

Investigate the Relationship Between Management Ability and Financial Constraints and Cash Holding Value

Alireza Hassan Maleki (corresponding author)

Department of Accounting, Bandar Gaz Branch, Islamic Azad University, Bandar Gaz, Iran.

alireza.h.maleki@gmail.com

Ali Haghani

Department of Accounting, Bandar Gaz Branch, Islamic Azad University, Bandar Gaz, Iran.

Abstract:

The purpose of this research is to investigate the relationship between management ability with financial constraints and cash holding value. Demarjian et al.'s model was used to measure management ability, Falkander and Wong's model was used to measure cash holding value, and White and Wu's index was used to measure financial constraints. The statistical population of the research was all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period from 2014 to 2019, and the purposeful elimination method was used to determine the size of the statistical sample. Finally, 151 companies were selected as a statistical sample. The statistical results showed that management ability in companies reduces financial restrictions and improves cash holding value. Hence, it can be concluded that the ability of management becomes an important factor in improving the company's investment decisions and the efficiency of its operations. The selection of capable managers has led to an increase in efficiency and productivity in the company, which can lead to the success of the company in the industry.

Keywords: financial constraints, management ability, cash holding value.

تاریخ دریافت مقاله:

۱۴۰۱/۰۷/۰۶

تاریخ پذیرش مقاله:

۱۴۰۱/۰۸/۳۰

بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد

علیرضا حسن ملکی (نویسنده مسئول)

گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران.

alireza.h.maleki@gmail.com

علی حقانی

گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران.

چکیده:

هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد می باشد. برای اندازه گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران، برای اندازه گیری ارزش نگهداشت وجه نقد از مدل فالکندر و ونگ و برای سنجش محدودیت های مالی از شاخص و وایت و وو استفاده شد. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۹ بوده است که برای تعیین حجم نمونه آماری از روش حذف هدفمند استفاده گردید. در نهایت تعداد ۱۵۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. نتایج آماری نشان داد توانایی مدیریت در شرکت ها سبب کاهش محدودیت های مالی و بهبود ارزش نگهداشت وجه نقد می شود. از این رو می توان نتیجه گرفت که توانایی مدیریت عاملی مهم در بهبود تصمیمات سرمایه گذاری شرکت و کارایی عملیات آن می شود. انتخاب مدیران توانمند منجر به افزایش کارایی و بهره وری در شرکت شده که نتیجه آن می تواند منجر به موفقیت شرکت در صنعت گردد.

واژه های کلیدی: محدودیت مالی، توانایی مدیریت، ارزش نگهداشت وجه نقد.

۱. مقدمه

توانایی مدیریتی علاقه فزاینده ای را در بین دانش پژوهان به خود جلب کرده است. مطالعات موجود اثرات مثبت توانایی مدیریتی را نشان می دهد، اما بیشتر آنها بر عملکرد و ارزش شرکت تمرکز دارند. به عنوان مثال، چانگ، داسگوپتا و هیلاری (۲۰۱۰) دریافتند که بازار سهام هنگام خروج یک مدیر عامل با توانایی بالا واکنش منفی نشان می دهد.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) نشان می دهند که مدیران با توانایی بالا می توانند بازده غیرعادی منفی بلندمدت را پس از پیشنهاد های سهام تجربه شده کاهش دهند. برای یک شرکت پاسخ به این پرسش مهم است که آیا توانایی مدیریت می تواند محدودیت های مالی را کاهش دهد. شرکت های دارای محدودیت مالی ممکن است نیاز به کاهش سرمایه گذاری آتی خود داشته باشند که این عامل توانایی رقابتی آنها را کاهش می دهد (فروت، شارفشتاین و استاین ۱۹۹۳؛ کامپلو ۲۰۰۳؛ آلمیدا، کامپلو و ویزباخ ۲۰۰۴). محدودیت مالی می تواند خطر پریشانی شرکت را نیز افزایش دهد. ابتدا دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که توانایی مدیریتی با کیفیت بالاتر درآمد مرتبط است. بنابراین مدیران عامل با توانایی بالا می توانند جریان های نقدی داخلی بیشتری ایجاد کنند. دوم، شرکت هایی که مدیران اجرایی با توانایی بالا دارند، می توانند در بازارهای تامین مالی خارجی از رفتار بهتری مانند رتبه بندی اعتباری مطلوب تر و پیمان های بدهی کمتر برخوردار شوند (ونگ، ۲۰۱۷). سوال دوم ما این است که آیا مدیران عامل توانمند می توانند ارزش دارایی های نقدی را افزایش دهند؟ از آنجایی که در بیشتر شرکت ها وجه نقد نگهداری می شود مدیران عامل به موجودی های نقدی دسترسی دارند و از منابع نقدی شرکت بصورت اختیاری استفاده می کنند (لیو و مائور، ۲۰۱۱).

به طوری که، بقای هر شرکتی منوط به مدیریت و استفاده اثربخش وجه نقد آن شرکت می باشد. بر پایه تئوری نمایندگی نگهداری وجه نقد مازاد در شرکت، زمینه لازم برای رفتار فرصت طلبانه و با انگیزه کسب منفعت شخصی از سوی مدیران را فراهم نموده و بدین ترتیب سرمایه گذاران ارزش کمتری برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت قائل می شوند (لو و همکاران، ۲۰۱۶).

همسو با این دیدگاه، برخی از پژوهش‌های قبلی (جنسن، ۱۹۸۶؛ پینکویچ و ویلیامسون، ۲۰۰۴؛ گان و پارک، ۲۰۱۷) دریافتند که ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت، به میزان دسترسی و چگونگی استفاده آن توسط مدیران بستگی دارد. در این راستا، جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند از آنجا که کنترل وجه نقد شرکت در اختیار مدیران است؛ لذا ویژگی‌های شخصی مدیران تاثیر بسزایی بر چگونگی استفاده از آن دارد که یکی از این ویژگی‌ها، اعتماد بیش از حد مدیریت می‌باشد (گان و پارک، ۲۰۱۷). در ادبیات مالی و حسابداری شواهدی درباره تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریت بر سرمایه‌گذاری‌ها، تقسیم سود، کنترل‌های داخلی، محافظه‌کاری و ... ارائه شده است (بولو و حسنی القاز، ۱۳۹۴؛ چن و همکاران، ۲۰۱۴). در صورتی‌که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات متفاوتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد از سوی مدیران بر اساس دیدگاه آنها در خصوص هزینه تأمین مالی خارج از شرکت، تعیین می‌شود. از یک طرف، مدیران بیش‌اطمینان ممکن است به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از این طریق، از تأمین مالی آتی خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنان بی‌جهت هزینه‌بر است (دشماک و همکاران، ۲۰۱۵). مدیران بیش‌اطمینان سرمایه‌گذاری‌های شرکت را از طریق اتکا بر وجوه داخلی تأمین مالی خواهند کرد و باعث کاهش سطح وجه نقد نگهداری شده می‌شوند؛ بنابراین، از این دیدگاه انتظار می‌رود مدیران بیش‌اطمینان در مقایسه با سایر مدیران وجه نقد کمتری نگهداری کنند (دشماک و همکاران، ۲۰۱۵). بر اساس نظریه نمایندگی، در شرایط وجود مسائل نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان، مدیران مایلند به جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. همسو با این نظریه، مایرز و راجان (۱۹۹۸) و جانسون و همکاران (۲۰۰۰) نیز نشان دادند که منابع نقدی شرکت نسبت به منابع غیرنقدی، بیشتر مورد سوء استفاده مدیران قرار می‌گیرند. اگر چه نگهداشت وجه نقد از طریق کاهش مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت گردد (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹). اما با وجود این، فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶) عنوان می‌کند که در صورت وجود تضاد منافع و مسائل نمایندگی، یک دلار وجه نقد

نگهداری شده در شرکت کمتر از یک دلار در بازار ارزش گذاری می شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۵). از این رو مساله اصلی در این تحقیق بررسی ارتباط توانایی مدیریت با محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد می باشد.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

توانایی مدیریت

توانایی خصیصه‌ای عام و گسترده است و می‌توان آن را خارج از مرزهای سازمان بسط داد. توانایی مدیریت به عنوان کارآیی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف شده است (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳). بر اساس پژوهش هریس و هولمستروم (۱۹۸۲) و مدل پویای قراردادهای حقوق و دستمزد کارا، مدیران در راستای منافع شرکت فعالیت می‌کنند که در نهایت، منجر به افزایش بازده شرکت می‌شود که خود نشان دهنده توانایی مدیران است. شواهد تجربی نیز حاکی از این است که رابطه‌ی مثبتی میان خصوصیات مدیریت و بازدهی شرکت‌ها وجود دارد (راجو گوپال و همکاران ۲۰۰۶؛ چانگ و همکاران ۲۰۱۰۲؛ بنکر و همکاران ۲۰۱۳۳؛ کارتر و همکاران ۲۰۱۰۴؛ بیک و همکاران ۲۰۱۱۵). فرانسیسو همکاران (۲۰۰۸) رابطه منفی میان مدیران صاحب نام دارای حسن شهرت و ارقام تعهدی اختیاری مشاهده کرده اند که حاکی از آن است که حسن شهرت مدیران تاثیر مثبتی بر کیفیت سود دارد. اما بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) رابطه معناداری را بین توانایی مدیریت و کیفیت ارقام تعهدی مشاهده نکردند. منصورفر و همکاران (۱۳۹۴) بیان داشتند که توانایی بالای مدیریت منجر به پایداری بیشتر سود و بهبود کیفیت ارقام تعهدی می‌شود.

محدودیت های مالی

شرکت هایی که دارای محدودیت های مالی هستند، هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری بر جریان نقدی تاکید بیشتری دارند به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه های تامین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش میابد. معمولا مدیران به دنبال

سطحی از موجودی های نقد هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی نقد حالت بهینه داشته باشد. وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه ناکافی بودن وجه نقد تعادل برقرار شود (بادآور نهندی و درخور، ۱۳۹۲). شرکت های دارای محدودیت مالی، نگهداری موجودی های نقد خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریانهای نقد خود افزایش می دهند زیرا محدودیت های مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه گذارهای جاری و آتی بوجود آورده، باعث ایجاد انگیزه برای پس اندازهای احتیاطی می شود (دنيس و همکاران، ۲۰۱۷).

ارزش نگهداشت وجه نقد

ارزش نگهداشت وجوه نقد، ارزش یک ریال وجه نقد تحصیل شده است. در بازارهای بدون اصطکاک، ارزش یک ریال وجوه نقد برای سهامداران باید به طور دقیق برابر با ارزش اسمی یک ریال باشد (پینکویتز و ویلیامسون، ۲۰۰۴). در بازارها منافعی که از تحصیل یک ریال وجوه نقد کسب می شود، برابر با هزینه متحمل شده بابت تحصیل آن یک ریال وجوه نقد است (بیتز و همکاران ۱، ۲۰۱۱). همچنین با توجه به نتایج پژوهش اله یاری (۱۳۸۷) حاکی از آن است که بازار بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و یانیمه قوی، کارا نمی باشد؛ به عنوان مثال می توان در این زمینه به پژوهش فالکندر و ونگ (۲۰۰۶) اشاره کرد که بیان می دارند، مادامی که شرکت منابع مالی داخلی کم تری دارد وجوه نقد آنها دارای ارزش نگهداشت بیش از یک دلار است؛ این ارزش وابسته به هزینه معاملاتی است که در بازار سرمایه انجام می گیرد. در پژوهش مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان شده است که وجوه نقدی که توسط شرکت نگهداری می شود، ممکن است ارزشی بیشتری نسبت به وجوه نقدی که توسط سهامداران نگهداری می شود، داشته باشد.

پیشینه تحقیق

تسای و همکاران (۲۰۲۱) تحقیقی با عنوان توانایی مدیریت، محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آنان در تحقیق خود نشان دادند که توانایی مدیریت منجر به کاهش محدودیت های مالی و افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد می شود.

رو و همکاران (۲۰۲۰) تحقیقی با عنوان بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد انجام دادند نتایج نشان داد که بیش اطمینانی مدیرعامل منجر به کاهش نگهداشت وجه نقد می شود.

آکتاس و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر ارزش نهایی وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که اعتماد بیش از حد مدیران تاثیر منفی و معناداری بر ارزش نهایی وجه نقد دارد.

لیم و لی (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر ویژگی های مدیرعامل بر ارزش نهایی وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیات مدیره تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش نهایی وجه نقد دارد.

وارد و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر مالکیت نهادی و نظارت هیات مدیره بر ارزش نهایی وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که مالکیت نهادی تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش نهایی وجه نقد دارد.

گان و پارک (۲۰۱۷) در پژوهشی رابطه بین توانایی مدیران و ارزش نهایی وجه نقد را بررسی کردند. یافته های آنها نشان می دهد مدیران با توانایی بالاتر از وجه نقد موجود در شرکت بهتر استفاده می کنند

هوانگوچو (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین نقاط ضعف کنترل داخلی و ارزش نهایی وجه نقد پرداختند که نتایج نشان داد که نقاط ضعف کنترل داخلی، ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت را در بازار کاهش می دهد.

پورفخریان و همکاران (۱۳۹۹) تاثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها را بررسی نموده اند که نتایج پژوهش

حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و سطح نگهداشت وجه نقد دارد.

ازوجی (۱۳۹۹) تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. نتایج حاصل از فرضیه اول مشخص کرد که رابطه بین متغیر بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد تایید نشد. یافته های فرضیه دوم نشان می دهد که تأثیر متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد تایید می شود.

پرخیده (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر انگیزه های نظارتی سهامداران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد پرداخته و نتایج حاصل از پژوهش نشان داد، انگیزه های نظارتی سرمایه گذاران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد تأثیر معنادار و مستقیمی دارد. همچنین انگیزه های سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد تأثیر معنادار و مستقیمی دارد.

بروشم (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان راهبردهای رقابتی و ارزش نهایی وجه نقد پرداخته نتایج نشان میدهد که بین راهبرد تمایز و ارزش نهایی وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد. شمس (۱۳۹۷) رابطه بین ضعف کنترل داخلی و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. نتایج بدست آمده نشان داد بین ضعف کنترل داخلی و نگهداشت وجه نقد رابطه وجود ندارد.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) رابطه بین مازاد نقدینگی پایدار و ارزش نهایی وجه نقد را در نمونه ای شامل ۱۳۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران بررسی و نشان دادند؛ در شرکت هایی که وجه نقد مازاد وجود دارد، ارزش نهایی وجه نقد کمتر از سایر شرکت ها است.

صفری گرایلی و دهقان (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت ها پرداختند. یافته های بدست آمده حاکی از آن بود که سرمایه گذاران برای وجه نقد نگهداری شده شرکت هایی که توسط حسابرسان متخصص در صنعت صاحبکار حسابرسی شده اند، ارزش بیشتری قائلند.

مشکی میاوقی و الهی رودپشتی (۱۳۹۵) به بررسی اثر محافظه‌کاری بر ارزش بازار موجودی نقد نگهداری شده پرداخته‌اند که نتایج آن بود که تغییر یک ریال در وجه نقد نگهداری شده، منجر به ایجاد تغییرات کمتری در ارزش بازار آن می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که محافظه‌کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری شده را افزایش می‌دهد.

۴. فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و محدودیت های مالی ارتباط معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین توانایی مدیریت و ارزش نگهداشت وجه نقد ارتباط معنی دار وجود دارد.

۵. روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی است زیرا با استفاده از مدل ها، روش ها و نظریه های موجود به دنبال بهبود وضعیت تصمیم گیری در شرکت های قلمرو تحقیق می باشد. روش تحقیق به لحاظ استنتاج، توصیفی تحلیلی (استقرایی) است. از آن جهت که در گردآوری داده ها از اطلاعات عملکردی شرکت ها بر مبنای صورت های مالی تاریخی استفاده میشود، از لحاظ طرح تحقیق، پس رویدادی است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۹ پس از اعمال شرایط بوده است. شرایط مذکور به شرح زیر می باشد: ۱. تاریخ پذیرش آن ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۴ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۹ نیز در فهرست شرکت های بورسی باشند. ۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. ۳. طی دوره های مورد نظر تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند. ۴. جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری های مالی نباشند (شرکت های سرمایه گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت ها در جامعه آماری منظور نشدند). تعداد شرکت های نمونه ۱۵۱ شرکت می باشد.

۶. مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیه اول به پیروی از تسای و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

مدل (۱)

$$FinancialConstraint_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA-Skill_{i,t} + \alpha_2 Asset_{i,t} + \alpha_3 Q_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_2 Roa_{i,t} + \alpha_2 Capex_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه دوم به پیروی از تسای و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

مدل (۲)

$$Ret_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Cash_{i,t} + \alpha_2 \Delta Cash_{i,t-1} * MA-Skill_{i,t} + \alpha_3 MA-Skill_{i,t} + \alpha_4 \frac{\Delta Eit}{MEit-1} + \alpha_5 \frac{\Delta NAit}{MEit-1} + \alpha_6 \frac{\Delta Iit}{MEit-1} + \alpha_7 \frac{\Delta Dit}{MEit-1} + \alpha_8 \frac{\Delta Cashit-1}{MEit-1} + \alpha_9 Leverage_{i,t} + \alpha_{10} \frac{NFit}{MEit-1} + \alpha_{11} \frac{Cit}{MEit-1} * \frac{\Delta Cit}{MEit-1} + \alpha_{12} Leverage_{i,t} * \frac{\Delta Cit}{MEit-1} + \alpha_{13} Asset_{i,t} + \alpha_{14} Q_{i,t} + \alpha_{15} Roa_{i,t} + \alpha_{16} Capex_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

۷. متغیرهای پژوهش

۷,۱- متغیر مستقل: توانایی مدیریت (MA-SKILL)

در این پژوهش برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی ارائه شده توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده خواهد شد. به منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده کرده‌اند. در این رابطه، $SAEXP_t$ ، $COGS_t$ ، $OPLEAST_t$ ، RD_t ، PPE_t و $INTGAT_t$ و به ترتیب بیان‌گر بهای تمام شده‌ی کلای فروش رفته، هزینه‌های فروش و اداری، هزینه‌های تحقیق و توسعه، خالص دارایی‌های ثابت، خالص اجاره‌های عملیاتی و دارایی‌های نامشهود می‌باشند.

$$Firm\ Efficiency_i = \frac{SALES_t}{COGS_t + SAEXP_t + RD_t + PPE_t + OPLEAST_t + INTGAT_t} \quad (3)$$

Firm Efficiency

$$= \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Total Assets}_i) + \beta_2 \text{market Share}_i + \beta_3 \text{Positive Free Cash Flow}_i + \beta_4 \ln(\text{Age}) + \beta_5 \text{Foreign Currenncy Indicator} + \epsilon_i \quad (4)$$

FirmEfficiency: نشان‌دهنده کارایی شرکت که با استفاده از متد تحلیل پوششی داده‌ها محاسبه

میشود،

TotalAssets: نشان‌دهنده جمع دارایی‌هاست که از صورت‌های مالی قابل استخراج می‌باشد.

Market Share: نشان‌دهنده سهم بازار هر یک از شرکت‌هاست که از تقسیم مقدار فروش شرکت در پایان سال t بر جمع کل فروش صنعت در پایان سال t به دست می‌آید.

Positive Free Cash Flow: نماد جریان نقدی مثبت آزاد است. اگر شرکتی جریان نقدی مثبت داشته باشد شاخص جریان نقدی آزاد برابر یک است در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. جریان نقدی آزاد به شرح زیر محاسبه می‌شود:

(جریان نقدی آزاد = سود عملیاتی قبل از استهلاک - مالیات پرداختنی - هزینه بهره پرداختنی - سودهای تقسیمی پرداختنی)

Age: نماد تعداد سال‌های فعالیت شرکت است. مقدار این متغیر از سال تأسیس تا سال موردنظر را در برمی‌گیرند.

Foreign Currency Indicator: نماد ارز خارجی است. این متغیر یک متغیر دو وجهی است که اندازه‌گیری آن بدین صورت است: اگر شرکت موردنظر صادرات داشته باشد این متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

در این مدل، متغیر وابسته کارایی شرکت و F Currency و Age، FCF، M Share، T Assets به ترتیب بیان‌گر اندازه‌ی شرکت، سهم بازار شرکت، جریان وجوه نقد آزاد، تعداد شعب و شاخص ارزی می‌باشند. پس از انجام آزمون رگرسیونی توانایی مدیریت یا کارایی منحصر به فرد مدیر از طریق مقدار باقی‌مانده (ϵ_i) در هر سال مشخص می‌گردد.

۲,۷- متغیرهای وابسته

الف - ارزش نگهداشت وجه نقد

به منظور سنجش ارزش نگهداشت وجه نقد از مدل ارائه شده توسط فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) و به پیروی از تسای و همکاران (۲۰۲۱) که در آن بازده مازاد سهام بر روی تغییرات وجه نقد و

سایر متغیرهای کنترلی مؤثر بر آن، همبستگی می‌شود استفاده می‌شود که مدل مذکور به شرح زیر می‌باشد:

$$ExRet_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta E_{i,t} + \beta_3 \Delta NA_{i,t} + \beta_4 \Delta I_{i,t} + \beta_5 \Delta DS_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 NetFinancing_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $ExRet_{i,t}$: بازده مازاد سهام شرکت i در سال t

متغیر وابسته در این مدل مازاد بازده سهام ($R - ER_{it}$) است که در آن R_{it} بازده سهام شرکت i در سال مالی t و ER_{it} بازده مورد انتظار سهام شرکت i در سال مالی t است. همانگونه که ملاحظه می‌شود تمامی متغیرها به جز اهرم مالی بر ارزش بازار سرمایه در سال قبل (M_{it-1}) تقسیم شده است. این استاندارد سازی مانع از آن می‌شود که نتایج تحت تاثیر شرکت‌های بزرگ در نمونه قرار گیرد.

R_{it} : بازده سهام شرکت که طبق شرایط کشور ما از طریق مدل (۲) محاسبه می‌شود.

$$R_{it} = \frac{\text{حق تقدم} + \text{سهام جایزه} + \text{سود نقدی} + (p_{it} - p_{it-1})}{p_{it-1}}$$

در فرمول شماره (۲) R_{it} بازده سهام شرکت i در سال t می‌باشد و p_{it} قیمت پایان سال و p_{it-1} قیمت ابتدای سال، ER_{it} : بازده مورد انتظار سهامداران است که با کمک مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به شرح رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$ER_{it} = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

در این مدل R_F نرخ بازده بدون ریسک که بر اساس نرخ سود سالانه بانکی توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود؛ β ضریب ریسک سیستماتیک و R_M نرخ بازده مورد انتظار از پورتفوی بازار است. برای محاسبه R_M از بازده شاخص قیمت بازار استفاده می‌شود. نحوه محاسبه ریسک سیستماتیک نیز به شرح زیر است:

$$\beta_{it} = \frac{\sigma(r_{it} - R_M)}{\sigma * \sigma(R_M)}$$

$\Delta Cash_{i,t}$: تغییر در مانده وجه نقد شرکت i در سال t است. سایر متغیرها نیز به‌عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده‌اند که: (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$\Delta E_{i,t}$: تغییر در سود خالص شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛ (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$\Delta NA_{i,t}$: تغییر در دارایی‌های غیر نقدی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛ (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$\Delta I_{i,t}$: تغییر در هزینه مالی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛ (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$\Delta D_{i,t}$: تغییر در سود سهام شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛ (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$Net\ Financing_{i,t}$: متغیر مجازی است که اگر شرکت i در سال t سهام جدید منتشر کرده باشد عدد

۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود؛ (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$Cash_{i,t-1}$: مانده وجه نقد شرکت i در سال $t-1$ ؛ (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$Lev_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t که از تقسیم بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد. به منظور همگن شدن داده‌ها، تمامی متغیرهای مدل فوق بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای سال تقسیم می‌شوند (همان منبع). در مدل فوق ضریب متغیر $\Delta Cash_{i,t}$ (β_1) بیانگر تغییر در ارزش بازار سهام به ازای یک ریال افزایش در مانده وجه نقد شرکت می‌باشد که تخمینی تجربی از ارزش بازار یک ریال اضافی دارایی‌های نقدی یا به بیان دیگر، ارزش نگهداشت وجه نقد را فراهم می‌سازد.

ب - محدودیت های مالی:

برای اندازه گیری محدودیت مالی از شاخص وایت و وو در سال (۲۰۰۶) استفاده میشود، ابراهیم کردلو و همکاران (۱۳۸۷) آن را در مدل زیر بومی ساخته‌اند.

$$WW_{IR} = 80.04 - 5.182CFO - 0.106Div + 5.112Lev - 0.662LogTA$$

Div: سود تقسیمی بر دارایی‌ها، Lev: نسبت بدهی به دارایی‌ها

CFO: جریان نقد حاصل از عملیات که بر جمع دارایی‌ها در انتهای دوره تقسیم شده است.

LogTA: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص WW وارد نموده، مقدار WW محاسبه می‌شود. مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم شده‌اند. شرکت‌هایی که در پنجم اول، دوم، سوم قرار دارند عدد صفر و

شرکت هایی که در پنجم چهارم و پنجم قراردادند عدد ۱ میگیرند که دارای محدودیت مالی هستند. نتایج نشان داد ۳۶۲ مشاهده با در نظر گرفتن نحوه انتخاب دارای محدودیت های مالی هستند و سایر مشاهدات به تعداد ۵۴۴ نمونه فاقد محدودیت های مالی می باشند.

۳،۷- متغیرهای کنترل

ASSET، لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها ، LEV، نسبت بدهی ها بر مجموع دارایی ها Q، نسبت کیوتوین که برابر است با مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و مجموع بدهی ها تقسیم بر ارزش دفتری مجموع دارایی ها ، CAPEX، نسبت مخارج سرمایه ای بر مجموع دارایی ها، ROA، نسبت سود قبل از بهره و مالیات بر مجموع دارایی ها

۸. نتایج تحقیق

آمار توصیفی

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول ۴-۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	شرح
۵/۳۴۵	۲/۴۹۶	-۳/۴۲۱	۳۲/۶۲۵	-/۱۰۵	/۵۱۰	بازده مازاد سهام
۱/۸۷۶	/۰۶۷	-/۴۲۶	/۶۵۸	/۰۰۶	/۰۱۴	تغییرات وجه نقد
/۰۴۸	/۰۸۴	-/۴۲۹	/۲۷۵	-/۰۱۷	/۰۱۲	توانایی مدیریت
/۱۱۷	/۱۸۸	-۱/۳۲۵	۱/۳۰۳	/۰۲۶	/۰۵۱	تغییرات سود
۳/۹۵۱	/۴۶۱	-۲/۱۵۸	۵/۳۱۹	/۱۴۶	/۲۵۶	تغییرات دارایی های غیرنقدی
۲۰/۷۳۹	/۲۸۷	-/۹۴۴	۷/۱۳۹	/۰۰۰۱	/۰۱۶	تغییرات هزینه بهره
۳/۶۷۳	/۰۸۵	-/۴۶۸	/۸۴۱	۰	/۰۱۱	تغییرات سود تقسیمی
۴/۸۱۲	/۰۵۹	/۰۰۰۲	/۷۱۶	/۰۲۲	/۰۴۱	وجه نقد اول سال
/۸۶۷	۱/۵۳۶	۱۱/۴۰۶	۲۰/۷۶۸	۱۴/۵۶۲	۱۴/۷۷۲	اندازه شرکت

نسبت کیوتوبین	۳/۱۳۵	۱/۸۴۸	۳۵/۶۴۱	۰/۶۴۸	۳/۷۰۱	۴/۵۵۱
نسبت بدهی ها	۰/۵۵۲	۰/۵۵۴	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۱۱	۰/۳۴۵
نرخ بازده دارایی ها	۰/۱۴۸	۰/۱۱	۰/۶۹۰	-۰/۵۸۰	۰/۱۶۹	۰/۴۴۶
مخارج سرمایه ای	۰/۰۴۲	۰/۰۰۷	۰/۹۰۱	-۰/۲۶۱	۰/۱۱۸	۳/۳۱۳
تعداد مشاهدات	۹۰۶					

تحلیل آمار توصیفی

میانگین بازده مازاد سهام در شرکت های نمونه ۵۱ درصد و این مقدار برای تغییرات وجه نقد ۱ درصد و برای توانایی مدیریت نیز ۱ درصد می باشد. تغییرات در دارایی های غیرنقدی ۲۵ درصد و تغییرات هزینه بهره حدود ۲ درصد بوده است. نسبت کیوتوبین دارای مقدار میانگین ۱۳۵/۳ بوده که نشان می دهد ارزش بازار سهام شرکت ها بیش از سه برابر ارزش دفتری دارایی ها می باشد. میزان میانگین نسبت بدهی ها نشان می دهد ۵۵ درصد از مجموع دارایی ها از محل بدهی ها تامین گردیده است. نرخ بازده دارایی ها ۱۴ درصد میانگین داشته است که نشان می دهد نمونه مورد بررسی ۱۴ درصد از مجموع دارایی ها دارای بازدهی بوده اند. همچنین مخارج سرمایه ای نشان می دهد شرکت های مورد بررسی ۴ درصد از مجموع کل دارایی هایشان دارای مخارج سرمایه ای بوده است. نتایج محدودیت های مالی نشان داد ۳۶۲ مشاهده با در نظر گرفتن نحوه انتخاب دارای محدودیت های مالی هستند و سایر مشاهدات به تعداد ۵۴۴ نمونه فاقد محدودیت های مالی می باشند.

آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و محدودیت های مالی ارتباط معنی دار وجود دارد. در فرضیه اول ارتباط بین توانایی مدیریت به عنوان متغیر مستقل و محدودیت مالی (با استفاده از شاخص

وایت و وو، ۲۰۰۶) به عنوان متغیر وابسته بررسی گردیده است. نتایج در جدول نشان می‌دهد، ضریب برآوردی متغیر توانایی مدیریت در جدول ۱۶ درصد منفی و قدر مطلق آزمون Z بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) می‌باشد. از این رو می‌توان بیان کرد بین توانایی مدیریت و محدودیت های مالی ارتباط معنی دار وجود دارد. نوع ضریب متغیر بیانگر وجود ارتباط منفی و معکوس با محدودیت های مالی می‌باشد. در نتیجه در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود.

جدول ۲. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	ضریب	سطح خطا	Z آزمون	سطح معناداری
عرض از مبدا	-۲/۵۵۵	۰/۵۰۶	-۵/۰۴۲	۰/۰۰۰
توانایی مدیریت	-۰/۱۶۱	۰/۰۳۶	-۴/۴۲۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۱۸	۰/۰۳۳	-۰/۵۴۵	۰/۵۸۵
نسبت کیوتوین	۰/۱۳۷	۰/۰۱۶	۸/۲۵۲	۰/۰۰۰
نسبت بدهی ها	۳/۳۹۴۱	۰/۳۲۱	۱۰/۵۴۰	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	۰/۴۸۱	۰/۳۸۲	۱/۲۵۸	۰/۰۸
مخارج سرمایه ای	۲/۰۳۱	۰/۴۰۷	۴/۹۸۳	۰/۰۰۰
LR آماره	۲۲/۷۹۱		ضریب	
LR سطح معناداری	۰/۰۰۰		مک فادن	۰/۱۸۷

در جدول (۲) ارتباط بین توانایی مدیریت به عنوان متغیر مستقل و محدودیت مالی (با استفاده از شاخص وایت و وو) به عنوان متغیر وابسته بررسی گردیده است. نتایج در جدول نشان می‌دهد، ضریب برآوردی متغیر توانایی مدیریت در جدول ۱۰ درصد منفی و قدر مطلق آزمون زد بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) می‌باشد. از این رو می‌توان بیان کرد بین توانایی مدیریت و محدودیت های مالی ارتباط معنی

دار وجود دارد. نوع ضریب متغیر بیانگر وجود ارتباط منفی و معکوس با محدودیت های مالی می باشد. در نتیجه فرضیه ی پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود.

۴٫۸- آزمون هوسمر - لمشو

در خصوص نیکویی مدل برازش شده از آزمون هوسمر لمشو استفاده گردیده است. در این آماره زمانی که مقدار احتمال (P-Value) بیشتر از ۵ درصد باشد فرضیه H_0 پذیرفته شده و بیانگر این است که تفاوت متغیر وابسته مشاهده شده با متغیر وابسته پیش بینی شده معنادار نبوده و نیکویی برازش حاصل شده است. نتایج نشان داد در مدل اول که با استفاده از شاخص وایت و وو (۲۰۰۶) آزمون گردید سطح معناداری به دست آمده از آزمون هوسمر- لمشو ۶ درصد بوده است.

۵٫۸- آزمون ناهمسانی واریانس مدل دوم

نتایج حاصل از آزمون بروش پاگان جدول (۳) آورده شده، در مدل دوم پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده کمتر از ۰٫۰۵ است). به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) استفاده شد.

جدول ۳. آزمون ناهمسانی واریانس

شرح مدل	آماره خی دو	p-value	نتیجه آزمون
مدل دوم	۱۰/۳۹۲	./۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

۶٫۸- انتخاب آزمون های تشخیصی مدل دوم

در این پژوهش از آزمون F لیمر به عنوان آزمون تشخیص بین داده های تلفیقی و تابلویی استفاده گردید که فرضیه صفر و یک آن به شرح زیر می باشد:

H_0 : انتخاب داده های تلفیقی، H_1 : انتخاب داده های تابلویی

در جدول (۴) آزمون فرضیه دوم باید از روش داده های تلفیقی استفاده شود.

جدول ۴. نتایج آزمون تعیین داده های ترکیبی

شرح آزمون	آماره	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
اف لیمر	.۷۸۵	۱۵۰	.۹۶۶	انتخاب داده های تلفیقی

۷,۸- آزمون مدل دوم پژوهش

آزمون رگرسیون خطی

آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۲,۲۲۱ را نشان می دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می باشد. نتیجتاً مشکل خود همبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی شود. قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با

توجه به مقدار سطح معنی داری بدست آمده برای آماره F

به میزان (۰,۰۰۰۰) می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضرایب تعیین مدل های برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۴۴ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R^2 ، مدل دارای اعتبار بالایی برخوردار نباشد. با توجه به ستون آخر مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ ($VIF < 10$) می باشد؛ بنابراین بین متغیرهای مستقل هم-خطی وجود ندارد؛ بنابراین مدل برازش شده دارای اعتبار می باشد.

جدول ۵. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش

VIF	سطح معناداری	آزمون تی	انحراف معیار	ضریب	متغیر
-	./۰۰۹	۲/۲۵۸	./۴۰۳	۱/۰۴۴	عرض از مبدا
۲/۱۷۸	./۰۳۲	۲/۱۴۹	./۰۰۹	./۰۲۱	تغییرات وجه نقد
۱/۱۶۹	./۰۰۶	۲/۷۲۰	./۰۳۵	./۰۹۷	تغییرات وجه نقد* توانایی مدیریت
۱/۰۵۹	./۰۰۴	۲/۸۸۱	./۰۱۷	./۰۵۱	توانایی مدیریت
۱/۵۵۷	./۰۰۰	۷/۸۲۳	./۲۹۹	۲/۳۴۳	تغییرات سود
۱/۲۲۶	./۰۰۰	۶/۹۴۱	./۱۲۴	./۸۶۳	تغییرات دارایی های غیرنقدی
۱/۰۲۹	./۰۰۰	۸/۴۵۴	./۲۹۰	۲/۴۵۶	تغییرات هزینه بهره
۱/۰۹۹	./۰۰۰	۴/۳۳۸	./۳۷۵	۱/۶۲۷	تغییرات سود تقسیمی
۱/۱۸۹	./۰۵۹	۱/۸۸۴	۲/۴۸۱	۴/۶۷۵	وجه نقد اول سال
۲/۴۶۶	./۰۰۰	-۸/۸۶۸	./۰۸۰	-./۷۱۴	انتشار سهام
۱/۱۱۵	./۸۷۶	./۱۵۵	۵/۵۱۰	./۸۵۶	وجه نقد* تغییرات وجه نقد
۳/۵۲۲	./۶۷۰	-./۴۲۵	۴/۴۹۰	-۱/۷۸۲	وجه نقد* نسبت بدهی ها
۹/۲۲۹	./۰۰۰	-۳/۴۹۰	./۰۲۵	-./۰۸۹	اندازه شرکت
۱/۲۵۳	./۰۰۰	۱۵/۵۴۷	./۰۵	./۲۴۵	نسبت کیوتوبین
۱/۱۸۶	./۲۵۴	-۱/۱۳۹	./۲۶۹	-./۳۰۶	نسبت بدهی ها
۱/۰۴۳	./۰۰۰	-۳/۹۲۶	./۲۹۰	-۱/۱۳۹	نرخ بازده دارایی ها
۲/۲۷	./۰۰۰	-۳/۶۶۷	./۳۹۳	-۱/۴۴۴	مخارج سرمایه ای
۲/۲۲۱	آزمون دوربین واتسون		۴۵/۴۹۶		آماره اف فیشر
./۴۴۰	ضریب تعیین تعدیل شده		./۰۰۰		سطح معناداری اف فیشر

فرضیه دوم: بین توانایی مدیریت و ارزش نگهداشت وجه نقد ارتباط معنی دار وجود دارد. در فرضیه دوم ارتباط بین توانایی مدیریت به عنوان متغیر مستقل و ارزش نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته بررسی گردیده است. در مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) ضریب تغییرات وجه نقد بر بازده مازاد سهام همبسته می شود که ضریب آن متغیر نشان دهنده ارزش بازار وجه نقد می باشد. از این رو در بررسی فرضیه دوم این تحقیق از ضریب برآوردی متغیر وجه نقد در توانایی مدیریت استفاده می شود نتایج در جدول نشان می دهد، ضریب برآوردی متغیر فوق ۹ درصد مثبت و قدر مطلق آزمون تی بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) می باشد. از این رو می توان بیان کرد بین توانایی مدیریت و ارزش نگهداشت وجه نقد ارتباط معنی دار وجود دارد. نوع ضریب متغیر بیانگر وجود ارتباط مثبت و مستقیم با ارزش نگهداشت وجه نقد می باشد. در نتیجه فرضیه ی پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود.

۹. نتیجه گیری و پیشنهادات

۹-۱- نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول مشخص گردید که توانایی مدیریت منجر به کاهش محدودیت های مالی می شود. توانایی مدیریتی به عنوان سرمایه انسانی نامرئی شرکت در نظر گرفته می شود که نشان دهنده مشارکت مدیران در نتایج اقتصادی است (دمیرجان و همکاران، ۲۰۱۲). برخی از مطالعات اخیر نشان می دهد که مدیران با توانایی بالایی توانند بازده مالی بیشتری کسب کنند (چانگ و همکاران، ۲۰۱۰)، کیفیت سود را بهبود بخشند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳) و از فرصت های سرمایه گذاری بهتر استفاده کنند (لی و همکاران، ۲۰۱۸). از این رو توانایی مدیریتی نقش مهمی در تامین مالی شرکت ایفا می کند و محدودیت های مالی شرکت را از راه های زیر تحت تاثیر قرار می دهد. اولاً، مدیران برتر مهارت های لازم مانند ارتباطات مؤثر، پیشینه حرفه ای و تخصص مالی را برای به دست آوردن تأمین مالی خارجی حتی در دوره شرایط تنگاتنگ اعتباری کسب کرده اند. با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مربوط به اعتباردهندگان، مدیران توانمند می توانند ارتباط

بهتری با بانک ها، دولت ها، سرمایه گذاران نهادی و سایر ارائه دهندگان وجوه برقرار کنند (کاپلان و همکاران، ۲۰۱۲؛ گراهام و همکاران، ۲۰۱۳). با توجه به مشکل نمایندگی بالقوه، ارائه دهندگان اعتبار خارجی منطقی در مورد سوء استفاده از وجوه نگران هستند، به ویژه در بازارهایی که سهامداران اقلیت به خوبی محافظت نمی شوند. بنابراین، شرکت ها برای پوشش هزینه های نمایندگی بالقوه باید هزینه بیشتری را برای تامین مالی بپردازند، که ممکن است به نوبه خود شرایط مالی شرکت ها را تشدید کند (مارسلین و ماتور، ۲۰۱۴). با این حال، فاما (۱۹۸۰) اشاره می کند که رقابت در بازار مدیریت حرفه ای، انگیزه هایی را برای مدیران فراهم می کند تا سرمایه های شهرت خود را در شغل خود ایجاد کنند. فریب منابع مالی به عنوان اجاره ممکن است شهرت آنها را بدتر کند و ارزش های آینده آنها را در بازار کار بدتر کند. بنابراین، آنها کمتر درگیر فعالیت های رانت جویانه برای حفظ شهرت خود می شوند. به عبارت دیگر، شرکت هایی با مدیران توانمند ممکن است کمتر درگیر درگیری های نمایندگی باشند و احتمال بیشتری دارد که بدون هزینه اضافی برای تعارض، تامین مالی دریافت کنند، در نتیجه از محدودیت های مالی کمتری رنج می برند. نتایج به دست آمده با نتایج تسای و همکاران (۲۰۲۱) مطابقت دارد.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم مشخص گردید که توانایی مدیریت منجر به افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد می شود. بر پایه تئوری نمایندگی نگهداری وجه نقد مازاد در شرکت، زمینه لازم برای رفتار فرصت طلبانه و با انگیزه کسب منفعت شخصی از سوی مدیران را فراهم نموده و بدین ترتیب سرمایه گذاران ارزش کمتری برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت قائل می شوند (لو و همکاران، ۲۰۱۶). همسو با این دیدگاه، برخی از پژوهش های قبلی (جنسن، ۱۹۸۶؛ پینکویچ و ویلیامسون، ۲۰۰۴؛ گان و پارک، ۲۰۱۷) دریافتند که ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت، به میزان دسترسی و چگونگی استفاده آن توسط مدیران بستگی دارد. در این راستا، جنسن (۱۹۸۶) بیان می کند که آنجا که کنترل وجه نقد شرکت در اختیار مدیران است؛ لذا ویژگی های شخصی مدیران تاثیر بسزایی بر چگونگی استفاده از آن دارد که یکی از این ویژگی ها، توانایی مدیریت

می‌باشد (گان و پارک، ۲۰۱۷). بزعم شواهد تجربی موجود (از جمله بانکر و همکاران، ۲۰۱۳؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ جیان و لی، ۲۰۱۱) مدیران توانمندمدیریت بهتری بر عملیات شرکت داشته و باعث بهبود عملکرد شرکت می‌گردند. به طور مشابه، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که مدیران توانمند نسبت به سایر مدیران بازده بیشتری از منابع شرکت کسب نموده که این به نوبه خود، موجب افزایش ارزش شرکت می‌گردد. انتظار می‌رود که ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده شرکت، متأثر از قابلیت‌ها و توانایی مدیران بوده و در صورتی که توسط مدیران توانمند مدیریت گردد، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران در خصوص سوءاستفاده مدیران از منابع نقدی نگهداری شده در شرکت کاهش یافته که در نهایت، به ارزشگذاری بیشتر وجه نقد شرکت در بازار می‌انجامد (گان و پارک، ۲۰۱۷). نتایج به دست آمده با نتایج تسای و همکاران (۲۰۲۱)، گان و پارک (۲۰۱۷)، گان (۲۰۱۵) و روستا و بزرگ اصل (۱۳۹۸) مطابقت دارد.

با توجه به یافته‌ها و نتایج حاصل از این پژوهش و همچنین مبانی نظری تشریح شده در ادبیات این پژوهش، پیشنهاد می‌شود. با توجه به اینکه بهبود توانایی مدیریت منجر به افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد می‌شود پیشنهاد می‌شود تا سرمایه‌گذاران به دنبال یافتن شرکت‌هایی باشند که دارای توانایی‌های بالاتری باشند

توجه به تأیید رابطه معنادار بین توانایی مدیران و محدودیت مالی به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شرکتهای در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد میشود که در تجزیه و تحلیل‌ها و در تصمیم‌های خود، توانمندی مدیران شرکتهای در استفاده از منابع را در نظر گیرند.

منابع

ازوجی، زهره. (۱۳۹۹). تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابرسی. موسسه آموزش عالی پویندگان دانش.

- بروشم، سمیه. (۱۳۹۷). راهبردهای رقابتی و ارزش نهایی وجه نقد. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. موسسه آموزش عالی.
- بولو، قاسم و حسنی القاز، مسعود. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، دوره ششم، شماره ۲۱، صص ۵۳-۳۱.
- پرخیده، زهرا. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر انگیزه های نظارتی سهامداران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.
- پورفخریان، پروین؛ ایزدی نیا، ناصر و هادی پور، حجت. (۱۳۹۹). تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها. پژوهش های تجربی حسابداری مالی. شماره ۳۸. صص ۱۷۶-۱۵۱.
- تهرانی، رضا؛ حصار زاده، رضا (۱۳۸۸)، تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره سوم، صص ۵۰۶۷.
- روستا، منوچهر و بزرگ اصل، موسی. (۱۳۹۸). توانمندی مدیران بر ارزش نهایی وجه نقد. پیشرفت های حسابداری. دوره ۱۱. شماره ۱. صص ۱۰۰-۶۷.
- صفری گرایلی، مهدی و دهقان، فریبا. (۱۳۹۶). کیفیت حسابرسی و ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها. حسابداری مدیریت. شماره ۳۲. صص ۷۰-۵۹.
- سلیمی، یوسف و خاکزاد کهق، سجاد. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر کیفیت سود بر سطح نگهداری وجوه نقد مازاد شرکتی و ارزش نهایی نهاد بورس اوراق بهادار تهران. نشریه چشم اندازه حسابداری و مدیریت. دوره ۲. شماره ۶. صص ۷۹-۶۴.
- شمس، محمد مهدی. (۱۳۹۷). رابطه بین ضعف کنترل داخلی و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد صفادست.

- مشکی میاوقی، مهدی والهی رودپشتی، سمانه. (۱۳۹۵). بررسی اثر محافظه‌کاری بر ارزش بازار موجودی نقدنگهداری شده. حسابداری مالی. دوره ۴. شماره ۱. صص ۴۳-۲۳.
- نجاتی، مریم. (۱۴۰۰). بررسی نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین حمایت از کارکنان و ریسک‌پذیری شرکت. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری. موسسه گلستان.
- Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2018). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*.
- Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. 2004. "The Cash Flow Sensitivity of Cash." *The Journal of Finance* 59(4): 1777-1804. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00679. x.
- Bates, T., Chang, C. & Chi, J. (2011). Why has the value of cash increased over time? Working paper, SSRN: <http://ssrn.com>.
- Chen, S., Lai, S., Liu, C., and S. McVay. (2014). Overconfident Managers and Internal Controls. Working paper, National Taiwan University and University of Washington.
- Chen, Yenn-Ru, CH.Y, Yu.H. K and Wei.Y.CH. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. *RePEc: eee: corfin: v: 62: y:2020: i:c:s0929119920300213*
- Campello, M. 2003. "Capital Structure and Product Markets Interactions: Evidence from Business Cycles." *Journal of Financial Economics* 68 (3): 353-378.
- Chang, Y. Y., S. Dasgupta, and G. Hilary. 2010. "CEO Ability, Pay, and Firm Performance." *Management Science* 56 (10):1633-1652. doi:10.1287/mnsc.1100.1205
- Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 22, No. 3, Pp. 440-463.
- Dittmar, A. And Mahrt-Smith, J. (2007), "Corporate Governance And The Value Of Cash Holdings", *Journal Of Financial Economics* 83, 599-634
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2012a). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012b). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein. 1993. "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies." *The Journal of Finance* 48 (5).
- Gan H. Park M S. (2017). CEO managerial ability and the marginal value of cash. *Advances in Accounting*, 38: 126-135.
- Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. 2010. "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index." *Studies* 23 (5): 1909-1940. doi:10.1093.

- Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 87 (3), 535-555
- Huang, P., & Zhang, Y. (2012). Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from The Diversion Of Corporate Resources, *Accounting Review* 7(1), 199–229.
- Johnson, S., Kaufmann, D., McMillan, J., Woodruff, C. (2000). Why Do Firms Hide? Bribes and Unofficial Communism, *Journal of Public Economics*, 76(3), 495-520.
- Jensen M C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323–329.
- Kim, J.B., Lee, J.J., & Park, J. CH. (2015). Audit Quality and The Market Value of Cash Holdings: The Case of Office-Level, *A Journal of Practice & Theory*, 34(2), 27-57
- Kaplan, S. N., and L. Zingales. 2000. "Investment-Cash Flow Sensitivities are Not Valid Measures of Financing Constraints." *Quarterly Journal of Economics* 115 (2):707–712.
- Lim, J., & Lee, S. C. (2018). Relationship Between the Characteristics of CEOs and Excess Cash Holdings of Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1069.
- Liu Y. Mauer D C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics*, 120: 183–198.
- Lu, Y., Greg, S. & Yangxin, Yu (2016). Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings, *European Accounting Review*, 26(4), 1-25.
- Myers, S.C., Rajan, R. G. (1998)., *Quarterly Journal of Economics*, 113, 733-771.
- Opler, T., Pinkowitz, L., & Williamson. (1999). The Determinants and Implications Of Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Pinkowitz, L. & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of Cash holding faculty. Availble at URL. cfm?abstract_id=355840&download.
- Reichelt, K.J., & Wang, D. (2010). National and Office- Specific Measures Of Auditor Industry Expertise and Effects On Audit Quality, *Journal of Accounting Research*, 1 -53.
- Tsai. J.F, Mai.N. T & Bui.D.G. (2021). Managerial ability, financial constraints, and the value of cash holding, *Applied Economics Letters*, DOI:10.1080/13504851.2020.1870917.
- Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2018). Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *Journal of Corporate Finance*.