

بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر درماندگی مالی با تاکید بر نقش تعدیلگر نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مینا نظری عمروآبادی^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۲۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۵/۱۸

چکیده

هدف اصلی تحقیق حاضر بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر درماندگی مالی با تاکید بر نقش تعدیلگر نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر این اساس متغیر وابسته تحقیق درماندگی مالی و متغیر مستقل قدرت مدیرعامل و متغیر تعدیلگر نگهداشت وجه نقد است. این تحقیق یک تحقیق کاربردی از نوع توصیفی همبستگی است. جامعه آماری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که نمونه آماری تحقیق شامل ۱۳۱ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۸ ساله بین سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون ترکیبی در نرم افزار ایویوز تجزیه و تحلیل گردید. تجزیه و تحلیل فرضیه ها در این تحقیق با استفاده از روش تخمین EGLS در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد قدرت مدیرعامل تاثیر منفی و معناداری بر درماندگی مالی شرکت دارد. لذا با افزایش قدرت مدیرعامل، درماندگی مالی شرکت کاهش می یابد. همچنین نگهداشت وجه نقد تاثیر منفی و معناداری در رابطه میان قدرت مدیرعامل و درماندگی مالی شرکت دارد.

واژگان کلیدی

درماندگی مالی، قدرت مدیرعامل، نگهداشت وجه نقد.

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، مبارکه، ایران.

مقدمه

درماندگی مالی شرایطی است که شرکت برای برآوردن تعهدهای مالی، جریان نقد کافی ندارد. زمانی که شرکت دچار درماندگی مالی می‌شود، پیامدهای جدی برای ذینفعان به وجود می‌آید (سانچز و همکاران^۱، ۲۰۱۳). هرچه تأمین کنندگان مالی ابهام بیشتری برای دستیابی به منابع و بازده مورد انتظارشان داشته باشند، تمایل کمتری به قرض دهی خواهند داشت. در چنین شرایطی، با توجه به فشارهایی که مدیران متحمل می‌شوند هدف از اتخاذ تصمیم‌های مالی، خروج سریع‌تر از این شرایط می‌باشد؛ بنابراین انتظار می‌رود در شرایط مالی دشوار، ارتباط عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه، مورد تردید قرار گیرد. به عبارتی به نظر می‌رسد شرایط درماندگی مالی شرکت‌ها می‌تواند نقش تعدیل‌کنندگی بر ساختار سرمایه داشته باشد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۷).

شرکت‌هایی که دارای درماندگی مالی هستند در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی تأکید بیشتری دارند و به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می‌یابد. شرکت‌های دارای درماندگی مالی، نگهداری موجودی‌های نقد خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های نقد خود افزایش می‌دهند زیرا درماندگی مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به وجود آورد و باعث ایجاد انگیز برای پس اندازهای احتیاطی می‌شود (اره کش سلماسی، ۱۳۹۸).

قابل عنوان است که که مدیران قدرتمندتر ادراک مناسب‌تری از فناوری و روند صنعت دارند و با اتکای بیشتری می‌توانند تقاضای محصولات را پیش‌بینی کنند. همچنین، سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در طرح‌های با ارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران قدرتمند است. انتظار می‌رود در کوتاه‌مدت این مدیران بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی منابع کسب کنند یا با استفاده از منابع کمتر، بتوانند به سطح معینی از درآمد دست یابند (بیشینه کردن کارایی منابع مورد استفاده). تصمیم‌های ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد. مدیران توانمندتر دانش و آگاهی بیشتری در ارتباط با مشتریان و شرایط کلان اقتصادی دارند و همچنین قادرند درک بهتری در ارتباط با استانداردهای پیچیده‌تر داشته و آنها را به درستی اجرا کنند. انتظار بر این است که با افزایش قدرت مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. در واقع، بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد بود. چامر و پاگلیس^۲ (۲۰۰۵) و چامر و همکاران^۳ (۲۰۰۹) در پژوهش خود بیان کردند که بنگاه اقتصادی با مدیر توانا، نامتقارنی اطلاعات کمتری داشته و سرمایه‌گذاران ارزش چنین شرکتی را به‌خوبی درک می‌کنند؛ به عبارت دیگر، مدیران

^۱ - Sanchez et al

^۲ - Chemmanur and Paeglis

^۳ - Chemmanur, et al.

توانا تر قادرند از طریق از طریق کاهش نامتقارنی اطلاعات، ارزش ذاتی شرکت را بهتر به سرمایه گذاران منتقل کنند؛ بنابراین، چنین شرکتی از اهرم مالی خود کاسته و در هنگام تأمین مالی به افزایش سرمایه روی خواهد آورد (حاجب و همکاران، ۱۳۹۴). مدیران توانا با دانش مالی، توجه زیادی به قسمت‌هایی مثل حسابداری و حسابرسی داخلی داشته و در انجام وظایف محوله دارد. احتمال اینکه این مدیران بتوانند وضعیت مالی شرکت‌ها را بهبود داده و میزان دارایی و عملکرد شرکت در کسب سود را افزایش دهند، این چنین مدیرانی، دارای توانایی مالی مناسبی در محدودیت‌های مالی هستند (ماتسونوگا و همکاران^۱، ۲۰۱۳). سیاست‌های وجوه نقد شرکت نقش بسیار مهمی را در امور مالی شرکت ایفا می‌کنند. از دیدگاه انگیزه پیشگیرانه و معاملاتی، شرکت‌ها وجه نقد را برای رفع نیازهای پیش‌بینی نشده خود نگهداری می‌کنند، به‌ویژه زمانی که تأمین مالی خارجی دارای هزینه‌ی بالایی است (حبیب و حسن^۲، ۲۰۱۷). یکی از بحث‌برانگیزترین موضوع‌های مدیریت مالی، مدیریت وجوه نقد است. چگونگی به کار گرفتن منابع شرکت و به‌ویژه وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد منافع بین سهامداران و مدیران است. مدیران با انتخاب ترکیب مناسبی از دارایی‌ها و بدهی‌ها سعی دارند تا به هدف حداکثر کردن ارزش سهام شرکت برسند (چائوهان و همکاران^۳، ۲۰۱۸). معمولاً بخش بسیار زیادی از دارایی شرکت‌ها به‌صورت وجه نقد یا اوراق بهادار قابل معامله نگهداری می‌شود و این نسبت در اکثر موارد بین ۸ تا ۲۲ درصد متغیر است. انگیزه‌های حفظ و نگهداری مازاد وجه نقد در چارچوب نظریه داد و ستد (مبادلاتی) و نمایندگی قابل توجه است و در این زمینه، نظریه داد و ستد دارای بیشترین شواهد تجربی است. شرکت‌های دارای مانده زیاد وجوه نقد غالباً از طرف سرمایه‌گذاران نهادی جهت بازده سرمایه از سوی سهامداران تحت فشار قرار دارند زیرا ممکن است انباشت‌های وجه نقد، مدیران را به انجام فعالیت از بین برنده ارزش ترغیب نماید. مدیران همچنین ممکن است از اندوخته وجه نقد برای منافع شخصی استفاده کنند. شاید مهم‌ترین مسئله از دیدگاه سهامداران تأثیر بالقوه‌ای است که نگهداری مازاد وجه نقد بر بازده سهام دارد. وجه نقد انباشته شده می‌تواند نشان‌دهنده موفقیت گذشته باشد و در صورتی بازده بیشتری نخواهد داشت که به‌طور ثابت در ترازنامه باقی بماند، به‌علاوه، اگر مدیران وجه نقد را در سرمایه‌گذاری‌های فاقد ارزش و مزایای حاشیه‌ای، بیش از حد صرف نمایند، در نهایت منجر به کاهش بازده سهامدار خواهد شد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۳).

اکثر مطالعات موجود اثرات مثبت قدرت مدیریتی را بر عملکرد و ارزش یک شرکت نشان می‌دهند. زمانی که بازار سهام واکنش منفی نشان می‌دهد یک مدیرعامل با قدرت بالا بازده منفی غیرعادی بلندمدت شرکت را کاهش می‌دهد. با توجه به مطالعات صورت گرفته، توانایی مدیریتی زمانی که محدودیت‌های مالی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد چندان مورد توجه قرار

¹- Matsunaga et al

²-Habib and Hasan

³-Chauhan et al

نگرفته است. کاهش سرمایه‌گذاری آتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بسیار مهم است زیرا این امر می‌تواند توانایی رقابتی آنها را کاهش می‌دهد. قدرت مدیریتی با کیفیت سود بالاتر گره‌خورده است بنابراین انتظار می‌رود که مدیران عامل با توانایی بالا جریان‌های نقدی داخلی بیشتری ایجاد کنند. مدیران عامل توانا به‌طور بهینه منابع نقدی را در پروژه‌های با ارزش سرمایه‌گذاری می‌کنند (تسای و همکاران^۱، ۲۰۲۲). بر اساس مطالب عنوان شده قدرت مدیران قادر خواهد بود با استفاده از اهرم وجه نقد تا حد زیادی شرکت را از درماندگی مالی دور کند. لذا در این تحقیق به بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر درماندگی مالی با تاکید بر نقش تعدیلگر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد.

ادبیات پژوهش

مبانی نظری

شرکت‌های بدون درماندگی مالی، هیچ‌گونه حساسیتی به جریان‌های نقدی از خود نشان نمی‌دهند؛ اما شرکت‌های با محدودیت اعتباری، حساسیت مثبتی به جریان‌های نقد دارند که با افزایش وثیقه در دسترس بر میزان حساسیت شرکت‌های با درماندگی مالی افزوده می‌شود. بخش عمده‌ای از مبانی موجود در حوزه مالی نشان داده است درماندگی مالی، قدرت مدیران را برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری محدود می‌کند. یکی از مواردی که می‌توان استنباط کرد، آن است که شرکت‌ها در مواجهه با محدودیت‌های تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر کنند که این کار به کم‌سرمایه‌گذاری منجر می‌شود؛ از این‌رو، شرکت‌ها مبالغ لازم را برای انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری نخواهند توانست تأمین کنند. در این وضعیت، اگر یک شرکت، حجم مناسبی از دارایی‌های وثیقه‌ای داشته باشد، با ایجاد بدهی‌های جدید، حجم تأمین مالی خود را می‌تواند افزایش دهد و بدین ترتیب، محدودیت‌های مالی ایجادشده را تا حدودی برطرف کند و به تبع آن، میزان سرمایه‌گذاری‌های خود را توسعه دهد (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷).

تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی شرکت‌ها، یکی از مسائل شایان توجه در ادبیات مالی محسوب می‌شود. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارج از شرکت است، از طرف دیگر نگهداری سطوح بالای وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. مدیران برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت باید به تعیین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی بپردازند. در این راستا، با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل تأثیرگذار بر

¹ - Tsai et al

سطح نگهداشت نقدینگی پرداخته‌اند. با وجود این، در این پژوهش‌ها توجه کمتری به ویژگی‌های رفتاری مدیران شده است که می‌توانند بر میزان وجه نقد نگهداری شده تأثیرگذار باشند (کاشانی‌پور و محمدی، ۱۳۹۶).

کیفیت مدیریت رابطه معکوسی با کم قیمت گذاری سهام شرکت در عرضه اولیه داشته است. به تازگی، پژوهشگران حوزه حسابداری، بر اثرات خاص مدیران بر گزارشگری مالی شرکت‌ها تمرکز کرده‌اند. بامبر و همکاران^۱ (۲۰۱۰) دریافتند مدیریت، تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر رویه‌های افشای شرکت‌ها داشته است. جی و همکاران^۲ (۲۰۱۱) دریافتند مدیران مالی شرکت‌ها تأثیر درخور توجهی بر گزارشگری مالی شرکت‌ها همچون اقلام تعهدی اختیاری و محافظه‌کاری در حسابداری داشته‌اند. از این گذشته، دمرجیان و همکاران^۳ (۲۰۱۳) شواهدی ارائه کردند که مطابق با آن قدرت مدیریت، رابطه مستقیمی با کمتر بودن تجدید ارائه‌های آتی، پایداری سود بالاتر، خطای کمتر در برآورد مطالبات مشکوک‌الوصول و کیفیت بالای برآوردهای اقلام تعهدی داشته است (بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۶). از دیدگاه مدیر منفعت‌طلب اینکه آیا باید وجوه نقد عاید شده را خرج و یا ذخیره کرد سؤال است که در رابطه با منافع بیشتر در امروز یا انعطاف‌پذیری بیشتر در آینده مطرح است. درحالی که کیفیت سرمایه‌گذاری انجام شده اغلب پس‌رویدادی است و با تأخیر شناسایی می‌شود و ذخایر بزرگ وجه نقد می‌تواند معیاری مهم برای قضاوت سریع سهام‌داران باشد. به‌طور کلی شرکت‌هایی با حاکمیت ضعیف که از لحاظ مالی تحت فشار نیستند تمایل دارند سرمایه‌گذاری بیشتری نمایند و ذخایر وجه نقد انباشته شده را سریع‌تر مصرف کنند. مدیرانی که تحت کنترل ضعیفی قرار دارند به‌طور قطع ترجیح می‌دهند به‌جای سرمایه‌گذاری داخلی از طریق مخارج سرمایه‌ای و تحقیق و توسعه، وجوه را برای تحصیل و سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها مصرف کنند (ایزدی‌نیا و رسائیان، ۱۳۸۹).

پیشینه تجربی

تسای و همکاران (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان توانایی مدیریتی، محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌های ایالات متحده آمریکا را بین سالهای ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان دادند یک مدیر عامل توانا که به‌طور مداوم در طی چندین سال عملکرد خوبی دارد و می‌تواند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش دهد. یافته‌ها بر اساس یک رگرسیون ابزاری، تعاریف مختلف از یک مدیر عامل توانا و معیارهای جایگزین محدودیت‌های مالی معنادار است. علاوه بر این، ما شواهدی ارائه می‌سود که مدیران توانا ارزش‌داری‌های نقدی شرکت خود را بهبود می‌بخشند.

اوسینویی (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان اثرات درماندگی مالی و محدودیت‌های مالی بر اعتبار تجاری به بررسی چگونگی تأثیر اثرات درماندگی مالی و محدودیت‌های مالی بر اعتبار تجاری شرکت‌های انگلیسی پرداخت. این مطالعه به تخمین داده‌های

¹ - Bamber, et al.

² - Ge, et al.

³ - Demerjian, et al.

عوامل تعیین کننده حساب‌های پرداختی و حساب‌های دریافتی شرکت‌های انگلستان از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۷ پرداخته شد. اعتبار دهندگان تجاری که می‌خواهند رابطه پایدار کالا و بازار را حفظ کند امتیازات بیشتری به مشتری دارای اعتبار مالی اعطا می‌کند. میزان اعتبار تجاری که فروشندگان در اختیار بنگاه اقتصادی محدود قرار می‌دهند عملکرد فزاینده اعتبار خریدار است. بنگاه‌های اقتصادی که با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی روبرو هستند، اعتبار تجاری به مشتریان را در پیش‌بینی جریان نقدی برای افزایش نقدینگی افزایش می‌دهند.

لیم و لی (۲۰۱۹)، در تحقیقی با عنوان رابطه بین ویژگی‌های مدیران عامل و نگهداشت وجه نقد اضافی شرکت‌ها به بررسی رابطه بین موجودی نقد اضافی بنگاه‌ها و ویژگی‌های مدیران اجرایی، مانند نوع مالکیت، درصد سهام مدیریتی، ورود به شرکت‌های چندملیتی و تصدی مدیرعامل پرداختند. بر اساس بررسی نمونه‌ای از شرکت‌های کره‌ای که برای سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۱۴ بیان شد که مدیران اجرایی حرفه‌ای دارای دارایی‌های نقدی بالاتری نسبت به مالکان مدیر هستند. دوم، افزایش تصدی مدیرعامل، باعث کاهش نگهداشت وجه نقد اضافی می‌شود. سوم، تأثیر وابستگی مدیرعامل به یک شرکت چندملیتی بر نگهداشت وجه نقد اضافی شرکت تأثیر معناداری دارد.

چائوهان و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهش خود با عنوان آیا مدیران منصوب شده بانکی بر نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارند؟ به بررسی تأثیر مدیران منصوب شده از طرف بانک‌ها بر دارایی‌های نقدی شرکت‌های هند پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که مدیران توسط بانک‌ها منصوب شده‌اند نسبت به شرکت‌هایی که مدیران آنها توسط بانک منصوب نمی‌شوند، پول نقد کمتری دارند. با این وجود، به دلیل مدیران منصوب بانک، در شرکت‌هایی که به تأمین مالی بانک وابسته نیستند، کاهش بیشتر در دارایی‌های نقدی به دست می‌آید. همچنین نتایج حاکی از آن است که رابطه قوی با توانایی بانکداران برای کاهش محدودیت‌های مالی شرکت با بهبود دسترسی به وام‌های موسسه مالی و بانکی غیر بانکی مطرح می‌شود.

پور موسی و شریف زاده دربان (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر نقدینگی شرکت بر رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری به بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری همچنین تأثیر جریان‌های نقدی بر رابطه یادشده پرداختند. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت تحلیلی بود. برای جمع‌آوری داده‌های آن از صورت‌های مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد. نمونه آماری پژوهش ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ می‌باشد. نتایج پژوهش نشان داد محدودیت مالی بر کارایی و کم سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و همچنین جریان وجوه نقد آزاد نیز رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند.

شاکری بستان آباد و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان تأثیر انتظارات، مازاد نقدینگی و طرف تقاضا بر پویایی تورم در ایران: رهیافت منحنی فیلیپس هایریدی نئوکینزی به بررسی تأثیر مازاد نقدینگی و تقاضا بر سطح عمومی قیمت‌ها و ویژگی‌های

تورم انتظاری در اقتصاد ایران پرداختند. در این راستا، مدل فیلیس هایبیدی نوکینزی در اقتصاد ایران در طی دوره ۹۴-۱۳۵۲ با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برآورد شده است. نتایج مطالعه نشان داد که مازاد نقدینگی براساس M_2 ، تأثیر مثبت و معنی داری بر تورم دارد. در حالی که مازاد نقدینگی براساس M_1 ، تأثیر معنی داری بر تورم ندارد. این واقعیت نشان می دهد که شبه پول یعنی سپرده های پس انداز و بلندمدت، نیروی اصلی در ایجاد تورم است. علاوه بر این، هم انتظارات تطبیقی و هم انتظارات عقلایی، تأثیر معنی دار و مثبتی بر تورم دارند و تأثیر انتظارات تطبیقی بیشتر از انتظارات عقلایی است. نتایج مطالعه حاکی از عمودی بودن منحنی فیلیس بلندمدت در اقتصاد ایران است.

گرد و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان توانایی مدیریت و ارزش حاشیه ای وجه نقد به بررسی رابطه توانایی مدیریت مدیرعامل (CEO) با ارزش حاشیه ای وجه نقد پرداختند. در این تحقیق بیان شد که مدیرعامل با استعداد از وجه نقد استفاده بهتری کرده و ارزش حاشیه ای وجه نقد را مطرح می کند. با استفاده از معیارهای توانایی مدیریت "دمرجیان و همکاران" و مدل ارزش وجه نقد توسعه یافته توسط "فالکندر و وانگ"، مشخص شد که توانایی مدیریت مدیرعامل به طور قابل توجهی ارزش حاشیه ای وجه نقد را افزایش می دهد. همچنین، اثر توانایی مدیریت بر ارزش حاشیه ای وجه نقد معمولاً برای شرکت های مالی محدود بیشتر است. اثر مثبت توانایی مدیریت بر ارزش حاشیه ای وجه نقد برای شرکت هایی با سطح بالای جریان نقدی آزاد و استحکام مدیریت پایین، بیشتر مشهود است. به طور کلی، یافته ها نشان می دهد که بازار در صورتی ارزش وجه نقد بالاتری داشته که وجه نقد توسط مدیران عامل بسیار توانمند مدیریت شود و مطابق با این دیدگاه است که سهامداران توانایی مدیرعامل را زمانی در نظر گرفته که آنها وجه نقد را ارزیابی می کنند.

سرلک و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل کننده کیفیت حساسی به واکاوی تأثیر کیفیت حساسی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد پرداختند. فرضیه های پژوهش با استفاده از جامعه ای متشکل از ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ و با بهره گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده های تلفیقی، آزمون شده اند. یافته های به دست آمده حاکی از آن است که بین بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی وجود دارد. همچنین حساسی با کیفیت، شدت رابطه منفی بین بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد را کاهش نمی دهد.

فرضیات پژوهش

مدیر یک شرکت با توجه به جایگاه، نقش، نفوذ و قدرتی که دارد می تواند تصمیمات سرمایه گذاری را تحت الشعاع خودش قرار دهد. با جدایی مالکیت از مدیریت بحث تضاد منافع نیز مطرح گردیده است. با توجه به این دیدگاه می توان استدلال نمود که مدیران به منظور دستیابی به منافع خود ممکن است تصمیمات سرمایه گذاری اخذ نمایند که در راستای منافع سهامداران نباشد. به عبارتی مدیران هر اندازه از توانایی بیشتری برخوردار باشند، ممکن است تصمیمات سرمایه گذاری را اتخاذ نمایند که

در جهت دستیابی به منافع آنها باشد (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵)؛ بنابراین، یکی از عواملی که می‌تواند امکان ناکارایی سرمایه‌گذاری را کاهش دهد توانایی‌های مدیریت شرکت است. توانایی مدیریت مستقل از ویژگی‌های بالقوه شرکت تعریف شده است. مدیران توانا، قدرت ذاتی بالایی در اندازه‌گیری بازده زمانی و اقتصادی سرمایه‌گذاری و همچنین ترکیب اطلاعات جاری و تخمین‌های آتی با در نظر گرفتن ریسک بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳)؛ بنابراین مدیران توانا فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بهتر تشخیص داده و اقدام به سرمایه‌گذاری کارا می‌نمایند (بزرگ‌اصل و همکاران، ۱۳۹۷). از سوی دیگر، امروزه ساختار سرمایه، به یکی از موضوعات بحث‌برانگیز مدیریت مالی و چالش جدی پیش روی مدیران شرکت‌ها تبدیل شده است. دستیابی به ترکیب بهینه‌ای از منابع مالی داخلی (وجوه نقد) و خارجی (بدهی‌ها) که بتواند بالاترین ارزش شرکت کاهش درماندگی مالی را به دنبال داشته باشد، همواره از جمله اهداف مدیریت توانمند به شمار می‌آید (اسعدی و عباس زاده، ۱۳۹۳). بر اساس مبانی بیان شده فرضیه زیر طراحی شد:

فرضیه اول: قدرت مدیرعامل تاثیر معناداری بر درماندگی مالی شرکت دارد.

محدودیت مالی، ریسک شرکت را افزایش می‌دهد، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران از شرکت‌هایی که محدودیت مالی بیشتری دارند، توقع بازده بالاتری داشته باشند. پژوهش‌های مختلفی نشان داده‌اند که محدودیت مالی بر تامین مای و اعتباری شرکت اثرگذار است (هان، ۲۰۱۳). محدودیت مالی در نتیجه نقص‌های بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی ایجاد می‌شود و باعث می‌گردد تا تامین مالی از طریق منابع بیرون از سازمان، مانند استقراض و یا انتشار بدهی نسبت به تامین مالی درون‌سازمانی یعنی استفاده از سود انباشته، پرهزینه‌تر شود (یانگ^۲، ۲۰۱۸). مدیران با توجه به قدرت خود در خصوص هزینه‌بر بودن تامین مالی خارجی، به گونه‌ای رفتار می‌کنند که شرکت تحت مدیریت آنها با درماندگی مالی روبه‌روست. با وجود این، تفسیر نحوه برخورد مدیران با درماندگی مالی تا حدودی مبهم است. علت این ابهام نیز به‌طور عمده ناشی از تفاوت دیدگاه‌های مدیران و سرمایه‌گذاران در خصوص ارزش شرکت است. زمانی که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات یکسانی در خصوص هزینه‌های تامین مالی جاری و آتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد بر اساس موازنه هزینه و منفعت نگهداشت وجه نقد تعیین می‌شود. در صورتی که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات متفاوتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد از سوی مدیران بر اساس دیدگاه آنها در خصوص هزینه تامین مالی خارج از شرکت و درماندگی مالی، تعیین می‌شود. از یک طرف، مدیران ممکن است به‌منظور تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از این طریق، از تامین

¹ -Hahn et al

² - Yang

مالی آتی خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنان بی جهت هزینه بر است (لیم و لی^۱، ۲۰۱۹). بر اساس مبانی بیان شده فرضیه زیر طراحی شد:

فرضیه دوم: نگهداشت وجه نقد تاثیر معناداری بر رابطه میان قدرت مدیرعامل و درماندگی مالی شرکت دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و جهت آن پس‌رویدادی می‌باشد. تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. همچنین پژوهش حاضر، از نظر روش و ماهیت، از نوع توصیفی و همبستگی است. توصیفی به این دلیل که هدف آن توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است و برای شناخت بیشتر شرایط موجود می‌باشد و همبستگی به دلیل اینکه در این پژوهش رابطه بین متغیرها مورد نظر است. پژوهش حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی اثبات وجود این رابطه در شرایط کنونی بر اساس داده‌های تاریخی می‌باشد.

مرحله گردآوری داده‌ها، آغاز فرآیندی است که طی آن محقق یافته‌های میدانی و کتابخانه‌ای را گردآوری می‌کند و به روش استقرایی به فشرده سازی آن‌ها از طریق طبقه‌بندی و سپس تجزیه و تحلیل می‌پردازد و فرضیه‌های تدوین شده خود را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و در نهایت حکم صادر می‌کند و پاسخ مسئله تحقیق را به اتکای آن‌ها می‌یابد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث تئوریک از منابع کتابخانه‌ای مانند کتب و نشریات فارسی و لاتین و سایت‌های اینترنتی استفاده شده است. گردآوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های اصلی، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های هیئت مدیره نیز از طریق سامانه الکترونیک کدال (www.codal.ir) و نرم افزار ره آورد نوین انجام شده که تجزیه و تحلیل این داده‌ها و اطلاعات نیز با استفاده از نرم افزارهای Excel و Eviews 10 انجام گرفته است.

نمونه و جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. روش نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت حذف سیستماتیک (هدفمند) می‌باشد؛ یعنی ابتدا لیستی از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تهیه می‌شود و سپس شرکت‌هایی که شرایط نمونه مورد نظر در تحقیق حاضر را نداشته باشند حذف می‌شوند و بقیه شرکت‌ها با در نظر گرفتن ویژگی‌های زیر به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.

¹ -Lim and Lee

۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳. کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت ها برای پژوهش در دسترس باشد.
۴. جزء بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ، لیزینگ ها و بیمه) نباشند.
۵. شرکت ها قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده باشند.

جدول (۱): روند انتخاب نمونه

| تعداد | شرح |
|-------|--|
| ۵۴۶ | تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۹ |
| (۱۷۸) | شرکت هایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند نمی باشد. |
| (۸۱) | شرکت هایی که طی قلمرو زمانی پژوهش، توقف فعالیت داشته یا دوره مالی خود را تغییر داده اند. |
| (۳۰) | شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز از آنها برای پژوهش در دسترس نمی باشد. |
| (۵۵) | بانک ها، شرکت های واسطه گری مالی و سرمایه گذاری (هلدینگ) |
| (۷۱) | شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده اند. |
| ۱۳۱ | نمونه آماری |

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۳۱ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است؛ که همه آنها به عنوان نمونه انتخاب شده اند.

مدل عملیاتی پژوهش و نحوه سنجش متغیرها

هر یک از متغیرهای تحقیق از صورت های مالی شرکت های نمونه محاسبه شده و به وسیله مدل های رگرسیونی متناظر با هر فرضیه در نرم افزار ایویوز تجزیه و تحلیل می گردد مدل رگرسیونی آزمون فرضیات عبارتند از:

$$FDIS_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOPOW_{it} + \beta_2 CHOLD_{it} + \beta_3 CEOPOW_{it} \times CHOLD_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 INVES_{it} + \epsilon_{it}$$

$FDIS_{it}$: در ماندگی مالی شرکت شرکت i در سال t

$CEOPOW_{it}$: قدرت مدیرعامل شرکت i در سال t

$CHOLD_{it}$: نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال t

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در سال t

LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t

ROA_{it} : بازده دارایی شرکت i در سال t

$INVES_{it}$: سرمایه گذاری شرکت i در سال t

نحوه محاسبه متغیرها

متغیر وابسته

درماندگی مالی: در این تحقیق برای محاسبه درماندگی مالی الگوی کاپلان و زینگلاس در رابطه زیر ارائه می گردد:

$$KZ_{it} = 17.33 - 37.486 \left(\frac{C_{it}}{A_{it}} \right) - 15.216 \left(\frac{DIV_{it}}{A_{it}} \right) + 3.394LEV_{it} - 1.402Q_{it}$$

KZ : درماندگی مالی

C : وجه نقد شرکت

A : کل دارایی ها

DIV : کل سود تقسیمی شرکت

LEV : اهرم مالی از تقسیم نسبت کل بدهی به کل دارایی شرکت محاسبه می گردد.

Q : نسبت کیوتوین از نسبت مجموع ارزش بازار و بدهی های شرکت تقسیم بر کل دارایی های شرکت محاسبه می گردد.

در این مطالعه از الگوی بومی سازی شدهی این متغیر استفاده شد و برای طبقه بندی شرکت ها، شرکت هایی که مقدار شاخص KZ محاسبه شده آنها، از میانه بزرگ تر بود، در طبقه شرکت های بدون درماندگی مالی برابر صفر و در غیر این صورت، در طبقه دارای درماندگی مالی برابر با یک قرار گرفت (حیدری و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیرهای مستقل

قدرت مدیرعامل: در این پژوهش جهت اندازه گیری قدرت مدیرعامل از درصد مالکیت سهام مدیرعامل در شرکت استفاده شده است. هر چه درصد مالکیت مدیرعامل در واحد تجاری بیشتر باشد، تمایل به افزایش منافع شخصی به هزینه سهام داران خرد در مدیران عامل افزایش می یابد. بر این اساس می توان گفت هر چه درصد مالکیت سهام مدیرعامل در شرکت بیشتر باشد بیانگر قدرت بیشتر وی در شرکت می باشد. علاوه بر این، هر چه درصد مالکیت مدیرعامل در شرکت بیشتر باشد، تاثیر گذاری او بر عملیات شرکت بیشتر بوده و با توجه به موقعیت راهبری خود بر تصمیم گیری های حاکمیتی کنترل بیشتری دارند (توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، ۱۳۹۷).

متغیرهای تعدیلگر

نگهداشت وجه نقد: از نسبت وجه نقد به کل دارایی های شرکت محاسبه می گردد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: از لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت محاسبه می گردد.

اهرم مالی: از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت محاسبه می گردد.

بازده دارایی ها: معادل رابطه زیر است:

$$ROA = \frac{\text{Earning}}{\text{Total Assets}}$$

ROA = بازده دارایی ها

Earning = سود خالص

Total Asset = کل دارایی ها

سرمایه گذاری: از نسبت تفاوت دارایی ثابت انتها و ابتدای دوره تقسیم بر کل دارایی های شرکت محاسبه می گردد.

یافته های پژوهش

در این قسمت پس از گردآوری داده ها قدم به مرحله تجزیه و تحلیل داده ها گذاشته شده و اطلاعات بر اساس مدل ها و روش های بیان شده تحلیل می گردد. در این پژوهش جهت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار EVIEWS10 استفاده گردید. آزمون های آماری مورد نیاز در این فصل بر اساس دو روش رگرسیون لجستیک و رگرسیون ترکیبی و آزمون های متناظر انجام گردید که در ادامه تشریح می گردد. جدول (۲) نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را نشان می دهد.

جدول (۲): آمار توصیفی پژوهش

| متغیر | میانگین | میانه | بیشینه | کمینه | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|
| FDIS | ۰,۵۰۰ | ۰,۵۰۰ | ۱,۰۰۰ | ۰,۰۰۰ | ۰,۵۰۰ | ۰,۰۰۰ | ۱,۰۰۰ |
| CEOPOW | ۰,۶۱۱ | ۰,۶۸۰ | ۰,۹۹۰ | ۰,۰۰۰ | ۰,۲۶۱ | -۰,۸۹۴ | ۲,۸۴۲ |
| CHOLD | ۰,۰۴۶ | ۰,۰۲۷ | ۰,۵۹۹ | ۰,۰۰۰۲ | ۰,۰۵۶ | ۳,۴۲۲ | ۲۲,۳۰۸ |
| SIZE | ۱۴,۵۷۷ | ۱۴,۳۹۷ | ۲۰,۷۶۸ | ۱۱,۰۳۵ | ۱,۵۲۰ | ۰,۸۶۵ | ۴,۴۶۷ |
| LEV | ۰,۵۳۳ | ۰,۵۴۲ | ۰,۹۸۶ | ۰,۰۳۱ | ۰,۱۸۴ | -۰,۲۷۹ | ۲,۴۸۶ |
| ROA | ۰,۱۴۸ | ۰,۱۲۴ | ۰,۶۷۳ | -۰,۲۹۷ | ۰,۱۴۸ | ۰,۶۹۱ | ۳,۶۶۹ |
| INVES | ۰,۰۳۷ | ۰,۰۰۹ | ۰,۹۰۱ | -۰,۲۶۱ | ۰,۱۰۱ | ۳,۷۶۹ | ۲۲,۶۴۰ |
| مشاهدات | ۱۰۴۸ | ۱۰۴۸ | ۱۰۴۸ | ۱۰۴۸ | ۱۰۴۸ | ۱۰۴۸ | ۱۰۴۸ |

بر اساس نتایج مندرج در جدول بیشترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت (۱۴,۵۷۷) و کمترین میانگین مربوط به متغیر

سرمایه گذاری (۰,۰۳۷) می باشد. جدول (۳) ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرها را نشان می دهد.

جدول (۳): آزمون هم خطی متغیرهای پژوهش

| INVES | ROA | LEV | SIZE | CHOLD | CEOPOW | FDIS | Correlation |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| | | | | | | ۱,۰۰۰ | FDIS |
| | | | | | ۱,۰۰۰ | -۰,۰۲۲ | CEOPOW |
| | | | | ۱,۰۰۰ | -۰,۰۲۶ | ۰,۱۸۱ | CHOLD |
| | | | ۱,۰۰۰ | -۰,۰۸۷ | -۰,۰۴۲ | ۰,۰۷۹ | SIZE |
| | | ۱,۰۰۰ | -۰,۰۷۵ | -۰,۰۲۴ | -۰,۰۳۸ | -۰,۳۷۱ | LEV |
| | ۱,۰۰۰ | -۰,۵۶۹ | ۰,۲۸۶ | ۰,۰۸۰ | ۰,۰۱۹ | ۰,۴۶۱ | ROA |
| ۱,۰۰۰ | -۰,۰۰۰۲ | -۰,۱۷۰ | ۰,۱۰۷ | ۰,۰۸۲ | ۰,۰۱۳ | ۰,۰۳۴ | INVES |

زمانی که هم خطی چندگانه میان متغیرهای بیش از ۹،۰ باشد ممکن است در آزمون‌های آماری مشکلاتی ایجاد گردد (تاباچینک و فیدل، ۲۰۰۱). با توجه به نتایج جدول ۴ کلیه متغیرها دارای همبستگی زیر ۰،۹ می باشند لذا بین متغیرهای پژوهش هم خطی وجود ندارد. پایایی و ناپایایی یک سری از داده ها می تواند تاثیر شدیدی روی رفتار و ویژگی های آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل ناپایا باشند، در عین حال که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد ضریب تعیین به دست آمده آن به اشتباه می تواند بسیار بالا باشد و موجب گمراهی محقق گردد. لذا به منظور اطمینان از نتایج و روابط موجود در رگرسیون، اقدام به انجام آزمون مانایی در مدل‌ها گردید. آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار EViews10 و روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلیپس انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال متغیرها کوچک تر از ۰/۰۵ متغیرها مانا می باشند. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرها به شرح جدول (۴) است.

جدول (۴): نتایج آزمون مانایی متغیرها

| PP - Fisher Chi-square | | ADF - Fisher Chi-square | | Im, Pesaran and Shin W- stat | | Levin, Lin & Chu | | متغیر |
|---------------------------|----------|----------------------------|---------|------------------------------------|---------|---------------------|---------|--------|
| احتمال | آماره | احتمال | آماره | احتمال | آماره | احتمال | آماره | |
| ۰,۰۰۰ | ۴۴۴۲۴,۵۴ | ۰,۰۰۰ | ۳۷۵,۹۲۲ | ۰,۰۰۰ | -۷,۹۲۷ | ۰,۰۰۰ | -۱۵,۶۶۰ | CEOPOW |
| ۰,۰۰۰ | ۴۵۶,۱۸۵ | ۰,۰۰۰ | ۴۰۲,۶۸۸ | ۰,۰۰۰ | -۶,۵۰۲ | ۰,۰۰۰ | -۱۲,۹۱۹ | CHOLD |
| ۰,۰۰۰ | ۶۳۲,۳۸۷ | ۰,۰۰۰ | ۴۱۱,۴۶۵ | ۰,۰۰۰ | -۸,۵۰۱ | ۰,۰۰۰ | -۵۱,۱۵۹ | LEV |
| ۰,۰۰۰ | ۴۱۶,۳۲۵ | ۰,۰۰۰ | ۴۰۳,۶۹۸ | ۰,۰۰۰ | -۱۰,۸۷۶ | ۰,۰۰۰ | -۱۴,۰۰۱ | ROA |
| ۰,۰۰۰ | ۳۸۸,۷۲۱ | ۰,۰۰۰ | ۳۹۵,۸۲۱ | ۰,۰۰۰ | -۶,۳۷۰ | ۰,۰۰۰ | -۱۳,۹۰۴ | INVES |

نتایج حاصل از آزمون های لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلیپس در جدول (۴) نشان می دهد، معناداری کلیه متغیرها پایین تر از ۰,۰۵ است لذا کلیه متغیرها مانا هستند. به دلیل اینکه متغیر وابسته مدل یک متغیر مجازی (صفر و یک) است مدل تحقیق از روش رگرسیون لجستیک تخمین زده می شود. نتایج حاصل از آزمون تخمین مدل با استفاده از روش رگرسیون لجستیک در جدول ۵ ارائه گردیده است.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل

| Prob | Z-Statistic | Std. Error | Coefficient | متغیر |
|-------|-------------|------------|-------------|-----------------|
| ۰,۰۰۰ | -۲,۹۰۹ | ۱,۱۷۷ | -۳,۴۲۵ | CEOPOW |
| ۰,۰۰۰ | -۷,۰۲۰ | ۷,۱۲۱ | -۴۹,۹۹۶ | CHOLD |
| ۰,۰۰۰ | -۳,۶۵۲ | ۳,۱۵۹ | -۱۱,۵۴۰ | CEOPOW×CHOLD |
| ۰,۸۸۸ | -۰,۱۴۰ | ۰,۰۵۸ | -۰,۰۰۸ | SIZE |
| ۰,۰۰۰ | -۴,۰۴۰ | ۰,۵۷۱ | -۲,۳۱۰ | LEV |
| ۰,۰۰۰ | ۸,۶۰۱ | ۰,۸۹۵ | ۷,۶۹۹ | ROA |
| ۰,۰۵۳ | ۱,۹۲۷ | ۰,۷۶۱ | ۱,۴۶۸ | INVES |
| ۰,۰۸۴ | -۱,۷۲۵ | ۰,۹۱۲ | -۱,۵۷۳ | عرض از مبدأ (C) |

| | |
|----------------------------|--------------------|
| ضریب تعیین مک فادن = ۰,۴۸۱ | |
| احتمال آماره LR = ۰,۰۰۰ | آماره LR = ۵۵۴,۰۸۰ |

نتایج بیان شده در جدول ۵ نشان می دهد Z-value آماره LR، (که شبیه آماره F در مدل رگرسیون خطی است) برابر با ۰,۰۰۰ کمتر از ۵ درصد می باشد، لذا می توان ادعا نمود در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین احتمال آماره LR که مقدار آن کمتر از ۵ درصد است، نشان دهنده رد فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن کلیه ضرایب متغیرهای توضیحی در سطح اطمینان ۹۵ درصد بوده و در نتیجه رگرسیون معنی دار است. همچنین نتایج مندرج در جدول نشان می دهد که ضریب تعیین مک فادن ۰,۴۴۸۱۸۶ است. این عدد بیانگر آن است که ۴۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است.

تحلیل فرضیه اول: نتایج مندرج در جدول ۵ بیانگر این است که Z-value محاسبه شده برای متغیر مستقل قدرت مدیرعامل (۰,۰۰۰)، کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۳,۴۲۵-) منفی است. در نتیجه می توان بیان کرد که قدرت مدیرعامل تاثیر منفی و معناداری بر درماندگی مالی شرکت دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه قدرت مدیرعامل تاثیر معناداری بر درماندگی مالی شرکت دارد، پذیرفته می گردد.

تحلیل فرضیه دوم: نتایج مندرج در جدول ۵ بیانگر این است که Z-value محاسبه شده برای متغیر CEOPOW×CHOLD (۰,۰۰۰)، کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۱۱,۵۴۰-) منفی است. در نتیجه می توان بیان کرد که نگهداشت وجه نقد تاثیر منفی و معناداری بر رابطه میان قدرت مدیرعامل و درماندگی مالی شرکت دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه نگهداشت وجه نقد تاثیر معناداری بر رابطه میان قدرت مدیرعامل و درماندگی مالی شرکت دارد، پذیرفته می گردد.

نتیجه گیری

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل رگرسیونی متناظر با فرضیات تحقیق نشان داد که قدرت مدیرعامل تاثیر منفی و معناداری بر درماندگی مالی شرکت دارد. لذا افزایش قدرت مدیرعامل میزان درماندگی مالی شرکت را کاهش می دهد. این نتیجه از جهاتی در تطابق با نتیجه تحقیق تسای و همکاران (۲۰۲۲) است. همچنین نگهداشت وجه نقد تاثیر منفی و معناداری بر رابطه میان قدرت مدیرعامل و درماندگی مالی شرکت دارد. لذا می توان بیان کرد نگهداشت وجه نقد با تاثیر بر قدرت مدیرعامل می تواند درماندگی مالی شرکت را کاهش می دهد. این نتیجه از جهاتی در تطابق با نتیجه تحقیق تسای و همکاران (۲۰۲۲) است. با توجه به نتایج به هیئت مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد با بکارگیری مدیران قدرتمند در شرایط درماندگی مالی از کاهش منابع و زیان های شرکت ممانعت به عمل آورند. به تحلیلگران و سرمایه گذاران

پیشنهاد می‌گردد در شرایط درمماندگی مالی شرکت‌هایی را برای سرمایه گذاری انتخاب کنند که به لحاظ مدیریتی قدرتمند بوده و از منابع نقدی بالایی برخوردار باشند. به محققین پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی از شاخص‌های ریسک نقدشوندگی به عنوان متغیر تعدیلگر در رابطه قدرت مدیرعامل و درمماندگی مالی استفاده نمایند. پیشنهاد می‌گردد موضوع این پژوهش در مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های فرابورسی مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

۱. اره کش سلماسی، محمد. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین توانایی مالی مدیران با محدودیت مالی شرکتها در طی دوره رشد شرکتها. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۲۰)، ۴۶-۵۶.
۲. اسعدی، عبدالرضا و عباس زاده، محمدرضا. (۱۳۹۳). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های وابسته و مستقل از دولت در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه اقتصاد پولی، مالی، ۲۱(۷)، ۲۱۰-۲۳۳.
۳. ایزدی‌نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (۱۳۸۹). ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۸(۵۵)، ۱۴۱-۱۵۴.
۴. بزرگ‌اصل، موسی؛ صالح‌زاده، بیستون و محمدی، مهسا. (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵(۵۷)، ۷۳-۹۴.
۵. بهارمقدم، مهدی؛ صالحی، تابنده و اعظمی، زینب. (۱۳۹۶). رابطه بین توانایی مدیریت، حق الزحمه حسابرسی و تداوم فعالیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹(۲)، ۴۴-۲۳.
۶. پور موسی، علی اکبر و شریف زاده دربان، ستی. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر نقدینگی شرکت بر رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۳۹)، ۵۳-۶۴.
۷. توانگر حمزه کلایی، افسانه و اسکافی اصل، مهدی. (۱۳۹۷). ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۸)، ۱۸۷-۲۰۷.
۸. حاجب، حمیدرضا؛ غیوری مقدم، علی و غفاری، محمدجواد. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت‌های صنعت دارو، فصلنامه حسابداری سلامت، ۳(۹)، ۱۷-۱.
۹. حیدری، مهدی؛ منصورفر، غلامرضا و قاسم‌زاده، مرتضی. (۱۳۹۷). عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و نقش تعدیلگری درمماندگی مالی؛ رویکرد الگوسازی معدلات ساختاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۰(۲)، ۴۴-۲۳.
۱۰. رحیمیان، نظام‌الدین؛ قربانی، محمود و شعبانی، کیوان. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۳(۱۲)، ۵۵-۷۴.

۱۱. فروغی، داریوش و ساکیانی، امین. (۱۳۹۵). تاثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه پژوهش حسابداری، ۲۲(۲)، ۹۷-۱۱۶.
۱۲. لاری دشت بیاض، محمود؛ صالحی، مهدی و سخاوت پور، مریم. (۱۳۹۷). بررسی رابطه محدودیت مالی، ساختار دارایی ها و تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۱)، ۱۸۱-۱۹۶.
۱۳. کاشانی پور، محمد و محمدی، منصور. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد. پژوهش های حسابداری مالی، ۹(۳)، ۱۷-۳۲.
14. Chauhan, Yogesh. Pathak, Rajesh. Satish Kumar. (2018). Do bank-appointed directors affect corporate cash holding? *International Review of Economics and Finance*, 53, 39-56.
15. Chemmanur, T. and I. Paeglis (2005). Management Quality, Certification, and Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, No. 76, pp. 331-368.
16. Chemmanur, T.; Paeglis, I.; and K. Simonyan (2009). Management Quality Financial Investments and Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, No. 5, pp. 1045-1079.
17. Demerjian, P.R., Lev, B., Lewis, M.F. and McVay, S.E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *Accounting Review*, 88(2), 463-498.
18. Habib, A. and Hasan, M.M. (2017). Social capital and corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, Forthcoming, 52, 1-20.
19. Hahn, J. (2013). Asset Pricing Implications of Capital Market Imperfections. Phd Thesis on Business Administration, Columbia University.
20. Lim, J. and Lee, S.C. (2019). Relationship between the Characteristics of CEOs and Excess Cash Holdings of Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1069-1090.
21. Matsunaga, S.R. and Wang, S. and Yeung, P. (2013). Eric, Does Appointing a Former CFO as the Chief Financial Officer Affect a Firm's Accounting Policies? Available as SSRN <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2206523>.
22. Sanchez, C.P., Monelos, P. and Lopez, M.R. (2013). A Parsimonious Model to Forecast Financial Distress, based on Audit Evidence. *Contaduría y Administración*, 58 (4), 151-173.
23. Tsai, J.-F., Mai, N.T. and Bui, D.G. (2022). Managerial ability, financial constraints, and the value of cash holding. *Applied Economics Letters*, 29(5), 462-468.
24. Yang, J. (2018). Equity and Debt Financing Constraints, McDonough School of Business, Georgetown University, Working Paper.

Investigating the Effect of the CEO's Power on Financial Distress with an Emphasis on the Moderating Role of Cash Holdings in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Mina Nazari Amroabadi ¹

Date of Receipt: 2022/06/11 Date of Issue: 2022/08/08

Abstract

The main purpose of the current research is to investigate the effect of the CEO's power on financial distress, with emphasis on the moderating role of cash retention in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Based on this, the dependent variable of the research is financial helplessness, the independent variable is the CEO's power, and the moderating variable is cash retention. This research is an applied research of descriptive correlation type. The statistical population is the companies accepted in the Tehran Stock Exchange, and the statistical sample of the research includes 131 companies from the Tehran Stock Exchange in an 8-year period between 1392 and 1399. The hypotheses of the research were analyzed using panel data regression and combined regression in Eviuse software. The analysis of the hypotheses in this research using the EGLS estimation method at the 95% confidence level showed that the power of the CEO has a negative and significant effect on the company's financial helplessness. Therefore, with the increase in the power of the CEO, the financial helplessness of the company decreases. Also, keeping cash has a negative and significant effect on the relationship between the CEO's power and the company's financial helplessness.

Keywords

Cash Holdings, CEO's Power, Financial Distress.

1. Master of Accounting, Islamic Azad University, Mobarakeh Branch, Mobarakeh, Iran.