

**بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی بر سیاستهای نگهداشت
وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

دکتر محمد سیرانی

استاد مدعو دانشگاه تهران

حسین سیف قلی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۱/۲۰ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۶/۰۶

چکیده

در شرکتهای با مکانیزمهای ضعیف نظارتی، مدیران انگیزه ها و فرصتهایی را برای استفاده از منابع شرکت در جهت پیگیری منافع شخصی خود، با هزینه سهامداران، دارند. در این میان، وجوه نقد شرکت بدلیل نقدشوندگی بالای آن، بیشترین ریسک را بلحاظ بکارگیری نادرست و اعمال نظر توسط مدیران در توسعه طلبی، تامین پاداش، مصرف برای مزایای رفاهی جانبی و سایر فعالیتهای هدر دهنده منابع را دارد. هدف اصلی تحقیق، تمرکز بر سطح قدرت رقابت در بازار محصول، بعنوان یک شاخص حاکمیت شرکتی و بررسی تأثیر آن در سیاستهای نگهداری وجه نقد به وسیله مدیران شرکتهای سهامی می باشد. دوره تحقیق شامل شامل ۵ سال متوالی از ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ است و نمونه آماری تحقیق، شامل ۱۰۴ شرکت از شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. در فرضیه اصلی تحقیق حاضر ادعا شده است که ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتهای ضعیف تر است. نتایج نشان می دهد که ادعای مطرح شده تنها در خصوص اندازه هیئت مدیره، عینیت دارد و در خصوص مکانیزمهای مالکیت نهادی و استقلال هیئت مدیره، نتایج مورد انتظار، محقق نشد. در مجموع، بنظر می رسد که رقابت در بازار محصول در تقویت نقش نظارتی و کنترلی اعضای هیئت مدیره، تأثیر چشمگیری داشته است و بطور مشخص از انباشته شدن وجوه نقد در شرکت جلوگیری نموده است.

کلمات کلیدی: رقابت در بازار محصول، راهبری (حاکمیت) شرکتی، نگهداشت وجه نقد

مقدمه

مدیریت وجه نقد شرکت به تقاضا برای وجه نقد بستگی دارد. هدف مدیریت وجه نقد آن است که با محدود کردن سطوح وجه نقد در شرکت، ثروت سهامداران را حداکثر کند. وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود [17]. شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. در شرکت‌های با مکانیزم‌های ضعیف نظارتی، مدیران انگیزه‌ها و فرصتهایی برای استفاده از منابع شرکت در جهت پیگیری منافع شخصی خود، با هزینه سهامداران، را دارند. در این میان، وجوه نقد شرکت بدلیل نقدشوندگی بالای آن، بیشترین ریسک را بلحاظ بکارگیری نادرست و اعمال نظر توسط مدیران در توسعه طلبی، تامین پاداش، مصرف برای مزایای رفاهی جانبی و سایر فعالیتهای هدر دهنده منابع را دارد [17]. دسته‌ای از تحقیقات نقش حاکمیت شرکتی در سطح نگهداشت وجه نقد را مورد توجه قرار داده‌اند. در این رابطه دیتمار و همکاران¹ (۲۰۰۳) نشان دادند که در کشورهای با نظام‌های حمایتی ضعیف از سرمایه‌گذاران، شرکت‌های سهامی وجه نقد بیشتری نگهداری می‌نمایند. آلچیان² (۱۹۵۰) و فاما و جنسن (۱۹۹۳) عامل رقابت در بازار محصول را بعنوان یکی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی که بطور موثر از هدر رفت وجوه نقد جلوگیری می‌کند؛ مورد توجه قرار داده‌اند.

فشارهای رقابتی در بازار محصول شرکتها را وادار به حداقل نمودن بهای تمام شده و ارتقای بهره‌وری می‌کند. چنانچه شرکتی نتواند فعالیتهای عملیاتی خود را بر این اساس تعدیل نماید، از بازار رقابتی حذف خواهد شد. بنابراین می‌توان رقابت در بازار محصول را بعنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار داد. در واقع مدیران شرکت‌های فعال در محیط‌های رقابتی تر، با

¹ Dittmar, A & Jan Mahrt-Smith & Henri Servaes

² Alchian, A

احتمال کمتری وجوه نقد شرکت را در راه رسیدن به اهداف منفعت جویانه خود صرف میکنند. چنین استدلال می شود که نگهداری ذخایر نقد در شرکتها، هدفمند و مبتنی بر مقاصد مدیریت میباشد. در این رابطه شرکتها برای تامین منابع مالی پروژه های جدید، پرداختهای نقدی به سهامداران، ایفای تعهدات و از این قبیل، نیازمند وجه نقد هستند. بنابراین بنظر میرسد که مانده نقد مینا و معیاری برای سیاستهای نگهداری ذخایر نقدی است. زیرا که این مانده با خواسته و انگیزه مدیریت جهت استفاده در مصارف موردنظر او نگهداری شده است. همچنین، به نظر میرسد که عامل رقابت در بازار محصول می تواند جانشین مناسب و قدرتمندی برای مکانیزمهای حاکمیت شرکتی در مواجهه با مسائل نمایندگی وجوه نقد باشد. بنابراین، مساله اصلی تحقیق حاضر، توجه به قدرت رقابت در بازار محصول به عنوان یکی از مکانیزمهای حاکمیت شرکتی است.

پیشینه تحقیق

اوپلر و همکاران¹ (۱۹۹۹) عوامل موثر بر مانده وجه نقد شرکتها را در ایالات متحده برای دوره ای از سال ۱۹۷۱ تا ۱۹۹۴ بررسی نموده و دریافته اند که شرکتها با فرصتهای رشد بالاتر و جریانهای نقدی با ریسک بالاتر، به نسبت وجه نقد بیشتری نسبت به کل داراییهای غیر نقدی نگهداری می نمایند [21].

فریرا و ویللا² (۲۰۰۴) نمونه ای از شرکتهای کشورهای اتحادیه پولی اروپا را از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ بررسی نمودند که نتایج آنها نشان میدهد موجودی نقد به طور مثبتی تحت تاثیر فرصتهای سرمایه گذاری و جریانهای نقدی قرار داشته و به طور منفی تحت تاثیر قابلیت نقدینگی داراییها، اهرم مالی، اندازه و نیز بدهی بانکی قرار دارد [14].

گارسیا و همکاران³ (۲۰۰۸) با استفاده از نمونه ای متشکل از شرکتهای بورس سهام اسپانیا در دوره های از سال 1995 تا ۲۰۰۱، اثر کیفیت اقلام تعهدی را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی نموده و نشان می دهند که شرکتهای با کیفیت اقلام تعهدی بالا در مقایسه با شرکتهای با کیفیت اقلام تعهدی پایین، سطوح پایین تری از وجه نقد نگهداری می نمایند [15].

¹ Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan

² Ferreira, M. A., and A. Vilela

³ Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta

هارفورد و همکاران^۱ (۲۰۰۸) ثابت کردند که شرکتهای با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالیکه شرکت های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیئت مدیره بزرگتر و مستقل تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند [17].

لی^۲ (۲۰۰۹) بیان داشت که اگر هیئت مدیره نقش حاکمیت شرکتی را بازی کند، پیش بینی میشود که شرکتهای با ساختارهای مدیریتی قویتر، پس از کنترل سایر عوامل، نگهداشت وجه نقد کمتری داشته باشند. نتایج نشان داد که شرکتهای با سهم بیشتر مدیران غیر موظف در هیئت مدیره، موقعیت های جداگانه مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و هیئت مدیره کوچکتر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند [20].

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودیهای نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می دهد که حسابهای دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی های کالا و بدهی های کوتاه مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریانهای نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی های بلندمدت و اندازه شرکت ها بر نگهداری موجودی های نقدی وجود ندارد [۱].

فخاری و تقوی (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر مانده وجه نقد شرکت پرداختند. نتایج نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی رابطه منفی و معنی داری با مانده نقد دارد؛ به این معنی که کیفیت اقلام تعهدی به عنوان عاملی مؤثر در میزان موجودی نقد مهم و مربوط است [7].

سینایی و رشیدی زاد (۱۳۸۸) تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزشگذاری عایدات و فرصتهای رشد آتی شرکتهای انجام دادند. نتایج بازگوکننده این بود که رابطه بین عملکرد جاری و آتی به طور معناداری وابسته به تغییرات سهم بازار بوده و این رابطه تا سه سال آینده تداوم می یابد. هم چنین به منظور ارزیابی تأثیر تغییرات سهم بازار بر عملکرد

¹ Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A., and William F. Maxwell

² Lee, Cheng

جاری از دو مدل بازده پیش بینی نشده و قیمت استفاده شد که نتایج بازگوکننده این بود که مربوط بودن سودهای جاری با ارزش، با رشد در سهم بازار افزایش می یابد. اما بین معیارهای سنجش تغییرات سهم بازار و فرصت های رشد رابطه معناداری مشاهده نشد [6].

رئیسان و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه برخی از مکانیزمهای حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته، پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی داری وجود ندارد [5].

خواجوی و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی و تجزیه و تحلیل روش های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ پرداختند. نتایج آنها نشان می دهد، بطور کلی بین اندازه شرکت با روش تامین مالی داخلی شرکت ها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. ضمناً بین عمر شرکت، اندازه شرکت و اهرم مالی با روش تامین مالی خارجی شرکتها رابطه مثبت معناداری وجود دارد [4].

قربانی، موحد مجد و منفرد مهارلویی (1392) در پژوهشی به بررسی رقابت بازار محصول و ترکیب هیئت مدیره و کیفیت افشاء اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ پرداختند. نتایج تحقیق مذکور بیانگر این است که رقابت بازار محصول دارای رابطه معنادار U شکلی با کیفیت افشاء اطلاعات می باشد. بعبارت دیگر در بازارهای با شدت رقابت بالا و همچنین در بازارهای انحصاری، شرکت ها سیاست های فعال افشاء را ترجیح می دهند. لیکن شرکت های فعال در بازارهای انحصاری چند جانبه با مزایای رقابتی متعادل، به دلیل عدم ثبات در اتحاد راهبردی و به منظور پیشگیری از دستیابی رقبا به اطلاعات محرمانه شرکت، عمداً افشاء اطلاعات مفید را کاهش میدهند. ضمناً درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره رابطه معناداری با کیفیت افشاء ندارد و رقابت در بازار محصول نیز باعث بهبود و تقویت رابطه بین این دو متغیر نمی شود و در نتیجه رقابت در بازار محصول دارای اثر حاکمیتی نیست و رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و کیفیت افشاء را بهبود نمی بخشد [8].

ملکیان، احمدپور و محمدی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه منفی بین اهرم و وجه نقد نگهداری شده می باشد. بدین معنی که زمانیکه سرمایه گذاری ها بیشتر از سود انباشته شوند، وجه نقد کاهش یافته و بدهی ها افزایش می یابند. همچنین این نتایج با این پیش فرض که شرکت های که اهرم بالاتری دارند بیشتر نظارت می شوند و اختیارات و قضاوت های مدیریت کاهش می یابد، مطابقت دارد. بر این اساس شرکت های سودآور از سود به عنوان منبعی برای ایجاد نقدینگی استفاده می کنند و بنابراین تمایل به نگهداری وجه نقد بیشتری دارند. وجود رابطه معنادار بین وجه نقد نگهداری شده و دارایی های ثابت مشهود بیانگر این مطلب است که شرکت هایی که دارایی بیشتری جهت فروش و تبدیل به وجه نقد دارند، وجه نقد کمتری نگهداری می کنند تا از این طریق هزینه های فرصت نقدینگی را کاهش دهند. شرکت هایی که اهرم بالاتری دارند وجه نقد کمتری نگهداری می کنند، فلذا هزینه فرصت نگهداری وجه نقد برای شرکت هایی که اهرم بالاتری دارند، بیشتر است. در مجموع این نتایج نشان می دهد که سود جانشینی برای وجه نقد نیست [10].

ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و کیوتوبین به درصد سرمایه گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیرهای مستقل و عنوان معیار ارزش شرکت و متغیر وابسته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر این است که بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. سطح نگهداشت وجه نقد نیز رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد [2].

فرضیه اصلی تحقیق

ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتها ضعیف تر است.

فرضیات فرعی :

- (۱) ارتباط بین درصد مالکیت نهادی با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتهای ضعیف تر است.
- (۲) ارتباط بین اندازه هیئت مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتهای ضعیف تر است.
- (۳) ارتباط بین استقلال هیئت مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتهای ضعیف تر است.

جامعه آماری و نمونه تحقیق

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات تحقیق از داده های مالی طبقه بندی شده و حسابرسی شده شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. جهت انتخاب نمونه آماری مناسب، در این تحقیق از روش نمونه گیری تصادفی استفاده شده است. شرایط تعیین شده برای جامعه آماری بصورت ذیل میباشد: (۱) شرکت، جزء شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند. (۲) پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد. (۳) شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد. (۴) نماد معاملاتی شرکت به تابلوی غیررسمی بورس منتقل نشده باشد. پس از اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۰۴ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون فرضیات انتخاب شدند. دوره تحقیق ۶ سال متوالی و از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ می باشد بنابراین حجم نهایی نمونه برای آزمون فرضیات ۶۲۴ سال-شرکت میباشد.

متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آنها

در تحقیقاتی که مبتنی بر آزمونهای همبستگی می باشند، مفیدترین راه برای طبقه بندی متغیرها تقسیم بندی آنها به دو نوع مستقل و وابسته است.

متغیر(های) وابسته تحقیق

متغیر وابسته این تحقیق، مانده وجوه نقد شرکتهای نمونه آماری است که منعکس کننده سیاستهای مدیران این شرکتهای در قبال ذخایر نقدی ضروری برای فعالیتهای موردنظر است. مانده نقد، ممکن است تحت تاثیر عوامل مختلفی قرار بگیرد که انگیزه های منفعت جویانه مدیران یکی از این

عوامل است. در این تحقیق، مانده نقد عبارت است از وجوه نقد و موجودی نزد بانکها که از ترازنامه حسابرسی شده شرکتهای نمونه آماری استخراج می شود (براون و چن^۱، ۲۰۱۰).

متغیر(های) مستقل تحقیق

متغیرهای مستقل تحقیق حاضر، معیارهای حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول میباشند. تحقیقات پیشین، گروهی از عوامل را بعنوان مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار داده اند که عمدتاً مبتنی بر سیاستهای موردنظر هیئت حاکمه شرکت می باشد و بعنوان مکانیزمهای داخلی حاکمیت مورد توجه قرار می گیرند. بر این اساس و به پیروی از دیتمار و همکاران (۲۰۰۳) دو عامل عمده و رایج حاکمیت شرکتی بشرح ذیل بررسی شده است [۱۳]:

۱) عامل کنترلی و مالکیتی

در این خصوص درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی در هر شرکت بررسی می شود. برای اندازه گیری این متغیر تعداد سهام متعلق به سهامداران نهادی بر کل سهام منتشره شرکت تقسیم میشود.

۲) عامل راهبری شرکتی

در این خصوص اندازه و استقلال هیئت مدیره موردنظر می باشد. هیئت مدیره در شرکتهای سهامی، از جانب سهامداران برای اداره شرکت انتخاب می شوند. راهبردهای این هیئت و رویه های حاکمیتی آنها، نقش اساسی در موفقیت یا عدم موفقیت واحدهای انتفاعی دارد. برای برآورد اندازه هیئت مدیره تعداد اعضای آن مورد نظر می باشد.

$$Bsize = Ln (1 + Board Number)$$

جهت کمی نمودن استقلال هیئت مدیره، ماهیت و نقش هر یک از اعضای هیئت مدیره، موردنظر قرار می گیرد. بر این اساس، نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به تعداد اعضای موظف، معیاری برای استقلال این هیئت محسوب می شود و هرچه این نسبت بالاتر باشد، استقلال هیئت مدیره بیشتر تلقی می شود. زیرا که اعضای غیرموظف، نقش کنترلی و نظارتی نسبت به سایر اعضا بر عهده دارند [۱۳].

۳) رقابت در بازار محصول

¹ Brown .C & Chen.Y

در این تحقیق، رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیسم حاکمیت شرکتی خارجی مورد توجه قرار می گیرد و جهت اندازه گیری آن از دو شاخص حاشیه بهای فروش (لرنر) و شاخص هیرشمن _ هرfindal استفاده می شود.

الف) شاخص حاشیه بهای فروش (لرنر)

این معیار با استفاده از روش لرنر^۱ که توسط آژیون و همکاران^۲ (۲۰۰۵) بکار گرفته شده است، محاسبه می شود و بصورت ذیل می باشد:

$$PMC = \frac{Sales - Total Cost}{Sales}$$

که در آن Sales، مبلغ فروش و Total Cost، کل بهای تمام شده کالاها یا خدمات میباشد [۶]

ب) شاخص هیرشمن _ هرfindal

این معیار به وسیله جمع مربعات درصد سهم بازار همه شرکتها (سهم فروش هر شرکت تقسیم بر کل بازار) در بازار محاسبه می شود.

$$H.H.I = \sum_{i=1}^X S_i^2$$

S_i^2 : مربع سهم بازار شرکت i که از طریق تقسیم درآمد فروش هر شرکت به جمع درآمد فروش کلیه شرکتها نمونه آماری به دست می آید.

i : تعداد بنگاههای موجود در بازار

وجود تعداد زیادی بنگاه با سهم مساوی در بازار، این شاخص را به صفر نزدیک می کند و عدد ۱ بیانگر وجود حالت انحصاری است.

شیوه آزمون فرضیات

جهت آزمون فرضیات، کل نمونه آماری به دو گروه سال-شرکتها با قدرت بالای رقابت در بازار محصول و سال-شرکتها با قدرت پایین رقابت در بازار محصول تفکیک می شوند. معیار مورد نظر برای این تفکیک، میانگین قدرت رقابت در بازار محصول برای کل نمونه آماری تحقیق است و چنانچه سطح قدرت رقابت در بازار محصول شرکتی بالاتر از این میانگین باشد، در گروه سال-شرکتها با قدرت رقابت بالا در بازار محصول قرار گرفته و در غیر اینصورت در سال-

¹ Lerner Index

² Aghion.e.g et al

شرکتهای با قدرت رقابت پایین در بازار محصول قرار می گیرند. سپس، الگوهای رگرسیونی که در آنها مانده وجه نقد تابعی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و متغیرهای کنترلی است، متناسب با هر یک از فرضیات فرعی، برای هر دو گروه از سال-شرکتهای نمونه آماری برآزش شده و نتایج مقایسه می شود. مدل‌های رگرسیونی مذکور از تحقیقات اوپلر و همکاران (۱۹۹۹) و آلیمو (۲۰۱۰) اقتباس شده اند و بصورت ذیل می باشد:

الف - روش آزمون فرضیه فرعی اول

$$\text{Cash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST}_{i,t} + \beta_2 \text{D-INST} + \beta_3 \text{PCM}_{i,t} + \beta_4 \text{DPCM}_{i,t} + \beta_5 \text{HHI}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Lev}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{NWC}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

ب - روش آزمون فرضیه فرعی دوم

$$\text{Cash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Bsize}_{i,t} + \beta_2 \text{D- Bsize} + \beta_3 \text{PCM}_{i,t} + \beta_4 \text{DPCM}_{i,t} + \beta_5 \text{HHI}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Lev}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{NWC}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

ج - روش آزمون فرضیه فرعی سوم

$$\text{Cash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OUTDIR}_{i,t} + \beta_2 \text{D- OUTDIR} + \beta_3 \text{PCM}_{i,t} + \beta_4 \text{DPCM}_{i,t} + \beta_5 \text{HHI}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Lev}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{NWC}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در الگوهای فوق

Cash: مانده وجه نقد تقسیم بر کل داراییها

INST: درصد مالکیت نهادی

D- INST: یک متغیر مجازی است که چنانچه درصد مالکیت نهادی شرکت بالاتر از میانه درصد مالکیت نهادی کل شرکتهای نمونه آماری باشد، مقدار آن ۱ و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

Bsize: اندازه هیئت مدیره (تعداد اعضای هیئت مدیره)

D- Bsize: یک متغیر مجازی است که چنانچه تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت بالاتر از میانه تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت کل شرکتهای نمونه آماری باشد، مقدار آن ۱ و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

OUTDIR: معیار استقلال هیئت مدیره (نسبت اعضای غیرموظف به اعضای موظف)

D-OUTDIR: یک متغیر مجازی است که چنانچه مدیرعامل شرکت، عضو هیئت مدیره شرکت نیز باشد، مقدار آن ۱ و در غیر اینصورت صفر خواهد بود. (نقض استقلال هیئت مدیره)
PCM: معیار رقابت در بازار محصول (محاسبه شده به روش لرنر)

H.H.I: معیار رقابت در بازار محصول (محاسبه شده به روش هیرشمن - هرfindal)

DPCM: یک متغیر مجازی است که چنانچه قدرت رقابت در بازار محصول شرکت بالاتر از میانه قدرت رقابت در بازار محصول کل شرکتهای نمونه آماری باشد، مقدار آن ۱ و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

Size: اندازه شرکت بعنوان متغیر کنترل (لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل داراییها)

Lev: اهرم مالی شرکت بعنوان متغیر کنترل (نسبت ارزش دفتری کل بدهیها به ارزش دفتری کل داراییها)

CF: خالص جریان نقدی شرکت تقسیم بر کل داراییها بعنوان متغیر کنترل

NWC: نسبت سرمایه در گردش شرکت به کل داراییها بعنوان متغیر کنترل (سرمایه در گردش از تفاوت بین داراییهای جاری با بدهیهای جاری محاسبه می شود)

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول

در فرضیه فرعی اول تحقیق، پیش بینی شده است که ارتباط بین درصد مالکیت نهادی با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتهای ضعیف تر است. نتایج حاصل از برازش الگوی آزمون فرضیه اول به روش گام به گام در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا و شرکتهای با قدرت رقابت پایین، به ترتیب، در جداول ۱ و ۲ آمده است.

جدول ۱ - نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه اول در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا

سطح معنی داری F	آماره F	آماره دوربین واتسون	R ² (تعدیل شده)
۰/۰۰۰	۱۵۱/۷۱	۱/۶۰۷	۰/۶۵۵

متغیر	اندازه ضریب (β استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
PCM	-۰/۲۵۲	-۵/۹۸۹	۰/۰۰۰	۰/۶۱۵	۱/۶۲۷
Lev	-۰/۱	-۲/۴۰۵	۰/۰۱۷	۰/۶۲۵	۱/۶۰۱
Size	۰/۸۱۱	۲۴/۳۳	۰/۰۰۰	۰/۹۷۹	۱/۰۲۱
CF	۰/۰۹۸	۲/۷۴۷	۰/۰۰۶	۰/۸۵۶	۱/۱۶۸

جدول ۲ - نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه اول در گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین

R2 (تعدیل شده)	آماره دوربین واتسون	آماره F	سطح معنی داری F
۰/۵۲	۱/۶۴۷	۸۳/۶۶۹	۰/۰۰۰

متغیر	اندازه ضریب (β استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
PCM	-۰/۱۷۸	-۴/۲۲۷	۰/۰۰۰	۰/۸۸۷	۱/۱۲۷
NWC	۰/۱۹۶	۴/۷۵۸	۰/۰۰۰	۰/۹۲۴	۱/۰۸۲
Size	۰/۷۲۱	۱۷/۷۹۷	۰/۰۰۰	۰/۹۵۹	۱/۰۴۳
CF	۰/۱۲۷	۳/۰۱۴	۰/۰۰۳	۰/۸۹۱	۱/۱۲۲

نتایج تحلیل آماری نشان می دهد که ضریب تعیین مدل رگرسیونی در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا، بمیزان ۰/۶۵۵ می باشد و این الگو توانسته است ۶۵/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را از طریق تغییرات متغیرهای مستقل تبیین نماید. این در حالی است که ضریب تعیین رگرسیون برازش شده در گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین، ۰/۵۲ است. این یافته نشان می دهد که متغیرهای مستقل، تغییرات مانده نقد در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا را بهتر از سایر شرکتهای، تبیین نموده اند. مطابق یافته های جداول فوق، آماره دوربین-واتسون برای هر دو مدل

برازش شده، بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد، بنابراین بین خطاهای الگوهای رگرسیونی خود همبستگی وجود ندارد. با توجه به نتایج، سطح معنی داری آماره F، کمتر از سطح خطای آزمون ($\alpha=0/05$) است^۱ و در نتیجه الگوهای برآورد شده بلحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی می باشد.

با توجه به نتایج حاصله، متغیر INST که منعکس کننده ارتباط بین مالکیت نهادی با مانده وجه نقد است، در هر دو گروه از شرکتها، بدلیل عدم معناداری آماری، حذف شده است. این یافته با ادعای مطرح شده در فرضیه اول ناسازگار است و نشان می دهد که مالکیت نهادی تاثیری بر سطح ذخایر نقدی نداشته است. ضریب برآورد شده برای متغیر PCM، در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا بمیزان $-0/252$ و با سطح معناداری $0/000$ و در گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین، $-0/178$ می باشد. این یافته ها حاکی از یک ارتباط معکوس و معنادار بین رقابت در بازار محصول با سطح نگهداشت وجه نقد می باشد و نشان می دهد که در شرکتهای با قدرت رقابت بالا، تاثیرات رقابت در بازار محصول بر سیاست های نگهداشت وجوه نقد، شدیدتر از سایر شرکتها بوده است. در مجموع، با توجه به اینکه ضرایب بدست آمده برای متغیر درصد مالکیت نهادی، بدلیل عدم معناداری از مدل های رگرسیونی حذف شده اند، نمی توان ادعای مطرح شده در فرضیه فرعی اول را پذیرفت و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم

نتایج حاصل از برازش الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه فرعی دوم در جداول ۴ و ۵ ارائه شده است.

جدول ۳ - نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه دوم در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا

سطح معنی داری F	آماره F	آماره دوربین واتسون	R2 (تعدیل شده)
-----------------	---------	---------------------	----------------

^۱ تمامی آزمون های آماری این تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام شده اند.

۰/۶۷۳	۱/۶۷	۱۳۱/۷۱۷	۰/۰۰۰
-------	------	---------	-------

متغیر	اندازه ضریب (β استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
D- Bsize	۰/۱۴	۴/۲۷۴	۰/۰۰۰	۰/۹۵۷	۱/۰۴۵
PCM	-۰/۲۶۶	-۶/۴۸	۰/۰۰۰	۰/۶۱۱	۱/۶۳۷
Lev	-۰/۰۹۱	-۲/۲۲۸	۰/۰۲۷	۰/۶۲۳	۱/۶۰۶
Size	۰/۷۹۹	۲۴/۵۳۸	۰/۰۰۰	۰/۹۷۲	۱/۰۲۹
CF	۰/۰۸۸	۲/۵۴۴	۰/۰۱۱	۰/۸۵۳	۱/۱۷۳

جدول ۴ - نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه دوم در گروه شرکتی با قدرت رقابت پایین

R2 (تعدیل شده)	آماره دوربین واتسون	آماره F	سطح معنی داری F
۰/۵۲۹	۱/۶۶۲	۶۹/۴۳۸	۰/۰۰۰

متغیر	اندازه ضریب (β استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
Bsize	۰/۱۰۱	۲/۵۴	۰/۰۱۲	۰/۹۷۴	۱/۰۲۷

PCM	-۰/۱۶۱	-۳/۸۱۹	۰/۰۰۰	۰/۸۶۶	۱/۱۵۵
NWC	۰/۱۹	۴/۶۳۸	۰/۰۰۰	۰/۹۲۱	۱/۰۸۶
Size	۰/۷۱۷	۱۷/۸۶۱	۰/۰۰۰	۰/۹۵۸	۱/۰۴۴
CF	۰/۱۲۲	۲/۹۱۷	۰/۰۰۴	۰/۸۸۹	۱/۰۲۷

نتایج نشان می دهد که در هر یک از مدل های برآزش شده ۵ متغیر از متغیرهای وارد شده به الگوی رگرسیونی در روش رگرسیونی گام به گام، معتبر تشخیص داده شده و در رگرسیون حفظ شده است. با توجه به نتایج حاصله از مدل گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا، متغیر Bsize که منعکس کننده ارتباط بین سطح اندازه هیئت مدیره با مانده وجه نقد است، بدلیل عدم معناداری از رگرسیون حذف شده است. همچنین ضریب بدست آمده برای متغیر کمکی D- Bsize، مثبت و معنادار است که نشان می دهد در شرکتهای دارای هیئت مدیره با اندازه بزرگتر، سطح مانده نقد بیشتر از سایر شرکتهای بوده است. نتایج مربوط به گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین نشان میدهد که متغیر Bsize، در مدل رگرسیونی دارای ضریب مثبت و معناداری است که حاکی از ارتباط مستقیم و معنادار بین اندازه هیئت مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد در این گروه از شرکتهاست. این یافته ها با ادعای مطرح شده در فرضیه دوم سازگار می باشد و نشان می دهد که اندازه هیئت مدیره، تنها در گروه شرکتهای با رقابت پایین، ارتباط معناداری با مانده نقد داشته است. نتایج بدست آمده در خصوص متغیر PCM، مشابه با یافته های حاصل از فرضیه اول است و نشان میدهد که قدرت رقابت بازار محصول در هر دو گروه از شرکتهای مورد مطالعه، ارتباط معکوس و معناداری با مانده وجه نقد داشته است.

در مجموع، نتایج نشان می دهد که ارتباط بین اندازه هیئت مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا در بازار محصول در مقایسه با سایر شرکتهای ضعیف تر است. بنابراین، فرضیه دوم تحقیق، در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی سوم

جدول ۵ - نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه سوم در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا

سطح معنی داری F	آماره F	آماره دوربین واتسون	R ² (تعدیل شده)
۰/۰۰۰	۱۲۷/۰۱۶	۱/۶۵۴	۰/۶۶۵

متغیر	اندازه ضریب (β استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
OUTDIR	-۰/۱۰۶	-۳/۲۰۴	۰/۰۰۱	۰/۹۶۲	۱/۰۳۹
PCM	-۰/۲۵۴	-۶/۱۲۳	۰/۰۰۰	۰/۶۱۵	۱/۶۲۷
Lev	-۰/۱۰۷	-۲/۵۹۹	۰/۰۱	۰/۶۲۳	۱/۶۰۵
Size	۰/۷۹۳	۲۳/۸۳	۰/۰۰۰	۰/۹۵۳	۱/۰۵
CF	۰/۰۸۸	۲/۴۸۳	۰/۰۱۴	۰/۸۴۹	۱/۱۷۸

جدول ۶ - نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه سوم در گروه شرکتیهای با قدرت رقابت پایین

سطح معنی داری F	آماره F	آماره دوربین واتسون	R ² (تعدیل شده)
۰/۰۰۰	۸۳/۶۶۹	۱/۶۴۷	۰/۵۲

آزمونهای هم خطی	سطح معنی داری	آماره t	اندازه ضریب	متغیر
-----------------	---------------	---------	-------------	-------

عامل تورم واریانس	تلورانس	(P-value)	β استاندارد شده)	
۱/۱۲۷	۰/۸۸۷	۰/۰۰۰	-۴/۲۲۷	PCM
۱/۰۸۲	۰/۹۲۴	۰/۰۰۱	۴/۷۵۸	NWC
۱/۰۴۳	۰/۹۵۹	۰/۰۰۰	۱۷/۷۹۷	Size
۱/۱۲۲	۰/۸۹۱	۰/۰۰۳	۳/۰۱۴	CF

نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل نشان می دهد که در مدل برازش شده برای گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا، ۵ متغیر و در گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین، ۴ متغیر از متغیرهای وارد شده به الگوی رگرسیونی در روش رگرسیونی گام به گام، معتبر تشخیص داده شده و در رگرسیون حفظ شده است. با توجه به نتایج حاصله از مدل گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا، ضریب متغیر OUTDIR، که منعکس کننده ارتباط بین میزان استقلال هیئت مدیره با مانده وجه نقد است، ۰/۱۰۶- و با سطح معناداری ۰/۰۰۱ می باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط معکوس و معنادار بین استقلال هیئت مدیره با مانده نقد در شرکتهای با قدرت رقابت بالا می باشد. این در حالی است که متغیر OUTDIR، بدلیل عدم معناداری، از مدل رگرسیونی گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین حذف شده است. نتایج بدست آمده در خصوص متغیر PCM، مشابه با یافته های حاصل از فرضیات قبلی است و نشان می دهد که قدرت رقابت بازار محصول در هر دو گروه از شرکتهای مورد مطالعه، ارتباط معکوس و معناداری با مانده نقد داشته است.

در مجموع، نتایج نشان می دهد که در گروه شرکتهای با قدرت رقابت بالا، رابطه معکوس و معناداری بین استقلال هیئت مدیره با مانده نقد وجود دارد. این در حالی است که متغیر استقلال هیئت مدیره از مدل رگرسیونی برازش شده در گروه شرکتهای با قدرت رقابت پایین، حذف شده است. این یافته ها با ادعای مطرح شده در فرضیه سوم ناسازگار است و در نتیجه، فرضیه سوم تحقیق، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود.

خلاصه و تفسیر نتایج

یافته های فرضیه فرعی اول، را می توان مبتنی بر نقش نظارتی و حاکمیتی مالکان نهادی در شرکتهای سهامی مورد توجه قرار داد، که احتمالاً منجر به کاهش میدان عمل مدیران شده و

فرصتهای آنها را برای تحقق انگیزه و اهداف منفعت جویانه محدود می کند. استدلال می شود در میان شرکتهای جامعه آماری مورد مطالعه به این نقش توسط سهامداران نهادی، اهمیتی داده نشده است و یا اینکه نقش مذکور بنحو مطلوب ایفا نشده است. آلیمو (۲۰۱۰) با اتکا بر شواهد تجربی خاطر نشان نمود که رقابت در بازار محصول، سازوکاری است که به مدیر در جهت استفاده حداکثر از منابع در دسترس، فشار وارد می سازد. شرکتهایی که در یک محیط رقابتی فعالیت میکنند، جهت حفظ سودآوری و بقای شرکت، بیشتر در معرض خطر هستند. نتایج نشان داد که در اینگونه شرکتهای، با افزایش تعداد اعضای هیئت مدیره، تمایل به ذخیره و نگهداشت وجه نقد کاهش می یابد. این یافته با مبانی نظری مطرح شده توسط آلیمو (۲۰۱۰) و نتایج تحقیق او سازگار است. براساس یافته های این فرضیه، بنظر می رسد که رقابت در بازار محصول در تقویت نقش نظارتی و کنترلی اعضای هیئت مدیره، تاثیر چشمگیری داشته است و بطور مشخص از انباشته شدن وجوه نقد در شرکت جلوگیری نموده است.

همچنین، در خصوص نتایج فرضیه فرعی سوم، احتمال می رود که مشابه سهامداران نهادی، اعضای غیرموظف هیئت مدیره نیز، بطور مشخص از اختیارات خود در جهت کنترل سیاستهای مدیران در حوزه نگهداشت وجوه نقد، استفاده نمی کنند و یا اینکه آگاهی کافی در خصوص تاثیر مانده نقد بر عملکرد و بازده کلی شرکت ندارند. چنین رویکردی باعث می شود که با افزایش تعداد اعضای هیئت مدیره و بخصوص افزایش اعضای غیرموظف، قدرت سایر مکانیزمهای حاکمیتی نیز کاهش یابد. زیرا که ممکن است سرمایه گذاران و اعتباردهندگان با اتکای بر اینکه اعضای غیرموظف هیئت مدیره نقش خود را بطور مطلوب ایفا می کنند، کمتر از ابزارهای نظارتی خود بهره بگیرند.

منابع و مأخذ

- (۱) آقای، محمدعلی، نظافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی و علی اکبر جوان، (۱۳۸۸)،
"بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس
اوراق بهادار تهران"، **پژوهشهای حسابداری مالی**، سال اول، شماره اول و دوم.
- (۲) ایزدی نیا، ناصر و امیر رسانیان، (۱۳۸۹)، "پراکنندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام"، **بررسیهای
حسابداری و حسابرسی**، شماره ۶۰.
- (۳) تهرانی، رضا و رضا حصارزاده، (۱۳۸۸)، "تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین
مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن
حسابداری ایران، شماره ۳
- (۴) خواجهوی، شکراله، گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل، (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین ویژگیهای هیئت
مدیره و روش های تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات
حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۱.
- (۵) رسانیان، امیر، رحیمی، فروغ و حنجری، سارا، (۱۳۸۹)، "تأثیر مکانیزمهای نظارتی درون سازمانی
حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهشهای
حسابداری مالی**، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۶.

۶) سینایی، حسنعلی و رشیدی زاد، فاطمه، (۱۳۸۸)، "بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزشگذاری عایدات و فرصتهای رشد آتی شرکتها"، **بررسیهای حسابداری و حسابرسی**، دانشگاه تهران، شماره ۵۹

۷) فخاری، حسین و سید روح اله تقوی، (۱۳۸۸)، "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، **بررسیهای حسابداری و حسابرسی**، دوره ۱۶، ش ۵۷

۸) قربانی، سعید، موحد مجد، مرضیه، منفرد مهارلویی، محمد، (۱۳۹۲)، "رقابت در بازار محصول، ترکیب هیئت مدیره و کیفیت افشاء اطلاعات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، **مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، شماره ۱۹.

۹) کاشانی پور، محمد و بیژن تقی نژاد، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری و حسابرسی، شماره دوم

۱۰) ملکیان، اسفندیار، احمدپور، احمد، محمدی، منصور، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۱.

11) Alimov, A., (2010), "Product Market Competition, Corporate Governance and Corporate Cash Policy. City University of Hong

Kong", Electronic copy available at:

<http://ssrn.com/abstract=1769351>

- 12) Brown, C. & Chen, Y., (2010), "Institutional Ownership and Firm Cash Holdings", Monash University
- 13) Dittmar, A., Jan Mahrt-Smith, and Henri Servaes, (2003), "International corporate governance and corporate cash holdings", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, PP. 111-133.
- 14) Ferreira, M. A. and A. Vilela, (2004), "Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries", **European Financial Management**.
- 15) Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2008), "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings", **Journal of Accounting and Finance**, Vol. 49, PP. 95-115.
- 16) Guney Yilmaz, Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2003), "Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings", available at www.ssrn.com, id=406721.
- 17) Harford, Jarrad, Mansi, Sattar, A. and William F. Maxwell, (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings", **Journal of Financial Economics**, Vol. 87, PP. 535-555.
- 18) Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., W. D., (2004), "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", available at www.ssrn.com, id=563863.

- 19) Lee. A., Powell, R., (2010), "Excess cash holdings and shareholder value", University of New South Wales, Australia. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1585623>
- 20) Lee, Cheng, Few, (2009), "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation", **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, Vol. 12, No. 3, PP. 475-508.
- 21) Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", **Journal of Financial Economics**, Vol. 52, PP. 3-46
- 22) Ozkan Aydin, (2004), "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 28, PP. 2103–2134.
- 23) Richardson, S. A., R. G. Sloan M. T. Soliman And I. Tuna, (2006), "The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability", *The Accounting Review*, Vol. 81, PP. 713–43.

The Impact of Product Market Competition & Corporate Governance on Cash Holdings Policies in Companies Listed on The Tehran Stock Exchange

Abstract

In firms with weak governance mechanisms, there are incentives and opportunities for managers to use corporate resources to pursue their own interests. Meanwhile, the company's cash flow due to its high liquidity, the highest risk in terms of the use of improper actions by manager's expansion, providing rewards for taking adverse welfare benefits and other activities, the resources are wasted. The main purpose of the research, focusing on the level of competition in the product market as an indicator of corporate governance and its effect on cash held by managers of corporations have policies.

From 1385 to 1389, including five consecutive years of research and study sample consisted of 104 firms in Tehran Stock Exchange. The results show that the claims about the size of the board are true, and the mechanisms of institutional ownership and board independence, the expected results were not fulfilled. Overall, it seems that competition in the product market, strengthen supervision and control of the board members, has had a significant impact and it prevented from the accumulation of cash in the company.

Key words: competition in product market, corporate governance, cash holdings