نشریه علمی
«پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی»
(سال دوم، شماره ۳، پاییز۱۴۰۰ : ۲۱۷ ـ ۱۸۳)
شاپا چاپی: ۱۸۰۹ ـ ۲۷۱۷
شاپا الکترونیکی: ۱۹۹X ـ ۲۷۱۷

بررسی ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد با در نظر گرفتن نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی

مهدی فیل سرائی*، احمد آرین تبار، زهره رادمان*****

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۱۰
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۰/۰۶

چکیده

مدیران می‌توانند انتخاب کنند که وجه نقد را در شرکت نگه دارند، آن را به سهام‌داران توزیع کنند و یا از آن به‌عنوان سرمایه‌گذاری استفاده کنند. ازآنجاکه مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کسب کنند، در نتیجه، سرمایه‌گذاری بهتری داشته و دست‌یابی به نتیجه مطلوب با احتمال بیشتری وجود خواهد داشت؛ لذا می‌توان انتظار داشت که مدیریت وجه نقد نیز در آنان بهتر باشد. یک مکانیزم قوی مدیریت شرکت نیز می‌تواند به طور مؤثری ارزش حاشیه‌ای وجه نقد را افزایش دهد؛ هم‌چنین ارزش وجه نقد می‌تواند به قدرت حاکمیت شرکتی در یک شرکت بستگی داشته باشد. هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۱۰۵ شرکت برای دوره شش‌ساله ۱۳۹۸-۱۳۹۳ است. روش نمونه‌گیری روش حذفی سیستماتیک بوده است. روش مورد استفاده جهت برآورد الگو روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین متغیر مستقل و متغیر وابسته وجود دارد و توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی دارد. هم‌چنین نتایج پژوهش بیانگر آن است که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر، تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد بیشتر است و نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌باشد.

کلیدواژه‌ها: *حاکمیت شرکتی؛ توانایی مدیران؛ ارزش حاشیه‌ای وجه نقد.*

---

* استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم طوس، مشهد، ایران Filsaraei@yahoo.com
** نویسنده مسئول: دانشجوی دکتری مهندسی مالی و گروه حسابداری و مدیریت، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران Drahmadarian@mshdiau.ac.ir
*** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، فلاورجان، ایران

مقدمه

سنجش توانایی و یا استعداد مدیریت، سؤال اصلی بسیاری از تحقیقات مهم، مانند بررسی سهم مدیریت در تصمیم‌گیری‌های مالی و عملکردی پایدار، مدیریت عملیات، حاکمیت شرکتی، آثار اقتصادی مالکیت شرکت و تفاوت بازدهی در صنعت می‌باشد. تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که ویژگی‌های خاص مدیریت مثل توانایی، استعداد، شهرت و یا سبک نتایج اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و در نتیجه در اقتصاد، امور مالی، حسابداری و پژوهش مدیریت و هم‌چنین در عمل، پراهمیت است (دمرجیان و همکاران[1]، ۲۰۱۲). مدیران توانا جهت افزایش سودآوری شرکت و جلب رضایت سهام‌داران، برنامه‌ریزی منظم داشته و تصمیم بهتری اتخاذ می‌نمایند. مدیران توانا بهتر می‌توانند روند توسعه صنعتی و فناوری را درک نموده و نیازمندی‌های متقاضیان محصول‌ها و کارمندان را تشخیص دهند و قضاوت بهتری داشته و تصمیمات دقیق‌تری برای ارتقای عملکرد شرکت اتخاذ نمایند و اثر بلندمدت اقدام خود را از قبل پیش‌بینی نمایند؛ بنابراین آن‌ها به‌دنبال سودآوری بیشتر و دست‌یابی به اهداف سودمند در بلندمدت خواهند بود؛ بنابراین از مدیران توانمند انتظار می‌رود موجب بهبود عملکرد آتی شرکت شوند (هانگ و سان[2]، ۲۰۱۴). هم‌چنین می‌توان توانایی یک مدیرعامل را با بهره‌وری و اثربخشی وی در تولید درآمد با مصرف منابع کم‌تری نسبت به همتایان خود در همان صنعت اندازه‌گیری نمود. چنین کارایی نشان‌دهنده توانایی مدیر برای ایجاد، مدیریت و افزایش ارزش و بهره‌وری شرکت می‌باشد. بهره‌وری یک شرکت در واقع یک جنبه اساسی برای حداکثر رساندن ارزش سهام می‌باشد، چراکه هنگامی‌که خروجی بیشتری با ورودی کم‌تری تولید شود، ارزش سهام بیشتر می‌گردد. ارزش وجه نقد نیز می‌تواند توسط عوامل سطح فردی تحت تأثیر قرار گیرد. وجه نقد یک سرمایه داخلی تحت کنترل مدیران است. مدیران برای تعیین استفاده از وجه نقد دارای اختیار هستند (لیو و مائر[3]،

1. Demerjian et al
2. Huang & Sun
3. Liu & Mauer

۲۰۱۱). جنسن[1] (۱۹۸۶) معتقد است که با وجه نقد موجود در کنترل، عوامل فردی مدیر شرکت، مانند منافع و انگیزه‌های شخصی، تحت تأثیر چگونگی استفاده از وجه نقد قرار می‌گیرند. گاهی اوقات وجه نقد ممکن است برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت مورد استفاده قرار گیرد. استدلال می‌شود که ارزش وجه نقد می‌تواند در سراسر سطوح مختلف توانایی مدیریتی متفاوت باشد. به‌عبارت‌دیگر، سهام‌داران می‌توانند ارزش بالاتری به وجه نقد نسبت دهند، اگر که آن‌ها بر این باور باشند که مدیر شرکت دارای توانایی بالاتری برای مدیریت وجه نقد است. به احتمال زیاد مدیران توانمند از وجه نقد موجود به شیوه‌های بهتری و برای ایجاد ارزش بیشتری استفاده می‌کنند (دانایی‌فر و رمضانی، ۱۳۹۵)؛ لذا برای جلوگیری از ایجاد مازاد یا کسری در وجه نقد، به‌منظور حفظ توان پرداخت به‌موقع تعهدهای شرکت و جلوگیری از آسیب رسیدن به موقعیت اعتباری و عدم بلااستفاده ماندن آن، داشتن برنامه‌ریزی نقدی مناسب لازم است، به همین دلیل، مدیریت جریان‌های نقدی دارای اهمیت است؛ که در این پژوهش نیز به بررسی نقش تعدیلی محدودیت‌های مالی و حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدیریت ارشد امکان انتخاب بین نگهداری وجه نقد در شرکت، توزیع آن بین سهام‌داران و سرمایه‌گذاری آن را در پروژه‌های مختلف دارد؛ بنابراین، ارزش وجه نقد بسته به روشی که مدیران از آن استفاده می‌کنند و یا در دسترس بودن آن و هزینه تأمین مالی خارجی آن متفاوت می‌باشد. لذا وجه نقد، از مهم‌ترین دارایی‌های جاری است که در مقایسه با رفتارهای مدیریت نسبت به سایر موارد، آسیب‌پذیرتر است (ایشاگ و همکاران[2]، ۲۰۰۹). برای مدیریت کارا و مؤثر در شرکت، پیش‌بینی و تأمین وجه نقد موردنیاز شرکت به‌عنوان یک هدف است (رستمی و همکاران، ۱۳۹۳). اهمیت وجوه نقد در شرکت از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری

1. Jensen
2. Isshaq et al

حسابداری بر اساس آن انجام می‌شود. از جمله اهداف ارائه اطلاعات مربوط به وجه نقد، ارزیابی نقدینگی و توانایی شرکت، در پرداخت تعهدهای خود است. نقدینگی و توانایی پرداخت تعهدات نیز بیان‌گر توانایی‌های شرکت در پرداخت در سررسید است (کوت[1]، ۲۰۰۹). هم‌چنین، به گونه معمول، وجه نقد بخش مهمی از دارایی‌های شرکت را تشکیل می‌دهد. تخصیص نامناسب وجه نقد موجب روبه‌رو شدن با خطر هدر رفتن است (سین‌سیائو و همکاران[2]، ۲۰۱۶).

در این زمینه، هارفورد[3] (۱۹۹۹) دریافت که وجه نقد نگهداری شده بدون مدیریت صحیح، موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود و نشانه‌ای از مشکل‌های مدیران است. پژوهش‌های صورت گرفته قبلی مانند چمانور و همکاران[4] (۲۰۰۴) و فرانسیس و همکاران[5] (۲۰۰۸) نیز نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای مدیران تواناتر قادرند که با شرایط مطلوب‌تری به تأمین مالی خارجی دسترسی داشته باشند. هم‌چنین، ازآنجاکه مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کسب کنند، در نتیجه، سرمایه‌گذاری بهتری داشته و دست‌یابی به نتیجه مطلوب با احتمال بیشتری وجود خواهد داشت؛ لذا می‌توان انتظار داشت که مدیریت وجه نقد نیز در آنان بهتر باشد. هم‌چنین، مدیران دارای توانایی بیشتر، برای حفظ شهرت خود احتمال کم‌تری دارد که در پروژه‌های زیان‌ده سرمایه‌گذاری کرده و سبب از دست دادن وجه نقد شرکت شوند (سین‌سیائو و همکاران، ۲۰۱۶).

توانایی مدیران، به معنای استفاده اثربخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که در سطح ثابتی از منابع، بتوان به خروجی بیشتری رسید یا منابع کم‌تری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد. مدیران تواناتر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، رویه‌های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای باارزش‌تر دارند و به صورت اثربخش‌تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند (دمریجان و همکاران، ۲۰۱۲). انتظار می‌رود که با

1. Cueto
2. Sin Siao et al
3. Harford
4. Chemmanur et al
5. Francis

افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. درواقع، بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد بود. تصمیم‌های ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد (لورتی و گریس[1]، ۲۰۱۲).

مطالعه و بررسی اینکه چگونه ویژگی‌های مدیران ارشد، به‌ویژه مدیر ارشد اجرایی، می‌تواند بر شیوه‌های سرمایه‌گذاری شرکت و نتایج آن اثرگذار باشد، حائز اهمیت و مهم می‌باشد. ارزش وجه نقد به گونه‌ای مثبت با توانایی‌های مدیریتی در ارتباط است. وجه نقد یک منبع مهم سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران اجرائی می‌باشد. تصمیم در مورد نحوه استقرار وجه نقد در اختیار مدیریت است (لیو و مائر[2]، ۲۰۱۱). این امکان برای مدیران اجرائی میسر است که در خصوص سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها، نگهداری آن در داخل شرکت و یا توزیع آن بین سهام‌داران حق انتخاب داشته باشند؛ بنابراین، ارزش وجه نقد بسته به روشی که مدیران از آن استفاده می‌کنند و یا در دسترس بودن آن و هزینه تأمین مالی خارجی آن متفاوت می‌باشد (پینکوویتز و ویلیامسون[3]،۲۰۰۴). به‌عبارت‌دیگر، مدیران اجرائی توانمند می‌توانند در ایجاد ارزش بیشتر وجه نقد با استفاده بهتر از آن دخیل شوند؛ به‌عنوان مثال، درگیر شدن در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری کارآمد و با کیفیت بالا؛ بنابراین، با ثابت فرض کردن دیگر امور، پیش‌بینی می‌شود ارزش نقدی بالاتری کسب خواهند نمود (گان[4]، ۲۰۱۵). ازآنجاکه مدیران ارشد سازمان، درجه توانایی‌های مختلفی دارند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲)؛ لذا یکی از دارایی‌های نامشهود ارزشمند شرکت‌ها، قابلیت‌های مدیران بوده که توجه به آن باعث بهبود عملکرد سازمان و افزایش توان رقابت در بازار می‌شود (پنیوتیس و همکاران[5]، ۲۰۱۳).

هم‌چنین یک مکانیزم قوی مدیریت شرکت نیز می‌تواند به طور مؤثری ارزش حاشیه‌ای وجه

1. Leverty & Grace
2. Liu & Mauer
3. Pinkowitz & Williamson
4. Gan
5. Panayiotis et al

نقد را افزایش دهد. ادبیات پیشین نشان می‌دهد که ارزش وجه نقد می‌تواند به قدرت حاکمیت شرکتی در یک شرکت بستگی داشته باشد (هارفورد و همکاران[1]، ۲۰۰۸). دیتمار و مارت اسمیت[2] (۲۰۰۷) نشان دادند که ارزش وجه نقد ارتباط مثبتی با حاکمیت شرکتی دارد و حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند موجب افزایش ارزش وجه نقد شود. این یافته‌ها نشان می‌دهد که تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر ارزش حاشیه وجه نقد، زمانی که حاکمیت شرکتی قوی‌تر است، می‌تواند افزایش یابد (گان و پارک[3]، ۲۰۱۷). علاوه بر این، شرکت‌ها با انواع تنگناهای بیرونی از قبیل تقاضای کم محصولاتشان مواجه شدند و این موضوع باعث زیان‌هایی می‌شود که به ظرفیت آن‌ها برای تولید داخلی منابع کافی برای اجرای سرمایه‌گذاری‌های سودآور آسیب می‌زند (آندریو و همکاران[4]، ۲۰۱۷). چنین ظرفیت مالی ضعیفی باعث ایجاد شرایطی برای شرکت‌ها می‌شود که از مشکلات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی رنج ببرند و این می‌تواند برای ارزش شرکت‌ها زیان‌آور باشد (بالاکریشنان[5]، ۲۰۱۶). توانایی مدیریتی بالاتر به ظرفیت شرکت‌ها برای تأمین مالی بیشتر در طول دوره بحران کمک می‌کند و به‌نوبه خود آن‌ها را قادر می‌سازد تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری را دنبال کنند. در این راستا، به نظر می‌رسد که توانایی مدیریتی بالا، مشکلات سرمایه‌گذاری در دوره بحران را جبران کند که خود باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود (براکمن و همکاران[6]، ۲۰۱۶).

بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی شرکت و تأثیری که می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها داشته باشد، با شفاف‌سازی مسیر اثرگذاری توانایی مدیریتی بر ارزش شرکت، به غنای ادبیات پژوهشی می‌افزاید و به حل‌وفصل تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران کمک می‌کند. هم‌چنین در بررسی این‌که چگونه شرکت‌های با محدودیت مالی برای کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری در زمان

1. Harford et al
2. Dittmar & Mahrt-Smith
3. Gan & Park
4. Andreou et al
5. Balakrishnan
6. Brockman et al

شروع بحران مدیریت می‌کنند، نیز کمک می‌کند (کامپلو و همکاران[1]، ۲۰۱۱). هم‌چنین با توجه به توانایی درک شده مدیران برای حل بهتر مسائل نمایندگی، مدیران توانمندتر، به‌طورکلی اعتبار و اطمینان را در دل اعتباردهندگان و دیگر سهام‌داران القا می‌کنند. اعتبار، به‌ویژه در بحران‌های مالی اهمیت دارد، زیرا این دوره‌ها حساسیت را در بازارهای سرمایه خارجی تشدید می‌کنند. چنین حساسیت‌هایی مانع توانایی شرکت برای به دست آوردن سرمایه برای پیگیری پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود که منجر به سرمایه‌گذاری کم می‌شود؛ بنابراین، شرکت‌هایی که توانایی مدیریت بالاتری دارند باید شانس بهتری برای دسترسی به منابع مالی خارجی مانند وام و دستیابی به وام‌های با نرخ‌های پایین‌تر و یا شرایط آسان‌تر قراردادهای غیرقطعی داشته باشند، که این امر باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی آن‌ها می‌شود. به‌طورکلی، فرض می‌شود که شرکت‌های با توانایی مدیریتی بالاتر، به دلیل دسترسی بیشتر به منابع مالی، احتمال دارد که میزان سرمایه‌گذاری شرکتی بیشتری در طول دوره بحران داشته باشند و به‌این‌ترتیب مشکلات سرمایه‌گذاری کم را کاهش و در نتیجه، ارزش شرکت را افزایش دهند (آندریو و همکاران، ۲۰۱۷).

با توجه به مبانی مطرح شده می‌توان انتظار داشت که توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی داشته باشد. هم‌چنین این انتظار می‌رود که در شرکت‌های با میزان قدرت حاکمیت شرکتی، تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد بیشتر است. لذا این سؤال مطرح می‌شود که آیا توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد با در نظر گرفتن حاکمیت شرکتی تأثیرگذار است؟

۱- رابطه بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد:

توانایی زیاد مدیران به اثربخشی بیشتر در عملیات روزانه سازمان منجر می‌شود؛ به‌خصوص هنگامی‌که تصمیم‌گیری مدیران در عملکرد سازمان تأثیر شایان توجهی داشته باشد؛ بنابراین، توانایی زیاد مدیران موجب بهبود خالص ارزش فعلی برای سازمان می‌شود (برک و استنتون[2]،

1. Campello et al
2. Berk and Stanton.

۲۰۰۷)؛ بنابراین، انتظار می‌رود که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. در واقع، بنگاه اقتصادی که به‌وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد بود. تصمیم‌های ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد (لورتی و گریس، ۲۰۱۲). 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. جهت نشان دادن میزان موفقیت مدیران در ایجاد و افزایش ارزش از معیارهای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود (یحیی‌زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹).

هنگامی‌که مدیر توانا و کارآمد نباشد، نمی‌تواند در همکاران و زیردستان خود نفوذ کند، زیرا عدم برخورداری از توانایی‌های لازم در انجام کارها، باعث می‌شود تا کارکنان با ایجاد روابط غیررسمی سعی در رفع‌ورجوع کردن امور کنند، افراد از وظیفه‌های اصلی خود خارج شوند و با تصمیم‌های نابجا به کل سیستم ضربه بزنند (عطافر و آذربایجانی، ۱۳۸۰). ازآنجاکه مدیران ارشد سازمان درجه توانایی‌های مختلفی دارند (دمرجیان، لو و مک وای[1]، ۲۰۱۲)؛ لذا یکی از دارایی‌های نامشهود ارزشمند شرکت‌ها، قابلیت‌های مدیران بوده که توجه به آن باعث بهبود عملکرد سازمان و افزایش توان رقابت در بازار می‌شود. هم‌چنین، قابلیت نیز نتیجه کاربرد دانش و مهارت و ترکیب مناسب آن دو است (پنیوتیس و همکاران، ۲۰۱۳). برای جلوگیری از ایجاد مازاد یا کسری در وجه نقد، به‌منظور حفظ توان پرداخت به‌موقع تعهدهای شرکت و جلوگیری از آسیب رسیدن به موقعیت اعتباری و عدم بلااستفاده ماندن آن، داشتن برنامه‌ریزی نقدی مناسب لازم است. از ابعاد مهم مدیریت نقدینگی، ایجاد هماهنگی بین جریان‌های نقدی ورودی و جریان‌های نقدی خروجی است که به گونه‌ی معمول به‌ندرت اتفاق می‌افتد. به همین دلیل، مدیریت جریان‌های نقدی دارای اهمیت است (عابدینی، ۱۳۹۵).

وجه نقد از مهم‌ترین دارایی‌های جاری است که در مقایسه با رفتارهای مدیریت نسبت به سایر

1. Demerjian, Lev and Mcvay

موارد، آسیب‌پذیرتر است (ایشاگ و همکاران، ۲۰۰۹). برای مدیریت کارا و مؤثر در شرکت، پیش‌بینی و تأمین وجه نقد موردنیاز شرکت به‌عنوان یک هدف است (رستمی و همکاران، ۱۳۹۳). اهمیت وجوه نقد در شرکت از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری حسابداری بر اساس آن انجام می‌شود. از جمله اهداف ارائه اطلاعات مربوط به وجه نقد، ارزیابی نقدینگی و توانایی شرکت، در پرداخت تعهدهای خود است. نقدینگی و توانایی پرداخت تعهدات نیز، بیان‌گر توانایی‌های شرکت در پرداخت در سررسید است (کوت، ۱۹۹۹).

هم‌چنین، به گونه معمول وجه نقد، بخش مهمی از دارایی‌های شرکت را تشکیل می‌دهد. برای نمونه بیتز و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند که شرکت‌های صنعتی در ایالات متحده، ۱۰/۵ درصد نگهداشت وجه نقد در سال ۱۹۸۰ را به ۲۳/۲ درصد در سال ۲۰۰۶ افزایش داده‌اند، لذا این دارایی نیازمند مدیریت مؤثر است، زیرا تخصیص نامناسب آن موجب روبه‌رو شدن با خطر هدر رفتن است (سین‌سیائو و همکاران، ۲۰۱۶). در این زمینه، هارفورد (۱۹۹۹) دریافت که وجه نقد نگهداری شده بدون مدیریت صحیح، موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود و نشانه‌ای از مشکل-های مدیران است. پژوهش‌های صورت گرفته قبلی مانند چمانور و همکاران (۲۰۰۴) و فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) نیز نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای مدیران تواناتر قادرند که با شرایط مطلوب‌تری به تأمین مالی خارجی دسترسی داشته باشند. هم‌چنین، ازآنجاکه مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کسب کنند، درنتیجه، سرمایه‌گذاری بهتری داشته و دست‌یابی به نتیجه مطلوب با احتمال بیشتری وجود خواهد داشت، لذا می‌توان انتظار داشت که مدیریت وجه نقد نیز در آنان بهتر باشد. هم‌چنین، مدیران دارای توانایی بیشتر، برای حفظ شهرت خود احتمال کم‌تری دارد که در پروژه‌های زیان‌ده سرمایه‌گذاری کرده و سبب از دست دادن وجه نقد شرکت شوند (سین‌سیائو و همکاران، ۲۰۱۶).

مدیران توانا جهت افزایش سودآوری شرکت و جلب رضایت سهام‌داران، برنامه‌ریزی منظم داشته و تصمیم بهتری اتخاذ می‌نمایند. دمرجیان و همکارانش معتقدند مدیران توانا بهتر می‌توانند روند توسعه صنعتی و فناوری را درک نموده و نیازمندی‌های متقاضیان محصول‌ها و کارمندان را

تشخیص دهند و قضاوت بهتری داشته و تصمیمات دقیق‌تری برای ارتقای عملکرد شرکت اتخاذ نمایند و اثر بلندمدت اقدام خود را از قبل پیش‌بینی نمایند؛ بنابراین آن‌ها به‌دنبال سودآوری بیشتر و دست‌یابی به اهداف سود در بلندمدت خواهند بود و با دستکاری فعالیت‌های واقعی، رسیدن به محبوبیت بلندمدت خود را قربانی نخواهند نمود؛ بنابراین از مدیران توانمند انتظار می‌رود کم‌تر به مدیریت سود واقعی روی‌آورده و در عملکرد آتی شرکت تأثیر منفی کم‌تری گذارند (هانگ و سان، ۲۰۱۴). مدیران اجرائی توانمند می‌توانند در ایجاد ارزش بیشتر وجه نقد با استفاده بهتر از آن دخیل شوند. به‌عنوان مثال، درگیر شدن در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری کارآمد و با کیفیت بالا؛ بنابراین، با ثابت فرض کردن دیگر امور، پیش‌بینی می‌شود ارزش نقدی بالاتر خواهد رفت (گان، ۲۰۱۵).

مطالعه و بررسی اینکه چگونه ویژگی‌های مدیران ارشد، به‌ویژه مدیر ارشد اجرایی می‌تواند بر شیوه‌های سرمایه‌گذاری شرکت و نتایج آن اثرگذار باشد، حائز اهمیت و مهم می‌باشد. ارزش وجه نقد به‌گونه‌ای مثبت با توانایی‌های مدیریتی در ارتباط است. وجه نقد یک منبع مهم سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران اجرائی می‌باشد. تصمیم در مورد نحوه استقرار وجه نقد در اختیار مدیریت است (لیو و مائر، ۲۰۱۱). مدیران اجرائی می‌تواند انتخاب کنند که وجه نقد را در شرکت نگه دارند، آن را به سهام‌داران توزیع کنند و یا از آن به‌عنوان سرمایه‌گذاری استفاده کنند؛ بنابراین، ارزش وجه نقد بسته به روشی که مدیران از آن استفاده می‌کنند و یا در دسترس بودن آن و هزینه تأمین مالی خارجی آن متفاوت می‌باشد (پینکوویتز و ویلیامسون، ۲۰۰۴).

ارزش نقدی می‌تواند توسط عوامل سطح فردی تحت تأثیر قرار گیرد. وجه نقد یک سرمایه داخلی تحت کنترل مدیران است. مدیران برای تعیین استفاده از وجه نقد دارای اختیار هستند (لیو و مائر، ۲۰۱۱). جنسن (۱۹۸۶) معتقد است که با وجه نقد موجود در کنترل، عوامل فردی مدیر شرکت، مانند منافع و انگیزه‌های شخصی، تحت تأثیر چگونگی استفاده از وجه نقد قرار می‌گیرند. گاهی اوقات وجه نقد ممکن است برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت مورداستفاده قرار گیرد. استدلال می‌شود که ارزش وجه نقد می‌تواند در سراسر سطوح مختلف توانایی مدیریتی متفاوت

باشد. به‌عبارت‌دیگر، سهام‌داران می‌توانند ارزش بالاتری به وجه نقد نسبت دهند اگر که آن‌ها بر این باور باشند که مدیر شرکت دارای توانایی بالاتری برای مدیریت وجه نقد است. به احتمال زیاد مدیران توانمند از وجه نقد موجود به شیوه‌های بهتری و برای ایجاد ارزش بیشتری استفاده می‌کنند (دانایی‌فر و رمضانی، ۱۳۹۵).

توانایی یک مدیرعامل را می‌توان با بهره‌وری و اثربخشی وی در تولید درآمد با مصرف منابع کم‌تری نسبت به همتایان خود در همان صنعت اندازه‌گیری نمود. چنین کارایی نشان‌دهنده‌ی توانایی مدیر برای ایجاد، مدیریت و افزایش ارزش و بهره‌وری شرکت می‌باشد. بهره‌وری یک شرکت در واقع یک جنبه اساسی برای حداکثر رساندن ارزش سهام می‌باشد، چراکه هنگامی‌که خروجی بیشتری با ورودی کم‌تری تولید شود، ارزش سهام بیشتر می‌گردد. آندرئو و همکاران[1] (۲۰۱۳) نشان دادند که رابطه بین توانایی و عملکرد شرکت کاملاً مثبت است. در زمانی که توانایی امری کافی محسوب نمی‌شد، شرکت‌های دارای قابلیت و توانایی مدیریتی برتر، بیشترین سرمایه‌گذاری در طول دوره بحران را انجام دادند که نتیجه آن خلق سوددهی بالا و عرضه اوراق بهادار بیشتر بوده است. هم‌چنین توانایی مدیریتی رابطه منفی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. در کل، نتایج بررسی‌ها نشان داد که توانایی مدیریتی، عملکرد شرکت را تقویت، عدم سرمایه‌گذاری را کاهش، سوددهی و ظرفیت استقراض را بهبود و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (آندرئو و همکاران، ۲۰۱۳).

۲- مروری بر پژوهش‌های پیشین:

پژوهش‌های صورت گرفته بر اساس موضوع پژوهش شامل پژوهش‌های خارجی و پژوهش‌های داخلی می‌باشند. ابتدا پژوهش‌های خارجی و سپس پژوهش‌های داخلی ارائه خواهد شد.

بیو و همکاران[2] (۲۰۲۱) در پژوهشی با نام «وجه نقد همیشه در نقش حامی و پشتیبان نیست»،

1. Andreou et al
2. Bu et al.

به بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) و ارزش حاشیه‌ای دارایی‌های نقدی شرکت پرداختند و دریافتند که بازارها برای دارایی‌های نقدی شرکت‌های در سطح بالای EPU ارزش کم‌تری قائل هستند. آزمون‌های شبه‌آزمایشی در رابطه با حملات تروریستی ۱۱ سپتامبر و انتخابات فرمانداری از رابطه علی بین EPU و ارزش دارایی‌های نقدی پشتیبانی می‌کنند. علاوه بر این، آن‌ها نشان دادند که این رابطه برای شرکت‌های با دارایی‌های سرمایه‌ای قابل‌استقرار کم‌تر، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، حاکمیت شرکتی ضعیف یا وجه نقد اضافی مثبت، بارزتر است. به‌طورکلی، شواهد آن‌ها نشان می‌دهد که وجه نقد همیشه حامی نیست، به‌خصوص در دوره‌های عدم اطمینان بالا در خط‌مشی‌ها.

چودهری و همکاران[1] (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای با عنوان «جهت‌گیری سهام‌داران و ارزش نگهداری وجه نقد»، به بررسی تأثیر چگونگی جهت‌گیری سهام‌داران بر ارزش دارایی‌های نقدی با نظم بخشیدن به مدیریت ناکارآمد و کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداختند. برای انجام این کار، از تصویب مبهم قوانین حوزه انتخابیه در سراسر ایالت‌های مختلف به‌عنوان یک شوک برون‌زا استفاده کردند که درجه جهت‌گیری سهام‌داران را به میزان قابل‌توجهی افزایش می‌دهد. به طور خاص، اثر نظارتی ذی‌نفعان با استفاده از ارزش بازار چارچوب نقدی اندازه‌گیری گردید. آن‌ها دریافتند که به طور متوسط ارزش حاشیه‌ای دارایی‌های نقدی پس از تصویب قوانین حوزه انتخابیه، هم از نظر آماری و هم از نظر اقتصادی به طور قابل‌توجهی افزایش می‌یابد. تأثیر قوانین حوزه انتخابیه بر ارزش دارایی‌های نقد برای شرکت‌هایی با قدرت سهام‌داران نسبتاً ضعیف‌تر، هزینه‌های نمایندگی بالا و عدم تقارن اطلاعاتی بالا قوی‌تر است. آن‌ها هم‌چنین دریافتند کارایی سرمایه‌گذاری در هزینه‌های سرمایه‌ای پس از تصویب قوانین حوزه انتخابیه که نشان می‌دهد نظارت بیشتر سهام‌داران بر سرمایه‌گذاری، کانالی برای افزایش ارزش دارایی‌های نقدی است، به طور قابل‌توجهی بهبود یافته است. به‌طورکلی، نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که جهت‌گیری ذی‌نفعان با کاهش مشکلات نمایندگی، ارزش دارایی‌های نقدی را افزایش می‌دهد.

1. Chowdhury et al.

گان و پارک (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد» این موضوع را بررسی کردند که آیا توانایی مدیرعامل (هیئت‌مدیره) با ارزش حاشیه‌ای وجه نقد در ارتباط است. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی‌های مدیران موجب افزایش معنادار ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌شود. هم‌چنین نتایج نشان داد تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد برای شرکت با محدودیت مالی بیشتر است. سایر نتایج نشان داد تأثیر مثبت توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد برای شرکت‌های با سطوح بالاتر جریان نقد آزاد و سطوح پایین‌تر جبهه‌گیری مدیریت مشهودتر است.

چیانگ و همکاران[1] (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «ارزش‌گذاری استعدادها» به بررسی ارتباط بین مدیران با توانایی بالای مدیران و عملکرد شرکت و تأثیر آزادی عمل مدیران و کیفیت نظارت بر رابطه بین آن دو پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش حاکی از آن است که تنها زمانی که سازوکارهای نظارتی شدیدی بر مدیران با توانایی بالا حاکم باشد، سطح بالای آزادی عمل مدیران موجب افزایش قدرت مالی آن‌ها و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

چن و همکاران[2] (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «آیا توانایی مدیران موفقیت‌های نوآورانه شرکت را تسهیل می‌کند؟» به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر تسهیل موفقیت شرکت‌های نوآورانه و ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیران یکی از اجزای اصلی موفقیت در تصمیم‌گیری‌های نوآوری بوده و دارای ارتباط مثبتی با ارزش بازار شرکت‌هاست.

آندرو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «توانایی مدیران و عملکرد شرکت»، رابطه بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد و در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی مدیران توانمندتر منابع شرکت، بدهی‌ها و مخارج سرمایه‌ای را نسبت به مدیران با توانایی کم‌تر به طور کاراتری مدیریت کرده‌اند.

1. Cheung et al
2. Chen et al

چو و آتا[1] (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «تحلیل توانایی مدیران و آگاهی‌بخشی قیمت» به بررسی این موضوع کردند که آیا توانایی مدیران، امکان ارائه اطلاعات مفید در مورد سودهای آتی شرکت به بازار سرمایه را دارد؟ نتایج حاکی از آن است که بازده سهام در شرکت‌های با مدیران توانا نسبت به شرکت‌های با مدیران ضعیف منعکس‌کننده سودهای آتی بیشتری هستند. هم‌چنین آن‌ها نشان دادند که توانایی مدیران بر روی اظهارنظرهای تحلیلگران در مورد شرکت، تأثیر مثبت گذاشته و باعث ترغیب سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود.

عابدینی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر توانایی‌های مدیران بر مدیریت وجه نقد» به بررسی تأثیر توانایی‌های مدیران در مدیریت وجه نقد پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان داد که پس از در نظر گرفتن اثر متغیرهای کنترلی، بین توانایی مدیران و مدیریت وجه نقد رابطه منفی و معناداری برقرار است. بدین معنا که با افزایش توانایی مدیران، دوره تبدیل به وجه نقد کاهش می‌یابد. هم‌چنین، بین دوره تبدیل موجودی کالا و دوره وصول مطالبات و توانایی مدیران رابطه منفی وجود دارد که معنادار نیست. افزون بر آن، بین توانایی مدیران و دوره پرداخت بدهی نیز رابطه مثبتی وجود دارد که معنادار نیست. هم‌چنین، بررسی وجود تفاوت توانایی مدیران در صنایع مختلف با استفاده از آزمون تحلیل واریانس نیز نشان داد که بین توانایی مدیران در صنایع مختلف، اختلاف معناداری از لحاظ آماری وجود ندارد.

ممتازیان و کاظم نژاد (۱۳۹۵) پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها» انجام داده‌اند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که به‌طورکلی، بین قابلیت مدیران و معیارهای عملکرد شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. بدین معنا که با افزایش قابلیت مدیران در استفاده بهتر از منابع و به‌تبع آن افزایش کارایی کل شرکت، عملکرد شرکت بهبود یافته و از این طریق ثروت سهام‌داران افزایش می‌یابد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت، عملکرد مالی و ارزش

1. Chou & Ota

شرکت، در شرکت‌های بورسی و فرابورسی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت بین عملکرد مالی و ارزش شرکت می‌باشد و رابطه بین توانایی مدیریت و ارزش شرکت منفی بوده، لیکن هیچ‌یک از این روابط معنی‌دار نبوده و فرضیه‌های تحقیق مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین متغیرهای تحقیق رد می‌شود.

درخشانی و زواری رضایی (۱۳۹۵) پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر توانایی‌های مدیریتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت»، انجام داده‌اند. نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، افزایش توانایی مدیریتی نمی‌تواند منجر به بهبود عملکرد مالی شرکت در کوتاه‌مدت و افزایش ارزش شرکت در بلندمدت گردد.

دانایی‌فر و رمضانی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه توانایی مدیریت، کیفیت سرمایه‌گذاری و ارزش وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران پرداختند. نتایج به دست آمده در سطح خطای پنج درصد نشان می‌دهد مدیران با توانایی بالا، کیفیت سرمایه‌گذاری بالاتری نسبت به مدیران با توانایی پایین‌تر دارند. ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با مدیران دارای توانایی بالا نسبت به شرکت‌های دارای مدیران با توانایی پایین‌تر بیشتر است.

نمازی و غفاری (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی اهمیت و نقش اطلاعات توانایی مدیران و نسبت‌های مالی به‌عنوان معیاری در انتخاب سبد بهینه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها» به بررسی اهمیت تحلیل و به‌کارگیری اطلاعات توانایی مدیران به همراه نسبت‌های مالی در انتخاب و تشکیل سبد سهام کارا در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان داد که اختلاف معنی‌داری بین میانگین بازدهی سبد سهام اول و دوم وجود ندارد؛ اما اختلاف بین سبد سهام سوم با سبدهای اول و دوم به طور جداگانه از نظر آماری معنی‌دار است. به این معنی که تحلیل مجموع اطلاعات مرتبط با نسبت‌های مالی و شاخص توانایی مدیران شرکت‌ها در طی ده سال مطالعه، به طور میانگین منجر به کسب بازدهی تقریباً دو برابر نسبت به سبدهای سهام اول و

دوم می‌گردد. این مسئله اهمیت و ارزش تحلیل اطلاعات مرتبط با توانایی مدیران را به‌عنوان اطلاعات مکمل نسبت‌های مالی به‌منظور سرمایه‌گذاری کارا و دست‌یابی به بازدهی مناسب در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد.

تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

متغیر وابسته:

با توجه به اهداف و فرضیه‌های این پژوهش، مشخص شد که متغیرهای وابسته این پژوهش ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌باشد که در مدل شماره ۱ با عنوان متغیر مازاد بازده سهام آمده است، به این دلیل که در این مدل‌ها از ضرایب ترکیبی متغیرها سمت راست و چپ معادله رگرسیون به‌عنوان متغیر وابسته استفاده می‌شود. به‌عبارت‌دیگر در مدل ۱ ضریب β3 نشان‌دهنده اثر ترکیبی توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌باشد، لذا متغیر مازاد بازده سهام و وجه نقد به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است:

وجه نقد: برابر است با مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت.

مازاد بازده سهام: با استفاده از مدل فاما و فرنچ[1] (۱۹۹۳) اندازه‌گیری می‌شود. در این مدل مازاد بازده سهام برابر است با انحراف معیار پسماند مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، این رابطه به شرح زیر می‌باشد:

رابطه ۱:

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_{it} + \beta_{MTKRF,it} \times MKTRF_t + \beta_{SMB,it} \times SMB_t + \beta_{HML,it} \times HML_t + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

rit: بازده سهام

rft: نرخ بازده بدون ریسک

MKTRF: عامل بازار نامیده می‌شود که از طریق تفاضل بازده بازار و بازده بدون ریسک (

1. Fama & French

($R_M - R_F$) محاسبه می‌شود.

SMB: عامل اندازه نامیده می‌شود که از تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی شرکت‌های بزرگ محاسبه می‌شود.

HML: عامل ارزشی نامیده می‌شود که از تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین محاسبه می‌شود.

تبیین و اندازه‌گیری متغیر مستقل

این پژوهش شامل یک متغیر مستقل زیر می‌باشد:

توانایی مدیران: در این پژوهش به منظور برآورد توانایی مدیریت، ابتدا مطابق با مدل بهینه‌سازی دمیرجان و همکاران (۲۰۱۳) کارایی شرکت‌ها مشخص خواهد شد. پس از محاسبه کارایی شرکت‌ها، توانایی مدیران اندازه‌گیری می‌شود.

متغیرهای تعدیل‌گر:

حاکمیت شرکتی: در این پژوهش برای محاسبه حاکمیت شرکتی از معیار: مالکیت مدیریتی (درصد مالکیت سهام مدیران و اعضای هیئت‌مدیره) استفاده می‌شود. مقدار بالاتر مالکیت مدیریتی نشان‌دهنده‌ی حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر و مقدار پایین‌تر مالکیت مدیریتی نشان‌دهنده حاکمیت شرکتی قوی‌تر می‌باشد.

متغیرهای کنترلی:

این پژوهش شامل متغیرهای کنترلی زیر می‌باشد:

تغییرات سود خالص: برابر است با سود خالص سال جاری منهای سود خالص سال گذشته.

تغییرات خالص دارایی‌ها: برابر است با خالص دارایی‌های سال جاری منهای خالص دارایی‌های سال گذشته. خالص دارایی‌ها برابر است با کل دارایی‌ها منهای وجه نقد.

تغییرات هزینه‌های تحقیق و توسعه: برابر است با هزینه‌های تحقیق و توسعه سال جاری منهای هزینه‌های تحقیق و توسعه سال گذشته.

تغییرات هزینه‌های بهره (مالی): برابر است با هزینه‌های بهره سال جاری منهای هزینه‌های بهره سال گذشته.

تغییرات تقسیم سود: برابر است با سود تقسیم شده سال جاری منهای سود تقسیم شده سال گذشته.

اهرم مالی: نسبت کل بدهی‌ها به مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم).

خالص تأمین مالی: برابر است با مجموع تأمین مالی شرکت از محل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام.

جریان نقد غیرآزاد: برابر است با وجه نقد منهای جریان نقد آزاد.

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام: برابر است با تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم.

بیان فرضیه‌ها

فرضیه اول: توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی دارد.

فرضیه دوم: در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر، تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد بیشتر است.

طرح آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه اول و دوم به پیروی از پژوهش گان و پارک (۲۰۱۷) از مدل ۱ استفاده می‌شود. در این مدل درصورتی‌که ضریب $\beta 3$ مثبت و معنادار باشد، نشان‌دهنده این موضوع است که توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی دارد و در نتیجه فرضیه اول پژوهش تائید می‌شود.

هم‌چنین برای آزمون فرضیه دوم نیز از مدل ۱ استفاده می‌شود. برای آزمون فرضیه دوم ابتدا شرکت‌ها بر اساس متغیر حاکمیت شرکتی به دو گروه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی **بالا** و پایین تفکیک می‌شوند و سپس مدل ۱ برای هر دو گروه از شرکت‌ها مورد برازش قرار می‌گیرد و نتایج

دو مدل با یکدیگر مقایسه می‌شود.

مدل ۱:

$$EXRETi,t = \beta0 + \beta1(\Delta Cashi,t/Mi,t-1) + \beta2\Delta ABILITYi,t + \beta3\Delta ABILITYi,t * (\Delta Cashi,t/Mi,t-1) + \beta4(\Delta Earningsi,t/Mi,t-1) + \beta5(\Delta NetAssetsi,t/Mi,t-1) + \beta6(\Delta R\&Di,t/Mi,t-1) + \beta7(\Delta InterestExpensei,t/Mi,t-1) + \beta8(\Delta Dividendsi,t/Mi,t-1) + \beta9(Cashi,t-1/Mi,t-1) + \beta10Leveragei,t + \beta11(NetFinancei,t/Mi,t-1) + \beta12(Cashi,t-1/Mi,t-1) * (\Delta Cashi,t/Mi,t-1) + \beta13Leveragei,t*(\Delta Cashi,t/Mi,t-1) + \varepsilon i,t$$

که در آن:

$EXRETi,t$: مازاد بازده سهام شرکت i در سال t

$\Delta Cashi,t$: تغییرات وجه نقد شرکت i در سال t

$Mi,t-1$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t-1

$\Delta ABILITYi,t$: تغییرات توانایی مدیران شرکت i در سال t

$\Delta Earningsi,t$: تغییرات سود خالص شرکت i در سال t

$\Delta NetAssetsi,t$: تغییرات خالص دارایی‌های شرکت i در سال t

$\Delta R\&Di,t$: تغییرات هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت i در سال t

$\Delta InterestExpensei,t$: تغییرات هزینه‌های بهره شرکت i در سال t

$\Delta Dividendsi,t$: تغییرات سود تقسیم شده شرکت i در سال t

$Leveragei,t$: اهرم مالی شرکت i در سال t

$NetFinancei,t$: خالص تأمین مالی شرکت i در سال t

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از بعد روش شناخت، توصیفی بوده و از لحاظ ارتباط بین متغیرها، از نوع همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می‌کند. با توجه به این مطالب

پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است؛ زیرا نتایج این پژوهش می‌تواند مورداستفاده مدیران، سرمایه‌گذاران، سهام‌داران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار گیرد. با توجه به این‌که در این پژوهش به جمع‌آوری، تلخیص و تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و در نهایت نتیجه‌گیری و فرضیه‌سازی منجر می‌شود، از استدلال استقرایی برخوردار بوده و در گروه تحقیقات اثباتی قرار می‌گیرد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بنابراین قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. هم‌چنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۸ است. برای نمونه‌گیری از روش حذف سامانمند استفاده خواهد شد که شرایط آن به‌صورت زیر تعریف شده است:

۱. به‌منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
۲. در دوره زمانی موردتحقیق حداقل هر سه ماه یک‌بار سهام آن‌ها مبادله شده باشد.
۳. به‌منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، بیمه، لیزینگ و سرمایه‌گذاری نباشند.
۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این تحقیق قابل‌دسترس باشد.
۵. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده، در مجموع تعداد ۱۰۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد.

ابزار گردآوری داده‌ها

در پژوهش حاضر برای تدوین کتاب‌شناسی و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. روش گردآوری داده‌ها برای تجزیه‌وتحلیل و آزمون فرضیه‌ها روش اسنادکاوی است و این مدارک شامل: صورت‌های مالی شرکت‌ها و یادداشت‌های همراه حسابرسی شده و سالنامه-های بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۸ است. بدین منظور اطلاعات منتشره به‌وسیله‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای اطلاع‌رسانی ره‌آورد نوین و دیگر

منابع کارنمایی مرتبط از ابزارهای گردآوری اطلاعات در این پژوهش هستند.

یافته‌های پژوهش

در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره F و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره t استفاده می‌شود. هم‌چنین از ضریب تعیین R2 تعدیل شده برای بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده خواهد شد. نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول زیر منعکس می‌شود.

جدول ۱. نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
DCASHD_M1	۲/۱۷۴۷۵۵	۰/۷۰۹۸۸۱	۳/۰۶۳۵۴۷	۰/۰۰۲۳
DABILITY	-۰/۱۰۶۸۰۵	۰/۰۶۰۱۲۴	-۱/۷۷۶۴۳۲	۰/۰۷۶۳
DABILITY*DCASHD_M1	۱/۰۸۳۹۵۹	۰/۲۸۰۶۸۵	۳/۸۶۱۸۴۲	۰/۰۰۰۱
DEARNING_M1	۰/۱۵۷۶۶۰	۰/۰۴۴۶۵۲	۳/۵۳۰۸۸۲	۰/۰۰۰۵
DNETASSETS_M1	۰/۰۶۲۸۴۳	۰/۰۲۳۹۹۰	۲/۶۱۹۵۵۰	۰/۰۰۹۱
DRANDD_M1	۱/۲۳۷۰۴۳	۵/۶۰۴۳۸۰	۰/۲۲۰۷۲۸	۰/۸۲۵۴
DINTERESTE_M1	۰/۰۹۶۳۴۹	۰/۰۲۵۵۱۴	۳/۷۷۶۲۷۰	۰/۰۰۰۲
DDIVIDEND_M1	-۰/۷۱۰۸۹۵	۴/۰۸۶۰۳۰	-۰/۱۷۳۹۸۲	۰/۸۶۱۹
CAHS1_M1	۰/۷۶۷۲۲۰	۰/۳۲۴۰۶۵	۲/۳۶۷۴۸۹	۰/۰۱۸۳
LEVERGE	-۲/۶۱۸۳۷۵	۰/۴۹۴۹۴۰	-۵/۲۹۰۲۸۷	۰/۰۰۰۰
NETFINANCE_M1	۳/۰۴E-07	۳/۳۰E-07	۰/۹۲۰۵۷۵	۰/۳۵۷۷
CAHS1_M1*DCASHD_M1	۰/۰۵۷۴۰۷	۰/۰۵۸۲۹۶	۰/۹۸۴۷۶۰	۰/۳۲۵۲
LEVERGE*DCASHD_M1	-۲/۳۷۳۸۸۱	۰/۷۹۰۱۷۶	-۳/۰۰۴۲۴۵	۰/۰۰۲۸

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
C	۱/۳۶۸۳۶۱	۰/۱۹۸۱۹۶	۶/۹۰۴۰۷۷	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۳۵	آماره F	۲/۴۵۹۲۸۷
Adjusted R-squared		۰/۳۱	Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰

با توجه به مقدار p-value به دست آمده برای آماره F که صفر می‌باشد (p-value<0/05)، فرض H0 که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مقدار ضریب متغیر DABILITY*DCASHD_M1 مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه اول است، درصورتی‌که ضریب مذکور معنادار باشد نشان‌دهنده‌ی تأیید این فرضیه است. مقدار p-value آماره t برای این متغیر برابر ۰/۰۰۰۱ می‌باشد و کم‌تر از سطح خطای ۰/۰۵ (p-value<0/05) است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه دوم مدل

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول ۲ و ۳ ارائه شده است:

جدول ۲. نتایج تخمین مدل در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بالا از نظر مالکیت مدیریتی

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
DCASHD_M1	۰/۱۶۸۱۷۵	۰/۵۸۴۵۴۲	۰/۲۸۷۷۰۵	۰/۷۷۳۸
DABILITY	۰/۰۲۲۵۴۷	۰/۱۹۷۰۱۹	۰/۱۱۴۴۴۳	۰/۹۰۹۰
DABILITY*DCASHD_M1	۰/۵۱۵۱۶۸	۰/۰۱۲۹۹۴	۳۹/۶۴۷۳۶	۰/۰۰۰۰
DEARNING_M1	۰/۲۶۸۶۰۲	۰/۱۱۰۹۶۴	۲/۴۲۰۶۱۸	۰/۰۱۶۱
DNETASSETS_M1	۰/۰۳۷۱۷۶	۰/۰۳۵۶۲۵	۱/۰۴۳۵۵۲	۰/۲۹۷۶

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
DRANDD_M1	۱۳/۵۰۱۶۹	۱۳/۹۳۴۷۲	۰/۹۶۸۹۲۴	۰/۳۳۳۴
DINTERESTE_M1	۰/۱۳۹۳۲۷	۰/۰۹۹۷۹۲	۱/۳۹۶۱۸۳	۰/۱۶۳۷
DDIVIDEND_M1	۲۵/۷۱۷۳۹	۱۲/۸۰۲۸۲	۲/۰۰۸۷۲۹	۰/۰۴۵۵
CAHS1_M1	۰/۴۵۶۸۹۷	۰/۲۴۳۴۲۸	۱/۸۷۶۹۲۸	۰/۰۶۱۵
LEVERGE	-۱/۰۶۴۵۲۸	۰/۲۱۶۲۲۹	-۴/۹۲۳۱۵۷	۰/۰۰۰۰
NETFINANCE_M1	۶/۴۱E-07	۳/۲۳ E-08	۱۹/۸۲۶۰۳	۰/۰۰۰۰
CAHS1_M1*DCASHD_M1	-۰/۰۱۷۳۶۲	۰/۳۳۵۶۷۲	-۰/۰۵۱۷۲۳	۰/۹۵۸۸
LEVERGE*DCASHD_M1	۰/۲۶۹۶۹۷	۱/۲۲۷۲۹۷	۰/۲۱۹۷۴۹	۰/۸۲۶۲
C	۰/۶۷۴۱۷۲	۰/۰۸۶۱۰۲	۷/۸۲۹۹۴۵	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۲۱	آماره F	۲/۱۳۲۹۸۸
Adjusted R-squared		۰/۱۹	Prob (F-statistic)	۰/۰۰۵۲۱۳

با توجه به مقدار p-value به دست آمده برای آماره F که کوچک‌تر از صفر می‌باشد (P-value<0)، فرض H0 که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مقدار p-value آماره t برای متغیر DABILITY*DCASHD_M1 برابر ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و کم‌تر از سطح خطای ۰/۰۵ (P-value<0/05) است، بنابراین می‌توان گفت توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی دارد.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی پائین از نظر مالکیت مدیریتی

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
DCASHD_M1	۱/۸۵۵۵۱۹	۱/۱۶۰۰۳۵	۱/۵۹۹۵۳۸	۰/۱۱۰۸

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
DABILITY	-۰/۵۹۰۵۱۲	۰/۱۹۵۴۸۰	-۳/۰۲۰۸۳۴	۰/۰۰۲۷
DABILITY*DCASHD_M1	۰/۳۸۶۶۰۸	۰/۱۱۵۰۹۵	۳/۳۵۹۰۳۵	۰/۰۰۰۹
DEARNING_M1	-۰/۰۲۱۷۲۴	۰/۱۲۹۸۹۵	-۰/۱۶۷۲۴۲	۰/۸۶۷۳
DNETASSETS_M1	۰/۰۰۱۷۸۵	۰/۰۱۴۶۸۰	۰/۱۲۱۶۱۰	۰/۹۰۳۳
DRANDD_M1	-۷/۱۱۵۸۶۰	۳/۵۰۹۱۷۲	-۲/۰۲۷۷۸۹	۰/۰۴۳۵
DINTERESTE_M1	۰/۰۷۰۵۹۳	۰/۳۰۰۳۹۹	۰/۲۳۴۹۹۶	۰/۸۱۴۴
DDIVIDEND_M1	-۲/۲۱۱۸۷۰	۰/۴۴۵۶۷۰	-۴/۹۶۳۰۱۹	۰/۰۰۰۰
CAHS1_M1	۱/۲۷۹۶۳۴	۰/۲۴۸۰۱۷	۵/۱۵۹۴۷۰	۰/۰۰۰۰
LEVERGE	-۰/۵۴۴۶۴۹	۰/۱۹۶۶۳۸	-۲/۷۶۹۸۰۹	۰/۰۰۶۰
NETFINANCE_M1	-۰/۰۰۰۱۲۰	۶/۴۹E-05	-۱/۸۴۶۳۹۴	۰/۰۶۵۸
CAHS1_M1*DCASHD_M1	۰/۰۱۴۸۲۱	۰/۰۵۴۷۴۲	۰/۲۷۰۷۳۴	۰/۷۸۶۸
LEVERGE*DCASHD_M1	-۱/۹۷۳۵۲۹	۱/۲۶۷۹۸۵	-۱/۵۵۶۴۳۰	۰/۱۲۰۷
C	۰/۳۲۲۴۵۲	۰/۰۸۷۸۵۲	۳/۶۷۰۴۱۶	۰/۰۰۰۳
R-squared		۰/۱۷	آماره F	۴/۳۱۷۸۳۹
Adjusted R-squared		۰/۱۱	Prob (F-statistic)	۰/۰۰۱۷۴۶

با توجه به مقدار p-value به دست آمده برای آماره F که کوچک‌تر از صفر می‌باشد (P-value<0)، فرض H0 که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مقدار p-value آماره t برای متغیر DABILITY*DCASHD_M1 برابر ۰/۰۰۰۹ می‌باشد و کم‌تر از سطح خطای ۰/۰۵ (P-value<0/05) است، بنابراین می‌توان گفت توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی دارد.

با توجه به ضرایب تأثیرگذاری بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد که در بالا در هر دو گروه

شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بالا و پائین به دست آمده و در هر دو گروه نیز معنادار بود و هم‌چنین با توجه به این‌که ضریب تعیین در گروه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بالا نسبت به حاکمیت شرکتی پائین، می‌توان گفت فرضیه دوم رد نمی‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌باشد. فرضیه اول پژوهش بدین نحو بیان شده است که توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیر مثبتی دارد. توانایی مدیران به معنای استفاده اثربخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که بتوان در سطح ثابتی از منابع به خروجی بیشتری رسید یا منابع کم‌تری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد. مدیران توانا‌تر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، رویه‌های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای باارزش‌تر دارند و به صورت اثربخش‌تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند. انتظار می‌رود که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. در واقع، بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد بود. تصمیم‌های ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد. ازآنجاکه مدیران ارشد سازمان درجه توانایی‌های مختلفی دارند؛ لذا یکی از دارایی‌های نامشهود ارزشمند شرکت‌ها، قابلیت‌های مدیران بوده که توجه به آن باعث بهبود عملکرد سازمان و افزایش توان رقابت در بازار می‌شود. هم‌چنین یک مکانیزم قوی مدیریت شرکت نیز می‌تواند به طور مؤثری ارزش حاشیه‌ای وجه نقد را افزایش دهد. وجه نقد یک منبع مهم سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران اجرائی می‌باشد. تصمیم در مورد نحوه استقرار وجه نقد در اختیار مدیریت است. موجودی نقدی نسبت به سایر دارائی‌های دیگر به راحتی در دسترس مدیریت می‌باشد و اکثر مدیران آن را به صورت اختیاری و با نظارت کم مورداستفاده قرار می‌دهند؛ و همچنین شرکت‌ها به طور قابل‌توجهی ذخایر نقدی را نگه‌داری می‌کنند و از

طرفی ارزش موجودی‌های نقد نگه‌داری شده نشان‌دهنده یک بخش قابل‌توجهی از کل دارائی-های شرکت می‌باشد. اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد بیانگر چگونگی ارتباط بین سودآوری واحد تجاری و توان آن جهت ایجاد وجه نقد و در نتیجه کیفیت سود تحصیل شده توسط واحد تجاری است. علاوه بر این، ارزیابی فرصت‌ها و مخاطرات فعالیت تجاری و وظیفه مباشرت مدیریت مستلزم درک ماهیت فعالیت تجاری از جمله نحوه ایجاد و مصرف وجه نقد توسط واحد تجاری است؛ لذا می‌توان انتظار داشت که بحران مالی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیرگذار باشد و این رابطه را تشدید کند. با توجه به نتایج پژوهش مشخص شد که توانایی مدیران تأثیر مثبتی بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش تائید می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با پژوهش‌های گان و پارک (۲۰۱۷)، چن و همکاران (۲۰۱۵)، آندرو و همکاران (۲۰۱۳)، چو و آتا (۲۰۱۲)، ممتازیان و کاظم‌نژاد (۱۳۹۵) و حقیقی و همکاران (۱۳۹۸) مبنی بر وجود ارتباط معنادار بین توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد (ارزش شرکت) هم‌خوانی دارد.

فرضیه دوم پژوهش بدین نحو بیان شده است که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر، تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد بیشتر است. چگونگی تصمیم‌گیری در هنگام مواجهه با محدودیت‌های تأمین مالی، از بنیادی‌ترین سؤال‌های مطرح در ادبیات مالی است. علت این موضوع این است که محدودیت‌های تأمین مالی می‌تواند تخصیص بهینه سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را کاهش دهد. مدیران توانا یعنی مدیرانی که بهتر می‌توانند از منابع سازمان استفاده کنند و بهره‌وری بالاتری دارند، کم‌تر دست به مدیریت سود می‌زنند و بنابراین، کیفیت اقلام تعهدی آن‌ها بالاتر است. هم‌چنین مدیران تواناتر نسبت به کسب‌وکارشان آگاهی بیشتری داشته و قضاوت‌ها و برآوردهای بهتری را برای اقلام تعهدی خواهند داشت. توانایی مدیریتی بالاتر به ظرفیت شرکت‌ها برای تأمین مالی بیشتر در طول دوره بحران کمک می‌کند و به‌نوبه خود آن‌ها را قادر می‌سازد تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری را دنبال کنند. در این راستا، به نظر می‌رسد که توانایی مدیریتی بالا، مشکلات سرمایه‌گذاری در دوره بحران را جبران کند که خود باعث

افزایش ارزش شرکت می‌شود. شرکت‌های دارای مدیران تواناتر قادرند که با شرایط مطلوب‌تری به تأمین مالی خارجی دسترسی داشته باشند. هم‌چنین، ازآنجاکه مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کسب کنند، در نتیجه، سرمایه‌گذاری بهتری داشته و دست‌یابی به نتیجه مطلوب با احتمال بیشتری وجود خواهد داشت؛ لذا می‌توان انتظار داشت که مدیریت وجه نقد نیز در آنان بهتر باشد. هم‌چنین، مدیران دارای توانایی بیشتر برای حفظ شهرت خود احتمال کم‌تری دارد که در پروژه‌های زیان‌ده سرمایه‌گذاری کرده و سبب از دست دادن وجه نقد شرکت شوند. توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت شود، خصوصاً در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر به‌سزایی بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. افزون بر این، در دوره‌هایی که شرکت با بحران روبه‌روست، مدیران تواناتر تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تأمین منابع موردنیاز خواهند داشت. سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در پروژه‌های باارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است. در نتیجه در کوتاه‌مدت انتظار می‌رود مدیران تواناتر بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند یا با استفاده از منابع کم‌تر، به سطح معینی از درآمد دست یابند. میزان سرمایه‌گذاری‌ها در یک شرکت، تحت تأثیر انتخاب‌های مدیران شرکت بوده و کیفیت این انتخاب به‌نوبه خود به توانایی این مدیران بستگی دارد. مدیر دارای توانایی بیشتر، قدرت درک تحلیلی بیشتری از شرایط حال و آینده شرکت و صنعت دارند و در نتیجه با توجه به این ویژگی قادر خواهند بود که تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه‌تری را اتخاذ نمایند. با توجه به این‌که مدیران بر تصمیمات کلی و انتخاب‌های شرکت تأثیر مستقیم داشته انتظار می‌رود که مدیرانی که دارای توانایی بالا می‌باشند بتوانند تصمیمات سرمایه-گذاری مطلوب‌تری داشته باشند. یکی از اهداف مهم تأمین مالی انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای سودآوری بیشتر است. مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت به دنبال اجرای سرمایه‌گذاری‌های سودآور می‌باشند. انجام پروژه‌های سودآور مستلزم تأمین مالی برای اجرای پروژه‌ها است. طرق مختلف تأمین مالی شامل تأمین مالی داخلی و خارجی و یا

ترکیبی از این دو است. باید توجه داشت که تأمین مالی توسط شرکت‌ها نامحدود نیست و شرکت‌ها از این بابت دارای محدودیت‌های تأمین منابع مالی هستند. شرکت‌هایی را واجد محدودیت مالی می‌نامند که دارای دسترسی پایین و پرهزینه به منابع تأمین مالی خارجی باشند. شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی موردنیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می‌کنند. چنین شرکتی اصطلاحاً شرکت دچار محدودیت مالی نامیده می‌شود. شرکت‌ها زمانی در محدوده تأمین مالی بوده که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده شده، با یک شکاف روبه‌رو باشند. شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجوه‌نقد افزایش می‌دهند؛ زیرا محدودیت‌های مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به وجود آورده، با وجود ریسک جریان-های وجوه نقد آتی، باعث ایجاد انگیزه جهت اقدام برای پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود. به‌علاوه روش‌های تأمین مالی و مدیریت مطالبات، بر وضعیت نقدینگی شرکت مؤثرند. عدم تعادل بین محدودیت مالی، وجوه نقد نگهداری شده و میزان سرمایه‌گذاری می‌تواند شرکت را دچار مشکلات نقدینگی نموده و هزینه‌های شرکت را افزایش دهد حال یا در قالب هزینه‌های تأمین مالی و یا در قالب هزینه فرصت ازدست‌رفته که هر دوی این هزینه‌ها در نهایت سودآوری شرکت‌ها را تهدید خواهد نمود. از طرفی رشد آتی شرکت‌ها نیز می‌تواند منوط به تصمیمات صحیح مدیریت و در رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و میزان سرمایه‌گذاری باشد. این راهکار برای مدیران فراهم است که در مورد توزیع، نگهداری و سرمایه‌گذاری وجه نقد تصمیم‌گیری نمایند؛ بنابراین، ارزش وجه نقد بسته به روشی که مدیران از آن استفاده می‌کنند و یا در دسترس بودن آن و هزینه تأمین مالی خارجی آن متفاوت می‌باشد. لذا وجه نقد، از مهم‌ترین دارایی‌های جاری است که در مقایسه با رفتارهای مدیریت نسبت به سایر موارد، آسیب‌پذیرتر است.

اهمیت وجوه نقد در شرکت از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری حسابداری بر

اساس آن انجام می‌شود. از جمله اهداف ارائه اطلاعات مربوط به وجه نقد، ارزیابی نقدینگی و توانایی شرکت، در پرداخت تعهدهای خود است. نقدینگی و توانایی پرداخت تعهدات نیز، بیانگر توانایی‌های شرکت در پرداخت در سررسید است. هم‌چنین، به گونه معمول وجه نقد، بخش مهمی از دارایی‌های شرکت را تشکیل می‌دهد. تخصیص نامناسب وجه نقد موجب روبه‌رو شدن با خطر هدر رفتن است. وجه نقد نگهداری شده بدون مدیریت صحیح، موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود و نشانه‌ای از مشکل‌های مدیران است؛ لذا می‌توان انتظار داشت که بحران مالی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیرگذار باشد و این رابطه را تشدید کند. با توجه به نتایج پژوهش مشخص شد که توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد تأثیرگذار است و این تأثیرگذاری در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر بیشتر است، در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تائید می‌شود. در متون حسابداری توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکت‌هاست که به‌عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود؛ زیرا یکی از سرمایه‌های انسانی که نقش مهمی در تبدیل منابع شرکت به درآمد و خلق ثروت برای سهام‌داران را دارد، مدیران شرکت‌های تجاری هستند. اطلاعات مرتبط با قابلیت مدیران شرکت‌ها، از قبیل توانایی آن‌ها در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین منابع، تخصیص بهینه منابع و دانش و تجربه آن‌ها، یکی از ابعاد مهم و ارزشمند دارایی‌های نامشهود شرکت‌های تجاری محسوب می‌شوند. این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی دارای محتوای اطلاعاتی ارزشمند و بااهمیت هستند. پس افشای اطلاعات مرتبط با مدیران و قابلیت‌های آن‌ها، منجر به تخصیص بهینه منابع می‌گردد. ازآنجاکه هدف اصلی گزارشگری مالی ارائه اطلاعات مفید به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی برای اخذ تصمیمی آگاهانه و تخصیص بهینه منابع محدود است، عدم شناسایی و گزارش دارایی‌های نامشهود مثل توانایی‌های مدیران موجب کاهش مفید بودن صورت‌های مالی می‌گردد؛ زیرا بیشتر ارزش شرکت‌های امروزی را دارایی-های نامشهود تشکیل می‌دهند. مدیران توانا جهت افزایش سودآوری شرکت و جلب رضایت سهام‌داران، برنامه‌ریزی منظم داشته و تصمیم بهتری اتخاذ می‌نمایند. مدیران توانا بهتر می‌توانند

روند توسعه صنعتی و فناوری را درک نموده و نیازمندی‌های متقاضیان محصول‌ها و کارمندان را تشخیص دهند و قضاوت بهتری داشته و تصمیمات دقیق‌تری برای ارتقای عملکرد شرکت اتخاذ نمایند و اثر بلندمدت اقدام خود را از قبل پیش‌بینی نمایند؛ بنابراین آن‌ها به‌دنبال سودآوری بیشتر و دست‌یابی به اهداف سودمند در بلندمدت خواهند بود؛ بنابراین از مدیران توانمند انتظار می‌رود موجب بهبود عملکرد آتی شرکت شوند. گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد. کیفیت گزارشگری مالی، دقت و صحت گزارش‌های مالی در بیان اطلاعات مربوط به عملیات شرکت، خصوصاً جریان‌های نقدی مورد انتظار می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بهبود بخشد؛ اما مسئله مهم این است که مسئول تهیه و ارائه گزارش‌های مالی، مدیران شرکت‌ها هستند؛ بنابراین میزان توانایی آن‌ها تأثیر مستقیمی بر کیفیت اطلاعات حسابداری دارد. به عبارتی، هرچه مدیران تواناتر باشند، گزارش‌های آن‌ها از کیفیت بالاتری برخوردار است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهام‌داران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاش‌اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای راهبری شرکتی مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ساز و کارهای کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود. حاکمیت شرکتی مجموع قوانین و رویه‌های حاکم بر روابط مدیران، سهام‌داران و حسابرسان شرکت است که با اعمال یک سیستم نظارتی از حقوق سهام‌داران حمایت می‌کند. با توجه به این‌که سازمان‌های امروزی به‌منظور کاهش تعارض منافع بین سهام‌داران و مدیریت بر مجزاسازی مالکیت از مدیریت تأکید می‌کنند؛ بنابراین، با افزایش تعداد سهام‌داران به‌ویژه سهام‌داران عمده، تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیریت و نیز میان سهام‌داران افزایش می‌یابد تا جایی که ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند.

در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهام‌داران عمده‌ای وجود دارند که به لحاظ نظریه حاکمیت شرکتی دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهام‌داران جزء هستند. رمز موفقیت یک شرکت در گروی هدایت مطلوب آن است؛ به‌گونه‌ای‌که می‌توان ادعا کرد که راز جاودانگی شرکت‌های معروف و خوش‌نام، در برخورداری آن‌ها از هیئت‌مدیره مؤثر و کارا نهفته است. هیئت‌مدیره شرکت قلب آن محسوب می‌شود؛ پس باید همواره سالم و شاداب باشد و خوب تغذیه شود. وجود جریان نامحدود و صحیح اطلاعات در هیئت‌مدیره، به همان اندازه برای درستی و صحت عملیات بدنه شرکت لازم است که جریان آزاد و دائم خون برای تندرستی و سلامت بدن انسان. هیئت‌مدیره به‌عنوان بخش عمده‌ای از حاکمیت شرکتی، مهم‌ترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منافع سهام‌داران قلمداد می‌شود. هیئت‌مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم‌گیری، نیازمند مهارت‌های متنوع از قبیل حسابداری، بانکداری، قانون و هم‌چنین ویژگی‌های خاصی از قبیل استقلال، اندازه و... می‌باشد. شواهد تجربی نشان می‌دهد که هیچ‌گونه اتفاق‌نظری در مورد اندازه بهینه هیئت‌مدیره وجود ندارد. هیئت‌مدیره یکی از سازوکارهای مهم حاکمیت شرکتی تلقی می‌شود و نقش مهمی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش پاسخ‌گویی ایفا می‌کند. مدیران مستقل می‌توانند با درک درست نقش نظارتی و راهبری خود، سلامت مالی بنگاه را به ارمغان آورده و مانع تضاد منافع بین بازیگران نظام حاکمیت شرکتی شوند. بر همین اساس در بیشتر پژوهش‌های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی بر اهمیت نقش مدیران غیر اجرایی در بهبود فرآیند گزارشگری تأکید شده و جایگاه هیئت‌مدیره شرکت به‌عنوان نهاد هدایت‌کننده‌ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را بر عهده دارد، بیش‌ازپیش اهمیت می‌یابد. از دیدگاه نظریه نمایندگی می‌توان چنین فرض کرد که مدیران غیرموظف (غیراجرایی) وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیئت‌مدیره را بر عهده دارند. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیئت‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. درصورتی‌که اکثریت اعضای هیئت‌مدیره را

مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیئت‌مدیره از کارایی بیش‌تری برخوردار خواهد بود. ساختار حاکمیت شرکتی قوی، مشکلات مرتبط با دارایی‌های نقدی بیش‌ازحد شرکت را کاهش داده و ارزش یک دلار اضافی از منابع وجه نقد را افزایش می‌دهد. حاشیه ارزش وجه نقد افزایش ارزشی است که هر واحد وجه نقد می‌تواند برای یک سهم از سهام شرکت ایجاد کند. مطابق با تئوری مبادله‌ای، شرکت‌ها سطح مطلوبی از نگه‌داری وجه نقد را به‌عنوان توازنی بین منافع و هزینه‌های نگه‌داری وجه نقد نگه‌داری می‌کنند؛ لذا می‌توان انتظار داشت که در صورت وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی، تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد بیشتر گردد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با پژوهش‌های گان و پارک (۲۰۱۷) و چیانگ و همکاران (۲۰۱۷) که نشان دادند تأثیر مثبت توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد برای شرکت‌های با سطوح بالاتر حاکمیت شرکتی مشهودتر است، هم‌خوانی دارد.

با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه شده است:

با توجه به نتایج حاصله از آزمون فرضیه اول مبنی بر تأثیر مثبت توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود با توجه به اینکه تأثیرگذاری بااهمیتی که مدیران توانا بر روی ارزش حاشیه‌ای وجه نقد شرکت‌ها دارند، به‌عنوان یک مشخصه بازار سرمایه آشنایی کافی پیدا کنند؛ زیرا این موضوع می‌تواند پیامدهای مهمی از جمله افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری و افزایش ارزش سهام را برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد.

با توجه به نتایج حاصله از آزمون فرضیه دوم به تحلیلگران اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با توجه به اینکه حاکمیت شرکتی قوی‌تر می‌تواند تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد بیشتر کند، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی را در رفتار نوسانات قیمت سهام مورد تحلیل قرار دهند و منجر به بهینه‌سازی تصمیمات سرمایه‌گذاران شوند.

منابع

حقیقی، اکرم، خلیل‌نژاد، اکرم، و زیرک، پیمان (۱۳۹۸). بررسی نقش توانایی مدیریتی بر ارزش حاشیه نقدی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد و حسابداری. تفلیس گرجستان، دانشگاه امام صادق.

دانایی‌فر، مریم و رمضانی، امیررضا (۱۳۹۵). بررسی رابطه توانایی مدیریت، کیفیت سرمایه‌گذاری و ارزش وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، اولین کنفرانس بین‌المللی تکنیک‌های مدیریت و حسابداری، تهران، شرکت همایشگران مهر اشراق.

درخشانی، ایثار و زواری رضایی، اکبر (۱۳۹۵). بررسی تأثیر توانایی‌های مدیریتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی نیکان.

رستمی، محمدرضا، باقری‌نیری، فرزانه، و قاسمی، جواد (۱۳۹۳). بررسی رفتار قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تئوری آشوب. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. ۲ (۷): ۱-۱۷.

صالحی، مهدی، باقرپور ولاشانی، محمدعلی، خداپرست مشهدی، مهدی، و اکبری، فرزانه (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین توانایی مدیریت، عملکرد مالی و ارزش شرکت در شرکت‌های بورسی و فرابورسی. چهاردهمین همایش ملی حسابداری. دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه ارومیه.

عطافر، علی، آذربایجانی، کریم. (۱۳۸۰). بررسی میزان شایسته سالاری درانتخاب مدیران دولتی و خصوصی، فصلنامه دانش مدیریت (۵۴).

عابدینی، بیژن، دری، رجب، عسکری، حسین، و حسن‌آبادی، سهیلا (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی‌های مدیران بر مدیریت وجه نقد. پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی. ۱ (۲): ۱۳۱-۱۵۵.

ممتازیان، علیرضا و کاظم نژاد، مصطفی (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها: مطالعه تجربی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری. ۵ (۴): ۶۵-۸۸.

نمازی، محمد و غفاری، محمدجواد (۱۳۹۴). بررسی اهمیت و نقش اطلاعات توانایی مدیران و نسبت‌های مالی به‌عنوان معیاری در انتخاب سبد بهینه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی. ۷(۲۶): ۱-۲۹.

یحیی‌زاده فر، محمود، آقاجانی، حسنعلی، یحیی تبار، فاطمه (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد

مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهـران، نشـریه تحقیقـات مـالی، دوره ۱۶، شـماره ۱، صفحه ۱۸۱-۱۹۹.

Andreou P. C. Ehrlich D. and Louca C. (2013). Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis. Available online: http:// www. efmaefm. org.

Balakrishnan, A. (2016). Size, Value, and Momentum Effects in Stock Returns: Evidence from India. The Journal of Business PerspectiveVision, 20(1), 1–8.

Berk, J., R. Stanton. (2007). Managerial ability, compensation and the closed-end fund discount. Journal of Finance 62 (2): 529–556.

Brockman, P. Lee, H. S. G. & Salas, J. M. (2016). Determinants of CEO compensation: Generalist–specialist versus insider–outsider attributes. Journal of Corporate Finance 39: 53–77.

Bu, Z. and Karpuz, A. and Xiao, R. and Zhao, H. (2021). Cash Is Not Always King: Economic Policy Uncertainty and the Marginal Value of Corporate Cash Holdings. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3883384.

Campello, M. Giambona, E. Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2011). Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. Review of Financial Studies 24(6): 1944–1979.

Cheung K. T. S. Naidub D. Navissi F. and Ranjeeni K. (2017). Valuing talent: Do CEOs' ability and discretion unambiguously increase firm performance. Journal of Corporate Finance. 42: 15–35.

Chen, Yangyang; Podolski, Edward J. & Madhu Veeraraghavan. (2015). Does Managerial Ability Facilitate Corporate Innovative Success?. Journal of Empirical Finance. 34: 313–326.

Chou, T. K. and K. Ota. (2012). Managerial Ability Analyst Recommendations, and Price Informativeness. The 3rd International Conference of The Japanese Accounting Review in Kyoto. Available at http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/tjar/ conference /3rd /PROGRAM.pdf

Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2004). Management quality and equity issue characteristics: A comparison of SEOs and IPOs. Financial Management. 39, 1601-1642.

Chowdhury, R. Doukas, J. A. Chool Park, J. (2021). Stakeholder orientation and the value of cash holdings: Evidence from a natural experiment. Journal of Corporate Finance. Vol 69, 105-136.

Cueto Diego C. (2009). Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile. Working paper. http://ssrn.com.

Custódio, C. Ferreira, M. A. & Matos, P. (2013). Generalists versus specialists: Lifetime work experience and chief executive officer pay. Journal of Financial Economics 108(2): 471–492.

Demerjian L. and McVay B. S. (2012). Quantifying managerial ability: a new measure and

validity tests, Manag. Sci 58: 1229–1248.

Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. Journal of Financial Economics. 83, 599–634.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics. 33, 3–56.

Francis, J., Huang, A. H., Rajgopal, S., & Zang, A. Y. (2008). CEO reputation and earnings quality. Contemporary Accounting Research. 25, 109-147.

Gan, Huiqi. Park, Myung. (2017). CEO managerial ability and the marginal value of cash. Advances in Accounting. http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2017.07.007.

Gan, H. (2015). CEO Managerial Ability, Corporate Investment Quality, and the Value of Cash. A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of the Doctor of Philosophy in Business (Concentration in Accounting). at Virginia Commonwealth University.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. Journal of Finance. 54, 1969-1997.

Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. Journal of Financial Economics. 87, 535–555.

Huang, Sh and L. Sun, (2014). Real Earnings Management,Future Firm Performance and Managerial Ability, The Dissertation for the Degree of Doctor of Accounting. Miller College of Business Ball State University.

Isshaq, Z., Bokpin, G.A., & Onumah, J.M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. The Journal of Risk Finance. 10 (5), 488-99.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review. 76 (2): 323-329.

Liu, Y. and D. C. Mauer. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. Journal of Financial Economics. 120: 183-198.

Panayiotis, C. A. Daphna, E. and L. Christodoulos. (2013). Managerial ability and firm performance: evidence from the global financial crisis. Available at www.efm aefm.org.

Pinkowitz, L. F. and R. Williamson. (2004). What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings. Working Paper. Georgetown University.

Sin Siao, Cheng, W., & Cheng, C. (2016). Does Managerial Ability Improve Value of Cash Holdings? The 24 SFM Conference. 09-10, 2016, in Kaohsiung, Taiwan.

The Moderating Role of Financial Constraints and Corporate Governance on the Relationship between CEO Managerial Ability and the Marginal Value of Cash

Mehdi Fil Saraee ⁎, Ahmad Arian Tabar ⁎⁎, Zohre Radman ⁎⁎⁎

Abstract

Managers can choose to have cash in the company, distribute it to shareholders, or use it as an investment. Because top executives can get more accurate information about investment opportunities, they can have better investments and are more likely to achieve the desired result, so they can. Cash management can be expected to be better in them as well. A strong corporate governance mechanism can also critically increase the marginal value of cash. Cash value can also be presented to the power of corporate governance in a company. The main purpose of this study is to examine the moderating role of financial constraints and corporate governance on the relationship between managers' ability and cash margin value. The statistical population of this research is the companies accepted in Tehran Stock Exchange and its statistical sample includes data from 105 companies for the period of 6 years 2014-2020. Sampling method is a systematic method of elimination. The method used to estimate the multi-variable regression model is the combination method. The results of the research showed that managers' ability to affect the marginal value of cash has a positive effect. Also, the results showed that in firms with financial constraints, the effect of directors' ability to exceed the marginal value of cash is greater. In addition, it was found that in companies with stronger corporate governance, the impact of managers' ability to cash out more marginally was greater. And the moderation role of corporate governance is based on the relationship between the ability of managers and the marginal value of cash.

Keywords: Corporate Governance, CEO Managerial Ability, Marginal Value of Cash

---

⁎ Assistant Professor, Department of Accountancy, Hakim Tos High Education Institute, Mashhad, Iran

⁎⁎ Corresponding Author: PH.D. Candidate in Financial Engineering and Instructor of the Accounting and Management Group, Mashhad Branch, Islamic Azad University, Mashhad, Iran

⁎⁎⁎ MAin Accountancy, Islamic Azad University, Flavarjan, Iran