



Investigating the Effect of Stock Liquidity on the Construction of a Managerial Empire: Financial Limitations and CEO Overconfidence

Mahdi Alibalai

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

Mohsen Rahimi Dastjerdi (Corresponding author)

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

mrhimiphd@gmail.com

Rahman Saedi

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

Article Info	Extended Abstract
Article type: Research Article	Introduction In the area of factors related to managers and their behavior, one of the factors of interest is the creation of empires by managers. The motivation to build an empire is related to the degree of uncertainty, the structure of the management compensation plan, and the degree of risk aversion and preference for caution (Bragoli et al., 2022). Empire-building managers, through their decisions, opportunistically grow their companies beyond the optimal size. Opportunistic decisions, such as excessive capital expenditures, growth of assets beyond the optimal level, and acquisition of new companies, are often made with goals such as: achieving power, prestige, and position, receiving excessive compensation, and keeping unused resources under management control (Hope & Thomas, 2008). Young et al. (2014) believe that managers with high motivations to build a managerial empire purposefully hide information from the reporting department, which leads to lower financial reporting quality. Accordingly, it can be said that the incentive to create an empire with an impact on the quality of financial reporting can be important for shareholders, stakeholders, analysts, and all individuals and organizations that use the company's information (Weiskirchner-Merten, 2023).
Article history: Received: 09 Jun 2024 Accepted: 27 Nov 2024	It is of great importance to examine the factors that can affect the construction of a management empire. One of the factors that can affect the construction of a management empire is the liquidity of stocks. One of the most important functions of financial markets, especially the capital market, is to increase the liquidity of stocks and reduce the risk
Keywords: Stock liquidity, Managerial Empire Building, Financial limitations, CEO Overconfidence.	
JEL: G32, G01	



associated with liquidity. The attractiveness of investing in a stock depends on the liquidity of that stock, which is also an important aspect of the optimal resource allocation process. Liquidity is one of the major sources of risk for investors, and it can be said that market liquidity has a significant impact on the stability of financial systems, because liquid markets can absorb systematic shocks. Liquidity prevents imbalances in the market, because risk is better distributed ([Acharya & Pedersen, 2005](#)). Investors accept a riskier asset if it offers them a higher return, and therefore one of the factors affecting asset risk is its liquidity. The lower the liquidity, the less attractive the stock becomes ([Ng, 2011](#)).

Relatively little understanding is found in the literature on the consequences of stock liquidity, particularly whether these factors allow managers to benefit from personal gains when ownership of the firm is separated from its management. Hence, the contribution of the present study to the literature is to provide evidence on the impact of stock liquidity, considering the role of financial constraints and CEO overconfidence on managers' willingness to engage in empire building.

The hypotheses of this study are formulated as follows:

Hypothesis 1: Stock liquidity has a positive effect on managerial empire building.

Hypothesis 2: Financial constraints enhance the effect of stock liquidity on managerial empire building.

Hypothesis 3: CEO overconfidence moderates the effect of stock liquidity on managerial empire building.

Literature and Background Review

[Azad et al. \(2020\)](#) conducted a study titled "Behavioral Characteristics of Managers and Stock Liquidity". In this study, indicators of management ability, tenure, and optimism were used as behavioral characteristics of managers. The sample of this study included information from 100 companies listed on the Tehran Stock Exchange. The results of the data analysis indicated that the behavioral characteristics examined in this study, including optimism, ability, and management tenure, did not have a significant effect on the liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange. These findings indicate that stock trading on the Tehran Stock Exchange is not largely influenced by the behavioral characteristics of company managers and benefits from other information to shape the price and volume of transactions.

[Weiskirchner-Merten \(2023\)](#) conducted a study titled "Capital budgeting and managerial empire building." This paper examines how a company's headquarters uses an empire-building manager's report about decision-



relevant private information to make capital budgeting decisions and compensate the manager. To this end, a model consisting of a headquarters (principal) and the manager (agent) who reports on the investment project's expected profitability. was developed. Optimal investment sizes and compensation payments were identified, where the headquarters trade off managerial information rents – arising from empire-building benefits inducing the manager to favour overinvestment – for investment efficiency. The headquarters counteract the manager's desire for overinvestment with investment distortions in the form of underinvestment (or overinvestment) for a high (or low) expected profitability. Due to these distortions, the expected compensation is not monotone in the level of empire-building benefits. Unlike previous capital budgeting studies, in this study, the results showed that that managerial empire-building benefits can multi-directionally affect companies' optimal capital budgeting decisions and related compensation schemes.

[Chatterjee et al. \(2021\)](#) conducted a study titled “Stock liquidity, empire building, and valuation”. It is predicted that high stock liquidity negatively affects firm valuation by inducing inefficient investment. This study was conducted over the period 1981-2011 and using 12,916 firm-year observations. The results showed that that a liquid firm is more likely than an illiquid firm to acquire a public firm. Such a takeover by a bidder with higher stock liquidity destroys bidder value to a larger degree. These patterns occur in both stock and cash acquisitions and hold after we use decimalization of tick size as a quasi-exogenous shock to stock liquidity. Finally, the results showed that financial constraints and corporate governance play important roles in the effects of stock liquidity on empire building in mergers and acquisitions.

Method

The present study is a descriptive and correlational study in terms of its fundamental experimental objective and in terms of the relationship between variables. The data and information used are historical and post-event. The Tehran Stock Exchange website was used to collect data and the Eviews 10 software was used to test the hypotheses. In this study, five criteria were used in combination to calculate managerial empire building. The criteria in question are acquisitions, consolidation, growth in capital expenditures, growth in total assets, and growth in tangible fixed assets. The ratio of tax expense to pre-tax profit was used to calculate tax avoidance. Also, a dummy variable was used to measure the variables of supervisory mechanisms and CEO overconfidence. The statistical population of this study is the companies listed on the Tehran Stock



Exchange from the beginning of 2014 to the end of 2022 that have maintained their membership in the stock exchange during this period. The statistical sample of this study was also selected from among the aforementioned companies using the elimination method (systematic), and a total of 105 companies were selected. To test the hypotheses of the present study, estimation of multivariate regression models using the mixed data method was used.

Results

The results of testing the first hypothesis showed that stock liquidity has a positive effect on building a managerial empire. In fact, stock liquidity has the potential to strengthen the building of a managerial empire, so the first hypothesis of the study is accepted. The results of this study are significantly consistent with the research of [Chatterjee et al. \(2021\)](#). They showed in their study that a company with higher liquidity is more likely to acquire a government company than a company with less liquidity. Such a takeover by an offeror with higher stock liquidity would significantly erode the value of the offeror company. The results of the second hypothesis test showed that financial constraints strengthen the effect of stock liquidity on managerial empire building. It seems that financial constraints themselves are a factor that increases managerial empire building by affecting stock liquidity, so the second hypothesis of the study is accepted. The results of this study are also significantly consistent with the research of [Chatterjee et al. \(2021\)](#). They showed in their study that financial constraints play an important role in the effect of stock liquidity on empire building in mergers and acquisitions. The results of the third hypothesis test showed that CEO overconfidence moderates the effect of stock liquidity on managerial empire building. In fact, when a CEO is overconfident in his decisions, this factor strengthens the effect of stock liquidity on managerial empire building. Therefore, the third hypothesis of the study is accepted. The results of this study are significantly consistent with the research of [Meng et al. \(2023\)](#). They showed in their study that directors' liability insurance reduces the effect of CEO overconfidence and risk-seeking behaviors on their acquisition decisions. In general, the results of this study show that directors' liability insurance can play an effective monitoring role that prevents managers from empire building.

Conclusions

According to the research results, managers in highly liquid companies have incentives to overinvest and inefficiently (i.e., engage in empire building). Managers in these companies choose to do this to pursue their



own private interests rather than maximizing shareholder value. Therefore, it is suggested to prevent managers from building empires by increasing company debt and using strong corporate governance mechanisms, because companies that are more financially constrained and face greater pressure to provide debt have less incentive for managers to overinvest and build empires.

Conflict of Interests (COI): No conflicts of interest have been declared by the authors.





بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی: محدودیت‌های مالی و اعتماد به

نفس بیش از حد مدیرعامل بهادر تهران

مهدی علی بالائی

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.

محسن رحیمی دستجردی (نویسنده مسئول)

گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

mrahimiphd@gmail.com

رحمان ساعدی

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله:	مدیران از طریق تصمیمات خود جهت رسیدن به اهدافی مانند دستیابی به قدرت، اعتبار و موقعیت و
پژوهشی	دریافت پاداش بیش از حد؛ به طور فرصت طلبانه شرکت‌های خود را فراتر از اندازه مطلوب رشد می‌دهند
تاریخچه مقاله:	از طرفی نقدشوندگی بالای سهام می‌تواند به کاهش محدودیت‌های مالی کمک کند و باعث شود مدیران
تاریخ دریافت: ۲۰ خرداد ماه ۱۴۰۳	فرصت طلب با اعتماد به نفس بیش از حد خود اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارآمد برای ساختن امپراتوری
تاریخ پذیرش: ۰۷ آذر ماه ۱۴۰۳	نمایند هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی باتوجه به
واژگان کلیدی:	محدودیت‌های مالی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش
نقدشوندگی سهام، ساخت	شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۱۰۵ شرکت
امپراتوری	برای دوره ۹ ساله ۱۳۹۳-۱۴۰۱ است. روش نمونه‌گیری، روش حذفی سیستماتیک بوده است. در این
محدودیت‌های مالی، اعتماد به	پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چندگانه به روش داده‌های
نفس بیش از حد مدیرعامل.	ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری
	مدیریتی تأثیر مثبتی دارد و محدودیت‌های مالی این اثر را تقویت می‌کند همچنین اعتماد به نفس بیش از
	حد مدیرعامل تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تعدیل می‌کند.



۱. مقدمه

در حوزه عوامل مربوط به مدیران و رفتار آن‌ها یکی از عوامل مورد توجه، ایجاد امپراتوری توسط مدیران است. انگیزه ساخت امپراتوری با درجه عدم اطمینان، ساختار طرح پاداش مدیریتی و درجه ریسک‌گریزی و ترجیح برای احتیاط مرتبط است (Bragoli et al., 2022). مدیران سازنده امپراتوری، از طریق تصمیمات خود، به طور فرصت‌طلبانه شرکت‌های خود را فراتر از اندازه مطلوب رشد می‌دهند. تصمیم‌های فرصت‌طلبانه، مانند هزینه‌های سرمایه‌ای بیش از حد، رشد دارایی‌ها فراتر از سطح بهینه و اکتساب شرکت‌های جدید، اغلب با اهدافی مانند: دستیابی به قدرت، اعتبار و موقعیت، دریافت پاداش بیش از حد و نگه داشتن منابع استفاده نشده تحت کنترل مدیریتی انجام می‌شود (Hope & Thomas, 2008). یانگ و همکاران (Young et al., 2014) معتقدند مدیران با انگیزه‌های بالا برای ایجاد امپراتوری مدیریتی، اطلاعات گزارش‌بخش را به صورت هدفمند پنهان می‌کنند که منجر به کیفیت گزارش‌دهی بخش پایین‌تر می‌شود. بر این اساس می‌توان گفت انگیزه ایجاد امپراتوری با تأثیر بر کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند برای سهامداران، ذینفعان، تحلیل‌کنندگان و کلیه افراد و سازمان‌های که از اطلاعات شرکت استفاده می‌کنند حائز اهمیت باشد (Weiskirchner-Merten, 2023). از این بررسی عواملی که می‌تواند بر ساخت امپراتوری مدیریتی تأثیرگذار باشد اهمیت زیادی دارد. یکی از عواملی که می‌تواند بر ساخت امپراتوری مدیریتی مؤثر باشد، قابلیت نقدشوندگی سهام است. یکی از مهمترین کارکردهای بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه افزایش قابلیت نقدشوندگی سهام و کاهش صرف ریسک مربوط به نقدشوندگی می‌باشد. جذابیت سرمایه‌گذاری در یک سهم به قدرت نقدشوندگی آن سهم بستگی دارد که یکی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع نیز به شمار می‌آید. نقدشوندگی یکی از منابع بزرگ ریسک برای سرمایه‌گذاران است و می‌توان گفت که نقدشوندگی بازار در ثبات سیستم‌های مالی تأثیر به سزایی دارد، زیرا بازارهای نقد می‌توانند شوک‌های سیستماتیک را جذب کنند. نقدشوندگی از عدم تعادل در بازار جلوگیری می‌کند، زیرا توزیع ریسک بهتر انجام می‌شود (Acharya & Pedersen, 2005). سرمایه‌گذاران در صورتی دارایی با ریسک بالاتر را می‌پذیرند که بازده بالاتری را عاید آنها سازد و لذا یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی

قابلیت نقدشوندگی آن است. هرچه نقد شوندگی کمتر باشد، سهم جذابیت کمتری پیدا می‌کند (Ng, 2011).

درک نسبتاً کمی در ادبیات در مورد پیامدهای قابلیت نقدشوندگی سهام یافت می‌شود، به ویژه در مورد اینکه آیا این عوامل به مدیران اجازه می‌دهد زمانی که مالکیت شرکت از مدیریت آن جدا می‌شود، از منافع شخصی بهره‌مند شوند. از این رو سهم مطالعه حاضر در ادبیات، ارائه شواهدی در مورد تأثیر قابلیت نقدشوندگی سهام با توجه به نقش محدودیت‌های مالی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر تمایل مدیران برای شرکت در ساخت امپراتوری است. با توجه به بررسی‌های صورت گرفته، مطالعه حاضر یکی از اولین مطالعاتی است که قابلیت نقدشوندگی سهام با توجه به نقش محدودیت‌های مالی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل را با ساختن امپراتوری مرتبط می‌کند. افزون بر این در پژوهش حاضر یک معیار ترکیبی از ساختن امپراتوری با استفاده از پنج گزینه از ادبیات ایجاد می‌گردد تا پدیده ساخت امپراتوری مدیریتی به تصویر کشیده شود و روشن گردد. نتایج این پژوهش می‌تواند برای سهامداران مختلف شرکت مفید باشد، زیرا شواهدی در مورد انگیزه‌های مشارکت مدیران در ساخت امپراتوری ارائه می‌دهد. بنابراین، یافته‌های این مطالعه برای سهامداران، قانون‌گذاران و سایر ذینفعان شرکت‌ها مفید است.

۲. مبانی نظری

بیشتر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) سهام با نقدشوندگی بالا را بر سهام با نقدشوندگی پایین ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی صرفاً راحتی در خرید و فروش دارایی مورد نظر می‌باشد. بعضی از عوامل مربوط به نقدشوندگی سهام دربرگیرنده تعداد سهام معامله گردیده در هر روز، تعداد شرکت‌های معامله گردیده در هر روز، ارزش سهام معامله گردیده روزانه، تعداد روزهای معاملاتی، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید می‌باشد. نقد شوندگی شرکت در کتاب شناسی مالی به دو مفهوم می‌باشد؛ نقدشوندگی دارایی‌های حقیقی آن و نقدشوندگی سهام آن. یک دارایی، زمانی نقد به حساب می‌آید که بتواند با سرعت

پایین به وجه نقد تبدیل گردد. این تعریف هم دربرگیرنده دارایی‌های واقعی و هم دربرگیرنده دارایی‌های مالی می‌گردد. مفهوم اول نقدشوندگی، نقدشوندگی دارایی‌های واقعی بنگاه می‌باشد که بر اساس آن، یک بنگاه نقدشونده محسوب می‌گردد که اگر نسبت زیادی از دارایی‌های نقدی نظیر وجوه نقد در ترازنامه خود داشته باشد. مفهوم دوم، نقدشوندگی سهام بنگاه مورد معامله می‌باشد. بر اساس این مفهوم یک بنگاه در صورتی نقدشونده به حساب می‌آید که سهام آن از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. نقدشوندگی دارایی‌های بنگاه از طریق دارایی‌های واقعی آن در بازار مشخص می‌گردد، در حالی که نقدشوندگی سهام آن، در بازارهای مالی تعیین‌پذیر می‌باشد ([Mehrani & Rasaiian, 2009](#)).

نقدشوندگی سهام یک عامل کلیدی در ارزش گذاری شرکت است. ادبیات نشان داده است که نقدشوندگی بالای سهام می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. به عنوان مثال، نقدینگی سهام می‌تواند انگیزه نظارت نهادی، کارایی پاداش مدیریتی، اثربخشی کنترل شرکتی، اطلاع‌رسانی قیمت و سایر عوامل را افزایش دهد. با این حال، نقدشوندگی بالای سهام می‌تواند به کاهش محدودیت‌های مالی کمک کند و مدیران را وادار به سرمایه‌گذاری ناکارآمد برای ساختن امپراتوری کند ([Chatterjee et al., 2021](#)). جنسن ([Jensen, 1986](#)) پیشنهاد می‌کند که مدیران در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکارآمد (یعنی مشارکت در ساختن امپراتوری) به جای توزیع کارآمد وجه نقد بین سهامداران دارند. مدیران در این شرکت‌ها این کار را برای دنبال کردن منافع خصوصی خود به جای حداکثر کردن ارزش سهامداران انتخاب می‌کنند. همچنین جنسن ([Jensen, 1988](#)) پیشنهاد می‌کند که اگر شرکت‌ها از نظر مالی محدودتر باشد و با فشار بیشتری برای ارائه بدهی مواجه شود، مدیران انگیزه کمتری برای سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. انتظار می‌رود که نقدشوندگی سهام در ساخت امپراتوری مدیریتی نقش داشته باشد. یک شرکت ممکن است در صورت وجود یک شوک نقدینگی منفی غیرمنتظره دچار مشکل مالی شود و در پرداخت بدهی‌های خود در آینده دچار مشکل شود. مدیرانی که نگران کمبود نقدینگی در آینده هستند، مراقب سرمایه‌گذاری‌های خود هستند و در نتیجه کمتر درگیر امپراتوری‌سازی می‌شوند. نقدشوندگی بالای سهام می‌تواند نگرانی‌های مربوط به کمبود نقدینگی را کاهش دهد، زیرا یک شرکت با نقدینگی

سهام بالا می‌تواند در آینده سهام را ارزان و آسان منتشر کند تا نیازهای نقدینگی خود را تامین کند. در نتیجه، نقدشوندگی بالای سهام، مدیران را وادار می‌کند که امپراتوری‌سازی را با شدت بیشتری دنبال کنند. نقدینگی بالای سهام به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا از انتشار سهام در هنگام تامین مالی خود استفاده کنند، تا این موضوع باعث کمبود نقدینگی در آینده نشود. شرکتی که نقدینگی سهام بالاتری دارد، کمتر نگران محدودیت‌های مالی آتی خواهد بود، زیرا این شرکت به تامین مالی ارزان تر سهام در آینده دسترسی دارد. بنابراین، استدلال می‌شود که نقدینگی بالای سهام می‌تواند محدودیت‌های مالی را کاهش دهد و مدیران را وادار به سرمایه‌گذاری ناکارآمد از طریق خریدهای کاهش‌دهنده ارزش کند و بدین صورت ساخت امپراتوری مدیریتی را افزایش دهد. از این این انتظار می‌رود محدودیت‌های مالی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تقویت می‌کند (Chatterjee et al., 2021).

لذا هدف این پژوهش بررسی تأثیر قابلیت نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی باتوجه به نقش محدودیت‌های مالی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل است. با توجه به مبانی فوق این سوال مطرح می‌شود که آیا مسئولیت اجتماعی شرکت بر ساخت امپراتوری مدیریتی تأثیرگذار است؟ و آیا محدودیت‌های مالی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل می‌توانند بر ارتباط بین قابلیت نقدشوندگی سهام و ساخت امپراتوری مدیریتی تأثیرگذار باشند؟

۲.۱. پیشینه پژوهش

پژوهش‌های صورت‌گرفته بر اساس موضوع پژوهش شامل پژوهش‌های خارجی و پژوهش‌های داخلی می‌باشند. ابتدا پژوهش‌های داخلی و سپس پژوهش‌های خارجی ارائه شده است.

پیشینه داخلی

حشمت و همکاران (Heshmat et al., 2023) پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی سهام با استفاده از نظریه‌های بازخورد و نمایندگی" انجام داده‌اند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها

می‌باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در نهایت پس از اعمال محدودیت‌هایی ۱۸۰ شرکت طی دوره ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۷ انتخاب شد. هم‌چنین، فرضیه‌های پژوهش بر اساس روش مدل‌سازی معادلات ساختاری با استفاده از نرم‌افزار پی ال اس برازش شده‌اند. نتایج حاکی از آن است که رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع بر نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت و معنادار دارند و در مدل‌های نهایی معیار سود هر سهم از رویکرد حسابداری، معیار ارزش افزوده اقتصادی از رویکرد اقتصادی، معیار کیوتوبین از رویکرد تلفیقی، معیار بازده اضافی هر سهم از رویکرد مدیریت مالی و معیار کیفیت حسابرسی از رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء و معیار مشارکت کارکنان از رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی بیشترین بارعاملی را در تأثیر بر نقدشوندگی سهام داشته‌اند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بهبود وضعیت شرکت از جنبه‌های مختلف چه مالی چه راهبری و افشاء و چه سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی سهام آن تأثیر می‌گذارد.

عمرانی (Omrani, 2022) پژوهشی با عنوان "تأثیر توانایی مدیریت بر نقدشوندگی سهام در بانک‌های خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده‌اند. در این پژوهش اقدام به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر میزان نقدشوندگی سهام در بانک‌های خصوصی عضو بورس شده است. روند این پژوهش به این صورت است که ابتدا باتوجه به بررسی مطالعات پیشین و استخراج پشتوانه تئوریک ارتباط بین متغیرهای پژوهش تبیین گردیده است و اقدام به جمع‌آوری اطلاعات ۱۴ بانک خصوصی طی بازه هشت ساله عضو بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۸ شده است. در نهایت با استفاده از رگرسیون و نرم افزار ایویوز (اقتصادسنجی) اقدام به آزمون فرضیه گردیده است. نتایج نشان می‌دهد که توانایی مدیران بر میزان نقدشوندگی سهام تأثیر مثبتی دارد.

آزاد و همکاران (Azad et al., 2020) پژوهشی با عنوان "ویژگی‌های رفتاری مدیران و نقدشوندگی سهام" انجام داده‌اند. در این پژوهش از شاخص‌های توانایی، دوره تصدی و خوش‌بینی مدیریت به عنوان ویژگی‌های رفتاری مدیران استفاده شده است. نمونه این پژوهش شامل اطلاعات ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج حاصل از بررسی داده‌ها بیانگر آن بود که

ویژگی‌های رفتاری مورد بررسی در این پژوهش شامل خوش‌بینی، توانایی و دوره تصدی مدیریت اثر معناداری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران نداشته است. این یافته‌ها بیانگر آن است که مبادلات سهام در بورس تهران تا حد زیادی تحت تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران شرکت نبوده و از سایر اطلاعات برای شکل‌دهی قیمت و حجم مبادلات بهره‌مند می‌شود.

مرادی و قربانیان (Moradi & Ghorbanian, 2019) در پژوهشی با عنوان "نقش تعدیل‌گری کیفیت گزارش مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقد شوندگی سهام" به بررسی نقش تعدیل‌گری کیفیت گزارش مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به ۹۸ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵) پرداخته‌اند. در برآورد مدل از نرم افزار ایویوز استاتا، نسخه ۱۲ استفاده شده است. نتایج حاصل از فرضیه پژوهش حاکی از وجود بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقد شوندگی سهام بود. همچنین مشخص شد کیفیت گزارش مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقد شوندگی سهام تأثیرگذار است. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد علاوه بر محدودیت‌های مالی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل نیز بر قابلیت نقدشوندگی سهام موثر است.

۲.۲. پیشینه خارجی

ویسکرشنر-مرتین (Weiskirchner-Merten, 2023) پژوهشی با عنوان "بودجه‌بندی سرمایه و ساختن امپراتوری مدیریتی"، انجام داده‌اند. در این پژوهش این موضوع بررسی شده که چگونه دفتر مرکزی یک شرکت از گزارش یک مدیر امپراتوری درباره اطلاعات خصوصی مرتبط برای تصمیم‌گیری درباره بودجه سرمایه‌ای و پاداش مدیر استفاده می‌کند. برای این منظور، مدلی متشکل از دفتر مرکزی (معاون) و مدیر (نماینده)، که در مورد سودآوری مورد انتظار پروژه سرمایه‌گذاری گزارش می‌دهد، ایجاد شد. اندازه‌های بهینه سرمایه‌گذاری و پرداخت‌های پاداش شناسایی شد، جایی که دفتر مرکزی رانت‌های اطلاعات مدیریتی - ناشی از مزایای امپراتوری‌سازی که مدیر را تشویق به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌کند - برای کارایی سرمایه‌گذاری معاوضه می‌کند. ستاد میل مدیر برای سرمایه‌گذاری بیش از حد را با تحریف سرمایه‌گذاری در قالب سرمایه‌گذاری کم (یا سرمایه‌گذاری بیش از حد)

برای سودآوری مورد انتظار بالا (یا کم) مقابله می‌کند. با توجه به این تحریفات، پاداش مورد انتظار در سطح مزایای امپراتوری سازی یکنواخت نیست. برخلاف مطالعات قبلی بودجه‌بندی سرمایه، در این مطالعه، نتایج نشان داد که مزایای ایجاد امپراتوری مدیریتی می‌تواند به‌طور چند جهتی بر تصمیم‌های بودجه‌بندی سرمایه بهینه شرکت‌ها و طرح‌های جبرانی مرتبط تأثیر بگذارد.

مینگ و همکاران ([Meng et al., 2023](#)) پژوهشی با عنوان "آنچه از من محافظت می‌کند همچنین باعث رفتار من می‌شود: نقش بیمه مسئولیت مدیران بر ساخت امپراتوری مدیران در چین"، انجام داده‌اند. در این پژوهش، اثر نظارتی بیمه مسئولیت مدیران بر اکتساب شرکت‌ها در چین بررسی شده است. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی با مدیرانی که تحت پوشش بیمه مسئولیت مدیران قرار دارند، کمتر احتمال دارد که اقدام به اکتساب کنند و اگر انجام دهند، اکتساب آنها با حق بیمه پیشنهادی کمتری از اهداف به‌دست‌آمده، بازده سهام بالاتر پس از اعلام کسب، و عملکرد عملیاتی بهتر پس از اکتساب همراه است. بازدارندگی بیمه مسئولیت مدیران در هنگام اکتساب زمانی آشکارتر می‌شود که ارائه دهندگان بیمه فعال‌تر هستند و زمانی که خطر اخلاقی مدیریتی بیشتر باشد. یافته‌های بیشتر نشان می‌دهد که بیمه مسئولیت مدیران اثر اعتماد بیش از حد و رفتارهای ریسک‌جویانه مدیرعامل را بر تصمیم‌های اکتساب آنها را کاهش می‌دهد. به طور کلی، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بیمه مسئولیت مدیران می‌تواند نقش نظارتی موثری را ایفا کند که از امپراتوری‌سازی مدیران جلوگیری می‌کند.

چاترجی و همکاران ([Chatterjee et al., 2021](#)) پژوهشی با عنوان "نقدشوندگی سهام، ساخت امپراتوری و ارزش‌گذاری"، انجام داده‌اند. پیش‌بینی می‌شود که نقدینگی بالای سهام با القای سرمایه‌گذاری ناکارآمد بر ارزش‌گذاری شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۸۱-۲۰۱۱ و با استفاده از تعداد مشاهدات ۱۲۹۱۶ سال-شرکت انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد که یک شرکت با نقدشوندگی بالاتر، بیشتر از یک شرکت با نقدینگی کمتر احتمال دارد که یک شرکت دولتی را خریداری کند. چنین تصاحبی توسط یک پیشنهاد دهنده با نقدینگی سهام بالاتر، ارزش شرکت پیشنهاد دهنده را تا حد زیادی از بین می‌برد. در نهایت، نتایج نشان داد که

محدودیت‌های مالی و حاکمیت شرکتی نقش مهمی در تأثیر نقدینگی سهام بر ایجاد امپراتوری در ادغام و تملک دارند.

پرومین و همکاران (Prommin et al., 2016) در پژوهشی با عنوان "نقدشوندگی، تمرکز مالکیت، نظام راهبری و ارزش شرکت"، به بررسی تعامل ساختار مالکیت، نقدشوندگی و نظام راهبری در بازارهای درحال ظهور پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۲۰۰۶-۲۰۰۹ در شرکت‌های تایلندی انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت با تمرکز بالای مالکیت کاهش قابل توجهی از نقدشوندگی را تجربه می‌کنند. فرض می‌شود سهامداران عمده که مالک اطلاعات خصوصی هستند، درنهایت منجر به عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و از این رو هزینه‌های انتخاب معکوس افزایش می‌یابد. در نتیجه تمرکز بالای مالکیت با کاهش نقدشوندگی مرتبط می‌باشد. با این وجود هیچ گونه شواهدی یافت نشد که نشان دهد نظام راهبری شرکت نقش قابل توجهی در رابطه بین مالکیت و نقدشوندگی سهام ایفا کند.

۲.۳. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه ۱: نقدشوندگی سهام تأثیر مثبتی بر ساخت امپراتوری مدیریتی دارد.

فرضیه ۲: محدودیت‌های مالی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تقویت می‌کند.

فرضیه ۳: اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تعدیل می‌کند.

۳. روش پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی و در حوزه تحقیقات حسابداری و مالی می‌باشد. زیرا ارتباط و همبستگی بین متغیرهای پژوهش را با استفاده از مدل‌های رگرسیون بررسی می‌کند. این تحقیق از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات بنیادی تجربی است. زیرا به

کشف قوانین و اصول علمی می‌پردازد و در آن سعی می‌شود دانش و نظریه‌ها به طور عام و خاص توسعه یابد. این پژوهش، پژوهش توصیفی محسوب می‌شود. تحقیق توصیفی آنچه را که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می‌کند. این نوع از تحقیقات شامل جمع‌آوری اطلاعات به‌منظور آزمون فرضیه یا پاسخ به سؤالات مربوط به وضعیت فعلی موضوع مورد مطالعه می‌باشد.

۳.۱. جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بنابراین قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۱ است. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده خواهد شد که شرایط آن به‌صورت زیر تعریف شده است:

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

۳.۲. مدل های پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی، از مدل (۱) استفاده خواهد شد. در مدل (۱) در صورتی که ضریب β_1 معنادار و مثبت باشند، فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود.

مدل (۱):

$$EMPIRE_BUILD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liquidity_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 PPE_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 Div_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$EMPIRE_BUILD_{it}$: ساخت امپراتوری مدیریتی شرکت i در سال t

$Liquidity_{it}$: نقدشوندگی سهام شرکت i در سال t

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در سال t

MB_{it} : نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت i در سال t

LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t

PPE_{it} : دارایی‌های مشهود شرکت i در سال t

$CASH_{it}$: نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال t

Div_{it} : تقسیم سود شرکت i در سال t

ROA_{it} : سودآوری شرکت i در سال t

در این پژوهش برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اثر تقویت کننده محدودیت‌های مالی بر تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی، از مدل (۲) استفاده خواهد شد. در مدل (۲) در صورتی که ضریب β_3 معنادار و مثبت بوده و $|\beta_3| > |\beta_1|$ باشد، فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شوند. برای مقایسه ضرایب β_1 و β_3 از آزمون والد استفاده می‌شود.

مدل (۲):

$$EMPIRE_BUILD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liquidity_{it} + \beta_2 Z - score_{it} + \beta_3 Liquidity_{it} * Z - score_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 PPE_{it} + \beta_8 CASH_{it} + \beta_9 Div_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$Z - score_{it}$: محدودیت‌های مالی شرکت i در سال t

در این پژوهش برای آزمون فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اثر تعدیلی اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی، از مدل (۳) استفاده خواهد شد. در مدل (۳) در صورتی که ضریب β_3 معنادار و منفی بوده و $|\beta_1| < |\beta_3|$ باشد، فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شوند. برای مقایسه ضرایب β_1 و β_3 از آزمون والد استفاده می‌شود. مدل (۳):

$$\begin{aligned} EMPIRE_BUILD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Liquidity_{it} + \beta_2 Overconfident\ CEO_{it} + \beta_3 Liquidity_{it} \\ & * Overconfident\ CEO_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 PPE_{it} \\ & + \beta_8 CASH_{it} + \beta_9 Div_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در آن:

$Overconfident\ CEO_{it}$: اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل شرکت i در سال t

۳.۳. متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

این پژوهش شامل متغیر وابسته ساخت امپراتوری مدیریتی می‌باشد که به شرح زیر محاسبه می‌شود: ساخت امپراتوری مدیریتی ($EMPIRE_BUILD$): در این پژوهش یک شاخص ترکیبی برای ساخت امپراتوری مدیریتی بر اساس پنج مولفه ایجاد می‌شود:

۱-تملیک (تحصیل) ($Acquisitions$): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه تعداد تملیک (تحصیل) های شرکت از میانه نمونه پژوهش بزرگتر باشد عدد یک می‌گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می‌گیرد. در یک تملیک ساده، شرکت متصرف اکثریت سهام شرکت (بیش از ۵۰ درصد سهام) مورد نظر را خریداری می‌نماید و کنترل شرکت را به دست می‌آورد، پس از تملیک سهام، نام و ساختار قانونی شرکت تملیک شده تغییر نمی‌یابد، به عبارتی شرکت الف بخش عمده‌ای از سهام شرکت ب را خریداری می‌نماید و کنترل شرکت ب را به عهده می‌گیرد، پس از تملیک سهام شرکت ب توسط

شرکت الف، هر دو شرکت به فعالیت خود ادامه خواهد داد (Chhaochharia et al., 2012) (Levi et al., 2014) (Gul et al., 2020) (Shams et al., 2022).

۲- تلفیق (Consolidations): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه شرکت اصلی باشد عدد یک می‌گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می‌گیرد. شرکت‌های اصلی شامل شرکت‌هایی هستند که صورت‌های مالی تلفیقی ارائه می‌کنند (Chhaochharia et al., 2012) (Levi et al., 2014) (Gul et al., 2020) (Shams et al., 2022). مطابق با پژوهش شمس و همکاران (Shams et al., 2022) و گول و همکاران (Gul et al., 2020) می‌توان انتظار داشت که متغیر تلفیق به عنوان معیاری از ساخت امپراتوری مدیریتی در نظر گرفته شود زیرا شرکت تلفیقی نشان‌دهنده تمایل مدیران برای ایجاد امپراتوری در شرکت می‌باشد.

۳- رشد مخارج سرمایه‌ای (CAPEX): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه رشد مخارج سرمایه‌ای از میانه نمونه پژوهش بزرگتر باشد عدد یک می‌گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می‌گیرد. برای محاسبه رشد مخارج سرمایه‌ای از نسبت مخارج سرمایه‌ای در پایان سال مالی جاری تقسیم بر مخارج سرمایه‌ای در پایان سال مالی قبل منهای یک استفاده شده است (Chhaochharia et al., 2012) (Levi et al., 2014) (Shams et al., 2022). مطابق با پژوهش شمس و همکاران (Shams et al., 2022) می‌توان انتظار داشت که رشد مخارج سرمایه‌ای به عنوان معیاری از ساخت امپراتوری مدیریتی در نظر گرفته شود زیرا هر چه قدر رشد مخارج سرمایه‌ای بالاتر باشد نشان‌دهنده تمایل مدیران برای ایجاد امپراتوری در شرکت می‌باشد.

۴- رشد کل دارایی‌ها (AGROWTH): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه رشد کل دارایی‌ها از میانه نمونه پژوهش بزرگتر باشد عدد یک می‌گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می‌گیرد. برای محاسبه رشد کل دارایی‌ها از نسبت کل دارایی‌ها در پایان سال مالی جاری به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی قبل منهای یک استفاده شده است (Chhaochharia et al., 2012) (Levi et al., 2014) (Shams et al., 2022). مطابق با پژوهش شمس و همکاران (Shams et al., 2022) می‌توان انتظار داشت که

رشد کل دارایی‌ها به عنوان معیاری از ساخت امپراتوری مدیریتی در نظر گرفته شود زیرا هر چه قدر رشد کل دارایی‌ها بالاتر باشد نشان دهنده تمایل مدیران برای ایجاد امپراتوری در شرکت می‌باشد.

۵- رشد دارایی‌های ثابت مشهود (PPEGROWTH): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه رشد دارایی‌های ثابت مشهود از میانه نمونه پژوهش بزرگتر باشد عدد یک می‌گیرد و در غیراینصورت عدد صفر می‌گیرد. برای محاسبه رشد دارایی‌های ثابت مشهود از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود پایان سال مالی جاری به دارایی‌های ثابت مشهود پایان سال مالی قبل منهای یک استفاده شده است (Chhaochharia et al., 2012) (Levi et al., 2014) (Shams et al., 2022). مطابق با پژوهش شمس و همکاران (Shams et al., 2022) می‌توان انتظار داشت که رشد دارایی‌های ثابت مشهود به عنوان معیاری از ساخت امپراتوری مدیریتی در نظر گرفته شود زیرا هر چقدر رشد دارایی‌های ثابت مشهود بالاتر باشد نشان دهنده تمایل مدیران برای ایجاد امپراتوری در شرکت می‌باشد.

با در نظر گرفتن این موضوع که به هر یک از متغیرهای ذکر شده ارزش یک یا صفر داده می‌شود، لذا شاخص ساخت امپراتوری مدیریتی براساس رابطه (۴) محاسبه خواهد شد.

رابطه (۴):

$$EMPIRE_BUILD = \frac{\sum d}{\sum h}$$

در این رابطه $\sum d$ نشان دهنده تمامی مواردی است که عدد یک گرفته‌اند و $\sum h$ نشان دهنده تمامی مواردی است که عدد صفر یا یک در مورد آنها در نظر گرفته شده است. به عبارت دیگر در رابطه (۴) حاصل به دست آمده از صورت کسر عددی بین صفر تا پنج است و عدد مخرج کسر عدد پنج می‌باشد. به این ترتیب، در مورد هر شرکت شاخص اندازه‌گیری شده ساخت امپراتوری مدیریتی، در محدوده بین صفر تا یک قرار می‌گیرد. مقادیر بالاتر شاخص ساخت امپراتوری مدیریتی نشان دهنده سطح بیشتر ساخت امپراتوری مدیریتی است، در حالی که مقادیر پایین‌تر نشان دهنده سطح پایین‌تر ساخت امپراتوری مدیریتی است.

متغیر مستقل

این پژوهش شامل متغیر مستقل مسئولیت اجتماعی شرکت می‌باشد که به شرح زیر محاسبه می‌شود: نقدشوندگی سهام (Liquidity): در تحقیق حاضر جهت اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از شاخص آمیهود (Amihud, 2002) به شرح رابطه زیر بهره‌گیری می‌گردد. با در نظر گرفتن این مطلب که مقدار بالاتر این شاخص بیانگر نقدشوندگی سهام پایین‌تر و مقدار کمتر این شاخص بیانگر نقدشوندگی سهام بالاتر است، بنابراین مقادیر حاصل شده از این شاخص در منفی یک (۱-) ضرب می‌گردد. رابطه (۵):

$$Liquidity_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{t=1}^D \frac{|R_{it}|}{DV_{it}}$$

که در آن:

$Liquidity_{it}$: نقدشوندگی سهام شرکت i در سال t

R_{it} : قدر مطلق بازده سهام شرکت i در سال t

DV_{it} : حجم ریالی معاملات سهام شرکت i در سال t

D_{it} : تعداد روزهای معاملات سهام سهم i در سال t .

متغیرهای تعدیل‌کننده

اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل (Overconfident CEO): بر اساس پژوهش علی و تاوونی (Ali & Tauni, 2021) اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل یک متغیر ساختگی می‌باشد و در صورتی که مدیر دارای اعتماد به نفس بیش از حد باشد کد یک گرفته و در غیر این صورت کد صفر دریافت می‌نماید. با توجه به اینکه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، در برگیرنده اطلاعاتی درباره میزان اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل می‌باشد، در این پژوهش بر اساس پژوهش احمد و دوئلمن (Ahmed & Duellman, 2013) برای محاسبه اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل از معیار مازاد سرمایه‌گذاری به شرح رابطه (۶) استفاده می‌شود:

رابطه (۶):

$$ASSET_GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALE_GR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$ASSET_GR_{i,t}$: رشد دارایی‌های شرکت i در سال t ، که برابر است با کل دارایی‌های سال جاری منهای کل دارایی‌های سال گذشته تقسیم بر کل دارایی‌های سال گذشته.

$SALE_GR_{i,t}$: رشد فروش شرکت i در سال t ، که برابر است با کل فروش سال جاری منهای کل فروش سال گذشته تقسیم بر کل فروش سال گذشته.

بدین منظور نخست مدل رگرسیونی به روش مقطعی برازش می‌گردد و سپس در هر سال باقی مانده مدل (ε) اندازه‌گیری می‌شود. چنانچه باقی مانده مدل برای شرکتی بزرگ‌تر از صفر باشد؛ گویایی اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل می‌باشد و کد یک خواهد گرفت، به این معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

محدودیت‌های مالی (Z-score): برای سنجش محدودیت مالی، از معیار تدوین شده به‌وسیله بادآورنده‌دی و درخور ([Badavar nahandi & Darkhor, 2013](#)) به شرح رابطه (۷) استفاده می‌شود:

$$Z - score = -1.002 \times \left(\frac{Cash\ Flow}{Total\ Assets} \right) + 0.283 \times \left(\frac{M}{B} \right) + 3.139 \times \left(\frac{Debt}{Total\ Capital} \right) - 39.368 \times \left(\frac{Div}{Total\ Assets} \right) - 1.315 \times \left(\frac{Cash\ Holding}{Total\ Assets} \right)$$

$Z - score$: معیار بحران مالی شرکت

$Cash\ Flow$: جریان‌های نقدی شرکت

$Total\ Assets$: کل دارایی‌ها

$\frac{M}{B}$: نسبت ارزش بازار سهام عادی به ارزش دفتری آن سهام

$Debt$: کل بدهی‌های شرکت

$Total\ Capital$: حقوق صاحبان سهام

Div : سود پرداختی به سهام‌داران

Cash Holding: نگره داشت وجه نقد که برابر است با مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه-مدت.

روش استفاده از این شاخص بدین صورت است که بر اساس مقادیر واقعی، مقدار $Z - score$ محاسبه می شود. بر اساس محاسبات به دست آمده مقادیر از کوچک به بزرگ (متناسب با مقادیر به دست آمده از نمونه پژوهش) به پنج گروه تقسیم می شوند، هر چقدر این مقادیر بزرگ تر باشد محدودیت مالی شرکت ها نیز بیشتر است. شرکت هایی که در گروه های چهارم و پنجم قرار دارند، به عنوان شرکت های با محدودیت مالی شناسایی می شوند و کد یک می گیرند و مابقی شرکت ها به عنوان شرکت های بدون محدودیت مالی شناسایی می شوند و کد صفر می گیرند.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها.

نسبت ارزش بازار به دفتری (MB): برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم) به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها.

دارایی های مشهود (PPE): برابر است با نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها.

نگهداشت وجه نقد (CASH): برابر است با نسبت وجه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت به کل دارایی ها.

تقسیم سود (Div): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه شرکت سود نقدی تقسیم کرده باشد، عدد یک می گیرد و در غیر این صورت عدد صفر می گیرد.

سودآوری (ROA): برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی ها.

آمار توصیفی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مدل

نام	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۶۴۱	۰/۰۳۴۵	۰/۸۲۱۶	۰/۰۰۰۲	۰/۰۸۳۹
ساخت امپراتوری مدیریتی	۰/۴۱۵۸	۰/۴۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۶۸۱
اهرم مالی	۰/۷۲۷۵	۰/۶۰۲۹	۴/۹۸۴۰	۰/۰۳۱۴	۰/۶۱۸۶
نقدشوندگی سهام	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۰۵
نسبت ارزش بازار به دفتری	۵/۵۶۶۲	۲/۸۳۴۷	۳۴۵/۱۰۹۳	-۵۴/۸۹۶۶	۱۷/۳۸۴۴
دارایی‌های مشهود	۰/۲۴۹۳	۰/۱۹۹۲	۰/۹۹۲۰	۰/۰۰۰۲	۰/۱۸۹۹
سودآوری	۰/۰۹۳۸	۰/۰۸۲۸	۰/۸۳۸۰	-۱/۰۶۳۲	۰/۲۱۲۵
اندازه شرکت	۱۴/۸۹۸۲	۱۴/۷۵۲۹	۲۰/۵۸۳۶	۱۰/۶۴۴۶	۱/۶۱۵۷

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر نقدشوندگی سهام برابر با ۰/۰۰۰۲۹- می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۰/۰۰۰۱۳- می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها، متغیر نقدشوندگی سهام کمترین و نسبت

ارزش بازار به دفتری بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند. که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند. برای متغیرهای مجازی، جدول آمار توصیفی به گونه‌ای که در جدول (۱) آمده، مفهومی نخواهد داشت و در جدول (۲) اطلاعات توصیفی این متغیرها آمده است:

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مجازی مدل

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد عدد یک	تعداد عدد صفر	جمع مشاهدات
تقسیم سود	DIV	۳۳۸	۶۰۷	۹۴۵
اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل	OVERCONFIDENT_CEO	۳۳۶	۶۰۹	۹۴۵
محدودیت‌های مالی	Z_SCORE	۳۷۸	۵۶۷	۹۴۵

تعیین نوع داده‌ها

خلاصه نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن در جدول (۳) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار احتمال در آزمون اف لیمر و هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش تابلویی - اثرات در مدل‌ها پذیرفته می‌شود.

جدول ۳. آزمون اف لیمر و هاسمن

مدل	آزمون اف لیمر			آزمون هاسمن		
	آماره اف لیمر	احتمال	نتیجه	آماره هاسمن	احتمال	نتیجه
مدل اول	۶/۰۴۸۵	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۷/۱۷۷۱	۰/۰۲۸۳	اثرات ثابت
مدل دوم	۵/۷۴۸۷	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۲۰/۳۸۳۹	۰/۰۲۵۸	اثرات ثابت
مدل سوم	۶/۸۳۱۷	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۷/۹۸۳۲	۰/۰۰۰۶	اثرات ثابت

مفروضات مدل رگرسیون

قبل از برازش دادن مدل بر روی داده‌ها، پیش‌فرض‌های مدل بررسی می‌گردد:

۱- آزمون عدم خود همبستگی باقیمانده‌ها

با توجه به مقدار آماره آزمون وولدریج که در جدول زیر ارائه شده است، مدل‌هایی که در آنها، احتمال آزمون وولدریج از ۰/۰۵ کمتر باشد، دارای خودهمبستگی بوده و برای رفع آن از روش $AR(1)$ در تخمین استفاده شده است.

جدول ۴. آزمون عدم خودهمبستگی وولدریج

مدل	آماره آزمون	احتمال
مدل اول	۱۰/۵۵۸	۰/۰۰۱۶
مدل دوم	۱۰/۸۴۸	۰/۰۰۱۴
مدل سوم	۴/۵۵۵	۰/۰۳۵۲

۲- آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

با توجه به مقدار آماره آزمون والد که در جدول زیر ارائه شده است، مدل‌هایی که در آنها، احتمال آزمون والد از ۰/۰۵ کمتر باشد، دارای ناهمسانی واریانس بوده و برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در تخمین استفاده شده است.

جدول ۵. آزمون همسانی واریانس والد

مدل	آماره آزمون	احتمال
مدل اول	۷۰۲/۰۰	۰/۰۰۰۰
مدل دوم	۷۰۳/۱۹	۰/۰۰۰۰
مدل سوم	۱۲۵۷/۳۳	۰/۰۰۰۰

در این پژوهش برای آزمون معناداری کل مدل از آماره F استفاده شده و برای آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره تی استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی رابطه میان متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها در مدل اول

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
LIQUIDITY	۰/۰۹۱۸	۰/۰۳۹۷	۲/۳۱۲۷	۰/۰۲۱۰
SIZE	۰/۱۰۱۳	۰/۰۱۵۶	۶/۴۸۵۳	۰/۰۰۰۰
MB	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۳	-۲/۵۲۳۶	۰/۰۱۱۸
LEV	۰/۰۰۹۴	۰/۰۱۰۰	۰/۹۴۱۳	۰/۳۴۶۸
PPE	-۰/۰۵۷۵	۰/۰۳۰۰	-۱/۹۱۶۳	۰/۰۵۵۷
CASH	۰/۴۰۴۳	۰/۰۵۶۶۴	۷/۱۳۸۵	۰/۰۰۰۰
DIV	۰/۰۵۷۲	۰/۰۲۱۹	۲/۶۱۱۹	۰/۰۰۹۲
ROA	۰/۲۱۴۶	۰/۰۳۴۷	۶/۱۹۰۱	۰/۰۰۰۰
C	-۱/۱۵۶۴	۰/۲۲۵۸	-۵/۱۲۱۹	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۶۲۴۶	آماره F	۱۲/۳۵۷۷
Adjusted R-squared		۰/۵۷۴۰	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که صفر می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، (فرض عدم تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی) رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به

طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین نقدشوندگی سهام باعث تعدیل ساخت امپراتوری مدیریتی می‌شود. از آنجایی که مقدار ضریب متغیر نقدشوندگی سهام (LIQUIDITY) مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه اول است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار $p\text{-value}$ آماره t برای این متغیر برابر $۰/۰۲۱۰$ می‌باشد و کمتر از سطح خطای $۰/۰۵$ ($p\text{-value} < 0/05$) است، همچنین با توجه به ضریب این متغیر که مثبت می‌باشد می‌توان گفت که نقدشوندگی سهام تأثیر مثبتی بر ساخت امپراتوری مدیریتی دارد. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، نگهداشت وجه نقد (CASH)، اهرم مالی (LEV)، نسبت ارزش بازار به دفتری، دارایی مشهود، سودآوری (ROA)، اندازه شرکت (SIZE) و تقسیم سود (DIV) معنی‌دار می‌باشند که نشان می‌دهد این هفت متغیر بر ساخت امپراتوری مدیریتی تأثیر معناداری دارند. پنج متغیر نگهداشت وجه نقد (CASH)، اهرم مالی (LEV)، سودآوری (ROA)، اندازه شرکت (SIZE) و تقسیم سود (DIV) تأثیر مثبت و نسبت ارزش بازار به دفتری (MB) و دارایی‌های مشهود (PPE) تأثیر منفی بر ساخت امپراتوری مدیریتی دارند. مقدار ضریب تعیین مدل $۰/۵۷۴۰$ می‌باشد، که نشان می‌دهد بیش از ۵۷ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل و کنترلی می‌باشد.

جدول ۷. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها در مدل دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
LIQUIDITY	۰/۰۱۸۰	۰/۰۰۳۴	۵/۳۶۰۹	۰/۰۰۰۰
Z_SCORE	-۰/۰۰۵۱	۰/۰۱۷۴	-۰/۲۹۰۴	۰/۷۷۱۵
LIQUIDITY*Z_SCORE	۰/۰۶۱۵	۰/۰۰۶۷	۹/۱۲۱۷	۰/۰۰۰۰
SIZE	۰/۱۰۱۳	۰/۰۱۵۷	۶/۴۵۴۲	۰/۰۰۰۰
MB	-۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۳	-۲/۴۶۰۰	۰/۰۱۴۱

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
LEV	۰/۰۰۹۴	۰/۰۱۰۰	۰/۹۳۶۶	۰/۳۴۹۳
PPE	-۰/۰۶۰۹	۰/۰۲۹۷	-۲/۰۵۱۰	۰/۰۴۰۶
CASH	۰/۴۰۵۰	۰/۰۵۳۹	۷/۵۱۸۷	۰/۰۰۰۰
DIV	۰/۰۵۵۴	۰/۰۲۲۴	۲/۴۷۳۲	۰/۰۱۳۶
ROA	۰/۲۱۳۸	۰/۰۳۴۰	۶/۲۸۷۲	۰/۰۰۰۰
C	-۱/۱۵۳۱	۰/۲۲۸۶	-۵/۰۴۵۳	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۶۲۳۴	آماره F	۱۲/۰۵۱۹
Adjusted R-squared		۰/۵۷۱۷	(F- Prob statistic)	۰/۰۰۰۰

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که صفر می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، (فرض نقش نداشتن محدودیت‌های مالی بر تأثیرگذاری نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی) رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد.

از آنجایی که مقدار $LIQUIDITY * Z_SCORE$ (حاصل ضریب متغیرهای نقدشوندگی سهام و محدودیت‌های مالی) مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه دوم است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار p-value آماره t برای این متغیر برابر ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ ($p\text{-value} < 0/05$) است، همچنین با توجه به ضریب این متغیر که مثبت می‌باشد می‌توان گفت که محدودیت‌های مالی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تقویت می‌کند. بنابراین می‌توان گفت که فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، نگهداشت وجه نقد (CASH)، اهرم مالی (LEV)،

نسبت ارزش بازار به دفتری، دارایی مشهود، سودآوری (ROA)، اندازه شرکت (SIZE) و تقسیم سود (DIV) معنی دار میباشند که نشان می‌دهد این هفت متغیر بر ساخت امپراتوری مدیریتی تأثیر معناداری دارند. پنج متغیر نگهداشت وجه نقد (CASH)، اهرم مالی (LEV)، سودآوری (ROA)، اندازه شرکت (SIZE) و تقسیم سود (DIV) تأثیر مثبت و نسبت ارزش بازار به دفتری (MB) و دارایی‌های مشهود (PPE) تأثیر منفی بر ساخت امپراتوری مدیریتی دارند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰/۵۷۱۶۷۲ می‌باشد، که نشان می‌دهد بیش از ۵۷ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل و کنترلی می‌باشد.

همچنین برای آزمون مدل دوم پژوهش لازم است تا آزمون والد انجام گیرد. در این آزمون فرض صفر برای آزمون $\beta_1 = \beta_3$ می‌باشد که در صورتی که فرض صفر این آزمون رد شود، به منزله آن است که اثرگذاری متغیر ضربی و متغیر مستقل اصلی در مدل متفاوت می‌باشد. با توجه به مقادیر احتمال آماره F که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرض صفر آزمون والد رد شده و اثرگذاری متغیر ضربی و متغیر مستقل اصلی در مدل متفاوت می‌باشد.

جدول ۸. آزمون والد مدل دوم

احتمال	آماره F	مدل
۰/۰۳۶۵	۱۰/۸۲۳۱۲	مدل دوم

جدول ۹. نتایج تجزیه و تحلیل داده ها در مدل سوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
LIQUIDITY	۰/۸۰۷۳	۰/۱۹۱۹	۴/۲۰۷۴	۰/۰۰۰۰
OVERCONFIDENT_CEO	۰/۲۰۱۳	۰/۰۱۹۶	۱۰/۲۴۴۷	۰/۰۰۰۰
LIQUIDITY*OVERCONFIDENT_CEO	-۰/۱۷۵۸	۰/۰۵۶۷	-۳/۱۰۰۰	۰/۰۰۲۰
SIZE	۰/۰۵۲۲	۰/۰۰۹۲	۵/۶۵۴۹	۰/۰۰۰۰
MB	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۳	-۱/۲۵۶۰	۰/۲۰۹۵
LEV	۰/۰۲۰۰	۰/۰۱۲۷	۱/۵۷۱۹	۰/۱۱۶۴
PPE	۰/۰۱۷۳	۰/۰۳۰۰	۰/۵۷۶۷	۰/۵۶۴۳
CASH	۰/۳۶۱۳	۰/۰۶۱۴	۵/۸۸۰۵	۰/۰۰۰۰
DIV	۰/۰۳۱۴	۰/۰۱۲۸	۲/۴۵۱۲	۰/۰۱۴۴
ROA	۰/۲۱۶۸	۰/۰۳۴۴	۶/۳۱۰۶	۰/۰۰۰۰
C	-۰/۵۰۷۱	۰/۱۲۵۳	-۴/۰۴۶۰	۰/۰۰۰۱
R-squared		۰/۶۷۹۱	آماره F	۱۵/۴۰۴۳
Adjusted R-squared		۰/۶۳۵۰	(F- Prob statistic)	۰/۰۰۰۰

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که صفر می باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، (فرض نقش نداشتن اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر تأثیرگذاری نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی) رد می شود و این نشان می دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد.

از آنجایی که مقدار $LIQUIDITY*OVERCONFIDENT_CEO$ (حاصل ضرب متغیرهای نقدشوندگی سهام و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل) مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه سوم است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان‌دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار p -value آماره t برای این متغیر برابر $0/020$ می‌باشد و کمتر از سطح خطای $0/05$ ($p\text{-value} < 0/05$) است، بنابراین می‌توان گفت که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تعدیل می‌کند. بنابراین می‌توان گفت که فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای 5 درصد پذیرفته می‌شود. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، نگهداشت وجه نقد ($CASH$)، اهرم مالی (LEV)، نسبت ارزش بازار به دفتری، دارایی مشهود، سودآوری (ROA)، اندازه شرکت ($SIZE$) و تقسیم سود (DIV) معنادار می‌باشند که نشان می‌دهد این هفت متغیر بر ساخت امپراتوری مدیریتی تأثیر معناداری دارند. شش متغیر نگهداشت وجه نقد ($CASH$)، اهرم مالی (LEV)، سودآوری (ROA)، اندازه شرکت ($SIZE$)، تقسیم سود (DIV) و دارایی‌های مشهود (PPE) تأثیر مثبت دارند و فقط متغیر نسبت ارزش بازار به دفتری (MB) تأثیر منفی بر ساخت امپراتوری مدیریتی دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل $0/635$ می‌باشد، که نشان می‌دهد بیش از 63 درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل و کنترلی می‌باشد.

همچنین برای آزمون مدل سوم پژوهش لازم است تا آزمون والد انجام گیرد. در این آزمون فرض صفر برای آزمون $\beta_1 = \beta_3$ می‌باشد که در صورتی که فرض صفر این آزمون رد شود، به منزله آن است که اثرگذاری متغیر ضربی و متغیر مستقل اصلی در مدل متفاوت می‌باشد. با توجه به مقادیر احتمال آماره F که کمتر از $0/05$ می‌باشد، بنابراین فرض صفر آزمون والد رد شده و اثرگذاری متغیر ضربی و متغیر مستقل اصلی در مدل متفاوت می‌باشد.

جدول ۱۰. آزمون والد مدل سوم

احتمال	آماره F	مدل
۰/۰۳۰۶	۴/۶۹۲۶	مدل سوم

۵. بحث و نتیجه‌گیری

همانطور که پیش از این بیان شد هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی باتوجه به محدودیت‌های مالی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل می‌باشد. روش نمونه‌گیری، روش حذف سیستماتیک بوده است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چندگانه به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای دستیابی به هدف پژوهش سه فرضیه مطرح شد نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که نقدشوندگی سهام تأثیر مثبتی بر ساخت امپراتوری مدیریتی دارد، در واقع نقدشوندگی سهام این پتانسیل را دارد که ساخت امپراتوری مدیریتی را تقویت نماید بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از این پژوهش از بعد معناداری با پژوهش چاترجی و همکاران ([Chatterjee et al., 2021](#)) همخوانی دارد. آنها در پژوهش خود نشان دادند که یک شرکت با نقدشوندگی بالاتر، بیشتر از یک شرکت با نقدینگی کمتر احتمال دارد که یک شرکت دولتی را خریداری کند. چنین تصاحبی توسط یک پیشنهاد دهنده با نقدینگی سهام بالاتر، ارزش شرکت پیشنهاد دهنده را تا حد زیادی از بین می‌برد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد که محدودیت‌های مالی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تقویت می‌کند، به نظر می‌رسد محدودیت‌های مالی خود عاملی است که با تأثیرگذاری بر نقدشوندگی سهام باعث افزایش ساخت امپراتوری مدیریتی می‌گردد بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از این پژوهش نیز از بعد معناداری با پژوهش چاترجی و همکاران ([Chatterjee et al., 2021](#)) همخوانی دارد. آنها در پژوهش خود نشان دادند که محدودیت‌های مالی نقش مهمی در تأثیر نقدینگی سهام بر ایجاد امپراتوری در ادغام و تملک دارند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی را تعدیل می‌کند، در حقیقت وقتی مدیرعامل بیش از حد به تصمیمات خود اعتماد داشته باشد این عامل باعث تقویت تأثیر نقدشوندگی سهام بر ساخت امپراتوری مدیریتی می‌گردد بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از این پژوهش از بعد معناداری با پژوهش‌های مینگ و همکاران ([Meng et al., 2023](#)) همخوانی دارد. آنها در پژوهش خود نشان دادند بیمه مسئولیت مدیران اثر اعتماد بیش از

حد و رفتارهای ریسک‌جویانه مدیرعامل را بر تصمیم‌های اکتساب آنها را کاهش می‌دهد. به طور کلی، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بیمه مسئولیت مدیران می‌تواند نقش نظارتی موثری را ایفا کند که از امپراتوری‌سازی مدیران جلوگیری می‌کند.

محدودیت‌های پژوهش

با توجه به اینکه امکان دارد ارتباطاتی که در این پژوهش ثابت شده‌اند؛ در دوره‌ها و یا شرایط متفاوت برقرار نباشند و یا به‌گونه دیگری باشد. بنابراین باید در تعمیم نتایج این پژوهش، احتیاط کرد. از آنجا که در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است، لذا برخی از صنایع مانند واسطه‌گری‌های مالی از نمونه حذف شده‌اند. بنابراین در تعمیم نتایج به دست‌آمده به کل صنایع، با احتیاط عمل شود. نظر به این که جهت اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تاریخی استفاده شده است و بر حسب تورم تعدیل نشده‌اند و این واقعیت که با حذف این خطای سیستماتیک در متغیر، ممکن است دچار خطای غیرسیستماتیک شد، از آن صرف‌نظر شده است.

پیشنهاد پژوهشی

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد زیر ارائه شده است:

با توجه به نتایج پژوهش مدیران در شرکت‌هایی با نقدشوندگی بالا، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکارآمد (یعنی مشارکت در ساختن امپراتوری) دارند. مدیران در این شرکت‌ها این کار را برای دنبال کردن منافع خصوصی خود به جای حداکثر کردن ارزش سهامداران انتخاب می‌کنند از این رو پیشنهاد می‌شود از طریق افزایش بدهی‌ها شرکت و استفاده از سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی مانع از ساخت امپراتوری از سوی مدیران شوند زیرا شرکت‌های که از نظر مالی محدودتر باشند و با فشار بیشتری برای ارائه بدهی مواجه شوند، مدیران انگیزه کمتری برای سرمایه‌گذاری بیش از حد و ساخت امپراتوری دارند.

منابع

- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.007>
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1–30. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00467.x>
- Ali, Z., & Tauni, M. Z. (2021). CEO overconfidence and future firm risk in China: the moderating role of institutional investors. *Chinese Management Studies*, 15(5), 1057–1084. <https://doi.org/10.1108/CMS-04-2019-0147>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Azad, R., Kamyabi, Y., & Khalilpoor, M. (2020). Behavioral Characteristics of Managers and Stock Liquidity. *Financial Accounting and Auditing Research*, 12(45), 191–214. [In Persian]
- Badavar nahandi, Y., & Darkhor, S. (2013). The Relationships Among Financial Constraint, Cash Value and Net Investment in Firms Listed. *Empirical Research in Accounting*, 3(2), 167–189. <https://doi.org/10.22051/jera.2013.578> [In Persian]
- Bragoli, D., Camilla, F., Piero, G., Giovanni, M., Davide, M., & and Zammori, F. (2022). Machine-learning models for bankruptcy prediction: do industrial variables matter? *Spatial Economic Analysis*, 17(2), 156–177. <https://doi.org/10.1080/17421772.2021.1977377>
- Chatterjee, S., Hasan, I., John, K., & Yan, A. (2021). Stock liquidity, empire building, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102051. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102051>
- Chhaochharia, V., Kumar, A., & Niessen-Ruenzi, A. (2012). Local investors and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 42–67. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.002>
- Gul, F. A., Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. (2020). Corporate social responsibility, overconfident CEOs and empire building: Agency and stakeholder theoretic perspectives. *Journal of Business Research*, 111, 52–68. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.035>
- Heshmat, N., Baradaran Hassan zadeh, R., & Mottaghi, A. (2023). Investigating the Impact of Six Approaches of Financial, Governantal, and Social Responsibility Comprehensive Model (FGSCM) on Stock Liquidity Using Feedback and Agency Theories. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 12(46), 473–498. [In Persian]
- Hope, O.-K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591–626. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00289.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.

- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21–48. <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21>
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185–200. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.005>
- Mehrani, S., & Rasaiian, A. (2009). Stock Liquidity and Asset Liquidity. *Auditor*, 46(11), 52–56. [In Persian]
- Meng, Q., Zhong, Z., Li, X., & Wang, S. (2023). What protects me also makes me behave: The role of directors' and officers' liability insurance on empire-building managers in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102085. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102085>
- Moradi, A., & Ghorbanian, M. (2019). Mediating role of financial reporting quality on the relationship between corporate governance and stock liquidity risk. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 28(4), 1–17. [In Persian]
- Ng, J. (2011). The effect of information quality on liquidity risk. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2), 126–143. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.03.004>
- Omrani, S. (2022). The Effect of Management Ability on Stock Liquidity in Private Banks Listed on Tehran Stock Exchange. *Research in Accounting and Economic Sciences*, 29(5), 51–64. [In Persian]
- Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., & Tong, S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, 31, 73–87. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.gfj.2016.06.006>
- Shams, S., Bose, S., & Gunasekarage, A. (2022). Does corporate tax avoidance promote managerial empire building? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 18(1), 100293. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcae.2021.100293>
- Weiskirchner-Merten, K. (2023). Capital budgeting and managerial empire building. *Accounting and Business Research*, 53(4), 416–438. <https://doi.org/10.1080/00014788.2021.2021502>
- Young, C.-S., Chen, C.-H., Chien, F.-L., & Yu, T.-Y. (2014). Managerial empire building and segment reporting quality: The role of auditor industry specialization. *Corporate Ownership and Control*, 12, 518–530. <https://doi.org/10.22495/cocv12i1c5p5>