



Analyzing the Relationship Between Cash Holdings and Firm Performance: A GMM Approach with Emphasis on Audit Quality and Growth

Mohammad Nazaripour^{1*} | Mahdi Mesali² | Jafar Babazadeh Hashin³

Abstract

Cash holdings, as a crucial financial management tool, influence firm performance through various factors. This study examines the relationship between cash holdings and corporate performance, with particular emphasis on audit quality and growth, among companies listed on the Tehran Stock Exchange. Employing a correlational research design, the study analyzes relationships between variables using secondary data extracted from financial statements of listed companies. This study employs the Generalized Method of Moments (GMM) as its primary framework for hypothesis testing, while analyzing correlational relationships between variables. The research population comprises all companies listed on the Tehran Stock Exchange during 2013-2023, with data extracted from 1,870 firm-year observations. The results reveal significant positive relationships between both cash holdings and audit fees with financial performance indicators (MBVR and ROA), demonstrate meaningful positive interaction effects between audit fees and cash holdings on these metrics, and identify an inverse U-shaped (concave) relationship between cash holdings and firm performance that is more pronounced in companies with higher audit quality. The study establishes significant positive relationships between cash holdings, audit fees, and financial performance (MBVR/ROA), confirms reinforcing interaction effects between cash and audit quality, reveals an inverse U-shaped cash-performance relationship that strengthens with higher audit quality, and demonstrates how firm growth moderates these dynamics, ultimately underscoring the critical importance of considering performance outcomes, audit standards, and growth stages when formulating cash management policies.

Keywords: Cash Holdings, Audit Quality, Firm Growth, Firm Performance, Generalized Method of Moments (GMM).

1 Corresponding Author: Associate Professor, Hazrat-e Masoumeh University, Qom, Iran. m.nazaripour@hmu.ac.ir
2 MA. In Accounting, Department of Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. mahdimesali@gmail.com
3 MA. In Accounting, Department of Accounting, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran. jbabazadeh.h@yahoo.com





دانشگاه جامع امام حسین (ع)

۲

سال دوم
تابستان ۱۴۰۴
صص: ۷۷-۴۷

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:
۱۴۰۲/۱۰/۲۱
تاریخ بازنگری:
۱۴۰۳/۰۴/۲۵
تاریخ پذیرش:
۱۴۰۳/۰۷/۱۸
تاریخ انتشار:
۱۴۰۳/۰۸/۰۱



مطالعات حسابرسی مطهر

تحلیل رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌ها: کاربرد روش GMM با تأکید بر کیفیت حسابرسی و رشد

محمد نظری پور^{۱*} | مهدی مثالی^۲ | جعفر بابازاده هشین^۳

چکیده

نگهداشت وجه نقد، به‌عنوان ابزاری کلیدی در مدیریت مالی، باعث می‌شود تا عملکرد شرکت‌ها متأثر از عوامل مختلفی باشند. در این راستا هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد با تأکید بر کیفیت حسابرسی و رشد در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش پژوهش این مطالعه از نوع همبستگی است و روابط همبستگی بین متغیرهای موردنظر را با استفاده از داده‌های ثانویه استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تحلیل کرده است. این پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) به‌عنوان چارچوب اصلی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده کرده و روابط همبستگی بین متغیرهای موردنظر را با روش همبستگی تحلیل کرده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ بوده و داده‌ها از ۱۸۷۰ مشاهدات سال-شرکت استخراج شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین نگهداشت وجه نقد و حق الزحمه حسابرسی با شاخص‌های عملکرد مالی نظیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MBVR) و بازده دارایی (ROA) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، ضرایب تعاملی حاصل از ضرب حق الزحمه حسابرسی در وجه نقد نیز با MBVR و ROA رابطه مثبت و معناداری دارند. همچنین، نگهداشت وجه نقد دارای یک رابطه U شکل معکوس (مقعر) با عملکرد شرکت است که این رابطه در شرکت‌های باکیفیت حسابرسی بالاتر قوی‌تر از شرکت‌های باکیفیت حسابرسی پایین‌تر است. یافته‌ها همچنین بیانگر این است که رشد شرکت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد، عملکرد شرکت و اثر تعدیل‌کننده کیفیت حسابرسی تأثیرگذار است. به طور کلی، این پژوهش برجسته می‌کند که در تصمیم‌گیری‌های سیاستی مرتبط با نگهداشت وجه نقد، باید به عملکرد شرکت، کیفیت حسابرسی و سطوح رشد شرکت توجه جدی شود.

کلیدواژه‌ها: نگهداشت وجه نقد، کیفیت حسابرسی، رشد شرکت، عملکرد شرکت، روش گشتاور تعمیم یافته (GMM).

۱ نویسنده مسئول: دانشیار گروه حسابداری دانشگاه حضرت معصومه (س) قم ایران. m.nazaripour@hmu.ac.ir

۲ فوق لیسانس حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

۳ فوق لیسانس حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران.

ناشر: دانشگاه جامع امام حسین (ع) © نویسندگان

این مقاله تحت لایسنس آفرینندگی مردمی (Creative Commons License- CC BY) در دسترس شما قرار گرفته است.



مقدمه و بیان مسئله

پس از بحران مالی جهانی ۲۰۰۹، شرکت‌ها سطح نگهداری وجه نقد خود را افزایش دادند که این موضوع مورد توجه پژوهشگران حوزه‌های حسابداری و مالی قرار گرفت (Lin, Chang, Yu, & Kao, 2019). هرچند احتیاط انگیزه اصلی این رویکرد بود، اما نگهداری وجه نقد اضافی می‌تواند تضاد نمایندگی را تشدید کند. مدیران منفعت طلب ممکن است در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی احتیاط بیش از حد کنند و یا از نقدینگی شرکت به نفع منافع شخصی خود سوءاستفاده کنند (Kim, Lee, & Park, 2015). در این راستا، مطالعه وضعیت شرکت‌های ایرانی حائز اهمیت است، زیرا این شرکت‌ها در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته با چالش‌های بیشتری در حوزه نگهداری وجه نقد مواجه هستند (مشایخ و رازانی، ۱۴۰۰). بنابراین بررسی این موضوع در ایران، به عنوان یکی از اقتصادهای مهم غرب آسیا و دارای ویژگی‌های منحصر به فرد، از اهمیت بالایی برخوردار است. علاوه بر این، در اقتصادهای در حال توسعه، ممکن است حسابرسان از استقلال لازم برخوردار نباشند (Wellalage et al., 2023). بنابراین، بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت در ایران از ارزش علمی بالایی برخوردار است.

تئوری‌های مختلفی در خصوص دلایل نگهداری سطوح متفاوتی از وجه نقد توسط شرکت‌ها ارائه شده است. برای مثال بر اساس تئوری رجحان نقدینگی^۱ (Keynes, 1936)، شرکت‌ها وجه نقد و دارایی‌های نقدی را به منظور کاهش هزینه‌ها و زمان، پرداخت‌های غیرمنتظره و بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی نگهداری می‌کنند. از سوی دیگر، طبق تئوری سلسله‌مراتبی چینش سرمایه^۲ (Myers & Majluf, 1984) مدیران برای تأمین مالی، ابتدا از سود انباشته، سپس بدهی‌ها و در نهایت انتشار سهام استفاده می‌کنند. این دو تئوری نگهداری وجه نقد بالاتر از حد لازم را توصیه می‌کنند. در مقابل، تئوری تهاتر^۳ (Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes, 2003) شرکت‌ها را به تعیین سطح بهینه وجه نقد برای حداکثرسازی ثروت سهام‌داران تشویق می‌کند. وجه نقد ناکافی منجر به افزایش هزینه‌های ناشی از ریسک نقدینگی و ازدست‌رفتن

1. Liquidity Preference Theory

2. Pecking Order Theory

3. Trade-Off Theory

فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود، در حالی که وجه نقد اضافی به دلیل سودآوری پایین، باعث کاهش سود می‌گردد. بنابراین، نگهداری سطح بهینه وجه نقد می‌تواند عملکرد و رشد شرکت را تضمین کند. شرکت‌های با رشد بالا معمولاً سطح قابل‌قبولی از وجه نقد را برای تداوم و گسترش فعالیت‌هایشان حفظ می‌کنند.

تئوری نمایندگی چارچوبی نظری برای تبیین رابطه بین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، عملکرد شرکت و اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی ارائه می‌دهد. در بازارهای ناقص (عدم رقابت کامل)، شرکت‌ها به نگهداری سطح بالایی از وجه نقد تشویق می‌شوند (Kim et al., 2015). با این حال، نگهداشت وجه نقد بیش از حد می‌تواند منجر به تصمیمات زیان‌بار برای سهام‌داران شود، مانند سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی خالص منفی که ارزش ثروت سهام‌داران را کاهش می‌دهد (Jensen, 1986; Loderer et al., 2004). از منظر تئوری نمایندگی، حسابرسی با کیفیت بالا به عنوان مکانیزمی نظارتی عمل کرده و از سوءاستفاده مدیران از دارایی‌های نقدی جلوگیری می‌کند (Feng, Li, McVay, & Skaife, 2015). این نوع حسابرسی همچنین می‌تواند هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سطح نگهداری وجه نقد را کاهش دهد و بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آتی مدیران اثرگذار باشد (Akway & Ramadan, 2019). حسابرسی با کیفیت هشدارهای لازم را در خصوص سرمایه‌گذاری‌های منفعت‌طلبانه مدیران^۱ که عمدتاً به هزینه سهام‌داران انجام می‌شود، به‌ویژه در مواقع بالا بودن سطح نگهداری وجه نقد، ارائه می‌دهد (Kim et al., 2015).

مدیریت منابع مالی به‌ویژه نگهداشت وجه نقد، به یکی از ارکان اصلی تصمیم‌گیری‌های استراتژیک شرکت‌های امروزی است. سطح نگهداشت وجه نقد نه تنها بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است، بلکه به عنوان یک ابزار کلیدی برای مقابله با عدم قطعیت‌های اقتصادی و مالی عمل می‌کند. با این حال، تحقیقات نشان داده‌اند که رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌ها لزوماً خطی نبوده و می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی همچون کیفیت حسابرسی (شوق و همکاران، ۱۴۰۳) و سطح رشد شرکت (عزیزنژاد و قنبرلو، ۱۴۰۳) قرار گیرد. در این راستا، تجزیه و تحلیل داده‌های ۱۷۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا

1. Managerial Empire-Building Investments

۱۴۰۲ نشان داد که رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد مالی شرکت‌ها به صورت U شکل معکوس (مقعر) است. این رابطه نشان می‌دهد که در سطوح زیر بهینه، افزایش وجه نقد منجر به بهبود عملکرد مالی می‌شود، اما در سطوح بالاتر از بهینه، مشکلات نمایندگی و هزینه‌های فرصت موجب کاهش عملکرد می‌شوند.

علاوه بر این، نقش کیفیت حسابرسی به عنوان یک عامل تعدیل کننده در این رابطه مورد تأکید قرار گرفت. نتایج نشان داد که در شرکت‌های با کیفیت حسابرسی بالاتر، رابطه مثبت بین عملکرد شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد قوی تر است، در حالی که رابطه منفی بین این دو متغیر ضعیف تر می‌شود. این یافته نشان می‌دهد که حسابرسان با کیفیت بالا نقش مهمی در کاهش مشکلات نمایندگی و بهبود تصمیم‌گیری‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد ایفا می‌کنند.

پژوهش حاضر از چند جنبه نوآوری دارد. ابتدا، این پژوهش با آزمون یک رابطه غیرخطی (مقعر) بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت، شکاف موجود در ادبیات پژوهش را پر کرده است. اگرچه تحقیقات متعددی در خصوص رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت انجام شده‌اند، اما بیشتر آن‌ها به بررسی رابطه خطی پرداخته‌اند و نقش عوامل تعدیل کننده مانند کیفیت حسابرسی را نادیده گرفته‌اند. این پژوهش با استفاده از مفروضات تئوری تهاتر، نشان می‌دهد که کیفیت حسابرسی می‌تواند اثرات مثبت و منفی نگهداشت وجه نقد را تعدیل کند.

دوم، تمرکز این پژوهش بر شرکت‌های ایرانی در یک اقتصاد در حال توسعه، بینش جدیدی به ادبیات موجود اضافه می‌کند. شرکت‌های ایرانی با چالش‌های خاصی همچون محدودیت‌های اخذ وام، تحریم‌ها، تورم و عدم ثبات اقتصادی مواجه هستند که این موضوع نگهداشت وجه نقد را به یک اولویت استراتژیک تبدیل کرده است. یافته‌های این پژوهش می‌تواند به مدیران کمک کند تا با در نظر گرفتن نقش حاکمیتی حسابرسان مستقل و اثرات سطوح مختلف رشد شرکت، عملکرد مالی خود را بهبود بخشند.

در نهایت، بازه زمانی این پژوهش که ۱۱ سال (۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲) را پوشش می‌دهد، یکی از نقاط قوت آن است. این بازه زمانی امکان بررسی تأثیر شرایط مختلف اقتصادی و مالی را فراهم کرده و اعتبار یافته‌های پژوهش را افزایش می‌دهد. بنابراین، این پژوهش نه تنها به تقویت ادبیات نظری کمک می‌کند، بلکه دارای کاربردهای عملی برای مدیران و سیاست‌گذاران نیز هست.

مابقی بخش‌ها به شرح زیر است: بخش بعدی ویژگی‌های محیط نهادی (سازمانی) شرکت‌های ایرانی را توضیح می‌دهد. بخش سوم شامل مرور ادبیات و مبانی نظری تدوین فرضیه‌های پژوهش است. بخش چهارم مربوط به روش‌شناسی و بخش پنجم شامل نتایج پژوهش به همراه پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش است.

مبانی نظری پژوهش

محیط نهادی شرکت‌های بورسی

شرکت‌های بورسی در ایران از لحاظ ویژگی‌های نهادی مانند محیط نظارتی (نجفی و همکاران، ۱۳۹۹)، حاکمیت شرکتی (شعری و همکاران، ۱۳۹۵) و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران (ولی‌پور و همکاران، ۱۳۹۴) در وضعیت مطلوبی قرار ندارند. این در حالی است که در بازارهای توسعه‌یافته، این ویژگی‌ها به‌طور کارآمد عمل کرده و امکان تأمین مالی از طریق بازارهای سرمایه فراهم است. علاوه بر این، وجود مکانیزم‌های کارآمد در این کشورها منجر به کاهش هزینه‌های مبادله شده است (da Costa Moraes et al., 2025; Arora, 2019). در مقابل، شرکت‌های ایرانی به دلیل محدودیت‌های نهادی و تحریم‌ها، دسترسی محدودی به منابع مالی خارجی دارند و بیشتر به منابع داخلی وابسته‌اند. این شرایط، رفتارهای تأمین مالی و نگهداری وجه نقد آن‌ها را تحت تأثیر قرار داده و باعث شده است تا الگوهای متفاوتی در مقایسه با شرکت‌های فعال در بازارهای توسعه‌یافته از خود نشان دهند. بنابراین، درک جنبه‌های کلیدی محیط نهادی ایران، به‌ویژه در حوزه‌های نظارتی و مالی، برای تحلیل رویه‌های نگهداری وجه نقد در شرکت‌های ایرانی ضروری است.

محیط نظارتی

دستورالعمل ساماندهی رسیدگی به پرونده‌های بازار سرمایه ایران (مصوب رئیس قوه قضائیه در تاریخ ۱۳۹۹/۰۷/۲۹) می‌تواند به‌عنوان ابزار نظارتی مؤثر برای حفاظت از سرمایه‌گذاران عمل کند. با این حال، استانداردهای اجرایی و شیوه‌های تجاری ایران در مقایسه با استانداردهای غربی ضعیف‌تر بوده و به‌موقع به‌روزرسانی نمی‌شوند (شریفی و همکاران، ۱۳۹۲). به‌عنوان مثال، ۹۲ سال طول کشید تا قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱ در تاریخ ۱۴۰۳/۰۱/۲۸ مورد بازنگری قرار گیرد. این

کمبودها منجر به عدم رعایت کامل مقررات و همچنین ناکارآمدی مجازات‌ها شود. مصداق بارز این کمبودها سقوط بازار سهام بورس تهران در تابستان ۱۳۹۹ است.

حاکمیت شرکتی

در بازارهای توسعه‌یافته، مدل‌های حاکمیت شرکتی به صورت سهام‌دار (بر مبنای حداکثرسازی ارزش سهام و تصمیمات کوتاه‌مدت) یا هماهنگ^۱ (با تأکید بر تعادل منافع ذی‌نفعان و تصمیمات بلندمدت) عمل می‌کنند (جعفری و همکاران، ۱۴۰۳). در مقابل، شرکت‌های ایرانی عمدتاً از مدل مؤسس محور^۲ استفاده می‌کنند که در آن مؤسسان کنترل قابل توجهی بر شرکت داشته و بر تصمیم‌گیری‌ها تأثیر می‌گذارند (مهرانی و براتی، ۱۳۹۳؛ صفاخواه و همکاران، ۱۴۰۲). بسیاری از شرکت‌های خصوصی نیز تحت تأثیر کنترل خانوادگی قرار دارند، به طوری که حتی در شرکت‌های بزرگ، سهام‌داران تأثیرگذار عموماً از مؤسسان و گروه‌های تجاری خانوادگی هستند. این ساختار مالکیت منجر به شکل‌گیری مکانیزم‌های هرمی و تونل‌سازی می‌شود. مکانیزم هرمی شامل کنترل سلسله‌مراتبی شرکت‌های تابعه از طریق مالکیت جزئی است، در حالی که تونل‌سازی به انتقال منابع به نفع سهام‌داران کنترل‌کننده و به هزینه سهام‌داران جزء اشاره دارد. پدیده مدیریت چندگانه (عضویت همزمان یک فرد در هیئت مدیره چند شرکت) نیز از دیگر ویژگی‌های شرکت‌های ایرانی است که حاکمیت شرکتی را تضعیف می‌کند. علیرغم پیشرفت‌های اخیر، اصلاحات گسترده‌ای در این حوزه ضروری است (مهاجرانی و همکاران، ۱۳۹۸).

سیستم مالی و محیط کسب و کار

توسعه مالی نقشی تعیین‌کننده و مثبت در افزایش تولید و رشد اقتصادی کشور ایفا می‌کند. بخش قابل توجهی از تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در ایران از طریق نظام بانکی صورت می‌گیرد. در اسفندماه ۱۳۷۷، بانک مرکزی ایران با تشکیل بانک‌های خصوصی موافقت کرد. اما سهم این بانک‌ها در نظام بانکداری تنها ۹ درصد است، که نشان‌دهنده عدم موفقیت آن‌ها در برآورده کردن انتظارات اولیه است (رستم‌زاده و همکاران، ۱۳۹۷؛ محقق‌نیا و همکاران، ۱۴۰۳). به طور کلی، فعالیت‌های اقتصادی کشور با چالش‌های متعددی مواجه هستند که عواملی نظیر کیفیت

1. Shareholder or Coordinated Models

2. Promoter-Dominated Models

ضعیف نهادی و فساد اداری در بروز این مشکلات نقش دارند (قائم‌اصل و ولایتی، ۱۳۹۹). فساد اداری یکی از موانع اصلی دستیابی به رشد اقتصادی بالاتر و توسعه فعالیت‌های اقتصادی است که با افزایش هزینه‌های مبادله و تضعیف کارایی اقتصادی همراه است. در سال‌های اخیر، دولت اقداماتی نظیر ساده‌سازی مقررات برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی، تشویق تولید داخلی و ایجاد اشتغال انجام داده است (مرکز‌المیری، ۱۳۹۹). با این حال، طبق شاخص‌های انجام کسب‌وکار بانک جهانی^۱ در سال ۲۰۱۹، رتبه ایران در بین ۱۹۰ کشور ۱۲۷ بود که نشان دهنده نیاز به اقدامات جدی برای بهبود محیط کسب‌وکار است.

مبانی نظری تدوین فرضیه‌ها

مبانی نظری مرتبط با نگهداری وجه نقد شامل تئوری نمایندگی، تئوری تهاوتر و تئوری سلسله‌مراتبی چینش سرمایه است. در شرایط بازار ناقص سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها هنگام تأمین منابع مالی خارجی با چالش‌ها و هزینه‌های اضافی مواجه می‌شوند (Rahmanian, Koushkaki & Bahremandjouy, 2022). بر اساس تئوری سلسله‌مراتبی چینش سرمایه (Myers & Majluf, 1984)، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از منابع داخلی برای تأمین مالی استفاده کرده و سطح کافی از وجه نقد را نگهداری کنند. این رویکرد به کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش انعطاف‌پذیری مالی، به ویژه در شرایط بازار ناقص سرمایه، کمک می‌کند. علاوه بر این، در صورت ناکافی بودن جریان‌های نقدی برای پوشش بدهی‌ها، استفاده از منابع خارجی ممکن است منجر به بروز هزینه‌های درماندگی مالی شود (Custodio et al., 2023). از این رو، شرکت‌ها در محیط‌های بازار ناقص سرمایه تمایل دارند سطح بالایی از دارایی‌های نقدی نگهداری کنند تا از این چالش‌ها بکاهند (Wellalage et al., 2023).

هزینه‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد اضافی شامل هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های فرصت از دست‌رفته است. به اعتقاد (Jensen, 1986)، وجه نقد اضافی علاوه بر عدم ایجاد انعطاف‌پذیری معنادار، می‌تواند منجر به تحمیل هزینه‌های نمایندگی شود. نگهداشت وجه نقد اضافی موجب تصمیمات مدیریتی مغایر با منافع سهام‌داران می‌شود، زیرا مدیران معمولاً این منابع را در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش سهام شرکت را

1. World Bank's Doing Business Indicators

کاهش می‌دهد. این موضوع دست مدیران را برای دنبال کردن اهداف شخصی باز می‌گذارد (Drobetz & Grüninger, 2007). عدم تقارن اطلاعاتی در مورد نگهداری وجه نقد نیز نظارت بر اقدامات مدیران را دشوارتر کرده و سهام‌داران را در معرض مشکلات نمایندگی قرار می‌دهد (Yu et al., 2022). هزینه‌های فرصت شامل بازده پایین‌تر دارایی‌های نقدی و معایب مالیاتی است. مدیران ریسک‌گریز برای جلوگیری از فشارهای ناشی از انضباط بازار، وجوه نقد اضافی نگهداری می‌کنند (Opler et al., 1999). انضباط بازار فرایندی است که در آن بازار از طریق ارزیابی ریسک، اقداماتی را برای نظارت بر شرکت‌ها اتخاذ می‌کند. معایب مالیاتی زمانی رخ می‌دهد که درآمدهای تحقق‌یافته ولی وصول نشده دو بار مشمول مالیات شوند، در حالی که سهام‌داران می‌توانند با نگهداری مستقیم این دارایی‌ها، بازده قبل از مالیات بیشتری کسب کنند.

نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت

بر اساس یافته‌های اسکندر و همکاران (۱۳۹۳)، تأمین مالی برون‌سازمانی برای شرکت‌ها با چالش‌های متعددی همراه است، که این موضوع آن‌ها را به سمت استفاده از منابع داخلی سوق می‌دهد. شرکت‌های محدود از نظر مالی معمولاً به نگهداری وجه نقد مبادرت می‌کنند که می‌تواند عملکرد مالی آن‌ها را کاهش دهد. اگرچه منابع داخلی گزینه‌ای قابل اعتماد و آسان برای تأمین مالی هستند، نگهداری وجه نقد فراتر از سطح بهینه موجب کاهش سود شرکت می‌شود (Wellalage et al., 2023).

یکی از اهداف شرکت‌ها در نگهداری وجه نقد، حفظ سطح بهینه‌ای برای پوشش نیازهای عملیاتی روزانه (انگیزه هزینه معاملاتی)، مقابله با پیشامدهای غیرمنتظره (انگیزه احتیاطی) و تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها بدون وابستگی به منابع برون‌سازمانی (انگیزه سفته‌بازی) است (Martínez-Sola et al., 2013). در شرایط بازار ناقص، تعادل بین هزینه‌ها و مزایای نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد که سطح بهینه‌ای وجود دارد که در آن ارزش شرکت حداکثر می‌شود. نتایج برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت غالباً غیرخطی است (Hamad et al., 2021). به‌عنوان مثال، (Martínez-Sola et al., 2013) با بررسی ۴۷۲ شرکت ایالات متحده طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷، نشان دادند که یک سطح بهینه برای نگهداشت وجه نقد وجود دارد که در آن ارزش شرکت به حداکثر می‌رسد. این رابطه به شکل U

معکوس است. بدین معنا که ارزش نهایی وجه نقد تنها زمانی قابل قبول است که تغییرات وجه نقد دارایی‌های نقدی را به سمت سطح بهینه هدایت کند (Tong, 2014). با این حال، ارزش نهایی وجه نقد تحت تأثیر عواملی مانند افزایش سطح نگهداشت وجه نقد، اهرم مالی بالاتر، دسترسی بهتر به بازارهای سرمایه و تصمیمات توزیع وجه نقد کاهش می‌یابد (Faulkender & Wang, 2006).

به اعتقاد (Oler and Picconi, 2007)، بازده غیرعادی انباشته و عملکرد عملیاتی آتی شرکت‌ها را می‌توان بر اساس انحراف از سطح بهینه نگهداری وجه نقد پیش‌بینی کرد. یافته‌های پژوهش مذکور نشان داد مانده‌های نقدی کمتر از سطح بهینه به طور قابل توجهی با عملکرد عملیاتی آتی مرتبط است، به طوری که نگهداری وجه نقد بیش از حد منجر به کاهش عملکرد عملیاتی آتی شرکت می‌شود. در حالت کلی، در ابتدا، مزایای نگهداری وجه نقد بیشتر از هزینه‌های آن بوده و می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. با افزایش سطح نگهداری وجه نقد، ارزش شرکت نیز افزایش یافته و به نقطه بهینه نزدیک می‌شود. در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف است، رابطه بین نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت در سطح پایین‌تری قرار دارد (Pinkowitz et al., 2006). در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف، ضرورتی برای نگهداری وجه نقد اضافی باهدف انگیزه‌های احتیاطی، معاملاتی یا سرمایه‌گذاری وجود ندارد، زیرا ممکن است توسط مدیریت سوءاستفاده شود (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007)؛ بنابراین، فرضیه اول به شرح زیر قابل ارائه است.

فرضیه ۱: بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت یک رابطه معکوس معنادار وجود دارد.

نقش میانجی کیفیت حسابرسی

وظایف حسابرسان مستقل در خصوص دارایی‌های نقدی مازاد تحت تأثیر پیچیدگی‌های رسیدگی و خطر حسابرسی قرار دارد. نقش اصلی آن‌ها اظهارنظر مستقل نسبت به اعتبار صورت‌های مالی پس از انجام بررسی‌های لازم است (Ezuwore & Agbo, 2020). حسابرسی دارایی‌های نقدی شامل تأیید ارقام گزارش شده و تسهیل نظارت سهام‌داران بر موضوعات نمایندگی، به‌ویژه در مورد دارایی‌های نقدی مازاد، می‌شود (Kim, Lee, & Park, 2015). کیفیت حسابرسی به عواملی مانند زمان و منابع (متأثر از حق‌الزحمه) و مهارت‌ها و تخصص (متأثر

از مؤسسه حسابرسی) بستگی دارد. حق الزحمه بالا نشان‌دهنده تلاش‌های حرفه‌ای حساب‌رسان یا استفاده از شرکت‌های حسابرسی با کیفیت است. همچنین، کیفیت بالای حسابرسی معمولاً با مؤسسات بزرگ (مانند سازمان حسابرسی) همراه است که دارای تجربه و تخصص بیشتری هستند. کیفیت حسابرسی نقش مهمی در مدیریت نگهداشت وجه نقد صاحب‌کاران داشته و پیامدهای متعددی برای آنان دارد. اولاً، حسابرسی مستقل با کاهش هزینه‌های نمایندگی و همسو کردن منافع سهام‌داران و مدیران، نقش مهمی در تقویت نظارت و حاکمیت دارد (Kim et al., 2015). بررسی دقیق سیستم کنترل داخلی توسط حساب‌رس می‌تواند رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را تعدیل کند. ثانیاً، یک سیستم کنترل داخلی با کیفیت که با مشورت حساب‌رسان مستقل طراحی شده باشد، اطلاعات دقیق‌تری برای نظارت بر مدیریت وجه نقد فراهم می‌کند (Feng et al., 2015). سرانجام، حسابرسی مستقل و بررسی وجوه نقد مازاد به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهام‌داران و مدیران کمک کرده و کیفیت گزارشگری مالی را بهبود می‌بخشد (Han et al., 2014).

کیفیت حسابرسی بالا می‌تواند ارزش دارایی‌های نقدی و عملکرد شرکت را افزایش دهد. حسابرسی با کیفیت، ارزش بازار دارایی‌های نقدی را از طریق محدود کردن سوءاستفاده‌های مدیریتی و تخصیص نادرست منابع نقدی بهبود می‌بخشد (Kim et al., 2015). سرمایه‌گذاران تمایل دارند دارایی‌های نقدی شرکت‌های برخوردار از حسابرسی با کیفیت بالاتر را بیشتر ارزش‌گذاری کنند، زیرا این مکانیزم کنترلی مؤثر، مانع تخریب ارزش‌های نقدی و تسهیل‌گر ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری است. این یافته‌ها تأکید می‌کنند که حسابرسی با کیفیت علاوه بر بهبود استفاده از منابع نقدی، از تخصیص آن‌ها به پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی نیز جلوگیری می‌کند.

بر اساس رابطه U شکل معکوس (فرضیه اول)، انتظار می‌رود رابطه مثبت در بخش چپ منحنی (مقعر) تحت تأثیر حسابرسی با کیفیت بالا تقویت شود، در حالی که رابطه منفی در بخش راست منحنی باید به واسطه حسابرسی با کیفیت بالا تضعیف گردد. بر این اساس و در راستای فرضیه اول، می‌توان فرضیه‌های موازی زیر را مطرح نمود.

فرضیه ۲ الف: در شرکت‌های دارای حسابرسی با کیفیت، رابطه مثبت معنادار بین عملکرد شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد قوی‌تر است.

فرضیه ۲ ب: در شرکت‌های دارای حسابرسی با کیفیت، رابطه منفی معنادار بین عملکرد شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد ضعیف‌تر است.

تأثیر رشد بر سطح نگهداشت وجه نقد، عملکرد شرکت و کیفیت حسابرسی

استدلال می‌شود که سطوح مختلف رشد بر میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها و ادراک حسابرسان از موضوعات نمایندگی مرتبط با آن تأثیرگذار است. از این رو، انتظار می‌رود تعامل بین سطوح رشد، نگهداری وجه نقد و کیفیت حسابرسی بر عملکرد کلی شرکت مؤثر باشد. نتایج پژوهش‌هایی مانند (Ferreira & Vilela, 2004) نشان می‌دهد که بین دارایی‌های نقدی و چشم‌انداز رشد رابطه مثبتی وجود دارد. بدین معنا که شرکت‌های با رشد بالا تمایل به نگهداری وجه نقد بیشتری دارند. بر اساس پژوهش (Opler et al., 1999)، نسبت دارایی‌های نقدی به غیرنقدی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و جریان‌های نقدی پرنوسان بیشتر است. (Pinkowitz et al., 2012) نیز بیان می‌کنند که شرکت‌های با نرخ رشد بالاتر و جریان‌های نقدی کمتر و نوسان پذیرتر، به دلیل انگیزه‌های احتیاطی، تمایل به نگهداری مقادیر قابل توجهی از وجه نقد دارند. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های دیگری نیز همخوانی دارد که نشان می‌دهند شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (Opler et al., 1999).

شرکت‌های با رشد بالا معمولاً وجه نقد بیشتری را به منظور سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه اختصاص داده و از خدمات مؤسسات حسابرسی بزرگ برای اطمینان بخشی به سرمایه‌گذاران در خصوص حفاظت از منافع آن‌ها استفاده می‌کنند. به اعتقاد (Lai, 2009)، حسابرسی با کیفیت بالا ابزاری مؤثر برای نظارت بر عملکرد شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاست. رشد بالا و مداوم فروش ممکن است منجر به نگهداری وجه نقد اضافی بیشتر برای تأمین مالی رشد آتی یا بلوکه شدن وجه نقد در فرایندهای فروش شود (Gleason et al., 2017). در صورتی که رشد بالا با افزایش نگهداری وجه نقد همراه باشد، این عامل می‌تواند

بر ادراک حسابرسان از ریسک تجاری مرتبط با دارایی‌های نقدی مازاد تأثیرگذار باشد (Gleason et al., 2017). این موضوع نشان‌دهنده نقش رشد به‌عنوان یک متغیر کلیدی در تحلیل نگهداری وجه نقد و کیفیت حسابرسی است.

به اعتقاد (Myers, 1984)، فرصت‌های رشد می‌توانند مشکلات نمایندگی ایجاد کنند، زیرا تصمیم‌گیری مدیران در خصوص اجرای یا عدم اجرای این فرصت‌ها نقش کلیدی دارد. نگهداری وجه نقد اضافی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالاتر ممکن است به سوءاستفاده منجر شود، زیرا هزینه نظارت در این شرکت‌ها بیشتر بوده و مدیران اختیارات وسیع‌تری در مورد نگهداری وجه نقد دارند (Smith Jr & Watts, 1992). از این رو، شرکت‌هایی با دارایی‌های نقدی بیشتر و فرصت‌های رشد بالاتر ممکن است نیازمند مشارکت بیشتر حسابرسان باشند. این موضوع به دلیل وجود مشکلات نمایندگی ناشی از تصمیمات غیربهبه‌مدیران در استفاده از جریان نقد آزاد (وجه نقد پس از پوشش نیازهای سرمایه‌گذاری و سرمایه در گردش) است (Lang et al., 1991). بر اساس این استدلال، فرضیه زیر قابل‌ارائه است.

فرضیه ۳: در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، در شرکت‌های با رشد بالا تأثیر مثبت حسابرسی بر رابطه بین نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت بالاتر است.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر شامل تمام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ است. داده‌های مالی در سطح شرکت از پایگاه داده ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده‌اند که پژوهش‌های متعددی از این منبع استفاده کرده‌اند. تا آذرماه ۱۴۰۳، تعداد کل شرکت‌های عضو بورس ۷۵۰ شرکت بود. به دلیل تفاوت ساختار سرمایه، شرکت‌های فعال در بخش‌های بانکداری، مالی و بیمه از نمونه حذف شدند. همچنین، هم‌راستا با پژوهش (Jan & Ou, 2012)، مشاهدات سال-شرکت با ارزش دفتری منفی حقوق صاحبان سهام نیز کنار گذاشته شدند. به منظور کاهش اثر داده‌های پرت، متغیرهای پیوسته در محدوده ۱٪ بالا و پایین تنظیم شدند. در ادامه، شرکت‌های مالی نیز به دلیل ویژگی‌های خاص خود از نمونه حذف شدند. نمونه نهایی این پژوهش شامل

۱۸۷۰ مشاهده سال- شرکت مربوط به حدود ۱۷۰ شرکت غیرمالی است. که در ادامه در جدول زیر نحوی گزینش ارائه می شود:

۷۵۰	شرکت‌های پذیرفته‌شده تا پایان سال ۱۴۰۲
حذف می‌شود:	
(۶۳)	شرکت بعد از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرش و تا پایان سال ۱۴۰۲ در بورس فعال باشد.
(۲۹۵)	شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس
(۶۶)	شرکت‌هایی که غیرفعال بوده و یا از بورس خارج شده‌اند.
(۸۰)	شرکت‌هایی که جز شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها هستند.
(۷۶)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منطبق با ۲۹ اسفند نمی‌باشند و یا تغییر سال مالی داده‌اند.
۱۷۰	تعداد شرکت‌های نمونه

روش

در شرایطی که متغیرهای مستقل برای معیارهای نگهداری وجه نقد برون زا فرض می‌شوند، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) و مدل اثر ثابت به عنوان برآوردگرهای کارآمدتر لحاظ می‌شوند. با این حال، بر اساس ادبیات موجود، احتمال وجود ناهمگنی‌های غیرقابل مشاهده خاص شرکت که به طور مشترک بر عملکرد شرکت (FP)، نگهداری وجه نقد (Cash) و کیفیت حسابرسی تأثیر می‌گذارد، وجود دارد (Martínez-Sola et al., 2013). این موضوع موجب می‌شود که رگرسیون OLS در شناسایی این ناهمگنی‌ها ناتوان باشد (Wooldridge, 2010). علاوه بر این، استدلال می‌شود که ویژگی‌های غیرقابل مشاهده شرکت در خصوص نگهداری وجه نقد و کیفیت حسابرسی ممکن است در طول زمان تغییر کند، بنابراین استفاده از مدل اثر ثابت نیز ممکن است به عنوان راه‌حلی مؤثر مناسب نباشد (Börsch-Supan & Köke, 2002). با توجه به نامعتبر بودن شرایط برون‌زایی کامل، از آزمون دوربین - و - هاسمن (DWH) به عنوان ابزار تشخیصی برای بررسی درون‌زایی متغیرهای عملکرد شرکت، نگهداری وجه نقد و کیفیت حسابرسی استفاده شد. آماره آزمون از توزیع خبی دو با درجه آزادی سه پیروی می‌کند، که نشان‌دهنده تعداد متغیرهای توضیحی مورد بررسی است. نتایج آماره DWH نشان می‌دهد که مدل پانل با اثر ثابت مناسب نیست، زیرا تخمین‌های ضرایب احتمالاً غیرقابل اعتماد و سوگیرانه هستند.

هم‌راستا با Arellano and Bover (1995) و Blundell and Bond (1998)، از مدل پانل پویای گشتاوری تعمیم یافته (GMM) برای برآورد معتبرتر متغیرهای عملکرد شرکت (FP)، نگهداری وجه نقد (Cash) و کیفیت حسابرسی استفاده شد. مدل GMM پویا با استفاده از ابزارهای داخلی (متغیرهای وقفه دار) دو شرط اصلی اعتبار ابزارها را تأمین می‌کند: (R₁) عدم همبستگی با جمله خطا و (R₂) وجود همبستگی معنادار و قوی با متغیر درون‌زا (X) پس از کنترل سایر متغیرهای مستقل.

همانند پژوهش (Wintoki et al., 2012)، تعداد وقفه‌های لازم برای متغیر وابسته $Y_{i,t-1}$ و $Y_{i,t-2}$ بررسی شد. نتایج نشان داد ضریب $Y_{i,t-2}$ از نظر آماری معنادار نیست. بنابراین، از معیار عملکرد شرکت (FP) با تأخیر یک‌ساله ($Y_{i,t-1}$) استفاده شد. بر اساس این تأخیر، مدل اولیه پژوهش به شرح زیر تعریف شد:

$$FP_{i,t} = \alpha + \gamma FP_{i,t-1} + \beta_1(CASH)_{i,t} + \beta_2(CASH)_{i,t}^2 + \delta_1 Control Variables_{i,t} + n_i + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۱}$$

$$FP_{i,t} = \alpha + \gamma FP_{i,t-1} + \beta_1(CASH)_{i,t} + \beta_2(CASH)_{i,t}^2 + \beta_3(Audit Quality)_{i,t} + \beta_4(Audit Quality * Cash)_{i,t} + \beta_5 Audit Quality * (CASH)_{i,t}^2 + \delta_1 Control Variables_{i,t} + n_i + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۲}$$

که متغیرهای پژوهش در ادامه ارائه می‌شود:

جدول ۱: توصیف و سنجش متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نماد متغیر	توصیف	نحوه سنجش
وابسته	MBVR	ارزش بازار، تقسیم بر ارزش دفتری کل	نسبت (%)
	ROA	نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها	نسبت (%)
مستقل	Cash	وجه نقد بر ارزش دفتری دارایی‌ها	نسبت (%)
	Audit Fees	مبلغ پرداخت شده از بابت حق‌الزحمه حسابرسی. لگاریتم طبیعی در تحلیل	مبلغ به ریال Natural log
	Big audit firms	استفاده از سازمان حسابرسی و مؤسسه مفید راهبر	عدد یک بله عدد صفر خیر

جدول ۱: توصیف و سنجش متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نماد متغیر	توصیف	نحوه سنجش	
	RPT	مجموع تمام درآمدها و هزینه‌های ناشی از معاملات با اشخاص وابسته در یک سال معین	مبلغ به ریال Natural log	
	تمرکز سهام (Share)	درصد سهام متعلق به بزرگ‌ترین سهام‌دار	درصد (%)	
	سود سهام (DIV)	سود سهام پرداختی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم	از ۱ تا ۱۰۰	
کنترلی	اندازه شرکت (SIZE)	مبلغ کل دارایی‌ها لگاریتم طبیعی در تحلیل	مبلغ به ریال Natural log	
	سن شرکت (AGE)	تعداد سال‌های پس از تأسیس لگاریتم طبیعی در تحلیل	سال Natural log	
	رشد (Growth)	نرخ رشد سالانه سود قبل از بهره و مالیات	نسبت (%)	
	Intangibility	نسبت دارایی‌های نامشهود به کل دارایی‌ها	نسبت (%)	
	درماندگی مالی (financial Distress)	معکوس تغییرات نمره Z آلمن (بدون معیار نقدینگی)	درصد	
	معیارهای جایگزین	خالص وجه نقد Net cash	وجه نقد و معادل وجه نقد تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها منهای وجه نقد و معادل وجه نقد، توان مالی	نسبت (%)

در مدل‌ها فوق، i نماد شرکت‌های نمونه و t نماد زمان است. در معادله مطرح شده، از متغیرهای تعاملی (اثر ترکیبی چند متغیر مستقل بر یک متغیر وابسته) برای بررسی اثرات متقابل استفاده شده است. انتظار می‌رود ضرایب B_1 و B_2 به ترتیب مثبت و منفی باشند و شواهد کافی برای آزمون فرضیه ۱ را فراهم کنند. همچنین، انتظار می‌رود B_4 و B_5 مثبت باشند و به ترتیب شواهدی برای آزمون فرضیه‌های ۲ الف و ۲ ب ارائه دهند. این فرمول با استفاده از برآوردگر روش گشتاور تعمیم‌یافته (GMM) معرفی شده توسط (Blundell and Bond 1998) تخمین زده شد.

برآوردگر GMM یک تکنیک آماری قدرتمند است که برای تخمین پارامترها در مدل‌هایی با مفروضات توزیع محدود یا در شرایطی که تعیین دقیق احتمال مشاهده داده‌ها دشوار است، به کار می‌رود. در صورت عدم وجود ابزارهای خارجی مناسب، برآوردگر سیستم GMM می‌تواند راه‌حلی عملی برای مشکل درون‌زایی متغیرها فراهم کند (Tanjung, 2020). این روش امکان استفاده از ابزارهای داخلی در خود پانل را فراهم می‌کند (Blundell & Bond, 1998) و به‌ویژه در پانل‌های کوتاه با متغیر وابسته پویا، اثرات ثابت و عدم وجود ابزار خارجی مناسب کاربرد دارد (Roodman, 2009).

در این پژوهش، عملکرد شرکت‌ها ($FP_{i,t}$) با استفاده از دو شاخص مبتنی بر حسابداری و بازار ارزیابی شد: بازده دارایی (ROA) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MBVR). از این شاخص‌ها برای سنجش کارآیی عملیاتی شرکت‌ها استفاده می‌شود (Chauhan et al., 2018). در بازارهای سهام توسعه‌یافته، شاخص کیو توین (Tobin's Q) به‌عنوان شاخص رایج برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به کار می‌رود (Martínez-Sola et al., 2013). با این حال، بر اساس نظر (Roy, 2016)، استفاده از شاخص کیو توین برای اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران به دلایل زیر توجیه‌پذیر نیست: (۱) شرکت‌های بورس تهران عمدتاً از بانک‌های دولتی و مؤسسات نهادی تأمین مالی می‌کنند و بازار سرمایه ایران فاقد تنوع و توسعه یافتگی لازم است. (۲) دارایی‌های شرکت‌های ایرانی بر اساس بهای تمام‌شده تاریخی و نه ارزش جایگزینی ارزیابی می‌شوند. این موارد، کاربرد شاخص کیو توین را در ایران محدود می‌کند. بنابراین، در این پژوهش از شاخص MBVR به‌عنوان معیار جایگزین استفاده شد.

در این پژوهش، حق‌الزحمه حسابداری و به‌کارگیری حسابرسان سازمان حسابداری و مفید راهبر به‌عنوان معیارهای کیفیت حسابداری مورد استفاده قرار گرفتند، زیرا این معیارها در ادبیات موجود رایج هستند (Kim et al., 2015). حق‌الزحمه حسابداری به‌عنوان شاخصی مناسب برای کیفیت حسابداری در نظر گرفته می‌شود، به این دلیل که حق‌الزحمه بالاتر نشان‌دهنده مهارت‌های تخصصی، تلاش بیشتر، تجربه بالاتر و آگاهی بیشتر حسابرسان نسبت به ریسک‌های حقوقی حرفه‌ای است (Wellalage et al., 2023). اندازه مؤسسات حسابداری نیز به‌عنوان معیاری مستدل برای کیفیت حسابداری در ادبیات پژوهشی تأیید شده است (Lai, 2009). بر اساس نظر

(DeFond & Zhang, 2014)، مؤسسات بزرگ حسابرسی با تخصص صنعتی و توانایی نظارت بالاتر، قادر به ارائه حسابرسی با کیفیت تر هستند. از دیدگاه (Leventis & Caramanis, 2005)، مؤسسات بزرگ حسابرسی که دارای حق الزحمه بالاتر و ساعات کارکرد بیشتری هستند، به عنوان معیاری مناسب برای حسابرسی با کیفیت بالا شناخته می شوند.

یافته‌های پژوهش

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد. میانگین نسبت MBVR شرکت‌ها ۴/۲۹ درصد است. میانگین ROA برابر ۰/۱۹ درصد و نگهداشت وجه نقد (Cash) حدود ۰/۰۴۹ درصد است که نشان دهنده ناهمگونی در نگهداری وجه نقد است. میانگین حق الزحمه حسابرسی نیز ۸/۴۲ است.

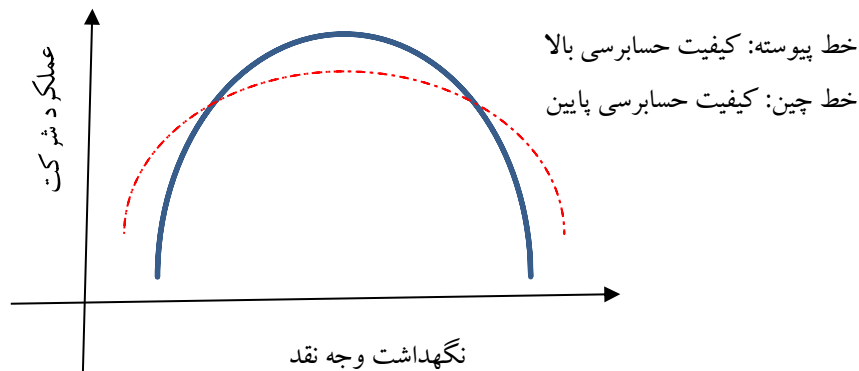
جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
MBVR	۴/۲۹۵	۲/۸۲۸	۴۹/۹۴	۰/۶۷۵	۴/۹۰۷
ROA	۰/۱۹۲	۰/۱۵۳	۱/۱۵۳	-۰/۵۳۶	۰/۱۹۵
Cash	۰/۰۴۹	۰/۰۲۸	۰/۴۳۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۲۹
Audit fee	۸/۴۱۹	۸/۱۹۵	۱۵/۱۱۵	۰/۰۲۹	۱/۹۹۸
Big audit	۰/۳۵۷	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۷۹
RPT	۱۴/۸۶۴	۱۴/۶۹۰	۲۲/۱۳۳	۷/۶۱۱	۱/۹۸۴
Share	۰/۷۲۸	۰/۷۴۹	۱/۰۲۴	۰/۳۹۹	۰/۱۵۴
Size	۱۵/۱۱۱	۱۴/۸۴۷	۲۱/۵۷۲	۱۰/۵۳۳	۱/۷۴۲
Age	۳/۰۰۶	۲/۹۹۵	۴/۰۴۳	۱/۶۰۹	۰/۳۷۶
DIV	۰/۱۵۹	۰/۰۷۹	۱/۱۶۴	۰/۰۰۰	۰/۲۳۹
Growth	۰/۴۹۱	۰/۱۵۳	۹۷/۱۱۶	-۸۳/۷۱۱	۷/۴۳۰
Intangibility	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۶۹	۰/۰۰۰	۳/۴۴۹
Financial distress	۲/۴۷۴	۲/۲۵۵	۱۱/۶۳	-۱/۹۴۹	۱/۶۱۴
Net cash	۰/۰۸۲	۰/۰۴۴	۰/۶۴۸	۰/۰۰۰۱	۰/۱۰۱

نگهداشت وجه نقد و ارتباط با عملکرد شرکت

جدول ۳ نتایج مربوط به رابطه بین عملکرد شرکت، نگهداری وجه نقد و کیفیت حسابداری را نشان می‌دهد که با استفاده از روش GMM به دست آمده‌اند. در این تحلیل، متغیرهای وابسته اصلی شامل MBVR و ROA هستند. در مدل‌های سوم و چهارم، متغیر نگهداشت وجه نقد (Cash) با MBVR و ROA رابطه معناداری دارد، همچنین در مدل‌های اول و دوم نیز این رابطه معنادار است. این موضوع نشان‌دهنده رابطه خطی بین نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت است. بنابراین، برای بررسی رابطه غیرخطی، در مدل‌های ششم تا هشتم جمله خطی و جمله درجه دوم مرتبط با نگهداری وجه نقد (Cash و Cash²) لحاظ شد.

در مدل‌های پنجم تا هشتم، متغیر Cash با MBVR و ROA رابطه مثبت و معناداری دارد، به‌ویژه زمانی که کیفیت حسابداری از طریق حق‌الزحمه حسابداری (۶,۹۹۴=ضریب و ۰,۲۳۸=ضریب) و به‌کارگیری مؤسسات بزرگ حسابداری (۱۸,۵۵۷=ضریب و ۰,۲۳۵=ضریب) اندازه‌گیری شود. علاوه بر این، جمله درجه دوم متغیر Cash² با MBVR و ROA رابطه منفی و معناداری دارد، به‌ویژه زمانی که کیفیت حسابداری از طریق حق‌الزحمه حسابداری (۱۴,۸۷۸- =ضریب و ۰,۵۰۸- =ضریب) و به‌کارگیری مؤسسات بزرگ حسابداری (۳۸,۹۳۵- =ضریب و ۰,۷۰۱- =ضریب) سنجیده شود. این یافته‌ها نشان‌دهنده یک رابطه U شکل معکوس به شرح زیر است و فرضیه اول را تأیید می‌کند.



به‌طورکلی، این پژوهش شواهد تجربی از تئوری تهاوتر در خصوص نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت ارائه می‌دهد (Myers & Majluf, 1984). نتایج نشان می‌دهد که عملکرد شرکت ممکن است در مواقعی که شرکت دارای مقدار زیادی وجه نقد است، بهبود یابد. بااین‌حال، جریان نقدی آزاد می‌تواند به تضاد بین سهام‌داران و مدیران منجر شود که این موضوع عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد (Jensen, 1986). همانند پژوهش (Martínez-Sola et al., 2013)، زمانی که شرکت‌ها هزینه‌ها و مزایای نگهداری وجه نقد را متعادل می‌کنند، یک رابطه معر بین نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت ایجاد می‌شود.

جدول ۳. آزمون ارتباط بین عملکرد شرکت، نگهداشت وجه نقد و کیفیت حسابرسی

متغیر	مدل اول MBV R	مدل دوم ROA	مدل سوم MBV R	مدل چهارم ROA	مدل پنجم MBV R	مدل ششم ROA	مدل هفتم MBVR	مدل هشتم ROA	مدل نهم MBV R	مدل دهم ROA	مدل یازدهم ROA	مدل دوازدهم ROA
C	-۰/۰۸۲ ۰/۹۵۸	-۰/۰۷۰ ۰/۱۱۲	-۰/۰۵۹ ۰/۵۵۹	۰/۱۶۸ ۰/۴۳۴	۰/۰۱۱ ۰/۹۹۴	۰/۰۷۵ ۰/۰۷۷	-۰/۲۹۶ ۰/۹۰۵	۰/۱۴۸ ۰/۰۰۰	-۰/۱۸۲ ۰/۴۲۲	۰/۰۵۹ ۰/۱۵۱	۱/۲۸۷ ۰/۳۲۹	-
Lag MBVA/RO A	۰/۲۰۳ ۰/۰۰۰	۰/۲۵۶ ۰/۰۰۰	۰/۲۴۶ ۰/۰۰۰	۰/۳۳۷ ۰/۰۰۰	۰/۲۰۳ ۰/۰۰۰	۰/۱۵۸ ۰/۰۰۰	۰/۲۳۹ ۰/۰۰۰	۰/۲۶۲ ۰/۰۰۰	۰/۱۹۹ ۰/۰۰۰	۰/۲۶۷ ۰/۰۰۰	۰/۲۰۶ ۰/۰۰۰	۰/۲۲۹ ۰/۰۰۰
Cash	۲/۹۶۱ ۰/۰۲۱	۰/۳۶۴ ۰/۰۰۰	۲/۶۰۶ ۰/۰۴۶	۰/۴۱۰ ۰/۰۰۰	۶/۹۹۴ ۰/۰۱۰	۰/۳۳۸ ۰/۰۰۸	۱۸/۵۵۷ ۰/۰۰۰	۰/۲۳۵ ۰/۰۱۰	۳۰/۸۱۶ ۰/۰۰۸	۰/۷۸۶ ۰/۰۴۷	۶/۴۴۲ ۰/۰۴۴	۰/۳۳۲ ۰/۰۰۰
Cash ²	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Audit fee* Cash	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Audit fee* Cash ²	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Big audit* Cash	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Big audit* Cash ²	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Audit fee	۰/۲۳۸ ۰/۰۱۹	۰/۰۱۶ ۰/۰۰۰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Big audit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RPT	۱/۰۱۷ ۰/۰۰۰	۰/۰۳۳ ۰/۰۰۰	۱/۱۶۸ ۰/۰۰۰	۰/۰۳۲ ۰/۰۰۰	۱/۰۰۵ ۰/۰۰۰	۰/۰۳۴ ۰/۰۰۰	۱/۱۲۱ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۷ ۰/۰۰۰	۱/۰۳۵ ۰/۰۰۰	۰/۰۳۸ ۰/۰۰۰	۰/۹۰۳ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۸ ۰/۰۰۰
share	۱/۲۲۴ ۰/۰۳۱	۰/۰۴۷ ۰/۰۰۷	۱/۶۱۶ ۰/۱۲۹	۰/۰۲۲ ۰/۱۴۹	۱/۲۶۰ ۰/۰۲۴	۰/۰۴۷ ۰/۰۰۵	۱/۵۳۵ ۰/۱۴۹	-	۱/۴۰۷ ۰/۰۱۲	۰/۰۵۱ ۰/۰۰۰	۱/۰۸۲ ۰/۰۵۶	۰/۰۱۹ ۰/۱۷۱
Size	-۲/۸۹۹ ۰/۰۰۰	۰/۰۵۵ -	-۳/۶۲۱ ۰/۰۰۰	۰/۰۳۷ -	-۲/۹۰۵ ۰/۰۰۰	۰/۰۵۵ -	-۳/۵۳۵ ۰/۰۰۰	۰/۰۵۶ -	-۲/۸۹۲ ۰/۰۰۰	۰/۰۵۳ -	-۲/۹۸۱ ۰/۰۰۰	۰/۰۵۳ -

۰/۰۰۰		۰/۰۰۱		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		
۰/۰۰۶	۱/۰۶۹۴	۰/۰۹۹	۱/۰۹۷	۰/۱۰۷	۱۲/۵۲۹	۰/۱۰۲	۱۰/۹۲۳	۰/۰۰۷	۱۳/۱۴۰	۰/۰۹۹	۱۰/۹۲۷	age
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	
۰/۰۰۶	-۱/۰۱۳	۰/۱۲۵	-۰/۸۸۸	۰/۱۳۰	-۱/۲۴۱	۰/۱۳۵	-۰/۸۸۳	۰/۰۰۹	-۱/۱۵۶	۰/۱۳۵	-۰/۸۸۳	Div
۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۷۹۶	۰/۰۲۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	
۰/۰۰۱	۰/۰۱۳	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵	growth
۰/۰۰۰	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۵۱	۰/۰۰۰	۰/۷۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۶۹	۰/۰۰۱	۰/۶۴۷	۰/۰۰۰	۰/۰۷۵	
۰/۰۹۰	۱۵/۱۸	۰/۱۰۵	۱۲/۹۵	۰/۲۳۳	۳۳/۳۳۶	۰/۰۸۹	۱۴/۴۳۳	۰/۱۸۴	۴۰/۸۴۶	۰/۱۲۲	۱۴/۰۵۱	Intangibility
۰/۷۹۹	۰/۱۵۱	۰/۷۵۱	۰/۲۳۷	-	۰/۱۰۳	-	۰/۱۹۲	۰/۷۳۹	۰/۰۴۷	-	۰/۲۲۲	
۰/۰۵۶	۰/۱۹۱	۰/۰۴۴	۰/۲۱۶	۰/۰۴۷	۰/۲۳۱	۰/۰۴۸	۰/۱۹۲	۰/۰۳۸	۰/۲۴۷	۰/۰۴۸	۰/۱۹۹	Financial distress
۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۲۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۱۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	

کیفیت حسابرسی و عملکرد شرکت

در مدل‌های اول و دوم، حق‌الزحمه حسابرسی با MBVR و ROA رابطه مثبت و معناداری دارد (۰,۱۹ < سطح معناداری و ۰,۲۳۸ = ضریب و ۰,۰۰۰ < سطح معناداری و ۰,۰۱۶ = ضریب). همچنین، مؤسسات حسابرسی بزرگ (مدل سوم) با MBVR رابطه مثبت و معناداری نشان می‌دهند (۰,۰۰۰ < سطح معناداری و ۱,۷۶۶ = ضریب). این یافته‌ها نشان می‌دهند که کیفیت حسابرسی بالا به دو دلیل عملکرد مالی شرکت را بهبود می‌بخشد: (۱) افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران از طریق افشای گزارش‌های مالی دقیق‌تر توسط مؤسسات بزرگ و (۲) کاهش هزینه‌های نمایندگی و نظارت به دلیل حسابرسی باکیفیت (Adams, 1994).

اثر تعدیلی کیفیت حسابرسی بر دارایی‌های نقدی و عملکرد شرکت

در مدل‌های نهم و دهم، ضرایب تعاملی حاصل از ضرب حق‌الزحمه حسابرسی در وجه نقد با MBVR (۰,۱۹۳ < سطح معناداری و ۷,۰۰۱ = ضریب) و ROA (۰,۰۱۷ < سطح معناداری و ۰,۳۱۱ = ضریب) رابطه مثبت و معناداری مثبت و معناداری نشان می‌دهند. این یافته‌ها بیانگر قوی‌تر بودن رابطه مثبت بین عملکرد شرکت و نگهداری وجه نقد در شرکت‌هایی با کیفیت حسابرسی بالاتر است که منجر به تأیید فرضیه فرضیه ۲ الف می‌شود. همچنین، ضرایب تعاملی حاصل از ضرب حق‌الزحمه حسابرسی در توان دوم وجه نقد (Cash²) با MBVR (۰,۰۴۴۰ < سطح معناداری و ۱,۵۰۲ = ضریب) و ROA (۰,۰۱۹ < سطح معناداری و ۱,۰۰۹ = ضریب) رابطه مثبت و معناداری دارند. این نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های با کیفیت حسابرسی بالاتر، رابطه منفی بین عملکرد شرکت و دارایی‌های نقد ضعیف‌تر است که فرضیه فرضیه ۲ ب را تأیید می‌کند.

نتایج مدل‌های یازده و دوازده که در آن کیفیت حسابرسی توسط مؤسسات بزرگ حسابرسی سنجیده شده است، فرضیه‌های ۲ الف و ۲ ب را پشتیبانی می‌کنند. این یافته‌ها نشان می‌دهند که نظارت برون‌سازمانی از طریق حسابرسی مستقل با کیفیت بالا می‌تواند به نظارت دقیق بر رفتار مدیران و مجازات مدیران ناکارآمد کمک کند. حسابرسان مستقل نگرانی‌هایی در مورد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد دارند که این موضوع عمدتاً ناشی از اختیارات مدیران در استفاده از وجه نقد نگهداری شده است.

اعتبار (روایی) مدل GMM

برای ارزیابی اعتبار برآوردگر سیستم GMM، نتایج آزمون DWH در خصوص درون‌زایی رگرورها (P-value) گزارش شد. این آزمون مشخص می‌کند که آیا متغیرهای پیش‌بینی شده دارای درون‌زایی هستند یا خیر. نتایج نشان داد که در سطح اطمینان یک درصد، آزمون DWH برای تمام مدل‌ها بیانگر درون‌زایی متغیرهای پیش‌بینی شده است که از لحاظ آماری نیز معنادار بودند. بر اساس جدول ۳، ضرایب متغیر عملکرد شرکت با تأخیر یک‌ساله (MBVR / ROA) در تمام مدل‌ها با متغیرهای MBVR و ROA رابطه معناداری داشتند. این موضوع نشان می‌دهد عملکرد شرکت در سال قبل بر عملکرد سال جاری تأثیرگذار است و اعتبار مدل GMM مجدداً تأیید می‌شود.

علاوه بر این، آماره آزمون AR2 (Arellano Bond, 1995) به لحاظ آماری معنادار نبود. در این آزمون، فرض صفر که عدم وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جمله خطا را بیان می‌کند، رد نشد. همچنین، آزمون محدودیت‌های بیش از حد شناسایی شده هانسن/سارگان و آزمون عدم وجود همبستگی بین ابزارها و جمله خطا نیز معنادار نبودند. بنابراین، برآوردگر سیستم GMM دارای اعتبار (روایی) لازم است و نتایج حاصل از آن غیرسوءگیرانه محسوب می‌شوند.

آزمون‌های استواری (اعتبارسنجی)

چندین آزمون برای بررسی استواری یافته‌های اصلی پژوهش انجام شد.

حسابداری درون‌زایی با استفاده از متغیرهای ابزاری

دغدغه اصلی در تحلیل‌های پژوهش حاضر، تعیین درون‌زا بودن متغیرهای عملکرد شرکت و سطوح نگهداری وجه نقد است. برای بررسی این موضوع، تحلیل‌های جدول ۳ با استفاده از مدل رگرسیون به کار رفته در مدل چهارم تکرار شدند. در این مدل، یک متغیر ابزاری که با متغیر مستقل (معیار نگهداری وجه نقد) همبستگی دارد، اما با متغیرهای وابسته (ROA و MBVR) همبسته نیست، مد نظر قرار گرفت. (Frésard and Salva, 2010) در پژوهش خود از دارایی مشهود (Tangibility) و دو ارزش با تأخیر مرتبط با دارایی‌های نقدی ($Cash_{t-1}$ و $Cash_{t-2}$) به عنوان ابزار برای نگهداری وجه نقد استفاده کردند. در مدل اصلی پژوهش حاضر (GMM)، از $Cash_{t-1}$ به عنوان متغیر ابزاری استفاده شد.

برای آزمون استواری، در این پژوهش از نامشهود بودن دارایی‌ها به عنوان ابزاری برای نگهداری وجه نقد در سطح شرکت استفاده شد. انتظار می‌رود شرکت‌هایی با دارایی‌های مشهود بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری کنند، زیرا می‌توانند در مواقع کمبود نقدینگی این دارایی‌ها را بفروشند (Drobtetz & Grüninger, 2007). همچنین، شرکت‌هایی با وثیقه بیشتر برای استقراض با مشکلات کمتری مواجه هستند و به ذخایر نقدی کمتری نیاز دارند؛ بنابراین، در این پژوهش علاوه بر متغیرهای کنترلی، از دارایی‌های نامشهود نیز به عنوان متغیر ابزاری برای نگهداری وجه نقد (Cash) استفاده شد (همان‌طور که در جدول ۴ منعکس شده است، دارایی‌های نامشهود از لیست متغیرهای کنترلی حذف شدند).

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند که دارایی‌های نقدی دارای رابطه U شکل معکوس (مقعر) با عملکرد شرکت هستند. این یافته با تئوری نمایندگی (Jensen & Meckling, 1976) سازگار است، زیرا در سطوح زیر بهینه، منافع ناشی از انگیزه‌های احتیاطی و مبادله‌ای بر هزینه‌های مشکلات نمایندگی غلبه می‌کند. اما در سطوح بالاتر از بهینه، مشکلات نمایندگی و هزینه‌های فرصت منجر به کاهش عملکرد می‌شوند. این نتیجه با مطالعات (Opler et al. 1999) همسوست که نشان دادند نگهداشت وجه نقد در سطوح زیر بهینه می‌تواند به کاهش هزینه‌های فرصت و

مشکلات نمایندگی کمک کند، در حالی که در سطوح بالاتر، افزایش وجه نقد می تواند به سوءاستفاده مدیران و کاهش عملکرد شرکت منجر شود.

نقش کیفیت حسابرسی به عنوان یک مکانیزم کاهش دهنده مشکلات نمایندگی نیز در این پژوهش مورد تأکید قرار گرفت. نتایج نشان داد که در شرکت های با حسابرسی با کیفیت، رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت قوی تر است. این یافته با مطالعات DeFond & Jiambalvo (1994) و Martínez-Sola et al. (2013) سازگار است که نقش حسابرسی با کیفیت را در کاهش مشکلات نمایندگی و بهبود تصمیم گیری های مالی تأکید کرده اند. علاوه بر این، یافته ها نشان دادند که اثر مثبت حسابرسی بر عملکرد شرکت در شرکت های با رشد بالا بیشتر است. این موضوع با مطالعات قبلی که نقش حسابرسی را در شرکت های با رشد بالا تأکید کرده اند، همسوست.

استفاده از دو عامل تعدیلی (کیفیت حسابرسی و سطح رشد) در این پژوهش رویکردی نوین ارائه می دهد که می تواند به توسعه مدل های تصمیم گیری مالی کمک کند. این رویکرد با مطالعات قبلی که تنها به یک عامل تعدیل کننده توجه کرده اند، متفاوت است و نشان می دهد که ترکیب عوامل مختلف می تواند به درک بهتر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت کمک کند.

در نهایت، این پژوهش نشان می دهد که مدیران باید به تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد توجه کنند و از منابع خارجی برای تأمین مالی رشد استفاده کنند. این رویکرد با تئوری ساختار سرمایه (Myers & Majluf, 1984) همسوست که بر اهمیت استفاده از منابع خارجی در شرایطی که منابع داخلی کافی نیستند، تأکید دارد.

کاربردهای نظری

این پژوهش با استناد به تئوری نمایندگی (Jensen & Meckling, 1976)، رابطه U شکل معکوس بین دارایی های نقدی و عملکرد شرکت را تأیید می کند. این یافته نشان می دهد که در سطوح زیر بهینه، منافع ناشی از انگیزه های احتیاطی و مبادله ای بر هزینه های مشکلات نمایندگی غلبه می کند، در حالی که در سطوح بالاتر از بهینه، مشکلات نمایندگی منجر به کاهش عملکرد می شود (Opler et al., 1999). نقش کیفیت حسابرسی به عنوان یک مکانیزم کاهش دهنده

مشکلات نمایندگی نیز مورد تأکید قرار می‌گیرد. حسابرسی با کیفیت می‌تواند به کاهش تضادهای سهام‌داران - مدیران کمک کند و عملکرد شرکت را بهبود بخشد (DeFond & Jiambalvo, 1994). علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهند که در شرکت‌های با رشد بالا، اثر مثبت حسابرسی بر عملکرد شرکت بیشتر است. این موضوع با مطالعات قبلی همسوست که نشان می‌دهند شرکت‌های با رشد بالا بیشتر به نظارت دقیق نیاز دارند (Martínez-Sola et al., 2013). استفاده از دو عامل تعدیلی (کیفیت حسابرسی و سطح رشد) در تحلیل رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت، رویکردی نوین ارائه می‌دهد که می‌تواند به توسعه مدل‌های تئوریک مرتبط با تصمیم‌گیری‌های مالی کمک کند (Myers & Majluf, 1984). در نهایت، این پژوهش نشان می‌دهد که مدیران باید سطح بهینه نگهداشت وجه نقد را با توجه به شرایط رشد و کیفیت حسابرسی تعیین کنند. این یافته‌ها می‌تواند به توسعه تئوری‌های مرتبط با ساختار سرمایه و نظارت سهام‌داران کمک کنند (Jensen, 1986).

کاربردهای عملی

یافته‌های این پژوهش دارای کاربردهای عملی متعددی برای مدیران شرکت‌ها، سهام‌داران و حسابرسان است. در ابتدا، نتایج نشان می‌دهند که مدیران باید به تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد توجه ویژه داشته باشند. در سطوح زیر بهینه، نگهداشت وجه نقد می‌تواند به کاهش هزینه‌های فرصت و مشکلات نمایندگی منجر شود (Opler et al., 1999). اما در سطوح بالاتر، افزایش وجه نقد می‌تواند به سوءاستفاده مدیران و کاهش عملکرد شرکت منجر شود؛ بنابراین، مدیران باید با استفاده از تحلیل‌های دقیق مالی، سطح بهینه را شناسایی کنند. علاوه بر این، نقش کیفیت حسابرسی در کاهش مشکلات نمایندگی و بهبود تصمیم‌گیری‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد قابل تأکید است. حسابرسی با کیفیت می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با NPV منفی جلوگیری کنند (DeFond & Jiambalvo, 1994). این موضوع به ویژه در شرکت‌های با رشد بالا اهمیت بیشتری دارد، زیرا این شرکت‌ها بیشتر به نظارت دقیق نیاز دارند (Martínez-Sola et al., 2013). در نهایت، سهام‌داران و اعتباردهندگان می‌توانند با ارزیابی دقیق سیاست‌های نگهداشت وجه نقد و کیفیت حسابرسی، اطمینان حاصل کنند که منابع شرکت به طور کارآمد استفاده می‌شوند.

این رویکرد می‌تواند به کاهش تضادهای سهام‌داران - مدیران و افزایش شفافیت مالی کمک کند (Jensen, 1986).

محدودیت‌ها و پیشنهادها

این پژوهش با وجود یافته‌های قابل توجه، دارای محدودیت‌هایی است که باید در تحقیقات آینده مورد توجه قرار گیرد. اولین محدودیت، محدود شدن داده‌ها به شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران است که ممکن است نتایج را به سایر بازارهای مالی تعمیم‌پذیر نکند. دومین محدودیت، عدم در نظر گرفتن عوامل خارجی مانند شرایط اقتصادی کلان و نوسانات نرخ ارز است که می‌تواند بر تصمیمات نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار باشد. همچنین، این پژوهش تنها بر دو عامل تعدیل‌کننده (کیفیت حسابرسی و رشد شرکت) تمرکز کرده و از سایر عوامل محتمل مانند ساختار سرمایه و اندازه شرکت صرف نظر کرده است.

در راستای پیشنهادات برای تحقیقات آینده، محققان می‌توانند به بررسی تفاوت‌های صنعتی در رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت بپردازند، زیرا این موضوع می‌تواند بینش‌های جدیدی ارائه دهد. همچنین، بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته و نقش تعدیل‌کننده کیفیت حسابرسی در این رابطه می‌تواند حوزه‌ای نوین برای تحقیقات آینده باشد. علاوه بر این، مطالعه تأثیر سیاست‌های پولی و مالی دولت بر سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌ها می‌تواند به توسعه ادبیات موجود کمک کند.

نتیجه‌گیری

این پژوهش با استناد به تئوری نمایندگی (Jensen & Meckling, 1976)، رابطه U شکل معکوس بین دارایی‌های نقدی و عملکرد شرکت را تأیید کرد. نتایج نشان داد که در سطوح زیر بهینه، منافع ناشی از انگیزه‌های احتیاطی و مبادله‌ای بر هزینه‌های مشکلات نمایندگی غلبه می‌کند، در حالی که در سطوح بالاتر از بهینه، مشکلات نمایندگی منجر به کاهش عملکرد می‌شود (Opler et al., 1999). نقش کیفیت حسابرسی به عنوان یک مکانیزم کاهش‌دهنده مشکلات نمایندگی نیز مورد تأکید قرار گرفت. حسابرسی با کیفیت می‌تواند به کاهش تضادهای سهام‌داران - مدیران کمک کند و عملکرد شرکت را بهبود بخشد (DeFond & Jiambalvo, 1994).

علاوه بر این، یافته‌ها نشان دادند که در شرکت‌های با رشد بالا، اثر مثبت حسابداری بر عملکرد شرکت بیشتر است. این موضوع با مطالعات قبلی همسوست که نشان می‌دهند شرکت‌های با رشد بالا بیشتر به نظارت دقیق نیاز دارند (Martínez-Sola et al., 2013). استفاده از دو عامل تعدیلی (کیفیت حسابداری و سطح رشد) در تحلیل رابطه بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت، رویکردی نوین ارائه داد که می‌تواند به توسعه مدل‌های تصمیم‌گیری مالی کمک کند.

فهرست منابع

- اسکندر، هدی؛ مرادی، محمد؛ الهائی سحر، مهدی (۱۳۹۳). حساسیت منابع تأمین مالی برون‌سازمانی به جریان نقدی تحت محدودیت مالی: با تأکید بر اثر جانشینی دارایی‌های ثابت مشهود. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، دوره ۲، شماره ۴، ۱۲۶-۱۱۱.
- شریفی، نورالدین؛ احسانی، محمدعلی؛ پهلوانی، مرتضی (۱۳۹۲). مقایسه ساختار اقتصادی ایران با منتخبی از کشورهای صنعتی عضو سازمان تجارت جهانی. *تحلیل‌های اقتصادی توسعه ایران*، دوره ۱، شماره ۱، ۱۱۷-۹۳.
- جعفری، محمد؛ سلگی، محمد؛ رضایی، ندا (۱۴۰۳). بررسی تأثیر نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی. *نشریه مطالعات حسابرسی مطهر*، دوره ۱، شماره ۴، ۸۲-۵۹.
- شعری، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نزه‌ئی، بنیامین (۱۳۹۵). ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، دوره ۱۳، شماره ۵۲، ۳۶-۹.
- شوقی، محمد؛ زادولی، رضا؛ حشمتی، توج، محرمی قیداری، امیررضا (۱۴۰۳). فراتحلیل رابطه بین استقلال حسابرسان و کیفیت حسابرسی. *نشریه مطالعات حسابرسی مطهر*، دوره ۱، شماره ۳، ۹۰-۷۱.
- رستم‌زاده، پرویز؛ صمدی، علی حسین؛ یادگار، زینب (۱۳۹۷). کیفیت نهادی، افزایش سهم بانک‌های خصوصی و ثبات نظام بانکی در ایران. *فصلنامه اقتصاد و الگوسازی*، دوره ۹، شماره ۱، ۱۷۱-۱۴۳.
- صفاخواه، ابوالفضل؛ فغانی ماکرانی، خسرو؛ فاضلی، نقی (۱۴۰۲). بررسی تأثیر مدل‌های مختلف افشای اطلاعات مسئولیت‌های اجتماعی بر رابطه بین محدودیت‌های مالی و مالکیت خانوادگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، شماره ۴۸، ۲۸۶-۲۷۱.
- عزیززاد، صمد؛ قنبرلو، فاطمه (۱۴۰۳). نقش آفرینی حسابرسی در کمک به مهار تورم و رشد تولید. *نشریه مطالعات حسابرسی مطهر*، دوره ۱، شماره ۳، ۷۰-۴۳.
- قائم‌اصل، مهدی؛ ولائی، فیروز (۱۳۹۹). بررسی تأثیر فساد اداری بر سلامت مالی در نظام بانکی ایران. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)*، سال بیستم، شماره دوم، ۲۱۲-۱۷۷.
- مشایخ، شهناز؛ رازانی، سارا (۱۴۰۰). بررسی عوامل مؤثر بر ارزش و جوه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم اطمینان. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، دوره ۹، شماره ۲، ۱۴۸-۱۲۵.
- محقق‌نیا، محمدجواد؛ فرهنگ زاده، بنفشه؛ پیمانی، مسلم؛ قربانی‌زاده، وجه‌الله (۱۴۰۳). طراحی الگوی رقابت موثر در صنعت بانکداری ایران با رویکرد آمیخته. *نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره ۴۷، ۳۲-۷.
- مرکز مالگیری، احمد (۱۳۹۹). مجوز زدایی به‌مثابه مقررات‌زدایی: تحلیل مفهومی مقررات‌زدایی در ایران. *فصلنامه مجلس و راهبرد*، سال بیست‌وهفتم، شماره یکصد و چهارم، ۲۱۴-۱۸۱.
- مهاجرانی، امیرعلی؛ مشایخی، علی‌نقی؛ طالبیان، مسعود (۱۳۹۸). حکمرانی شرکتی در ایران: پژوهش موردی شرکت‌های دولتی. *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، دوره ۱۴، شماره ۵۳، ۳۵-۱.
- مهرانی، کاوه؛ پروانی، اکبر (۱۳۹۳). کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۱، شماره ۴، ۵۴۰-۵۲۷.

نجفی، روح‌الله؛ معدنچی، مهدی؛ فلاح شمس، میر فیض؛ سعیدی، علی (۱۳۹۹). مطالعه تطبیقی ساختار و الگوی نظارت بر نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران و کشورهای منتخب. *دانش سرمایه‌گذاری*، سال نهم، شماره ۳۶، ۴۸۸-۴۵۱.

ولی‌پور، هاشم؛ مرادی، جواد؛ پرویز پور، لیلیا (۱۳۹۴). اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر انتخاب سازوکارهای حاکمیت شرکتی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، دوره ۵، شماره ۴، ۱۸۱-۱۶۷.

- Adams, M. B. (1994). Agency theory and the internal audit. *Managerial auditing journal*, 9(8), 8-12.
- Akway, I. D., & Ramadan, M. M. (2019). The Role of audit quality in reducing agency costs and cost of equity capital-an empirical study on companies listed in the Egyptian stock exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 3(2), 51-96.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arora, R. K. (2019). Corporate cash holdings: An empirical investigation of Indian companies. *Global Business Review*, 20(4), 1088-1106.
- Aziznejad, S., & Ghanbarlou, F. (2024). The role of audit in helping to control inflation and production grow. *Scientific Journal of Motaher Auditing Studies*, 1(3), 43-70. (in Persian)
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Börsch-Supan, A., & Köke, J. (2002). An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, 3(3), 295-326.
- Chauhan, Y., Pathak, R., & Kumar, S. (2018). Do bank-appointed directors affect corporate cash holding? *International Review of Economics & Finance*, 53, 39-56.
- Choi, J. H., Kim, J. B., Liu, X., & Simunic, D. A. (2009). Cross-listing audit fee premiums: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 84(5), 1429-1463.
- Custodio, C., Ferreira, M. A., & Garcia-Appendini, E. (2023). Indirect costs of financial distress. *Review of Finance*, 27(6), 2233-2270.
- da Costa Moraes, M. B., Manoel, A. A. S., & Carneiro, J. (2025). Determinants of corporate cash holdings in private and public companies: insights from Latin America. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-42.
- DeFond, M., & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of accounting and economics*, 58(2-3), 275-326.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21, 293-324.
- Eshleman, J. D., & Guo, P. (2014). Abnormal audit fees and audit quality: The importance of considering managerial incentives in tests of earnings management. *Auditing: a journal of practice & theory*, 33(1), 117-138.
- Eskandar, H., Moradi, M., Elhaei Sahar, M. (2015). Sensitivity of external finance resources to cash flow under financial constraints: Replacement role of tangible fixed assets. *Journal of Asset Management and Financing*, 2(4), 111-126. (in Persian)
- Ezuwore, O., & Agbo, E. I. (2020). Relationship between auditor's independence and the credibility of audited financial statements in Nigeria. *Journal of Accounting Information and Innovation*, 6(9), 26-37.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The journal of finance*, 61(4), 1957-1990.

- Feng, M., Li, C., McVay, S. E., & Skaife, H. (2015). Does ineffective internal control over financial reporting affect a firm's operations? Evidence from firms' inventory management. *The Accounting Review*, 90(2), 529-557.
- Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of financial economics*, 98(2), 359-384.
- Ghaemi Asl, M., & Valaei, F. (2020). Reviewing the effect of administrative corruption on financial health in Iranian banking system. *The Economic Research (Sustainable Growth and Development)*, 20(2), 177-212. (in Persian)
- Gleason, K. C., Greiner, A. J., & Kannan, Y. H. (2017). Auditor pricing of excess cash holdings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(3), 423-443.
- Hamad, A., Alzoubi, T., Iskandrani, M., & Alhadidi, A. (2021). A non-linear relationship between cash holdings and firm value: Study of companies in the emerging economy. *Journal of Governance and Regulation*, 10(4).
- Jafari, M., Solgi, M., & Rezai, N. (2024). Investigating the effect of corporate governance on the relationship between investment and economic policy uncertainty. *Scientific Journal of Motaheer Auditing Studies*, 1(4), 59-82. (in Persian)
- Jan, C. L., & Ou, J. A. (2012). Negative-book-value firms and their valuation. *Accounting horizons*, 26(1), 91-110.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave Macmillan.
- Kim, J. B., Lee, J. J., & 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.
- Lai, K. W. (2009). Does audit quality matter more for firms with high investment opportunities? *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(1), 33-50.
- Lang, L. H., Stulz, R., & Walkling, R. A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. *Journal of financial economics*, 29(2), 315-335.
- Leventis, S., & Caramanis, C. (2005). Determinants of audit time as a proxy of audit quality. *Managerial Auditing Journal*, 20(5), 460-478.
- Lin, T. J., Chang, H. Y., Yu, H. F., & Kao, C. P. (2019). The impact of political connections and business groups on cash holdings: Evidence from Chinese listed firms. *Global Finance Journal*, 40, 65-73.
- Loderer, C., Jörg Perrin, P., & Roth, L. (2004). Shareholder value maximization: What managers say and what they do. *Die Betriebswirtschaft: DBW*, 3(04), 357-378.
- Markaz Malmiri, A. (2020). De-licensing is tantamount to deregulation: Conceptual analysis of deregulation in Iran. *Majlis & Rahbord*, 27(104), 181-214. (in Persian)
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Mashayekh, Sh., Razani, S. (2021). Investigating the factors affecting the value of cash held in the companies listed in Tehran stock exchange under conditions of uncertainty. *Journal of Asset Management and Financing*, 9(2), 125-148. (in Persian)
- Mehrani, K., & Parvaei, A. (2015). Disclosure quality in family firms listed in the Tehran stock exchange. *Accounting and Auditing Review*, 21(4), 527-540. (in Persian)
- Mohagheghniya, M.J., Farhangzadeh, B., Peymani, M., & Ghorbanizadeh, V. (2024). Development of effective competition model in Iran banking industry through mixed research method. *Journal of Islamic Economics and Banking*, 47, 7-32. (in Persian)

- Mohajerani, A.A., Mashayekhi, A., Talebian, M. (2019). Corporate governance in Iran: the case of state-owned enterprises. *Iranian Journal of Management Sciences*, 14 (53), 1-35. (in Persian)
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Najafi, R., Madanchi, M., Fallahshams, M., & Saeedi, A. (2020). Comparative study of the structure and pattern of supervision of financial institutions in the Iranian capital market and selected countries. *Journal of Investment Knowledge*, 9(36), 451-488. (in Persian)
- Oler, D., & Picconi, M. (2007, September). *Implications of Suboptimal Cash Holdings for Future Performance*.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Rahmanian Koushkaki, A., & Bahremandjouy, S. (2022). Investigating the relationship between information asymmetry and political communication with investment efficiency in Tehran stock exchange. *Iranian Journal of Finance*, 6(3), 116-141.
- Rostamzadeh, P., Samadi, A.H., & Yadegar, Z. (2018). Institutional quality, increasing share of private banks and banking system stability in Iran. *Journal of Economics and Modelling*, 9(1), 143-171. (in Persian)
- Roy, A. (2016). Corporate governance and firm performance: A study of Indian listed firms. *Metamorphosis*, 15(1), 31-46.
- SafaKhah, A., Faghani Makrani, M., Fazeli, N. (2023). Investigating the effect of different models of disclosing social responsibility information on the relationship between financial constraints and family ownership in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 48, 271-286. (in Persian)
- Sharifi, N., Ehsani, M.A., Pahlavani, M. (2013). A comparison of the economic structure of Iran with selected industrial members of world trade organization. *Journal of Iranian Economic Development Analyses*, 1(1), 93-117. (in Persian)
- Sheri, Sh., Hassas Yeganeh, Y., Sadidy, M., & Narrei, B. (2017). The relationship between corporate governance and its dimensions and investment efficiency on the firms accepted in Tehran stock exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 13(52), 9-36. (in Persian)
- Shoghi, M., Zadvali, R., Heshmati, T., & Moharrami Gedari, A.R. (2024). Meta-analysis of the relationship between auditor independence and audit quality. *Scientific Journal of Motaheer Auditing Studies*, 1(3), 71-90. (in Persian)
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Tanjung, E. F. (2020). Impact of public wellness, competitiveness, and government effectiveness on quality of education in Asian countries. *Cypriot Journal of Educational Sciences*, 15(6), 1720-1731.
- Tong, Z. (2014). Deviations from optimal corporate cash holdings and the valuation from a shareholder's perspective. *Applied Economics*, 46(30), 3695-3707.

- Valipour, H., Moradi, J., & Parvizpour, L. (2015). Information asymmetry and corporate governance mechanisms. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5(4), 167-181. (in Persian)
- Wellalage, N. H., De Zoysa, A., & Ma, S. (2023). Corporate Cash Holdings and Firm Performance in India: An Empirical Investigation of the Effects of Audit Quality and Firm Growth. *American Business Review*, 26(1), 7.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT press.
- Yu, D., Soh, W., Noordin, B. A. A., Yahya, M. H., & Latif, B. (2022). State ownership, information asymmetry and cash holding: Impact of COVID-19 on Chinese-listed firms. *Frontiers in Psychology*, 13, 1052979.

