

فصلنامه مطالعات نوین بانکی

ISSN : 2645-5420

شماره مجوز: ۸۳۲۸۹ ((شماره هجدهم-بهار ۱۴۰۲))

بررسی و شناسایی عوامل داخلی مؤثر بر تأمین مالی با مذاقه در مدیریت نقدینگی و اهداف خاصه آن

(تاریخ دریافت ۱۴۰۱/۱۰/۲۵، تاریخ تصویب ۱۴۰۲/۰۳/۲۸)

آرش محمدی تبار

چکیده

ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنهاست. در بسیاری از تصمیم های مالی، الگوهای ارزشگذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و غیره، جریان های نقدی نقشی محوری دارد. راهبرد تأمین مالی در شرکت ها، از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. از اهداف مهم تأمین مالی انجام سرمایه گذاری در شرکت ها برای سودآوری بیشتر است. طرق مختلف تأمین مالی، شامل تأمین مالی داخلی و خارجی یا ترکیبی از این دو نوع است. مدیران بنگاه های اقتصادی در عصر کنونی با توجه به محدودیت های منابع مالی به ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ شدن رقابت تحت فشار فزاینده ای قرار دارند تا هزینه های عملیاتی و بهای تمام شده را کاهش دهند و کم هزینه ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت های بنگاه اقتصادی در راستای افزایش ارزش بنگاه، پرداخت به موقع بدهی ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند.

واژگان کلیدی: مدیریت نقدینگی، تأمین مالی، وجه نقد، محدودیت مالی، سرمایه

بخش اول: معیارهای محدودیت مالی

به منظور تفکیک شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های فاقد محدودیت مالی به معیار مناسبی نیاز است. در ادبیات تئوریک و تجربی از معیارهای متعددی به عنوان شاخص وجود محدودیت‌های مالی استفاده شده است. از جمله معیارهای سنتی وجود محدودیت مالی را می‌توان، اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری را نام برد.

الف) اندازه شرکت: استدلال می‌شود که شرکت‌های بزرگ‌تر دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی کمتری هستند. در درجه اول شرکت‌های بزرگ با هزینه‌های مبادله پایین‌تری مواجه هستند، زیرا سرمایه‌گذاران با توجه به شهرت و اعتبار این گونه شرکت‌ها، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و یا خرید اوراق تجاری آنها دارند. بنابراین، هزینه‌های مربوط به بازاریابی اوراق تجاری و واسطه‌گری‌های مالی کاهش می‌یابد.

ب) عمر شرکت: شرکت‌های با سابقه شهرت بسزایی در بازار دارند و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکت‌ها به تأمین مالی خارجی می‌شود، زیرا ارتباط آنها با اعتباردهندگان با گذشت زمان مستحکم شده است. به طور معمول بین عمر و اندازه شرکت، ارتباط مثبتی وجود دارد. از طرف دیگر، شرکت‌های جوان و نوپا دارای ریسک بالاتر و شفافیت اطلاعاتی کمتری هستند. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های تازه تأسیس در جذب منابع مالی خارجی با توفیق کمتری مواجه باشند (ارسلان و ازکان^۱، ۲۰۰۶).

ج) نسبت سود تقسیمی: شرکت‌هایی که اقدام به تقسیم سود می‌کنند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سودی تقسیم نمی‌کنند، کمتر در معرض محدودیت‌های مالی قرار دارند، زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به منابع مالی خارجی کاهش یابد، می‌توانند از طریق توقف پرداخت سود سهام، بخشی از کمبود منابع مالی را جبران کنند (ارسلان و ازکان، ۲۰۰۶).

د) گروه‌های تجاری: گروه‌های تجاری به طور معمول مجموعه‌ای از تعداد زیادی شرکت مستقل هستند که از طریق روابط اجتماعی رسمی و غیر رسمی با یکدیگر در ارتباطند. سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو گروه تجاری می‌تواند بدون محدودیت مالی جدی صورت پذیرد، زیرا گروه‌های تجاری نوعی بازار سرمایه داخلی را تشکیل می‌دهند. این بازار داخلی

^۱. Arslan & Ozkan

نوعی جایگزین برای عملیات تخصیص سرمایه بازارهای خارجی است. انتظار می‌رود که شرکت‌های عضو گروه، از عهده عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی موجود در بازارهای سرمایه خارجی بهتر برآیند. در کشور ما گروه‌های تجاری در قالب روابط مالکانه متبلور می‌شوند. بنابراین، شرکت‌هایی که بیش از ۵۰ درصد سهام آنها در اختیار شرکت و یا سازمان دیگری باشد و یا مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت دیگری باشند، در یک گروه تجاری قرار می‌گیرند (کاشانی‌پور و نقی‌نژاد، ۱۳۹۲).

بخش دوم: بررسی و شناخت عوامل مؤثر بر تأمین مالی

باید توجه داشت ساختار سرمایه شرکت تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی متعددی می‌باشد، عوامل داخلی، آن عواملی است که از داخل شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیرگذار می‌باشد و عوامل خارجی آن دسته عوامل است که از محیط بیرونی بر تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیرگذار می‌باشند. تأمین مالی مورد نیاز جهت انجام طرح‌های آتی شرکت و یا به منظور اصلاح ساختار مالی شرکت می‌تواند از محل بدهی‌ها و یا حقوق صاحبان سهام باشد. استفاده بیش از حد از حقوق صاحبان سهام باعث افزایش بازدهی مورد انتظار سهامداران شده و هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهند. از طرفی استفاده بیش از حد از بدهی‌ها در انواع کوتاه‌مدت یا بلندمدت می‌تواند باعث افزایش ریسک مالی شرکت و کاهش قدرت انعطاف‌پذیری مالی آن گردد (کریمی و همکاران، ۱۳۹۲). آنچه در استفاده از انواع ابزارهای مالی می‌بایست مورد توجه قرار گیرد رعایت اصل تطابق است. در اجرای این طرح بایستی برای تحصیل دارایی کوتاه‌مدت که به طور معمول نرخ بازدهی کمتری نیز دارد از منابع مالی کوتاه‌مدت و برای تحصیل دارایی‌های بلندمدت که ماندگاری بیشتری دارند و نرخ بازدهی آنها نیز بالاتر است از منابع مالی بلندمدت استفاده کنند. استفاده از منابع مالی کوتاه‌مدت برای دارایی‌های بلندمدت به علت سررسید شدن این منابع منجر به افزایش ریسک شرکت می‌شود. همچنین اگر شرکت از منابع بلند مدت به منظور اجرای طرح‌های کوتاه‌مدت استفاده نماید با توجه به نرخ بهره وام‌های بلندمدت و نرخ بازدهی طرح‌ها می‌توان انتظار داشت که هزینه مالی شرکت افزایش یابد. شرکت همواره با توجه به شرایط، منابع اخذ شده و محل مصرف این منابع اقدام به اصلاح ساختار مالی خود و جایگزینی این منابع با یکدیگر می‌نمایند. جایگزینی حقوق صاحبان سهام با بدهی‌ها به طور عمده به منظور کاهش ریسک شرکت و افزایش نسبت مالکانه

صورت می گیرد. با این توضیح در ادامه به بررسی ویژگی های اوراق بهادار عادی که بر انتخاب ترکیب ساختار سرمایه شرکت مؤثرند توجه شود (مشیری و محمدی، ۱۳۹۱).

• حقوق مالکانه

انتشار سهام جدید مستلزم اعطای حقوق مالکان به سهامداران جدید است، یعنی هنگامی که شرکت اقدام به انتشار سهام جدید می نماید در واقع دیگران را در دارایی های شرکت سهیم نموده است. در حالی که استقراض چه از طریق انتشار اوراق قرضه و چه از طریق ایجاد بدهی بانکی باعث اعطای حق مالکیت و کنترل بر روی دارایی های شرکت به اعطاء کننده وام و اعتبار نخواهد شد. اعطای حقوق مالکان به سهامداران ممتاز بستگی به نظر سهامداران عادی و مالکان اصلی شرکت دارد. هرگاه مالکان شرکت نخواهند حقوق مالکانه خود را با دیگران تقسیم نمایند به جای اقدام به انتشار سهام جدید، بدهی و انتشار سهام ممتاز بدون حقوق ایجاد می نمایند. به این ترتیب از حقوق مالکانه خود در شرکت پاسداری می نمایند (رحمانی و ترکاشوند، ۱۳۹۳).

• الزامات پرداخت

بدهی سررسید می شود و شرکت می بایست براساس مفاد مندرج در قرارداد نسبت به باز پرداخت اصل و فرع آن اقدام کند. عدم پرداخت اصل و فرع بدهی ها در سررسید باعث استیلای بستانکاران بر امور شرکت می گردد و منافع سهامداران عادی را با خطر مواجه می کند. سهام ممتاز علی رغم اینکه به مانند بدهی ها سررسید ندارد اما ممکن است شرکت را متعهد به پرداخت مقدار معینی از سود سالیانه نموده باشد در هر حال دارای اولویت سود سهام نسبت به سایر سهامداران عادی می باشد. اما سهام عادی یک تأمین مالی دائمی است، این تأمین مالی اگر چه هیچ گاه سررسید نمی شود. در عین حال الزامی هم به پرداخت مشخص و معین سالیانه ندارد به طوری که شرکت ها می توانند سود سالیانه سهام عادی را به غیر از مقدار مندرج در قانون تجارت با توافق سهامداران عادی در شرکت نگه دارند. به این ترتیب اقدام به سرمایه گذاری مجدد وجوه نمایند (کرمی و همکاران، ۱۳۹۲).

• ادعا بر دارایی

به هنگام ورشکستگی شرکت وام دهندگان و دارندگان اوراق قرضه اولین کسانی هستند که از حقوق خود نسبت به دارایی های شرکت بهره مند می شوند. دارندگان سهام ممتاز در رده دوم اهمیت قرار می گیرند و سهامداران عادی، وارثان باقی مانده از دارایی های شرکت هستند. هرگاه

شرکت بخواهد تمامی حقوق دارای هایش متعلق به سهامداران عادی باشد می‌بایست صرفاً نسبت به انتشار سهام عادی جدید برای تأمین مالی اقدام نماید (مشیری و محمدی، ۱۳۹۱).

• ادعا بر سود

بهره وام و اوراق قرضه صرف نظر از میزان سود تحصیل شده توسط شرکت بایستی در سررسیدهای مقرر پرداخت گردد سود سهامداران ممتاز نیز قبل از پرداخت سود سهامداران عادی پرداخت می‌شود و باقی مانده سود بین سهامداران عادی تقسیم می‌شود. اینکه سود سهامداران عادی از سود سایرین بیشتر است یا کمتر به نرخ بهره و سود تضمین شده اوراق قرضه و سهام ممتاز شرکت و رابطه آن با نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت دارد لذا شرکتی که خواهان ایجاد محدودیت در توزیع سود بین سهامداران عادی است، بهتر است با انتشار سهام ممتاز ایجاد بدهی دیگران را نسبت به سود شرکت محدود کند. همان گونه که ایجاد بدهی و یا انتشار سهام جدید دارای محاسن و معایب خاص خود می‌باشد با توجه به ویژگی‌هایی که در مورد اوراق بهادار نیز ذکر شد می‌توان با شناخت اهداف و شرایط شرکت نسبت به انتخاب بین سهام یا بدهی به عنوان منابع جدید تأمین مالی اقدام نمود (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۹۲).

بخش سوم: عوامل داخلی مؤثر بر تأمین مالی

عوامل درونی ساختار تأمین مالی آن دسته از شرایطی است که از درون شرکت بر تصمیم‌های تأمین مالی تأثیر می‌گذارد (مشیری و محمدی، ۱۳۹۱).

برخی از عوامل عبارتند از:

• رفع نیازهای مالی گذرا از طریق منابع کوتاه‌مدت

واحد تجاری ممکن است در فصل یا فصولی خاص از سال نیاز به منابع مالی فوق‌العاده داشته باشد. به طور مثال برخی صنایع مانند تولیدکنندگان پوشاک اسباب بازی و یا شیرینی‌فروشی‌ها، در ماه‌های پایانی سال درست قبل از سال نو فصل پرکاری دارند. به همین دلیل نیازمند منابع مالی آنی و ارزان‌قیمت هستند. استقراض بلندمدت یا دائمی با هزینه بالا برای اینگونه واحدهای اقتصادی مقرون به صرفه نیست، این گونه واحدها سعی می‌کنند نیازهای کوتاه‌مدت خود را از محل وام‌های کوتاه‌مدت مرتفع نمایند (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۹۲).

• درجه ریسک

بدهی بیشتر هم باعث تحمیل هزینه‌های مالی بیشتر شده که شامل هزینه بهره و هزینه‌های

استقراض به واحدهای وام گیرنده می شود و هم درجه ریسک مالی واحدهای اقتصادی اهرمی یعنی احتمال ناتوانی در پرداخت های اصل و بهره ها در سررسید و نیز احتمال ورشکستگی این گونه واحدها و مؤسسه ها را افزایش می دهد. در حالی که استفاده از سهام نیاز به تجدید شدن نداشته و عدم پرداخت سود آن نیز خطر ورشکستگی برای شرکت را به دنبال ندارد. اما بدهی ریسک شرکت را افزایش می دهد.

• افزایش سود سهامداران

اگر شرکت با سرمایه گذاری وجوه حاصل از وام ۱۱ درصدی بتواند ۱۶ درصد بازدهی کسب کند مابه التفاوت ۱۱ درصد تا ۱۶ درصد پس از کسر مالیات متعلق به سهامداران شرکت است. این معجزه وام است، افزایش سرمایه سهامداران بدون اینکه سرمایه گذاری جدیدی در شرکت توسط سهامداران صورت گیرد و این همان دلیلی است که شرکت ها به خاطر آن استقراض می کنند. البته شرکت اگر نتواند از محل سرمایه گذاری بازدهی حداقل معادل نرخ هزینه وام کسب کند درآمد سهامداران را کاهش خواهد داد (رحمانی و ترکاشوند، ۱۳۹۳).

• از دست دادن کنترل عملیات شرکت

در برخی از موارد شرکت به قراردادهای وامی تن می دهد که به موجب آن در صورتی که نتواند اصل و بهره وام را در سررسید معین پرداخت نماید می بایست به وام دهندگان یک کرسی در هیأت مدیره تقدیم نماید. این گونه شرایط اگر چه به ندرت پیش می آید ولی ترس از بروز چنین اتفاقی شرکت ها را در استفاده از اهرم (وام) به عنوان یکی از عوامل تأمین مالی محتاط می کند (وکیلی فرد، ۱۳۹۰).

• انعطاف پذیری مالی

شرکت ها همواره تلاش می کنند تا بین بدهی و حقوق صاحبان سهام تعادلی برقرار کنند، افزایش میزان بدهی باعث کاهش توان استقراض شرکت شده، انعطاف پذیری شرکت را کاهش می دهد. نیاز به حفظ تعادل میان بدهی و حقوق صاحبان سهام به میزان اطمینان از انعطاف پذیری مالی باعث تنظیم ناخودآگاه رابطه بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه می گردد (کرمی و همکاران، ۱۳۹۲).

بخش چهارم: بررسی و شناسایی مدیریت نقدینگی

به توانایی تبدیل سریع و آسان یک دارایی به وجه نقد، بدون کاهش زیاد قیمت، را مدیریت

نقدینگی می‌گویند. به طور معمول از بین اقلام دارایی‌های جاری، وجوه نقد و اوراق بهادار قابل معامله کوتاه‌مدت، به عنوان دارایی‌های نقدی تلقی می‌شوند. مدیریت وجوه نقد فرآیندی است که شرکت را در استفاده بهینه از وجه نقد کمک می‌کند. ونهرن در تعریف مدیریت وجه نقد می‌گوید «مدیریت وجه نقد عبارت است از اداره وجوه شرکت در جهت حداکثر کردن قابلیت دسترسی به آن و حداکثر کردن قابلیت دسترسی به آن و حداکثر کردن درآمد بهره وجوه بلا استفاده». وجه نقد شامل، اسکناس، سپرده‌های حساب جاری و چک‌های سپرده نشده می‌باشد (فخاری و تقوی، ۱۳۹۱). اوراق بهادار قابل معامله کوتاه‌مدت مانند اسناد خزانه و توافقتنامه باز خرید اغلب به عنوان معادل‌های نقدی تلقی می‌شوند. اما در ترازنامه وجه نقد به طور معمول در برگیرنده معادل‌های نقدی نیز است. موجودی مواد و کالا و حساب‌های دریافتی به عنوان دارایی‌های نقدی در نظر گرفته نمی‌شود. انگیزه‌های نگهداری نقدینگی در شرکت‌ها عبارتند از:

❖ انگیزه معاملاتی شرکت وجه نقد را برای انجام معاملات روزمره نگهداری می‌کند.

به نظر میلر (۱۹۶۶) این انگیزه مؤید این است که شرکت‌ها همیشه باید توازن نقدینگی خود را حفظ کنند، چون مبالغ پرداختی تأثیر منفی روی نقدینگی می‌گذارد و از طرفی دریافتی‌ها نیز تأثیر مثبت بر وجه نقد دارند، بنابراین شرکت‌ها همیشه باید حداقل مقداری وجه نقد را نزد خود نگه دارند تا بتوانند با استفاده از آن عملیات روزانه خود را پوشش دهند.

❖ انگیزه احتیاطی: شرکت وجه نقد را برای رویدادهای پیش‌بینی نشده نگهداری می‌کند. این انگیزه بیشتر در مورد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت‌های تجاری و اجتناب از ورشکستگی می‌پردازد. انگیزه احتیاطی به افزایش هزینه‌های ناشی از هدر رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی تأکید می‌کند. بر این اساس شرکت‌ها موجودی‌های نقدی را برای مواجهه با وقایع پیش‌بینی نشده نگهداری می‌نمایند و در صورتی که هزینه سایر منابع تأمین مالی بسیار زیاد باشد، برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود از موجودی‌های نقدی نگهداری، شده استفاده می‌نمایند. بنابراین می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های کوچک‌تر جهت مقابله با مواردی از قبیل هزینه زیاد تأمین مالی خارجی، موجودی نقدی بیشتری را نگهداری نمایند. به علاوه انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری هستند، موجودی‌های نقدی بیشتری نگهداری نمایند تا هزینه فرصت مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های آتی را به حداقل برسانند. به طور مشابه شرکت‌های دارای نوسان بیشتر جریانات نقدی، شرکت‌هایی که

به طور مکرر با کمبود نقدینگی مواجه می‌شوند نیاز دارند نقدینگی بیشتری را انباشته نمایند (دیتمار، ۲۰۰۷).

❖ انگیزه سفته‌بازی: شرکت وجه نقد را برای استفاده از فرصت‌های سودآور نگهداری می‌کند. بعضی مواقع شرکت‌ها باید وجه نقد قابل توجهی در دسترس داشته باشند تا بتوانند از مزایا و محاسن چانه‌زنی و تخفیفات استفاده کنند. وجوهی که به این منظور نگهداری می‌شوند به انگیزه سفته‌بازی شهرت دارد (رسائیان و غفاری، ۱۳۹۱). تحقیقات در زمینه نگهداری موجودی‌های نقدی بیشتر انگیزه معاملاتی و انگیزه احتیاطی را مورد تأکید قرار داده‌اند. انگیزه انجام معاملات بیشتر، به دلیل هزینه بر بودن استفاده از سایر دارایی‌ها به جز وجه نقد در انجام معاملات تجاری می‌باشد. بر این اساس می‌توان گفت که شرکت‌هایی که با کمبود منابع داخلی روبرو هستند، می‌توانند با فروش دارایی‌ها، یا ایجاد بدهی‌های جدید با انتشار سهام جدید و یا با عدم پرداخت سود سهام نقدی منابع خود را افزایش دهند، اما تمام این راهکارها هزینه‌بر می‌باشند. بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی که با هزینه معاملاتی بیشتری روبه‌رو هستند، مبالغ بیشتری از دارایی‌های نقدی را نگهداری نمایند. علاوه بر موارد فوق، شرکت‌ها همچنین وجوه نقد را به عنوان مانده‌های جبرانی در بانک‌های تجاری نگهداری می‌کنند. مانده جبرانی حداقل وجه نقدی است که شرکت به منظور جبران خدمات بانکی باید در حساب جاری خود نگهداری کند مبلغ مانده جبرانی به شرایط قرارداد بانکی بستگی دارد (آقای و همکاران، ۱۳۸۸). تعریف مدیریت مطلوب وجه نقد نیازمند چند مرحله اساسی است:

۱. با توجه به نیازهای شرکت حد مطلوب مانده وجه نقد شرکت تعیین شود یعنی شرکت همواره چه مقدار وجه نقد باید در اختیار داشته باشد که بیشتر از آن مازاد و کمتر از آن کمبود تلقی شود. البته ممکن است این رقم به صورت یک دامنه مطرح شود.
۲. پیش‌بینی وجه نقد: دومین اقدام جهت مدیریت مطلوب وجه نقد پیش‌بینی پرداخت‌ها و دریافت‌های دوره‌های آتی روزانه، هفتگی، ماهانه یا فصلی است. با در نظر گرفتن وجه نقدی که باید همواره در اختیار باشد و پیش‌بینی‌های مذکور کمبود یا مازاد نقدینگی برآورد می‌شود.
۳. مدیریت دریافتی‌ها و پرداختی‌ها: پس از انجام مرحله دوم شرکت باید تلاش‌هایی را برای تحقق و یا بهبود آنچه پیش‌بینی شده است انجام دهد. در این فرایند شرکت باید هر چه سریع‌تر دریافتی‌ها را وصول کند و پرداختی‌ها را دیرتر تسویه کند.

۴. تصمیم‌گیری در مورد وجوه مازاد با کمبود: مرحله نهایی مدیریت وجه نقد تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری وجوه مازاد پیش‌بینی شده و یا تأمین مالی کمبودهای پیش‌بینی شده است (کلارسون، ۲۰۱۱).

نتیجه‌گیری

در جمع‌بندی و نتیجه‌گیری پایانی مقاله حاضر باید گفت از دیرباز وجه نقد به لحاظ عینیت آن به عنوان شاخصی از تداوم فعالیت و توانایی شرکت در انجام عملیات بدون مواجهه با مشکلات مالی و نیز به عنوان ابزاری جهت بهره‌برداری از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، مورد توجه استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار داشته است. ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنهاست. در بسیاری از تصمیم‌های مالی الگوهای ارزش‌گذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌ای و غیره، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارد (ثقفی و هاشمی، ۱۳۸۳). چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. به طور معمول، مدیران به دنبال سطحی از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی‌های نقدی حالت بهینه داشته باشد. به عبارت دیگر شرکت‌ها در جستجوی آن سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی با نگهداری وجه نقد اضافی، فرصت‌ها از دست نرود و این مورد همان سطح نقدینگی هدف در شرکت‌هاست که البته در دوره‌های زمانی مختلف، متفاوت است (آقایی و همکاران، ۱۳۹۱).

در اکثر کشورها، بخش عمده‌ای از منابع درآمدی دولت از طریق مالیات تأمین می‌شود. سهم از کل درآمدهای عمومی در میان کشورها متفاوت است. در این میان، اجتناب و قرار مالیاتی در کشورها باعث شده است تا درآمدهای مالیاتی کشورها همواره از آنچه که برآورد شده است کمتر باشد. بنابراین، از جمله موضوع‌های بسیار مهم که در حال حاضر در اکثر پژوهش‌ها مورد توجه است، بحث اجتناب و فرار مالیاتی، نحوه اندازه‌گیری، عوامل مؤثر بر آن و نتایجی است که از آن حاصل می‌شود، زیرا اجتناب مالیاتی در محدوده‌ای معین جهت استفاده از مزایای مالیاتی است و به طور عمده قوانین محدودکننده‌ای در زمینه کنترل اجتناب مالیاتی وجود ندارد. بنابراین، به نظر می‌رسد بسیاری از شرکت‌ها درگیر اجتناب مالیاتی باشند و به همین دلیل تعیین

عوامل تأثیرگذار بر سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌ها دارای اهمیت زیادی است (فلسام، ۲۰۰۹). تأمین مالی از منابع خارج از شرکت دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می‌شود هزینه تأمین مالی از نرخ بازده رسمی اعلام شده فراتر رود. لذا، شرکت‌ها به استفاده روزافزون از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود، متمایل می‌گردند. لازم به ذکر است استفاده از منابع تأمین مالی خارجی در، شرکت‌ها متفاوت است. شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می‌کند. چنین شرکتی در اصطلاح شرکت دچار محدودیت مالی نامیده می‌شود. به منظور تفکیک شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی به معیار مناسبی نیاز است که می‌توان به اندازه شرکت، عمر شرکت و جریان‌های نقدی داخلی اشاره نمود.

منابع و مآخذ

الف) منابع فارسی

- آقای، محمد علی؛ نظافت، احمد رضا؛ ناظمیاردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر (۱۳۸۸)، بررسی عوامل مؤثر بر نگره‌داری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۱ (۱ و ۲): ۵۳-۷۰.
- اشرف‌زاده، سیدحمیدرضا و مهرگان نادر. (۱۳۸۷). اقتصادسنجی پائل دیتا، انتشارات دانشگاه تهران.
- پورحیدری، امید و سروستانی، حسین. (۱۳۹۳)، شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر مدیریت مالیات، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۲.
- ثقفی، علی و هاشمی، سیدعباس. (۱۳۸۳)، بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی. ارایه مدل برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره چهارم.
- حسینعلی‌زاده سپیده؛ انور، خطیبی، سعید و محمدی، جمال. (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر محدودیت مالی بر سطح نگره‌داشت وجه نقد با تأکید بر بازده سهام، مجله پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، شماره ۲۱: ۹-۴۷.
- خان‌جان، علیرضا. (۱۳۸۹)، تحلیلی بر تعویق مالیات، مجله اقتصادی، تهران.
- دلاور، علی. (۱۳۸۶)، روش تحقیق در روان‌شناسی و علوم تربیتی، انتشارات ویرایش، تهران.
- سرلک، نرگس؛ فرجی، امید؛ ایزدپور، مصطفی و جودکی، زهرا. (۱۳۹۷)، تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و نگره‌داشت وجه نقد، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۵، شماره دوم.
- سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس و حجازی، الهه. (۱۳۸۴)، روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، انتشارات آگه، تهران.
- شریفی، سیروان و آقای، محمدعلی. (۱۳۸۹)، بررسی اثر میزان وجه نقد نگره‌داری شده بر عملکرد آتی شرکت پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- غنی‌زاده، بهرام و بارانی، زینب. (۱۳۹۳)، روش‌های تأمین مالی در بنگاه‌های اقتصادی،

فصلنامه حسابدار رسمی.

- فخاری، حسین و تقوی، روح اله. (۱۳۹۱)، کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی سال شانزدهم، شماره ۵۷.
- فروغی، داریوش و محمدی، شکوفه. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش و سطح نگاهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهشنامه مالیات، سال ۲۱.
- کاشانی‌پور، محمد و محمدی، منصور. (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بیش اطمینانی مدیریتی با نگاهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره نهم، شماره سوم.
- کامیابی، یحیی؛ نتاج کردی، محمد حسن و ابراهیمی، جمیل. (۱۳۹۸)، تأثیر فرصت‌های رشد، محدودیت مالی و درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگاهداشت وجه نقد در شرکت‌های کوچک و متوسط، مجله دانش حسابداری مالی دوره ۶ (۴): ۹۹-۱۳۱.
- کرمی، محمدجواد، امیری‌نیا، مریم و قائد رحمتی، نیلوفر. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه‌ی بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه، همایش ملی دستاوردهای نوین در حسابداری و مدیریت.
- گلستانی، شهرام و دادر، مصطفی. (۱۳۹۳)، رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، تهران.
- محمدزاده سالطه، حیدر و ابیضی، عیسی. (۱۳۹۷)، تأثیر محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر اقلام تعهدی اختیاری، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۵، شماره دوم.
- وکیلی‌فرد، حمیدرضا. (۱۳۹۰)، ساختار سرمایه، رقابت در بازار محصول و عملکرد شرکت، مجله دانش حسابداری مالی، شماره ۱۲.
- هاشمی، سیدعباس امیری، هادی و افیونی، علیرضا. (۱۳۹۶)، بررسی نوسانات جریان‌های نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی، مجله دانش حسابداری، دوره ۸ شماره اول.

(ب) منابع لاتین

- Agrawal. K. (۲۰۱۳). *Corporate Tax Planning*. Vol. ۱. Sixth edition. ۳۱۱. Almeida, H. Campello, M. Weisbach, M. S. (۲۰۰۴). The cash flow sensitivity of cash, *Journal of finance*. ۵۹ (۴), ۱۷۷۷-۱۸۰۴.
- Armstrong, C., Jagolinzer, A., and D. Larcker, (۲۰۱۲). Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities". *Journal of Accounting Research*, ۴۸, ۲۲۵- ۲۷۱.
- Bottazzi, G., Secchi A. & Tamagni. F (۲۰۱۰). Financial constraints and firm dynamics. *Discussion Papers* ۲۰۱۰/۹۹, Dipartimento di Scienze Economiche (DSE), University of Pisa, Pisa, Italy.
- Chen, X. Hu, N. Wang, X. Tang, X. (۲۰۱۴). Tax avoidance and firm value: evidence from China, *Nankai Business Review International*, Vol. ۵, Iss ۱, pp. ۲۵-۴۲.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin. (۲۰۱۰). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, ۳(۹۵), ۴۱-۶۱.
- Dyreng, S. D. (۲۰۰۸). *The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance*. Working Paper.
- Falsam, S. (۲۰۰۹). Auditor industry specialiBation and The earnings response Coefficient. Working paper, Temple university.
- He, G. Ren, H. (۲۰۱۹). Financial Constraints and Future Stock Price Crash Risk. Coventry, United Kingdom CV۴ ۷AL. SSRN.Com.
- Huayu Shen, Fei Hou, Miaowei Peng, Hao Xiong, & Haohao Zuo. (۲۰۲۱). Economic policy uncertainty and corporate tax avoidance: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance*

Journal Volume ۶۵, February ۲۰۲۱, ۱۰۱۵۰۰.

- Kim, J-B.; Lee, J.; Park, J. (۲۰۱۹). *Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings: The Case of Office-Level Auditor Industry Specialization*, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* ۳۴(۲), ۲۷-۵۷.
- Moyer N. (۲۰۰۴). *Investment-cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms*. *Journal of Finance* ۵۹ (۵), ۲۰۶۱-۲۰۹۲.
- Opler T. & Pinkowitz L. (۱۹۹۹). *The determinants and implications of cash holdings*. *Journal of Financial Economics* ۵۲.۳-۴۶.