

## تاثیر ویژگیهای مدیرعامل بر ارزش وجوه نقد

هوشنگ مرادی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۱۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۳/۲۷

### چکیده

در این تحقیق به بررسی تاثیر ویژگیهای مدیرعامل بر ارزش وجوه نقد طی سالهای ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ نمودیم. بعد از برآورد مانده وجه نقد عادی، مازاد وجه نقد برای هر سال شرکت را محاسبه کرده و سپس تاثیر آنرا به صورت تعاملی با استفاده از متغیرهای مربوط به ویژگیهای مدیرعامل شامل سطح تحصیلات، رشته تحصیلی و دوره تصدی در مدل رگرسیونی نهایی و با استفاده از نرم افزار eviews و روش حداقل مربعات معمولی مورد آزمون قرار دادیم. نتایج نشان داد که بین سطح تحصیلات، رشته تحصیلی و طول دوران تصدی مدیرعامل و ارزش وجه نقد مازاد در شرکت های مورد مطالعه رابطه معنی داری وجود ندارد.

### واژگان کلیدی

ویژگیهای مدیرعامل، نگهداشت وجه نقد شرکت، ارزش مازاد وجه نقد

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول: لیسانس حسابداری گرایش مالی. (Email: hooshang1330moradi@gmail.com)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه

امروزه شرکتها به طور روزافزونی با مشکلات عدیده مواجه هستند که از شرایط در حال تغییر اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فنی ناشی می شود. برخی از مثالها عبارتند از کمبود مواد اولیه و انرژی، توجه بیشتر به محیط زیست، چرخه کوتاه تر عمر محصول و رقابت بین الملل که در نتیجه دشواری هایی را در مدیریت شرکتها به وجود آورده است. به واسطه افزایش پیچیدگی ها تعداد عواملی که باید در تصمیم گیری لحاظ شود افزایش یافته است.

برای مواجهه با این فشارها و نیز استفاده از فرصتهایی که پیش می آید، نیاز به توانایی بیشتری وجود دارد؛ بنابراین مدیریت باید دارای تجربه و تخصص لازم در امور کسب و کار باشد تا بتواند از عهده شرایط بر آید. واضح است که در بیشتر موارد اشتباهات انجام شد توسط مدیران باعث ورشکستگی واحد تجاری می شود؛ اما ویژگیهای اصلی مدیریت که بر اداره امور واحد تجاری موثر هستند، کدامند؟ اگر تئوری با عمل مقایسه شود، نتیجه همخوان خواهد بود یا خیر؟ ویژگیهای مدیران عامل و توانایی هایشان در دنیای کسب و کار هم در حوزه دانشگاهی و هم در حوزه رسانه ای برجسته و به آن توجه شده است. برای مثال نشریه هاروارد بیزنس ریویو<sup>۱</sup> سالانه ۱۰۰ مدیر را که بهترین عملکرد را داشته اند انتخاب می کند و در این بررسی، عملکرد مدیران پیشتاز را بر اساس ویژگیهای بدیعی که در توسعه شرکت نقش داشته است، گزارش می کند. این مقالات که به صورت سالانه منتشر می شوند، اطلاعاتی را در خصوص سیاستهای عملیاتی مدیران عامل با استفاده از تحلیل خروجی های سبک های عملیاتی مدیران و خصوصیات خاص آنها منتشر می کنند. رسانه ها نیز اخبار بهترین مدیران را پوشش داده و برجسته سازی می کنند؛ به عبارت دیگر ویژگیهای فردی هر یک از مدیران تاثیر مهمی بر عملکرد شرکت دارد (مون، سئو و هان، ۲۰۱۷).

تصمیم گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی شرکتها، یکی از مسائل شایان توجه در ادبیات تامین مالی محسوب می شود. در این راستا با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش های متعددی به بررسی عوامل تاثیر گذار بر سطح نگهداشت نقدینگی پرداخته اند (کاشانی پور و محمدی، ۱۳۹۶)؛ اما در این پژوهشها توجه کمتری به ویژگیهای مدیران شده است.

بنا بر ادبیات پیشین این بحث مطرح می شود که وجه نقد به طور عمده تحت تاثیر مدیریت رده های بالای شرکت است. (کاستودیو و متزگر، ۲۰۱۴؛ اورنز و رهول، ۲۰۱۳، زاخاریس، سیکس، شایرک و استاک، ۲۰۱۵). تاثیر مدیر بر راهبردهای شرکت و سیاستهای مالی به طور گسترده ای در ادبیات پیشین بررسی شده است (برتراند و شوار، ۲۰۰۳؛ کاستودیو و متزگر، ۲۰۱۴؛ دیتمار و دوچین، ۲۰۱۶؛ گلاسو و سیمکو، ۲۰۱۱؛ گنگ، میشایل، اینسو و ویچون، ۲۰۱۶؛

1 Harvard Business Review

2 Mun, Seo, & Han, 2017

3 Custódio & Metzger, 2014

4 Orens & Reheul, 2013

5 Zacharias, Six, Schiereck, & Stock, 2015

6 Bertrand & Schoar, 2003

7 Dittmar & Duchin, 2016

8 Galasso & Simcoe, 2011

9 Gang, Michael, In-Sue, & Weichun, 2016

هاونگ-میر، لامبرتیدیس و استیلی، ۲۰۱۶؛ کاپلان، مارک و سورنسن، ۲۰۱۲؛ المندیر و تیت، ۲۰۰۵؛ مانر، ۲۰۱۰؛ اورنز و رهول، ۲۰۱۳؛ بارکر و مولر، ۲۰۰۲؛ ویسباخ، ۱۹۹۵؛ فلاح شمس لیالستانی، قالیاف اصل و سرایی نوبخت، ۱۳۸۹؛ کاشانی پور و محمدی، ۱۳۹۶).

طبق ادبیات پیشین زمانی که مدیر شرکت استراتژی خود را انتخاب می کند سعی می کند که عملکرد بهینه شرکت را بیشینه سازی کند (ببچوک و استول، ۱۹۹۳).<sup>۷</sup> به علاوه طبق تئوری رده های بالاتر<sup>۸</sup> انتخاب های استراتژیک یک شرکت تحت تاثیر ویژگی های مدیریت در رده های بالاتر است. به علاوه، عملکرد شرکت به طور سلسله مراتبی تحت تاثیر انتخاب های راهبردی انجام شده، نشات گرفته از شاخصه های پیشینه است؛ بنابراین ویژگی های مدیر یکی از عوامل مهم تاثیر گذار بر عملکرد آتی شرکت است. مدیران ممکن است تحت تاثیر ویژگیهایشان، اقداماتی راهبردی در خصوص جریان نقد آزاد در دسترس از قبیل تحصیل ها، واگذاری ها، گزینش های مالی و تخصیص منابع انجام دهند. مخصوصا اینکه این مدیران هستند که تعداد تحصیل ها، نسبت سرمایه گذاری و مانده وجه نقد تعیین می کنند (هامبریک و میسون، ۱۹۸۴؛ مون و دیگران، ۲۰۱۷)<sup>۹</sup>

در میان مطالعات در خصوص اثر ویژگیهای مدیر بر سیاستهای مالی شرکت، ما بر تاثیر ویژگی های مدیر بر مانده وجه نقد تمرکز می کنیم. در ادبیات پیشین جنسن در سال ۱۹۸۶ دریافت مدیرانی که به نفع شخصی فکر می کنند، بر مقدار ذخیره نقدی به منظور رسیدن به منافع فردی به جای بیشینهسازی ثروت صاحبان سهام تاثیر می گذارند (جنسن، ۱۹۸۶).<sup>۱۱</sup> مطالعات اخیر بین سیاست وجه نقد و اثر ویژگی های مدیر ارتباط های را یافته اند. برای مثال اورنز و راتول در مطالعه خود دریافتند که دریافتند که سن و دوره تصدی مدیران عامل اثر مثبتی بر مقدار مانده وجه نقد برای تثبیت فعالیت شرکت دارد (اورنز و رهول، ۲۰۱۳). دیتمار و دوچین نیز اثرات تجربه حرفه ای مدیرعامل را بر روی سیاست های نقدی و بدهی شرکت نشان داده اند (دیتمار و دوچین، ۲۰۱۶). مایرهانگ و همکاران نیز در تحقیق خود نشان می دهند که خوش بینی مدیران عامل به طور عمده ای برد سیاست های وجه نقد تاثیر میگذارد (هاونگ-میر و دیگران، ۲۰۱۶).<sup>۱۰</sup> دیتمار و اسمیت در مطالعه ای دریافتند که مایکروسافت به طور مداوم مازاد وجه نقد نگهداری می کند که به طور قابل توجهی از میانگین مازاد وجه نقد در شرکتهای ایالات متحده بیشتر است. بعد از کنترل عوامل موثر بر نگهداشت

<sup>1</sup> Huang-Meier, Lambertides, & Steeley, 2016

<sup>2</sup> Kaplan Steven, Klebanov Mark, & Sorensen, 2012

<sup>3</sup> MALMENDIER & TATE 2005

<sup>4</sup> Manner, 2010

<sup>5</sup> Vincent L. Barker & Mueller, 2002

<sup>6</sup> Weisbach, 1995

<sup>7</sup> BEBCHUK & STOLE 1993

<sup>8</sup> Upper echelon theory

<sup>9</sup> Hambrick & Mason, 1984

<sup>10</sup> Mun et al., 2017

<sup>11</sup> Jensen, 1986

نقدینگی، شرکت، صنعت و سال، عوامل توضیح داده نشده ای که به واسطه اثر مدیر عامل هنوز رخ می داد. این اثر، اثر بیل گیتس نامیده شد (دیتمار و مارت اسمیت، ۲۰۰۷).

اگرچه سیاست وجه نقد وابسته به مدیریت عالی شرکت است اما مطالعات زیادی این موضوع را بررسی نکرده اند که چگونه ویژگی های خاص و فردی مدیریت عالی بر سیاست نگهداشت وجه نقد شرکت تاثیر می گذارد. تا آنجا که ما می دانیم این اولین مطالعه ای است که به تحلیل رابطه بین ویژگی های مختلف مدیرانی که وجه نقد را مدیریت می کنند، می پردازد و با استفاده از جدیدترین داده ها به شواهد تجربی در خصوص ویژگی های مدیران خواهد افزود. در این مطالعه ما تاثیر ویژگی های مدیر عامل را بر روی سیاست وجه نقد و ارزش مازاد وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می کنیم. انگیزه این مطالعه پاسخ به این پرسش تحقیق است که چه نوع ویژگی خاصی از مدیران بر عملکرد مدیریتی تاثیر می گذارد. برای بررسی اثر هر یک از ویژگی های مدیر به طور خاص ما فرضیه های جداگانه زیر را پیشنهاد داده ایم:

فرضیه اول: بین سطح تحصیلات مدیر و ارزش مازاد وجه نقد رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین رشته تحصیلی مدیر و ارزش مازاد وجه نقد رابطه معنی دار وجود دارد.

### روش تحقیق

روش تحقیق توصیفی و نیز از نوع همبستگی است. توصیفی به این دلیل که هدف آن توصیف کردن شرایط با پدیده های مورد بررسی است و برای شناخت بیشتر شرایط موجود می باشد و همبستگی بدلیل این که در این تحقیق رابطه بین متغیرهای مورد نظر است. تحقیق حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی اثبات وجود این رابطه در شرایط کنونی بر اساس داده های تاریخی می باشد. روش مورد نظر برای بررسی همبستگی بین متغیرها، رگرسیون می باشد. در این نوع تحقیق رابطه میان متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می گردد. این تحقیق دارای یک متغیر وابسته و چند متغیر مستقل و شاهد هست که میزان اثر متغیرهای مستقل و شاهد در متغیر وابسته از طریق آزمون های رگرسیونی می باشد. برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرض - های آماری پژوهش استفاده خواهد گردید.

جامعه آماری پژوهش حاضر، تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود که از سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بوده که تعداد آنها ۱۴۸ شرکت می باشند.

### یافته های تحقیق

خلاصه ویژگی های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق در قالب آماره های توصیفی در جدول زیر ارائه شده است. آماره های گزارش شده شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار هر یک از متغیرهای استفاده شده در تحقیق می باشد.

<sup>1</sup> Dittmar & Mahrt-Smith, 2007

جدول ۱. آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت های نمونه

نام متغیر	AGE	BANKDEBT	CASH	CFLOW	DIV	GROWTH	LEV	LIQ	MKTBOOK	MV	SIZE	XCASH
میانگین	۲,۵۷	۰,۱۹	۰,۱۲	۰,۰۸	۰,۰۱	۰,۰۶	۰,۳۴	۰,۳۴	۲,۴۵	۳,۴۵	۱۵,۴۷	۰,۰۷
میانه	۳	۰,۱۸	۰,۱۱	۰,۰۷	۰,۰۱	۰,۰۵	۰,۳۵	۰,۳۲	۲,۳۶	۳,۳۶	۱۵,۴۱	۰
حد-کثر	۷	۰,۳۷	۰,۶۶	۰,۲	۰,۰۳	۰,۱	۰,۶۸	۰,۴۸	۶,۸۱	۶,۸۱	۱۶,۱۲	۰,۴۶
حد-اقل	۰	۰	۰	۰,۰۵-	۰	۰,۰۱	۰	۰	۰	۰	۱۳,۱۲	۰
انحراف استاندارد	۱,۶۹	۰,۱۱	۰,۱۹	۰,۰۷	۰,۰۱	۰,۰۲	۰,۲۱	۰,۱۴	۱,۹۸	۱,۹۸	۰,۶۹	۰,۱
کشیدگی	۰,۰۸-	۰,۰۱-	۰,۱۲	۰,۰۳-	۰,۰۹	۰,۰۱	۰,۰۲-	۰,۰۲-	۰,۰۳-	۰,۰۳-	۰,۰۷۵-	۱,۱۵
چولگی	۱,۷۸	۱,۷۷	۱,۷۸	۱,۷۳	۱,۸۴	۱,۷۲	۱,۷	۱,۸۱	۱,۸۴	۱,۸۴	۲,۶۱	۳,۳
اندازه-جاریکیو برا	۲۳,۸۱۶۷۲	۳۶,۹۳۳۱۵	۳۵,۳۲۶۱۱	۳۷,۱۲۷۸۳	۳۱,۷۸۵۳۰	۳۷,۶۵۷۰۵	۳۸,۵۱۲۳۹	۳۲,۲۷۶۶۶	۳۰,۸۲۸۰۱	۳۰,۸۲۸۰۱	۵۵,۳۷۸۹۶	۱۳۳,۷۴۰۶
سطح احتمال	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰
تعداد نمونه	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰

همانطور که مشاهده می شود میانگین متغیر وجه نقد نگهداری شده در شرکت های نمونه ۱۲ درصد است که نسبتا بالاست. همچنین میانگین درصد وجه نقد مازاد در شرکتها ۷ درصد نسبت به کل داراییهاست که بر اساس باقیمانده مدل وجه نقد بهینه بدست می آید. همچنین میانگین ارزش بازار شرکت به داراییها نیز ۳,۴۵ بوده است. انحراف معیار متغیرهای وجه نقد، مازاد وجه نقد و نسبت ارزش بازار نیز به ترتیب ۰,۱۹، ۰,۱ و ۱,۹۸ بوده است. سطح احتمال آماره جاکو برا نیز حاکی از نرمال بودن توزیع متغیرهای مورد استفاده در تحقیق است. میانگین متغیر اهرم مالی برابر (۰/۳۴) و میانه این متغیر برابر (۰/۳۵) است. میانگین متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برابر (۳/۴۵) و میانه این متغیر برابر (۳,۳۶) است.

برای بررسی همخطی میان متغیرهای تحقیق از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می شود عامل تورم واریانس برای همه متغیرها کوچکتر از ۱۰ می باشد لذا بین متغیرهای تحقیق همخطی شدید وجود ندارد.

جدول ۲. جدول عامل تورم واریانس به منظور بررسی همخطی

متغیرها	عامل تورم واریانس (VIF)
GROWTH	۹,۸۰۴۶۴۱
LEV	۰,۱۶۷۸۱۱
SIZE	۰,۰۲۰۷۰۶
XCASH	۱,۱۵۵۶۵۷
XCASHFACTOR1	۱,۸۷۱۵۹۰

در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی نیز از آزمون وایت<sup>۱</sup> استفاده شده و نتایج در جدول زیر بیان شده است.

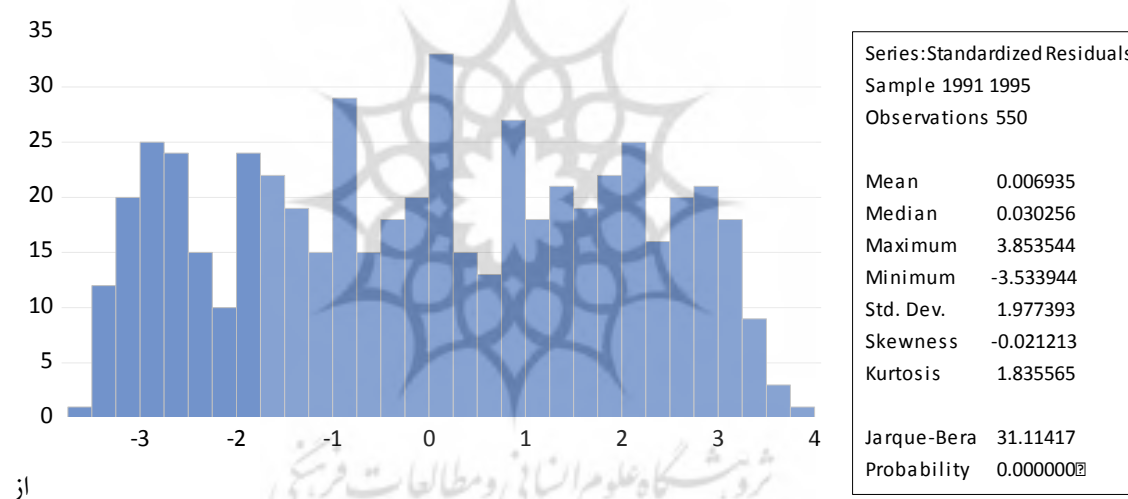
جدول ۳- بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	اصلی	۵۳,۶۳۰۲۰	(۱۱۰)	۱,۰۰۰۰

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

برای بررسی نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش از آزمون جارک - برا استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۴. آزمون نرمال بودن جملات خطا



آنجاییکه چولگی و کشیدگی متغیرهای مذکور، در بازه بهینه ۳ و ۳- قرار داشته و احتمال آماره جارکیو - برا، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، می توان نتیجه گرفت توزیع آماری متغیر مذکور نرمال است.

فرضیات تحقیق به صورت زیر مطرح شده است:

بین سطح تحصیلات مدیر عامل و ارزش وجوه نقد مازاد رابطه معنی دار وجود دارد.

بین رشته تحصیلی مدیر عامل و ارزش وجوه نقد مازاد رابطه معنی دار وجود دارد.

بین طول دوران تصدی مدیر عامل و ارزش وجوه نقد مازاد رابطه معنی دار وجود دارد

برای آزمون فرضیه‌ها، فرضیه صفر و فرضیه مقابل به ترتیب زیر است:

<sup>۱</sup>. White Test

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

اگر احتمال ضرایب متغیر مستقل کمتر از ده درصد باشد، فرضیه تحقیق در سطح معناداری یک درصد، پنج درصد یا ده درصد پذیرفته می‌شود.

برای آزمون فرضیات پژوهش ابتدا نیاز داریم که متغیر مازاد وجه نقد را محاسبه نماییم. برای بدست آوردن میزان وجه نقد مازاد شرکت ابتدا باید مدل اول را اجرا کنیم. نتیجه اجرای این مدل در جدول زیر گزارش شده است:

جدول ۵. نتایج اجرای مدل رگرسیونی شماره ۱

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
جزء ثابت		C	۰,۳۳۷۸۸۶	۲,۴۳۷۰۱۹	۰,۰۱۵۲
جریان وجه نقد		CFLOW	۰,۰۱۵۰۶۸	۰,۲۵۹۴۲۷	۰,۷۹۵۴
سود سهام		DIV	۰,۹۶۵۰۵۶	۱,۴۵۳۷۰۴	۰,۱۴۶۸
اهرم مالی		LEV	۰,۰۲۱۵۵۴	۰,۹۱۱۸۶۶	۰,۳۶۲۳
سرمایه در گردش		LIQ	۰,۰۸۷۳۲۸	۳,۳۰۰۳۲۳	۰,۰۰۱
ارزش بازار به ارزش دفتری		MKTBOOK	۰,۰۰۲۷۴۷	۰,۹۸۲۰۰۴	۰,۳۲۶۶
اندازه		SIZE	۰,۰۰۵۰۷۷-	۰,۵۵۸۹۸-	۰,۵۷۶۵
بدهی بانکی		BANKDEBT	۰,۰۱۴۷۳	۰,۳۴۵۸۴۱	۰,۷۲۹۶
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F	
۰,۳۱۸۴۰۳	۰,۳۱۵۸۰۴	۲,۵۵۲۹۶۱	۱,۷۴۳۷۳۱	۰,۰۰۰۰۳۵	

نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که بر حسب ضریب تعیین بدست آمده حدود ۳۱ درصد است؛ یعنی حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای فوق توضیح داده شده است. البته ضریب تعیین تعدیل شده پس از حذف اثر تعدد متغیرهای توضیحی نیز ۳۱ درصد است که با توجه به میزان آماره F یعنی ۱,۷۴۳۷۳۱ و سطح احتمال آماره F ۰,۰۰۰۰۳۵ و معنی داری مدل در سطح ۹۹ درصد، می‌توان نتیجه گرفت که مدل فوق معنی دار است.

برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای تحقیق نیز از آزمون دوربین واتسون استفاده شد که با توجه به اینکه مقدار آن ۲,۵۵۲۹۶۱ به عدد ۲,۵ یعنی کران نهایی بازه بهینه این آزمون یعنی ۱,۵ تا ۲,۵ تقریباً نزدیک است می‌توان نتیجه گرفت که مشکل جدی در خصوص همبستگی بین واریانس جملات خطا وجود ندارد و این اجزا دارای استقلال هستند و فرض وجود خودهمبستگی بین متغیرها رد می‌شود.

پس از برآورد مدل فوق باقیمانده های مدل اجرا شده استخراج شد. سپس در اکسل بر روی آن پردازش اضافی انجام شده و باقیمانده هایی که مثبت بودند به عنوان مازاد وجه نقد در نظر گرفته شدند. باقیمانده های منفی نیز به معنای نگهداشت وجه نقد پایین تر از سطح مطلوب تلقی و به معنای کسری وجه نقد نسبت به مدل بهینه بود؛ بنابراین به جای آنها صفر جایگذاری شد.

سپس متغیر مازاد وجه نقد در مدل شماره دو در قالب XCASH گنجانده شد. همچنین متغیر xcash به عنوان متغیر مازاد وجه نقد هر بار در یکی از متغیرهای factor ضرب شد. متغیر فاکتور در سه حالت سه ویژگی مختلف سطح تحصیلات، رشته و دوره تصدی را اندازه گیری می کند؛ بنابراین مدل دوم، سه بار و هر بار به صورت مستقل با استفاده از متغیر تعاملی مازاد وجه نقد ضرب در ویژگی اول و دوم برآورد و نتایج مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این برآوردها در ادامه آمده است:

آماره ها / متغیرها	نماد	ضرایب / رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
جزء ثابت	C	۴,۵۳۱۵۱۵	۲,۸۰۸۳۵۶	۰,۰۰۵۲
مازاد وجه نقد	XCASH	۱,۳۱۰۷۴۸-	۲,۱۱۷۱۹۶-	۰,۰۳۴۸
اهرم مالی	LEV	۰,۵۳۰۲۲۴	۲,۱۲۹۱۳۲	۰,۰۳۳۸
اندازه	SIZE	۰,۰۷۸۱۱۹-	۰,۷۴۳۳۷-	۰,۴۵۷۷
رشد شرکت	GROWTH	۰,۳۳۲۹۶۴	۰,۱۹۶۸۹۶	۰,۸۴۴
مازاد وجه نقد * ویژگی ۱ مدیرعامل	XCASHFACTOR1	۰,۳۹۷۶۴۹	۰,۳۴۵۷۳۹	۰,۷۲۹۷
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F
۰,۴۲۷۲۴۱	۰,۲۷۷۱۳۸	۲,۵۰۷۹۸۱	۲,۸۴۶۳۲۷	۰,۰۰۰۰۰۰۰

همانطور که مشاهده می شود آماره F ۲,۸۴۶۳۲۷ با سطح احتمال ۰,۰۰۰ است که نشان از معنی دار بودن مدل در سطح ۹۹ درصد دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۴۲ و ۲۷ درصد نشان از توان توضیحی متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی گنجانده شده در مدل دارد. مقدار ۲,۲۰۷۹۸۱ برای آماره دوربین واتسون نیز نشان از جدی نبودن مشکل همبستگی اجزای باقیمانده مدل دارد. ضریب متغیر XCASH نشان می دهد که رابطه بین متغیر مازاد وجه نقد با ارزش شرکت منفی بوده و در سطح ۹۵ درصد معنی دار است؛ اما رابطه مثبت بین متغیر تعاملی مازاد وجه نقد XCASHFACTOR1 و ویژگی سطح تحصیلات مدیر عامل با ارزش شرکت از نظر آماری معنی دار نیست و به این ترتیب فرضیه اول تحقیق پذیرفته نمی شود.



آماره ها متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیون	مقدار آماره t	احتمال آماره t
جزء ثابت	C	۴,۴۴۳۴۴۹	۲,۷۸۹۳۸۸	۰,۰۰۵۵
مازاد وجه نقد	XCASH	۱,۵۶۳۶۳۸-	۳,۳۴۹۰۸۴-	۰,۰۰۰۹
اهرم مالی	LEV	۰,۵۳۶۵۳	۱,۹۸۰۶۸۴	۰,۰۴۸۳
اندازه	SIZE	۰,۰۷۲۴۷۱-	۰,۷۰۸۱۹۲-	۰,۴۷۹۲
رشد شرکت	GROWTH	۰,۳۵۲۶۷۴	۰,۱۷۵۹۱۸	۰,۸۶۰۴
مازاد وجه نقد * ویژگی ۲ مدیرعامل	XCASHFACTOR2	۰,۸۱۹۰۳۹	۱,۲۹۴۵۱۱	۰,۱۹۶۲
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F
۰,۴۱۹۶۶۸	۰,۲۶۷۵۸	۲,۵۰۵۶۸۹	۲,۷۵۹۳۸۹	۰,۰۰۰۰۰۰

همانطور که مشاهده می شود آماره F ۲,۷۵۹۳۸۹ با سطح احتمال ۰,۰۰۰ است که نشان از معنی دار بودن مدل در سطح ۹۹ درصد دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۴۱ و ۲۶ درصد نشان از توان توضیحی متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی گنجانده شده در مدل دارد. مقدار ۲,۵۰۵۶۸۹ برای آماره دوربین واتسون نیز نشان از جدی نبودن مشکل همبستگی اجزای باقیمانده مدل دارد. ضریب متغیر XCASH نشان می دهد که رابطه بین متغیر مازاد وجه نقد با ارزش شرکت منفی بوده و در سطح ۹۵ درصد معنی دار است؛ اما رابطه مثبت بین متغیر تعاملی مازاد وجه نقد XCASHFACTOR2 و ویژگی سطح تحصیلات مدیرعامل با ارزش شرکت از نظر آماری معنی دار نیست و به این ترتیب فرضیه دوم تحقیق نیز پذیرفته نمی شود.

### بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش بودیم که آیا در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ویژگیهای مدیرعامل مانند سطح تحصیلات، رشته تحصیلی یا دوران تصدی می توند بر رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش شرکت تاثیر بگذارد یا خیر و اینکه آیا این تاثیر از نظر آماری معنادار است یا خیر. از آنجایی که ما اثر ویژگیهای مدیرعامل را بر ارزش نگهداشت وجه نقد با تاکید توانایی های مدیریتی به جای مقدار خود وجه نقد اندازه گیری کردیم، ما یک چالش کیفی از رابطه بین ویژگیهای کلیدی مدیرعامل و ارزش وجه نقد برای صاحبان سهام را مورد توجه قرار دادیم. ما رابطه بین چند ویژگی مدیرعامل و مازاد وجه نقد را از منظر ارزش برای صاحبان سهام بررسی کردیم. هر چند نتایج بدست آمده حاکی از عدم تایید انتظارات طبق تئوریهای مطرح شده بود.

این تحقیق همانند تمامی پژوهش های انجام شده در حوزه علوم انسانی بامحدودیتهایی مواجه است مخصوصا از حیث پایداری نتایج. ما تنها از یک معیار مازاد وجه نقد به عنوان معیاری موثر بر ارزش شرکت و شاخصی از توانایی مدیریت

در تنظیم راهبرد موثر وجه نقد استفاده کردیم. برای بهبود پایداری ما باید متغیرها دیگر توانایی مدیریت را نیز در نظر بگیریم. همچنین از آنجاییکه تاثیر ویژگیهای مدیریت بعد از مدتی آشکار می شود، می توان استفاده از تاخیرهای زمانی یک تا دو دوره ای در متغیرها را مد نظر قرار داد.

### منابع و مآخذ

فلاح شمس لیالستانی، م، قالیباف اصل، ح، سرایی نویخت، س. (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده وار. ۱۲، ۲۵-۴۲.

قالیباف اصل، ح، پورداداش مهربانی، ن، دهقان نیری، ل. (۲۰۱۵). بررسی رابطه بین ریسک گریزی مدیران و عملکرد نهادهای مالی در بازار سرمایه (مطالعه موردی صندوق های مشترک سرمایه گذاری). راهبرد مدیریت مالی، ۳(۳)، ۱-۲۳. کاشانی پور، م، محمدی، م. (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.

Lins, K. V., Servaes, H., & Tufano, P. (2010). What drives corporate liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 160-176.

Lütje, T. (2009). To be good or to be better: asset managers' attitudes towards herding. *Applied Financial Economics*, 19(10), 825-839.

MALMENDIER, U., & TATE, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.

Manner, M. H. (2010). The Impact of CEO Characteristics on Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 93, 53-72.

Matsunaga, S. R., & Yeung, P. E. (2008). Evidence on the Impact of a CEO's Financial Experience on the Quality of the Firm's Financial Reports and Disclosures AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper.

Mun, S., Seo, D., & Han, S. H. (2017). CEO Characteristics and Value of Cash Holdings. 30th Australasian Finance and Banking Conference, August 18, 2017.

Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 273-315.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Oler, D. K., & Picconi, M. P. (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 253-283.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. doi:https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3

Orens, R., & Reheul, A.-M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs? *European Management Journal*, 31(6), 549-563.

doi:https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.003

- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 317-336. doi:[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90015-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90015-8)
- Prendergast, C., & Stole, L. (1996). Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. *Journal of Political Economy*, 104(6), 1105-1134.
- Shen, W. (2003). The Dynamics of the CEO-Board Relationship: An Evolutionary Perspective. *The Academy of Management Review*, 28(3), 466-476. doi:10.2307/30040733
- Tyler, B. B., & Steensma, H. K. (1998). The effects of executives' experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances. *Strategic Management Journal*, 19(10), 939-965.



## The effect of the characteristics of the CEO on the value of cash

Hoshang Moradi<sup>1</sup>

### Abstract

In this research, we investigated the effect of the CEO's characteristics on the value of cash during the years 1397 to 1401. After estimating the normal cash balance, the cash surplus for each year of the company is calculated and then its effect is interactively using the variables related to the characteristics of the CEO, including education level, field of study and tenure in the final regression model and with We tested the use of eviews software and ordinary least squares method. The results showed that there is no significant relationship between the level of education, field of study and tenure of the CEO and the value of surplus cash in the studied companies.

### Keywords

Characteristics of the CEO, holding company cash, surplus value of cash

<sup>1</sup> Responsible author: Bachelor of Accounting, Finance (Email: hooshang1330moradi@gmil.com)

