

## Effect of Managers' Narcissism on Speed of Adjustment of Cash with Emphasis on the Role of Managerial Ability in Tehran Stock Exchange<sup>1</sup>

Allah Karam Salehi<sup>1</sup>, Javad Acharavi<sup>2</sup>, Abdolkarim Farhanian<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Assistant Professor, Department of Accounting, Masjed Soleiman Branch, Islamic Azad University, Masjed Soleiman, Iran. a.k.salehi@iaumis.ac.ir

<sup>2</sup>M.Sc., Department of Accounting, Khorramshahr International Branch, Islamic Azad University, Khorramshahr, Iran (Corresponding Author). acaravi1975@gmail.com

<sup>3</sup>M.Sc., Department of Accounting, Khorramshahr International Branch, Islamic Azad University, Khorramshahr, Iran. akfarhanian@bipc.org.ir

### Abstract

This study investigates the adjustment effect of management ability on the relationship between managers' narcissism and speed of adjustment of cash in the Tehran stock exchange during the period 2014 to 2020 using the information of 115 selected companies. The results of the research hypotheses showed that managers' narcissism increases the level of cash holding and thus increases the speed of adjustment of cash. This result is consistent with the theory of free cash flow, which states that people who tend to be more insecure and narcissistic about their performance in more difficult tasks are more attracted to risky growth opportunities and the challenge of keeping cash. The results also showed that the ability of management reduces the speed of adjusting cash holdings so that companies with highly capable managers prefer to maintain a lower level of cash in the company and spend the excess cash on investing in profitable projects to increase shareholder wealth. At the same time, it modulates the ability to manage the relationship between managers' narcissism and speed of adjustment of cash and reduces the intensity of the positive relationship between them. This result shows that capable managers have a better ability to predict possible future shocks than cash flow and are able to determine the optimal level of retained cash so that these managers can manage liquidity efficiently and have peaceful relationships with lenders or suppliers. They are better able to cope with low cash balances, which will reduce their motivation to raise cash levels.

**Keywords:** Management Ability, Managers' Narcissism, Speed Adjustment of Cash, Tehran Stock Exchange.

1. Received: 2021/06/30 ; Accepted: 2021/09/16

© the authors

Publisher: Qom Islamic Azad University



## تأثیر خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تاکید بر نقش توانمندی مدیران در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

اله کرم صالحی<sup>۱</sup>، جواد عجزاوی<sup>۲</sup>، عبدالکریم فرهانیان<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد مسجد سلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجد سلیمان، ایران. a.k.salehi@iaumis.ac.ir

<sup>۲</sup> کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد بین‌المللی خرمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، خرمشهر، ایران (نویسنده مسئول).  
acravi1975@gmail.com

<sup>۳</sup> کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد بین‌المللی خرمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، خرمشهر، ایران. akfarhanian@bipc.org.ir

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تاکید بر نقش توانمندی مدیران در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ با استفاده از اطلاعات ۱۱۵ شرکت منتخب می باشد. برای تخمین مدل پژوهش از روش حداقل مربعات تعمیم یافته با رویکرد داده‌های تابلویی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که خودشیفتگی مدیران باعث افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و در نتیجه افزایش سرعت تعدیل نگهداشت آن می‌شود. این نتیجه مطابق نظریه جریان نقد آزاد بوده که بیان می‌کند افرادی که گرایش به بیش‌اطمینانی و خودشیفتگی بالاتری در خصوص عملکرد خود در زمینه کارهای دشوارتر دارند، بیشتر به سمت فرصت‌های رشد خطرپذیر و چالشی جذب می‌شوند که به نگهداشت وجه نقد بیشتری نیاز دارند. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریت باعث کاهش سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد می‌شود به گونه‌ای که شرکت‌هایی که از مدیران با توانایی بالایی برخوردار هستند ترجیح می‌دهند تا سطح وجه نقد کمتری را در شرکت نگهداری کنند و وجوه نقد مازاد را صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآوری به منظور افزایش ثروت سهامداران نمایند. ضمن اینکه توانایی مدیریت رابطه بین خودشیفتگی مدیران و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را تعدیل نموده و از شدت رابطه مثبت بین آنها می‌کاهد. این نتیجه نشان می‌دهد که مدیران توانا، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادر هستند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند.

**کلیدواژه‌ها:** توانایی مدیریت، خودشیفتگی مدیران، وجه نقد، بورس اوراق بهادار تهران.

## ۱. مقدمه

در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها به یکی از مسائلی شایان توجه در ادبیات تأمین مالی تبدیل شده است. اگرچه وجه نقد نگهداری شده در تاریخ ترازنامه، دارایی مهمی برای شرکت محسوب می‌شود، اما نگهداری بیش از اندازه آن می‌تواند نشانه‌ای از ناکارآمدی در تخصیص منابع باشد و هزینه‌های زیادی را بر شرکت تحمیل کند. یکی از عواملی که منجر به مدیریت کاراتر عملیات شرکت می‌شود، توانایی مدیران اجرایی شرکت‌ها است. به ویژه در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد و حیات بالنده و رو به رشد سازمان‌ها را تضمین کند. به عبارت دیگر، مدیران کارا، توانایی استفاده بهینه از منابع موجود را در فرآیند تحقق هدف‌های سازمانی دارند و از منابع محدودی که در اختیار سازمان است، بیشترین نرخ بازده را ایجاد می‌کنند (جعفری، ۱۳۹۸).

جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) بیان می‌کند که ویژگی‌های فردی مدیریت مثل علایق شخصی و تمایلات او، بر استفاده از پول نقد تأثیر می‌گذارد، چون پول نقد موجود تحت کنترل مدیریت است. یکی از این ویژگی‌های شخصیتی که ممکن است بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار باشد، بیش اطمینانی مدیریت می‌باشد. بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود می‌تواند اعتماد به نفس کاذب درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف شود. مدیران بیش اطمینان، به طور سیستماتیک احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد، و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کم‌تر از حد تخمین می‌زنند (چن<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). در نتیجه آنان با چنین نگرش مثبتی نسبت به جریان‌های نقدی آتی، به انباشت وجه نقد کم‌تری می‌پردازند. علاوه بر این، تصمیمات نادرست آنها درباره وجه نقد و عدول از سطح بهینه وجه نقد، موجب هزینه نمایندگی بین مدیران و مالکان می‌شود و این مسئله خود، منجر به کاهش سطح نگهداشت وجه نقد می‌گردد (چو، چوی و کیم<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸).

پژوهش پیرامون نظریه‌های مالی رفتاری و به ویژه خودشیفتگی و بیش اطمینانی مدیران طی چند سال اخیر از جمله حوزه‌های بااهمیت پژوهش‌های دانشگاهی در جهان بوده است؛ اما این

1. Jensen
2. Chen & et al.
3. Cho Choi & Kim

موضوع در ایران جزء موضوعات نسبتاً جدید محسوب می‌شود. این در حالی است که ساختارهای خاص فرهنگی در ایران لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی مالی رفتاری را اجتناب‌ناپذیر می‌کند. به خصوص اینکه چنین موضوعی برای بسیاری از فعالان حوزه مالی، قلمرو ناشناخته‌ای بوده و آن‌ها لزوماً برای مقابله با چالش‌های پیش روی آن به خوبی تجهیز نشده‌اند. تئوری مالی- رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوانیم شرایط شرکت‌ها و بازار را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل کنیم. اندیشمندان این رشته بیان می‌کنند که مالی رفتاری می‌تواند بیان‌کننده علت برخی استثنای‌های تجربی موجود در نظریه‌های رایج مالی باشد، زیرا گاهی افراد تحت تأثیر احساساتشان، رفتاری کاملاً متفاوت با منطق اقتصادی از خود نشان می‌دهند. بنابراین، درک آثار ویژگی‌های شخصیتی افراد بر سازمان از اهمیت بسزایی برخوردار است (خواجه‌وی و رحمانی، ۱۳۹۷).

تحقیقات انجام شده قبلی بیشتر به بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و سایر متغیرهای حسابداری یا مالی پرداخته‌اند، اما در این پژوهش به بررسی تأثیر خودشیفتگی (بیش اطمینانی) مدیریت بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و سپس تأثیر نقش توانایی مدیریت به عنوان یک متغیر تعدیل‌گر بر رابطه بین این دو متغیر پرداخته می‌شود. برای این منظور جهت اندازه‌گیری سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، از مدل رگرسیونی لوزانو و دوران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) و مطابق با پژوهش چن و همکاران (۲۰۲۰)، برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی (خودشیفتگی) از شاخص اختلاف سود هر سهم پیش‌بینی شده و واقعی و همچنین به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی کویی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) استفاده شده است.

ضرورت انجام تحقیق حاضر از چند بُعد حائز اهمیت است:

**اول**، کسب حداکثر بازده از طریق وجه نقد برای ذی‌نفعان شرکت به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه، همیشه از اهمیت خاصی برخوردار بوده و می‌تواند به عنوان عامل موثری در انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه مورد استفاده قرار گیرد. لذا، بررسی و آگاهی از آن برای سرمایه‌گذاران مفید خواهد بود.

**دوم**، بیش اطمینانی مدیریت، به عنوان یکی از ویژگی‌های رفتاری می‌تواند تصمیم‌گیری مدیران

1. Lozano & Durán

2. Cui & et al.

را در زمینه نگهداشت وجه نقد تحت تاثیر قرار دهد. به علاوه، براساس برخی از تحقیقات پیشین مانند دشماخ، گول و هاو<sup>۱</sup> (۲۰۱۵)، بیش‌اعتمادی به عنوان یکی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران، موجب انباشت وجه نقد کم‌تری در شرکت می‌شود. بنابراین، بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر مقوله‌هایی مانند سرعت تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد و اثر تعاملی توانایی مدیریت بر این رابطه می‌تواند به فعالان بازار سرمایه در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی کمک نماید. لذا، مطالعه تأثیر خودشیفتگی مدیریت بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و نقش توانایی مدیریت بر این رابطه ضروری به نظر می‌رسد و یکی از خلاءهای موجود در تحقیق‌های داخلی در بازار سرمایه ایران می‌باشد که در این تحقیق به آن پرداخته می‌شود. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

- ۱) نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با اطمینان بیش از حد مدیریت، نگهداشت وجوه نقد و توانایی مدیریت گردد.
- ۲) نتایج تحقیق به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار موسسات حسابرسی، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرار دهد.
- ۳) نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع تحقیق پیشنهاد نماید.
- ۴) نتایج این پژوهش می‌تواند در خصوص این مسأله که مدیران شرکت‌های ایرانی کدام یک از نظریه‌های وجوه نقد را در شرکت‌ها پیاده می‌کنند، مفید باشد.

## ۲. مبانی نظری

در جهان پرتلاطم امروزی، سازمان‌ها و جوامع با تحولات شگرف محیطی و فناوری و به تبع آن، تجارت جهانی و جهانی شدن روبه‌رو هستند و توان دستیابی به سطح مطلوبی از عملکرد در هاله‌ای از ابهام فرورفته است. در این رهگذر، وجود نظام مدیریتی مقتدر و کارآمد می‌تواند حیات بالنده و رو به رشد سازمان را تضمین کند. به عبارت دیگر، در صورت اقتدار و توانمندی این رکن مدیریت سازمان است که حُسن عملکرد سازمان‌ها در شرایط فعلی ایجاد می‌شود (سان، یانگ و

رحمان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). نکته این است که تا مدیر توانا و کارآمد نباشد، نمی‌تواند در همکاران و زیردستان خود نفوذ کند، زیرا عدم برخورداری از توانایی‌های لازم در انجام کارها، باعث می‌شود تا کارکنان با ایجاد روابط غیررسمی سعی در رفع و رجوع کردن امور کنند، افراد از وظیفه‌های اصلی خود خارج شوند و با تصمیم‌های نابه‌جا به کل سیستم ضربه بزنند (دمرجیان<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). لذا، یکی از دارایی‌های نامشهود ارزشمند شرکت‌ها، قابلیت و توانایی مدیران بوده که توجه به آنها باعث بهبود عملکرد سازمان و افزایش توان رقابت در بازار می‌شود. برای جلوگیری از سوء استفاده از دارایی‌ها به ویژه وجوه نقد و به منظور حفظ توان پرداخت به موقع تعهدهای واحد تجاری و جلوگیری از آسیب رسیدن به موقعیت اعتباری و عدم بلااستفاده ماندن آن، داشتن برنامه‌ریزی نقدی مناسب لازم بوده و توانایی مدیریت به عنوان عامل مدیریت وجوه نقد دارای اهمیت است (هوانگ، لیائو و چانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵).

از آنجا که وجه نقد نوعی دارایی غیرمولد است، نگهداشت بیش از اندازه‌ی آن، به علت عدم بازدهی، موجب کاهش کارایی و ارزش شرکت می‌شود. از طرفی، پایین بودن وجه نقد نگهداری شده ممکن است موجب شود که شرکت نتواند برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، پیش قدم شود و نیز احتمال بروز مشکلات مالی را افزایش می‌دهد. بنابراین، مدیریت کارآمد با انگیزه‌ی حداکثرسازی ثروت سهامداران، به دنبال نگهداری مقدار مطلوب این نوع دارایی می‌باشد (سرلک و همکاران، ۱۳۹۷). از طرف دیگر اوزکان و اوزکان<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) بیان می‌کنند که منافع شخصی مدیران ایجاب می‌نماید که وجه نقد زیادی را نگهداری کنند که به بهای از دست رفتن منافع سهامداران تمام می‌شود. البته نگهداری وجه نقد می‌تواند شرکت‌ها را نیز از نیاز به تأمین مالی خارجی پرهزینه برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو بی‌نیاز نماید. در صورتی که هزینه‌های انتخاب غلط تأمین مالی خارجی و یا هزینه‌های بحران‌های مالی، بسیار بالاتر باشند، شرکت‌ها به منظور مقابله با کمبودهای غیرمترقبه وجه نقد و نیز تأمین مالی جهت سرمایه‌گذاری‌هایی که برای شرکت دارای ارزش خالص مثبت است، سعی در داشتن نقدینگی بالا

1. Sun, Yung & Rahman
2. Demerjian
3. Huang, Liao & Chang
4. Ozkan & Ozkan

خواهند نمود (کو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). میلر<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۱) معتقدند، نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها برای اهداف معاملاتی است. به علاوه، انگیزه‌های دیگری از قبیل احتیاطی، هزینه نمایندگی، محدودیت مالی، تئوری جریان نقد آزاد و تنوع‌بخشی برای نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود (تونگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). یکی از تئوری‌هایی که در تبیین ویژگی‌های شرکتی و عوامل موثر بر مانده وجه نقد مورد استفاده قرار گرفته، تئوری جریان نقد آزاد است. جریان نقد آزاد، جریان نقدی است که مازاد بر آنچه برای تأمین مالی حاوی خالص ارزش فعلی مثبت مورد نیاز است، باقی می‌ماند. مطابق با این تئوری، تضاد منافع موجود بین مدیران و سهامداران موجب می‌گردد که مدیران به منظور دنبال نمودن پروژه‌ها و اهداف خود، تمایل بالایی را برای انباشت وجوه نقد داشته باشند (فریرا و ویلا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴).

با توجه به موارد یاد شده، شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، یک سطح هدف را برای میزان نگهداری وجه نقد در نظر خواهند گرفت و سعی بر آن خواهند داشت تا همواره وجه نقد جاری را به سمت سطح هدف تعدیل کنند. بر این اساس دو الگوی توازن ایستا و توازن پویا در رابطه با تعدیل نگهداشت وجه نقد کاربرد دارند (ونکیتشواران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱). در الگوی توازن ایستا یک سطح هدف وجه نقد تعیین می‌شود و فرض بر این است شرکت‌ها بعد از تغییر در خصوصیات‌شان و یا ایجاد شوک، بلافاصله به سطح هدف خود برمی‌گردند. در الگوی نگهداشت وجه نقد پویا (تعدیل جزئی)، فرض بر این است که شرکت‌ها با تأخیر، وجه نقد موجود را به سمت ساختار وجه نقد هدف تعدیل می‌کنند (دیتمار و داچین<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰). این تأخیر در تعدیل به دلیل وجود ناسازگاری بازار و هزینه‌های تعدیل است. در واقع در بازار سرمایه ناقص، وجود ناسازگاری بین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی موجب می‌شود تا شرکت‌ها قادر نباشند به سرعت خود را با وضعیت بازار و صنعت وفق دهند (اولر و پیسونی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴).

1. Ku & et al.
2. Miller
3. Tong
4. Ferreira & Vilela
5. Venkiteshwaran
6. Dittmar & Duchin
7. Oler & Picconi

مرور ادبیات در حوزه مالی رفتاری نشان می‌دهد که رفتارهای شخصی مدیران بر خط‌مشی‌ها و سیاست‌های شرکت تاثیر قابل توجهی می‌گذارند. در واقع مدیران به دلیل عوامل احساسی، خوش‌بینی، عقلانیت محدود، محدودیت زمانی، قضاوت و عوامل اجتماعی سوءگیری‌های رفتاری از خود نشان می‌دهند، که این عوامل می‌تواند در بلندمدت آثار ناگواری برای سرمایه‌گذاران و شرکت در پی داشته باشد. اطمینان بیش از حد مدیران، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن به شمار می‌رود که اصل و اساس آن موضوعات روان‌شناختی است. از دید روانشناسان، فردی دارای ویژگی‌های رفتاری فرا اطمینانی است که به دقیق بودن اطلاعات و دانش خود اطمینان دارد، در صورتی که ممکن است در واقعیت اینگونه نباشد. وجود این خصیصه در مدیران، موجب تخمین بیش از حد دانش و توانایی آنها در ایجاد بازده و جریان‌های نقدی آتی و نادیده گرفتن مهارت رقبا می‌شود (سرلک، فرجی و جودکی، ۱۳۹۷). از طرف دیگر، توجه به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، از مهم‌ترین وظایف مدیران در فرایند مدیریت مالی است، زیرا از یک سو کمبود وجه نقد موجب می‌شود که شرکت در انجام به موقع فعالیت‌های تجاری با مشکل مواجه شود و از سوی دیگر، نگهداری بیش از اندازه وجه نقد، هزینه نمایندگی را در پی دارد. در واقع، تداوم فعالیت، سودآوری و سلامت اقتصادی واحدهای تجاری مستلزم ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی آنان است (گیزانی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). بیش اطمینانی یکی از ویژگی‌های رفتاری مدیران، از مهم‌ترین یافته‌ها در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری محسوب می‌شود. بیش اطمینانی، تعصبی خوش‌بینانه در انتظارات از خروجی‌های آتی، یا ارزیابی کم‌تر از واقع احتمال خطرپذیری (ریسک)ها و رویدادهای منفی تعریف شده است (هوانگ-میر، لمبرتیدس و استیلی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶).

در ادبیات مالی و حسابداری شواهد محکمی در خصوص تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سرمایه‌گذاری‌ها، تقسیم سود، کنترل‌های داخلی، محافظه‌کاری و... ارائه شده است (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳؛ بولو و حسنی القار، ۱۳۹۴؛ دشماخ و همکاران، ۲۰۱۵). ارائه چنین شواهدی در خصوص تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست‌های مختلف شرکت، به صورت بالقوه بیانگر تاثیر این ویژگی بر وجه نقد نگهداری شده است (چن و همکاران، ۲۰۲۰). مطالعات انجام شده نشان می‌دهد یافته‌های متناقضی در خصوص تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر وجه نقد نگهداری

1. Guizani

2. Huang-Meier, Lambertides & Steeley



بدست آمده است. به طور نمونه نتایج پژوهش اکتاس، لوکا و پتمزاس<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) و هوانگ-میر، لمبرتیدس و استیلی (۲۰۱۶) بیانگر اثر مثبت بیش اطمینانی مدیران بر وجه نقد نگهداری شده و حساسیت جریان وجه نقد است. آن‌ها چنین استدلال می‌کنند که مدیران بیش اطمینان به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند تا از این طریق از تأمین مالی آتی خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنان بی‌جهت هزینه‌بر است. براساس مبنای بیش اطمینانی مدیران، افرادی که گرایش به بیش اطمینانی و خودشیفتگی بالاتری در خصوص عملکرد خود در زمینه کارهای دشوارتر دارند، بیشتر به سمت فرصت‌های رشد خطرپذیر و چالشی جذب می‌شوند. تفسیر این موضوع در خصوص شرکت‌هایی که به دست مدیران بیش اطمینان اداره می‌شوند، بدین مفهوم است که نگهداری وجه نقد بیشتر، به آنها در بهره‌برداری از فرصت‌های رشد کمک می‌کند. این موضوع منطبق با انگیزه احتیاطی برای نگهداری وجه نقد به منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش فعلی مثبت در طی دوره‌هایی بوده که تأمین مالی خارج از شرکت هزینه‌بر است (اسچراند و زچمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). چمانور، پکلیس و سیمونیان<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) و فرانسیس، سان و وو<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) نیز نشان دادند که شرکت‌های دارای مدیران تواناتر قادرند که با شرایط مطلوب‌تری به تأمین مالی خارجی دسترسی داشته باشند. همچنین از آنجا که مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کسب کنند، در نتیجه، سرمایه‌گذاری بهتری داشته و دستیابی به نتیجه مطلوب با احتمال بیشتری وجود دارد. لذا، می‌توان انتظار داشت که مدیریت وجه نقد نیز در آنان بهتر باشد. علاوه بر این چن و همکاران (۲۰۲۰) بیان می‌کنند که مدیران توانمند قادر هستند تا با نگهداری سطح بهینه از وجه نقد، میزان ثروت سهامداران را افزایش دهند. علاوه بر این، نتایج مطالعات انجام شده نشان می‌دهد مدیران بیش اطمینان سود کم‌تری تقسیم می‌کنند و این موضوع نیز می‌تواند ناشی از انگیزه‌های آنان برای نگهداشت وجوه نقد بیشتر باشد (گیزانی، ۲۰۱۷). از طرف دیگر، نتایج پژوهش دشماخ و همکاران (۲۰۱۵) در این رابطه حاکی از آن است که مدیران خودشیفته و

1. Aktas, Louca & Petmezas
2. Schrand & Zechman
3. Chemmanur, Paeglis & Simonyan
4. Francis, Sun & Wu

بیش اطمینان ممکن است هزینه‌های فعلی تأمین مالی خارج از شرکت را بی‌جهت هزینه‌بر تلقی کنند و بنابراین، سرمایه‌گذاری‌های جاری را از طریق منابع داخلی تأمین مالی کنند که این موضوع باعث کاهش وجه نقد نگهداری شده می‌شود. علاوه بر این پژوهش چن و همکاران (۲۰۲۰) نیز بیانگر این موضوع است که مدیران دارای بیش‌اعتمادی، سطح بیشتری از وجه نقد را در شرکت نگهداری می‌کنند که بیانگر نظریه موازنه می‌باشد.

لذا، با توجه به مطالب بالا و عدم وجود نتیجه یکسان در خصوص تاثیر خودشیفتگی و توانایی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، پژوهش حاضر تلاش دارد تا به بررسی تجربی تاثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تاکید بر نقش توانمندی مدیران بپردازد.

### ۳. پیشینه پژوهش

چن و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر خودشیفتگی (بیش‌اعتمادی) مدیران بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس چین طی بازه زمانی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۱۹، با استفاده از اطلاعات ۱۵۴۵ شرکت پرداختند. نتایج نشان داد که بیش‌اعتمادی مدیران باعث افزایش سطح نگهداشت وجه نقد می‌شود. به عبارتی مدیران دچار بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی آتی شرکت تحت مدیریت خود را بیشتر برآورد می‌کنند و اعتقاد دارند که شرکت آنها در بازار کم‌تر از واقع قیمت‌گذاری شده است. این موضوع باعث کاهش تمایل آنها برای استفاده از تأمین مالی آتی خارج از شرکت می‌شود و به نگهداری ذخیره وجه نقد احتیاطی از جریان‌های نقدی عملیاتی، به منظور استفاده در فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو اقدام می‌کنند.

چو، چوی و کیم (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین توانایی مدیران و سرعت نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها که با استفاده از اطلاعات ۱۹۵ شرکت طی بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۵ در بورس فرانسه انجام گرفت، نشان داد زمانی که شرکت از شرایط نقدینگی خوبی برخوردار بوده و مازاد نقدینگی دارد، توانایی مدیریت رابطه منفی با سرعت تعدیل وجه نقد خواهد داشت. همچنین نتایج نشان داد شرکت‌هایی با توانایی مدیریتی بالاتر، در صورت داشتن پول نقد اضافی، کم‌تر به سرمایه‌گذاری ناکارآمد (ناکارایی سرمایه‌گذاری) می‌پردازند و این بدان معناست که مدیران با توانایی بالا مایل هستند مقدار زیادی پول نقد را برای انجام به موقع سرمایه‌گذاری نگاه دارند.

هوانگ- میر، لمبرتیدس و استیلی (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان «انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد: اثر خوش‌بینی مدیران»، به بررسی اثر خوش‌بینی مدیران بر انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که مدیران خوش‌بین تمایلی به استفاده از تأمین مالی خارج از شرکت ندارند. به همین دلیل، وجه نقد بیشتری به منظور استفاده در فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو ذخیره می‌کنند و وجه نقد بیشتری به عنوان ذخیره احتیاطی به منظور استفاده در شرایط نامساعد نگهداری می‌نمایند. در مجموع نتایج آنها نشان داد خوش‌بینی مدیران نقش مهمی در سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها دارد.

دشماخ و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان «اثر خوش‌بینی مدیریت بر وجه نقد نگهداری شده»، نشان دادند بیش‌اطمینانی مدیران باعث کاهش وجه نقد نگهداری شده می‌شود. همچنین، یافته‌های این پژوهش بیانگر آن است که حساسیت جریان نقدی وجه نقد در شرکت‌های دارای مدیران بیش‌اطمینان، منفی است.

ذبیحی و شعبانی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی نگهداشت وجه نقد، توانایی مدیران و اختیار مدیریتی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور از اطلاعات ۱۳۹ شرکت در دوره زمانی شش ساله بین سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۷ استفاده شد. نتایج نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها وجود دارد و اختیار مدیریت دارای اثر معناداری بر رابطه بین توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد. به طور مشخص، اختیار بالا موجب اثرگذاری مستقیم و اختیار پایین دارای اثر معکوسی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها است.

صالحی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر وجه نقد نگهداری شده پرداختند. به همین جهت اطلاعات مربوط به ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۶ به روش تحلیل داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفت. در این پژوهش خودشیفتگی مدیران از طریق دو معیار پاداش نقدی مدیران و تصویر مدیران مورد سنجش قرار گرفت. نتایج آزمون نشان داد که پاداش نقدی مدیران تأثیر معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد ندارد. در حالی که شاخص هورمون تستوسترون تأثیر مثبت و معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد داشته است.

سرلک و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به واکاوی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین

بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد پرداختند. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۴ و با بهره‌گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تلفیقی، مورد آزمون قرار گرفتند. یافته‌های به دست آمده حاکی از آن است که بین بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی وجود دارد. همچنین حسابرسی با کیفیت، شدت رابطه منفی بین بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد را کاهش نمی‌دهد.

کاشانی‌پور و محمدی (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با وجه نقد نگهداری شده پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۴ بود. نتایج پژوهش نشان داد بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

مدیران بیش اطمینان معتقدند که سهام شرکت‌ها در حال حاضر کم‌تر از قیمت واقعی، قیمت‌گذاری شده است. از دیدگاه آنها، مادامی که سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی درباره سودآوری سرمایه‌گذاری‌های شرکت کسب کنند، قیمت‌گذاری کم‌تر از حد واقعی، طی زمان کاهش می‌یابد (سرلک، فرجی و جودکی، ۱۳۹۷). به پیرو آن، مدیر انتظار دارد که هزینه تأمین مالی در آینده کم‌تر شود و شرایط برای تأمین مالی بهبود یابد، بنابراین، تأمین مالی خارجی را به تأخیر می‌اندازد و با اتکاء بر منابع نقدی داخلی، به تأمین مالی سرمایه‌گذاری جاری می‌پردازد (دیدگاه تئوری سلسله مراتبی). لذا، می‌توان بیان نمود که مدیران دارای بیش اعتماد، مانده نقدی کم‌تری نسبت به مدیران منطقی نگهداری می‌کنند (دشماخ، گول وهاو، ۲۰۱۵). ضمن اینکه، مدیران بیش اعتماد احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند و تأثیر رویدادهای منفی را کم‌تر از واقعیت برآورد می‌نمایند. بنابراین، این نوع مدیران به دلیل نگرش مثبت به آینده، وجه نقد کم‌تری را در شرکت نگهداری می‌کنند. نتایج مطالعات چن و همکاران (۲۰۲۰) نشان می‌دهد که مدیران با فرهنگ فردگرا به دلیل اعتماد بیش از حد به خود و نادیده گرفتن تقاضا برای وجه نقد، به نگهداشت وجه نقد مایل هستند. با این تفاسیر می‌توان فرضیه اول پژوهش را به شرح زیر تدوین کرد:

**فرضیه اول:** خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.

مطالعات متعدد شواهدی ارائه می‌دهند که توانایی مدیریتی بالا به توانایی پیش‌بینی بهتر مربوط می‌شود (لویس - وسترن و مک وی، ۲۰۲۰). تعدیل و تنظیم وجه نقد مستلزم برآورد میزان هدف موجودی نقدی، تعیین اختلاف وجه نقد واقعی از هدف، وجه نقد انباشته شده و یا صرف وجه از طریق سرمایه‌گذاری و توزیع مجدد دارد. این فعالیت‌ها به مدیرانی نیاز دارد تا وضعیت فعلی موقعیت‌های مالی را بررسی و جریان‌های نقدی آینده را پیش‌بینی کنند. علاوه بر این، اینکه شرکت وجه نقد را در سرمایه‌گذاری، بازپرداخت بدهی‌ها یا بازپرداخت سهام صرف کند، به توانایی مدیریتی بستگی دارد تا بتواند فرصت‌های رشد و ارتباط با سرمایه‌گذاران بالقوه فعلی را جذب کند. هنگامی که یک شرکت دارای دارایی‌های نقدی کم‌تری نسبت به سطح مطلوب است، مدیران توانمند مشکل نقدینگی را راحت‌تر و پیشگیرانه‌تر تشخیص می‌دهند، به طوری که از هزینه‌های تأمین مالی خارجی جلوگیری کنند و آن‌ها سرعت تنظیم هزینه‌های نقدی را سریع‌تر در جهت هدف قرار می‌دهند. علاوه بر این، زمانی که شرکت‌ها دارای نقدینگی کم‌تر از سطح مطلوب هستند، مدیران توانمند باید از طریق جلوگیری از هزینه‌های تأمین مالی خارجی، به سرعت تعدیل نقدشوندگی را کنترل نموده و سطح نگهداشت وجه نقد را به حد مطلوب برسانند (کویی و همکاران، ۲۰۱۹). به طور کلی مدیران توانمند، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادر هستند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند، به طوری که این مدیران با مدیریت کارآمد نقدینگی و روابط مسالمت‌آمیز با وام‌دهندگان یا تأمین‌کنندگان، بهتر می‌توانند با موجودی پایین وجه نقد کنار بیایند و این امر موجب کاهش انگیزه آن‌ها برای بالا بردن سطح موجودی نقد خواهد شد که در نهایت به کاهش سرعت تعدیل وجه نقد منجر می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۲۰). با این تفاسیر می‌توان فرضیه دوم و سوم پژوهش را به شرح زیر تدوین کرد:

**فرضیه‌ی دوم:** توانایی مدیریت بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه‌ی سوم:** توانایی مدیریت بر رابطه بین خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

## ۵. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نوع هدف، کاربردی و از نظر شیوه‌ی انجام و ماهیت، توصیفی و از نظر فلسفه، جزء پژوهش‌های اثباتی حسابداری است. از نظر فرآیند اجرا از نوع پژوهش‌های کمی و از

نظر منطقی اجرا نیز جزء پژوهش‌های با رویکرد قیاسی - استقرایی بوده و از نظر بُعد زمانی نیز از نوع پژوهش‌های طولی - گذشته‌نگر است. برای برآورد مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها نیز از بانک اطلاعاتی رهاورد نوین و وبگاه الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده و فرضیه‌های پژوهش نیز براساس داده‌های ترکیبی و به کمک نرم افزار Eviews (نسخه ۱۰) آزمون می‌شوند.

### ۱-۵. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. نمونه این پژوهش شامل شرکت‌هایی است که اطلاعات مالی آنها برای سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۸ در دسترس بوده و سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. همچنین جزء مؤسسات مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد. علاوه بر این در پایان مشاهدات پرت (صدک اول و صدک ۹۹ تمام مشاهدات) و نیز تمام شرکت‌هایی که داده‌های آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس نبود، حذف شدند. پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۱۵ شرکت (۸۰۵ سال-شرکت) به عنوان جامعه آماری انتخاب گردیدند.

### ۲-۵. اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

#### ۱-۲-۵. متغیر وابسته: سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد

برای محاسبه‌ی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به تبعیت از پژوهش لوزانو و دوران (۲۰۱۷) به شرح زیر اقدام می‌شود. سطح بهینه موجودی نقد متأثر از چندین عامل داخلی شرکت می‌باشد (بیټس، کاهل و استالز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹؛ دیتمار و مهارت- اسمیت<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷) که می‌توان آن را به صورت زیر خلاصه کرد:

$$CASH_{it}^* = \beta_1 X_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در این رابطه متغیر  $X$  بیانگر برآوردی از عوامل برونزای موثر بر موجودی نقد شرکت می‌باشد. با توجه به روابط بیان شده با جایگزین کردن عوامل موثر بر سطح وجه نقد هدف جای سطح نقد

1. Bates Kahle & Stulz

2. Dittmar & Mahrt-Smith

هدف  $CASH_{it}^*$  مدل نهایی تعدیل جزئی را می‌توان به صورت زیر نوشت:

$$CASH_{it} - CASH_{it-1} = \alpha + \lambda (CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) + \varepsilon \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه:

در این مدل  $CASH_{it}$  و  $CASH_{it}^*$  به ترتیب مبین نسبت موجودی نقد واقعی (جاری) و موجودی نقد بهینه (هدف) شرکت می‌باشند. همچنین  $CASH_{it} - CASH_{it-1}$  را می‌توان میزان انحراف از سطح وجه نقد بهینه دانست و  $\lambda$  نیز ضریب سرعت تعدیل می‌باشد، که نشان‌دهنده میزان سرعتی است که موجودی نقد جاری شرکت با این نرخ به سمت سطح بهینه در حال حرکت می‌باشد. اما به منظور برآورد رگرسیونی مدل فوق‌مراحتی به صورت زیر طی شده و با ترکیب رابطه (۱) و (۲) رابطه (۳) تشکیل می‌شود:

$$CASH_{it} - CASH_{it-1} = \alpha_0 + \lambda [(\beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon) - CASH_{it-1}] + \varepsilon \quad \text{رابطه (۳)}$$

سپس رابطه (۳) با جایجایی عوامل به صورت رابطه (۴) بازنویسی می‌شود:

$$CASH_{it} = [\alpha_0 + \lambda \beta_0] + (1 - \lambda) * CASH_{it-1} + \lambda \beta_1 X_{it} + [\lambda \varepsilon] + \varepsilon \quad \text{رابطه (۴)}$$

اگر  $\alpha_0 = \beta_0 + \lambda \beta_1$  یک مقدار ثابت باشد، آنگاه  $\alpha_0 = \lambda \beta_1$  ضریب عوامل نقدی شرکت خاص است.  $\alpha = 1 - \lambda$  ضریب  $CASH_{it-1}$  و  $\lambda \varepsilon$  خطای الگو می‌باشد. لذا، با جایگزین کردن عوامل بالا، الگوی نهایی تعدیل جزئی سطح نگهداشت وجه نقد به شکل رابطه (۵) نمایش داده می‌شود:

$$CASH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CASH_{it-1} + \alpha_2 X_{it} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۵)}$$

در این رابطه اگر  $\lambda = 1 - \alpha_1$ ، در واقع همان سرعت تعدیل در نگهداشت وجه نقد است. بنابراین، با برآورد این رابطه و به دست آوردن شاخص  $\alpha_1$ ، توان سرعت تعدیل شرکت بدست می‌آید.

## ۵-۲-۲. متغیر مستقل: خودشیفتگی مدیران (MOC)

برای اندازه‌گیری آن به پیروی از پژوهش اولسن، دورکیس و یوانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، اولسن و استکلبرگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)، هی، چن و یو<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) و چن و همکاران (۲۰۲۰)، از شاخص اختلاف سود هر سهم پیش‌بینی شده و واقعی استفاده شده است. چنانچه سود پیش‌بینی شده از سود واقعی

1. Olsen, Dworkis & Young

2. Olsen & Stekelberg

3. He, Chen & Yue

بیشتر باشد، عدد ۱ خواهد گرفت که در این صورت مدیر، بیش اعتماد (فرا اعتماد) خوانده می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص خواهد داد که در این صورت مدیر فاقد خودشیفتگی محسوب می‌شود.

### ۳-۲-۵. متغیر تعدیلی: توانایی مدیریت<sup>۱</sup>

به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت به پیروی از پژوهش محمدی و صالحی (۱۳۹۶) و کویی و همکاران (۲۰۱۹) از الگویی که دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) ارائه کرده‌اند، استفاده شده است. سنجش توانایی مدیران با استفاده از این الگو در دو گام صورت می‌گیرد: گام اول، ابتدا کارایی شرکت با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها<sup>۲</sup> با در نظر گرفتن بهای تمام شده کالای فروش رفته<sup>۳</sup>، هزینه‌های اداری، عمومی و فروش<sup>۴</sup>، دارایی‌های ثابت مشهود<sup>۵</sup>، اجاره عملیاتی<sup>۶</sup>، مخارج تحقیق و توسعه<sup>۷</sup> و دارایی‌های نامشهود<sup>۸</sup> به عنوان متغیرهای ورودی و فروش شرکت<sup>۹</sup> به عنوان متغیر خروجی سنجیده می‌شود. *DEA* یک مرز کارایی را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند. اندازه کارایی ( $\theta$ ) که *DEA* تولید می‌کند، یک عدد بین صفر و یک است. شرکت‌هایی با نمره کارایی یک، شرکت‌هایی هستند که بسیار کارا بوده و شرکت‌هایی که امتیاز کارایی آن‌ها کم‌تر از یک است، زیر مرز کارایی قرار دارند و باید با کاهش هزینه‌ها یا افزایش درآمدها، به مرز کارایی برسند. همچنین به منظور جلوگیری از اثر مضاعف، مبلغ اجاره عملیاتی از هزینه‌های اداری، عمومی و فروش کسر شده است. برای سنجش کارایی شرکت‌ها از رابطه (۶) به شرح زیر استفاده می‌شود (محمدی و صالحی، ۱۳۹۶):

#### رابطه (۶)

$$\max \theta_{it} = \frac{SALE_{it}}{v_1 COGS_{it} + v_2 SG \& A_{it} + v_3 PPE_{it} + v_4 Opsleaser_{it} + v_5 R \& D_{it} + v_6 Goodwill_{it} + v_7 Otherintan_{it}}$$

1. MAbility
2. DEA
3. CGS
4. SG & A
5. PPE
6. Opsleaser
7. R & D
8. Goodwill
9. SALE



گام دوم، کارایی محاسبه شده شرکت ها متأثر از دو عامل ویژگی های شرکتی و توانایی مدیران است. بنابراین، باید این دو عامل از یکدیگر تفکیک شوند. در این راستا، ابتدا از یک رگرسیون که ارتباط کارایی شرکت ها را با ویژگی های شرکتی نشان می دهد، به شرح زیر استفاده می شود (نوروش و همکاران، ۱۳۹۶؛ محمدی و صالحی، ۱۳۹۶).

#### رابطه (۷)

$$FirmEF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{it} + \alpha_2 Market\ share_{it} + \alpha_3 Free\ Cash\ Flow_{it} + \alpha_4 \ln(age_{it}) + \varepsilon$$

پسماندهای باقیمانده حاصل از مدل، نشان دهنده امتیاز توانایی مدیران شرکت است.

در این الگو:

**FirmEF**: کارایی شرکت است که از مدل بالا به دست می آید،

**Size**: انداز شرکت بوده که برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها استفاده می شود.

**Market share**: سهم شرکت از فروش صنعت است که برابر با فروش پایان هر سال

شرکت، تقسیم بر فروش صنعت در پایان سال مربوط است.

**age**: عمر شرکت است.

**Free Cash Flow**: نماد جریان های نقدی آزاد مثبت است (اگر شرکتی جریان نقدی مثبت

داشته باشد، شاخص جریان های نقدی آزاد برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود).

#### ۴-۲-۵. متغیرهای کنترلی

**اندازهی شرکت (Size)**: از لگاریتم مجموع دارایی ها در پایان دوره به عنوان اندازه شرکت

استفاده می شود (سجادی و صفی خانی، ۱۳۹۷).

**اهرم مالی (LEVE)**: از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی های شرکت محاسبه

می شود (چن و همکاران، ۲۰۲۰).

**نسبت کیوتوبین (QTOBIN)**: ارزش کیوتوبین شرکت ها، نسبت ارزش بازار آن ها به بهای

جایگزینی جاری دارایی هایشان بوده که برای محاسبه آن از رابطه زیر استفاده شده است (چن و

همکاران، ۲۰۲۰؛ عابدینی و خلفیان، ۱۳۹۷):

#### رابطه (۸)

$$QTOBIN_{it} = \frac{\text{کل ارزش دفتری بدهی} + (\text{تعداد سهام} * \text{قیمت بازار سهام}) \text{ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{کل ارزش دفتری دارایی ها}}$$

هزینه تحقیق و توسعه ( $R\&D$ ): نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به مجموع دارایی‌ها (چن و همکاران، ۲۰۲۰)

سودآوری ( $ROA$ ): تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها (کویی و همکاران، ۲۰۱۹):  
جریان نقد عملیاتی ( $CFO$ ): وجه نقد عملیاتی شرکت بر مجموع دارایی‌ها (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۲).

### ۵-۲-۵. مدل‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش چن و همکاران (۲۰۲۰) از مدل رگرسیونی چندمتغیره زیر استفاده شده است:

$$\begin{aligned} Cash_{it} = & \alpha + \beta_1 Cash_{it-1} + \beta_2 MOC_{it} + \beta_3 MOC_{it} * Cash_{it-1} + \beta_4 MAbility_{it} \\ & + \beta_5 MAbility_{it} * Cash_{it-1} + \beta_6 MOC_{it} * MAbility_{it} * Cash_{it-1} \\ & + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEVE_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} Qtobin_{it} + \beta_{11} R\&D_{it} \\ & + \beta_{10} CFO_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

در این مدل:

$Cash$ : سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد (وابسته)

$MOC$ : اختلاف سود واقعی و پیش‌بینی شده (مستقل)

$MAbility$ : توانایی مدیریت (تعدیلی)  $Qtobin$ : کیوتوبین

$Leve$ : اهرم مالی  $ROA$ : بازده دارایی

$SIZE$ : اندازه شرکت  $R\&D$ : هزینه تحقیق و توسعه

$CFO$ : جریان نقد عملیاتی و

$\varepsilon$ : جزء اختلال مدل می‌باشند.

### ۶. یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش بعد از نرمال‌سازی و انجام آزمون جارک برآ که حاکی از نرمال بودن متغیرهای پژوهش بود، به شرح جدول (۱) می‌باشد:

جدول ۱- آماره‌های توصیفی پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
وجه نقد سال جاری	۰,۰۵	۰,۰۵	۰,۳۲	۰,۰۰۹	۰,۰۳	۰,۰۲
وجه نقد سال قبل	۰,۰۶	۰,۰۴	۰,۳۰	۰,۰۰۱	۰,۰۴	۰,۱۰
خودشیفتگی*وجه نقد	۰,۰۱	۰,۰۱	۰,۱۷	۰,۰۰	۰,۰۲	۰,۰۹
توانایی مدیریت	۰,۱۹	۰,۱۶	۰,۸۴	-۰,۳۸	۰,۱۷	۰,۷۳
خودشیفتگی*توانایی مدیریت*وجه نقد	۰,۰۱	۰,۰۰۷	۰,۱۰	-۰,۰۲	۰,۱۳	۰,۳۵
اندازه شرکت	۵,۹۴	۵,۸۷	۸,۱۲	۴,۰۱	۰,۷۸	۰,۴۵
اهرم مالی	۰,۶۱	۰,۶۴	۰,۷۹	۰,۱۰	۰,۱۵	-۰,۴۱
سودآوری	۰,۲۰	۰,۱۴	۰,۶۵	-۰,۳۵	۰,۱۹	۰,۱۱
کیوتوبین	۳,۰۲	۲,۶۰	۷,۴۲	۱,۲۱	۰,۲۷	۰,۲۱
تحقیق و توسعه	۰,۰۲	۰,۰۱	۰,۰۵	۰,۰۰۸	۰,۰۰۹	۰,۰۱
جریان نقد عملیاتی	۰,۱۰	۰,۰۸	۰,۴۴	-۰,۰۶	۰,۰۹	۰,۰۵
مشاهدات	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵	۸۰۵

جدول ۱-۱- آمار توصیفی متغیرهای کیفی (کد ۰ و ۱)

متغیرهای کیفی	فراوانی کد ۱	فراوانی کد ۰	درصد فراوانی کد ۱	درصد فراوانی کد ۰
خودشیفتگی مدیران	۲۷۳	۵۳۲	۰,۳۴	۰,۶۶

میانگین درصد نگهداشت وجه نقد سال جاری و سال قبل به ترتیب ۰/۰۵ و ۰/۰۶ است. میانگین توانایی مدیریت در بین شرکت‌های نمونه برابر ۰/۱۹ می‌باشد، هرچه این مقدار بیشتر باشد، بیانگر توانایی بالاتر مدیران شرکت‌ها است. میانگین کیوتوبین که معیاری از نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد نیز ۳/۰۲ و حاکی از بالا بودن ارزش روز قیمت سهام شرکت‌های نمونه نسبت به ارزش اسمی آنها بوده و با توجه به تورم و ایجاد فاصله بین قیمت اسمی و قیمت بازار در بازار بورس ایران این موضوع مشهود است. میانگین نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها به طور متوسط ۰/۱۰ بوده و میانگین سودآوری آنها نیز ۰/۲۰ می‌باشد. همچنین بیشترین نرخ بازدهی ناشی از دارایی‌ها ۰/۶۵ و کم‌ترین آن نیز ۰/۳۵- است که حاصل زیان‌ده بودن شرکت در طی یک سال می‌باشد. همچنین میانگین هزینه تحقیق و توسعه به مجموع دارایی ۰/۰۲ بوده که نشان می‌دهد به متوسط ۰/۰۲ از مجموع دارایی‌های شرکت‌ها به هزینه تحقیق و توسعه و طرح‌های توسعه‌ای اختصاص داده شده است. متغیرهایی که به دو مقدار صفر و یک

محدود می‌شوند، آمار توصیفی آنها به صورت میانگین و میانه و ... کارایی نداشته و مفهومی را بیان نمی‌کند. این متغیرها باید از نظر تعداد فراوانی و درصد فراوانی بررسی شوند. لذا، فراوانی شرکت‌هایی که دچار خودشیفتگی مدیریت هستند نیز ۲۷۳ بوده که درصد فراوانی آنها ۰/۳۴ می‌باشد. به عبارتی دیگر، در حدود ۰/۳۴ از نمونه آماری سود پیش‌بینی شده از سود واقعی بیشتر بوده و خودشیفتگی مدیریت رخ داده است و سایر شرکت‌ها با فراوانی ۵۳۲ و درصد فراوانی ۰/۶۶ فاقد خودشیفتگی مدیریت بوده‌اند.

### ۱-۶. تعیین روش تخمین مدل پژوهش

برای بررسی نوع آزمون مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی، از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است. نتایج آزمون چاو در جدول (۲) فرض صفر این آزمون مبنی بر مشابه بودن عرض از مبدأ در تمام دوره‌ها را، برای مدل‌های پژوهش به طور قوی رد کرده است (سطح خطا کم‌تر از ۵٪). لذا، روش تخمین داده‌های تابلویی برای برآورد مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش، گزینه‌ی مناسب‌تری است. بدین منظور از آزمون هاسمن<sup>۱</sup> جهت تعیین روش اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت استفاده شده است. با توجه به اینکه آماره‌ی محاسباتی آزمون هاسمن برای مدل پژوهش در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نشده است (بزرگ‌تر از ۵٪)، بنابراین، فرض یک این آزمون مبنی بر وجود رابطه بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی رد شد (اثرات ثابت). از این‌رو، برای برآورد مدل پژوهش از روش اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

جدول ۲ - نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون چاو	آماره F	p-v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
$H_0$ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	۴,۸۱	۰,۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۲	p.v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
$H_0$ : عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	۱۱,۸۱	۰,۴۶	$H_0$ رد نمی‌شود	اثرات تصادفی

### ۲-۶. آزمون ناهمسازی واریانس

یکی از پیش‌فرض‌های رگرسیون، عدم وجود ناهمسازی واریانس باقیمانده مدل می‌باشد. برای

همسانی واریانس باقیمانده مدل از آزمون‌های بروش-پاگان<sup>۱</sup>، وایت و لاگرانژ<sup>۲</sup> استفاده شد که نتایج آزمون‌ها نشان‌دهنده عدم همسانی واریانس بوده و به عبارتی باقیمانده‌های حاصل از تخمین مدل پژوهش، دارای واریانس ثابت نبوده است. لذا، برای تخمین مدل‌های پژوهش از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) به جای حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌شود. نتایج این آزمون در جدول (۳) آمده است.

جدول ۳- نتایج آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌های مدل رگرسیون

شرح مدل	بروش پاگان	وایت	لاگرانژ	نتیجه	روش منتخب
آماره F	۳,۲۲	۲,۴۲	۲۸,۵۶	ناهمسانی واریانس	EGLS
p.v	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰		

### ۳-۶. نتیجه‌ی آزمون مدل پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل رگرسیونی پژوهش در جدول (۴) به شرح زیر بیان شده است: همان‌گونه که مشاهده می‌شود، معنی‌داری آماره فیشر (۱۲۴/۴۵) در سطح ۵% حاکی از معنی‌داری کلی مدل برآورد شده است. بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰/۶۳ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۰/۶۳ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۰/۳۷ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هرچه مقدار این شاخص بزرگ‌تر باشد، پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود.

مقدار آماره دوربین واتسون<sup>۳</sup> (۱/۸۹) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است. لذا، نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاء است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل هم خطی شدید ندارند.

1. Breusch-Pagan
2. Lagrange
3. Durbin-Watson

جدول ۴- نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح داده‌های تابلویی

$$Cash_{it} = \alpha + \beta_1 Cash_{it-1} + \beta_2 MOC_{it} + \beta_3 MOC_{it} * Cash_{it-1} + \beta_4 MAbility_{it} + \beta_5 MAbility_{it} * Cash_{it-1} + \beta_6 MOC_{it} * MAbility_{it} * Cash_{it-1} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEVE_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} Qtobin_{it} + \beta_{11} R\&D_{it} + \beta_{10} CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

شرح	ضرایب	تی- استیودنت	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	۰,۱۵	۲,۱۱	۰,۰۰	
وجه نقد سال قبل	۰,۷۷	۲,۱۹	۰,۰۲	۱,۱۴
خودشیفتگی مدیریت	۰,۱۱	۲,۲۵	۰,۰۲	۱,۰۱
توانایی مدیریت	-۰,۰۶	۲,۷۵	۰,۰۰	۱,۱۱
وجه نقد سال قبل * خودشیفتگی مدیریت	۰,۱۸	۳,۱۱	۰,۰۰	۱,۰۶
وجه نقد سال قبل * توانایی مدیریت	-۰,۰۳	-۲,۲۷	۰,۰۲	۲,۰۲
وجه نقد سال قبل * خودشیفتگی مدیریت * توانایی مدیریت	۰,۱۰	۳,۱۱	۰,۰۰	۲,۷۸
اندازه شرکت	۰,۰۵	۳,۵۲	۰,۰۰	۱,۰۴
اهرم مالی	۰,۰۶	۲,۱۱	۰,۰۳	۱,۰۱
بازده دارایی	۰,۰۳	۲,۹۹	۰,۰۰	۱,۰۱
کیوتوبین	۰,۰۴	۲,۰۴	۰,۰۴	۱,۵۴
هزینه تحقیق و توسعه	۰,۰۶	۱,۸۵	۰,۰۶	۱,۳۳
جریان نقد عملیاتی	۰,۰۷	۳,۵۵	۰,۰۰	۱,۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده R <sup>2</sup>				۰,۶۳
F رگرسیون (سطح خطا)				(۰,۰۰۰) ۱۲۴,۴۵
دوربین واتسون				۱,۸۹

#### ۴-۶. فرضیه‌ی اول: خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تاثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج مندرج در جدول (۴)، آماره‌ی تی- استیودنت مربوط به متغیر مستقل وجه نقد سال قبل \* خودشیفتگی مدیران و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۳/۱۱ و ۰/۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰/۱۸ می‌باشد. با توجه به این‌که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ است، بنابراین، متغیر خودشیفتگی مدیران تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵% مورد تایید قرار می‌گیرد. به عبارتی با یک واحد درصد تغییر در خودشیفتگی مدیران، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به میزان ۰/۱۸ تغییر پیدا می‌کند.

#### ۵-۶. فرضیه‌ی دوم: توانایی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج مندرج در جدول (۴)، آماره‌ی تی-استیودنت مربوط به متغیر مستقل وجه نقد سال قبل \* توانایی مدیران ( $Cash * MAbility$ ) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲/۲۷- و ۰/۰۲ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۳- می‌باشد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ است، بنابراین، متغیر توانایی مدیران تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت داشته و فرضیه‌ی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵% مورد تایید قرار می‌گیرد. به عبارتی، با یک واحد درصد تغییر در توانایی مدیران، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به میزان ۰/۰۳ کاهش پیدا می‌کند. این نتیجه نشان می‌دهد که توانایی مدیریت، رابطه معکوسی با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارد و مدیران توانا، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادرند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند. به طوری که این مدیران با مدیریت کارآمد نقدینگی و روابط مسالمت‌آمیز با وام‌دهندگان یا تأمین‌کنندگان، بهتر می‌توانند با موجودی پایین وجه نقد کنار بیایند و این امر موجب کاهش انگیزه آنها برای بالا بردن سطح موجودی نقد خواهد شد.

#### ۶-۶. فرضیه سوم: توانایی مدیریت بر رابطه بین خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت

وجه نقد اثر معناداری دارد.

ضریب متغیر خودشیفتگی مدیران ۰/۱۱ و در سطح اطمینان ۹۵% نیز معنادار بوده و در شرکت‌هایی که خودشیفتگی مدیران بیشتر است، سطح نگهداشت وجه نقد بیشتر بوده که این موضوع باعث افزایش سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد نیز می‌شود. علاوه بر این سطح خطا متغیر تعاملی خودشیفتگی مدیران \* سطح نگهداشت وجه نقد ( $Cash * MOC$ ) کم‌تر از ۵% و ضریب آن نیز ۰/۱۸ بوده که نشان می‌دهد خودشیفتگی مدیران باعث افزایش سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد می‌شود که این مسأله در فرضیه اول نیز تأیید شده بود. حال به ضریب توانایی مدیریت توجه می‌شود که این ضریب نیز ۰/۰۶- بوده که در سطح اطمینان ۹۵% نیز مورد تایید قرار گرفته و نشان می‌دهد که توانایی مدیریت باعث کاهش سرعت تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد می‌شود. همچنین ضریب متغیر تعاملی ( $Cash * MAbility$ ) نیز برابر ۰/۰۳- بوده که موید این موضوع است و در فرضیه دوم پژوهش نیز تایید گردید. در مرحله بعد ضریب متغیر ( $Cash ** MOC * MAbility$ ) مورد بررسی قرار می‌گیرد. این ضریب ۰/۱۰- و آماره تی

استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب ۳/۱۱- و ۰/۰۰ است که نشان دهنده از تأیید فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. در واقع توانایی مدیریت، زمانی که در خودشیفتگی مدیران و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد ضرب می‌شود و اثر تعاملی ایجاد می‌کند و باعث می‌شود تا تاثیر مثبت خودشیفتگی مدیران بر سطح نگهداشت وجه نقد از ۰/۱۸ به ۰/۱۰ کاهش یافته و تعدیل شود، لذا توانایی مدیریت باعث کاهش رابطه بین خودشیفتگی مدیران و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت می‌شود.

## ۷. نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی توانایی مدیریت بر رابطه بین خودشیفتگی مدیران و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ با استفاده از اطلاعات ۱۱۵ شرکت منتخب پرداخته است. نتایج نشان داد که خودشیفتگی مدیران باعث افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و در نتیجه افزایش سرعت تعدیل نگهداشت آن می‌شود. این نتیجه مطابق نظریه جریان نقد آزاد و تئوری انگیزه احتیاطی مدیران بوده که بیان می‌کند افرادی که گرایش به بیش‌اطمینانی و خودشیفتگی بالاتری در خصوص عملکرد خود در زمینه کارهای دشوارتر دارند، بیشتر به سمت فرصت‌های رشد خطرپذیر و چالشی جذب می‌شوند که به نگهداشت وجه نقد بیشتری نیاز دارند. علاوه بر این 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.

همچنین نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریت باعث کاهش سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد می‌شود به گونه‌ای که شرکت‌هایی که از مدیران با توانایی بالایی برخوردار هستند، ترجیح می‌دهند تا سطح وجه نقد کم‌تری را در شرکت نگهداری کنند و وجوه نقد مازاد را صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآوری به منظور افزایش ثروت سهامداران نمایند. ضمن اینکه توانایی مدیریت رابطه بین خودشیفتگی مدیران و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را تعدیل نموده و از شدت رابطه مثبت بین آنها می‌کاهد. این نتیجه نشان می‌دهد که توانایی مدیریت رابطه معکوس با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارد و مدیران توانا، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادرند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند، به طوری که این مدیران با مدیریت کارآمد نقدینگی و روابط مسالمت‌آمیز با وام‌دهندگان یا



تأمین‌کنندگان، بهتر می‌توانند با موجودی پایین وجه نقد کنار بیایند و این امر موجب کاهش انگیزه آنها برای بالا بردن سطح موجودی نقد خواهد شد. ضمن اینکه از نظر تئوری حسابداری نیز در شرایطی که کشور ما بیشترین نرخ تورم و کاهش ارزش پول ملی را دارد، اکثر مدیران توانمند ترجیح می‌دهند تا به منظور حفظ ارزش پول و جلوگیری از زیان بیشتر سهامداران، وجه نقد کم‌تری را در شرکت نگهداری نمایند.

نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۲۰)، وینفرد و همکاران (۲۰۱۶)، کاشانی‌پور و محمدی (۱۳۹۶) هم‌خوانی دارد، اما با یافته‌های پژوهش دشماخ و همکاران (۲۰۱۵) و سرلک و همکاران (۱۳۹۷) مطابقت ندارد.

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان پیشنهاد می‌شود تا در حد امکان در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که سطح وجه نقد بهینه‌ای را نگهداری می‌کنند و نگهداشت بیش از اندازه آن ممکن است ناشی از خودشیفتگی مدیران آن باشد. لذا، به مدیرانی که دارای رفتار خودشیفتگی هستند پیشنهاد می‌شود به سطح بهینه وجه نقد توجه کنند، زیرا فاصله گرفتن از آن به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود. همچنین، مدیران شرکت‌ها باید به تأثیرات ویژگی‌های شخصیتی خود بر تصمیم‌های شرکتی توجه داشته و سعی کنند با پرهیز از جنبه‌های منفی این ویژگی‌ها بهترین تصمیم‌های ممکن را در حوزه‌های مختلف به خصوص بحث نقدینگی و تأمین مالی برای شرکت اتخاذ کنند تا منجر به ضرر به سهامداران نگردد. همچنین به مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی پیشنهاد می‌گردد که در انتخاب مدیران با توانمندی بالا، دقت کافی را داشته باشند. چرا که مدیران با قابلیت بالاتر، در استفاد بهینه از منابع شرکت، از جمله وجه نقد، تلاش کافی را خواهند نمود و با نگهداشت سطح کمتری از وجوه نقد و کاهش سرعت تعدیل آن، باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شوند.

## منابع

- بولو، قاسم؛ حسینی القار، مسعود (۱۳۹۴). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۶ (۲۱)، ص ۵۳-۳۱.
- جعفری، محبوبه (۱۳۹۸). *بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه حسابداری و امور مالی، موسسه آموزش عالی مولوی.
- خواجه‌وی، شکرالله؛ رحمانی، محسن (۱۳۹۷). بررسی اثر خودشیفتگی مدیران بر خطر سقوط قیمت سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۱ (۳۷)، ص ۱۵-۱.
- دستگیر، محسن؛ یوسفی، امین؛ ایمانی، کریم (۱۳۹۲). بررسی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی موثر بر آن در بورس اوراق بهادار ایران. *پژوهش حسابداری*، ۳ (۲)، ص ۳۳-۲۰.
- ذبیحی، علی؛ شعبانی، فاطمه (۱۳۹۹). *بررسی نگهداشت وجه نقد، توانایی مدیران و اختیار مدیریتی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. مازندران: موسسه آموزش عالی ادیب.
- رامشه، منیژه؛ ملانظری، مهناز (۱۳۹۳). *بیش‌اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری*. *دانش حسابداری*، ۵ (۱۶)، ص ۷۹-۵۵.
- سجادی، سید حسین؛ صفی‌خانی، رضا (۱۳۹۷). ارزش یک ریال وجه نقد نگهداری شده در شرکت از نگاه سهامداران. *دانش حسابداری*، ۹ (۲)، ص ۶۶-۳۵.
- سرلک، نرگس؛ فرجی، امید؛ جودکی، زهرا (۱۳۹۷). *بیش‌اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کیفیت حسابرسی*. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵ (۲)، ص ۲۱۴-۱۹۹.
- صالحی، علی اصغر؛ کیان، علیرضا؛ لرستانی، آرمین (۱۳۹۸). *بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر وجه نقد نگهداری شده*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری. تهران: دانشگاه پیام نور استان تهران، مرکز پیام نور تهران غرب.
- عابدینی، بیژن؛ خلیفان، حدیث (۱۳۹۷). *بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران*. *مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۴ (۱)، ص ۶۵-۵۱.
- کاشانی‌پور، محمد؛ محمدی، منصور (۱۳۹۶). *بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد*. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹ (۳۳)، ص ۳۲-۱۷.
- محمدی، سجاد؛ صالحی، اله کرم (۱۳۹۶). *بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک کاهش قیمت سهام*. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۹ (۲)، ص ۱۱۹-۹۳.
- نوروش، ایرج؛ کوشافر، مصطفی؛ مشایخی، بیبا (۱۳۹۶). *سنجش کارایی و توانایی مدیریت براساس معیارهای مالی*. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۶ (۲۳)، ص ۲۰۲-۱۸۷.
- Aktas, N., Louca, C. & Petmezas, D. (2015). **Is Cash More Valuable in the Hands of Overconfident CEOs?** Working paper. Beisheim School of Management, Germany.
- DOI:** 10.2139/ssrn.2692324
- Bates, W.T., Kahle, K.M. & Stulz, R. (2009). Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to. *Journal of Finance*, 64(5), P.1985-2021. **DOI:** 10.3386/w12534
- Chemmanur, T.J., Paeglis, I. & Simonyan, K. (2004). Management quality and equity issue

- characteristics: A comparison of SEOs and IPOs. *Financial Management*, 39, P.1601-1642.
- Chen, Y., Dou, P.Y., Rhee, S.Gh., Truong, C. & Veeraraghavan, M. (2020). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking & Finance*, 50, P.1-18.  
**DOI:** 10.1016/j.jbankfin.2014.09.018
- Cho, H., Choi, S. & Kim, Mi O. (2018). Cash Holdings Adjustment Speed and Managerial Ability. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(5), P.695-719. **DOI:** 10.1111/ajfs.12235.
- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y. & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(5), P.532-554.  
**DOI:** 10.1080/16081625.2019.1636662
- Demerjian, P., Lewis-Western, M. & McVay, S.E. (2020). How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability? *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 35(2), P.406-437. **DOI:** 10.1177/0148558X17748405
- Demerjian, P.R., Lev, B., Lewis, M.F. & McVay, S.E. (2013). Managerial ability and earning quality. *The Accounting Review*, 88(2), P.463-498. **DOI:** 10.2308/accr-50318
- Deshmukh, S., Goel, A.M. & Howe, K.M. (2015). **Do CEO Beliefs Affect Corporate Cash Holdings?** **DOI:** <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2566808>.
- Dittmar, A. & Duchin, R. (2010). The Dynamics of Cash. *Ross School of Business Paper*, No. 1138. **DOI:** 10.2139/ssrn.1569529
- Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 83, P.599-634. **DOI:** 10.1016/j.jfineco.2005.12.006
- Ferreira, M.A. & Vilela, A.S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence From EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), P.295-319. **DOI:** 10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x
- Francis, B.B., Sun, X. & Wu, Q. (2014). **Managerial Ability and Tax Avoidance.**  
**DOI:** 10.2139/ssrn.2348695.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), P.133-143.  
**DOI:** 10.1016/j.bir.2017.05.003
- He, Y., Chen C. & Yue, H. (2019). **Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China.** Research in International Business and Finance. **DOI:** 10.1016/j.ribaf.09.010
- Huang, C.J., Liao, T.L. & Chang, Y.S. (2015). Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance. *Studies in Economics and Finance*, 32(2), P.204-221.  
**DOI:** <https://doi.org/10.1108/SEF-07-2013-0101>
- Huang-Meier, W., Lambertides, N. & Steeley, J.M. (2016). Motives for Corporate Cash Holdings: the CEO Optimism Effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47 (3), P.669-732.  
**DOI:** 10.1007/s11156-015-0517-1
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, P.323-329. **DOI:** 10.2139/ssrn.99580
- Ku, C., Lee, T., Chen, H. & Chang, D. (2013). Excess Cash Holding and Corporate Governance: A Comparative Study of Taiwan. *International Journal of Humanities and Social Science*, 3(21), P.53-70.

- Lozano, M.B. & Durán, R.F. (2017). Family Control and Adjustment to the Optimal Level of Cash Holding. *The European Journal of Finance*, 23(3), P.266-295.  
**DOI:** 10.1080/1351847X.2016.1168748
- Miller, D., Le Bretton-Miller, I. & Lester, R. (2011). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behavior: Social Context, Identity and Institutional Logics. *Journal of Management Studies*, 48(1), P.1-25. **DOI:** 10.1111/j.1467-6486.2009.00896.x
- Oler, D.K. & Picconi, M.P. (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), P.253-283.  
**DOI:** 10.1111/1911-3846.12012
- Olsen, K.J. & Stekelberg, J. (2016). CEO Narcissism and Corporate Tax Sheltering. *Journal of the American Taxation Association*, 38(1), P.1-22. **DOI:** 10.2308/atax-51251.
- Olsen, K.J., Dworkis, K.K. & Young, S.M. (2014). CEO Narcissism and Accounting: a picture of profits. *Journal of Management Accounting Research*, 26, P.243-267.  
**DOI:** 10.2308/jmar-50638
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, P.2103-2134.  
**DOI:** 10.1016/j.jbankfin.2003.08.003
- Schrand, C.M. & Zechman, S.L.C. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53, P.1-15.  
**DOI:** 10.1016/j.jacceco.2011.09.001
- Sun, Q.; Yung, K. & Rahman, H. (2011). Earnings Quality and Corporate Cash Holdings. *Accounting & Finance*. **DOI:** 10.1111/j.1467-629X.2010.00394.x
- Tong, Z. (2011). Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), P.741-758. **DOI:** 10.1016/j.jcorpfin.2009.05.001
- Venkiteswaran, V. (2011). Partial Adjustment Toward Optimal Cash Holding Levels. *Review of Financial Economics*, 20(3), P.113-121. **DOI:** 10.1016/j.rfe.2011.06.002

#### روش استناد به این مقاله

صالحی، اله کرم؛ عچراوی، جواد؛ فرهانیان، عبدالکریم (۱۴۰۰). تاثیر خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تاکید بر نقش توانمندی مدیران در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی*، ۱(۱)، ص ۱۱۳-۱۴۰.