

Quarterly Scientific Journal of Human Resources &
Capital Studies

[Online ISSN: 2783-3984]

<http://ensani.ir/fa/article/journal/1568>

<http://civilica.com/1/87979/#>

<http://magiran.com/8116>

Investigating the Effect of Managers' Uncertainty on Cash retention by Emphasizing the Moderating role of Growth Opportunity

Asiyeh Farazandeh Nia

PhD in Islamic Azad University, South Tehran Branch

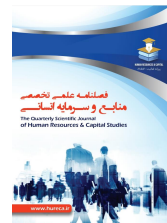
Date of Received: 05 January, 2022

Date of Accepted: 11 January, 2022

Abstract

In recent years, in the financial literature, increasing attention has been paid to the level of cash holdings of companies. This interest is due to the fact that companies keep significant amounts of cash on their balance sheets. The main purpose of this study is to investigate the effect of managers' uncertainty on cash retention by emphasizing the moderating role of growth opportunity. This research has three hypotheses. The sample used contains information about companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1392 to 1398. This information is extracted from financial statements available in databases such as the new Rahavard software. The present study is a post-event study based on the analysis of observed data. The results of testing the research hypotheses show that management overconfidence has no significant effect on cash retention and does not have the opportunity to develop a moderating role on the effect of managers' overconfidence on cash retention.

Keywords: Cash Holding, Growth Opportunity, Overconfidence, Managers



فصلنامه علمی منابع و سرمایه انسانی، دوره ۱، شماره ۱، پیاپی (۲)، زمستان ۱۴۰۰
ISSN : 2783-3984

بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل کننده فرصت رشد
کدمقاله: HRC-2201-1016

بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل کننده فرصت رشد

آسیه فرازنده نیا

دکتری تخصصی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۰/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۱۵

چکیده

در سال‌های اخیر، در ادبیات مالی، توجه روز افزونی به سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها شده است. این علاقه و توجه، ناشی از این واقعیت است که شرکت‌ها، مقادیر با اهمیتی از وجه نقد را در ترازنامه خود نگهداری می‌کنند. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل کننده فرصت رشد می‌باشد. این پژوهش دارای سه فرضیه می‌باشد. نمونه مورد استفاده در برگیرنده اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. این اطلاعات از صورت‌های مالی موجود در پایگاه‌های اطلاعاتی همچون نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده‌اند. پژوهش حاضر از نوع مطالعات پس رویدادی بوده که براساس تجزیه و تحلیل داده‌های مشاهده شده، انجام شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارد و فرصت رشد نقش تعدیل کننده بر تأثیرگذاری بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد ندارد.

کلمات کلیدی: نگهداشت وجه نقد، فرصت رشد، بیش اطمینانی، مدیران

مقدمه

ادبیات وجه نقد نشان می‌دهد که شرکت‌ها دارایی‌های نقدی را عمدتاً به خاطر انگیزه معاملاتی و احتیاطی و انگیزه نمایندگی انباشته می‌کنند. اگرچه این دو انگیزه از تئوری‌های مختلفی (به ترتیب تئوری‌های توازن و نمایندگی) توسعه یافته‌اند، اما تأکید بیش از حد بر انگیزه احتیاطی احتمالاً به مشکلات نمایندگی منجر خواهد شد زیرا دارایی‌های نقدی اضافی اختیار اضافی را برای مدیران فراهم می‌سازند (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹). اما پویایی در شرایط اقتصادی و محیط‌های تجاری موجب می‌شود که شرکت‌ها دارایی‌های نقدی را بیشتر به منظور احتیاط داشته باشند تا نمایندگی. دو تئوری برای توضیح دارایی‌های نقدی شرکت براساس اینکه کدام وجه نقد شرکت می‌تواند استفاده شود، هستند اما باور تصمیم‌گیرندگانی را که درباره چگونگی استفاده از وجه نقد تصمیم می‌گیرند در نظر نمی‌گیرند. ادبیات پژوهش تأثیر اطمینان بیش از حد مدیرعامل را بر تأمین مالی شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری اثبات می‌کند (مالمدیر و تیت، ۲۰۰۵؛ ملمندیتر و تیت، ۲۰۰۸؛ ملمندیتر و همکاران، ۲۰۱۱؛ هرشلیفر و همکاران، ۲۰۱۲؛ بن - دیوید و همکاران، ۲۰۱۳). یافته‌های پژوهش آن است که شرکت‌های دارای مدیران بیش اطمینان نسبت به شرکت‌های بدون مدیران بیش اطمینان تمایل دارند سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند اگر آنها وجوه داخلی کافی داشته باشند. از آنجایی که مدیران بیش اطمینان تمایل دارند بازده‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین بزنند، آنها درباره ارزش سهام شرکت‌ها با سرمایه‌گذاران بیرونی تفاوت نظر داشته و بنابراین از تأمین مالی خارجی از طریق افزایش سرمایه اجتناب می‌کنند (ملمندیتر و تیت، ۲۰۰۸). زمانی که مدیران بیش اطمینان عمدتاً با وجوه داخلی در پروژه‌های جدیدی سرمایه‌گذاری کنند، مخارج سرمایه‌ای دارایی‌های نقدی را در شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان کاهش می‌دهند.

مبانی نظری

بیش اطمینانی مدیران: بیش اطمینانی یا اعتماد بیش‌ازحد به خود را می‌توان اعتقادی بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف نمود. مفهوم بیش اطمینانی به‌طور گسترده در آزمایش‌های روانشناسی بررسی شده که نشان می‌دهد افراد هم درباره توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعاتشان، برآوردی بیش از اندازه دارند. همچنین در تخمین احتمالات ضعیف عمل می‌کنند و اغلب رویدادهایی با احتمال وقوع بسیار کمتر از صد درصد راحتی می‌دانند (اسکالا، ۲۰۰۸).

نگهداشت وجه نقد: انگیزه‌های نگهداری وجه نقد اهمیت بسیاری دارد؛ زیرا وجه نقد از سویی نقدترین دارایی واحد انتفاعی است و از سویی دیگر کمترین سودآوری را برای واحد انتفاعی به همراه می‌آورد. اگر وضعیت اقتصادی مساعد باشد، نگهداری حجم زیاد وجه نقد با توجه به هزینه - فرصت نگهداری آن ضروری نیست. اما در وضعیت نامساعد اقتصادی به منظور مواجهه با ریسک‌های بالقوه ناشی از ابهام‌های اقتصادی، نگهداری سطح مناسب وجه نقد ضرورت می‌یابد. سطح نگهداری وجه نقد در مدیریت وجه نقد عامل اساسی به شمار می‌رود (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸).

فرصت رشد: یکی از جذاب‌ترین ویژگی‌های یک شرکت، پتانسیل رشد آن است که می‌تواند سود سرمایه‌ای قابل ملاحظه‌ای را به سهامداران بدهد. بنابراین هدف مدیران شرکت‌ها همواره ایجاد رشد در فروش و به تبع آن رشد در دارایی‌های شرکت است. معیار فرصت رشد یکی از کلیدی‌ترین سنجه‌های هر سازمانی برای اتخاذ تصمیم‌گیری‌های راهبردی می‌باشد. این معیار به شرکت کمک می‌کند که به صورت ماهانه، فصلی یا سالانه افت و خیزهای تقاضا در بازار را شناسایی و محاسبه نماید.

اهرم مالی: مدیران شرکت‌ها به دلیل مزایای تأمین مالی از طریق بدهی تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تأمین کنند، اما تأمین مالی از طریق بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکت‌ها بخشی از درآمدهای خود را در سال‌های آینده صرف پرداخت هزینه‌های تأمین مالی کنند. در نتیجه سودآوری آینده آن‌ها کاهش خواهد یافت.

مروری بر پیشینه پژوهش

اسمعیلی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی اندازه‌گیری عدم اطمینان در نگهداشت وجه نقد ناشی از عدم تطابق سیاست‌های کلان اقتصادی و سیاست‌های حسابداری پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تطابق سیاست‌های مالیاتی، روش‌های ارزیابی موجودی کالا و روش‌های تجدید ارزیابی شرکت‌ها و سیاست پولی و سیاست‌های پولی انقباضی دولت‌ها بر کاهش عدم اطمینان در نگهداشت توجه نقد موثر هستند. همچنین تطابق سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌ها و سیاست‌های مالی انقباضی دولت‌ها بر کاهش عدم اطمینان در نگهداشت وجه نقد موثر هستند.

عزیزی و جوکار (۱۴۰۰) به بررسی وجود سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش و نقطه بحرانی تورم و تأثیر آن سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد با افزایش تورم، در ابتدا مقدار وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها افزایش می‌یابد؛ اما هنگامی که تورم به سطح خاصی برسد، میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها با افزایش تورم، کاهش می‌یابد. نتایج پژوهش نشان داد نقطه بحرانی تورم برای شرکت‌های ایرانی ۱۶ درصد است؛ اما شرکت‌هایی که دارای سرمایه در گردش مثبت هستند، آستانه تحمل‌پذیری بیشتری در مقابل تورم دارند و نقطه بحرانی تورم برای آنها در حدود ۱۹ درصد است. همچنین نتایج نشان داد هنگامی که سرمایه در گردش افزایش یابد، سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها افزایش می‌یابد و هنگامی که سرمایه در گردش به سطح خاصی برسد، میزان نگهداشت وجه نقد واحدهای تجاری با افزایش سرمایه در گردش، کاهش می‌یابد به بیانی دیگر، رابطه بین سرمایه در گردش و سطح نگهداشت وجه نقد غیرخطی و U شکل وارونه است.

جعفری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تحلیل تأثیر ناهنجاری‌های بازار و فرصت‌های رشد بر بازده سهام پرداختند. شواهد نشان می‌دهد بین سودآوری، درماندگی مالی، بخت‌آزمایی و ریسک غیرسیستماتیک با بازده آتی رابطه وجود دارد؛ اما مدل‌های مرسوم قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، صرف ناشی از ناهنجاری‌های مذکور را تبیین نمی‌کند. این شواهد

به صورت غیرمستقیم مؤید وجود معمای سودآوری، بخت آزمایی و ریسک غیرسیستماتیک در بازار سرمایه ایران است و نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران با گزینش راهبرد سرمایه‌گذاری مبتنی بر این ناهنجاری‌ها ممکن است بازده متفاوتی داشته باشند.

خدادادی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی ارتباط بین تعدیل در جریان وجه نقد آزاد با فرصت‌های رشد و بازده غیرعادی شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان داد جریان وجه نقد آزاد بدون تعدیل، معیاری است که با برآوردهای ارزشی بدون تعصب و دقیق‌تر برای شرکت و پروژه‌های برنامه‌ریزی شده آن، خدمات بهتری به سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر سهامداران ارائه خواهد کرد.

کامیابی و محسنی ملکی رستاقی (۱۳۹۹) به بررسی نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل آن و درجه اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های پایین وجه نقد بهینه با سرعت بیشتری نسبت به شرکت‌های بالا، به سمت وجه نقد بهینه حرکت می‌کنند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که با در نظر گرفتن اهرم مالی، سرعت رسیدن به وجه نقد بهینه برای شرکت‌های پایین وجه نقد بهینه، بسیار بیشتر از شرکت‌های بالای وجه نقد بهینه است.

حاجی هاشمی و ونوسفادرانی و عبدلی (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر میزان افشای اطلاعات به صورت داوطلبانه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از به کارگیری مدل اثرات تصادفی در مورد هر دو مدل نشان داد که علامت تمامی ضرایب مربوط به متغیرهای الگو از جنبه مبانی نظری، موافق انتظار بوده و کلیه ضرایب برآورد شده از نظر آماری معنی‌دار است. ضرایب تعیین الگوی برآورد شده در مدل افشای داوطلبانه اطلاعات ۳۳٪ در مدل مسئولیت‌پذیری اجتماعی ۳۳٪ بدست آمد که قدرت توضیح دهنده‌ی بسیار خوب الگوها را نشان می‌دهد. بدین ترتیب، میتوان بیان کرد که، بین بیش اطمینانی مدیران و میزان افشای اطلاعات به صورت داوطلبانه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی ارتباط معنادار وجود دارد.

احمدی زاده و امیریکی لنگرودی (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر سطح نگه داشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت‌های بخش مالی به شرکتهای بخش غیر مالی پرداختند. جامعه آماری پژوهش ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش داده‌های تلفیقی (پانل دیتا) استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر وجود رابطه معنی دار سطح نگه داشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت‌های بخش مالی به شرکت‌های بخش غیر مالی است.

دوگرو و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی نشان دادند که شرکت‌های دارای جریان وجه نقد آزاد بالا، بازده کمتری در مقایسه با شرکت‌های دارای جریان وجه نقد آزاد پایین دارند.

ها (۲۰۱۹) نشان داد تقاضا برای محافظه‌کاری مشروط با هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد، افزایش می‌یابد. به عبارتی، محافظه‌کاری بیشتر باعث می‌شود شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد بالایی دارند، مشکل

سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتری داشته باشند و این نشان دهنده توانایی محافظه‌کاری در کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد است.

فان و همکاران (۲۰۱۹) رابطه بین عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی دولت و نگهداشت وجه نقد را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند عدم اطمینان سیاسی به دلیل انگیزه‌های احتیاطی شرکت‌ها به میزان کمتری با تاخیرهای سرمایه‌گذاری و منابع نقدی شرکت ارتباط مثبت دارد. رابطه بین عدم اطمینان سیاسی و نگهداشت وجه نقد برای واحدهای تجاری وابسته به هزینه‌های دولتی بارزتر و فراتر از چرخه تجارت می‌باشد. نتایج تحلیل بیشتر نشان داد تأثیر عدم اطمینان سیاسی بر نگهداشت وجه نقد واحدهای تجاری از عدم اطمینان سیاسی بازار یا سایر عدم اطمینان اقتصاد کلان متمایز است.

آنتن (۲۰۱۹) رابطه اهرم مالی و رشد شرکت را در نمونه‌ای آماری شامل ۱۱۰۵ شرکت واقع در کشورهای مرکزی، شرقی و جنوب شرقی اروپا در دوره ۲۰۰۶ - ۲۰۱۴ بررسی کرده‌اند که نتایج نشان داد اهرم مالی بر رشد شرکت تأثیر منفی دارد. حسین و واسر (۲۰۱۸) با استفاده از مدل رگرسیون خطی چندگانه به بررسی عوامل مؤثر بر فرصت‌های رشد شرکت‌های فعال در صنعت شکر پاکستان طی سال‌های ۱۹۹۹ لغایت ۲۰۱۵ پرداخته‌اند. نتایج نشان داد فرصت رشد شرکت‌های موجود در این صنعت مستقل از اندازه شرکت و فروش صنعت است. اما تأثیر سن شرکت، اهرم مالی، دارایی‌های شرکت، جریان نقدی و سهم بازار بر رشد شرکت‌های مذکور همسو و معنادار است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.
فرضیه دوم: فرصت رشد بر تأثیرگذاری بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجه نقد نقش تعدیل کننده دارد.
فرضیه سوم: تأثیرگذاری بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای فرصت رشد بیشتر نسبت به شرکت‌های دارای فرصت رشد کمتر تفاوت معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

اطلاعات و داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از صورت‌های مالی و گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین، نرم افزار ره آورد نوین استخراج شد. داده‌های به کار رفته در این پژوهش بر پایه اطلاعات تاریخی شرکت‌ها به دست آمده‌اند و از سامانه بورس اوراق بهادار تهران و با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه گردآوری شده‌اند. محاسبه متغیرهای پژوهش در صفحه گسترده اکسل و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین انجام شد. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ (دوره ۶ ساله) است.

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با تعدیل این

جامعه با قید محدودیت‌های زیر، نمونه آماری مشخص گردید.
قبل از سال مالی ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و نام آنها تا پایان سال ۱۳۹۸ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشند.
جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالی و واسطه‌گری مالی نباشند.
در طی دوره پژوهش، توقف فعالیت نداشته باشند و یا اقدام به تغییر سال مالی ننموده باشند.
سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشند.
اطلاعات مورد نیاز متغیرهای پژوهش در خصوص آنها در دسترس باشند.

مدل پژوهش و متغیرهای آن

مدل‌های این پژوهش به شرح معادله رابطه زیر می‌باشد:

$$\text{Cash Holding}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Over-confidence}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Financial Leverage}_{it} + \beta_4 \text{CFO Ratio}_{it} + \beta_5 \text{CAPE Exp}_{it} + \beta_6 \text{NWC}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Cash Holding}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Over-confidence}_{it} + \beta_2 \text{Growth Opportunity}_{it} + \beta_3 \text{CEO Over-confidence}_{it} \times \text{Growth Opportunity}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Financial Leverage}_{it} + \beta_6 \text{CFO Ratio}_{it} + \beta_7 \text{CAPE Exp}_{it} + \beta_8 \text{NWC}_{it} + \varepsilon_{it}$$

در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان‌طور که ذخایر وجه نقد افزایش می‌یابد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود. در این پژوهش نگهداشت وجه نقد متغیر وابسته است. برای محاسبه سطح نگهداشت وجه نقد به پیروی از مدل اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) از نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر کل دارایی‌های شرکت استفاده می‌کنیم.

$$\text{Cash Holding} = \frac{\text{Cash} + \text{Short term investment}}{\text{Total Assets}}$$

متغیر مستقل در این پژوهش بیش اطمینانی مدیران است. رفتار مدیران از جنبه‌های مختلف در پژوهش‌های تجربی بررسی و مورد آزمون قرار می‌گیرد. یکی از جنبه‌های متفاوت عملکرد مدیران اطمینان بیش از حد آن‌ها در سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌ها است که به عنوان بیش اطمینانی (اعتمادی) مدیران مطرح شده است. بیش اطمینانی (اعتمادی) مدیران از

طریق برآورد مدل زیر اندازه گیری می شود:

$$\Delta \text{Assets}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Sales}_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل $\Delta \text{Assets}_{it}$ بیان گر تغییرات مجموع کل دارایی های سال جاری نسبت به سال قبل و ΔSales_{it} نشان دهنده تغییرات کل درآمدهای فروش سال جاری نسبت به سال قبل است. طبق مدل فوق آن بخش از تغییرات حجم دارایی ها که تحت تأثیر میزان فروش نیست، در مقادیر خطای مدل نشان داده می شوند. بنابراین معیار تشخیص میزان بیش اطمینانی (اعتمادی) مدیران اندازه های مقادیر خطای حاصل از برآورد مدل است. هر چه مقادیر خطای یک مدل برای یک شرکت بالاتر باشد، میزان بیش اطمینانی (اعتمادی) مدیران بیشتر است. در این پژوهش فرصت رشد متغیر تعدیلگر است. برای این منظور از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود.

متغیرهای کنترلی پژوهش به شرح زیر هستند:

اندازه شرکت

اندازه شرکت عمدتاً معرف وضعیت شرکت از نظر سودآوری، حجم فعالیت و ارزش شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها محاسبه می شود.

$$\text{اندازه شرکت} = \text{LN}(\text{ارزش دفتری کل دارایی ها})$$

اهرم مالی

نماینده ریسک مالی شرکت است و از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها محاسبه می شود.

$$\text{ارزش دفتری کل دارایی ها} / \text{ارزش دفتری کل بدهی ها} = \text{اهرم مالی}$$

نسبت جریان نقدی

بیان گر جریان های ورودی و خروجی وجوه نقد است و از نسبت جریان نقدی عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی ها حاصل می شود.

$$\text{ارزش دفتری کل دارایی ها} / \text{جریان نقدی عملیاتی} = \text{نسبت جریان نقدی}$$

نسبت هزینه های سرمایه ای

از نسبت مخارج سرمایه ای (ارزش دفتری دارایی های ثابت و سرمایه گذاری های بلندمدت) به ارزش دفتری کل دارایی ها محاسبه می شود.

کل دارایی‌ها / ارزش دفتری دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت = هزینه‌های سرمایه‌ای

نسبت سرمایه در گردش

از نسبت تفاضل سرمایه در گردش منهای وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

کل دارایی‌ها / تفاضل سرمایه در گردش منهای وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت = نسبت سرمایه در گردش

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی پژوهش حاضر که شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، انحراف معیار، چولگی و ضریب کشیدگی می‌باشد به شرح نگاره (۱) است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
نگهداشت وجوه نقد	۰/۰	۰/۲	۰/۸	۰/۶	۰	۳/۷
اندازه شرکت	۱۴	۱۴	۲۰/۱	۱۰	۱	۰/۰
اهرم مالی	۰/۰	۰/۷	۱/۲	۰/۵	۰	۰/۹
نسبت جریان نقدی	۰/۰	۰/۲	۱/۰	-۱/۲	۰	۰/۰
نسبت هزینه‌های سرمایه‌ای	۰/۵	۰/۶	۰/۱	۰	۰	۳/۰
نسبت سرمایه در گردش	۰/۵	۰/۴	۲/۶	-۱/۹	۰	۰/۳

آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است:

نگاره ۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری	آماره VIF
بیش اطمینانی مدیریت	-۰/۰۰۳۷۹۳	۰/۰۰۳۱۹۵	۱/۱۸۷۱۷۶	۰/۲۳۵۴	۰۳۵۴۹ ۱/۸
اندازه شرکت	-۰/۰۰۳۰۳۹	۰/۰۰۱۰۹۳	۲/۷۷۹۹۲۰	۰/۰۰۵۵	۰۴۵۰۷ ۱/۷
اهرم مالی	-۰/۰۵۲۱۶۳	۰/۰۱۰۱۶۳	۵/۱۳۲۵۷۱	۰/۰۰۰۰	۶۷۷۳۳ ۱/۱
نسبت جریان نقدی	۰/۰۹۲۳۹۷	۰/۰۱۰۱۳۴	۹/۱۱۷۰۹۴	۰/۰۰۰۰	۲۷۰۰۰ ۱/۸
نسبت هزینه‌های سرمایه ای	-۰/۰۵۳۲۳۷	۰/۰۱۵۲۸۸	۳/۴۸۲۳۲۲	۰/۰۰۰۵	۲۲۷۸۹ ۱/۲
نسبت سرمایه در گردش	-۰/۰۱۴۹۵۱	۰/۰۰۶۸۱۸	۲/۱۹۲۷۷۰	۰/۰۲۸۵	۶۳۱۹۸ ۱/۳
مقدار ثابت	۰/۱۱۲۸۷۲	۰/۰۱۷۶۷۱	۶/۳۸۷۲۶۳	۰/۰۰۰۰	-
ضریب تعیین:	ضریب تعیین تعدیل شده:	آماره اف:	سطح معناداری:	آماره دوربین واتسون:	
۰/۱۱۹۰۷۵	۰/۱۱۳۹۰۳	۲۳/۰۲۳۹۴	۰/۰۰۰۰	۱/۸۳۳۷۲۸	

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و همچنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۱/۹۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مربوطه توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۷۳۵) بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و

استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره ۲ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر بیش اطمینانی مدیریت از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد بیشتر است، بنابراین تأثیرگذاری متغیر فوق بر نگهداشت وجوه نقد رد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر است:

نگاره ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری	آماره VIF
مقدار ثابت	۰/۰۳۰۶۱۸	۰/۰۵۳۰۴۳	۰/۰۵۷۷۲۳۴	۰/۰۵۶۳۹	-
بیش اطمینانی مدیریت	۰/۰۰۲۵۵۵	۰/۰۰۴۱۷۲	۰/۰۶۱۲۲۹۶	۰/۰۵۴۰۵	۰/۰۳۷۸۱ ۲/۵
فرصت رشد	۰/۰۰۸۴۰۷	۰/۰۰۴۳۱۲	۰/۰۹۴۹۹۱۹	۰/۰۰۵۱۵	۰/۰۰۹۲۹ ۲/۴
بیش اطمینانی مدیریت × فرصت رشد	۰/۰۰۰۵۲۴	۰/۰۰۵۷۶۹	۰/۰۰۹۰۸۴۷	۰/۰۹۲۷۶	۰/۰۱۱۹۱ ۳/۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۵۹۶۸	۰/۰۰۳۴۸۱	۰/۰۷۱۴۲۵۲	۰/۰۰۸۶۸	۰/۰۴۹۷۶ ۱/۲
اهرم مالی	۰/۰۳۸۰۲۹	۰/۰۱۳۹۹۹	۰/۰۷۱۶۵۸۵	۰/۰۰۰۶۷	۰/۰۶۱۸۹ ۱/۵
نسبت جریان نقدی	۰/۰۸۹۷۸۲	۰/۰۱۰۵۲۴	۰/۰۵۳۰۹۲۳	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۲۷۱۶۰ ۱/۴
نسبت هزینه های سرمایه ای	۰/۰۶۲۹۴۱	۰/۰۱۵۷۱۷	۰/۰۰۴۶۱۰	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۲۲۹۵۰ ۱/۲
نسبت سرمایه در گردش	۰/۰۲۷۷۳۸	۰/۰۰۸۷۵۰	۰/۰۱۷۰۰۷۱	۰/۰۰۰۱۶	۰/۰۶۳۲۲۰ ۱/۹

ضریب تعیین شده:	ضریب تعیین:	آماره اف:	سطح معناداری:	آماره دوربین واتسون:
۰/۳۸۱۸۰۴	۰/۴۸۲۹۱۵	۵/۳۰۰۲۸۳	۰/۰۰۰۰	۱/۵۸۸۲۲۸

سطح معنی داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۴۸/۲۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مربوطه توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۵۸۸) بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره ۳ مشاهده می‌شود سطح معنی داری آماره t برای متغیر بیش اطمینانی مدیریت × فرصت رشد از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد بیشتر است، بنابراین تأثیرگذاری متغیر فوق بر نگهداشت وجوه نقد رد و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود.

آزمون فرضیه سوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر است:

نگاره ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش

گروه	تفاوت گروه‌ها					آماره آزمون	تأثیر رشد	سطح معنی داری
	میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد	تفاوت در سطح ۹۵ درصد				
				حد پایین	حد بالا			
گروه ۱ (شرکت- های با فرصت رشد بیشتر)	۴۵۴۳۴ -۰/۱	۵۰۵۵۹ -۰/۸	۰۲۲۳۲ -۰/۲	۴۹۸۱۹ -۰/	۴۱۰۴۸ -۰/	۱/۳۵۳ -۲۰	۵ ۱۲	۰ -۰/۰۰
گروه ۲ (شرکت- های با فرصت رشد بیشتر)	۴۵۸۸۳ -۰/۲	۵۰۱۵۹ -۰/۵	۰۲۲۱۴ -۰/۵	۵۰۲۳۴ -۰/	۴۱۵۳۲ -۰/	۱/۷۱۹ -۲۰	۵ ۱۲	۰ -۰/۰۰

در این فرضیه تفاوت معنی داری تأثیرگذاری بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد کمتر، مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با توجه به آماره آزمون و سطح معنی داری محاسبه شده بیان گر این است که تأثیرگذاری بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد کمتر تفاوت معناداری وجود دارد و فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده است.

نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارد و فرصت رشد نقش تعدیل کننده بر تأثیرگذاری بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد ندارد. این نتایج مغایر با یافته‌های مالمیندیر و تیت (۲۰۰۵)، دشماخ و همکاران (۲۰۱۵) است که معتقدند سهام شرکت‌ها در حال حاضر کمتر از قیمت واقعی ارزشگذاری شده‌اند و در نتیجه هزینه تأمین مالی در آتی کمتر خواهد شد و شرایط برای تأمین منابع مالی بهبود می‌یابد، بنابراین تأمین مالی خارجی را به تأخیر انداخته و با اتکا بر منابع مالی داخلی به تأمین مالی سرمایه‌گذاری می‌پردازند.

پیشنهادات حاصل از یافته‌های پژوهش

الف- با توجه به نقش محوری وجه نقد در تداوم فعالیت، انعطاف‌پذیری مالی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مدیران برای نگهداشت وجه نقد انگیزه کافی دارند. با وجود مزیت‌هایی که انباشت وجه نقد در شرکت دارد، میتوان مشکلاتی از قبیل افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیربهبهینه به دلیل مسائل نمایندگی را برای نگهداری آن تصور کرد. با توجه به نتایج حاصله به نظر می‌رسد مدیران در نگهداشت وجه نقد از سویه‌های رفتاری مانند بیش اطمینانی متأثر نمی‌شوند یا به عبارتی میزان تأثیرپذیری کمتری دارند. بنابراین سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و در حالت کلی ذی‌نفعان بایستی این مورد را مدنظر گرفته و سایر ویژگی‌های رفتاری را مدنظر قرار دهند.

ب- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که نوع پروژه‌هایی که مدیران اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند را مورد توجه جدی قرار دهند، زیرا سرمایه‌گذاری‌های با ارزش فعلی خالص مثبت یا منفی هر کدام پیامدها و تبعات مثبت و منفی خاص خود را دارا می‌باشند.

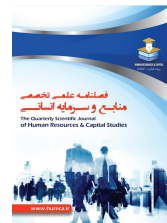
منابع

منابع فارسی

- ۱) احمدی زاده، عفت؛ امیریکی لنگرودی، حبیب. (۱۳۹۹) تاثیر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت و بحران مالی بر سرریز ریسک مالی. مجله مدیریت توسعه و تحول، ۴۰(۱) ۵۵-۶۴.
- ۲) [اسماعیلی، حامد، رضایی، فاضل، محمدی نوده، فرزین، وطن پرست، محمدرضا \(۱۴۰۰\)](#) بررسی اندازه گیری عدم اطمینان در نگهداشت وجوه نقد ناشی از عدم تطابق سیاست‌های کلان اقتصادی و سیاست‌های حسابداری. [دانش حسابرسی سال ۲۱، بهار ۱۴۰۰، شماره ۸۲.](#)
- ۳) [جعفری؛ علیرضا، عربصالحی؛ مهدی، صمدی، سعید \(۱۴۰۰\)](#) تحلیل تأثیر ناهنجاری‌های بازار و فرصت‌های رشد بر بازده سهام. مدیریت دارایی و تأمین مالی. [دوره ۹، شماره ۱ - شماره پیاپی ۳۲، بهار ۱۴۰۰، صفحه ۹۲-۶۳.](#)
- ۴) [حاجی ابراهیمی، مریم، اسکندر، هدی \(۱۳۹۸\)](#) بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک پذیری و عملکرد شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری. سال م صص ۳۳۹ - ۳۶۲ هشتم، شماره ۳۱. بهار ۱۳۹۸. صص ۳۳۹ - ۳۶۲.
- ۵) [حاجی هاشمی ورنوسفادرائی، منصوره، عبدلی، محمدرضا \(۱۳۹۹\)](#) بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر میزان افشای اطلاعات به صورت داوطلبانه و مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری. سال نهم/ شماره سی و پنجم/ پائیز ۱۳۹۹.
- ۶) [خدادادی، ولی، جهان دوست مرغوب، مهران، حاجی زاده، سعید، ویسی حصار، ثریا \(۱۴۰۰\)](#) بررسی ارتباط بین تعدیل در جریان وجه نقد آزاد با فرصت‌های رشد و بازده غیرعادی شرکت‌ها. فصلنامه حسابداری و منافع اجتماعی، دانشگاه الزهرا (س) دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی. حسابداری و منافع اجتماعی، دوره ۱۱، شماره ۱، بهار ۱۴۰۰، صص ۱۷-۴۱.
- ۷) [عزیزی، صدیقه، جوکار، حسین \(۱۴۰۰\)](#) بررسی وجود سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش و نقطه بحرانی تورم و تأثیر آن. مجله علمی دانش حسابداری مالی. مقاله پژوهشی، دوره ۸ - شماره (۱) پیاپی ۲۸، بهار ۱۴۰۰، صفحه ۱۴۵ - ۱۷۳.
- ۸) [کامیابی، یحیی، محسنی ملکی رستاقی، بهرام \(۱۳۹۹\)](#). نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل آن و درجه اهم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، زمستان ۱۳۹۹، شماره ۴۸، از صفحه ۶۱ تا ۷۸.

منابع انگلیسی

- 1) Anton, S. G. (2016). The impact of leverage on firm growth. Empirical



فصلنامه علمی منابع و سرمایه انسانی، دوره ۱، شماره ۱، پیاپی (۲)، زمستان ۱۴۰۰
ISSN : 2783-3984

بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل کننده فرصت رشد
کدمقاله: HRC-2201-1016

- evidence from Romanian listed firms. Review of economic and Business Studies, 9(2), 147-158
- 2) Dogru, T. ,Kizildag, M. , Ozdemir, O. , &Erdogan, A. (2020). Acquisitions andshareholders' returns in restaurant firms: The effects of free cash flow, growthopportunities, and franchising. International Journal of HospitalityManagement, 84, 102327.
 - 3) Ha, J. (2019). Agency costs of free cash flow and conditional conservatism.Advances in accounting, 46, 100417.
 - 4) Harford, J., Mansi, S.A., Maxwell, W.F., (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. Journal of FinancialEconomics 87, 535–555.
 - 5) Hussain, S. &Waseer, W. A. (2018). Firm size, age, leverage and growth opportunities: An initial inquiry by Pakistan. Advances in Social Sciences Research Journal, 5(1), 264-278.
 - 6) Malmendier, U. Tate, G, (2005), “CEO Overconfidence and Corporate Investment”, Journal of Finance, Vol. 60, PP. 2661–2700.
 - 7) per. 36- Opler, T. Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999).The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. Journal of Financial Economics, Vol. 52, No. 1, Pp. 3-46.
 - 8) Phana, V. H., Nguyenb, N. H., Nguyenc, H. T., &Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. Journal of Business Research, 95, 71-82.
 - 9) Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance – an interdisciplinary literature review. Bank I Kredyt (4), pp.33-50