

## توانایی مدیریتی و ارزش نهایی وجوه نقد

ایمان سوخکیان

هیراد نظری

آرش تحریری

### چکیده

با توجه با اهمیت روز افزون نقش مدیران در عملکرد واحد های اقتصادی هدف اصلی این پژوهش، بررسی نقش تعدیلگر توانایی مدیران بر تاثیر ارزش نهایی وجوه نقد بر بازده غیر عادی سهام می باشد. در این زمینه، اطلاعات مربوط به ۱۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۱ بررسی شده است. توانایی مدیران، بر اساس الگوی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) اندازه گیری شده است. همچنین، به منظور محاسبه بازده غیر عادی اوراق سهام از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) بهره گرفته شده است. به منظور عملیاتی کردن ارزش نهایی وجوه نقد نیز از تغییرات وجوه نقد طبق استاندارد حسابداری شماره ۲ استفاده شده است. روش آماری استفاده شده نیز رگرسیون چندگانه می باشد. نتایج آماری پژوهش بیانگر آن است که توانایی مدیریت بر ارزش نهایی وجوه نقد تاثیر معناداری ندارد؛ شاید دولتی بودن ساختار مالکیت. بالطبع فرآیند انتخاب و ارزیابی عملکرد مدیران را بتوان توجیهی بر این نتایج دانست.

**واژگان کلیدی:** توانایی مدیریت، ارزش نهایی وجوه نقد، بازده غیر عادی سهام.

دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

۱- کارشناس ارشد رشته حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

استادیار حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول) Arashtahriri@ut.ac.ir

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۶/۱۱

## مقدمه

امروزه یکی از عوامل استراتژیک در موفقیت شرکت‌ها، مهارت و توانایی‌های مدیریت می‌باشد. بنابراین ارزش شرکت‌ها تا حد زیادی با سطح توانایی مدیران مرتبط بوده و به یکدیگر پیوند خورده است. خصیصه‌های مدیریت یک مقوله چند بعدی است که در توانایی مدیریتی تجلی می‌یابد. این عامل یکی از بعدهای سرمایه انسانی شرکت‌ها می‌باشد که به عنوان دارایی نامشهود طبقه بندی می‌شود (مرادزاده فرد؛ ۱۳۹۵). دمرجیان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. پژوهش‌های اخیر (مانند میلبورن<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳؛ گراهام و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ بانکر و همکاران، ۲۰۱۳) از معیارهای مختلفی (شامل حسن شهرت، اندازه شرکت، عملکرد غیرعادی شرکت در گذشته، قرار گرفتن در معرض رسانه‌ها، یا تاثیرات مثبت شده مدیریت) به عنوان معیارهایی جهت سنجش توانایی مدیریت استفاده کرده‌اند اما از اعتبار قابل توجهی برخوردار نمی‌باشند (دمرجیان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲)؛ زیرا ارزیابی شهرت و اعتبار یک عامل چند بعدی شامل صلاحیت کار، صداقت، اعتبار و دید استراتژیک از میان سایر ویژگی‌ها است. از سوی دیگر وجوه نقد، منبع مهمی از سرمایه داخلی است که در اختیار مدیریت شرکت‌ها قرار داشته و باید به نحو مناسبی مدیریت و استفاده شود. به عبارت دیگر، نحوه تخصیص وجوه نقد به صلاحدید مدیران بستگی دارد (لیو و ماور<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). همچنین، بقای یک شرکت اساساً به شیوه مدیریت وجوه نقد آن وابسته است. برخی پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهند که ارزش وجوه نقد به شیوه مدیریت آن از جانب مدیران بستگی دارد (جنسن<sup>۵</sup>، ۱۹۸۶؛ فازاری و همکاران<sup>۶</sup>، ۱۹۸۸ و پینکویتز و ویلیامسون<sup>۷</sup>، ۲۰۰۴). به طور خاص، جنسن (۱۹۸۶) اظهار می‌کند که ویژگی‌های مدیران مانند علایق و انگیزه‌های شخصی، بر بکارگیری وجوه نقد اثر می‌گذارد؛ چرا که وجوه نقد تحت کنترل آن‌ها قرار دارد. همچنین، به عقیده این پژوهشگر، وقتی وجوه نقد در اختیار مدیران بسیار زیاد است، مدیران از جایگاه مدیریتی خود سوء استفاده کرده تا به تمایلات خود دست یابند. مخصوصاً پژوهش‌های نظری فعلی

1. Milbourn
2. Graham et al
3. Demerjian et al
4. Liu and Mauer
5. Jensen
6. Fazzari et al
7. Pinkowitz and Williamson

(مانند مایرز و ماژولف<sup>۱</sup>، ۱۹۸۴؛ جنسن، ۱۹۸۶ و فالکندر و وانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶) بیان می‌کنند ارزش یک دلار نقدینگی در یک شرکت ممکن است از ارزش همین یک دلار نزد سهامداران بیشتر باشد؛ برای مثال، فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) نشان دادند که با افزایش اندوخته‌های نقدینگی، ارزش نهایی وجوه نقد کاهش می‌یابد. روی هم رفته، شواهد پیشین حاکی از آن است که ارزش نهایی وجوه نقد ممکن است به طور چشمگیری تحت تاثیر توانایی مدیران قرار گیرد. از ای نرو، برای سهامداران و سرمایه‌گذاران بسیار مهم است که بدانند مدیران تا چه حد از وجوه نقد در دسترس به نحو مناسبی استفاده کرده‌اند تا ارزش نهایی آن را به حداکثر برسانند. با این حال، در حوزه ارتباط میان ارزش نهایی وجوه نقد و توانایی مدیریت، پژوهش‌های اندکی صورت گرفته است. پژوهش حاضر متمایز از تحقیق بزرگ اصل و روستا (۱۳۹۸) بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و ارزش نهایی وجوه نقد را در یک بازه زمانی وسیعتر و به روز با بهره‌مندی از یک روش شناسی نوین می‌پردازد؛ بدین صورت که از دو روش اصلی خطای استاندارد استوار با کنترل اثرات سال و صنعت و رویکرد خوشه‌بندی استفاده شده است. با توجه به آنکه برقراری فروض کلاسیک رگرسیون روش OLS در مطالعات حسابداری به صورت کامل بعید به نظر می‌رسد و این مهم که الگوی مدیریت وجوه نقد و متعاقباً ارزش نهایی وجوه نقد در صنایع مختلف ممکن است تفاوت داشته باشد، جهت اجتناب از آزمون و برقراری فروض کلاسیک و رفع خودهمبستگی احتمالی در میان مشاهدات و بهبود قابلیت اتکای نتایج مدل، از این دو رویکرد بهره برده شده است. همچنین، مسئله درون‌زایی به دلیل عدم در نظر گرفتن تمامی متغیرهای همبسته ممکن است مصداق داشته باشد که بخشی از این متغیرها در طول زمان ثابت می‌باشند. به منظور اجتناب از این مشکل، از رویکرد اثرات ثابت مقاطع در بخش تحلیل حساسیت نیز بهره گرفته شده است. به علاوه، سنجش ارزش نهایی وجوه نقد در جایگاه متغیر وابسته با استفاده از مدل سرمایه‌ای CAPM صورت گرفته است که نتایج آن سهم از دانش افزایی پژوهش حاضر را به همراه دارد.

پژوهش‌ها بسیاری (مانند هریس و هلمستروم<sup>۳</sup>، ۱۹۸۲؛ ترومن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶؛ بیک و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۱؛ راژگوپال و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶؛ کارترو و همکاران، ۲۰۱۰؛ چانگ و

---

1. Myers and Majluf  
2. Faulkender and Wang  
3. Harris and Holmstrom  
4. Trueman  
5. Baik et al  
6. Rajgopal et al

همکاران، ۲۰۱۰؛ جیان و لی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱؛ بانکر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳؛ گودمن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳) بیان می‌دارند که مدیران توانمند، قادر می‌باشند عملیات کسب و کار شرکت را به شیوه بهتری مدیریت کنند و به این ترتیب، عملکرد شرکت را بهبود ببخشند. هریس وهالمستورم (۱۹۸۲) در مطالعه نظری خود اظهار می‌کند که شرکت‌ها، توانایی یک مدیر و عملکرد او را در طی زمان مشاهده و ارزیابی می‌کنند و کارایی یک مدیر با تجربه‌تر و توانمندتر، به نحو بهتری درک می‌شود. اخیراً دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که از مدیران توانمند انتظار می‌رود از منابعی یکسان، درآمد نهایی بیشتری حاصل کنند که منجر به بهبود ارزش شرکت می‌شود. در نتیجه، به دلایل مختلفی ممکن است سرمایه‌گذاران، ارزش نهایی یک دلار پول نقد را یک دلار ندانند. به عنوان مثال به دلیل توانایی مدیران، آنها قادر می‌باشند که نرخ بازده بیشتری را ایجاد کنند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). به همین دلیل انتظار می‌رود که ارزش نهایی وجوه نقد تحت تاثیر استعدادهای مدیریت قرار گیرد و اگر وجوه نقد توسط مدیران توانمند مدیریت شود، ارزش نهایی بیش از یک دلار خواهد بود.

پژوهش حاضر به منظور بررسی تجربی اثر توانایی مدیریت بر ارزش نهایی وجوه نقد از سنجه اندازه‌گیری مستقیم و دقیق‌تر توانایی مدیریت استفاده می‌کند. این معیار، توانایی مدیریت را در ارتباط با ارزش نهایی وجوه نقد با تاکید به جنبه‌های خاص مدیریت ارزیابی می‌کند.

این پژوهش درصدد یافتن پاسخ به این پرسش است که آیا ارزش نهایی وجوه نقد در یک شرکت می‌تواند به توانایی مدیریت نسبت داده شود؟

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

#### توانایی مدیریت

اخیراً تحقیقات متعددی با محوریت توانایی مدیریت انجام شده است که یکی از موارد مهم و مورد بحث در این گونه تحقیقات، تاثیرگذاری تفاوت توانایی مدیران بر تصمیم‌گیری، رویه‌های مورد استفاده شرکت و پیامدهای اقتصادی می‌باشد. پژوهش‌های پیشین که برگرفته از نیازهای مطالعاتی بوده‌اند، از شاخص‌های متفاوتی برای بیان توانایی مدیریت

1. Jian and Lee  
2. Banker et al  
3. Goodman et al

استفاده کرده اند. یکی از پژوهش‌های قبلی بیان می‌دارد که عملکرد شرکت و سطح پاداش‌دهی، منعکس‌کننده توانایی مدیران شرکت‌ها است. 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 (راجوگوپال و همکاران<sup>۱</sup> ۲۰۰۶؛ چانگ و همکاران<sup>۲</sup> ۲۰۱۰؛ بنکر و همکاران<sup>۳</sup> ۲۰۱۳؛ کارتر و همکاران<sup>۴</sup> ۲۰۱۰؛ بیک و همکاران<sup>۵</sup> ۲۰۱۱). فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸)<sup>۶</sup> رابطه منفی میان مدیران صاحب نام (دارای حسن شهرت) و ارقام تعهدی اختیاری مشاهده کرده‌اند 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. بیک و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) بیان داشتند که انتشار پیش‌بینی‌های مدیریت در مورد سود، منجر به افزایش حسن شهرت مدیریت می‌شود و واکنش بازار نسبت به این پیش‌بینی‌های صورت گرفته، در صورتی که مدیران توانمند باشند، بیشتر است. همچنین آن‌ها بیان داشتند که مدیران توانمند نه تنها اطلاعات بیشتری را به بازار منتشر می‌کنند، بلکه اطلاعات با کیفیت‌تری را نیز ارائه می‌کنند. گودمن و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۳) کیفیت گزارش‌های برون سازمانی مدیران در ارتباط با سود را به عنوان شاخصی از توانایی مدیریت بیان کرده و اظهار می‌کنند توانایی مدیریت دارای ارتباط مثبتی با کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری‌های شرکت می‌باشد. حسن شهرت مدیرعامل می‌تواند بر اساس تعداد مقالات علمی که به نام او منتشر شده است عملیاتی شود؛ در این زمینه، به عنوان مثال میلبورن<sup>۹</sup> در سال ۲۰۰۳ مدلی را ابداع کرده و به صورت تجربی، این پیش‌بینی را ارائه داده است که حسن شهرت مدیریت رابطه مستقیمی با حساسیت قیمت سهام دارد.

1. Rajgopal et al
2. Chang et al
3. Banker et al
4. Carter et al
5. Baik et al
6. Francis et al
7. Baik et al
8. Goodman et al
9. Millbourn

ارائه بلاعوض یک میلیون سهام شرکت اپل در سال ۲۰۱۲ به تیم کوک، مدیرعامل شرکت اپل به علت توانایی‌های وی مصداق بارز این امر است. از آنجایی که شاخص‌های بحث شده در مطالعات فوق، برای اهداف پژوهش‌های محدودی مناسب و مطلوب بوده‌اند، همچنان این سوال مطرح است که آیا این شاخص‌ها جامع و قابل تعمیم می‌باشند؟ و یا آیا بطور کامل تاثیر مختص مدیریت را در نظر می‌گیرند؟ و یا اینکه آیا تاثیر مدیران با تاثیر خود شرکت (ویژگی‌های بالقوه شرکت) ترکیب نشده و قابل تفکیک می‌باشد؟ دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) در پاسخ به این مسائل مدل جامعی را ابداع کرده‌اند که کارایی کل را به دو کارایی شرکت و کارایی مربوط به مدیریت تقسیم می‌کند. معیار توانایی مدیریت در این مدل بیانگر توانایی شرکت در تبدیل منابع شرکت به درآمد می‌باشد؛ آنها همچنین کارایی در سطح شرکت را از کارایی مربوط به مدیریت جدا می‌کنند که در نهایت، توانایی مدیریت به صورت جداگانه قابل ردیابی می‌شود. آنها شاخص کارایی را به عنوان معیار توانایی مدیریت تایید می‌کنند و بیان می‌دارند این معیار، دارای نوسان کم‌تری بوده و به صورت مطلوب‌تری توانایی مدیریت را منعکس می‌کند. معیار توانایی مدیریت که توسط دمرجیان و همکاران ارائه شد، در سایر پژوهش‌ها نیز پذیرفته شده است. به عنوان مثال، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) بیان می‌دارند کیفیت سود به صورت مثبت با توانایی مدیریت ارتباط دارد. بیک و همکاران (۲۰۱۱) نیز از معیار یکسانی جهت عملیاتی کردن مفهوم توانایی مدیریت استفاده کرده‌اند که نتایج حاصل از این مدل با سه معیار دیگر توانایی-مدیریت همسو و یکسان است. کریشنان و ونگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) بیان داشتند که حق الزحمه‌ی حسابرسی و احتمال انتشار اظهارنظر در ارتباط با فرض تداوم فعالیت، در صورت توانمند بودن مدیریت کاهش پیدا می‌کند و در نهایت گان و پارک<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) یافتند که حساسیت پرداخت‌هایی که بابت عملکرد صورت گرفته است و در ارتباط با پاداش مدیران نیز می‌باشد (پاداش مبتنی بر سهام)، در صورت افزایش توانایی مدیران افزایش می‌یابد. پیری و همکاران (۱۳۹۳) یافتند که توانایی مدیریت تنها در مرحله رشد از چرخه عمر شرکت می‌تواند منجر به بهبود کیفیت گزارشگری مالی شود. ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۳) تاثیر توانایی مدیریت را بر کیفیت سود طی دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۷ مورد مطالعه قرار دادند که نتایج حاکی از آن است که توانایی مدیریت برارائه صورت‌های مالی (صورت سود و زیان)، به عنوان یکی از معیارهای کیفیت سود، تاثیر منفی دارد؛ بدین معنی که شرکت‌هایی

1. Krishnan &amp; Wang

2. Gan &amp; Park

که مدیران توانمندی دارند، دارای تجدید ارائه کمتر و متعاقبا کیفیت سود بالاتری می-باشند. همچنین آنان به این نتیجه دست یافتند که توانایی مدیران دارای رابطه مثبتی با پایداری سود، به عنوان شاخصی از کیفیت سود می-باشد. فروغی و همکاران (۱۳۹۵) نیز تاثیر توانایی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین نقش تعدیل‌گر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه میان توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی نمودند که نتایج حاکی از آن است که مدیران توانمند تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حدی دارند. علاوه بر این کیفیت گزارشگری مالی رابطه مثبت میان توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌نماید. به علاوه، آنان تاثیر توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی را مورد آزمون قرار دادند که نتایج حاکی از وجود تاثیر منفی و معنادار توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی می-باشد. مرادزاده فرد (۱۳۹۵) نیز بیان داشت که توانایی مدیریت، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را بطور معناداری افزایش می‌دهد. آقایی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بیانگر آن است که شرکت‌هایی که دارای مدیران توانمندی می‌باشند، فعالیت‌های بیشتری در راستای اجتناب مالیات انجام می‌دهند. بزرگ‌اصل و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی رابطه میان توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. طبق نتایج بدست آمده توانایی مدیریت با ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوس وجود دارد اما این رابطه از نظر آماری با اهمیت نمی‌باشد.

### ارزش نهایی وجوه نقد

ارزش نهایی وجوه نقد، ارزش یک ریال وجه نقد تحصیل شده است. در بازارهای بدون اصطکاک، ارزش نهایی یک ریال وجوه نقد برای سهامداران باید به طور دقیق برابر با ارزش اسمی یک ریال باشد (پینکویتز و ویلیامسون، ۲۰۰۴). دلیل برابری ارزش نهایی و ارزش اسمی در بازارهای یاد شده این است که بازارهای بدون اصطکاک، بازارهای کامل و کارایی هستند که علاوه بر برخورداری از اطلاعات متقارن و نداشتن هزینه‌های نمایندگی، هزینه معاملات در آن صفر یا اندک است. در اینگونه بازارها منافعی که از تحصیل یک ریال وجوه نقد کسب می‌شود، برابر با هزینه متحمل شده بابت تحصیل آن یک ریال وجوه نقد است (بیتز و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). همچنین با توجه به نتایج پژوهش اله

یاری (۱۳۸۷) حاکی از آن است که بازار بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و یا نیمه قوی، کارا نمی‌باشد؛ لذا انتظار می‌رود که ارزش نهایی یک ریال وجوه نقد برای سهامداران معادل ارزش اسمی سهام نبوده و ارزشی که از محل یک ریال وجوه نقد برای شرکت حاصل می‌شود، برابر با هزینه تحمل شده برای کسب آن یک ریال وجوه نقد نباشد. ارزش نهایی وجوه نقد در شرکت تحت تاثیر عوامل متفاوتی است که می‌توان به توانایی مدیران، هزینه سرمایه‌ی خارجی، شرایط خارجی، سطح جریان‌های نقدی آزاد و راهبری شرکتی اشاره کرد. مطابق با این دیدگاه، پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهند که ارزش نهایی وجوه نقد، در شرکت‌هایی که به میزان قابل توجهی در محدودیت‌های مالی قرار دارند، بسیار بیشتر است. بر اساس منطبق ذهنی و نتایج پژوهش‌هایی که در گذشته صورت گرفته است، شرکت‌هایی که در وضعیت مالی مناسبی قرار ندارند، ارزش نهایی بیشتری برای هر یک ریال وجوه نقد قائل می‌شوند. به عنوان مثال می‌توان در این زمینه به پژوهش فالکندر و ونگ (۲۰۰۶) اشاره کرد که بیان می‌دارند، مادامی که شرکت منابع مالی داخلی کم‌تری دارد و از طرفی، به منظور تامین وجوه نقد به بازارهای خارجی پناه می‌برد، وجوه نقد آنها دارای ارزش نهایی بیش از یک دلار است؛ این ارزش وابسته به هزینه معاملاتی است که در بازار سرمایه انجام می‌گیرد. همچنین آنان بیان می‌کنند که اگر شرکت دارای هزینه سرمایه خارجی زیادی باشد، ممکن است که وجوه نقد اضافی نیز ارزش بیشتری داشته باشد. در پژوهش مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان شده است که وجوه نقدی که توسط شرکت نگهداری می‌شود، ممکن است ارزشی بیشتری نسبت به وجوه نقدی که توسط سهامداران نگهداری می‌شود، داشته باشد. مطالعات تجربی متفاوتی در زمینه ارزش نهایی وجوه نقد انجام شده است. برای نمونه ورد و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان انگیزه نظارت سهامداران نهادی و ارزش نهایی وجوه نقد نگهداری شده به بررسی رابطه مالکیت سهامداران نهادی و ارزش نهایی وجوه نقد پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها مبین آن است که میان این دو مفهوم رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) نیز به بررسی راهبری شرکتی و ارزش نهایی وجوه نقد پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها بیانگر آن است که شرکت‌هایی که دارای ساختار ضعیف راهبری شرکتی می‌باشند، دارای ذخیره وجه نقد کمتری بوده و هنگام توزیع وجوه نقد، بازخرید را بجای سود سهام انتخاب می‌نمایند و از تعهدات آتی اجتناب می‌نمایند. دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷) بیان داشتند، هنگامی که مسئله نمایندگی در سطح شرکت وجود داشته باشد، سهامداران



ارزش هر یک دلار اضافی ذخایر وجه نقد را کمتر ارزش گذاری می نمایند. همچنین، شرکت های با مکانیزم راهبری شرکتی ضعیف، در مصرف وجوه نقد خود زیاده روی می نمایند که تضعیف کننده عملکرد عملیاتی آنها می باشد. نتایج پژوهش نبویان و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام با توجه به نقش تعدیل کنندگی شوک نقدینگی پرداختند. نتایج بیانگر آن است که ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تاثیر معناداری ندارد و شوک نقدینگی تاثیری بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ندارد. نتایج مطالعه بزرگ اصل و روستا (۱۳۹۸) نیز بیانگر آن است که شرکت های با مکانیزم راهبری شرکتی قوی و محدودیت مالی، نسبت به سایر همتایان خود دارای ارزش نهایی وجوه نقد بیشتری می باشند.

#### توانایی مدیریت و ارزش نهایی وجوه نقد

وجوه نقد، منابع داخلی شرکت است که تحت کنترل مدیریت می باشد (لیو و ماویر، ۲۰۱۱). این موضوع نیز بیان شده است که ارزش نهایی وجوه نقد شرکت هایی که مدیران توانمندی را استخدام می کنند، بیشتر است؛ چرا که آنها قادر می باشند که محیط کسب و کار شرکت را در آینده به نحو موثرتری پیش بینی کنند؛ این امر سبب می شود که از منابع مالی شرکت، به صورت اثربخش استفاده شده و عملکرد شرکت را بهبود ببخشند (بیک و همکاران، ۲۰۱۱؛ بانکر و همکاران، ۲۰۱۳؛ کارتر و همکاران، ۲۰۱۰؛ چنگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ گودمن و همکاران، ۲۰۱۳؛ هریس و هلمستروم، ۱۹۸۲؛ جیان و لی، ۲۰۱۱؛ راجگویال و همکاران، ۲۰۰۶؛ ترومن، ۱۹۸۶). به صورت ویژه، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) بیان داشتند که مدیران توانمند نسبت به مدیران ناتوان، بازدهی بیشتری را از منابع استفاده شده کسب کرده اند. در نتیجه انتظار می رود که آنها وجوه نقد را هوشمندانه تر و کاراتر استفاده نمایند که منجر به افزایش بازده شرکت و ارزش نهایی وجوه نقد می شود. همچنین، مادامی که منابع وجوه نقد شرکت افزایش می یابد، انتظار می رود که هزینه معاملاتی شرکت کاهش یابد؛ چرا که احتمالاً شرکت قادر خواهد بود که به منابع تامین مالی بازار سرمایه در آینده نزدیک دست پیدا کند. در صورتی که این امر رخ دهد، امکان بیشتری وجود دارد که شرکت، بازده بیشتری را برای سهامداران فراهم آورد (فاولکندر و وانگ، ۲۰۰۶). همچنین، در این زمینه نتایج مطالعه بزرگ اصل و روستا (۱۳۹۸) بیان می دارد که مدیران توانمند، ارزش نهایی وجه نقد را افزایش می دهند.

براساس پژوهش‌های پیشین (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸؛ هانگ و همکاران، ۲۰۱۳) می‌توان بیان داشت که ارتباط مثبتی میان میزان وجوه نقد نگهداری شده توسط شرکت و اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران وجود دارد. در نتیجه سرمایه‌گذاران ریسک کم‌تری متحمل شوند و از این رو در صورتی که آنها اعتقاد داشته باشند که مدیران در مدیریت وجوه نقد به صورت کارا و اثر بخش توانا هستند، ارزش بیشتری را به یک ریال وجوه نقد نسبت می‌دهند. لذا در همین راستا فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

**H<sub>1</sub>**: ارزش نهایی وجوه نقد برای شرکت‌های با مدیران توانمند نسبت به سایر هم‌متایان خود، بیشتر است.

### روش‌شناسی پژوهش

روش تحقیق پژوهش حاضر برگرفته از آخرین روش‌های بکارگرفته شده در مجلات معتبر بین‌المللی است. استدلال به این می‌باشد در بسیاری از پژوهش‌های حسابداری، سال‌ها و صنایع اثر خاص خود را بر روابط بین متغیرهای تحقیق می‌گذارند و قابلیت اتکای نتایج را تا حد قابل توجهی دست‌خوش تغییر می‌کنند؛ لیکن در این تحقیق به تعداد صنایع (Ind) و سال‌های (Year) نمونه آماری، متغیر مجازی (۰ یا ۱) به مدل رگرسیونی افزوده شده است تا اثرات خاص هر صنعت و هر سال به نحو مطلوبی کنترل شود و برآزش مدل به درستی صورت پذیرد. مادامی که اثرات سال‌ها و صنایع در مدل، کنترل می‌شود؛ دیگر نیازی به بکارگیری رویکرد آزمون‌های انتخاب مناسب برآورد مدل و همچنین بررسی مفروضات کلاسیک رگرسیون نمی‌باشد. لیکن عدم ایجاد همخطی بین متغیرهای مدل در این رویکرد بسیار حائز اهمیت است؛ بطوری که جهت اجتناب از هم خطی کامل، از اولین متغیر مجازی سال و صنعت در مدل‌های آزمون فرضیه‌ها چشم‌پوشی شده است و افزون بر این، از خطای استاندارد نیرومند<sup>۱</sup> برای رفع ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی استفاده شده است (افلاطونی، ۳۴۲: ۱۳۹۷). همچنین، از آنجایی که بخش قابل توجهی از متغیرها و شاخص‌های حسابداری مربوط به شرکت‌ها در سال‌های مختلف تغییر نمی‌کنند، ممکن است خودهمبستگی سریالی ناشی از اثرات شرکت<sup>۲</sup> یافته‌های پژوهش را تحت تاثیر منفی قرار دهد. در چنین شرایطی در صورتی که تعداد مقاطع (شرکت‌ها) از حجم مناسبی برخوردار باشد، می‌توان از رویکرد خوشه‌بندی مبتنی بر مقاطع استفاده نمود. از اینرو،

1. White Period

2. Firm-effect

نتایج حاصل از برآورد مدل با استفاده از دو روش خوشه بندی بر اساس مقاطع و روش خطای استاندارد نیرومند (استوار) ارائه شده است.

نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ در بورس فعال بوده‌اند و شامل شرایط زیر می‌باشند:

۱. به منظور افزایش هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط انتخابی شرکت‌ها، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند ماه می‌باشد.

۲. به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی برخی شرکت‌ها (نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ) از سایر شرکت‌ها، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند.

۳. اطلاعات مورد نیاز متغیرهای تحقیق (صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی) در دسترس باشد.

۴. شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته باشند و دوره مالی خود را طی سالیان ۱۳۹۱-۱۳۹۷ تغییر داده باشند.

در نهایت پس از اعمال شروط فوق ۱۲۳۲ سال - شرکت برای آزمون فرضیه در نظر گرفته شده است. سپس داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم افزار Excel اصلاح و طبقه بندی گردید. همچنین توانایی مدیریت به کمک نرم افزار DEA Frontier محاسبه و تجزیه و تحلیل نهایی با نرم افزار Eviews 9 صورت پذیرفته است.

#### مدل آزمون فرضیه پژوهش

پژوهش حاضر دارای یک فرضیه اصلی است که رابطه بین توانایی مدیریت و ارزش نهایی وجوه نقد را مورد بررسی قرار می‌دهد. به منظور اندازه‌گیری ارزش نهایی وجوه نقد از مدل فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) که توسط گان و پارک (۲۰۱۷) بر اساس توانمندی مدیران تعدیل شده است، استفاده شده است.

$$\begin{aligned}
EXRET_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \Delta ABILITY_{i,t} + \beta_3 \Delta ABILITY_{i,t} \\
& \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Earnings_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NetAssets_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
& + \beta_6 \frac{\Delta InterestExpense_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta Dividends_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
& + \beta_8 \frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} \frac{NetFinance_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
& + \beta_{11} \frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_{12} Leverage_{i,t} \\
& \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + IndDummy + YearDummy + e_{i,t}
\end{aligned}$$

افزودن ضرایب  $B_2$  و  $B_3$  تنها تغییرات اعمال شده نسبت به مدل اولیه فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) می باشد که برای آزمون فرضیه استفاده شده است. همچنین ذکر این نکته ضروری است که در صورتی توانایی مدیران ارزش نهایی وجوه نقد را افزایش می دهد که ضریب  $B_3$  مثبت و معنادار باشد.

### تعریف عملیاتی و اندازه گیری متغیرهای مدل پژوهش

مآزاد بازده سهام ( $EXRET_t$ ).

یکی از کاربردی ترین و معمول ترین معیارهای محاسبه بازدهی غیرعادی (مآزاد بازده سهام)، استفاده از الگوی شناخته شده بازار CAPM و ویلیام شارپ است. وی با بهره گیری از الگوی هری مارکوویتز و تاکید بر این فرض که امکان قرض دادن و قرض گرفتن توسط سرمایه گذاران با نرخ معادل نرخ دارایی های بدون ریسک وجود دارد، نظریه پرتفولی را بسط داده و مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را استخراج نموده است. بازده غیرعادی بیانگر مآزاد بازده واقعی نسبت به بازده مورد انتظار است. به همین ترتیب در این پژوهش از رابطه محاسبه بازده غیرعادی مدل CAPM<sup>1</sup> (معادله ۱) استفاده گردیده است:

(۱)

$$A_{jt} = r_{jt} - E(r_{jt})$$

$A_{jt}$ : بازده غیرعادی سهم  $j$  در دوره  $t$

1. Capital assets pricing model

$R_{jt}$ : بازده واقعی سهم  $j$  در دوره  $t$

$E(r_{jt})$ : بازده مورد انتظار بر اساس الگوی بازار

بازده  $i$  مورد انتظار بر مبنای الگوی بازار نیز به شرح رابطه  $i$  زیر محاسبه می گردد:

$$E(r_{jt}) = \bar{\alpha} + \beta r_{rm}$$

همچنین،  $\bar{\alpha}$  و  $\beta$  از رگرسیون رابطه ۳ و بر مبنای داده های تاریخی محاسبه می شود:

(۳)

$$r_{jt} = \bar{\alpha}_j + \beta_{jt} r_{mt} + e_{jt}$$

$r_{mt}$  پرتفوی بازده بازار حد فاصل زمان  $t$  و  $t-n$  که بر اساس معادله  $\ln \frac{I_t}{I_{t-n}}$  محاسبه می گردد.

$r_{jt}$  بازده سهام حد فاصل زمان  $t$  و  $t-n$  که بر اساس معادله  $\ln \frac{P_t}{P_{t-n}}$  محاسبه می گردد.

با توجه به تحقیق بدری و اصیل زاده (۱۳۹۰)، دوره زمانی ( $t$ ) مورد نظر در رابطه شماره ۳، بازه زمانی ۲۶۰ روزه است که مبنای محاسبات بر اساس ۲۵۰ روز قبل از تاریخ اعلام سود سهام بوده و ۱۰ روز نیز پس از تاریخ اعلام سود می باشد.

تغییرات وجوه نقد ( $\Delta Cash_{i,t}$ ): تغییرات در وجوه نقد طبق استاندارد حسابداری شماره ۲.

توانایی مدیریت (Ability). به منظور اندازه گیری متغیر مستقل پژوهش، یعنی توانایی مدیریت از الگوی ارائه شده توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. سنجش توانایی مدیران با استفاده از این الگو در دو گام صورت می گیرد. در گام اول، ابتدا کارایی شرکت با استفاده از روش تحلیل پوششی داده ها (DEA) و الگوی BCC با در نظر گرفتن بهای تمام شده کالای فروش رفته (CGS)، هزینه های اداری، عمومی و فروش (SG&A)، دارایی های ثابت مشهود (PPE)، مخارج تحقیق و توسعه (R&D) و دارایی های نامشهود (Intan) به عنوان متغیرهای ورودی و فروش (Sale) به عنوان متغیر خروجی سنجیده می شود. DEA یک مرز کارایی را برای شرکت ها فراهم می کند. مقدار کارایی ( ) که DEA تولید می کند، یک عدد بین صفر و یک است. شرکت هایی با نمره کارایی یک، شرکت هایی هستند که بسیار کارا بوده و شرکت هایی که امتیاز کارایی آن ها کمتر از یک است، زیر مرز کارایی قرار دارند و باید با کاهش هزینه ها یا با افزایش درآمدها به مرز کارایی دست پیدا کنند. با توجه به عدم افشای مناسب مخارج تحقیق و توسعه برای

شرکت‌های ایرانی به صورت کامل، این متغیر از مدل زیر کنار گذاشته شده است. همچنین به منظور جلوگیری از اثر مضاعف، مبلغ اجاره عملیاتی از هزینه‌های اداری، عمومی و فروش کسر شده است. به منظور سنجش کارایی شرکت‌ها از رابطه (۵) استفاده شده است.

(۴)

$$M_{xx} \theta = (\text{Sales}) / (\alpha_1 \text{CGS} + \mu_1 \text{SG \& A} + \mu_1 \text{PPE} + \alpha_1 \text{R\&D} + \alpha_1 \text{Intan})^{-1}$$

در گام دوم، کارایی محاسبه شده شرکت‌ها متأثر از دو عامل ویژگی‌های شرکت و توانایی مدیران است. بنابراین این دو عامل باید از یکدیگر تفکیک شوند. در این راستا، ابتدا از یک رگرسیون که ارتباط کارایی شرکت‌ها را با ویژگی‌های شرکتی نشان می‌دهد، استفاده می‌شود:

(۵)

$$\text{Firm Efficiency} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LN}(\text{Total Assets}) + \alpha_2 \text{Market Share} + \alpha_3 \text{FreeCash Flow} + \alpha_4 \text{LN}(\text{Age}) + \alpha_5 \text{Foreign Currency Indicator} + \varepsilon$$

پسماندهای باقیمانده حاصل از مدل، نشان دهنده امتیاز توانایی مدیران شرکت است. در رابطه فوق:

LN(Total Assets): اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.  
Market Share: نشان دهنده سهم بازار شرکت از صنعت است و از رابطه زیر اندازه‌گیری می‌شود.

(۷)

$$\text{Market Share} = \frac{\text{مقدار فروش در پایان سال } t}{\text{جمع کل فروش صنعت در پایان سال } t}$$

Free Cash Flow: نماد جریان‌های نقدی آزاد مثبت است. اگر شرکتی جریان نقدی مثبت داشته باشد، شاخص جریان‌های نقدی آزاد برابر یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

LN(Age): عمر شرکت.

Foreign Currency Indicator: این متغیر مجازی بیانگر ارزش خارجی است. چنانچه شرکت مورد نظر صادرات داشته باشد، مقدار این متغیر برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

سایر متغیرهای بکار گرفته شده مربوط به خصوصیات شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش

است که به منظور ارزیابی دقیق تر ارزش نهایی وجوه نقد و تغییرات آن به شرح زیر در مدل بکار گرفته شده است:

$\Delta Earnings_{i,t}$  (تغییرات سودآوری): تغییرات سودآوری؛  
 $\Delta Net Assets_{i,t}$  (تغییرات خالص دارایی ها): تغییرات جمع دارایی ها به استثنای وجوه نقد؛

$\Delta Interest Expense_{i,t}$  (تغییرات هزینه بهره): تغییرات هزینه بهره؛  
 $\Delta Dividends_{i,t}$  (تغییرات سود سهام پرداختنی): تغییرات سود سهام پرداختنی که میان سهامداران عادی توزیع شده است؛

$Leverage_{i,t}$  (اهرم مالی): نسبت جمع بدهی ها بر مجموع ارزش دفتری جمع بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛

$Cash_{i,t-1}$  (وجوه نقد ابتدای دوره): مانده وجوه نقد ابتدای دوره.  
 $Net Finance_{i,t}$  (خالص تامین مالی): تامین مالی جدید در سال  $t$  که شامل استقراض صورت گرفته از طریق بدهی و سهام منتشر شده جدید می شود؛

$Mi,t-1$ : ارزش بازار سهام در ابتدای دوره؛  
 $IndDummy$ : متغیر مجازی صنعت می باشد که به منظور کنترل اثرات صنعت در مدل در نظر گرفته شده است؛

$YearDummy$ : متغیر مجازی سال می باشد که به منظور کنترل اثرات سال در مدل در نظر گرفته شده است.

## نتایج پژوهش

### آمار توصیفی

جدول شماره یک که در ادامه آورده شده است، آمار توصیفی متغیرهایی که در مدل رگرسیون پژوهش بکار گرفته شده است را نشان می دهد.

جدول. آمار توصیفی

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده غیرعادی	Exert	۴۹,۹۷۵	۱۴,۸۶۹	۸۵۹	۱۰۳,۴۵۳	۱۲۱,۳۸۰
تغییرات توانایی	$\Delta Ability$	-۰,۰۰۱	۰/۰۰۸	۰/۴۱۶	-۰/۴۹۷	۰/۲۷۳

						مدیریت
۸۷۰۴۲۷	-۹۶۹۴۰۸۹	۱۵۷۳۱۲۸۵	۱۰۸۶	۹۱۶۵	ΔCash	تغییرات وجوه نقد
۹۴۳۰۹۰	-۱۱۶۴۷۰۴۳	۹۶۲۳۱۸۴	۲۶	۳۹۳۳۶	ΔDividend	تغییرات سود- سهام پرداختنی
۱۶۴۵۲۸۳	-۱۵۸۲۹۰۱۵	۱۲۸۳۸۶۲۴	۵۷۶۸	۴۹۰۷۷	ΔEarnings	تغییرات سودآوری
۳۸۶۲۶۰	-۶۷۹۹۹۵۸	-۱۴۳۱۲۳۵	۱۹۱۹	۵۸۴۱۱	ΔInterest Expense	تغییرات هزینه بهره
۰,۲۰۹	۰,۰۳۱	۰,۹۵۴	۰,۴۱۴	۰,۴۲۶	Leverage	اهرم مالی
۵۱۸۸۳۸۷	-۸۱۷۵۲۶۷	۷۰۸۹۷۷۸۴	۹۵۷۷۰	۱۱۱۵۱۷۰	Net Assets	خالص دارایی‌ها
۲۶۳۵۲۵۴	-۱۲۳۶۰۵	۳۱۴۱۳۲۰۳	۳۱۵۲۱	۶۲۴۱۲۵	Net Finance	خالص تامین مالی
۱۴۹۷۵۸۰	۶۵	۲۹۷۲۰۹۳۵	۲۵۴۶۹	۲۸۹۷۷۱	Cash <sub>t-1</sub>	موجودی نقد ابتدای دوره
۱۸۸۳۱۶۴۱	۲۵۱۵۵	۱۵۵۶۲۵۸۰۰	۷۵۷۲۷۵	۵۹۰۹۹۸۲	M <sub>t-1</sub>	ارزش بازار سهام در ابتدای دوره

نتایج حاصل از جدول فوق نشان می‌دهد، بیشترین نقشی که یک مدیر توانمند می‌تواند در کارایی شرکت ایفا نماید، حدود ۴۲ درصد است. همچنین شاخص‌های مرکزی بازده غیرعادی نشان دهنده آن است که اکثراً بازده واقعی شرکت‌ها بیش از بازده مورد انتظار طبق الگوی بازار بوده‌اند. شاخص مرکزی میانگین تغییرات هزینه تامین مالی، سود سهام پرداختنی و سودآوری نیز مبین آن است که سهم بیشتری از مشاهدات نسبت به سال گذشته خود رشد در این ارقام را شاهد بوده‌اند. متوسط اهرم مالی نیز برابر با ۰,۴۳ می‌باشد؛ از این رو، سهم بیشتری از منابع مالی شرکت‌ها از محل حقوق صاحبان سرمایه تامین مالی شده است.



جدول ۲. آزمون اصلی معناداری مدل پژوهش

رویکرد بگازگیری خطای استوار (مقاوم)			رویکرد خوشه بندی بر اساس مقطع (کلاستر مقطع)			نام متغیر
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	
۰/۴۶۴	۰/۷۳۰	۶/۸۳۵	۰/۴۳۶	۰/۷۸۰	۶/۸۳۵	$\Delta Ability$
۰/۱۳۲	۱/۵۱۰	۱۲۳/۰۶۷	۰/۱۶۴	۱/۴۰۰	۱۲۳/۰۶۷	$\Delta Cash$
۰/۰۰۰	۵/۴۹۰	۶۱۰/۶۹۸	۰/۰۰۰	۵/۲۶۰	۶۱۰/۶۹۸	$\Delta Cash \times \Delta Ability$
۰/۰۰۴	۲/۸۸۰	۴۵۵/۰۰۹	۰/۰۰۷	۲/۷۳۰	۴۵۵/۰۰۹	$\Delta Cash \times Cash_{t-1}$
۰/۰۰۰	۴/۷۲۰	۲۱۸/۷۱۸	۰/۰۰۰	۴/۴۰۰	۲۱۸/۷۱۴	$Cash_{t-1}$
۰/۸۹۶	۰/۱۳۰	۸/۸۳۱	۰/۸۹۳	۰/۱۳۰	۸/۸۳۱	$\Delta Dividend$
۰/۰۰۰	۴/۶۸۰	۹۹/۴۲۳	۰/۰۰۰	۴/۴۳۰	۹۹/۴۲۳	$\Delta Earning$
۰/۱۲۶	-۱/۵۳۰	-۱۱۷/۶۱۶	۰/۱۳۷	-۱/۴۹۰	-۱۱۷/۶۱۶	$\Delta Interest Expense$
۰/۰۰۰	۴/۴۲۰	۳۰/۴۷۱	۰/۰۰۰	۴/۵۷۰	۳۰/۴۷۱	$\Delta Net Assets$
۰/۰۰۰	-۵/۷۸۰	-۸۳/۶۳۶	۰/۰۰۰	-۵/۹۸۰	-۸۳/۶۳۶	Leverage
۰/۰۰۲	-۳/۰۵۰	-۴۳۹/۰۳۶	۰/۰۰۵	-۲/۸۷۰	-۴۳۹/۰۳۰	$Leverage \times \Delta Cash$
۰/۰۱۴	۲/۴۷۰	۳۶/۹۸۳	۰/۰۱۸	۲/۳۸۰	۳۶/۹۸۳	Net Finance
۲۱/۶۵			۲۱/۸۸			آماره فیشر
۰/۵۷۶۸			۰/۵۷۶۸			ضریب تعیین تعدیل شده

به منظور ارزیابی تاثیر شاخص توانایی مدیران بر ارزش نهایی وجوه نقد، ضریب متغیر تعاملی  $\Delta Cash \times \Delta Ability$  مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به آنکه ضریب متغیر تعاملی  $\Delta Cash \times \Delta Ability$  مثبت و معنادار می باشد، بنابراین شواهد موجود دال بر آن است که ارزش نهایی وجوه نقد شرکت های با حضور مدیران توانمند، نسبت به سایر هم تایان خود، بیشتر است. بنابراین شواهد قوی جهت رد فرضیه پژوهش وجود ندارد. ضریب متغیر تعاملی  $Leverage \times \Delta Cash$  نیز منفی و معنادار می باشد؛ بنابراین در صورتی که شرکت ها بخش قابل توجهی از منابع مالی خود را از محل ایجاد بدهی و استقراض، تامین مالی نمایند، ارزش نهایی وجوه نقد کاهش می یابد. همچنین، ضریب متغیر  $\Delta Cash \times Cash_{t-1}$  مثبت و معنادار است؛ از این رو، در صورتی که بالا بودن مانده وجوه

نقد ابتدای دوره، ارزش نهایی وجوه نقد شرکت نیز در دوره جاری افزایش می‌یابد. حائز اهمیت است، نتایج مربوط به متغیر اصلی پژوهش (توانایی مدیریت) و سایر متغیرهای پژوهش در هر دو رویکرد خوشه بندی و رویکرد بکارگیری خطای نیرومند (استوار) مشابه است و شواهد قابل اتکایی نسبت به اعتبار نتایج حاصل شده ارائه داده‌اند. همچنین، ضریب تعیین در هر دو مدل تقریباً برابر با ۵۸٪ است؛ از اینرو، متغیرهای بکارگرفته شده در مدل ۵۸٪ از تغییرات متغیر وابسته مدل را توضیح می‌دهند.

### آزمون حساسیت

متغیرهای متعددی وجود دارند که برای مقاطع در سال‌های مختلف تغییر زیادی نمی‌کنند و بعضاً ثابت هستند؛ لذا در مدل پژوهش سعی شده است از برخی متغیرهایی که منعکس-کننده خصیصه شرکت‌ها می‌باشد، لحاظ شود؛ اما با توجه به محدودیت‌های مدل و اقتصادسنجی، در نظر گرفتن تمامی متغیرهای مربوط در مدل امکان‌پذیر نیست. از اینرو، در نظر گرفته نشدن برخی از متغیرهای موثر در مدل که در طول زمان تغییرات اندک داشته و یا فاقد تغییر می‌باشند<sup>۱</sup>، محتمل است که می‌تواند مشکلات درون‌زایی<sup>۲</sup> و سویه ناشی از متغیر همبسته محذوف<sup>۳</sup> را ایجاد نماید. از این رو، به منظور انجام بررسی‌های بیشتر، از مدل با اثرات ثابت در سطح مقطع (شرکت) بهره گرفته شده است که تاثیر سوء در نظر نگرفتن احتمالی چنین متغیرهایی را مرتفع می‌سازد.

جدول ۳. تحلیل حساسیت معناداری مدل پژوهش

رویکرد اثرات ثابت مقاطع (شرکت)			نام متغیر
ضریب	آماره t	سطح خطا	
۶/۴۴۴	۰/۷۰۰	۰/۴۸۲	$\Delta Ability$
۱۲۵/۸۶۶	۲/۱۱۰	۰/۰۳۵	$\Delta Cash$
۶۶۲/۱۷۳	۷/۱۸۰	۰/۰۰۰	$\Delta Cash \times \Delta Ability$
۴۷۳/۴۶۲	۴/۴۶۰	۰/۰۰۰	$\Delta Cash \times Cash_{t-1}$
۳۴۰/۷۶۴	۸/۹۵۰	۰/۰۰۰	$Cash_{t-1}$
۲۲/۹۴۹	۰/۶۱۰	۰/۵۴۴	$\Delta Dividend$
۸۷/۴۲۲	۷/۱۷۰	۰/۰۰۰	$\Delta Earning$

1. Time-invariant variables
2. Endogeneity
3. Omitted Correlated Variable Bias (OCV Bias)

۰/۰۰۲	-۳/۱۶۰	-۹۸/۹۳۰	$\Delta$ Interest Expense
۰/۰۰۰	۴/۴۲۰	۳۰/۴۷۱	$\Delta$ Net Assets
۰/۰۰۰	-۹/۵۷۰	-۲۶۴/۰۶۵	Leverage
۰/۰۰۳	-۲/۹۴۰	-۳۵۵/۰۲۲	Leverage $\times\Delta$ Cash
۰/۰۰۱	۳/۳۱۰	۲۴/۸۹۴	Net Finance
۷۴,۱۴			آماره فیشر
۰,۵۴			ضریب تعیین تعدیل شده

همان طور که از نتایج جدول ۳ مشخص است، نتایج حاصل از تحلیل حساسیت مشابه با نتایج حاصل از مدل‌های اصلی طبق جدول ۲ است و متغیر توانایی مدیران دارای رابطه مثبت و معناداری با ارزش نهایی وجوه نقد می‌باشد. از این رو، مشکلات درون‌زایی و یا متغیرهای همبسته محذوف که در طول زمان برای مقاطع یکسان، ثابت است، نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار نداده و نتایج از قابلیت اتکای قابل قبولی برخوردار می‌باشد.

### بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر تاثیر توانایی مدیران بر استفاده موثر از وجوه نقد در دسترس شرکت بررسی شد. مبانی نظری مبین آن است که ارزش نهایی وجوه نقد، برای شرکت‌هایی که مدیران توانمندی را استخدام می‌کنند، بیشتر است؛ چرا که قادر می‌باشند محیط کسب و کار شرکت را در آینده به نحو موثرتری پیش‌بینی کنند که این امر سبب می‌شود، از منابع مالی به صورت اثربخش استفاده شود و عملکرد شرکت بهبود یابد (بیک و همکاران، ۲۰۱۱؛ بانکر و همکاران، ۲۰۱۳؛ کارتر و همکاران، ۲۰۱۰؛ چنگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ گودمن و همکاران، ۲۰۱۳؛ هریس و هلمستروم، ۱۹۸۲؛ جیان و لی، ۲۰۱۱؛ راج گوپال و همکاران، ۲۰۰۶؛ ترومن، ۱۹۸۶ و گان و همکاران، ۲۰۱۷). نتایج تحقیق فعلی نشان می‌دهد که شواهد تجربی در بورس اوراق بهادار تهران از مبانی نظری حمایت می‌کند. بدان معنی که ارزش نهایی وجوه نقد در شرکت‌هایی با مدیران مختلف تفاوت معنی داری داشته و شرکت‌هایی که دارای مدیران توانمند می‌باشند، از ارزش نهایی وجوه نقد بیشتری نیز برخوردار هستند. بنابراین، مدیران توانمند شرکت‌های ایرانی قادر می‌باشند که به نحو بهتری از منابع مالی در دسترس، از جمله وجوه نقد استفاده نمایند و بازده بیشتری را حاصل نمایند. نتایج حاصل از تحلیل حساسیت نیز نتایج حاصل از مدل‌های اصلی پژوهش را تایید

می‌کند. نتایج حاصل از این پژوهش با یافته‌های گان و پارک (۲۰۱۷) و بزرگ‌اصل و روستا (۱۳۹۸) همگرایی دارد. از اینرو، علاوه بر توجه به عوامل موثری مانند راهبری شرکتی، سیاست‌های مالی و یا حتی عوامل غیرقابل کنترل، مانند شاخص‌های کلان اقتصادی، به هیئت‌مدیره شرکت‌های ایرانی توصیه می‌شود که مدیران اجرایی توانمندی که از دانش مالی و تخصص بالایی برخوردار می‌باشند، بهره بگیرند؛ چرا که چنین مدیرانی قادر می‌باشند که کمک شایانی به بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها نمایند.

به پژوهشگران آتی نیز توصیه می‌شود که با توجه به گسترده بودن مفهوم توانایی مدیریت و چند بعدی بودن آن، از شاخص‌های دیگری جهت عملیاتی کردن مفهوم توانایی مدیران بهره ببرند و رابطه آن را با ارزش‌نهایی وجوه نقد سنجیده شود. همچنین، ارزش‌نهایی وجوه نقد جنبه‌ای از عملکرد شرکت است که در مقایسه با سود و کیفیت آن، بازده حسابداری و یا حتی بازده بازار توجه کمتری بدان شده است؛ لذا توصیه می‌شود که رابطه میان مفهوم ارزش‌نهایی وجوه نقد و سایر مفاهیم به منظور بهبود پیشینه پژوهش فعلی مفهوم ارزش‌نهایی وجوه نقد، بررسی بیشتری قرار بگیرد.

شاخص عملکردی بکار گرفته شده در مدل پژوهش فعلی (به عنوان متغیر وابسته مدل رگرسیون)، بازده سهام غیرعادی بوده است؛ با توجه به عمق کم بورس اوراق بهادار تهران، بالا بودن نسبی هزینه‌های معاملاتی و تعداد نسبتاً پایین معامله‌گران در بازار بورس اوراق بهادار تهران، انتظار می‌رود که مفروضات بازار سرمایه کارا در بورس اوراق بهادار تهران برقرار نباشد همراستا با نتایج پژوهش آله یاری (۱۳۸۷) مبین این ادعاست که بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و یا نیمه قوی، کارا نمی‌باشد. از اینرو اتکای محاسبات شاخص بازده غیرعادی سهام در این پژوهش با ابهاماتی همراه است که جزء محدودیت اصلی این پژوهش می‌باشد.

## منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ باجلان، سعید؛ محمودی، سعید. (۱۳۸۷). ارزیابی عملکرد مدل های ارزشگذاری در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات تجربی*، ۱۰(۲۶): ۲۱-۴۰.
- آقایی، محمدعلی؛ حسنی، حسن؛ باقری، حسن. (۱۳۹۷). نقش توانایی مدیریتی در اجتناب مالیاتی شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، *مطالعات تجربی حسابداری مالی* ۱۵(۵۷)، ۴۷-۲۴.
- اکبری مقدم، بیت الله، رضایی، فرزین، نوروزی، علی. (۱۳۸۹). مقایسه قدرت پیش بینی برای مدل های فاما و فرنچ و ارزش بتا و بازده مورد انتظار سهام، *فصلنامه مدل سازی اقتصادی*، ۳(۱): ۵۵-۷۶.
- اله یاری، اکبر. (۱۳۸۷). بررسی شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار تهران* ۱(۴): ۷۵-۱۰۸.
- ایزدی نیا، ناصر؛ گوگردچیان، احمد و مژگان تنباکویی. (۱۳۹۳). تاثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، ۳، ۲۱-۳۶.
- بدری، احمد؛ اصیل زاده، محمد. (۱۳۹۰). فراواکنشی و دامنه نوسان قیمت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات حسابداری*، ۳(۹): ۵۶-۷۳.
- بزرگ اصل، موسی و بیستون صالح زاده. (۱۳۹۳). توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی، *مجله دانش حسابداری*، ۵(۱۷): ۱۱۹-۱۳۹.
- بزرگ اصل، موسی؛ روستا، منوچهر (۱۳۹۸). توانمندی مدیران و ارزش نهایی وجوه نقد (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)، *پیشرفت های حسابداری*، ۱۱(۱): ۶۷-۱۰۰.
- بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون؛ محمدی، مهسا. (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۵(۵۷)، ۷۳-۹۴.
- پیری، پرویز؛ دیدار، حمزه و سیما خدایار یگانه. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه های عمر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، شماره ۲۱، ۹۹-۱۱۸.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و محمد زمانی بختیاروند. (۱۳۹۵). تاثیر توانایی مدیریتی بر اجتناب مالیاتی، *دانش حسابداری*، ۲۶، ۱۳۱-۱۵۰.

فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و امین ساکیانی. (۱۳۹۵). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش های تجربی حسابداری، ۲۱، ۶۳-۸۹  
مجتهدزاده، ویدا؛ طارمی، مریم. (۱۳۸۵). آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران جهت پیش بینی بازده سهام. مجله پیام مدیریت (۱۷، ۱۸): ۱۰۹-۱۳۲.

مرادزاده فرد، مهدی (۱۳۹۵)، توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۵۰، ۲۵-۵۶.  
نبویان، سید مرتضی، نبوی چاشمی، سید علی، داداشی، ایمان، محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۸). تأثیر ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام با توجه به نقش تعدیل کنندگی شوک نقدینگی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۶(۶۳)، ۱۸۷-۱۵۷.

- Aghaei, Mohammad Ali, Hassani, Hassan, Bagheri, Hassan. (2018). The Role of Managerial ability in Tax Avoidance of the Firms: Evidence From the Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies of Financial Accounting*, 15(57), 24-57[In Persian].
- Akbari Moghadam, B. A., Rezaei, F., Norouzi, Ali. (2010). The comparison of prediction power of fama model and the value of beta and expected return of share. *Economic modeling quarterly*, 3(1), 55-76[In Persian].
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Badri, Ahmad., Asil Zadeh, Mohammad. (2011). Hyper-reaction and the range of price variation: evidences from Tehran stock exchange market. *Accounting research*, 3(9), 56-73[In Persian].
- Baik, B., Farber, D., & Lee, S. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
- Banker, R. D., Darrrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. (2013). The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88(1), 1-30.
- Bates, T. , Chang, C. , Chi. J. , (2011). Why has the value of cash increased over time, *Working paper*, SSRN: <http://ssrn.com>
- Bozorg Asl, Mousa., Saleh Zadeh, Bistoon. (2014), Managerial ability and accrual quality, *The journal of accounting knowledge*, 5(17), 119-139[In Persian].
- Bozorg Asl, Mousa., Saleh Zadeh, Bistoon, Mohammadi, Mahsa. (2018). Managerial Ability and inefficiency of investment in firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical studies of*

- Financial Accounting*, 15(57), 73-94[In Persian].
- Bozorg Asl, Mousa., Rousta, Manouchehr. (2019), Managerial Ability and Marginal Value of Cash (Evidences from Tehran Stock Exchange Market), *Advances in Accounting*, 11(1), 67-100[In Persian].
- Carter, M. E., Franco, F., & Tuna, I. (2010). Premium pay for executive talent: An empirical analysis. *Working paper. Boston College*.
- Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO ability, pay, and firm performance. *Management Science*, 56(10), 1633–1652.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247–269.
- Elahe Yari, Akbar.(2008). The evaluation of the weak form of market efficiency in the Tehran stock exchange market. *Tehran stock exchange market*, 1(4), 75-108[In Persian].
- Eslami Bidgoli, Gholamreza., Bajlan, Saeid., Mahmoodi, Saeid.(2008). The evaluation of valuation models in Tehran stock exchange market. *Empirical research*, 10(26), 21-40[In Persian].
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206
- Foroughi, Darush., Amiri, Hadi., Sakiani, A.(2016). Managerial ability, investment efficiency and financial reporting quality, *Empirical researches of accounting*, (21), 63-89[In Persian].
- Foroughi, Darush., Amiri, Hadi., Zamani Bakhtiarvand, M.(2016), The influences of managerial ability on tax avoidance, *The journal of accounting knowledge*, 26(3), 131-150[In Persian].
- Francis, J., Huang, A., Rajgopal, S., & Zang, A. Y. (2008). CEO reputation and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 109–147.
- Gan, H., & Park, M. S. (2016). Are more able CEOs getting more

- compensated? Evidence from the pay-for-performance sensitivity of equity-based incentives. *Advances in Accounting*, 64-76.
- Gan, H., & Park, M. S. (2017). CEO managerial ability and the marginal value of cash. *Advances in Accounting*, 38, 126-135.
- Goodman, T. H., Neamtiu, M., Shroff, N., & White, H. D. (2013). Management forecast quality and capital investment decisions. *The Accounting Review*, 89(1), 331-365.
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2012). Managerial Attributes and Executive Compensation. *Review of Financial Studies*, 25(1), 144-186
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87, 535-555.
- Harris, M., & Holmstrom, B. (1982). A theory of wage dynamics. *Review of Economic Studies*, 49, 315-333
- Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of Banking & Finance*, 37, 937-951.
- Huiqi Gan, Myung S. Park. (2017). CEO Managerial ability and marginal value of cash, *Advances in accounting*, 38, 126-135.
- Izadi Nia, Naser., Gogardchian, Ahmad., Tanbakooi, Mozghan (2014), The influence of managerial ability on the income of listed companies in the Tehran stock exchange market, *The Journal of financial accounting research*. 3(3), 21-36[In Persian].
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jian, M., & Lee, K. W. (2011). Does CEO reputation matter for capital investments? *Journal of Corporate Finance*, 17, 929-946.
- Krishnan, G. V., & Wang, C. (2015). The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 139-160.
- Liu, Y., & Mauer, D. C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics*, 120, 183-198.
- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68, 233-262.
- Mojtahedzadeh, Vida., Tarami, Maryam. (2006). The examination of 3 factorial Fama and French model in the Tehran stock exchange market for the purpose of shares' return prediction. *The journal of Managers' Message*. 17(18), 109-132[In Persian].
- Moradzadeh Far, Mehdi.(2016). Managerial ability, investment efficiency and The risk of future stock price collapse. *Empirical Studies of Financial Accounting*, 50, 25-56[In Persian].



- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Nabaviyan, Seyed Morteza, Nabavi Chashmi, Seyed Ali, Dadashi, Iman, Mohseni Maleki, Bahram. (20198). The Influence of Marginal Value of Cash on the Rate of Adjustment of Dividends in Accordance with the Adjusting Role of Liquidity Shock, *Empirical Studies of Financial Accounting*, 16 (63), 157-187[In Persian].
- Pinkowitz, L. F., & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. *Georgetown University (Working paper)*.
- Piri, Parviz., Didar, Hamzeh., Khodayar Yeganeh, Sima.(2014). Investigating the influences of managerial ability on financial reporting quality in the life cycle of listed firms in the Tehran stock exchange market, *The journal of financial accounting research*, (21), 99-118[In Persian].
- Rajgopal, S., Shevlin, T., & Zamora, V. (2006). CEOs' outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts. *Journal of Finance*, 61(4), 1813–1844.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 53–71.
- Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2018). Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *Journal of Corporate Finance*, 48, 49-75.



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی