

بررسی ارتباط میان توانایی مدیریت و ارزش نهایی نقدینگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن اصغری^۱، مجید داداشی نسب^۲ و مهدی شعبان زاده^۳

۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری مدیریت، موسسه آموزش عالی تاکستان، قزوین، ایران

۲ عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد واحد خدابنده زنجان، زنجان، ایران

۳ دکترای اقتصاد کشاورزی و کارشناس معاونت توسعه و بازرگانی وزارت جهاد کشاورزی، تهران، ایران

چکیده

وجه نقد منبع مهمی از سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران قرار دارد، در همین راستا پژوهش حاضر به دنبال بررسی این مسأله است که آیا توانایی مدیریتی یک مدیر اجرایی (مدیر عامل) با ایجاد ارزش نهایی نقدینگی همراه است؟ پیش بینی می‌شود که مدیران ارشد با استعداد بیشتر از پول نقد استفاده می‌کنند و ارزش نهایی نقدی بیشتری ایجاد کنند. آنان با آگاهی بیشتر به کسب و کار، تصمیمات بهتری اتخاذ می‌کنند که منجر به حداکثر سازی ارزش فعلی خالص شرکت می‌شود. در همین راستا نمونه‌ای مشتمل بر ۱۰۶ شرکت، طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ جمع‌آوری گردید و بر اساس رگرسیون‌های پنل، با استفاده از نرم‌افزار Eviews9 و DEAP2.1 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای این منظور با استفاده از معیارهای توانایی مدیریتی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و مدل ارزش نقدی که توسط فاولکندر و ونگ (۲۰۰۶) توسعه یافته است، مشاهده شد که افزایش توانایی مدیریت، نقش تغییرات وجه نقد بر ارزش نهایی نقدینگی را پررنگ‌تر خواهد کرد. یافته‌های این پژوهش می‌تواند سهامداران و هیئت‌مدیره شرکت را ترغیب نماید که در انتخاب مدیران، به توانایی مدیران با توجه به سوابق آن‌ها توجه کافی داشته باشند و همچنین به جهت کسب بیشترین بازده که هدف نهایی شرکت می‌باشد پیشنهاد می‌شود نظارت مستمری بر مدیران وجود داشته باشد.

واژه‌های کلیدی: توانایی مدیریتی، وجه نقد، ارزش نهایی نقدینگی.

۱- مقدمه

مدیران توانا، قادر به انجام قضاوت صحیح و همچنین انجام پیش‌بینی‌های دقیق نسبت به سایر افراد هستند و در مورد شرکت و صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند دانش بیشتری داشته و توانایی ترکیب بهتر اطلاعات را برای انجام پیش‌بینی‌های قابل‌اعتمادتر دارند (لیبی و لاف^۱، ۱۹۹۳).

تصمیم‌گیری درباره چگونگی استقرار و وجه نقد در اختیار مدیران است و بقای شرکت معمولاً بستگی به این دارد که شرکت چگونه نقدینگی خود را مدیریت کند (لیو و ماویر^۲، ۲۰۱۱). وجه نقد منبع مهمی از سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران قرار دارد، شواهد قبلی (به عنوان مثال، فازاری و همکاران^۳، ۱۹۸۸؛ جنسن^۴، ۱۹۸۶؛ پین کوویتز و ویلیامسون^۵، ۲۰۰۴) نشان می‌دهد که ارزش نهایی پول نقد می‌تواند به‌طور قابل‌توجهی تحت تأثیر توانایی مدیران اجرایی قرار گیرد؛ بنابراین برای سهامداران و سرمایه‌گذاران مهم است که چگونگی استفاده مؤثر مدیران از پول نقد به حداکثر رساندن ارزش نهایی نقد را بررسی کنند. با این حال، پژوهش‌های کمی درباره ارتباط بین ارزش نهایی پول نقد و توانایی مدیریتی وجود دارد. اگر مدیران عامل با کیفیت بالا، نرخ بالاتری از خروجی را از ورودی‌های داده‌شده تولید کنند آنگاه استدلال می‌شود که ارزش نهایی نقدینگی تحت تاثیر استعدادهای مدیریتی قرار دارد و اگر نقدینگی بیشتری توسط مدیران مدیریت شود ارزش نهایی پول نقد ایجاد می‌کنند (گان و پارک^۶، ۲۰۱۷). دمرجیان و همکاران^۷ (۲۰۱۲)، با استفاده از نمرات توانایی مدیریتی و رتبه‌بندی ارائه‌شده توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) بیان کردند که توانایی مدیریتی مدیرعامل به‌طور مثبت با ارزش نهایی نقدینگی مرتبط است. این یافته با تحلیل نمونه‌ای از شرکت‌های مالی و شرکت‌های فاقد محدودیت، اثبات شده است.

برخی مطالعات نظیر پین کوویتز و ویلیامسون (۲۰۰۴) نشان می‌دهد که ارزش پول نقد بستگی به در دسترس بودن و چگونگی استفاده مدیران دارد. به ویژه جنسن (۱۹۸۶) استدلال می‌کند که ویژگی‌های فردی مدیران مانند منافع شخصی و مشوق‌ها، بر استفاده از پول نقد، تحت کنترل مدیران عامل مؤثر است. او همچنین ادعا می‌کند که مدیران ممکن است از اختیارات مدیریتی خود برای استفاده از پول نقد استفاده کنند تا منافع خود را دنبال کنند، در شرایطی که شرکت دارای پول نقد بالا است. در همین راستا برخی مطالعات نظری موجود (به عنوان مثال، فانکدر و وانگ^۸، ۲۰۰۶؛ جنسن^۹، ۱۹۸۶؛ ماجلوف^۹، ۱۹۸۴) نشان می‌دهند که یک دلار پول نقد توسط یک شرکت ممکن است توسط سهامداران بیش از یک دلار ارزش گذاری شود. مطالعات متعدد (به عنوان مثال، بایک و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۱؛ بانکدار و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۰؛ چانگ و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۰؛ گودمن و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۳؛ هریس و هولمستروم^{۱۴}، ۱۹۸۲؛ جیان^{۱۴} و لی^{۱۴}، ۲۰۱۱؛ راج کوپال و همکاران^{۱۵}، ۲۰۰۶؛ ترومن^{۱۶}، ۱۹۸۶) گزارش می‌دهد که مدیران اجرایی بیشتر قادر به مدیریت عملیات تجاری شرکت هستند، بنابراین عملکرد شرکت را افزایش می‌دهد. هریس و هولمستروم (۱۹۸۲) در کار نظری خود اظهار داشتند که

1 Libby & Luft

2 Liu & Mauer

3 Fazzari et al.

4 Jensen

5 Pinkowitz & Williamson

6 Gan & Park

7 Demerjian et al

8 Faulkender & Wang

9 Myers & Majluf

10 Baik et al.

11 Carter et al.

12 Goodman et al.

13 Harris & Holmstrom

14 Jian

15 Rajgopal et al.

16 Trueman

شرکت‌ها توانایی مدیران را در طول زمان ارزیابی می‌کنند و از این طریق میزان بهره‌وری مدیران با تجربه و توانایی آنها را بالا می‌برند. اخیراً، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که مدیران انتظار دارند تا یک خروجی با حاشیه‌ای بالاتر از سطح منابع ارائه دهند، در نتیجه ارزش شرکت را افزایش می‌دهند. بر این اساس ارزش نهایی یک دلار ممکن است با میزان یک دلار سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران ارزش نداشته باشد و به دلایل مختلف از جمله توانایی مدیریتی، اگر مدیران با کیفیت بالا، نرخ بالاتری از خروجی را از ورودی‌های داده شده تولید کنند، ارزش بالاتری کسب کند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

این مطالعه یک سهم مهم را در ادبیات حسابداری و مالی در زمینه توانایی مدیریتی و ارزش‌داری‌های نقدی ایجاد می‌کند. در ادبیات موجود (به عنوان مثال، میلبورن^۱، ۲۰۰۳؛ گراهام و همکاران^۲، ۲۰۱۲؛ بانکر و همکاران^۳، ۲۰۱۳) از چندین معیار به عنوان مثال، اعتبار، اندازه شرکت، عملکرد غیر عادی گذشته، مواجهه با رسانه‌ها یا تاثیرات ثابت مدیریت استفاده می‌کنند. با این حال، این اقدامات دارای دقیق کمی هستند زیرا آن‌ها جنبه‌های قابل توجه شرکت را منعکس می‌کنند که خارج از کنترل مدیران هستند. اما در این مطالعه برخلاف مطالعات قبلی، از معیار دقیق توانایی مدیریتی استفاده می‌شود که جنبه‌های خاص مدیریتی را با توجه به ارزش نهایی پول نقد جذب می‌کند.

وجه نقد منبع مهمی از سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران قرار دارد. به طور کلی، شواهد قبلی نشان می‌دهد که ارزش نهایی پول نقد می‌تواند به طور قابل توجهی تحت تاثیر توانایی مدیران اجرایی قرار گیرد. بنابراین برای سهامداران و سرمایه‌گذاران مهم است که چگونگی استفاده موثر مدیران از پول نقد به حداکثر رساندن ارزش نهایی نقد را همراه دارد. با این حال، تحقیقات کمی درباره ارتباط بین ارزش نهایی پول نقد و توانایی مدیریتی وجود دارد.

این پژوهش بررسی می‌کند که آیا توانایی مدیریتی یک مدیر اجرایی (مدیر عامل) با ارزش نهایی نقدینگی همراه است یا خیر. پیش‌بینی می‌شود که مدیران ارشد با استعداد بیشتر از پول نقد استفاده می‌کنند و ارزش نهایی نقدی بیشتری را ایجاد می‌کنند. با توجه به اینکه توانایی مدیریت در تصمیم‌گیری عملیاتی مدیریت، از عناصر مهم و تأثیرگذار بر عملکرد شرکت می‌باشد و نقش کلیدی در افزایش ارزش نهایی وجه نقد و سایر تصمیم‌گیری‌های شرکت دارد. هدف از انجام این پژوهش بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش نهایی نقدینگی می‌باشد.

۲- مبانی نظری و تدوین فرضیات

به این دلیل که مدیران توانا بسیاری از واقعیت‌های تأثیرگذار بر روی پیش‌بینی خود را در نظر می‌گیرند که به گونه معمول دیگران از آن صرف‌نظر می‌کنند. برای نمونه در مورد پیش‌بینی حد مجاز مطالبات غیرقابل‌وصول، مدیران ضعیف تنها به میزان مطالبات سوخت شده چند سال گذشته شرکت توجه می‌کنند، در صورتی که مدیران توانا نرخ تاریخی مطالبات لاوصول را با در نظر گرفتن شرایط اقتصادی، روند صنعت و همچنین تغییر در نیازهای مشتریان شرکت تعدیل می‌نمایند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳). از این رو، دو نظریه متفاوت در مورد این وجود دارد که چگونه مدیر می‌تواند بر یک شرکت اثر گذارد:

نظریه کلاسیک‌ها نشان می‌دهد که مدیران همگن، مانند قطعات قابل تعویض در سازمان هستند. افزون بر این، ویژگی‌های فردی آنان مانند تعصب‌ها اگر وجود داشته باشد، در نهایت تأثیر بسیار کمی در شرکت به‌عنوان یک کل دارند. با این حال، پژوهشگران، این مفهوم را به چالش کشیده‌اند که منجر به تدوین نظریه هامبریک و ماسون^۴ (۱۹۸۴) می‌شود. تئوری‌ها حاکی از آن است که مدیران سطح بالا و ویژگی‌های فردی آن‌ها در نتایج شرکت مهم هستند.

در این راستا، قابلیت‌های مدیران به‌عنوان کارایی مدیران نسبت به سایر رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف کرد که این منابع تولید درآمد در شرکت‌ها شامل بهای موجودی‌ها، هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، دارایی‌های ثابت، اجاره‌های

1 Milbourn

2 Graham et al.

3 Banker et al.

4 Habrick & Mason

عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود است در میان و همکاران (۲۰۱۲) از این رو، قابلیت‌های بالاتر در بین مدیران می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات شرکت به‌ویژه در دوره بحرانی عملیات شود که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر به‌سزایی بر عملکرد شرکت و ارزش نهایی نقدینگی داشته باشد. وجه نقد نیز، از مهم‌ترین دارایی‌های جاری است که در مقایسه با رفتارهای مدیریت نسبت به سایر موارد آسیب‌پذیر است ایشاگ و همکاران^۱ (۲۰۰۹) بیان کردند که 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 واحد تجاری 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 واحد تجاری، در پرداخت تعهدهای خود است. نقدینگی و توانایی واحد تجاری در پرداخت در سررسید است کوت^۲ (۱۹۹۹) همچنین، به‌گونه معمول وجه نقد، بخش مهمی از دارایی‌های واحد تجاری را تشکیل می‌دهد.

برای نمونه، باتز و همکاران^۳ (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 روبرو شدن با خطر هدر رفتن است (سین سیائو و همکاران^۴، ۲۰۱۶).

در این زمینه، هارفورد^۵ (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^۶ (۲۰۰۴) و فرانسیس و همکاران^۷ (۲۰۰۸) نیز نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای مدیران تواناتر قادرند که با شرایط مطلوب‌تری به تأمین مالی خارجی دسترسی داشته باشند. همچنین از آنجاکه مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری جهت افزایش نقدینگی 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.

از سوی دیگر، از آنجاکه مدیران حافظ سهامداران در شرکت هستند و این انتظار وجود دارد که تصمیم‌گیری‌های آنان سبب افزایش ثروت سهامداران شود، این مقوله برای سهامداران نیز اهمیت دارد. در این زمینه نیز مدیران با توانایی بیشتر با سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری بهتر موجب افزایش سود شرکت و به‌تبع آن ارزش نهایی نقدینگی و سود پرداختی به سهامداران می‌شوند (گان و پارک، ۲۰۱۷).

در همین رستا، مدیران ضعیف با اجرای برنامه‌های نامناسب نمی‌توانند موجبات پرداخت سود مناسب به سهامداران را فراهم آورند و نیز باعث کاهش ارزش نهایی نقدینگی می‌شوند. همچنین، مدیران دارای توانایی بیشتر برای حفظ شهرت احتمال کمتری دارد که در پروژه‌های زیانده سرمایه‌گذاری کرده و سبب از دست دادن وجه نقد شرکت شوند (سین سیائو و همکاران، ۲۰۱۶). افزون بر موارد ذکرشده، عدم وجوه مدیریت وجه نقد صحیح در شرکت، موجب کاهش ارزش شرکت و ارزش نهایی نقدینگی می‌شود که در این شرایط، روبرو شدن با مشکل سرمایه‌گذاری و استفاده از تأمین مالی خارجی پرهزینه اجتناب‌ناپذیر است.

با این حال، از آنجاکه وجه نقد از مهم‌ترین دارایی‌ها در شرکت‌ها است و بخش زیادی از زمان مدیران صرف هدایت آن می‌شود، مدیریت آن توسط ویژگی‌های مدیران تحت تأثیر قرار می‌گیرد (سین سیائو و همکاران، ۲۰۱۶). در این زمینه، بنا به دیدگاه

1 Isshaq et all

2 Cote

3 Bates et all

4 Sin Siao et all

5 Harford

6 Chemmanur et all

7 Francis et all

چمانور و پی‌اگلیس^۱ (۲۰۰۵) مدیران با توانایی بالا بیشتر با تصمیم‌گیری‌های بهتر، مدیریت وجه نقد (ارزش نقدینگی) بهتری دارند که به آن‌ها برای رسیدن به نتایج بهتر کمک می‌کند. در نتیجه پول نقد یک منبع مهم سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران اجرایی است. تصمیم‌گیری در مورد نحوه استقرار پول نقد در اختیار مدیریت است بنابراین، ارزش پول نقد متفاوت است و بسته به نحوه استفاده از مدیران اجرایی، دسترسی به آن و هزینه تأمین مالی خارجی می‌باشد. علاوه بر این، توانایی مدیریتی با تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمد و عملکرد سازمانی رابطه مثبتی دارد.

در راستای مطالعات خارجی انجام شده گان و پارک (۲۰۱۷)، با استفاده از ابعاد مدیریت توانایی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و مدل ارزش نقدی که توسط فالکنر و وانگ (۲۰۰۶) تهیه شده است، نشان دادند که توانایی مدیران اجرایی، ارزش نهایی نقدینگی را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهد. جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند که مدیران اجرایی با وجه نقد تحت کنترل خود، بر نحوه استفاده از پول نقد تأثیر می‌گذارند. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) نیز اثبات کردند که مدیران ارشد با کیفیت بالا نسبت به مدیران با کیفیت پایین‌تر، میزان تولید بیشتری نسبت به یک سطح نهاده دارند؛ بنابراین، مدیران ارشد با کیفیت بالا انتظار می‌رود وجه نقد بیشتری را به صورت عاقلانه و کارآمد بر روی نهاده‌ها (ورودی) صرف کنند تا سطح بالایی از تولید یا فروش (خروجی) را تأمین کنند و ارزش حاشیه نقدی را افزایش دهند.

در داخل کشور نیز سرلک و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی «تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداخته و دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. همچنین توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) یک جریان از نوشته‌های قبلی استدلال می‌کند که عملکرد شرکت قبلی و سطوح پاداش می‌تواند توانایی مدیریتی مدیران عامل را نشان دهد. از دیدگاه دیدار و خدایار یگانه (۱۳۹۳) نیز استدلال نظری وجود ارتباط مثبت توانایی مدیران و طرح پاداش، مورد حمایت قرار گرفته است. منصورفرو همکاران (۱۳۹۴) با بررسی توانایی مدیریت بر کیفیت سود، دریافتند که توانایی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت سود داشته و باعث پایداری بیشتر سود و کیفیت بهتر ارقام تعهدی می‌شود. یافته‌های پژوهش هوشنگ (۱۳۹۵) نیز در پژوهشی به بررسی توانایی مدیریت بر ثبات سود شرکت‌ها و کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و دریافت که بین توانایی مدیران و سودهای سال آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این امر نشان‌دهنده این موضوع است که توانایی مدیران بر ایجاد سود و تکرار سودها بسیار مؤثر خواهد بود.

مشایخی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت رابطه منفی وجود دارد و توانایی‌های مدیریت این رابطه منفی را کاهش نمی‌دهد. در پژوهشی دیگر تحت عنوان تأثیر توانایی مدیریت بر تجدید ارائه صورت‌های مالی با تأکید بر انگیزه‌های فرصت طلبانه، سیاسی و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند که فقط هنگامی بین توانایی مدیریت با تجدید ارائه صورت‌های مالی رابطه معناداری وجود دارد که نوع رفتار فرصت طلبانه باشد و در انواع مختلف رفتار غیر فرصت طلبانه (غیر فرصت طلبانه افزایشی و غیر فرصت طلبانه کاهش) رابطه معناداری وجود ندارد. بزرگ اصول و صالح زاده (۱۳۹۴) به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی پرداختند. نتایج نشان داد که بین توانایی مدیریت با پایداری سود و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود رابطه مثبت وجود دارد. همچنین رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی‌تر است. بر اساس نتایج پژوهش نمازی و غفاری (۱۳۹۴)، اطلاعات مربوط به توانایی مدیران در انتخاب سبد سهام مطلوب‌تر و بهینه‌تر تأثیر مثبت معناداری دارد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی نشان دادند بیش اطمینانی مدیریت تأثیر منفی معناداری بر حق‌الزحمه حسابرسی دارد. بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) نیز در پژوهشی دیگر رابطه بین توانایی مدیریت و کیفیت ارقام تعهدی را بررسی کردند. در این پژوهش

1 Chemmanur & Paeglis

معیار کیفیت ارقام تعهدی، درجه نقد شونددگی این ارقام و به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از بخش از کارایی شرکت که تحت تأثیر عوامل ذاتی شرکت نباشد، استفاده شد. نتایج به دست آمده حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و کیفیت ارقام تعهدی بود.

۳- توسعه فرضیات پژوهش

وجه نقد صندوق داخلی تحت کنترل مدیران اجرایی است جنسن (۱۹۸۶)، لیو و مائور (۲۰۱۱) بیان می‌کند که مدیران اجرایی با وجه نقد تحت کنترل خود، بر نحوه استفاده از پول نقد تأثیر می‌گذارند. این نشان می‌دهد که ارزش نهایی وجه نقد برای شرکت‌هایی که مدیران اجرایی بیشتری را استخدام می‌کنند، بالاتر است زیرا مدیران اجرایی با استعداد بیشتر به پیش بینی محیط کسب و کار آینده شرکت و استفاده بهتر از منابع مالی کمک می‌کنند همانند تحقیقات کارتر و همکاران (۲۰۱۰)، چانگ و همکاران (۲۰۱۰)، بیک و همکاران (۲۰۱۱)، بانکر و همکاران (۲۰۱۳)، گودمن و همکاران (۲۰۱۳)، جیان و لی (۲۰۱۱)، راجکوپال و همکاران (۲۰۰۶)، ترومن (۱۹۸۶) و به طور ویژه دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) اثبات می‌کنند که مدیران ارشد با کیفیت بالا نسبت به مدیران با کیفیت پایین‌تر، میزان تولید بیشتری نسبت به یک سطح نهاده دارند؛ بنابراین، مدیران ارشد با کیفیت بالا انتظار می‌رود وجه نقد بیشتری را به صورت عاقلانه و کارآمد بر روی نهاده‌ها (ورودی) صرف کنند تا سطح بالایی از تولید یا فروش (خروجی) را تأمین کنند و ارزش نهایی نقدی را افزایش دهند.

علاوه بر این، به دلیل افزایش نقدینگی شرکت، شرکت می‌تواند هزینه‌های معامله را کاهش دهد، زیرا احتمالاً در آینده نزدیک به بازارهای سرمایه دسترسی خواهد داشت. اگر این مورد اتفاق بیفتد، شرکت، احتمال بیشتری دارد که پول اضافی را به سهامداران بدهد (فاولکندر و ونگ، ۲۰۰۶). در حقیقت، ادبیات پیشین مثلاً هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) ارتباط مثبت بین ذخایر نقدی و حمایت سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران ممکن است یک ارزش بالاتری را برای پول نقد از یک دلار ضمیمه کنند، زیرا آن‌ها معتقدند مدیرعامل دارای توانایی بیشتری برای مدیریت پول نقد مؤثر و کارآمد است؛ بنابراین، فرضیه زیر پیشنهاد می‌شود:

فرضیه اصلی پژوهش: توانایی مدیریت بر ارزش نهایی نقدینگی تأثیر مثبت و معناداری دارد.

با توجه به اینکه توانایی مدیریتی از طریق مدیریت وجه نقد می‌تواند بر ارزش نهایی نقدینگی اثرگذار باشد، لذا اثرات متقابل توانایی مدیریتی و وجه نقد به عنوان عامل اثرگذار بر ارزش نهایی نقدینگی مورد آزمون قرار می‌گیرد.

۴- روش پژوهش

در این پژوهش از صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران و سامانه اطلاع رسانی ناشران کدال و نرم افزار ره آورد نوین برای تأیید درستی یا نادرستی فرضیه های مطرح شده، استفاده شده است. شایان ذکر است تجزیه و تحلیل نهایی داده ها به کمک نرم افزار Eviews و DEAP2.1 انجام گرفته است. در همین راستا با توجه به محدودیت های جمع آوری داده ها و بر اساس روش حذف سامانمند، نمونه ای شامل ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات مورد نیاز آن ها برای متغیرهای این پژوهش بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در دسترس بود (۶۰۰ سال-شرکت)، انتخاب گردید.

در این پژوهش مطابق با مطالعات فاولکندر و ونگ (۲۰۰۶) روش ارزیابی ارزش نهایی نقدینگی را اتخاذ می‌کنیم، برای بررسی اثرات افزایشی توانایی مدیریتی در ارزش نهایی نقدینگی، ما تغییر در توانایی مدیریتی (تغییر در رتبه بندی توانایی مدیریتی) و تعامل آن با تغییر وجه نقد را بر اساس مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ارزیابی خواهیم نمود. در همین راستا مدل اصلی پژوهش رابطه (۱) به شرح زیر است:

رابطه ۱:

$$EXRET_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta CASH_{it}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 Ability_{it} + \beta_3 Ability_{it} \times \frac{\Delta CASH_{it}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Eaening_{it}}{M_{i,t-1}} \\ + \beta_5 \frac{\Delta NetAsset_{it}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta R\&D_{it}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta InterestExpe_{it}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{\Delta Dividend_{it}}{M_{i,t-1}} \\ + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} \frac{CASH_{it}}{M_{i,t-1}} \times \frac{\Delta CASH_{it}}{M_{i,t-1}} + \beta_{10} LEV_{it} \times \frac{\Delta CASH_{it}}{M_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

این مدل بازگشت مازاد در تغییرات نقدی را در حالی کنترل می‌کند که دیگر ویژگی‌های شرکت مانند سودآوری، وضعیت مالی و رویه سرمایه‌گذاری را کنترل می‌کند. همه متغیرهای مستقل به‌جز اهرم مالی، به‌وسیله ارزش بازاری سهام سال قبل ($M_{i,t-1}$) همگن می‌شوند که $\{M\}$: ارزش بازاری سهام است (قیمت سهام * تعداد سهام). به‌این‌ترتیب، ضریب اثرات متقابل بین تغییر در توانایی مدیریتی و تغییر وجه نقد، β_3 ، نشان‌دهنده اثر افزایشی، افزایش توانایی مدیریتی در ارزش نهایی نقدینگی است و انتظار می‌رود که مثبت باشد. در این راستا برای محاسبه توانایی مدیریتی از مدل تحلیل پوششی داده‌ها استفاده می‌شود.

توانایی مدیریتی (Ability): در پژوهش حاضر، به‌منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریتی از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. در این مدل، با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس واردکردن آن در رگرسیون خطی چند متغیره به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌گردد. به‌منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) از مدل تحلیل پوششی داده‌ها^۱ استفاده کرده‌اند. مدل تحلیل پوششی داده‌ها، نوعی مدل آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی، کاربرد دارد و به‌صورت رابطه (۲) زیر محاسبه می‌شود:

رابطه ۲:

$$max_v \theta = \frac{sales}{v_1 CoGS + v_2 SG\&A + v_3 NetPPE + v_4 OpsLease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 Intan}$$

مطابق با پژوهش دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) با استفاده از شیوه تحلیل پوششی داده‌ها، کارایی شرکت با مقایسه فروش^۲، آن با شرط ورودی‌های استفاده‌شده به‌وسیله هر یک از شرکت‌ها شامل: بهای تمام‌شده کالای فروش رفته^۳ (COGS)، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی^۴ (SG&A)، هزینه‌های اجاره عملیاتی^۵، دارایی‌های ثابت^۶ (PPE)، هزینه‌های تحقیق و توسعه^۷ (R&D)، سرقفلی^۸، سایر دارایی‌های نامشهود^۹، پیش‌بینی می‌شود. در این مدل برای هرکدام از متغیرهای ورودی ضریب خاص^۷ در نظر گرفته شده است زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نیست. مقدار محاسبه‌شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا ۱ قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر ۱ و هر چه مقدار به‌دست‌آمده کمتر باشد یعنی کارایی شرکت پایین‌تر است. به‌منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل بالا، کارایی شرکت را به دو بخش یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تفکیک می‌شود. برای این کار با استفاده از متغیرهای اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی) صادرات ویژگی‌های ذاتی شرکت کنترل می‌شود. هرکدام از این ۵ متغیر به‌عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نماید یا در جهت عکس عمل

1 Dea

2 Sales

3 Cost Of Goods Sold (COGS)

4 Sales General & Administraive (SG&A)

5 Opsleasev

6 Property Equipment (PPE)

7 Research and Development (R&D)

8 Goodwill

9 Other Intan

کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در نتیجه، توانایی مدیریت با استفاده از کارایی به دست آمده در مرحله اول رابطه (۲) و معادله رگرسیون زیر از رابطه (۳) محاسبه می شود:

رابطه ۳:

$$\beta_4 (AGE)_i + \beta_5 FCI_i + \varepsilon_i Firm\ Efficiency_i = \alpha + \beta_1 LN(TA)_i + \beta_2 MSH_i + \beta_3 FCF_i +$$

$LN(TA)$: اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت.

MSH : سهم بازار شرکت و برابر با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت.

FCF : متغیری دامی که در صورت مثبت بودن جریان های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است.

Age : عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است.

FCI : نیز متغیر دامی است و برای شرکت هایی که صادرات (فروش با ارز خارجی) داشته اند برابر ۱ در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است.

ε_i : مقدار باقیمانده معادله رگرسیون که نشان دهنده توانایی مدیریت در شرکت است. در همین راستا $\Delta Ability$ بیانگر تغییرات در سطح توانایی مدیریت می باشد.

ارزش نهایی نقدینگی ($EXRET$): برای اندازه گیری متغیر وابسته از بازده بیش از حد سهام شرکت i در سال مالی t استفاده می شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۵ و صفری گرایی و همکاران، ۱۳۹۵). در همین راستا برای محاسبه ارزش نهایی نقدینگی از رابطه (۴) استفاده می شود.

رابطه ۴:

$$\frac{(Pt + Dt) * (1 + a + \beta) - (Pt - 1 + I * a)}{Pt - 1 + (I * a)} = EXPET_i$$

اگر افزایش سرمایه از محل بعد از توزیع سود بوده باشد رابطه (۵-۳) آنگاه داریم:

رابطه ۵:

$$\frac{Pt * (1 + a + \beta) + D - (Pt - 1 + I * a)}{Pt - 1 + (I * a)} = EXPET_i$$

Pt = قیمت سهام در آخر دوره

Dt = سود نقدی توزیع شده در هر سهم

a = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران

B = درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها

I = مبلغ پذیره نویسی هر سهم بابت افزایش سرمایه (۱۰۰۰ ریال)

$Pt - 1$ = قیمت سهام در آخر دوره قبل

متغیرهای کنترلی نیز به شرح زیر است:

سود ($\Delta Earnings$): عبارت است از تغییرات سود قبل از بهره و مالیات طی دو سال t و $t-1$.

خالص دارایی ها ($\Delta Net Assets$): عبارت است از تغییر در دارایی های کل منهای وجه نقد.

هزینه تحقیق و توسعه ($\Delta R\&D$): این متغیر عبارت است از تغییرات در هزینه تحقیق و توسعه (در صورتی که هزینه تحقیق و توسعه وجود نداشته باشد صفر در نظر گرفته می شود).

هزینه بهره ($\Delta Interest Expense$): برابر با تغییرات هزینه بهره طی دو سال متوالی است.

سود سهام منتشر شده ($\Delta Dividend$): این متغیر عبارت است از تغییر در سود سهام منتشر شده بین سهامداران عادی.

اهرم مالی (Leverage): عبارت است از نسبت بدهی کل به دارایی کل.

ارزش بازاری سهام (M): ارزش بازاری سهام است (قیمت سهام * تعداد سهام).

وجه نقد (ΔCash): که عبارت است از جمع وجه نقدی و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت آخر دوره قبل منهای جمع وجه نقدی و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت آخر دوره بعد می‌باشد.

۵- یافته‌های پژوهش

برای تحلیل منسجم و مناسب داده‌ها، در دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی اقدام به تحلیل شد. همچنین پیش از برآورد الگوهای اصلی پژوهش، آزمون‌های مفروضات رگرسیون خطی موردبررسی قرار گرفت و در صورت وجود واریانس ناهمسانی و یا خودهمبستگی و همچنین هم‌خطی نسبت به رفع آن‌ها اقدام شد

جدول (۱) آماره‌های توصیفی مرتبط با مدل‌ها را نشان می‌دهد. در بخش اول جدول ۱، به بررسی آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در برآورد توانایی مدیریت پرداخته شده است و در بخش دوم متغیرهای الگوی اصلی پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
متغیرهای الگوی کارایی مدیریت						
کارایی شرکت	EFFICIENCY	۰.۸۱۳	۰.۸۸۵	۱	۰.۴۳۲	۰.۲۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۶.۰۹۴	۶.۰۰۲	۷.۲۳۱	۵.۳۹۲	۰.۴۸۱
سهام بازار شرکت	MSHARE	۰.۰۰۵	۰.۰۰۲	۰.۰۲۳	۰.۰۰۰	۰.۰۰۶
جریان‌های نقدی عملیاتی	FCF	۰.۸۶۸	۱	۱	۰	۰.۳۳۹
عمر شرکت	AGE	۱.۵۶۹	۱.۶۲۳	۱.۷۵۶	۱.۲۷۹	۰.۱۴۹
فروش صادراتی	FCI	۰.۸۹۶	۱	۱	۰	۰.۳۰۵
متغیرهای الگوی اصلی پژوهش						
ارزش نهایی نقدینگی	EXRET	۱.۹۹۱	۱.۹۴۸	۴.۸۸۵	-۱.۳۹۰	۱.۳۵۱
توانایی مدیریت	ABILITY	۰.۰۰۰	-۰.۰۰۳	۰.۴۵۱	-۰.۳۶۱	۰.۱۵۳
تغییرات وجه نقد	CASH	۰.۰۱۱	۰.۰۰۲	۰.۱۵۹	-۰.۱۱۱	۰.۰۶۲
تغییرات سود	EARNING	۰.۰۷۰	۰.۰۲۵	۰.۶۴۹	-۰.۲۷۲	۰.۲۲۳
تغییرات خالص دارایی‌ها	NETASSET	۰.۱۷۵	۰.۱۱۸	۱.۷۲۲	-۱.۱۱۵	۰.۶۱۶
تغییرات هزینه تحقیق و توسعه	R&D	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۳	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۱
تغییرات هزینه بهره	INTERESTEXPE	۰.۰۱۶	۰.۰۰۴	۰.۱۸۴	-۰.۱۰۵	۰.۰۶۰
تغییرات سود سهام منتشرشده	DIVIDEND	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۰	۰.۱۰۰	-۰.۱۳۴	۰.۰۵۳
اهرم مالی	LEV	۰.۶۳۹	۰.۶۴۱	۰.۹۷۹	۰.۳۲۱	۰.۱۷۹

در راستای بررسی آمار توصیفی (جدول ۱) میانگین کارایی مدیریت ۰/۸۱۳ است. این رقم نشان می‌دهد که به‌طور متوسط سطح کارایی شرکت‌های مورد بررسی ۸۱/۳ درصد می‌باشد. همان‌طور که اشاره شد متغیر کارایی مدیریت بر اساس الگوی

تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) و از طریق متغیرهای فروش (به‌عنوان خروجی یا ستاده) و متغیرهای "هزینه کالای فروش رفته"، "هزینه عمومی، اداری و فروش"، "اموال ماشین‌آلات و تجهیزات" و "هزینه اجاره عملیاتی" (به‌عنوان ورودی یا نهاده)، اندازه‌گیری شده است. کمترین کارایی ۴۳/۲ درصد و کاراترین شرکت ۱۰۰ درصد کارا بوده است. همچنین نیمی از شرکت‌ها کارایی بالاتر از ۸۸/۵ داشته‌اند. انحراف معیار نیز که میزان پراکندگی مشاهدات نسبت به میانگین را نشان می‌دهد نیز ۰/۲۰۲ است که بیانگر حدود ۲۰ درصد پراکندگی است. با بررسی کارایی مدیریت شرکت‌ها می‌توان دریافت که شرکت‌های موردبررسی از کارایی نسبتاً بالایی برخوردار بوده‌اند.

متوسط اندازه شرکت‌ها ۶/۰۹ است و سهم بازاری آن‌ها از فروش به‌طور متوسط ۰/۵ درصد می‌باشد. در همین راستا کمترین سهم بازاری تقریباً نزدیک به صفر و بیشترین سهم ۲/۳ درصد بوده است. همچنین ۸۶/۸ درصد از شرکت‌ها جریان وجه نقد عملیاتی مثبت داشته‌اند و ۸۹/۶ درصد از شرکت‌ها نیز در هر سال فروش صادراتی داشته‌اند. بر اساس کارایی مدیریت و دو شاخص جریان وجه نقد عملیاتی و فروش صادراتی می‌توان چنین دریافت کرد که وجود جریان وجه نقد عملیاتی مثبت و همچنین افزایش فروش صادراتی در راستای بهبود کارایی مدیریت می‌تواند مؤثر واقع گردد؛ اما نکته‌ای که باید بدان اشاره کرد اندازه شرکت است. به‌طوری‌که افزایش اندازه شرکت باعث پیچیدگی مدیریت شرکت خواهد شد و در نتیجه می‌تواند به کاهش کارایی انجامد.

در راستای بررسی متغیرهای اصلی پژوهش میانگین شاخص ارزش نهایی نقدینگی ۱/۹۹۱ است. بیشترین و کمترین ارزش نهایی نقدینگی نیز به ترتیب ۴/۸۸۵ و ۱/۳۹۰- می‌باشد. همچنین میانگین شاخص توانایی مدیریت که از جزء اخلاص مدل کارایی مدیریت محاسبه شده است برابر صفر می‌باشد. میانه این متغیر نیز تقریباً برابر صفر است. بیشترین میزان توانایی مدیریت ۰/۴۵ و کمترین میزان شاخص موردنظر ۰/۳۶- است. اصولاً ارتباط توانایی مدیریت و ارزش نهایی نقدینگی باید مثبت باشد. همان‌طور که روابط همبستگی بین متغیرها نیز نشان داد. این ارتباط همبستگی مثبت بوده است.

یکی دیگر از عوامل مؤثر بر ارزش نهایی نقدینگی تغییرات وجه نقد است. تغییرات وجه نقد که از اختلاف وجه نقد دو سال متوالی به‌دست‌آمده است ۰/۰۱۱ می‌باشد. در واقع تغییرات مثبت وجه نقد و یا رشد وجه نقد منجر به افزایش ارزش نهایی نقدینگی خواهد شد. در همین راستا مشاهده می‌شود میانگین تغییرات تحقیق و توسعه بسیار کوچک است که نشان‌دهنده سهم کم این متغیر در بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در واقع به تحقیق و توسعه در بین شرکت‌ها اهمیت زیادی داده نشده است. همچنین تغییرات سود سهام منتشرشده طی دوره موردبررسی ۰/۰۰۳- است. پس می‌توان گفت که در سال‌های موردنظر نه تنها سود سهام افزایش نیافته است، بلکه تا حدود کمی نیز به علت بحران‌های اقتصادی و سایر مسائل کلان کشور، کاهش پیدا کرده است.

برای آزمون گروه فرضیه اصلی پژوهش از نتایج مدل ارائه‌شده در جدول (۲) استفاده می‌شود.

جدول ۲: مدل رگرسیونی اصلی پژوهش (مدل رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته)

متغیر	نماد	ضرایب رگرسیونی	انحراف معیار	آماره t	احتمال آماره t
تغییرات وجه نقد	CASH	۲.۱۱۱	۰.۵۸۸	۳.۵۸۹	۰.۰۰۰
توانایی مدیریت	ABILITY	۰.۰۳۶	۰.۰۵۱	۰.۷۰۷	۰.۴۸۰
تغییرات وجه نقد*توانایی مدیریت	ABILITY*CASH	۰.۷۳۴	۰.۳۲۷	۲.۲۴۴	۰.۰۲۵
تغییرات سود	EARNING	۰.۶۰۶	۰.۰۶۳	۹.۶۴۸	۰.۰۰۰
تغییرات خالص دارایی‌ها	NETASSET	۰.۱۸۶	۰.۰۴۲	۴.۴۴۷	۰.۰۰۰
تغییرات هزینه تحقیق و توسعه	R&D	-۴۳.۰۶۵	۷.۹۴۳	-۵.۴۲۲	۰.۰۰۰
تغییرات هزینه بهره	INTERESTEXPE	-۰.۲۱۹	۰.۲۴۷	-۰.۸۸۸	۰.۳۷۵
تغییرات سود سهام منتشرشده	DIVIDEND	-۰.۸۶۴	۰.۱۹۳	-۴.۴۷۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۲.۳۸۶	۰.۱۴۸	-۱۶.۱۶۲	۰.۰۰۰

۰.۰۰۰	۴.۸۵۶	۱.۰۳۸	۵.۰۳۸	CASH2*CASH	وجه نقد*تغییرات وجه نقد
۰.۰۰۰	-۴.۸۳۸	۰.۸۷۶	-۴.۲۴۰	LEV*CASH	اهرم مالی*تغییرات وجه نقد
۰.۰۰۰	۴۱.۰۳۷	۰.۰۸۷	۳.۵۵۲	C	عرض از مبدأ
	ضریب تبیین تعدیل شده	ضریب تبیین	دوربین - واتسون	احتمال آماره F	آماره F
	۰.۷۵۳	۰.۸۰۷	۲.۳۷۵	۰.۰۰۰	۱۴.۹۰۳

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، آماره F برای الگوی رگرسیونی اصلی پژوهش برابر با $14/903$ است و مقدار احتمال (سطح معناداری) F برای الگو کمتر از $0/05$ است. با توجه به احتمال F فرض صفر در سطح اطمینان 95% رد می‌شود، یعنی مدل اصلی پژوهش در حالت کلی معنادار است. نتایج مربوط به آماره دوربین واتسون از عدم وجود خودهمبستگی حکایت دارد. ضریب تعیین نشان می‌دهد که حدود 81% درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شود. در همین راستا ضریب تعیین تعدیل شده که از اعتبار بالاتری نسبت به ضریب تعیین برخوردار است نشان می‌دهد که 75% درصد تغییرات متغیر وابسته یعنی ارزش نهایی نقدینگی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی (متغیرهای طرف راست پژوهش) توضیح داده می‌شود.

نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر تغییرات وجه نقد $2/11$ است. این ضریب بر اساس آماره t و احتمال مربوط به آن در سطح احتمال 95% درصد معنادار است؛ بنابراین می‌توان گفت که افزایش تغییرات وجه نقد در جهت مثبت منجر به افزایش ارزش نهایی نقدینگی خواهد شد. در همین راستا ضریب متغیر توانایی مدیریت $0/036$ بوده است که نشان‌دهنده تأثیر مثبت این متغیر بر ارزش نهایی نقدینگی است. با توجه به احتمال آماره t در سطح احتمال 95% ، ضریب متغیر توانایی مدیریت در مدل معنادار نیست، این امر به این معنی است که توانایی مدیران، علی‌رغم تأثیر مثبت بر ارزش نهایی نقدینگی، نمی‌تواند ارزش نهایی نقدینگی را به‌تنهایی تحت تأثیر قرار دهد. لذا می‌توان گفت که توانایی مدیران بر ارزش نهایی نقدینگی، تأثیر معنی‌دار ندارد.

در راستای بررسی فرضیه اصلی پژوهش به اثرات توانایی مدیریت بر ارتباط تغییرات وجه نقد و ارزش نهایی نقدینگی پرداخته می‌شود. لازم به ذکر است که بر اساس مطالعات گان و پارک (۲۰۱۷)، با توجه به اینکه توانایی مدیریتی از طریق مدیریت وجه نقد می‌تواند بر ارزش نهایی نقدینگی اثرگذار باشد، لذا اثرات متقابل توانایی مدیریتی و وجه نقد به‌عنوان عامل اثرگذار بر ارزش نهایی نقدینگی مورد آزمون قرار می‌گیرد. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد ضریب اثرات متقابل توانایی مدیریت و تغییرات وجه نقد $0/734$ بوده است. این ضریب در سطح احتمال 95% درصد معنادار است. بر این اساس می‌توان گفت که افزایش توانایی مدیریت، نقش تغییرات وجه نقد بر ارزش نهایی نقدینگی را پررنگ‌تر خواهد کرد؛ بنابراین می‌توان فرضیه اصلی پژوهش را تأیید کرد. این فرضیه بیان می‌کند که توانایی‌های مدیریت بر ارزش نهایی نقدینگی تأثیر مثبت و معناداری دارد.

در راستای بررسی سایر متغیرهای پژوهش نیز همان‌طور که مشاهده می‌شود به‌جز تغییرات هزینه بهره، تأثیر سایر متغیرهای پژوهش بر ارزش نهایی نقدینگی در سطح احتمال 95% درصد معنادار است. به‌طوری‌که روند مثبت تغییرات سود و تغییرات خالص دارایی‌ها و همچنین اثرات متقابل وجه نقد و تغییرات وجه نقد منجر به افزایش ارزش نهایی نقدینگی خواهد شد؛ اما افزایش هزینه تحقیق و توسعه، سود سهام منتشرشده و اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی) و همچنین اثرات متقابل اهرم مالی و تغییرات وجه نقد منجر به کاهش ارزش نهایی نقدینگی خواهد شد. به‌طور مثال زمانی که هزینه تحقیق و توسعه افزایش یابد وجه نقد بیشتری از شرکت صرف هزینه می‌شود. لذا ارزش نهایی نقدینگی کم خواهد شد.

۶- بحث و نتیجه‌گیری

وجه نقد یک منبع مهم سرمایه داخلی است که تحت کنترل مدیران اجرایی است. تصمیم‌گیری در مورد نحوه استقرار پول نقد در اختیار مدیریت است بنابراین، ارزش پول نقد متفاوت است و بسته به نحوه استفاده از مدیران اجرایی، دسترسی به آن و هزینه تأمین مالی خارجی می‌باشد. علاوه بر این، توانایی مدیریتی با تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمد و عملکرد سازمانی رابطه

مثبتی دارد. بنابراین، استدلال بر این است که ارزش نهایی پول نقد در سطوح مختلف توانایی مدیریت مدیران متفاوت است. به عبارت دیگر، اگر یک مدیر کارآفرین با توانایی بالا، شرکت و پول نقد را به خوبی مدیریت کند، ارزش پول بیشتری به دست می‌آید. با در نظر گرفتن موارد بیان شده در پژوهش پیش رو تلاش شد تا رابطه بین توانایی‌های مدیریت و ارزش نهایی نقدینگی مورد بررسی قرار گیرد.

همان‌طور که نتایج نشان داد، افزایش توانایی مدیریت، نقش تغییرات وجه نقد بر ارزش نهایی نقدینگی را پررنگ‌تر خواهد کرد؛ در همین راستا نتایج مطالعات گان و پارک (۲۰۱۷) نیز بر همین موضوع دلالت دارد. به طوری که گان و پارک (۲۰۱۷)، با استفاده از ابعاد مدیریت توانایی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و مدل ارزش نقدی که توسط فاکنر و وانگ (۲۰۰۶) تهیه شده است، نشان دادند که توانایی مدیران اجرایی، ارزش نهایی نقدینگی را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهد. در راستای نتایج حاصل از پژوهش حاضر پیشنهادهایی به شرح زیر مطرح می‌شود:

۱- با توجه به تأثیر توانایی مدیریت بر ارزش نهایی نقدینگی، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌شود هنگام انتخاب مقصد سرمایه‌گذاری خود به توانایی مدیریت توجه ویژه‌ای داشته باشند. البته، لازمه توجه به این نکته، وجود اطلاعات در این زمینه است. بنابراین، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را موظف به ارائه اطلاعاتی در مورد توانایی مدیران کند تا سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و همچنین اعتباردهندگان بتوانند از آن در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده کنند.

۲- با توجه به مبانی نظری و نتایج این پژوهش به سهامداران و مالکان شرکت‌های مورد بررسی پیشنهاد می‌شود که در انتخاب و گزینش مدیران خود دقت کرده و فردی متخصص و توانا را انتخاب کنند؛ زیرا، چنین فردی خواهد توانست کارایی را افزایش داده و با استفاده بهینه از ابزار مالی، به افزایش ارزش نقدینگی کمک کند و به دنبال آن منافع بیشتری به مالکان برساند.

۳- یافته‌های این پژوهش می‌تواند سهامداران و هیئت‌مدیره شرکت را ترغیب نماید که در انتخاب مدیران، به توانایی مدیران با توجه به سوابق آن‌ها توجه کافی داشته باشند و همچنین به جهت کسب بیشترین بازده که هدف نهایی شرکت می‌باشد پیشنهاد می‌شود نظارت مستمری بر مدیران وجود داشته باشد.

منابع

بزرگ اصل، موسی؛ صلح زاده، بیستون. (۱۳۹۴). رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۵۸، ۱۷۰-۱۵۳.

بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون. (۱۳۹۳). توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۷، ۱۱۹-۱۳۲.

حساس یگانه، یحیی؛ حسنی القار، محمد؛ مرفوع، علی. (۱۳۹۴). بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۸، ۸۱۸-۸۷۲.

دیدار، حمزه؛ خدایار یگانه، سیما. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره سوم، صص: ۱۱۸-۹۹.

سپاسی، سحر؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ صیادی سومار، علی. (۱۳۹۴). تأثیر توانایی مدیریت بر تجدید ارائه صورتهای مالی با تأکید بر انگیزه‌های فرصت طلبانه. دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۴(۷)، ۱۱۰-۸۹.

سرلک، نرگس؛ شیخ الاسلامی، فرامرز؛ ایزدپور، مصطفی. (۱۳۹۶). به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهشهای نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۱، ۹۲-۷۳.

مشایخی، بیتا؛ عظیمی، عابد. (۱۳۹۵). تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۳، شماره ۲، ۲۶۷-۲۵۳.

- منصورفر؛ دیدار، حمزه؛ حسین پور، وحید. (۱۳۹۴). بررسی توانایی مدیریت بر کیفیت سود. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲۳، ۳۷-۵۴.
- نمازی، محمد؛ غفاری، محمد جواد. (۱۳۹۴). بررسی اهمیت و نقش اطلاعات توانایی مدیران و نسبت‌های مالی به عنوان معیاری در انتخاب سبد بهینه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها. حسابداری مالی، سال هفتم، شماره ۲۶، ۲۹-۱.
- هوشنگ، امیر. (۱۳۹۵). به بررسی توانایی مدیریت بر ثبات سود شرکت‌ها و کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شاهرود.
- Baik, B., Farber, D., & Lee, S. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645–1668.
- Banker, R. D., Darrrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. (2013). The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88(1), 1–30.
- Bates, T. W., K. M. Kahle and R. M. Stulz, (2009), "Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to?", *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Carter, M. E., Franco, F., & Tuna, I. (2010). Premium pay for executive talent: An empirical analysis. Working paper. Boston College.
- Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO ability, pay, and firm performance. *Management Science*, 56(10), 1633–1652.
- Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76, 331-368.
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2004). Management quality and equity issue characteristics: A comparison of SEOs and IPOs. *Financial Management*, 39, 601-1642.
- Cote, J. M. & L,K,C. (1999). The merchandising ratio :A comprehensive measure of working capital strategy ". *Accounting Education* ,14(2), p266.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248.
- Demerjian, P., Lev, B., Lewis, M, & S. McVay (2013). "Managerial Ability and Earnings Quality. *The Accounting Review*, 88(22), 463-498.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206.
- Francis, J., Huang, A., Rajgopal, S., & Zang, A. Y. (2008). CEO reputation and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 109–147.
- Goodman, T. H., Neamtiu, M., Shroff, N., & White, H. D. (2013). Management forecast quality and capital investment decisions. *The Accounting Review*, 89(1), 331–365.
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2012). Managerial Attributes and Executive Compensation. *Review of Financial Studies*, 25(1), 144–186.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1969-1997.
- Harris, M., & Holmstrom, B. (1982). A theory of wage dynamics. *Review of Economic Studies*, 49, 315–333.
- 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.
- Jian, M. , & Lee, K. W. (2011). Does CEO reputation matter for capital investments? *Journal of Corporate Finance*, 17, 929–946.
- Libby, R., & Luft, J. (1993). Determinants of Judgment Performance in Accounting Settings: Ability, Knowledge, Motivation and Environment. *Accounting Organizations and Society*, 18, 425-450.
- Liu, Y. , & Mauer, D. C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics*, 120, 183–198.

- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233-262.
- 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*, Vol. 13, 187-221.
- Pinkowitz, L. F., & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. Georgetown University (Working paper).
- Rajgopal, S., T. Shevlin, and V. Zamora. (2006). CEOs' outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts. *The Journal of Finance* 61 (4):1813- 1844.
- 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.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 53-71.