



توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد

دکتر محمد سیرانی^۱ ©

عضو هیئت علمی دانشگاه شهاب دانش، پردیسان، قم، ایران

علیرضا فاضلی مهرآبادی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، پردیسان، قم، ایران

(تاریخ دریافت: ۲۵ اسفند ۱۳۹۹؛ تاریخ پذیرش: ۳ خرداد ۱۴۰۰)

این مقاله ارتباط بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت حالت بهینه با استفاده از مدل تعدیل جزئی نگهداشت وجه نقد را مورد بررسی قرار می‌دهد. بدین منظور در این پژوهش داده‌های ترکیبی مربوط به ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ - ۱۳۹۷ به روش رگرسیون حداقل مربعات (OLS) برای برآورد نسبت وجه نقد هدف، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج حاصل از بررسی با استفاده از نرم‌افزار Stata نشان داد که توانایی مدیریت رابطه معکوس با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارد. همچنین وجود شرکت‌های فرعی تأثیری بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف ندارد.

واژه‌های کلیدی: نگهداشت وجه نقد، سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، توانایی مدیریت، سرعت تعدیل جزئی وجه نقد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

^۱ msayrani@gmail.com

© (نویسنده مسئول)

مقاله علمی - پژوهشی

مقدمه

امروزه وجه نقد به دلیل اهمیت بالای آن برای شرکت‌ها به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر مورد توجه قرار گرفته و در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی و جریان‌های نقدی نقشی محوری دارد از همین رو از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است [۸] شاید بتوان اینطور بیان نمود که وجود وجه نقد مثل ضرورت وجود خون برای بدن انسان است و در صورت نبود وجه نقد شرکت‌ها قادر به ادامه حیات اقتصادی خود نیستند. سطح نگهداشت وجه نقد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است و نشان دهنده وجه نقدی است که یک شرکت بعد از انجام مخارج لازم برای توسعه یا نگهداری دارایی‌ها و یا ذخایر احتیاطی در اختیار دارد [۱]. مدیران اهمیت زیادی به تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و بررسی عوامل موثر می‌دهند و پس از بررسی عوامل موثر بر سطح بهینه نگهداشت وجه نقد به دنبال این هستند که چگونه و با چه سرعتی قادرند سطح جاری وجه نقد خود را به سطح بهینه تعیین شده برسانند. شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، یک سطح هدف را جهت میزان وجه نقد نگهداری در نظر خواهند گرفت و سعی بر آن خواهند داشت تا همواره وجه نقد جاری را به سمت سطح هدف تعدیل نمایند.

نگهداشت میزان کم وجه نقد برای شرکت‌هایی که دارای مدیران بسیار توانمندی هستند، آسیب یا تهدیدی را برای ثروت سهامداران در پی ندارد. زیرا این مدیران با مدیریت مؤثر نقدینگی و داشتن همکاری با وام دهندگان یا عرضه کنندگان بهتر می‌توانند با میزان کم وجه نقد کنار بیایند. همچنین، در صورتیکه مدیران توانمندتر بتوانند بهتر از مدیران دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را شناسایی کنند می‌توانند از سطح بالای نقدینگی خود برای سرمایه‌گذاری به موقع استفاده کنند. در صورت فرعی بودن شرکت، تصمیم‌گیری در خصوص نگهداشت وجه نقد تنها منوط به تصمیم‌گیری مدیران نمی‌باشد. وجود شرکت فرعی، نگرانی در مورد درماندگی مالی و انگیزه آن برای ذخیره موجودیهای نقدی را کاهش می‌دهد و بنابراین نقش توانایی مدیریت در رابطه با تعدیل نگهداشت وجه نقد را نیز کاهش می‌دهد.

هدف از این پژوهش بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد است که با توجه به علت اهمیت وجه نقد و سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل وجه نقد موضوع مهم و قابل توجهی برای مدیران شرکت‌ها است که نتایج آن برای ارزیابی تاثیر توانایی مدیران در حداکثرسازی ثروت سهامداران ضروری به نظر می‌رسد.

در ادامه مبانی نظری، خلاصه‌ای از پژوهش‌های داخلی و خارجی گذشته انجام شده، فرضیه‌های پژوهش، روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری، نحوه گردآوری و پردازش داده‌ها، مدل آماری و متغیرهای پژوهش و در نهایت روش‌ها و آزمون‌های آماری تشریح می‌گردد. در پایان نتایج و تجزیه و تحلیل اطلاعات صورت گرفته بیان می‌گردد.

مبانی نظری

برای دستیابی به سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، ضروری است وجه نقد بهینه محاسبه شود. برای تشریح کامل موضوع و ضرورت آن ابتدا از تعاریف و موارد مربوط به وجه نقد و مدیریت وجه نقد شروع

کرده و در ادامه به مفاهیم مربوط به نگهداشت وجه نقد، نظریه‌ها و مدل‌های اندازه‌گیری آن پرداخته تا بتوانیم درک درست و روشنی از سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد داشته باشیم.

وجه نقد اصلی‌ترین عنصر از گروه دارایی‌های جاری و مهم‌ترین مؤلفه سرمایه در گردش واحدهای انتفاعی است؛ به نحوی که باعث تداوم فعالیت و تحقق اهداف واحدها می‌گردد. لذا امروزه وجه نقد به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر مورد توجه تمامی شرکت‌ها و مؤسسات قرار دارد و در تمامی بخش‌های واحدهای اقتصادی شرکت‌ها در جریان است و هرگونه فعالیت اقتصادی خواه ناخواه تأثیر مستقیم یا غیر مستقیم بر روی وجه نقد خواهد گذاشت. به همین علت، ضروری است که اولاً به عنوان یکی از ارکان برنامه‌ریزی مالی همواره مورد توجه مدیران مالی قرار گیرد و ثانیاً به صورت کارآ و اثر بخش در خصوص وجه نقد اعمال مدیریت شود [۹].

مدیریت وجوه نقد فرآیندی است که شرکت را در استفاده بهینه از وجه نقد کمک می‌کند. ونهرن (۱۹۸۹) در تعریف مدیریت وجه نقد می‌گوید: «مدیریت وجه نقد عبارتست از اداره وجوه شرکت در جهت حداکثر کردن قابلیت دسترسی به آن و حداکثر کردن درآمد بهره وجوه بلا استفاده [۱۷]. هدف از مدیریت وجه نقد تعیین نقدینگی مورد نیاز واحد تجاری، مدیریت بر مانده وجوه نقد و انجام سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت است [۶]. مدیریت بهینه وجه نقد یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌باشد و منجر به موفقیت‌های بزرگ در شرکت می‌گردد. عدم مدیریت آن موجبات ورشکستگی شرکت‌ها را نیز فراهم می‌آورد؛ مدیریت وجه نقد مستلزم اتخاذ بهترین رویه در خصوص نگهداری وجه نقد است که کسری و مازاد آن با توجه هزینه‌های تأمین مالی، منجر به ایجاد هزینه‌های اضافی برای شرکت‌ها می‌گردد [۱۵]. لذا مدیران می‌بایست بین هزینه‌های نگهداری وجه نقد و هزینه‌های وجه نقد ناکافی تعادل برقرار کنند، نوع و اندازه‌ی این هزینه‌ها تا حدودی به استراتژی‌های مالی هر شرکت بستگی دارد. اگر چه وجه نقد نگهداری شده در تاریخ ترازنامه، دارایی مهمی برای شرکت به حساب می‌آید، لیکن نگهداری این دارایی بیش از اندازه لازم، می‌تواند نشانه‌ای از عدم کارایی در تخصیص منابع باشد و هزینه‌های قابل توجهی را بر شرکت تحمیل نماید. از طرفی، پایین بودن وجه نقد نگهداری شده ممکن است موجب شود که شرکت نتواند برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، پیشقدم شود و نیز احتمال بروز مشکلات مالی را افزایش می‌دهد. بنابراین، مدیریت کارآمد با انگیزه حداکثرسازی ثروت سهامداران، به دنبال نگهداری مقدار مطلوب این نوع دارایی می‌باشد [۲].

نگهداری وجه نقد می‌تواند دو منفعت اصلی برای شرکت داشته باشد: در دسترس بودن وجه نقد و کاهش اتکا بر تأمین مالی خارجی گران، در جهت رفع نیازهای برآمده از فعالیت‌های عادی و مقابله با شرایط غیر منتظره. به دلیل وجود چنین منافعی، وجه نگهداری شده، برای سهامداران دارای ارزش خواهد بود. لذا شرکت‌ها در جستجوی آن سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی، با نگهداری وجه نقد اضافی، فرصت‌ها از دست نرود و این مورد، همان سطح نقدینگی هدف در شرکت‌هاست که البته در دوره‌های زمانی مختلف، متفاوت است.

مدل‌های که می‌توان برای اندازه‌گیری سطح بهینه موجودی نقدی از آن استفاده کرد مدل توازن پویا (تعدیل جزئی) و مدل توازن ایستا است [۲۳]. در اکثر پژوهش‌ها از مدل توازن ایستا استفاده شده و در این مدل یک سطح بهینه وجه نقد مشخص می‌شود و فرض می‌شود که شرکت‌ها پس از تغییر در سطح بهینه وجه نقد خود به سرعت به سطح هدف خود بازمی‌گردند. اما در مدل نگهداشت وجه نقد پویا (تعدیل جزئی) که در این پژوهش از آن استفاده شده است شرکت‌ها با تأخیر، وجه نقد موجود را به سمت وجه نقد بهینه تعدیل می‌نمایند [۱۴]. بر اساس پژوهشی که توسط ونکیتشواران (۲۰۱۱) در این زمینه انجام گرفته؛ شرکت‌ها بصورت تدریجی (با تأخیر) و بر اساس بازگشت به میانگین به سمت سطح بهینه وجه نقد خود حرکت خواهند نمود. این تأخیر در تعدیل را می‌توان به دلیل وجود ناسازگاری بازار و هزینه‌های تعدیل دانست [۲۲]، وجود ناسازگاری بین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در بازار سرمایه ناقص باعث می‌شود تا شرکت‌ها نتوانند به سرعت، خود را با وضعیت بازار و صنعت مطابقت دهند. در ضمن این ناسازگاری‌ها و عوامل مشابه آن می‌تواند از اینکه شرکت‌ها بتوانند دارایی‌های جاری خود را جهت اصلاح انحراف از سطح هدف خود مدیریت کنند ممانعت کند [۲۳]. استفاده از مدل پویای نگهداشت وجه نقد به اعتقاد ازکان و ازکان (۲۰۰۴) می‌تواند توجیه‌کننده بهتری نسبت به مدل ایستای آن باشد.

سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را می‌توان به این صورت تعریف کرد؛ سرعت حرکت از وجه نقد موجود به سمت وجه نقد بهینه. نگهداشت وجه نقد یکی از مهمترین مؤلفه‌های بقاء شرکت‌های مدرن است و محققان زیادی عوامل تعیین‌کننده سیاست نگهداشت وجه نقد یک شرکت را مورد بررسی قرار داده‌اند. در بین آنها، آپلر و همکاران (۱۹۹۹) و باتیس و همکاران (۲۰۰۹) تجزیه و تحلیل جامعی را در مورد ویژگی‌های شرکت‌ها که بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارند ارائه می‌دهند. شرکت‌ها میزان موجودی نقد خود را بر اساس نیازشان برای اجتناب از هزینه‌های گزاف خارجی به عنوان یک اقدام احتیاطی در برابر شوک‌های نامطلوب و یا مالیات‌های مرتبط با پرداخت هزینه‌ها، و همچنین به عنوان انگیزه مدیریتی برای حداکثر سازی مزایای شخصی تعیین می‌کنند. علاوه بر این، آپلر و همکاران (۱۹۹۹) بر این باورند که شرکت‌ها از سطح هدف نگهداشت وجه نقد برخوردارند و این وجوه نقد را در زمانی که وجه نقد واقعی کمتر یا بیشتری نسبت به میزان هدف دارند، تعدیل می‌کنند. دیتمار و دوچین (۲۰۱۱) سرعت تعدیل وجه نقد را از ۲۱٪ تا ۴۶٪ برآورد می‌کنند و گزارش می‌کنند که سرعت تعدیل وجوه نقد به سمت سطح هدف با توجه به سن و عملکرد شرکت تفاوت دارد. جی‌آنگ و لی (۲۰۱۶) با توسعه این مطالعات نشان می‌دهند که شرکت‌ها هر ساله بطور فعالانه‌ای مغایرت با سطح هدف دارایی‌های نقدی را حل و فصل می‌کنند و این رفتار تعدیل هنگامی که شرکت‌ها دارای مقادیر بیشتری از وجه نقد هستند، سرعت بیشتری را نشان می‌دهد. شرکت‌ها می‌توانند از روش‌های مختلفی مثل افزایش در پرداخت سود سهام، پاداش‌های مدیران، هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه تبلیغات و یا پرداخت بدهی‌ها زودتر از موعد سررسید استفاده کنند (برای مواقعی که موجودی نقدی شرکت بیش از سطح مطلوب شرکت باشد) و به کاربردن روش‌های بالا در جهت معکوس و یا صدور سهام جدید، و فروش بخش‌های فرعی خود (در

صورتی که ذخایر نقدی از سطح مطلوب کمتر باشد) استفاده کنند. اما معمولاً شرکت‌ها از یک روش استفاده نمی‌کنند و بلکه ترکیبی از روش‌های فوق را به کار می‌گیرند. یکی از عوامل تاثیرگذار بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد توانایی مدیریت است؛ "دمریجان و همکاران" توانایی مدیریت را کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. این منابع درآمد در شرکت‌ها عبارتند از بهای موجودی کالا، هزینه‌های اداری و توزیع و فروش، دارایی ثابت، اجاره عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه گذشته و دارایی نامشهود. توانایی مدیریتی بالاتر به مدیریت کارآتر روزانه منجر می‌شود خصوصاً در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تاثیر بسزایی بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. مدیران توانا تر با احتمال بیشتر در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت بالاتر سرمایه‌گذاری می‌کنند و همچنین توانایی بیشتری در اجرای مناسب آن دارند. آنها روش جدیدی برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت بر اساس کارایی مدیران در تبدیل منابع شرکت به درآمد در شرکت‌های همگن معرفی کردند. آنها انتظار داشتند مدیران با توانایی بالاتر نسبت به مدیران با توانایی کمتر از تکنولوژی‌های روز و روند صنعت آگاهی بیشتری داشته باشند و به طور قابل اتکاتری بتوانند در پروژه‌های با ارزش سرمایه‌گذاری کنند.

پیشینه پژوهش

چو و همکاران (۲۰۱۸) در مقاله‌ای تحت عنوان سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و توانایی مدیریت با تمرکز بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به بررسی رابطه بین توانایی مدیریتی و دینامیک‌های دارایی‌های نقدی با استفاده از یک نمونه بزرگ از شرکت‌های کره‌ای پذیرفته شده در طی سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ پرداخته‌اند به این صورت نتیجه‌گیری کرده‌اند که توانایی مدیریتی با سرعت پایین‌تر تعدیل نگهداشت وجه نقد نسبت به هدف همراه است همچنین وجود بازار سرمایه داخلی، به نمایندگی از یک شرکت وابسته به یک گروه تجاری می‌تواند رابطه بین توانایی مدیریتی و تعدیل نگهداشت وجه نقد را تضعیف کند. و در نهایت اینکه شرکت‌هایی که دارای مازاد وجوه نقد هستند احتمالاً در زمانی که توسط مدیران بسیار توانمند اداره شوند، کمتر به بیش سرمایه‌گذاری می‌پردازند. این نتیجه نشان می‌دهد که احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران بسیار توانمند بتوانند پول بیشتری را برای انجام سرمایه‌گذاری‌های کارآمد در دست داشته باشند که این امر منجر به سرعت کمتر تعدیل نگهداشت وجه نقد می‌شود. چن و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه مالکیت دولتی و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. آنها با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های تازه تاسیس ۵۹ کشور، نشان دادند که مالکیت دولتی تاثیر مثبتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها دارد. همچنین دریافتند که قدرت موسسات بر رابطه بین مالکیت دولتی و سطح نگهداشت وجه نقد تاثیرگذار است. به ویژه هنگامی که مالکیت دولتی افزایش می‌یابد، بازارها ارزش وجه نقد را در کشورهایی که دارای موسسات ضعیف‌تر هستند، کاهش می‌دهند. وای و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه نقدشوندگی سهام و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. محققین با بررسی شرکت‌ها در ایالات متحده نشان دادند که پس از کنترل ویژگی‌های شرکت و صنعت و سال، شرکت‌هایی که سهام نقدشونده دارند، وجه نقد کمتری را در شرکت نگهداری می‌کنند.

لیانگ و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر جنسیت مدیرعامل بر سطح نگهداشت وجه نقد و مشکلات سرمایه گذاری بیش از حد پرداختند. محققین نمونه ای شامل ۱۷۹ شرکت تایوانی که دارای مدیرعامل زن و نمونه ای شامل ۲۱۴۹ شرکت با مدیران ارشد مرد را در طی بازه زمانی ۲۰۱۲ الی ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین مدیران اجرایی زن و سطح بالای نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج حاکی از این بود که در مقایسه با مدیران اجرایی مرد، مدیران اجرایی زن بیشتر به انگیزه پیشگیرانه وجه نقد توجه دارند، در حالی که توجهی به هزینه فرصت وجه نقد ندارند. همچنین محققین دریافتند که مدیران اجرایی زن، مشکلات سرمایه گذاری بیش از حد جریان نقدی را کنترل می کنند که این نشان دهنده این است که نسبت به مدیران مرد، محافظه کارانه تر هستند.

مارتینز سولا و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر فرصت های رشد، محدودیت های مالی و بحران مالی بر سرعت تعدیل شرکت های کوچک و متوسط (SME) در زمینه سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. محققین با بررسی یک نمونه از شرکت های کوچک و متوسط اسپانیایی را برای دوره زمانی ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۲ نشان دادند شرکت های کوچک و متوسط که دارای فرصت های رشد بیشتری هستند سرعت سطح نگهداشت وجه نقد بهینه خود را برای حفظ میزان انعطاف پذیری مالی تنظیم می کنند و قادر به استفاده از مزایای فرصت های سرمایه گذاری سودآور می باشند. همچنین نتایج نشان داد که در شرکت های کوچک و متوسطی که دارای مشکلات مالی می باشند، سرعت تعدیل وجه نقد به منظور جلوگیری از هزینه های بحران مالی بیشتر است.

حکیم علی (۲۰۱۵) به بررسی و تحلیل تاثیر اندازه شرکت، اهرم مالی، نسبت کیوتوبین و جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق حاکی از این بود که اندازه شرکت تاثیر مثبت معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد. همچنین اهرم مالی و نسبت کیوتوبین نیز بر سطح نگهداشت وجه نقد تاثیرگذار می باشند.

معطوفی و گلچویی (۱۳۹۶) در پژوهش خود با نام بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. شرکت های خانوادگی جوان و یا با محدودیت مالی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند.

فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶) در پژوهش خود با نام بررسی اثر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد طی دوره مالی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ به این نتیجه رسیدند که بین اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه مستقیم وجود دارد و این ارتباط در حالت کسری وجه نقد وجود دارد و نه در حالت مازاد وجه نقد. این نتیجه نشان دهنده این موضوع است که مدیریت وجه نقد توسط مدیران، جهت دستیابی به تصمیمات وجه نقد بهینه ضروری است.

فرجی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش خود با نام تاثیر توانایی مدیریت بر سطح نگهداشت وجه نقد برای دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۳-۱۳۸۹ به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت، در دوره مورد بررسی، بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکتهای پذیرفته شد در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر منفی و معناداری دارد.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود با نام بررسی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی موثر بر آن و بر اساس مطالعه پژوهش‌های خارجی به این نتیجه رسیدند که عوامل شرکتی شامل اندازه، عدم تعادل مالی، جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر میزان سرعت تعدیل وجه نقد موثر می‌باشند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف، رابطه معکوس برقرار است.

فرضیه دوم: وجود شرکت‌های فرعی تأثیری بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف ندارد.

روش پژوهش

جامعه و نمونه آماری

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف، رابطه معکوس برقرار است.

فرضیه دوم: وجود شرکت‌های فرعی تأثیری بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف ندارد.

روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، تمامی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. روش نمونه‌گیری مورد استفاده حذف سیستماتیک می‌باشد و نمونه آماری؛ تمامی شرکت‌هایی که طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۷ عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده و دارای شرایط زیر بودند:

- ۱- با توجه به استفاده از مدل تحلیلی پوشش داده‌ها (دوره ده ساله)، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته و تا آخر سال ۱۳۹۷ در بورس فعال باشند و شرکت‌ها باید شرکت تولیدی و خدماتی باشند و نباید از شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی، بانک‌ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، سرمایه‌گذاری‌های مالی، واسطه‌گریهای مالی باشد زیرا این شرکت‌ها ممکن است در مورد نگهداشت وجه نقد تصمیمات متفاوتی نسبت به شرکت‌های دیگر اتخاذ کنند همچنین در یک صنعت فعالیت داشته باشند و جز صناعی نباشد که شرکت‌های بورسی آن کمتر از ۱۰ مورد است.
- ۲- جهت امکان مقایسه اطلاعات شرکت‌ها، سال مالی شرکت‌ها به اسفندماه هر سال ختم شود و در طی سال‌های انجام پژوهش، سال مالی آنها تغییر نکرده باشد.

نگاره ۱. نحوه غربالگری شرکت‌های عضو نمونه در بازه‌ی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷

تعداد شرکت	شرح
۴۵۷	تعداد کل شرکت‌هایی که طی سال‌های پژوهش همواره در بورس بوده‌اند
۶۸	منه‌ای شرکت‌هایی که طی دوره (۸۷ الی ۹۷) اطلاعات آنها در بورس وجود ندارد
۱۳۷	منه‌ای شرکت‌هایی که دارای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند نبوده‌اند
۱۲۲	منه‌ای شرکت‌های از نوع بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، «سرمایه‌گذاری‌های مالی» و «واسطه‌گریهای مالی» و «شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی»
۳۲۷	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شده‌اند
۱۳۰	تعداد شرکت‌های عضو نمونه

روش گردآوری داده‌ها بصورت کتابخانه‌ای است. داده‌های مورد نیاز در این پژوهش با بررسی اسناد و رجوع به آرشیوها و گزارش‌های موجود در سامانه کدال و نرم‌افزار راه‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. برای آزمون فرضیات نیز از نرم‌افزار Stata استفاده شده است.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش جهت آزمون فرضیات

مدل پژوهش

برای بدست آوردن مدل پژوهش ابتدا سطح هدف نگهداشت وجه نقد را با استفاده از رابطه زیر (رابطه ۱) برآورد می‌کنیم:

رابطه (۱)

$$\text{CASH}_{i,t} = \beta_0 \cdot \text{Size}_{i,t-1} + \beta_1 \text{Tobin}_s Q_{i,t-1} + \beta_2 \text{Industry CF Risk}_{i,t-1} + \beta_3 \text{CFO}_{i,t-1} + \beta_4 \text{wc}_{i,t-1} + \beta_5 \text{CAPEX}_{i,t-1} + \beta_6 \text{leverage}_{i,t-1} + \beta_7 \text{R\&D}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Dividend}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Age}_{i,t-1} + \text{Industry Dummies} + \epsilon_{i,t}$$

با پیروی از دیتمار و دوچین (۲۰۱۱) و جی‌آنگ و لی (۲۰۱۶) با استفاده از مدل تعدیل جزئی، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف (CASHS) را مورد ارزیابی قرار می‌دهیم. سطح هدف نگهداشت وجه نقد بر مبنای ضرایب برآورد شده از معادله (۱) است.

رابطه (۲)

$$\text{CASH}_{i,t} - \text{CASH}_{i,t-1} = \gamma_0 + \gamma_1 (\text{CASH}_{i,t-1} - \text{CASH}_{i,t}) + \gamma_n \text{Controls} + \epsilon_{i,t}$$

در رابطه بالا، ضریب مغایرت میزان وجه نقد واقعی با میزان هدف، γ_1 ، به سرعت متوسط تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف دست پیدا می‌کند. در رابطه (۳) ضریب γ_1 نشان دهنده رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل وجه نقد به سمت هدف است. علاوه بر این، در رابطه (۳) متغیرهایی را که برای ساختن سطح بهینه‌ای از نگهداشت وجه نقد در رابطه (۱) استفاده می‌شوند، کنترل می‌کنیم.

همچنین برای مورد توجه قرار دادن تغییر در نگهداشت وجه نقد در همه صنایع در طی زمان، متغیرهای سال و صنعت را وارد مدل می‌کنیم.

رابطه (۳)

$$\text{Cashi,t} - \text{Cashi,t-1} = \gamma_0 + \gamma_1(\text{Cashi,t-1} - \text{Cash}^*_{i,t}) + \gamma_2(\text{Cashi,t-1} - \text{Cash}^*_{i,t}) + \text{MAT-1} + \gamma_3 \text{MAT-1} + \gamma_n \text{Controls} + \text{Industry Dummies} + \text{Year Dummies} + \epsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد: برای محاسبه سرعت تعدیل نگهداشت به این صورت عمل می‌کنیم که ابتدا سطح هدف نگهداشت وجه نقد را با استفاده از رابطه (رابطه ۱) برآورد می‌کنیم سپس با پیروی از دیتما و دوچین (۲۰۱۱) و جی‌آنگ و لی (۲۰۱۶) با استفاده از مدل تعدیل جزئی (رابطه ۲)، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف (CASHS) را مورد ارزیابی قرار می‌دهیم. سطح هدف نگهداشت وجه نقد بر مبنای ضرایب برآورد شده از رابطه (۱) است. در رابطه (۲)، ضریب مغایرت میزان وجه نقد واقعی با میزان هدف، 1γ ، به سرعت متوسط تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف دست پیدا می‌کند.

متغیر مستقل

توانایی مدیریت^۱: توانایی مدیریتی یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکت‌ها است توانایی مدیریت کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد می‌باشد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان، لو، لویس و مکوی (۲۰۱۲) استفاده می‌شود. برای به دست آوردن توانایی مدیریت باید به این صورت عمل کرد که با محاسبه کارایی شرکت طبق رابطه شماره ۴ و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چندگانه (رابطه شماره ۵) (به عنوان متغیر وابسته) و کنترل ویژگیهای ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود.

رابطه (۴)

$$\text{FirmEfficiency}_t =$$

$$\frac{\text{Salest}}{\text{COGSt} + \text{SG\&At} + \text{PPEt} + \text{OpLeast} + \text{R\&Dt} + \text{Goodwillt} + \text{other IntngAt}}$$

$$\text{COGSt} + \text{SG\&At} + \text{PPEt} + \text{OpLeast} + \text{R\&Dt} + \text{Goodwillt} + \text{other IntngAt}$$

توانایی مدیران باقیمانده حاصل از رگرسیون شماره (۵) می‌باشد.

رابطه (۵)

$$\text{Firm Efficiency} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size} + \alpha_2 \text{Market Share} + \alpha_3 \text{Free Cash Flow} + \alpha_4 \text{Age} + \alpha_5 \text{Business Segment Concentration} + \alpha_6 \text{Foreign Currency Indicator} + \text{Year} + \epsilon$$

¹ Managerial ability

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش و روش اندازه‌گیری آن به شرح زیر است:

اندازه شرکت (Size): اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

نسبت کیوتوبین: (Tobin's Q): (ارزش دفتری کل دارایی‌ها - ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) + ارزش بازار سهام

ریسک صنعت (Industry CF risk): انحراف معیار جریان های نقدی عملیاتی هم مقیاس شده با دارایی‌ها طی ۱۰ سال را برای هر شرکت محاسبه و در هر صنعت از این انحراف معیار میانگین گرفته شده است.

جریانان نقدی عملیاتی (CFO): سود قبل از بهره و مالیات منهای بهره، مالیات و سهام عادی که همه توسط مجموع دارایی‌های دوره (سال) قبل مقیاس گذاری شده‌اند.

خالص سرمایه در گردش (wc): سرمایه در گردش خالص منهای وجه نقد و معادل‌های آن تقسیم بر مجموع دارایی‌های دوره (سال) قبل

مخارج سرمایه‌ای (Capex): تغییر در دارایی ثابت تقسیم بر مجموع دارایی‌های دوره (سال) قبل

اهرم مالی (Leverage): نسبت کل بدهی‌های تقسیم بر کل دارایی‌ها

تقسیم سود (Dividend): یک متغیر ساختگی که برای شرکت‌هایی که سود سهام عادی را پرداخت می‌کنند برابر با یک و در غیراینصورت برابر با صفر است.

سن شرکت (Age): تعداد سال‌های که شرکت در بورس فعالیت دارد.

یافته‌های پژوهش

نگاره شماره (۲) نشان دهنده آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پیوسته					
نماد	متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین
ma	توانایی مدیریت	0.003	0.011	0.322	-0.414
cash	نگهداشت وجه نقد	0.804	0.030	0.199	0.002
Cash_1	نگهداشت وجه نقد سال قبل	0.052	0.031	0.222	0.003
cashs	نگهداشت وجه نقد بهینه شده	0.060	0.031	2.806	-0.021
lev	اهرم مالی	0.608	0.602	1.069	0.232
tobin_q	نسبت کیوتوبین	1.711	1.517	3.416	0.949
cf_risk	انحراف معیار جریان وجه نقد	0.081	0.073	0.187	0.021
cfo	جریانان نقدی عملیاتی	0.219	0.149	0.936	-0.086
wc	خالص سرمایه در گردش	0.086	0.106	0.462	-0.394

0.068	-0.044	0.235	۵۰.۰۰	0.030	مخارج سرمایه ای	capex
1.200	12.289	16.896	14.246	14.328	اندازه شرکت	size
0.335	2.996	4.103	3.829	3.695	سن شرکت	age
متغیرهای گسسته						
	تعداد صفر	تعداد یک	درصد صفر	درصد یک	متغیر	نماد
	203	577	26.150	73.850	تقسیم سود	Dividend
	312	468	40.000	60.000	شرکت های فرعی	subss

همان طور که در نگاره (۲) مشاهده می گردد، میانگین نگهداشت وجه نقد ۰,۰۴۸ می باشد این میزان بیان کننده این است که در بین شرکت های مورد بررسی حدود ۵ درصد از کل دارایی ها را موجودی نقدی، تشکیل می دهد همچنین میانگین درصد توانایی مدیریت ۰,۰۰۳ بوده است. پس بطور میانگین ۰,۰۰۳ درصد مدیران شرکت های بورسی بصورت توانمند و کارا عمل می کنند. بعلاوه ۴۰ درصد شرکت های مورد بررسی دارای شرکت فرعی می باشند. آمار توصیفی ذکر شده در نگاره (۲) بیان کننده این است که این شرکت ها حدود ۶۰ درصد منابع مالی خود را، از طریق بدهی تامین مالی می کنند و با توجه به اینکه میانه ای نزدیک به میانگین دارد، می توان عنوان کرد که ۶۰ درصد از شرکت ها ریسک مالی بالایی را پذیرفته اند. نسبت کیوتوبین، معمولاً نشانه ارزشمندی فرصت های رشد شرکت می باشد که از طریق نسبت جمع ارزش بازار سهام و بدهی ها به ارزش دارایی ها محاسبه شده است و دارای میانگینی برابر با ۱,۷۱ می باشد.

همچنین، میانگین جریان نقد عملیاتی ۰,۲۱ با انحراف معیار ۱۰ ساله ۰,۰۳ و خالص سرمایه در گردش ۰,۰۸۶ می باشد. متغیر اندازه شرکت، دارای میانگین ۱۴,۳۲ می باشد، بدین معنی که در کل نمونه مورد بررسی، داده های مربوط به این متغیر حول این مقدار تجمع یافته اند؛ و میزان انحراف معیار برای این متغیر ۱,۲۰۰ می باشد، بدین معنی که پراکندگی داده ها از میزان کمی برخوردار است. همانطور که در جدول نشان داده شده است مقدار میانه توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد به ترتیب ۰,۰۱۱ و ۰,۰۳ می باشد. بر اساس نتایج بیان شده در نگاره (۲)، انحراف معیار برای متغیرهای توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد ۰,۰۲۲ و ۰,۰۵۲ می باشد.

بررسی هم خطی

نتایج حاصل از آزمون هم خطی در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره ۳. هم خطی بین متغیرهای مستقل

متغیر	فرضیه اول	فرضیه دوم
متغیر	عامل تورم واریانس	تولرانس
cash_1_cashes	5.660	0.177
Ma	1.410	0.712
mcash_cashes_mma		9.590
		0.180
		0.680
		0.099

0.750	1.330			Subs
0.118	8.480	0.179	5.590	cash_cashes_ma_subss
0.609	1.640	0.673	1.490	Size
0.789	1.270	0.792	1.260	Dividend
0.737	1.360	0.742	1.350	tobin_q
0.863	1.160	0.883	1.130	cf_risk
0.633	1.580	0.634	1.580	Cfo
0.427	2.340	0.430	2.320	Wc
0.844	1.180	0.847	1.180	Capex
0.384	2.600	0.398	2.510	Lev
0.923	1.080	0.933	1.070	Age
2.400		1.910		Mean
سال و صنعت کنترل شد.				

انتخاب روش داده‌های ترکیبی یا داده‌های تابلویی

برای اینکه تأثیر تغییرات سال و صنعت بر ارتباط بین متغیرهای اصلی پژوهش کنترل شود، این دو متغیر کنترلی نیز در مدل رگرسیونی استفاده می‌شود. یکی از دلایل اصلی وارد کردن سال و صنعت در الگوی رگرسیونی، رفع مشکل احتمالی خودهمبستگی سریالی ایجاد شده در باقیمانده‌های مدل مربوط به شرکت‌های فعال در صنایع یکسان و سال‌های مشترک است (نیکو مرام و بنی‌مهد، ۱۳۹۲). در داده‌های پانل انجام آزمون F لیمر برای تعیین نوع داده‌ها (تابلویی و تلفیقی) و آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت و تصادفی اهمیت دارد. در پژوهش حاضر با توجه به اینکه اثرات سال و صنعت در مدل کنترل شده است، انجام آزمون F لیمر وهاسمن ضرورت پیدا نمی‌کند.

آزمون فرضیه

قبل از آزمون فرضیات لازم بود تعیین شود که آیا در بین مشاهدات ما سرعت تعدیل وجود دارد یا خیر، نتایج این بررسی نشان داد که متغیر ($cash_1_cashes$) معنادار است پس سرعت تعدیل در بین مشاهدات ما وجود دارد و به ادامه بررسی فرضیات می‌پردازیم.

نگاره ۴. آزمون وجود سرعت تعدیل نگهداشت در بین مشاهدات

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	اماره t	احتمال آماره t
cash_1_cashes	0.011	0.005	2.310	0.021
Size	0.000	0.001	-0.690	0.493
Dividend	0.002	0.001	1.190	0.236

0.870	-0.160	0.001	0.000	tobin_q
0.132	-1.510	0.014	-0.021	cf_risk
0.544	-0.610	0.003	-0.002	Cfo
0.514	-0.650	0.004	-0.003	Wc
0.002	-3.060	0.010	-0.031	Capex
0.005	2.830	0.004	0.011	Lev
0.841	-0.200	0.002	0.000	Age
0.980	-0.030	0.011	0.000	عدد ثابت
سال و صنعت کنترل شد				
احتمال آماره F		آماره F		ضریب تعیین
0.000		4.550		0.117

آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول " بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف، رابطه معکوس برقرار است." در نگاره (۵) ارائه شده است.

نگاره ۵. آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	اماره t	احتمال آماره t
cash_1_cashes	0.032	0.013	2.440	0.015
Ma	-0.008	0.003	-2.730	0.006
cash_1_cashes_ma	-0.081	0.042	-1.930	0.053
Size	0.000	0.001	-0.520	0.603
Dividend	0.002	0.001	1.290	0.197
tobin_q	0.000	0.001	0.260	0.793
cf_risk	-0.016	0.014	-1.140	0.256
Cfo	-0.001	0.003	-0.380	0.704
Wc	-0.002	0.004	-0.500	0.619
Capex	-0.033	0.010	-3.240	0.001
Lev	0.011	0.004	2.800	0.005
Age	0.000	0.002	-0.050	0.964
عدد ثابت	-0.003	0.011	-0.290	0.775
سال و صنعت کنترل شد.				

احتمال آماره F	آماره F	ضریب تعیین
0.000	7.020	0.130

بر اساس نتایج بیان شده در نگاره (۵) مقدار احتمال آماره F برابر صفر بوده و این مقدار کمتر از 0.05 است پس فرض صفر در اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار می‌باشد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که ۱۳ درصد حدود تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

بر اساس نتایج مدل ارائه شده در نگاره (۵) می‌توان بیان نمود که ضریب $(cash_1_cashes_ma)$ برابر -0.081 است و احتمال آماره t این متغیر نشان می‌دهد در سطح احتمال ۹۰ درصد این متغیر معنادار می‌باشد. پس؛ توانایی مدیریت بر کاهش سرعت نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد. بدین ترتیب می‌توان بیان کرد 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 بطوری که این مدیران با مدیریت کارآمد نقدینگی و روابط مسالمت آمیز با وام دهندگان یا تأمین کنندگان، بهتر می‌توانند با موجودی پایین وجه نقد کنار بیایند و این امر موجب کاهش انگیزه آنها برای بالا بردن سطح موجودی نقد خواهد شد. بر این اساس فرضیه "بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف، رابطه معکوس برقرار است." تایید می‌شود.

آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم "وجود شرکت‌های فرعی تأثیری بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف ندارد." در نگاره (۶) ارائه شده است.

نگاره ۶. آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
cash_cashes	0.032	0.013	2.510	0.012
Ma	-0.006	0.003	-2.080	0.038
cash_1_cashes_ma	-0.175	0.090	-1.950	0.052
Subss	0.002	0.001	1.600	0.109
cash_cashes_ma_subss	-0.649	0.451	-1.440	0.151
Size	-0.001	0.001	-0.810	0.419
Dividend	0.002	0.001	1.180	0.240
tobin_q	0.000	0.001	0.210	0.832
cf_risk	-0.015	0.014	-1.020	0.306
Cfo	-0.001	0.003	-0.380	0.704
Wc	-0.001	0.004	-0.290	0.772

0.001	-3.210	0.010	-0.033	Capex
0.003	2.960	0.004	0.012	Lev
0.862	-0.170	0.002	0.000	Age
0.982	-0.020	0.011	0.000	_cons
			کنترل شد.	سال و صنعت
احتمال آماره F		آماره F		ضریب تعیین
0.000		5.550		0.138

بر اساس نتایج بیان شده در نگاره (۶) مدل مقدار احتمال آماره F برابر صفر بوده و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است پس فرض صفر در اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار می‌باشد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۱۳ درصد حدود تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

بر اساس نتایج مدل ارائه شده در نگاره (۶) ضریب متغیر (cash_cashs_ma_subss) برابر ۰,۶۴۹- است و احتمال آماره F این متغیر نشان می‌دهد در سطح احتمال ۹۵ درصد این متغیر معنادار نمی‌باشد. پس شرکت‌های فرعی بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف تأثیری ندارد. بدین ترتیب در شرکت‌های فرعی، مدیران وجه نقد را از شرکت‌های عضو کم رشد به شرکت‌های عضو دارای رشد بالا، انتقال می‌دهند و حتی در دوره‌های بحران مالی می‌توانند بدون هیچگونه محدودیت مالی سرمایه‌گذاری‌های بجایی را انجام دهند. بنابراین، احتمال کمتری وجود دارد که در این گونه شرکت‌ها پس از بالا بودن موجودی نقدی شاهد کاهش در میزان تعدیل وجه نقد باشیم. بر این اساس فرضیه " وجود شرکتهای فرعی تأثیری بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف ندارد." تایید می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد هستیم. نتایج پژوهش بیانگر این است که در صورتی که وجه نقد موجود از وجه نقد بهینه کمتر باشد مدیران با توانایی بالا، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادرند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند بطوری که این مدیران با مدیریت کارآمد نقدبستگی، و روابط مسالمت آمیز با وام دهندگان یا تأمین کنندگان، بهتر می‌توانند با موجودی پایین وجه نقد کنار بیایند و این امر موجب کاهش انگیزه آنها برای بالا بردن سطح موجودی نقد خواهد شد. و در صورتی که وجه نقد موجود بیش از سطح بهینه باشد مدیران توانمند بعلمت اینکه از توانایی بهتری برای شناسایی فرصت‌های رشد در ذخیره وجه نقد برخوردارند، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های بهنگامی را انجام دهند. اگرچه این ذخیره وجوه نقد، می‌تواند توجه سرمایه‌گذاران خارجی را به خود جلب کند و مواضع مدیران را مورد تهدید قرار دهد، مدیرانی که از توانایی بهتری برخوردارند می‌توانند با اشاره به عملکرد برتر خود در برابر رقبا، از تصمیمات خود در مورد نگهداشت وجه نقد دفاع کنند.

در زمانیکه شرکت‌ها دارای وجه نقد بیشتری نسبت به مقدار هدف هستند، سرعت آرامتری در تعدیل نگهداشت وجه نقد نسبت به مدیران ضعیف‌تر نشان می‌دهند زیرا مدیرانی که از توانایی بهتری برای شناسایی فرصت‌های رشد در ذخیره وجه نقد برخوردارند، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های بهنگامی را انجام دهند و احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد، به ویژه بیش سرمایه‌گذاری را انجام دهند. این امر بدین معنی است که شرکت‌هایی که توانایی مدیریت بالاتری دارند سطح بالاتری از وجوه نقد خود را برای اجرای سرمایه‌گذاری‌های به موقع حفظ می‌کنند و از مشکل کمبود سرمایه جلوگیری می‌کنند.

در ادامه و در فرضیه دوم نتایج بیانگر این است که در صورت وجود شرکت فرعی قدرت مانور مدیران بیشتر است و مدیران می‌توانند وجه نقد را بین شرکت‌ها انتقال دهند و بعنوان مثال در شرکت‌های فرعی، مدیران وجه نقد را از شرکت‌های عضو داری رشد کم به شرکت‌های عضو دارای رشد بالا، انتقال می‌دهند و حتی در دوره‌های بحران مالی این امکان وجود دارد که بدون هیچگونه محدودیت مالی سرمایه‌گذاری‌های بجایی انجام شود. وجود شرکت فرعی انگیزه یک شرکت برای جمع‌آوری موجودی‌های نقدی را کاهش می‌دهد، زیرا آنها امکان تخصیص موجودی‌های نقد از طریق معاملات داخلی را از شرکت‌های درآمدزا به شرکت هزینه‌بر فراهم می‌آورند. شرکت‌های دارای شرکت فرعی می‌توانند به راحتی از شرکت‌های فرعی که به لحاظ مالی سالم هستند پشتیبانی نقدی دریافت کنند.

محدودیت‌های پژوهش

- ۱- با توجه به روش نمونه‌گیری مورد استفاده در این پژوهش، برخی از صنایع به دلیل نداشتن تعدادی از ویژگی‌های مورد نظر در روش حذف سیستماتیک از نمونه‌ی آماری حذف شده‌اند و باید در تعمیم نتایج با احتیاط عمل شود.
- ۲- به دلیل وجود شرایط تورمی در کشور و تهیه صورت‌های مالی و اطلاعات ترازنامه‌ای بر اساس بهای تمام شده؛ در صورت در نظر گرفتن اثرات تورم نتایج حاصله متفاوت می‌باشد.

فهرست منابع

۱. اله‌مددی، مهدی (۱۳۹۵). "بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس
۲. طالب‌زاده‌گیری، علی (۱۳۹۵). "رابطه بین محافظه کاری و نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، مؤسسه آموزش عالی فروردین - قائمشهر

۳. فخاری، حسین، اسد زاده، احمد. (۱۳۹۶). "اثر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد". **راهبرد مدیریت مالی**، ۵ (۴)، ۱-۲۳
۴. فخاری، حسین، محمدی، جواد، حسن نتاج کردی، محسن. (۱۳۹۴). "بررسی اثر ویژگیهای کمیته حسابرسی بر مدیریت سود از طریق اقلام واقعی". **مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۲ (۴۶)
۵. فرجی، شهره. رستمی، وهاب. قربانی، بهزاد (۱۳۹۴). "تأثیر توانایی مدیریت بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". سومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین، تهران، شرکت ارتباط ارغوان ایرانیان
۶. مرادی، مهدی، جباری نوقابی، مهدی، بیات، نعیمه (۱۳۹۶). "رابطه بین مازاد نقدینگی پایدار و ارزش نهایی وجه نقد". **پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی**. سال نهم، شماره ۳۳، صص ۸۱-۱۰۵
۷. معطوفی علیرضا و گلچویی محمد (۱۳۹۶) "بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". **پژوهش های حسابداری مالی**، دوره ۹، شماره ۴ (پیاپی ۳۴)؛ از صفحه ۶۱ - ۸۲.
۸. نوایی پهمدانی، میثم (۱۳۹۵). "بررسی اثر نرخ تورم و چرخه عملیاتی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، مؤسسه آموزش عالی شفق
۹. نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبیتی، فرشاد (۱۳۸۰). **مبانی مدیریت مالی**، جلد اول، انتشارات ترمه
10. Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz, (2009), "Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?", **Journal of Finance** 64, pp. 1985–2021.

11. Chen Ruyuan (Ryan), Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami and Robert Nash (2018). "State Ownership and Corporate Cash Holdings". <https://doi.org/10.1017/S0022109018000236>
12. Cho, H., Choi, S., & Kim, M. O. (2018). "Cash Holdings Adjustment Speed and Managerial Ability". **Asia Pacific Journal of Financial Studies**, 47(5), 695-719
13. Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay, (2012), "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests", **Management Science** 58, pp. 1229–1248.
14. Dittmar, A., and R. Duchin, (2011), "the dynamics of cash", **Working Paper**, University of Michigan.
15. Garcia-Teruel, P. J, Martinez-Solano P, (2008). "On the determinants of SME Cash Holdings: Evidence from Spain". **Journal of Business Finance & Accounting**. 35, 127-149.
16. Hakim Ali. (2015). "Analysis of the influence of size, leverage, tobins'q and cash flow on corporate cash holdings". **2nd Conference in Business, Accounting, and management**. Pp.392-397
17. Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., w.d., (2004). "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", available at www.ssrn.com,id=563863
18. Jiang, Z., and E. Lie, (2016), "Cash holding adjustments and managerial entrenchment", **Journal of Corporate Finance** 36, pp. 190–205.
19. Liang, Shao-Huai, Yu-Ting Hsieh, Hsuan-Chu Lin, Peng-Wei Chi (2018). "The Effect of CEO Gender on Corporate Cash Holdings and Over-investment Problems - Evidence from Taiwan". **Advances in Economics and Business**, 6, 26 - 35.

20. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P.J. & Martínez-Solano, P. (2018). "Cash holdings in SMEs: speed of adjustment, growth and financing" <https://doi.org/10.1007/s11187-018-9990-y>
21. Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, (1999), "the determinants and implications of corporate cash holdings",-**Journal of Financial Economics** 52, pp. 3-46.
22. Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", **Journal of Banking & Finance**, 28, 2103-2134
23. Venkiteswaran, V. (2011). "Partial adjustment toward optimal cash holding levels". **Review of Financial Economics**, 20 (3).113-121
24. Yi .Hu., Li. Yong. Zeng. Jianyu (2018). "Stock liquidity and corporate cash holdings". **Finance Research Letters**.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.06.018>



Managerial Ability and Cash Holdings Adjustment Speed

Mohammad Sayrani (PhD)¹©

Faculty member of Department of Industrial Engineering, Management and Accounting, Shahab Danesh University, Qom, Iran

Ali Reza Fazeli Mehrabadi

Department of Industrial Engineering, Management and Accounting, Shahab Danesh University, Qom, Iran

(Received: March 15, 2021; Accepted: May 24, 2021)

Cash management is one of the most important duties of company managers in order to maximize shareholder wealth. As both companies, having a financial deficit or/and an excess of cash, will face many problems due to poor (improper) cash management therefore investigation of (the amount of) cash holding deviation from the target, cash adjustable speed to the target level, and corporate factors influencing the adjustment speed are important and significant for company managers. So the main purpose of the study is to investigate the relationship between management skills and cash holding decisions focusing on cash holding adjustment speed to optimal mode and the partial adjustment mode is used.

The study is an applied research which is done by a correct approach and the required data are analyzed by combining data sets and ordinary least squares (OLS) regression from 2008-2018 in order to estimate the ratio of target cash.

The results indicate an inverse correlation between adjustment speed of cash holdings and managerial skills. Skillful managers can predict the possible future shocks better than cash flow and are able to determine the optimal level of cash holdings so that these managers with efficient liquidity management and peaceful relations with lenders or suppliers are better able to cope with poor cash flow, so it will result in reduction of their motivation for raising the cash balance level. Additionally, existence of subsidiary companies has no effect on the relationship between managerial skills and adjustment of cash holdings as managers in subsidiary companies transfer cash from low-growth companies in high-growth. And even in the financial crisis period they can make a good investment without any limitations, so in these companies there is a lower possibility to witness a decrease in the amount of cash adjustment after a high cash balance.

Keywords: Cash Holdings, Optimal Cash Holding Levels, Speed of Partial Adjustment Cash Holding, Managerial Ability.

¹ msayrani@gmail.com © (Corresponding Author)