرکت	SIZE	۹۳۱	۱۴,۳۱۲۵	۱۴,۱۴۹۴	۱۹,۷۷۳۹	۱۰,۴۹۲۵	۱,۴۸۷۲	۰,۸۱۲۱	۴,۴۲۹۱
رشد فروش	Qrowth	۹۳۱	۰,۲۵۸۲	۰,۱۷۳۳	۷,۸۱۵۵	-۰,۹۳۱۰	۰,۵۹۱۳	۱,۳۶۰۱	۶,۳۳۶۵

پنل ب - متغیرهای دو ارزشی

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	نوع طبقه	فراوانی	درصد فراوانی
محدودیت مالی	KZ	۹۳۱	۱	۹۸	۱۰,۵٪
			۰	۸۳۳	۸۹,۵٪
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۹۳۱	۱	۴۷۱	۵۰,۶٪
			۰	۴۶۰	۴۹,۴٪

در جدول (۲)، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میان، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی ارائه شده است. در این میان، پارامترهای مرکزی، دسته‌ای از پارامترهای توصیف کننده‌ی یک توزیع آماری هستند که ویژگی داده‌ها را نسبت به مرکز توزیع بیان می‌کنند. میانگین به عنوان نقطه تعادل و مرکز ثقل یک توزیع آماری، یکی از شاخص‌های مرکزی مناسب برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. در جدول (۲) تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه ۹۳۱ (۱۳۳ شرکت در ۷ سال) است. همچنین مشاهده می‌شود که میانگین و انحراف معیار متغیرهای، وجوه نقد نگهداری شده $۰/۱۲۱ \pm ۰/۰۷۶$ ، ریسک شهرت شرکت $۰/۱۱۱ \pm ۰/۰۴۱$ ، محدودیت مالی $۰/۳۰۷ \pm ۰/۱۰۵$ ، اندازه هیئت مدیره $۰/۲۳۸ \pm ۰/۰۲۰$ ، استقلال هیئت مدیره $۰/۱۳۲ \pm ۰/۰۶۱۷$ ، دوگانگی مدیرعامل $۰/۵۰۰ \pm ۰/۰۵۰۶$ ، اهرم مالی $۰/۲۲۳ \pm ۰/۰۵۷۷$ و اندازه شرکت $۱۴/۴۸۷ \pm ۱۴/۳۱۲$ و رشد فروش $۰/۵۹۱ \pm ۰/۲۵۸$ می‌باشد.

پایایی متغیرها

جدول (۳) نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل‌ها

متغیر	نماد	آماره آزمون	مقدار *p	نتیجه
وجوه نقد نگهداری شده	CASH	-۴۳/۵۷۴	۰/۰۰۰	پایا
ریسک شهرت شرکت	KZ	-۳۶۲/۱۸۲	۰/۰۰۰	پایا

متغیر	نماد	آماره آزمون	مقدار *p	نتیجه
محدودیت مالی	RepRisk	-۳/۰۸۲	۰/۰۰۱	پایا
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	-۲۰/۶۰۹	۰/۰۰۰	پایا
استقلال هیئت مدیره	BIND	-۲/۲۰۵	۰/۰۱۴	پایا
دوگانگی مدیرعامل	Duality	-۶/۲۷۶	۰/۰۰۰	پایا
اهرم مالی	LEV	-۲۴۶/۸۴۶	۰/۰۰۰	پایا
اندازه شرکت	SIZE	-۱۷/۸۳۲	۰/۰۰۰	پایا
رشد فروش	Qrowth	-۵۵/۸۴۵	۰/۰۰۰	پایا

* p-value (prob)

قبل از تفسیر نتایج جدول (۳) ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد خواهد شد. به این ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده‌های ترکیبی (پانل) در جدول (۳) نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه است.

تحلیل داده‌ها

عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

جدول (۴) آزمون همبستگی سریالی LM

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل اول	F(۲,۹۲۴)	۱۴۱/۹۱۶	۰/۰۰۰
مدل دوم	F(۲,۹۲۲)	۱۴۲/۱۰۵	۰/۰۰۰
مدل سوم	F(۲,۹۱۸)	۱۴۳/۲۳۶	۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۴) مشاهده می‌شود دو مدل پژوهش مشکل وجود همبستگی جمله خطا وجود دارد.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

جدول (۵) آزمون بروش-پاگان-گودفری

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	F(۴,۹۲۶)	۵/۷۳۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی
مدل دوم	F(۶,۹۲۴)	۳/۹۰۷	۰/۰۰۱	ناهمسانی
مدل سوم	F(۱۰,۹۲۰)	۲/۵۷۹	۰/۰۰۴	ناهمسانی

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق و معنادار بودن مدل‌ها پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل‌های پژوهش پذیرفته نمی‌شود، الگوها دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد و نمی‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است.

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل است. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنی-دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می دهد؛ که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل اول و دوم

پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ریسک شهرت شرکت	KZ	۰,۹۳۰۲۴۸۰۷۵	۱,۰۷۴۹۸۲۰۶۹
اهرم مالی	LEV	۰,۹۹۵۲۶۶۷۴۱	۱,۰۰۴۷۵۵۷۶۹
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۳۰۳۵۳۶۹۸	۱,۰۷۴۸۶۰۰۲۶
رشد فروش	Qrowth	۰,۹۹۵۷۳۴۹۴۳	۱,۰۰۴۲۸۳۳۲۶

جدول (۷) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل سوم و چهارم

پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ریسک شهرت شرکت	RepRisk	۰,۷۴۷۲۸۶۹۷۰	۱,۳۳۸۱۷۴۰۰۸
محدودیت مالی	KZ	۰,۸۷۷۵۳۹۰۰۵	۱,۱۳۹۵۵۰۴۸۷
ریسک شهرت شرکت * محدودیت مالی	RepRisk * KZ	۰,۶۹۲۳۸۸۲۷۸	۱,۴۴۴۲۷۶۳۲۸
اهرم مالی	LEV	۰,۹۹۲۶۴۹۳۲۵	۱,۰۰۷۴۰۵۱۰۷
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۲۵۱۷۰۹۰۴	۱,۰۸۰۸۱۳۷۶
رشد فروش	Qrowth	۰,۹۹۲۲۹۰۵۷۰	۱,۰۰۷۷۶۹۳۲۸

جدول (۸) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل پنجم و ششم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ریسک شهرت شرکت	KZ	۰,۷۰۰۵۲۱۰۸۲	۱,۹۱۹۰۸۲۲۴۱
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۰,۸۲۲۸۷۱۳۲۸	۱,۲۱۵۲۵۶۸۲۸
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰,۵۴۶۶۵۵۶۶۷	۱,۸۲۹۳۰۵۱۰۱
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۰,۸۶۰۰۷۶۶۶۹	۱,۱۶۲۶۸۷۰۴۴
ریسک شهرت شرکت * اندازه هیئت مدیره	KZ*BSIZE	۰,۲۲۸۸۰۷۱۵۶	۳,۴۷۱۳۵۹۶۵۹
ریسک شهرت شرکت * استقلال هیئت مدیره	KZ*BIND	۰,۶۰۰۵۴۸۲۵۷	۱,۸۲۳۹۶۱۳۹۹
ریسک شهرت شرکت * دوگانگی مدیرعامل	KZ*Duality	۰,۲۶۷۹۹۳۳۸۱	۳,۷۳۱۴۳۵۴۴۰
اهرم مالی	LEV	۰,۹۸۵۵۸۱۳۳۴	۱,۰۱۴۶۲۹۶۰۶
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۲۵۲۰۴۳۳۶	۱,۰۸۰۸۴۲۳۱۹
رشد فروش	Growth	۰,۹۹۳۶۶۱۲۰۴	۱,۰۰۶۳۷۹۲۳۳

۸- تحلیل یافته‌ها

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

جدول (۹) نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌ها

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۵/۶۳۵	(۱۳۲,۷۹۴)	۰/۰۰۰	مدل اول
۵/۷۴۳	(۱۳۲,۷۹۲)	۰/۰۰۰	مدل دوم
۵/۷۵۹	(۱۳۲,۷۸۸)	۰/۰۰۰	مدل سوم

همان‌گونه که در جدول (۹) مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها در مورد مدل‌ها رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل‌ها را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل‌ها با استفاده از داده‌های پانل برای ۱۳۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

جدول (۱۰) نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌ها

نتیجه	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
مدل اول	۰/۴۳۶	۴	۳/۷۸۴	استفاده از مدل اثرات تصادفی
مدل دوم	۰/۲۷۱	۶	۷/۵۷۲	استفاده از مدل اثرات تصادفی
مدل سوم	۰/۴۲۹	۱۰	۱۰/۱۳۴	استفاده از مدل اثرات تصادفی

همان گونه که در جدول (۱۰) مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p < 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل ها برای ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

نتایج فرضیات پژوهش

جدول (۱۱) نتایج بررسی ضرایب جزئی با روش ثابت با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: وجوه نقد نگهداری شده، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 RepRisk_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب تصادفی	C	۰,۱۰۶۲	۲,۹۴۴۶	۰,۰۰۳۳	معنادار
ریسک شهرت شرکت	RepRisk	۰,۰۲۲۳	۳,۴۲۲۶	۰,۰۰۰۷	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۷۱۱	-۴,۴۳۴۶	۰,۰۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۱۰۰	۶,۴۱۱۵	۰,۰۰۰۰	معنادار
رشد فروش	Qrowth	۰,۰۲۱۱	۳,۶۴۹۷	۰,۰۰۰۳	معنادار
وقفه مدل	RES(-1)	۰,۶۵۴۹	۸,۴۰۰۸	۰,۰۰۰۰	معنادار
۰/۵۵۵					R-squared
۰/۴۶۳					Adjusted R-squared
۶/۰۱۲					F-statistic
۰/۰۰۰۰					Prob(F-statistic)
۱/۹۸۳					Durbin- Watson stat

منبع: یافته های پژوهشگر

آزمون t : با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی ریسک شهرت شرکت می‌توان نتیجه گرفت ریسک شهرت شرکت با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). فرضیه اول مورد تایید است

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرها در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد ولی اندازه شرکت و رشد فروش تأثیر مثبت و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد.

مدل دوم پژوهش

جدول (۱۲) نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل دوم) با روش تصادفی با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: وجوه نقد نگهداری شده، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 RepRisk_{it} + \beta_2 KZ_{it} + \beta_3 RepRisk_{it} * KZ_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$					
نتیجه	احتمال	آماره t	ضرایب	نماد	متغیرها
معنادار	۰,۰۰۲۳	۳,۰۵۵۲	۰,۱۰۶۰	C	ضریب تصادفی
معنادار	۰,۰۰۰۰	۴,۹۴۷۷	۰,۰۷۳۴	RepRisk	ریسک شهرت شرکت
معنادار	۰,۰۰۰۹	-۳,۳۳۶۴	-۰,۰۴۱۹	KZ	محدودیت مالی
معنادار	۰,۰۰۰۴	-۳,۵۴۲۸	-۰,۰۹۶۴	RepRisk * KZ	ریسک شهرت شرکت * محدودیت مالی
معنادار	۰,۰۲۸۳	-۲,۱۹۸۶	-۰,۰۱۴۱	LEV	اهرم مالی
معنادار	۰,۰۰۰۰	۶,۰۶۶۹	۰,۰۰۹۶	SIZE	اندازه شرکت
معنادار	۰,۰۰۰۳	۳,۶۵۷۳	۰,۰۲۱۱	Growth	رشد فروش
معنادار	۰,۰۰۰۶	۳,۴۲۷۸	۰,۱۵۷۴	RES(-1)	باقیمانده مدل اول
۰/۶۳۶				R-squared	
۰/۵۵۹				Adjusted R-squared	
۸/۲۶۴				F-statistic	
۰/۰۰۰۰				Prob(F-statistic)	
۱/۷۰۲				Durbin- Watson stat	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی اعتبار و قدرت الگو:

آزمون t: با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی محدودیت مالی می‌توان نتیجه گرفت محدودیت مالی با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0.05$). نتایج جدول (۱۲) نشان می‌دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل‌کننده محدودیت مالی برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0.05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت * محدودیت مالی می‌توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر محدودیت مالی تأثیر منفی (معکوس) معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه دوم مورد تایید می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرها در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد ولی اندازه شرکت و رشد فروش تأثیر مثبت و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد.

مدل سوم پژوهش

جدول (۱۳) نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل سوم) با روش تصادفی با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: وجوه نقد نگهداری شده، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 RepRisk_{it} + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 BIND_{it} + \beta_4 Duality_{it} + \beta_5 RepRisk_{it} * BSIZE_{it} + \beta_6 RepRisk_{it} * BIND_{it} + \beta_7 RepRisk_{it} * Duality_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} Growth_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب تصادفی	C	۰,۱۵۴۶	۴,۱۹۸۸	۰,۰۰۰۰	معنادار
ریسک شهرت شرکت	RepRisk	۲,۴۰۶۰	۲,۱۳۸۰	۰,۰۳۲۹	معنادار
اندازه هیئت‌مدیره	BSIZE	۰,۰۱۸۱	۳,۴۸۲۴	۰,۰۰۰۵	معنادار
استقلال هیئت‌مدیره	BIND	-۰,۰۴۷۴	-۲,۲۱۵۲	۰,۰۲۷۱	معنادار
دوگانگی مدیرعامل	Duality	-۰,۰۰۹۴	-۵,۹۱۰۵	۰,۰۰۰۰	معنادار
ریسک شهرت شرکت * اندازه هیئت‌مدیره	RepRisk * BSIZE	۰,۰۲۲۳	۳,۴۵۴۵	۰,۰۰۰۶	معنادار
ریسک شهرت شرکت * استقلال هیئت‌مدیره	RepRisk * BIND	-۰,۴۴۸۸	-۲,۰۳۵۰	۰,۰۴۲۳	معنادار
ریسک شهرت شرکت * دوگانگی مدیرعامل	RepRisk * Duality	-۰,۲۲۰۳	-۲,۱۱۹۶	۰,۰۳۴۴	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۷۴۲	-۴,۶۷۹۲	۰,۰۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۰۵۰	۲,۲۷۷۲	۰,۰۲۳۰	معنادار

رشد فروش	Growth	۰,۰۲۱۶	۳,۷۸۰۹	۰,۰۰۰۲	معنادار
باقیمانده مدل اول	RES(-1)	۰,۶۵۸۸	۸,۴۹۰۹	۰,۰۰۰۰	معنادار
R-squared	۰/۷۶۳				
Adjusted R-squared	۰/۶۶۸				
F-statistic	۵/۹۰۲				
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰				
Durbin- Watson stat	۱/۸۹۳				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی اعتبار و قدرت الگو:

نتیجه:

آزمون t: با توجه به مقدار ضریب مثبت رگرسیونی اندازه هیئت‌مدیره می‌توان نتیجه گرفت اندازه هیئت‌مدیره با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول (۱۳) نشان می‌دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل‌کننده اندازه هیئت‌مدیره برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت* اندازه هیئت‌مدیره می‌توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر اندازه هیئت‌مدیره تأثیر معناداری مثبت (مستقیم) دارد. با توجه به مقدار ضریب منفی رگرسیونی استقلال هیئت‌مدیره می‌توان نتیجه گرفت استقلال هیئت‌مدیره با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول بالا نشان می‌دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل‌کننده استقلال هیئت‌مدیره برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت* استقلال هیئت‌مدیره می‌توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر استقلال هیئت‌مدیره تأثیر معناداری منفی (معکوس) دارد.

با توجه به مقدار ضریب منفی رگرسیونی دوگانگی مدیرعامل می‌توان نتیجه گرفت دوگانگی مدیرعامل با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول بالا نشان می‌دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل‌کننده دوگانگی مدیرعامل برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت* دوگانگی مدیرعامل می‌توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر دوگانگی مدیرعامل تأثیر معناداری منفی (معکوس) دارد.

فرضیه سوم مورد تایید است.

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرها در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد ولی اندازه شرکت و رشد فروش تأثیر مثبت و معناداری بر وجوه نقد نگهداری شده دارد.

۹- نتیجه گیری

فرضیه اول: ریسک شهرت بر وجوه نقد نگهداری شده تأثیر معناداری دارد.

آزمون t : با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی ریسک شهرت شرکت می‌توان نتیجه گرفت ریسک شهرت شرکت با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). فرضیه اول مورد تایید است

این نتایج با مطالعات اسماعیل زاد و همکاران (۱۳۹۷)، حسن و همکاران (۲۰۲۲) و نوبانی و همکاران (۲۰۲۱) همسو می‌باشد.

فرضیه دوم: محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.

آزمون t : با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی محدودیت مالی می‌توان نتیجه گرفت محدودیت مالی با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول ۴-۲۲ نشان می‌دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل‌کننده محدودیت مالی برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت* محدودیت مالی می‌توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر محدودیت مالی تأثیر منفی (معکوس) معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه دوم مورد تایید می‌باشد.

این نتایج با مطالعات قاری و بلوریان (۱۴۰۰)، قدردان و افتخاری (۱۴۰۰)، حسن و همکاران (۲۰۲۲) و تسای و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد.

نتایج تجزیه و تحلیل مدل تجربی پژوهش نشان داد که محدودیت‌های مالی بر وجوه نقد نگهداری شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی و معناداری دارد. محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تامین مالی محدود می‌سازند. بنابراین، یکی از مواردی که می‌توان استنباط کرد، آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به علت هزینه‌های زیاد تامین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر نمایند که این اقدام تأثیر منفی بر وجوه نقد نگهداری شده شرکت‌ها دارد.

فرضیه سوم: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.

حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و دوگانگی مدیرعامل می‌باشد.

- اندازه هیئت مدیره بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.

آزمون t: با توجه به مقدار ضریب مثبت رگرسیونی اندازه هیئت مدیره می توان نتیجه گرفت اندازه هیئت مدیره با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل کننده اندازه هیئت مدیره برای شرکت های مورد مطالعه معنادار است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت* اندازه هیئت مدیره می توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر اندازه هیئت مدیره تأثیر معناداری مثبت (مستقیم) دارد.

این نتایج با مطالعات عابدینی و افتخاری (۱۳۹۵)، اقدامی و همکاران (۱۳۹۸)، قدردان و افتخاری (۱۴۰۰)، قاری و بلوریان (۱۴۰۰)، ویریاناتا و دی مایو (۲۰۲۳)، حسن و همکاران (۲۰۲۲) و جبوری و المصطفی (۲۰۲۱) همسو می باشد.

بر اساس یافته های این پژوهش، رابطه معناداری بین متغیر اندازه هیئت مدیره و وجه نقد نگهداری شده مشاهده می شود. همانگونه که در مبانی نظری پژوهش نیز مطرح شد، هرچند دیدگاه های متفاوتی در خصوص رابطه بین اندازه هیئت مدیره و میزان وجه نقد نگهداری شده وجود دارد، ضریب این متغیر مثبت به دست آمد و با این دیدگاه که افزایش اندازه هیئت مدیره میتواند موجب افزایش نگهداشت وجه نقد شود، سازگاری بیشتری نشان داد.

- استقلال هیئت مدیره بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.

با توجه به مقدار ضریب منفی رگرسیونی استقلال هیئت مدیره می توان نتیجه گرفت استقلال هیئت مدیره با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل کننده استقلال هیئت مدیره برای شرکت های مورد مطالعه معنادار است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت* استقلال هیئت مدیره می توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر استقلال هیئت مدیره تأثیر معناداری منفی (معکوس) دارد.

این نتایج با مطالعات عابدینی و افتخاری (۱۳۹۵)، اقدامی و همکاران (۱۳۹۸)، قدردان و افتخاری (۱۴۰۰)، قاری و بلوریان (۱۴۰۰)، ویریاناتا و دی مایو (۲۰۲۳)، حسن و همکاران (۲۰۲۲) و جبوری و المصطفی (۲۰۲۱) همسو می باشد.

یکی دیگر از یافته های این پژوهش، رابطه منفی و معنادار بین متغیر استقلال هیئت مدیره و وجه نقد نگهداری شده را تأیید کرد. بر اساس مبانی نظری، اعضای غیرموظف در ساختار هیئت مدیره شرکتها و عملکرد نظارتی آنها به منزله افراد مستقل، به کاهش تضاد منافع میان مدیران و ذینفعان کمک میکند. این نتیجه با یافته های بوباكر و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است

- دوگانگی مدیرعامل بر رابطه بین ریسک شهرت و وجوه نقد نگهداری شده اثر تعدیلی معناداری دارد.

با توجه به مقدار ضریب منفی رگرسیونی دوگانگی مدیرعامل می توان نتیجه گرفت دوگانگی مدیرعامل با وجوه نقد نگهداری شده، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به متغیر تعدیل کننده دوگانگی مدیرعامل برای شرکت های مورد مطالعه معنادار است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به

مقدار منفی ضریب رگرسیون ریسک شهرت شرکت * دوگانگی مدیرعامل می توان نتیجه گرفت که ریسک شهرت شرکت بر وجوه نقد نگهداری شده با توجه به نقش تعدیلگر دوگانگی مدیرعامل تأثیر معناداری منفی (معکوس) دارد. این نتایج با مطالعات عابدینی و افتخاری (۱۳۹۵)، اقدامی و همکاران (۱۳۹۸)، قدردان و افتخاری (۱۴۰۰)، قاری و بلوریان (۱۴۰۰)، ویریانانا و دی مایو (۲۰۲۳)، حسن و همکاران (۲۰۲۲) و جبوری و المصطفی (۲۰۲۱) همسو می باشد. در نهایت نتایج نشان داد بین متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل و وجه نقد نگهداری شده رابطه معناداری منفی وجود دارد، اما ضریب منفی به دست آمده از این متغیر، سازگاری این یافته را با مبانی نظری نشان میدهد و بر نقشی که انتظار می رود این ویژگی حاکمیت شرکتی در کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیرعامل داشته باشد، تأکید می کند. این یافته با نتایج پژوهش بوباکر و همکارانش (۲۰۱۳) همخوانی دارد.

پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر است:

- نتایج این تحقیق، موجب افزایش آگاهی سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری با کیفیت میشود و به آنها پیشنهاد شود که با استفاده از این اطلاعات، از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آورند. همچنین، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که در انتخاب پروژه سرمایه گذاری و به ویژه، نوع و میزان سرمایه گذاری، از اطلاعات حسابداری استفاده کنند.
- پیشنهاد می گردد که سرمایه گذاران به هنگام تجزیه و تحلیل صورت های مالی به عواملی چون استقلال و اندازه هیئت مدیره توجه کافی داشته باشند.
- مدیران با بررسی روند عوامل تأثیر گذار بر وجه نقد به درصدد دستیابی به سطحی بهینه از وجه نقد برآیند تا از هزینه های ناشی از وجود مازاد و با کمبود وجه نقد جلوگیری شود.
- ریسک شهرت می تواند تهدیدی برای بقای بزرگترین و بهترین شرکت ها باشد و از این ظرفیت برخوردار است که میلیون ها یا میلیاردها دلار از ارزش جاری بازار یا درآمدهای بالقوه شرکت ها را از بین ببرد. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود به این مقوله توجه شود.
- در عصر حاضر تأثیر رسانه در ادراک مشتریان قابل توجه بوده و شرکت های مشهور بیشتر در معرض دیده شدن و ریسک شهرت هستند بنابراین لازم است این شرکت ها بیشتر مراقب تصویر خود در رسانه ها و همچنین فعالیت خود در انواع رسانه ها از جمله رسانه های اجتماعی باشند. پیشنهاد می شود شرکت های بزرگ و مشهور به فعالیت خود در رسانه ها توجه نمایند تا بتوانند از این طریق ریسک شهرت را مدیریت کنند و تأثیر بیشتری بر ادراک مثبت مشتریان داشته باشند.

منابع

- اسماعیل زاده، علی و اسکافی اصل، مهدی و ناظمی، فرزاد، ۱۳۹۷، بررسی اثر راهبری شرکتی و ریسک شهرت بر رابطه بین حداقل سازی هزینه مالیات و واکنش قیمت سهام، <https://civilica.com/doc/1570224>
- اقدامی، اسماعیل و مشکمی میاوقی، مهدی و خردیار، سینا و کردرستمی، سهراب، ۱۳۹۸، بررسی نقش تعدیل کننده عوامل ریسک سیستماتیک و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد، <https://civilica.com/doc/1150963>

بادآور نهندی، یونس، درخور، سعید. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، ۳(۲)، ۱۶۷-۱۸۹. doi: 10.22051/jera.2013.578

طاهری، ماندانا. (۱۴۰۲). محدودیت های مالی در شرکت ها و رابطه آن با استراتژی های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیل گر حاکمیت شرکتی. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۱(۲)، ۱-۱۷۶۹۲۰۳۸. doi: 10.22108/amf.2023.135738.17692038

عابدینی، بیژن و اسفندیاری، عباس، ۱۳۹۵، بررسی جهت حساسیت جریان نقدی وجه نقد و محدودیت دسترسی به منابع مالی و برخی جنبه های حاکمیت شرکتی، اولین همایش حسابداری، اقتصاد و نوآوری در مدیریت، بندرعباس، <https://civilica.com/doc/561094>

قاری، وحیده و بلوریان، زهرا، ۱۴۰۱، بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت افشاء با عملکرد مالی شرکت با نقش تعدیلی ارتباطات سیاسی و محدودیت مالی، سومین کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، چابهار، <https://civilica.com/doc/1564606>

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، تهران، <https://civilica.com/doc/1394586>

محمدی تبار، آرش. (۱۴۰۱). مطالعه تأثیر محدودیت مالی بر رابطه اجتناب مالیاتی و سطح نگه داشت وجه نقد. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۶۰)، ۷۳-۸۳.

- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. The Journal of Finance, 59(4), 1777-1804.
- Antoni, G., Sacconi, L., (2011). Does virtuous circle between social capital and CSR exist? A “network of games” model and some empirical evidence. Working paper, University of Trento, Italy.
- Bar-Isaac, H., and J. Deb, 2014, (Good and bad) reputation for a servant of two masters, American Economic Journal: Microeconomics 6, 293–325.
- Barnett, M. L., 2014, Why stakeholders ignore firm misconduct a cognitive view, Journal of Management 40, 676–702.
- Baron, D., and D. Diermeier, 2007, Strategic activism and nonmarket strategy, Journal of Economics and Management Strategy 16, 599–634.
- Bates, T.W., Kahle, K.M. & Stulz, R.M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? Journal of Finance, 64(5): 1985– 2021.
- Beatty, R. P., and J. R. Ritter, 1986, Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings, Journal of Financial Economics 15, 213–232.
- Cao, Y., J. N. Myers, L. A. Myers, and T. Omer, 2015, Company reputation and the cost of equity capital, Review of Accounting Studies 20, 42–81.
- Deephouse, D. L., W. Newbury, and A. Soleimani, 2016, The effects of institutional development and national culture on cross-national differences in corporate reputation, Journal of World Business 51, 463–473.
- Diamond, D. W., 1991, Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt, Journal of Political Economy 99, 689–721.
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith, 2007, Corporate governance and the value of cash holdings, Journal of Financial Economics 83, 599–634.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, 2003, International corporate governance and corporate cash holdings, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 111–133.

- Fama, E., French, K.(2007). "Disagreement, tastes, and asset prices." *Journal of Financial Economics* 83, 667–689.
- Faulkender, M., Wang, R.(2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*. vol,61,. Issue 4, pp:1957–1990, August 2006.
- Frooman, J., 1999, Stakeholder influence strategies, *Academy of Management Review* 24, 191–205.
- Gao, H., J. Harford, and K. Li, 2013, Determinants of corporate cash policy: insights from private firms, *Journal of Financial Economics* 109, 623–639.
- Gatzert, N., 2015, The impact of corporate reputation and reputation damaging events on financial performance: empirical evidence from the literature, *European Management Journal* 33, 485–499.
- Gloßner, S. 2017 The Price of Ignoring ESG Risks. Working paper, Catholic University of Eichstaett-Ingolstadt. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3004689.
- Gomes, A., 2000, Going public without governance: managerial reputation effects, *Journal of Finance* 55, 615–646.
- Han, S., and J. Qiu, 2007, Corporate precautionary cash savings, *Journal of Corporate Finance* 13, 43–57.
- Harford, J., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell, 2008, Corporate governance and firm cash holdings in the US, *Journal of Financial Economics* 87, 535–555.
- Hasan, M. M., Habib, A., & Zhao, R. (2022). Corporate reputation risk and cash holdings. *Accounting & Finance*, 62(1), 667-707.
- Jabbouri, I. and Almustafa, H. (2021), "Corporate cash holdings, firm performance and national governance: evidence from emerging markets", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 17 No. 5, pp. 783-801. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2020-0342>
- Jadiyappa, N., Joseph, A., Sisodia, G., Krishnankutty, R., & Shrivatsava, S. (2021). Corporate social responsibility and cash holdings in India: Evidence from a natural experiment. *Finance Research Letters*, 39, 101581.
- Jensen, M. C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review* 76, 323–329.
- John, K., and D. Nachman, 1985, Risky debt, investment incentives, and reputation in a sequential equilibrium, *Journal of Finance* 40, 863–878.
- Kao, S. W., 2012, Research note: cash holding and firm value: the case of Taiwan's tourism industry, *Tourism Economics* 18, 897–902.
- Kevin, A. Sanjay, B., and Athanasios, L..(2015),” Corporate cash holdings: causes and consequences”. *International Review of Financial*,45,421-433.
- Kolbel, J. F., T. Busch, and L. M. Jancso, 2017, How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk, *Strategic Management Journal* 38, 2266–2284.
- Kolbel, J. F., T. Busch, and L. M. Jancso, 2017, How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk, *Strategic Management Journal* 38, 2266–2284.
- Lange, D., and N. T. Washburn, 2012, Understanding attributions of corporate social irresponsibility, *Academy of Management Review* 37, 300–326.
- Louis, Henock Amy Sun & Oktay Urcan.,(2010).”Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism” . [Http : //SSRN.Com/](http://SSRN.Com/)
- Luo, X., Bhattacharya, C. (2009). “The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk.” *Journal of Marketing* 73, 198–213.

- Miller, M. H., and D. Orr, 1966, A model of demand for money by firms, *Quarterly Journal of Economics* 80, 413–435.
- Nguyen, T. L., Nguyen, L. N., & Le, T. P. (2016). Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market. *Australian Economic Papers*, 55(4), 368- 385.
- Nguyen, T. L., Nguyen, L. N., & Le, T. P. (2016). Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market. *Australian Economic Papers*, 55(4), 368- 385.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, 1999, The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.
- Ozkan, A., and N. Ozkan, 2004, Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies, *Journal of Banking and Finance* 28, 2103–2134.
- Sarstedt, M., Wilczynski, P., & Melewar, T. C. (2013). Measuring reputation in global markets—A comparison of reputation measures’ convergent and criterion validities. *Journal of World Business*, 48(3), 329-339.
- Schneider, H. S., 2012, Agency problems and reputation in expert services: evidence from auto repair, *The Journal of Industrial Economics* 60, 406–433.
- Siegel, J., 2005, Can foreign firms bond themselves effectively by renting US securities laws?, *Journal of Financial Economics* 75, 319–359.
- Tang, Z., and J. Tang, 2016, Can the media discipline Chinese firms’ pollution behaviors? The mediating effects of the public and government, *Journal of Management* 42, 1700–1722.
- Tsai, J. F., Mai, N. T., & Bui, D. G. (2022). Managerial ability, financial constraints, and the value of cash holding. *Applied Economics Letters*, 29(5), 462-468.
- Turban, D. B., and D. M. Cable, 2003, Firm reputation and applicant pool characteristics, *Journal of Organizational Behavior* 24, 733–752.
- Weigelt, K., and C. Camerer, 1988, Reputation and corporate strategy: a review of recent theory and applications, *Strategic Management Journal* 9, 443–454.
- Wilson, R., 1985, Reputations in games and markets, in: A. E. Roth, ed., *Game-theoretic Models of Bargaining*. (Cambridge University Press, New York), 65–84.
- Wirianata, H., & De Mayo, I. F. (2023). Corporate Governance In Cash Management, Net Working Capital, And Cash Holding. *Jurnal Akuntansi*, 27(1), 118-135.
- Zenner, M., E. Junek, and R. Chivukula, 2016, Are US Companies really holding that much cash – and if so, why?, *Journal of Applied Corporate Finance* 28, 95–103.

Investigating the Effect of Financial Restrictions on the Relationship Between Managers' Compensation and the Performance of Listed Firms the Tehran Stock Exchange

**Hassan Ahmadi
Sedigheh Mosavi
Mohammad Anosha
Mahdi Sedaghat**

Abstract

The purpose of this study is to examine the impact of company reputation risk on cash held with the moderating role of financial constraints and corporate governance (evidence from Tehran Stock Exchange). The research method is descriptive correlation with applied approach. The statistical population of this research is the companies admitted to the Tehran Stock Exchange in a period of 7 years during the financial years of 2016-2022. 133 companies were selected as the statistical sample of the research. In this research, systematic exclusion sampling method was used. Excel and Eviews8 software were used for data analysis. In this research, Smirnov's Klomograph test was used to determine the normality or non-normality of the data; which were estimated by the random effects method according to the normality of the data and according to the F-test of Limer and Hausman model with panel data; Also, the model has homogeneity of variance and serial autocorrelation problem. The results show that reputation risk has a negative and significant effect on cash held. Financial restriction has a negative and significant moderating effect on the relationship between reputation risk and cash held. The independence and size of the board of directors have a positive and significant moderating effect on the relationship between reputation risk and cash held. The CEO's ambivalence has a negative and significant moderating effect on the relationship between reputation risk and cash held.

Keywords

company reputation risk, maintenance cash, financial constraint, corporate governance
