

## تاثیر سابقه آموزشی و گرایش های مدیرعامل بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

وحید اسکو<sup>۱</sup>

محمد رضا نهتانی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۱۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۲۸

### چکیده

اهمیت وجه نقد در بازار سرمایه به علت افزایش نرخ تورم و کاهش ارزش پولی سبب شده است تا در سال های اخیر توجه محققین و پژوهشگران به بررسی عوامل موثر بر نگهداشت و ارزش نگهداشت وجه نقد جلب شود. از اینرو در این تحقیق تاثیر سابقه آموزشی و گرایش های مدیرعامل بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردیده است. متغیرهای مستقل در این تحقیق مقطع تحصیلی و رشته تحصیلی مدیران عامل شرکت های بورسی بوده است. اندازه گیری ارزش نگهداشت وجه نقد با استفاده از مدل فالكندر و ونگ (۲۰۰۶) انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی گردآوری داده ها از سال ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ بود. نتایج آماری با بهره گیری از تکنیک داده های پانل نشان داد سابقه آموزشی مدیرعامل شامل رشته و مقطع تحصیلی با ارزش نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری داشته است. از اینرو به سرمایه گذاران و سایر فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود سابقه آموزشی مدیرعامل را در کنار سایر مولفه های موثر بر تصمیم گیری های اقتصادی خود مد نظر قرار دهند.

### واژگان کلیدی

سابقه آموزشی مدیرعامل، رشته تحصیلی، مقطع تحصیلی، نگهداشت وجه نقد، ارزش نگهداشت وجه نقد

۱. استادیار، گروه علوم اداری و اقتصادی، دانشکده علوم انسانی و علوم ورزشی، دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران.

[vahidoskou@gonbad.ac.ir](mailto:vahidoskou@gonbad.ac.ir)

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی شمس گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران.

## بیان مساله

ویژگی‌های مدیر عامل با عملکرد متمایز در دنیای کسب و کار شناخته می‌شوند. به عنوان مثال، مجله کسب و کار هاروارد سالانه ۱۰۰ مدیر اجرایی برتر را انتخاب کرده و توضیح می‌دهد که چگونه آن‌ها به اقتصاد براساس عملکرد مدیریت برجسته شان کمک کرده‌اند که با ویژگی‌های فردی آن‌ها شکل می‌گیرد.

از آنجا که ویژگی‌های فردی هر مدیر عامل دارای تاثیر معناداری بر روی استراتژی شرکت و عملکرد آن است، هدف اصلی این مطالعه بررسی تاثیر ویژگی‌های مدیر عامل از جمله سابقه آموزشی مدیر عامل و گرایش آن بر روی سیاست و عملکرد شرکت است. به طور دقیق تر، به دلیل تأثیرات قابل توجه آن بر ویژگی‌های شخصی مدیران عامل و تجارب حرفه ای شغلی که به نوبه خود یک استراتژی و عملکرد شرکت است، بر زمینه های آموزشی مدیران عامل تمرکز شده است. ما سیاست نگهداری وجه نقد و ارزش آن را برای نشان دادن سیاست مالی و عملکرد شرکت مورد توجه قرار می‌دهیم، زیرا سیاست نگهداری وجه نقد یکی از مهمترین سیاست های مالی شرکت است (دنيس و سييلکوف، ۲۰۰۹؛ اوپلر و دیگران، ۱۹۹۹؛ پینکوویتز و همکاران، ۲۰۰۶). ادبیات قبلی استدلال می‌کنند که سیاست نگهداری وجه نقد به شدت توسط مدیریت ارشد منعکس می‌شود (کوساندی، ۲۰۱۱؛ ارنس و ریفل، ۲۰۱۳؛ راجاریس و همکاران، ۲۰۱۵). با این حال، مطالعات کمی بررسی کرده اند که چگونه ویژگی های فردی و خاص مدیریت شرکت ارزش وجه نقد را تخمین می‌زنند؛ بنابراین، این مطالعه با بررسی اینکه آیا تغییر در سیاست نگهداری وجه نقد ناشی از تغییر در ویژگی های مدیریت عامل، در نهایت ارزش پول نقد را تعیین می‌کند، به ادبیات کمک می‌کند. نظریه هامبریک و میسون (۱۹۸۴) معتقد است که تصمیمات استراتژیک شرکت با ویژگی های رده بالا تغییر می‌کند؛ یعنی عملکرد شرکت ناشی از تصمیمات استراتژیک شکل گرفته توسط توانایی های مدیریتی است که اساساً مربوط به پیشینه و ویژگی های مدیران عامل است. اساس اصلی جهت گیری شناختی اوست؛ بنابراین، تفاوت در زمینه آموزشی مدیران عامل به شدت با تصمیم گیری و تأثیرگذاری بر ابعاد و ویژگی های مختلف، مانند مسیر شغلی و تجارب آنها، تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین، دیدگاه ها، دانش و مهارت های مدیریتی مدیر عامل بر اساس سوابق تحصیلی وی استوار است (هامبریک و میسون، ۱۹۸۴؛ هیت و تایلر، ۱۹۹۱) و بر تصمیمات استراتژیک وی تأثیر می‌گذارد (داتون و دانکن، ۱۹۸۷؛ هیت و تایلر، ۱۹۹۱). علاوه بر این، تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که تغییر در گزینه های استراتژیک مدیریت شرکت به سابقه و تجربه مدیران عامل بستگی دارد (فینکل استین و همکاران، ۲۰۰۹؛ لویس و همکاران، ۲۰۱۴). برای مثال، المندیر و تیت (۲۰۰۵) تأثیر مستقیم مدیران عامل در مدیریت شرکت را بررسی کردند. آنها نشان می‌دهند که مدیرعاملان دارای سابقه آموزشی در فناوری نسبت به مدیرعامل با سابقه بازرگانی نسبت به سرمایه گذاری نقدی حساسیت بیشتری نشان می‌دهند، در نتیجه با کاهش وجه نقد، سرمایه قابل توجهی از دست می‌رود. در این تحقیق، ما بر روی سیاست وجه نقد و ارزش وجه نقد به عنوان پیامد یک سابقه آموزشی مدیرعامل تمرکز می‌کنیم، زیرا نقدینگی مهم ترین دارایی به حساب می‌آید. چندین مطالعه قبلی اهمیت وجه نقد در مدیریت شرکت را نشان داده‌اند. پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) یک

رابطه منفی بین هزینه نمایندگی و وجه نقد مازاد را نشان می دهد. آن ها نشان می دهند که اگر یک شرکت مقدار زیادی وجه نقد داشته باشد، این امر ممکن است منجر به ایجاد هزینه و مساله نمایندگی گردد که به نوبه خود تاثیر منفی بر عملکرد دارد. دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷) نیز اشاره می کنند که شرکت هایی که دارای مکانیزم های نظارتی هستند دارای ارزش بالاتری از وجه نقدی مازاد می باشند.

علاوه بر این ادبیات پیشین نشان می دهد که ویژگی های مدیرعامل بر سیاست وجه نقد تاثیر می گذارد. به عنوان مثال اورنس و ریفل (۲۰۱۳) نشان دادند که سن و تصدی مدیران عامل تاثیر مثبتی بر میزان وجه نقدی دارند. دیتمار و دوچین (۲۰۱۶) نشان می دهند که مدیران عامل با تجارب حرفه ای می توانند ورشکستگی و بحران های مالی پیش آمده را بهتر مدیریت کنند، وجه نقد بیشتری جمع می کنند و هزینه های سرمایه کمتری خرج می کنند. همچنین دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷) به " اثر بیل گیتس " اشاره دارند که در مایکروسافت به طور مداوم مقادیر وجه نقد مازاد را نگه می دارد که بسیار بزرگ تر از مقدار نقدینگی مازاد متوسط ایالات متحده است. مطالعات قبلی عمدتاً بر تجربیات شخصی مدیران عامل، شغل و ویژگی های مدیران تمرکز دارند که ممکن است تاثیرات متفاوتی بر سیاست های سازمانی داشته باشند. اورنس و ریفل (۲۰۱۳) تاثیر مدیران عامل را بر روی سیاست مالی یک شرکت بررسی کرده و نشان می دهند که جمعیت مدیران عامل بر میزان وجه نقد انباشته شده تاثیر می گذارد. با توجه به مطالب بیان شده مساله اصلی در این تحقیق پاسخ به این سوال است که آیا سابقه آموزشی و گرایش های مدیرعامل بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد یا خیر؟

### پیشینه تحقیق

مون و همکاران (۲۰۲۰) تحقیقی با عنوان تاثیر سابقه آموزشی مدیرعامل بر نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آنان در تحقیق خود از داده های شرکت های کره در دوره زمانی ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۶ و با بهره گیری از ۶۴۳ شرکت و ۶۲۶۳ مشاهده نشان دادند که مدیران عاملی که در رشته های بازرگانی یا مهندسی تحصیل کرده اند دارای نگهداشت وجه نقد کمتری می باشد و ارزش مازاد وجه نقد بیشتری دارند. همچنین مدیران عاملی که دارای مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد هستند دارای ارزش مازاد وجه نقد بیشتری و وجوه نقد بیشتری می باشند. رو و همکاران (۲۰۲۰) تحقیقی با عنوان بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آنان برای اندازه گیری اطمینان بیش از اندازه مدیرعامل از مدل دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده کردند. نتایج آنان با بهره گیری از تکنیک داده های پانل و با استفاده از تعداد مشاهدات ۳۲۵۶۱ سال- شرکت نشان دادند 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 آن ها حاکی از آن بود که اعتماد بیش از حد مدیران تاثیر منفی و معناداری بر ارزش نهایی وجه نقد دارد. شین و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت سود بر ارزش نهایی وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که کیفیت سود بالا موجب افزایش ارزش نهایی وجه نقد می شود. لیم و لی (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر

ویژگی‌های مدیرعامل بر ارزش نهایی وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مالکیت سهام مدیرعامل تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش نهایی وجه نقد دارد. همچنین 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. علاوه بر این نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که استقلال اعضای هیات مدیره تاثیر منفی 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. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد مدیران با توانایی بالاتر از وجه نقد موجود در شرکت بهتر استفاده می‌کنند، همچنین آن‌ها دریافتند در شرکت‌هایی که توانایی تأمین مالی محدودتری دارند توانایی مدیریت دارای تاثیر بیشتری بر ارزش نهایی وجه نقد آن‌ها است.

هوانگ و چو (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین نقاط ضعف کنترل داخلی و ارزش نهایی وجه نقد در نمونه‌ای شامل ۴۰۴ شرکت حاضر در بورس سهام تایوان در یک بازه زمانی ۷ ساله ۲۰۰۴ الی ۲۰۱۰ پرداخته و نشان دادند که نقاط ضعف کنترل داخلی، ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت را در بازار کاهش می‌دهد.

پورفخریان و همکاران (۱۳۹۹) تاثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را بررسی نموده‌اند. با بررسی ۸۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۵ از طریق آزمون مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی به این نتیجه رسیدند که رقابت در بازار محصول و مسئولیت‌پذیری اجتماعی تاثیر منفی و معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد دارند. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول تاثیر منفی و معناداری بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و سطح نگهداشت وجه نقد دارد. علیزاده و همکاران (۱۳۹۹) رابطه بین دانش مالی و دوره تصدی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. تعداد ۱۰۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین دانش مالی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد. بین دوره تصدی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد و نگهداشت وجه نقد بر رابطه بین تصدی و دانش مالی مدیرعامل در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می‌گذارد. ازوجی (۱۳۹۹) تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۹۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره زمانی ۵ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد تحقیق قرار گرفتند. نتایج بررسی‌ها و آزمون‌ها در فرضیه اول حاکی از آن می‌باشد که رابطه بین متغیر بیش

اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد تایید نشد. یافته های فرضیه دوم نشان می دهد که تاثیر متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد تایید می شود.

پرخیده (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر انگیزه های نظارتی سهامداران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ۱۰ ساله بین سالهای ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۵ پرداخته و از بین شرکتهای موجود یکصد ده شرکت بعنوان جامعه آماری انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شد و برای تست معنی دار بودن متغیرها از آماره  $t$  و  $F$  استفاده گردید. با استفاده از آزمون دوپین واتسون، خود همبستگی مدل مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد، انگیزه های نظارتی سرمایه گذاران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. همچنین انگیزه های سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی بر ارزش نهایی وجه نقد تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. شریعتی (۱۳۹۸) به بررسی آثار مدیریت سود واقعی بر ارزش نهایی وجه نقد شرکت ها با در نظر گرفتن نقش های تعدیل کننده هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته است. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۶ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ بوده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه های پژوهش نشان می دهد که بین مدیریت سود واقعی و ارزش نهایی وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج بیانگر آن است که هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارای نقش تعدیل کنندگی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و ارزش نهایی وجه نقد شرکت ها است.

روستا و بزرگ اصل (۱۳۹۸) به بررسی اثر توانمندی مدیران بر ارزش نهایی وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش براساس ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ بیانگر آن بود که توانمندی مدیران ارزش نهایی وجه نقد را افزایش می دهد. همچنین در شرکت های با مکانیزم راهبری شرکتی قوی به همراه شرکت های دارای محدودیت مالی، ضریب افزایش ارزش نهایی وجه نقد بزرگتر از ضریب افزایشی شرکت های با مکانیزم راهبری شرکتی ضعیف و عدم محدودیت مالی است. بروشم (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان راهبردهای رقابتی و ارزش نهایی وجه نقد پرداخته نمونه آماری پژوهش را ۲۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ تشکیل میدهد. در این راستا تأثیر دو راهبرد رهبری هزینه و راهبرد تمایز بر ارزش نهایی وجه نقد بررسی شده است. یافته های پژوهش نشان میدهد که بین راهبرد تمایز و ارزش نهایی وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج آماری نشان میدهد که بین راهبرد رهبری هزینه و ارزش نهایی وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) رابطه بین مازاد نقدینگی پایدار و ارزش نهایی وجه نقد را در نمونه ای شامل ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده 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.

### فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین گرایش های مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سابقه آموزشی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

## روش پژوهش

از آن جهت که با استفاده از مدل‌ها، روش‌ها و نظریه‌های موجود به دنبال بهبود وضعیت تصمیم‌گیری در شرکت‌های قلمرو تحقیق می‌باشد، از لحاظ هدف تحقیق، کاربردی است. در بیان نتایج در ارتباط با نمونه از روش توصیفی و در تعمیم نتایج به جامعه آماری از روش استنتاج استقرایی استفاده خواهد شد. بنابراین روش تحقیق به لحاظ استنتاج، توصیفی تحلیلی (استقرایی) است. از آن جهت که در گردآوری داده‌ها از اطلاعات عملکردی شرکت‌ها بر مبنای صورت‌های مالی تاریخی استفاده می‌شود، از لحاظ طرح تحقیق، پس‌رویدادی است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۹ الی ۱۳۹۹ پس از اعمال شرایط بوده است. شرایط مذکور به شرح زیر می‌باشد: ۱. تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۳ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۹ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند. ۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. ۳. طی دوره‌های مورد نظر تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند. ۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند). تعداد شرکت‌های نمونه ۱۶۳ شرکت می‌باشد.

## مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

### ارزش بازار نگهداشت وجه نقد

به منظور سنجش ارزش وجه نقد از مدل ارائه شده توسط فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) و مون و همکاران (۲۰۲۰) که در آن بازده مازاد سهام بر روی تغییرات وجه نقد و سایر متغیرهای کنترلی مؤثر بر آن، رگرسی می‌شود استفاده می‌شود که مدل مذکور به شرح زیر می‌باشد:

رابطه (۱)

$$ExRet_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_3 \Delta Assets_{i,t} + \beta_4 \Delta Interest_{i,t} + \beta_5 \Delta Dividends_{i,t} \\ + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_8 NetFinancing_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t} \\ + \beta_{10} Leverage_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_i$$

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  $R_i$  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.

$$R_{i,t} = \frac{(\mathbf{p}_{i,t} - \mathbf{p}_{i,t-1}) + \text{سود نقدی} + \text{سهم جایزه} + \text{حق تقدم}}{\mathbf{p}_{i,t-1}}$$

در فرمول شماره (2) بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  می باشد و  $\mathbf{p}_{i,t}$  قیمت پایان سال و  $\mathbf{p}_{i,t-1}$  قیمت ابتدای سال.  $ER_{it}$ : بازده مورد انتظار سهامداران است که با کمک مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای به شرح رابطه زیر محاسبه می شود:

(۳)

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

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

(۴)

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

$\Delta\text{Cash}_{i,t}$ : تغییر در مانده وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$  است. سایر متغیرها نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده اند که: (مون و همکاران، ۲۰۲۰)

$\Delta\text{Earnings}_{i,t}$ : تغییر در سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال قبل؛ (همان منبع).

$\Delta\text{Assets}_{i,t}$ : تغییر در دارایی های غیر نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال قبل؛ (همان منبع).

$\Delta\text{Interest}_{i,t}$ : تغییر در هزینه مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال قبل؛ (همان منبع).

$\Delta\text{Dividends}_{i,t}$ : تغییر در سود سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال قبل؛ (همان منبع).

$\text{Net Financing}_{i,t}$ : 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 می شود؛ (همان منبع).  
 $\text{Cash}_{i,t-1}$ : مانده وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t-1$  (همان منبع).

$\text{Leverage}_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  که از تقسیم بدهی بر ارزش دفتری دارایی ها محاسبه می گردد.

به منظور همگن شدن داده ها، تمامی متغیرهای مدل فوق بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای سال تقسیم می شوند (همان منبع).

در مدل فوق ضریب متغیر  $\Delta\text{Cash}_{i,t}$  ( $\beta_1$ ) بیانگر تغییر در ارزش بازار سهام به ازای یک ریال افزایش در مانده وجه نقد شرکت می باشد که تخمینی تجربی از ارزش بازار یک ریال اضافی دارایی های نقدی یا به بیان دیگر، ارزش وجه نقد را فراهم می سازد.

### ویژگی های مدیرعامل

الف- اگر مدیرعامل داری رشته های تحصیلی با گرایش بازرگانی و یا مهندسی باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر (مون و همکاران، ۲۰۲۰).

ب- اگر مدیرعامل داری مدرک تحصیلی فوق لیسانس و یا دکتری باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر (همان منبع).

### مدل رگرسیونی تحقیق

برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیونی به پیروی از مون و همکاران (۲۰۲۰) استفاده می شود:

$$R-ER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta E_{i,t} + \beta_3 \Delta NA_{i,t} + \beta_4 \Delta I_{i,t} + \beta_5 \Delta D_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_8 NetFinancing_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{10} Leverage_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{11} Factor_{i,t} + \beta_{12} \Delta Cash_{i,t} * Factor_{i,t} + \beta_{13} SIZE_{i,t} + \beta_{14} SALEG_{i,t} + \beta_{15} Q_{i,t} + \beta_{16} CASH_{i,t} + \beta_{17} PRIFOT_{i,t} + \beta_{18} Capital_{i,t} + \beta_{19} R\&D_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل فوق،

$R-ER_{i,t}$ ، بازده مازاد سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$Factor_{i,t}$ ، سابقه آموزشی و یا گرایش های مدیرعامل شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta C_{i,t}$  تغییرات وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$

$M_{i,t-1}$  ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\Delta E_{i,t}$  تغییرات سود شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$

$\Delta NA_{i,t}$  تغییرات دارایی های مشهود شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$

$\Delta D_{i,t}$  تغییرات سود سهام پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$

$\Delta C_{i,t-1}$  تغییرات وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t-1$  نسبت به سال  $t-2$

$Size_{i,t}$ ، اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$Saleg_{i,t}$ ، نرخ رشد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$

$Q_{i,t}$ ، اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$Cash_{i,t}$ ، نسبت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$

$Lev_{i,t}$ ، اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$Profit_{i,t}$ ، سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$

$Capitale_{i,t}$ ، مخارج سرمایه ای شرکت  $i$  در سال  $t$

$R\&D_{i,t}$ ، نسبت هزینه های تحقیق و توسعه شرکت  $i$  در سال  $t$

### آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول (۱). ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

شرح	میانگین	میان	پیشینه	کمینه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
مازاد بازده سهام	۰/۵۵۳	-۰/۰۰۳	۱۹/۹۶۹	-۳/۴۲۱	۱/۹۴۴	۳/۶۳۰	۲۳/۳۵۷
تغییرات وجه نقد	۰/۱۱۱	۰/۰۰۳	۰/۶۵۸	-۰/۴۵۶	۰/۰۶۹	۱/۱۴۲	۲۰/۶۲۸
تغییرات سود	۰/۰۳۸	۰/۰۱۹	۱/۰۷۷	-۲/۰۴۰	۰/۱۸۷	-۱/۲۹۶	۲۴/۸۶۳

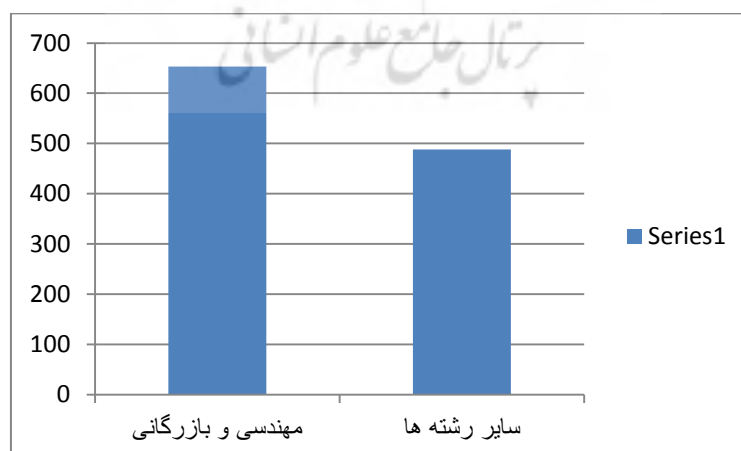


شرح	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار	کشدگی	چولگی
تغییرات داراییهای نامشهود	.۲۵۰	.۱۳۳	۷/۰۵۶	-۲/۱۵۸	.۵۰۰	۵/۲۷۳	۵۳/۶۷۴
تغییرات بهره	.۰۰۵	.۰۰۰۱	.۶۰۸	-.۵۲۲	.۰۵۶	۲/۳۴۱	۳۷/۰۶۱
تغییرات سود سهام	.۰۰۸	.۰۰۰۱	.۸۴۱	-.۴۶۸	.۰۷۸	۳/۴۴۸	۳۹/۱۸۱
وجه نقد سال قبل	.۰۴۳	.۰۲۳	.۷۱۶	.۰۰۰۱	.۰۶۳	۴/۴۱۱	۳۲/۵۹۶
اهرم مالی	.۵۵۵	.۵۶۱	۱/۸۲۴	.۰۱۲	.۲۱۷	.۲۰۹	۴/۰۶۶
انتشار سهام جدید	.۲۹۶	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	.۴۵۶	.۸۹۲	۱/۷۹۶
اندازه شرکت	۱۴/۷۵۰	۱۴/۵۶۰	۲۰/۳۰۷	۱۱/۱۱۶	۱/۵۴۵	.۷۲۷	۴/۰۳۶
نرخ رشد فروش	.۳۵۲	.۲۱۱	۷/۸۱۵	-.۹۳۱	.۶۸۸	۴/۵۴۰	۳۸/۰۱۲
نسبت کیوتوبین	۲/۹۴۲	۱/۷۰۰	۷۰/۴۴۵	-.۶۴۸	۳/۹۵۵	۷/۳۲۳	۹۱/۹۱۲
وجه نقد سال جاری	.۰۴۲	.۰۲۶	.۴۲۶	.۰۰۰۲	.۰۴۷	۲/۴۸۳	۱۲/۰۵۱
سودآوری	.۱۲۶	.۱۰۱	.۶۷۳	-.۵۸۱	.۱۵۱	.۴۴۳	۴/۳۲۰
مخارج سرمایه ای	.۰۵۹	.۰۵۹	.۹۰۳	-.۲۴۱	.۱۱۲	۳/۲۷۳	۱۶/۵۴۸
تحقیق و توسعه	.۰۰۰۲	۰,۰۰۰	.۰۱۷	۰,۰۰۰	.۰۰۱	۹/۳۱۱	۱۰۶/۵۸۶

### آمار توصیفی رشته تحصیلی

بر اساس تعریف این متغیر، اگر مدیرعامل داری رشته های تحصیلی با گرایش بازرگانی و یا مهندسی باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر. نتایج نشان داد از بین ۱۱۴۱ مشاهده مورد بررسی در این تحقیق ۶۵۳ مشاهده دارای رشته تحصیلی مهندسی و بازرگانی بوده اند که نمودار آن به شرح زیر می باشد.

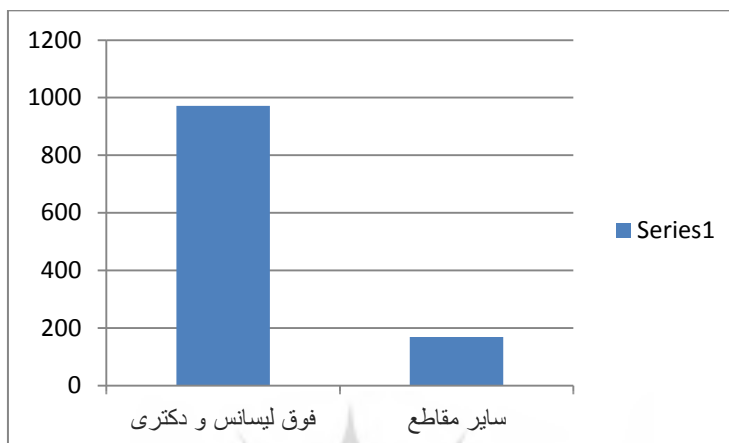
نمودار ۱. آمار توصیفی رشته تحصیلی



## آمار توصیفی مقطع تحصیلی

بر اساس تعریف این متغیر، اگر مدیرعامل داری مقطع فوق لیسانس و یا دکتری باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر. نتایج نشان داد از بین ۱۱۴۱ مشاهده مورد بررسی در این تحقیق ۹۷۲ مشاهده دارای مقطع فوق لیسانس و یا دکتری بوده اند که نمودار آن به شرح زیر می باشد.

نمودار ۲. آمار توصیفی مقطع تحصیلی



## آزمون ناهمسانی واریانس

در این تحقیق برای تخمین ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان استفاده شده است که نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است. بنابر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول شماره (۲) آورده شده است، در مدل تحقیق 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 ی برآوردی (EGLS) استفاده شده است.

$H_0$ : وجود همسانی واریانس مدل

$H_1$ : وجود ناهمسانی واریانس مدل

جدول (۲). آزمون ناهمسانی واریانس

شرح مدل	آماره خی دو	p-value	نتیجه آزمون
مدل تحقیق	۱۳/۵۳۹	۰,۰۰۰۰	ناهمسان بودن واریانس

مأخذ: محاسبات محقق

## انتخاب آزمون های تشخیصی مدل

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 صورت انتخاب و تایید فرضیه یک (داده های تابلویی) باید آزمون هاسمن به عنوان آزمون تشخیص بین داده های اثرات ثابت و تصادفی استفاده گردد که فرضیه صفر و یک آن به شرح زیر می باشد:

$H_0$ : انتخاب داده های اثرات ثابت

$H_1$ : انتخاب داده های تصادفی

در جدول (۳) نتایج نشان می دهد در آزمون فرضیه ها از مدل داده های تلفیقی استفاده می گردد.

### جدول ۳. نتایج آزمون تشخیصی مدل

شرح مدل	شرح آزمون	آماره	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
مدل تحقیق	اف لیمر	۰/۷۰۴	۱۶۲	۰/۹۹۷	انتخاب داده های پانل

### آزمون مدل پژوهش

#### بررسی فروض کلاسیک رگرسیون

آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۲,۱۵۸ را نشان می دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی شود. 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 ۴۷ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. 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.

#### نتیجه آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین گرایش های مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

$H_0$ : بین گرایش های مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین گرایش های مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

همان طور که در تبیین ارزش بازار نگهداشت وجه نقد بیان گردید ضریب تغییرات وجه نقد بر بازده مازاد سهام نشان دهنده ارزش بازار نگهداشت وجه نقد می باشد. لذا برای آزمون فرضیه اول از ضریب گرایش های مدیرعامل \* تغییرات وجه نقد استفاده شده است. نتایج نشان می دهد ضریب متغیر فوق در جدول ۶/۱۷۰ درصد مثبت و قدر مطلق آزمون تی بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۴۸) می باشد. از اینرو می توان بیان کرد بین گرایش های مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه ی اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود. به عبارتی با استفاده از نتایج این جدول می توان اظهار داشت که گرایش های مدیرعامل منجر به بهبود ارزش بازار نگهداشت وجه نقد می شود.

فرضیه دوم: بین سابقه آموزشی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

$H_0$ : بین سابقه آموزشی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین سابقه آموزشی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه دو از ضریب مدرک تحصیلی مدیرعامل\* تغییرات وجه نقد استفاده شده است. نتایج نشان می دهد ضریب متغیر فوق در جدول ۶/۴۲۵ درصد منفی و قدر مطلق آزمون تی بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۳۸) می باشد. از اینرو می توان بیان کرد بین مدرک تحصیلی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه ی دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود.

#### جدول ۴. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل پژوهش

$$R-ERT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta E_{i,t} + \beta_3 \Delta NA_{i,t} + \beta_4 \Delta I_{i,t} + \beta_5 \Delta D_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_8 NetFinancing_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{10} Leverage_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{11} Factor_{i,t} + \beta_{12} \Delta Cash_{i,t} * Factor_{i,t} + \beta_{13} SIZE_{i,t} + \beta_{14} SALEG_{i,t} + \beta_{15} Q_{i,t} + \beta_{16} CASH_{i,t} + \beta_{17} PRIFOT_{i,t} + \beta_{18} Capital_{i,t} + \beta_{19} R\&D_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آزمون تی	سطح معناداری	VIF
عرض از مبدا	-۰/۱۰۲	۰/۲۸۵	-۰/۳۵۸	۰/۷۲۰	-
تغییرات وجه نقد	۹/۷۱۴	۱/۴۷۰	۶/۶۰۷	۰/۰۰۰	۲/۴۶۶
تغییرات سود	۱/۴۱۴	۰/۲۱۶	۶/۵۴۲	۰/۰۰۰	۱/۶۷۵
تغییرات دارایی های نامشهود	۰/۳۸۵	۰/۰۸۵	۴/۴۹۴	۰/۰۰۰	۱/۶۶۶
تغییرات بهره	۰/۹۲۶	۰/۵۹۵	۱/۵۵۴	۰/۱۲۰	۱/۰۶۳
تغییرات سود سهام	۰/۸۹۷	۰/۳۶۱	۲/۴۸۵	۰/۰۱۳	۱/۰۸۶
وجه نقد سال قبل	۵/۰۶۰	۰/۶۹۹	۷/۲۳۲	۰/۰۰۰	۲/۳۷۲
اهرم مالی	-۰/۳۸۹	۰/۱۷۴	-۲/۲۳۱	۰/۰۲۵	۱/۷۴۸
انتشار سهام جدید	-۰/۵۸۷	۰/۰۶۳	-۹/۳۰۳	۰/۰۰۰	۱/۱۱۲
وجه نقد* تغییرات وجه نقد	-۰/۳۸۹	۲/۴۱۹	-۰/۱۶۰	۰/۸۷۲	۲/۸۱۹
اهرم مالی* تغییرات وجه نقد	-۹/۲۰۹	۲/۱۸۸	-۴/۲۰۸	۰/۰۰۰	۱/۸۴۴
گرایش مدیرعامل	-۰/۱۶۹	۰/۱۲۵	-۱/۳۵۱	۰/۱۷۶	۱/۵۹۴
مدرک تحصیلی مدیرعامل	۰/۰۷۴	۰/۱۱۹	۰/۶۲۲	۰/۵۳۴	۱/۶۰۷
گرایش* تغییرات وجه نقد	۶/۱۷۰	۳/۱۱۹	۱/۹۷۷	۰/۰۴۸	۴/۲۸۶
مدرک* تغییرات وجه نقد	-۶/۴۲۵	۳/۱۰۵	-۲/۰۶۹	۰/۰۳۸	۴/۴۵۴
اندازه شرکت	-۰/۰۰۴	۰/۰۱۸	-۰/۲۴۱	۰/۸۰۹	۱/۲۴۴
نرخ رشد فروش	۰/۱۷۷	۰/۰۴۷	۳/۷۵۶	۰/۰۰۰	۱/۲۰۱
نسبت کیوتوبین	۰/۲۷۱	۰/۰۱۲	۲۲/۰۰۹	۰/۰۰۰	۱/۲۰۹

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آزمون تی	سطح معناداری	VIF
وجه نقد سال جاری	-۳/۹۰۹	.۸۰۳	-۴/۸۶۴	.۰۰۰	۲/۲۴۹
سودآوری	-۰/۵۲۳	.۲۸۰	-۱/۸۶۸	.۰۶۱	۲/۲۴۶
مخارج سرمایه ای	-۰/۴۸۵	.۳۰۶	-۱/۵۸۴	.۱۱۳	۱/۳۶۸
تحقیق و توسعه	-۱۷/۷۵۶	۳۳/۷۳۹	-۰/۵۲۶	.۵۹۸	۱/۰۳۶
آماره اف فیشر	۵۰/۰۸۲		آزمون دوربین واتسون		۲/۱۵۸
سطح معناداری اف فیشر	.۰۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده		.۴۷۴

### نتیجه گیری و بررسی تطبیق یافته ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد ضریب برآوردی متغیر گرایش های مدیرعامل (رشته تحصیلی مدیر عامل)\* تغییرات وجه نقد در ۶/۱۷۰ مثبت و قدر مطلق آزمون تی بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۴۸) می باشد. از اینرو می توان بیان کرد بین گرایش های مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد. نوع ضریب متغیر بیانگر وجود ارتباط مثبت و مستقیم با ارزش بازار نگهداشت وجه نقد می باشد. در نتیجه فرضیه ی اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید شد. نتایج به دست آمده با نتایج مون و همکاران (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد ضریب برآوردی متغیر سابقه آموزشی مدیرعامل (مدرک تحصیلی مدیر عامل)\* تغییرات وجه نقد در ۶/۴۲۵- منفی و قدر مطلق آزمون تی بزرگتر از دو بوده و سطح معناداری به دست آمده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۳۸) می باشد. از اینرو می توان بیان کرد بین سابقه آموزشی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود دارد. نوع ضریب متغیر بیانگر وجود ارتباط منفی و معکوس با ارزش بازار نگهداشت وجه نقد می باشد. در نتیجه فرضیه ی دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید شد. نتایج به دست آمده با نتایج مون و همکاران (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

مبانی نظری در خصوص وجود این رابطه بیان داشته اند، سابقه آموزشی مدیران عامل به دو جنبه تقسیم می شود: رشته و مقاطع تحصیلی آنها. تحقیقات قبلی تأکید کرده است که تصمیم گیری شخصی مدیران بسته به انتخاب رشته دانشگاه متفاوت است (دیتمار و دوچین، ۲۰۱۶). به عنوان مثال، مدیرعامل های دارای گرایش های بازرگانی و مهندسی تمایل به سرمایه گذاری دارند و از فرصت های سرمایه گذاری تحقیق و توسعه بیشتر از مدیران عامل با سایر گرایش ها وزن می گذارند (تا بلر و استینسما<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) به طور تجربی نشان می دهند که سیاست مالی شرکت ها تحت تأثیر مدیران عامل مانند مالی یا علوم و مهندسی قرار دارد. مطالعات نشان می دهد که مدیرعاملان دارای گرایش تجاری یا مدرک مدیری گرایش به ریسک پذیری دارند و برای اطمینان از عملکرد پایدار، شرکت های خود را محافظه کارانه اداره می کنند (بارکر و مولر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). مدیرعاملانی که در مشاغل تحصیل می کنند دارای سرمایه انسانی فراوانی در یک شبکه بزرگتر هستند، بنابراین با محدودیت های مالی ضعیف تری روبرو هستند (فونگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). با توجه به توانایی مدیریتی، مدیرعاملانی که در شغل خود فعالیت می کنند نسبت

1 - Tyler and Steensma  
2 - Barker and Mueller  
3 - Fong et al

به سایر مدیران عامل در زمینه مدیریت ریسک بهتر عمل می کنند، بنابراین آنها قادر به سرمایه گذاری بلند مدت هستند. آنها با مهارت های مدیریتی قوی، تمایل به خرید متنوع دارند (برتراند و اسچوار<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳؛ مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸).

سهامداران مازاد پول نقد را برای انباشت استراتژی بلند مدت در نظر می گیرند؛ بنابراین، وجه نقد اضافی به عنوان یک سیگنال مثبت در بازار پذیرفته می شوند. با این حال، برای شرکت هایی که در مرحله توسعه محصول یا توسعه فن آوری هستند، سهامداران ممکن است انتظار داشته باشند که سرمایه گذاران به طور مداوم سرمایه گذاری شرکت ها را افزایش دهند، از جمله تحقیق و توسعه و حفظ وجه نقد کم تر. از دیدگاه میزان ریسک اتخاذ شده توسط سهامداران در رابطه با تامین مالی خارجی، اگر سهامداران انتظار داشته باشند که سرمایه گذاری های ایمن را ایجاد کنند از قابلیت مدیریت ریسک مدیران عامل با سابقه آموزش کسب و کار مقدار ارزش مازاد وجه نقد افزایش می یابد. در مقابل، در مورد سهامداران که انتظار دارند سرمایه گذاران به شدت سرمایه گذاری کنند، اگر مدیران عامل با یک سابقه علمی یا مهندسی به جای سرمایه گذاری، نقدینگی مازاد را انباشته کنند، سهامداران این را به عنوان یک فرصت شغلی از دست رفته درک می کنند و ارزش پول نقد بیش از حد کاهش می یابد. هنگامی که سهامداران انتظار استراتژی های سرمایه گذاری بلند مدت مانند توسعه کسب و کار جدید را دارند، گرایش سرمایه گذاری مدیران عامل بر ارزیابی سهامداران از ارزش مازاد وجه نقد تاثیر می گذارد. از سوی دیگر، سهامداران به طور منفی ارزش مازاد وجه نقد مدیران عامل را با یک سابقه علمی یا مهندسی ارزیابی می کنند زیرا سهامداران انتظار سرمایه گذاری فوری در توسعه فن آوری و یا تجاری سازی محصول را دارند. این امر در نهایت منجر به کاهش ارزش مازاد وجه نقد می شود.

علاوه بر این، از نظر هزینه نمایندگی، وجه نقد یک دارایی است که به راحتی می تواند توسط مدیر عامل مورد سو استفاده قرار گیرد که منجر به مشکلات نمایندگی می شود. علاوه بر این، مدیران عامل که در کسب و کار به رشته کار اشتغال دارند به احتمال بیشتری در فعالیت های غیرقانونی شرکت و نقض اعتماد به شرکت می کنند و همچنین ممکن است در رفتار خود علاقه بیشتری نشان دهند؛ بنابراین، مشارکت آن ها در رفتارهای غیرقانونی شرکت ها، بسته به موضوعاتی که آن ها در رشته خود ثبت کرده اند، ممکن است راهی برای تحقیق درباره ارزش مازاد وجه نقد باشد، در حالی که ممکن است ارزش مازاد وجه نقد توسط سرمایه گذاران به طور متفاوتی درک شود.

در کنار گرایش مدیران عامل، سطح تحصیلات مدیران عامل بر اساس ارتباط بین گرایش به ریسک پذیری و سطح تحصیلات مدیرعامل نقش مهمی در سوابق تحصیلی آنها دارد. به عنوان مثال، بارکر و مولر (۲۰۰۲) در مورد اهمیت سطح مدیرعاملان بحث می کنند و می فهمند که وقتی سطح تحصیلات آنها بالاتر باشد، مدیران عامل احتمالاً استراتژی های نوآوری در بازار را بهتر اتخاذ می کنند. علاوه بر این، مدیران عامل با سطح تحصیلات بالاتر توانایی و تمایل بیشتری برای اتخاذ نوآوری دارند (بانتل و جکسون<sup>۵</sup>، ۱۹۸۹). بارکر و مولر (۲۰۰۲) اظهار داشتند که مدیران عامل با تحصیلات عالی کمتر در معرض خطر هستند و تمایل دارند ایده های جدید، تغییرات ابتکاری و فرصت های سرمایه گذاری را بپذیرند. با پیوند بین ویژگی های مدیر عامل و استراتژی شرکت، ارنس و ریول (۲۰۱۳) نشان می دهند که سطح تحصیلات مدیر عامل در انتخاب های استراتژیک یک شرکت منعکس می شود. علاوه بر این، جلبرت و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) اظهار داشتند که بین سطح تحصیلات مدیر عامل و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود

4 - Bertrand and Schoar

5 - Bantel and Jackson

6 - Jalbert et al

دارد. علاوه بر این، تفاوت در تکنیک های مدیریت ریسک به سطح تحصیلات بستگی دارد. جلتکانز و بلک<sup>۷</sup> (۲۰۰۱) مشخص کردند مدیران عامل با سطح تحصیلات بالاتر در استفاده از تامین مالی خارجی برای اهداف مدیریت ریسک رضایت بیشتری دارند؛ بنابراین، آنها وجه نقد را به حداقل می رسانند (برگر و همکاران، ۲۰۱۴). همچنین، ملیر و ژو<sup>۸</sup> (۲۰۰۹) دریافتند که سطح تحصیلات مدیرعامل با اهرم های مالی شرکت ارتباط مثبت دارد؛ بنابراین، تفاوت در کارآیی در تامین مالی خارجی به دلیل اختلاف در سطح تحصیلات وجود دارد. از آنجا که سرمایه گذاران با توجه به سطح تحصیلات متنوع خود از هر یک از مدیران عامل انتظارات متفاوتی دارند، ارزش بازار شرکت احتمالاً یکسان نخواهد بود. هنگامی که رابطه بین سطح تحصیلات و سابقه کسب و کار زیاد باشد، پیوند بین سطح تحصیلات و فعالیت مجرمانه شرکت ها قویتر می شود، بنابراین، تمایل به نگه داشتن پول نقد که یکی از مشکلات متمایز در مسئله نمایندگی است، بسته به سطح تحصیلات مدیرعامل متفاوت است و این به ارزیابی متفاوت یک سرمایه از سرمایه گذاران منجر می شود.

### پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

۱- با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پیشنهاد می شود در انتخاب مدیران عامل به رشته تحصیلی آنان توجه شود و با توجه به نتایج به دست آمده مدیران عاملی که دارای رشته تحصیلی بازرگانی و یا مهندسی هستند دارای ارزش بازار نگهداشت وجه نقد بیشتری بوده اند از اینرو در شرایط تورمی این امر سبب بهبود قدرت خرید شرکت می شود. همچنین پیشنهاد می شود مدیران عاملی که دارای رشته تحصیلی بازرگانی و یا مهندسی هستند انتخاب گردند زیرا افزایش ارزش وجه نقد در شرکت ایجاد می گردد.

۲- با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم مبنی بر ارتباط منفی بین سابقه آموزشی مدیرعامل و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد، پیشنهاد می شود سرمایه گذاران شرکت ها اهمیت وجه نقد را به عنوان مساله ای مهم در ارزیابی تصمیمات خود مد نظر قرار دهند و بر مقطع تحصیلی آنان به عنوان عاملی موثر بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد توجه داشته باشند. با توجه به طولانی بودن گردآوری داده های ویژگی های مدیرعامل برای سرمایه گذاران به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود اطلاعات این داده ها را در اختیار این افراد قرار دهد تا بتوانند اطلاعات تصمیم گیری خود را به موقع تعدیل کنند. همچنین پیشنهاد می شود تحلیل گران مالی از اطلاعات سابقه آموزشی مدیرعامل به عنوان عاملی موثر بر تصمیمات بازار سرمایه مورد واکاوی قرار دهند.

### پیشنهادات برای تحقیقات آتی

با توجه به نتایج تحقیق و سوالاتی که طی انجام آن برای محقق مطرح گردید، جهت تکمیل این تحقیق و انجام تحقیقات بیشتر در حوزه های مرتبط با این پژوهش پیشنهادات زیر ارائه میشود:

۱- انجام تحقیق حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تأثیر صنعت.

۲- بررسی رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد و ارزش مازاد آن

۳- ارتباط بین سیاست های محافظه کارانه دارایی های جاری با نگهداشت وجه نقد و ارزش مازاد آن

۴- ارتباط بین جنسیت مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد و ارزش مازاد آن

7 - Geletkanycz and Black

8 - Miller and Xu

## منابع

۱. ازوجی، زهره. (۱۳۹۹). تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. موسسه آموزش عالی پویندگان دانش.
۲. بروشم، سمیه. (۱۳۹۷). راهبردهای رقابتی و ارزش نهایی وجه نقد. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. موسسه آموزش عالی.
۳. 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.
۴. 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 شرکت ها. پژوهش های تجربی حسابداری مالی. شماره ۳۸. صص ۱۷۶-۱۵۱.
۵. روستا، منوچهر و بزرگ اصل، موسی. (۱۳۹۸). توانمندی مدیران بر ارزش نهایی وجه نقد. پیشرفت های حسابداری. دوره ۱۱. شماره ۱. صص ۶۷-۱۰۰.
۶. صفری گرایی، مهدی و دهقان، فریبا. (۱۳۹۶). کیفیت حسابداری و ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت ها. حسابداری مدیریت. شماره ۳۲. صص ۵۹-۷۰.
۷. علیزاده، محمد؛ خانجانی مامودان، کامران و بینا، طیبه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین دانش مالی و دوره تصدی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یازدهمین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
۸. شریعتی، فاطمه. (۱۳۹۸). بررسی آثار مدیریت سود واقعی بر ارزش نهایی وجه نقد شرکت ها با در نظر گرفتن نقش های تعدیل کننده هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
۹. مرادی، مهدی، جباری نوقانی، مهدی و بیات، نعیمه. (۱۳۹۶). رابطه بین مازاد نقدینگی پایدار و ارزش نهایی وجه نقد. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابداری. شماره ۳۳. صص ۸۱-۱۰۶.
10. Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2018). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*.
11. Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., 2009. Why do US firms hold so much more cash than they used to? *J. Financ.* 64, 1985–2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>.
12. Denis, D.J., Sibilkov, V., 2009. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Rev. Financ. Stud.* 23, 247–269. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp031>.
13. Dittmar, A., Duchin, R., 2016. Looking in the rearview mirror: the effect of managers' professional experience on corporate financial policy. *Rev. Financ. Stud.* 29, 565–602. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv051>.
14. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *J. Financ. Econ.* 83, 599–634. <https://doi.org/10.1016/j.jfneco.2005.12.006>.



15. Dutton, J.E., Duncan, R.B., 1987. The influence of the strategic planning process on strategic change. *Strateg. Manag. J.* 8, 103–116. <https://doi.org/10.1002/smj.4250080202>.
16. Drobetz, W, M.Gruninger and S.Hirschvogel, (2010), Information Asymmetry and the value of Cash, *Journal of Banking and Finance*, Vol.10.,pp.2168-2184.
17. Fama, E.F., French, K.R., 1998. Taxes, financing decisions, and firm value. *J. Financ.* 53, 819–843. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>.
18. Gan H. Park M S. (2017). CEO managerial ability and the marginal value of cash. *Advances in Accounting*, 38: 126–135.
19. Hambrick, D.C., Mason, P.A., 1984. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Acad. Manag. Rev.* 9, 193–206. <https://doi.org/10.2307/258434>.
20. Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 87 (3), 535-555
21. Hitt, M.A., Tyler, B.B., 1991. Strategic decision models: integrating different perspectives. *Strateg. Manag. J.* 12, 327–351. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120502>
22. Kusnadi, Y., 2011. Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pac-Basin. Financ. J.* 19, 554–570. <https://doi.org/10.1016/j.pacfn.2011.04.002>.
23. Lewis, B.W., Walls, J.L., Dowell, G.W., 2014. Difference in degrees: CEO characteristics and firm environmental disclosure. *Strateg. Manag. J.* 35, 712–722. <https://doi.org/10.1002/smj.2127>.
24. 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), 1069–1090. doi:10.1080/1540496x.2018.1518778
25. Malmendier, U., Tate, G., 2005. CEO overconfidence and corporate investment. *J. Financ.* 60, 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.
26. Mun, Seung Hun.H and Dongwook. S. (2020). The impact of CEO educational background on corporate cash holdings and value of excess cash. *Pacific-Basin Finance Journal* 61 (2020) 101339
27. Opler, T., Pinkowitz, L., & Williamson. (1999). The Determinants and Implications Of Cash Holdings, *Journal Of Financial Economics*, 52, 3-46.
28. Orens, R., Reheul, A.-M., 2013. Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs? *Eur. Manag. J.* 31, 549–563. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.003>.
29. Pinkowitz, L. & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of Cash holding faculty. Available at URL: [http://www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=355840&download](http://www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355840&download).
30. Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 2006. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *J. Financ.* 61, 2725–2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>.
31. Ru.CH.Y, 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*
32. Shin, M., Kim, S., Shin, J., & Lee, J. (2018). Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901–920. doi:10.1080/1540496x.2016.1273767

33. Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2018). Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *Journal of Corporate Finance*, 48, 49–75. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017
34. Zacharias, N.A., Six, B., Schiereck, D., Stock, R.M., 2015. CEO influences on firms' strategic actions: a comparison of CEO-, firm-, and industry-level effects. *J. Bus. Res.* 68, 2338–2346. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.03.045>.



# The effect of the CEO's educational background and tendencies on the market value of cash holding in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Vahid Osko<sup>1</sup>

Mohammad Reza Nehtani<sup>2</sup>

Date of Receipt: 2022/04/07 Date of Issue: 2022/05/18

## Abstract

The importance of cash in the capital market due to rising inflation and declining monetary value has led in recent years to the attention of researchers to study the factors affecting the holding and holding value of cash. Therefore, in this study, the effect of the educational background and attitudes of the CEO on the market value of cash holding in companies listed on the Tehran Stock Exchange has been investigated. The independent variables in this study were the degree and field of study of the CEOs of stock exchange companies. The value of cash holding was measured using the Falkander and Wong (2006) model. The statistical population of this study was all companies listed on the Tehran Stock Exchange and the period of data collection from 2014 to 2020. Statistical results using the panel data technique showed that the educational background of the CEO, including the field and degree, had a significant relationship with the value of cash holdings. Therefore, investors and other capital market participants are advised to consider the training background of the CEO along with other components affecting their economic decisions.

## Keywords

CEO's educational background, field of study, degree, cash hold, cash hold value

1. Assistant Professor, Department of Administrative and Economic Sciences, Faculty of Humanities and Sports Sciences, Gonbad Kavous University, Gonbad Kavous, Iran. (vahidoskou@gonbad.ac.ir)

2. Master student of accounting, Shams Gonbad Kavous Higher Education Institute, Gonbad Kavous, Iran.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی