

## بررسی تأثیر ویژگیهای مدیرعامل بر ارزش وجوه نقد مازاد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زیبا یاورپور<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۲۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۱/۲۲

### چکیده

تصمیم گیری برای تعیین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت ها یکی از مسائل مهم در ادبیات تامین مالی در سال های اخیر بوده است. از سوی دیگر، ویژگیهای مدیران عامل و توانایی های آنها نیز تأثیر به سزایی در مدیریت شرکت داشته که مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. در این تحقیق ما به بررسی تأثیر ویژگیهای مدیر عامل بر ارزش وجوه نقد مازاد پرداختیم و برای این منظور از داده های ۱۱۰ شرکت از شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ استفاده کردیم. ما بعد از برآورد مانده وجه نقد عادی، مازاد وجه نقد برای هر سال شرکت را محاسبه کرده و سپس تأثیر آنرا به صورت تعاملی با استفاده از متغیر های مربوط به ویژگیهای مدیر عامل شامل سطح تحصیلات، رشته تحصیلی و دوره تصدی در مدل رگرسیونی نهایی و با استفاده از نرم افزار Eviews و روش حداقل مربعات معمولی مورد آزمون قرار دادیم. نتایج نشان داد که بین سطح تحصیلات، رشته تحصیلی و طول دوران تصدی مدیر عامل و ارزش وجوه نقد مازاد در شرکت های مورد مطالعه رابطه معنی داری وجود ندارد.

### واژگان کلیدی

ویژگی های مدیر عامل، نگهداشت وجه نقد شرکت، ارزش مازاد وجه نقد

۱. کارشناس ارشد حسابداری.

## مقدمه

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

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

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

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

1 Harvard Business Review

2 Mun, Seo, & Han, 2017

3 Custódio & Metzger, 2014

4 Orens & Reheul, 2013

5 Zacharias, Six, Schiereck, & Stock, 2015

6 Bertrand & Schoar, 2003

7 Dittmar & Duchin, 2016

8 Galasso & Simcoe, 2011

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

هاونگ-میر، لامبرتیدیس و استیلی، ۲۰۱۶؛<sup>۱</sup> کاپلان، مارک و سورنسن، ۲۰۱۲؛<sup>۲</sup> مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵؛<sup>۳</sup> مانر، ۲۰۱۰؛<sup>۴</sup> اورنز و رهول، ۲۰۱۳؛<sup>۵</sup> بارکر و مولر، ۲۰۰۲؛<sup>۶</sup> ویسباخ، ۱۹۹۵؛<sup>۷</sup> فلاح شمس لیالستانی، قالیباف اصل و سرایی نوبخت، ۱۳۸۹؛<sup>۸</sup> کاشانی پور و محمدی، ۱۳۹۶).

طبق ادبیات پیشین زمانی که مدیر شرکت استراتژی خود را انتخاب می کند سعی می کند که عملکرد بهینه شرکت را بیشینه سازی کند (ببچوک و استول، ۱۹۹۳).<sup>۹</sup> به علاوه طبق تئوری رده های بالاتر<sup>۱۰</sup> انتخاب های های استراتژیک یک شرکت تحت تاثیر ویژگی های مدیریت در رده های بالاتر است. به علاوه، عملکرد شرکت به طور سلسله مراتبی تحت تاثیر انتخاب های راهبردی انجام شده، نشأت گرفته از شاخصه های پیشینه است؛ بنابراین ویژگی های مدیر یکی از عوامل مهم تاثیر گذار بر عملکرد آتی شرکت است. مدیران ممکن است تحت تاثیر ویژگیهایشان، اقداماتی راهبردی در خصوص جریان نقد آزاد در دسترس از قبیل تحصیل ها، واگذاری ها، گزینش های مالی و تخصیص منابع انجام دهند. مخصوصا اینکه این مدیران هستند که تعداد تحصیل ها، نسبت سرمایه گذاری و مانده وجه نقد تعیین می کنند (هامبریک و میسون، ۱۹۸۴؛<sup>۱۱</sup> مون و دیگران، ۲۰۱۷).

در میان مطالعات در خصوص اثر ویژگیهای مدیر بر سیاستهای مالی شرکت، ما بر تاثیر ویژگی های مدیر بر مانده وجه نقد تمرکز می کنیم. در ادبیات پیشین جنسن در سال ۱۹۸۶ دریافت مدیرانی که به نفع شخصی فکر می کنند، بر مقدار ذخیره نقدی به منظور رسیدن به منافع فردی به جای بیشینه سازی ثروت صاحبان سهام تاثیر می گذارند (جنسن، ۱۹۸۶).<sup>۱۲</sup> مطالعات اخیر بین سیاست وجه نقد و اثر ویژگی های مدیر ارتباط های را یافته اند. برای مثال اورنز و راثول در مطالعه خود دریافتند که دریافتند که سن و دوره تصدی مدیران عامل اثر مثبتی بر مقدار مانده وجه نقد برای تثبیت فعالیت شرکت دارد (اورنز و رهول، ۲۰۱۳). دیتمار و دوچین نیز اثرات تجربه حرفه ای مدیرعامل را بر روی سیاست های نقدی و بدهی شرکت نشان داده اند (دیتمار و دوچین، ۲۰۱۶). مایرهانگ و همکاران نیز در تحقیق خود نشان می دهند که خوش بینی مدیران عامل به طور عمده ای برد سیاست های وجه نقد تاثیر میگذارد (هاونگ-میر و دیگران، ۲۰۱۶).

دیتمار و اسمیت در مطالعه ای دریافتند که مایکروسافت به طور مداوم مازاد وجه نقد نگهداری می کند که به طور قابل توجهی از میانگین مازاد وجه نقد در شرکتهای ایالات متحده بیشتر است. بعد از کنترل عوامل موثر بر نگهداشت

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

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

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

<sup>4</sup> Manner, 2010

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

<sup>6</sup> Weisbach, 1995

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

<sup>8</sup> Upper echelon theory

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

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

<sup>11</sup> Jensen, 1986

نقدینگی، شرکت، صنعت و سال، عوامل توضیح داده نشده ای که به واسطه اثر مدیر عامل هنوز رخ می داد. این اثر، اثر بیل گیتس نامیده شد (دیتمار و مارت اسمیت، ۲۰۰۷).<sup>۱</sup>

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

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

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

فرضیه سوم: بین طول دوران تصدی مدیر عامل و ارزش مازاد وجه نقد رابطه معنی دار وجود دارد

## اندازه گیری متغیرها

### مازاد وجه نقد

ما برای اندازه گیری مازاد وجه نقد به پیروی از (اپلر و دیگران، ۱۹۹۹؛ ازکان و ازکان، ۲۰۰۴)<sup>۲</sup> در مرحله اول ابتدا سطح عادی وجه نقد را برای یک شرکت با استفاده از رگرسیون زیر برآورده می کنیم. در مرحله دوم مازاد وجه نقد را در قالب مقدار نقد نگهداشته شده ای که از سطح نرمال بیشتر است، تعریف می کنیم. مدل رگرسیونی مانده نقد عادی وجه نقد در تحلیل ما به شرح معادله زیر است:

$$\text{Cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFLOW}_{it} + \beta_2 \text{LIQ}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{BANKDEBT}_{it} + \beta_5 \text{MKTBOOK}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن متغیرها به شکل زیر محاسبه می شود:

$\text{Cash}_{it}$ : وجه نقد، سپرده های کوتاه مدت و مجموع دارایی های نقدی برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$\text{CFLOW}_{it}$ : خالص جریان نقدی تقسیم بر مجموع داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$\text{LIQ}_{it}$ : سرمایه در گردش برابر با داراییهای جاری به جز وجه نقد منهای بدهیهای جاری تقسیم بر مجموع داراییها برای

شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$\text{LEV}_{it}$ : اهرم مالی شامل نسبت جمع بدهیها به جمع داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

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

<sup>2</sup> Ozkan & Ozkan, 2004

$BANKDEBT_{it}$ : نسبت جمع بدهیهای بانکی تقسیم به کل بدهیها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$MKTBOOK_{it}$ : ارزش بازار داراییها بر ارزش دفتری داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$  (ارزش بازار داراییها از طریق محاسبه مجموع ارزش دفتری داراییها و تفاوت ارزش بازار و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه گیری می شود)

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت معادلا لگاریتم طبیعی مجموع داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$DIV_{it}$ : نسبت سود سهام پرداختی به مجموع داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

### مدل رگرسیونی ارزش

ما برای بررسی اثر مازاد وجه نقد که از مدل ۱ استخراج شده است، بر ارزش شرکت مشابه (مهرانی و نوروزی، ۱۳۹۴) از مدل زیر استفاده می کنیم و به آن متغیر مازاد وجه نقد را می افزاییم. ما عمدتاً ضریب بر هم کنشی حاصلضرب مازاد وجه نقد و ویژگی مدیر را بررسی میکنیم تا سهم اثر مازاد وجه نقد به همراه متغیرهای ویژگی های مدیر را بر ارزش شرکت بیابیم:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 XCASH_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 XCASH_{it} \times FACTOR_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن متغیرها به شکل زیر محاسبه می شود:

$MV_{it}$ : برای محاسبه شاخصی از ارزش شرکت از نسبت  $q$  توبین استفاده شده است که از تقسیم ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن بدست می آید

$XCASH_{it}$ : متغیر مازاد وجه نقد از باقیمانده مدل یک بدست می آید که در صورت مثبت بودن نشان دهنده وجود وجه نقد مازاد برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$  است و در اینصورت در مدل فوق گنجانده می شود.

$LEV_{it}$ : اهرم مالی شامل نسبت جمع بدهیها به جمع داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت معادلا لگاریتم طبیعی مجموع داراییها برای شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$

$GROWTH_{it}$ : معادل نرخ رشد شرکت که از تفاوت بین فروش در دوره زمانی  $t$  و  $t-1$  تقسیم بر جمع داراییهای شرکت محاسبه می شود.

$FACTOR_{it}$ : متغیر اصلی تحقیق ماست که به در صورت وجود هر یک از ویژگیها مقدار یک در صورت نبود ویژگی مذکور مقدار صفر می گیرد. هر یک از فاکتورها به طور جداگانه در مدل فوق برآورد خواهد شد.

سطح تحصیلات: در صورتیکه مدیر عامل تحصیلات فوق لیسانس و بالاتر داشته باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر می گیرد.

رشته تحصیلی: در صورتیکه رشته تحصیلی مدیر عامل مرتبط با رشته های حسابداری، مدیریت و اقتصاد باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر می گیرد.

دوره تصدی: طول دوران تصدی مدیر عامل بر حسب سال به عنوان عامل دوران تصدی در نظر گرفته می شود.

## روش تحقیق

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

جامعه آماری پژوهش حاضر، تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود که از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در فهرست شرکتهای بورس قرار داشتند. جامعه شامل شرکت هایی است که از ویژگیهای زیر برخوردار باشند:

- ۱، شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۲، به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۳، در سال های بررسی، اطلاعات لازم برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.
- ۴، در دوره مورد بررسی معاملات آنها متوقف نشده باشد.
- ۵، صورتهای مالی و یادداشتهای توضیحی آنها، به طور کامل در اختیار باشد.
- ۶، جزء بانک ها یا مؤسسه های مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری های مالی، مادر شرکت ها و لیزینگ ها) نباشد.
- ۷، حقوق صاحبان سهام آنها در دوره مورد بررسی منفی نباشد

|       |    |                                               |
|-------|----|-----------------------------------------------|
| ۴۹۸   |    | تعداد کل شرکتهای در بورس تا پایان سال ۱۳۹۵    |
|       | ۷۸ | شرکت هایی که عضویت خود در بورس را حفظ نکردند  |
|       | ۸۱ | شرکت های دارای سال مالی منتهی غیر از ۲۹ اسفند |
|       | ۷۸ | شرکت های فاقد دسترسی به اطلاعات               |
|       | ۷۴ | شرکت های با تغییر سال مالی                    |
|       | ۷۷ | شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری، ....        |
| (۳۸۸) |    | شرکت های حذف شده فاقد شرایط                   |
| ۱۱۰   |    | تعداد نمونه آماری                             |

## یافته های تحقیق

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

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

| نام متغیر        | AGE      | BANKDEBT | CASH     | CFLOW    | DIV      | GROWTH   | LEV      | LIQ      | MKTBOOK  | MV       | SIZE     | XCASH    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| میانگین          | ۲٫۵۷     | ۰٫۱۹     | ۰٫۱۲     | ۰٫۰۸     | ۰٫۰۱     | ۰٫۰۶     | ۰٫۳۴     | ۰٫۲۴     | ۳٫۴۵     | ۳٫۴۵     | ۱۵٫۳۷    | ۰٫۰۷     |
| میانه            | ۳        | ۰٫۱۸     | ۰٫۱۱     | ۰٫۰۷     | ۰٫۰۱     | ۰٫۰۵     | ۰٫۳۵     | ۰٫۲۴     | ۳٫۳۶     | ۳٫۳۶     | ۱۵٫۵۱    | ۰        |
| حداکثر           | ۷        | ۰٫۳۷     | ۰٫۶۶     | ۰٫۲      | ۰٫۰۳     | ۰٫۱      | ۰٫۶۸     | ۰٫۴۸     | ۶٫۸۱     | ۶٫۸۱     | ۱۶٫۱۲    | ۰٫۴۶     |
| حداقل            | ۰        | ۰        | ۰        | -۰٫۰۵    | ۰        | ۰٫۰۱     | ۰        | ۰        | ۰        | ۰        | ۱۳٫۸۲    | ۰        |
| انحراف استاندارد | ۱٫۶۹     | ۰٫۱۱     | ۰٫۱۹     | ۰٫۰۷     | ۰٫۰۱     | ۰٫۰۳     | ۰٫۲۱     | ۰٫۱۴     | ۱٫۹۸     | ۱٫۹۸     | ۰٫۵۹     | ۰٫۱      |
| کشیده گی         | -۰٫۰۸    | -۰٫۰۱    | ۰٫۱۳     | -۰٫۰۳    | ۰٫۰۹     | ۰٫۰۱     | -۰٫۰۲    | -۰٫۰۲    | -۰٫۰۳    | -۰٫۰۳    | -۰٫۷۵    | ۱٫۱۵     |
| چولگی            | ۱٫۷۸     | ۱٫۷۷     | ۱٫۷۸     | ۱٫۷۳     | ۱٫۸۴     | ۱٫۷۰     | ۱٫۷      | ۱٫۸۱     | ۱٫۸۴     | ۱٫۸۴     | ۲٫۶۱     | ۳٫۳      |
| آماره جارکین برا | ۳۴٫۸۱۶۷۲ | ۳۶٫۹۳۳۱۵ | ۳۵٫۳۳۶۱۱ | ۳۷٫۱۲۷۸۳ | ۳۱٫۷۸۵۳۰ | ۳۷٫۶۵۷۰۵ | ۳۸٫۵۱۲۳۹ | ۳۲٫۲۷۶۶۶ | ۳۰٫۸۲۸۰۱ | ۳۰٫۸۲۸۰۱ | ۵۵٫۳۷۸۹۴ | ۱۴۳٫۷۴۰۶ |
| سطح احتمال       | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ | ۰٫۰۰۰۰۰۰ |
| تعداد نمونه      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      | ۵۵۰      |

همانطور که مشاهده می شود میانگین متغیر وجه نقد نگهداری شده در شرکت های نمونه ۱۲ درصد است که نسبتاً بالاست. همچنین میانگین درصد وجه نقد مازاد در شرکتها ۷ درصد نسبت به کل داراییهاست که بر اساس باقیمانده مدل وجه نقد بهینه بدست می آید. همچنین میانگین ارزش بازار شرکت به داراییها نیز ۳٫۴۵ بوده است. انحراف معیار متغیرهای وجه نقد، مازاد وجه نقد و نسبت ارزش بازار نیز به ترتیب ۰٫۱۹، ۰٫۱ و ۱٫۹۸ بوده است. سطح احتمال آماره جارکیو برا نیز حاکی از نرمال بودن توزیع متغیرهای مورد استفاده در تحقیق است. میانگین متغیر اهرم مالی برابر (۰/۳۴) و میانه این متغیر برابر (۰/۳۵) است. میانگین متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برابر (۳/۴۵) و میانه این متغیر برابر (۳/۳۶) است. جدول زیر همبستگی رابطه بین متغیرها به صورت دو به دو نشان می دهد. در این قسمت ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای تحقیق آمده است:

## جدول ۲. ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای تحقیق

| XCASHFACTOR2 | XCASHFACTOR1 | SIZE      | XCASH    | LEV       | GROWTH    | MV        | Probability  |
|--------------|--------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
|              |              |           |          |           |           | ۰,۰۰۱۹۷۱  | GROWTH       |
|              |              |           |          |           |           | ۰,۸۶۶۲۰۶  |              |
|              |              |           |          |           |           | ۰,۳۸۶۸    |              |
|              |              |           |          |           |           |           |              |
|              |              |           |          |           | ۰,۰۰۰۱۸۴  | ۰,۰۱۴۱۶۱  | LEV          |
|              |              |           |          |           | ۰,۷۷۴۱۱۷  | ۰,۸۱۴۳۶   |              |
|              |              |           |          |           | ۰,۴۳۹۲    | ۰,۴۱۵۸    |              |
|              |              |           |          |           |           |           |              |
|              |              |           |          | ۰,۰۰۰۳۹۵  | ۰,۰۰      | ۰,۰۰۹۲۱۷- | XCASH        |
|              |              |           | ۰,۴۵۱۶۷۴ | ۰,۷۳۷۹۳۴- | ۱,۱۰۳۵۴۹- |           |              |
|              |              |           | ۰,۶۵۱۷   | ۰,۴۶۰۹    | ۰,۲۷۰۳    |           |              |
|              |              |           |          |           |           |           |              |
|              |              |           | ۰,۰۰۱۱۳۹ | ۰,۰۰۴۱۸   | ۰,۰۰۰۴۳۸  | ۰,۰۳۲۶۸۶- | SIZE         |
|              |              |           | ۰,۴۵۷۷۶۹ | ۰,۸۰۷۸۹۲  | ۰,۶۴۶۳۵۱  | ۰,۶۶۰۰۴-  |              |
|              |              |           | ۰,۶۴۷۳   | ۰,۴۱۹۵    | ۰,۵۱۸۳    | ۰,۵۰۹۵    |              |
|              |              |           |          |           |           |           |              |
|              |              | ۰,۰۰۰۴۵۷- | ۰,۰۰۴۷۱۱ | ۰,۰۰      | ۰,۰۰      | ۰,۰۰۲۳۳۷- | XCASHFACTOR1 |
|              |              | ۰,۲۳۳۹۸۹- | ۱۸,۰۱۶۴۲ | ۰,۱۳۴۰۶۴  | ۰,۹۲۶۷۵۵- | ۰,۳۵۵۷۹۷- |              |
|              |              | ۰,۸۱۵۱    | ۰        | ۰,۸۹۳۴    | ۰,۳۵۴۵    | ۰,۷۲۲۱    |              |
|              |              |           |          |           |           |           |              |
|              | ۰,۰۰۲۲۳۳     | ۰,۰۰۰۷۷۵- | ۰,۰۰۵۱۱۹ | ۰,۰۰۰۲۶۳  | ۰,۰۰      | ۰,۰۰۱۹۶۸  | XCASHFACTOR2 |
|              | ۸,۹۲۳۳۰۳     | ۰,۳۸۴۰۷۲- | ۱۹,۵۸۱۹۵ | ۰,۳۷۱۲۷۴  | ۰,۲۸۱۳۴۹  | ۰,۲۸۹۹۲۶  |              |
|              | ۰            | ۰,۷۰۱۱    | ۰        | ۰,۷۱۰۶    | ۰,۷۷۸۵    | ۰,۷۷۲     |              |
|              |              |           |          |           |           |           |              |
| ۰,۰۱۳۲۶      | ۰,۰۱۰۶۸۷     | ۰,۰۰۲۵۲۹  | ۰,۰۲۶۰۳  | ۰,۰۰۱۰۷۴  | ۰,۰۰۰۲۱۳- | ۰,۰۰۷۲۰۶- | XCASHFACTOR3 |
| ۱۳,۰۰۶۷۶     | ۱۰,۳۴۹۶      | ۰,۲۹۷۰۹۳  | ۲۸,۶۰۶۳۶ | ۰,۳۵۹۱۹۶  | ۰,۵۴۴۸۰۸- | ۰,۲۵۱۸۷۱- |              |
| ۰            | ۰            | ۰,۷۶۶۵    | ۰        | ۰,۷۱۹۶    | ۰,۵۸۶۱    | ۰,۸۰۱۲    |              |

همانطور که مشاهده می شود در جدول فوق در هر قسمت به ترتیب ضریب همبستگی، آماره t و سطح اهمیت آماری ارائه شده است. متغیر تعاملی مازاد وجه نقد در ویژگی اول یعنی سطح تحصیلات مدیر عامل با ارزش بازار رابطه منفی دارد. در ویژگی دوم یعنی رشته تحصیلی رابطه این متغیر مثبت بوده و در ویژگی سوم رابطه منفی است. البته از لحاظ آماری این روابط بر اساس سطح اهمیت گزارش شده پیرسون معنی دار نیستند. همچنین ارزش بازار شرکت با رشد شرکت و اندازه شرکت نیز رابطه منفی دارد.

برای بررسی همخطی میان متغیرهای تحقیق از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. همانطور که در جدول ۴-۳ مشاهده می شود عامل تورم واریانس برای همه متغیرها کوچکتر از ۱۰ می باشد لذا بین متغیرهای تحقیق همخطی شدید وجود ندارد.

جدول ۳: جدول عامل تورم واریانس به منظور بررسی همخطی

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

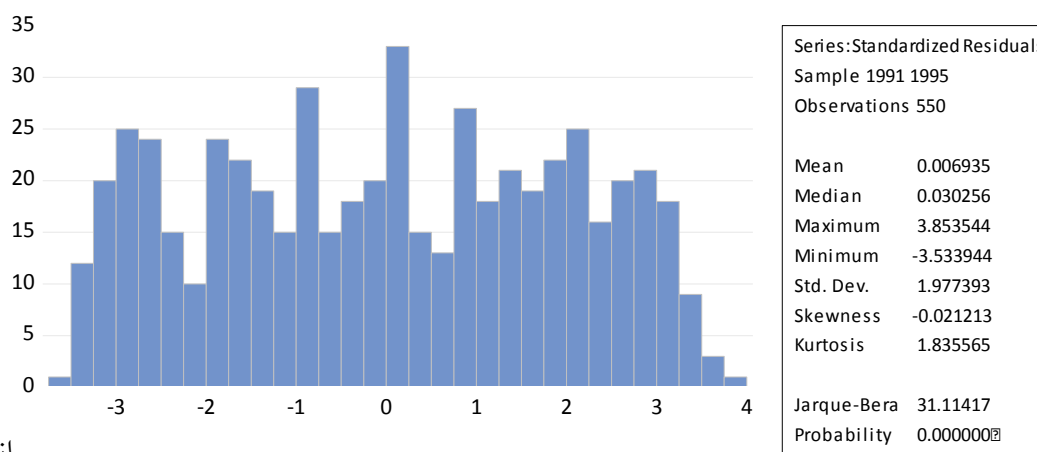
در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی نیز از آزمون وایت<sup>۱</sup> استفاده شده و نتایج در جدول زیر بیان شده است.

جدول ۴- بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

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

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد. برای بررسی نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش از آزمون جاکو - برا استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۵. آزمون نرمال بودن جملات خطا



از آنجاییکه

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

<sup>۱</sup>. White Test

فرضیات تحقیق به صورت زیر مطرح شده است:

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

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

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

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

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

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

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

جدول ۶. نتایج اجرای مدل رگرسیونی شماره ۱

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

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

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

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

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

| آماره ها<br>متغیرها                 | نماد                 | ضرایب<br>رگرسیونی | مقدار آماره t | احتمال آماره t |
|-------------------------------------|----------------------|-------------------|---------------|----------------|
| جزء ثابت                            | C                    | ۴,۵۳۱۵۱۵          | ۲,۸۰۸۳۵۶      | ۰,۰۰۵۲         |
| مازاد وجه نقد                       | XCASH                | ۱,۳۱۰۷۴۸-         | ۲,۱۱۷۱۹۶-     | ۰,۰۳۴۸         |
| اهرم مالی                           | LEV                  | ۰,۵۳۰۲۲۴          | ۲,۱۲۹۱۳۲      | ۰,۰۳۳۸         |
| اندازه                              | SIZE                 | ۰,۰۷۸۱۱۹-         | ۰,۷۴۳۳۷-      | ۰,۴۵۷۷         |
| رشد شرکت                            | GROWTH               | ۰,۳۳۲۹۶۴          | ۰,۱۹۶۸۹۶      | ۰,۸۴۴          |
| مازاد وجه نقد * ویژگی<br>۱ مدیرعامل | XCASHFACTOR1         | ۰,۳۹۷۶۴۹          | ۰,۳۴۵۷۳۹      | ۰,۷۲۹۷         |
| ضریب تعیین                          | ضریب تعیین تعدیل شده | دورین واتسون      | آماره F       | احتمال آماره F |
| ۰,۴۲۷۲۴۱                            | ۰,۲۷۷۱۳۸             | ۲,۵۰۷۹۸۱          | ۲,۸۴۶۳۲۷      | ۰,۰۰۰۰۰۰       |

همانطور که مشاهده می شود آماره F ۲,۸۴۶۳۲۷ با سطح احتمال ۰,۰۰۰ است که نشان از معنی دار بودن مدل در سطح ۹۹ درصد دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۴۲ و ۲۷ درصد نشان از توان توضیحی متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی گنجانده شده در مدل دارد. مقدار ۲,۵۰۷۹۸۱ برای آماره دورین واتسون نیز نشان از جدی

نبودن مشکل همبستگی اجزای باقیمانده مدل دارد. ضریب متغیر XCASH نشان می دهد که رابطه بین متغیر مازاد وجه نقد با ارزش شرکت منفی بوده و در سطح ۹۵ درصد معنی دار است؛ اما رابطه مثبت بین متغیر تعاملی مازاد وجه نقد XCASHFACTOR1 و ویژگی سطح تحصیلات مدیر عامل با ارزش شرکت از نظر آماری معنی دار نیست و به این ترتیب فرضیه اول تحقیق پذیرفته نمی شود.

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

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

| آماره ها<br>متغیرها               | نماد                 | ضرایب<br>رگرسیون | مقدار آماره t | احتمال آماره t |
|-----------------------------------|----------------------|------------------|---------------|----------------|
| جزء ثابت                          | C                    | ۴,۶۱۰۴۲۸         | ۲,۷۰۶۶۱۶      | ۰,۰۰۷۱         |
| مازاد وجه نقد                     | XCASH                | ۱,۸۳۲۱۹-         | ۲,۲۰۸۴۹۴-     | ۰,۰۲۷۷         |
| اهرم مالی                         | LEV                  | ۰,۴۶۱۳۹۶         | ۱,۸۸۶۹۴۸      | ۰,۰۵۹۸         |
| اندازه                            | SIZE                 | ۰,۰۸۱۷۲۶-        | ۰,۷۴۱۷۳۹-     | ۰,۴۵۸۶         |
| رشد شرکت                          | GROWTH               | ۰,۲۷۸۱۱۸         | ۰,۱۵۵۷۳۴      | ۰,۸۷۶۳         |
| مازاد وجه نقد*ویژگی ۲<br>مدیرعامل | XCASHFACTOR3         | ۰,۲۸۵۵۶۴         | ۱,۱۶۶۴۹۳      | ۰,۲۴۴۱         |
| ضریب تعیین                        | ضریب تعیین تعدیل شده | دورین واتسون     | آماره F       | احتمال آماره F |
| ۰,۴۳۲۴۹۸                          | ۰,۲۸۳۷۷۳             | ۲,۵۱۶۸۶۷         | ۲,۹۰۸۰۴۶      | ۰,۰۰۰۰۰        |

همانطور که مشاهده می شود آماره F ۲,۹۰۸۰۴۶ با سطح احتمال ۰,۰۰۰ است که نشان از معنی دار بودن مدل در سطح ۹۹ درصد دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۴۳ و ۲۸ درصد نشان از توان توضیحی متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی گنجانده شده در مدل دارد. مقدار ۲,۵۱۶۸۶۷ برای آماره دورین واتسون نیز نشان از جدی نبودن مشکل همبستگی اجزای باقیمانده مدل دارد. ضریب متغیر XCASH نشان می دهد که رابطه بین متغیر مازاد وجه نقد با ارزش شرکت منفی بوده و در سطح ۹۵ درصد معنی دار است؛ اما رابطه مثبت بین متغیر تعاملی مازاد وجه نقد XCASHFACTOR3 و ویژگی دوره تصدی مدیر عامل با ارزش شرکت از نظر آماری معنی دار نیست و به این ترتیب فرضیه سوم تحقیق نیز پذیرفته نمی شود.

### بحث و نتیجه گیری

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

این تحقیق همانند تمامی پژوهش های انجام شده در حوزه علوم انسانی بامحدودیت هایی مواجه است مخصوصا از حیث پایداری نتایج. ما تنها از یک معیار مازاد وجه نقد به عنوان معیاری موثر بر ارزش شرکت و شاخصی از توانایی مدیریت در تنظیم راهبرد موثر وجه نقد استفاده کردیم. برای بهبود پایداری ما باید متغیرها دیگر توانایی مدیریت را نیز در نظر بگیریم. همچنین از آنجاییکه تاثیر ویژگیهای مدیریت بعد از مدتی آشکار می شود، می توان استفاده از تاخیرهای زمانی یک تا دو دوره ای در متغیرها را مد نظر قرار داد. این پژوهش از این حیث که بین نگهداشت وجه نقد و ویژگیهای مدیر عامل ارتباط برقرار می کند دارای نوآوری است. در این راستا پیشنهادات زیر ارائه می گردد:

- به محققان در این حوزه پیشنهاد می شود که برای پر کردن خلا در این حوزه تحقیقات دیگری در خصوص رابطه بین سایر ویژگیهای مدیر عامل و سیاست نگهداشت وجه نقد شرکت و نیز سایر ابعاد استراتژیک شرکت انجام شود. این پیشنهادات می تواند به شرح زیر باشد:

- بررسی رابطه بین ویژگیهای فردی مدیر عامل و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت
- بررسی رابطه بین ویژگیهای جمعیت شناختی مدیر عامل و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت
- بررسی رابطه بین ویژگیهای مدیریت و عملکرد شرکت
- بررسی رابطه بین ویژگیهای مدیریت و استراتژی های مدیریتی در شرکت (مانند راهبرد فروش)
- به سیاستگذاران و صاحبان سهام و سایر ذینفعان در حوزه انتخاب مدیر عامل توصیه می شود که به اثرات پنهان ویژگیهای مدیر عامل بر استراتژی کلی شرکت و ارزش برای صاحبان سهام، علیرغم نتایج متضادی که در تحقیقات مشاهده شده است، توجه نماید.

## منابع

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

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

کاشانی پور، م. & محمدی، م. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد. پژوهش های حسابداری مالی، ۹(۳)، ۱۷-۳۲.

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

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

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

- Manner, M. H. (2010). The Impact of CEO Characteristics on Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 93, 53-72.
- Matsunaga, S. R., & Yeung, P. E. (2008). Evidence on the Impact of a CEO's Financial Experience on the Quality of the Firm's Financial Reports and Disclosures AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper.
- Mun, S., Seo, D., & Han, S. H. (2017). CEO Characteristics and Value of Cash Holdings. 30th Australasian Finance and Banking Conference, August 18, 2017.
- Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 273-315.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Oler, D. K., & Picconi, M. P. (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 253-283.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. doi:[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Orens, R., & Reheul, A.-M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs? *European Management Journal*, 31(6), 549-563. doi:<https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.003>
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 317-336. doi:[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90015-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90015-8)
- Prendergast, C., & Stole, L. (1996). Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. *Journal of Political Economy*, 104(6), 1105-1134.
- Shen, W. (2003). The Dynamics of the CEO-Board Relationship: An Evolutionary Perspective. *The Academy of Management Review*, 28(3), 466-476. doi:10.2307/30040733
- Tyler, B. B., & Steensma, H. K. (1998). The effects of executives' experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances. *Strategic Management Journal*, 19(10), 939-965.

## Investigating the Impact of CEO Characteristics on the Value of Surplus Cash in Companies Listed in Tehran Stock Exchange

Ziba Yavarpour<sup>1</sup>

Date of Receipt: 2022/01/11 Date of Issue: 2022/02/11

### Abstract

Deciding whether to hold cash in companies has been one of the major issues in the finance literature in recent years. On the other hand, the characteristics of CEOs and their abilities have had a significant impact on the management of the company, which has attracted the attention of researchers. In this study, we investigated the effect of CEO characteristics on the value of cash surplus and used data from 110 companies from listed companies in Tehran Stock Exchange during 2012-2013. After estimating the cash balance, we calculate the cash surplus for each year of the company and then interactively evaluate it using variables related to CEO characteristics including education level, field of study and tenure in the final regression model, and We tested it using evIEWS software and ordinary least squares method. The results showed that there was no significant relationship between educational level, field of study and the length of tenure of CEO and cash value of surplus in the studied companies.

### Keywords

CEO Characteristics, Corporate Cash Retention, Cash Surplus Value

1. Master of Accounting.