

## The Interactive Effect of Business Strategy on the Relationship Between Managerial Ability, Financial Constraints, Cash Holding Value, and Capital Structure Adjustment speed

Majid Sharifian<sup>1</sup>, Mehrdad Panahi Dorcheh<sup>2</sup>, Leila Safdarian<sup>3</sup>

<sup>1</sup> MA., Department of Accounting, Faculty of Humanities, Sepahan Institute of Science and Technology, Isfahan, Iran (**Corresponding author**), majidsharifian1375@gmail.com

<sup>2</sup> PhD. student, Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran. m.panahi@urmia.ac.ir

<sup>3</sup> Assistant Professor, Department of Accounting, Mobarakeh Branch, Islamic Azad University, Mobarakeh, Iran. safdaryan@mau.ac.ir

### Abstract

**Purpose:** The current research aims to investigate whether business strategy has an interactive effect on the relationship between managerial ability, financial constraints, the value of cash holding, and the speed of capital structure adjustment.

**Method:** In line with the research's purpose, six hypotheses were formulated. To test these hypotheses, a sample of 105 companies was selected from those admitted to the Tehran Stock Exchange between the years 2019-2022, using a systematic elimination method. EViews software was utilized for data analysis, employing multivariate regression models and logistic models to test the hypotheses.

**Findings:** The results of the research indicate that managerial ability has a positive and significant impact on cash holding value, a negative and significant impact on financial constraints, and the speed of capital structure adjustment. Additionally, the findings suggest that business strategy influences the relationship between managerial ability, cash holding value, financial constraints, and the speed of capital structure adjustment.

**Conclusion:** According to the research findings, it is recommended to focus on enhancing management capabilities. Capable managers are more adept at identifying liquidity issues early on, thereby reducing the need for external financing costs. Additionally, the Securities and Exchange Organization is advised to prioritize understanding the business strategies of companies when overseeing them. Effective supervision should include thorough scrutiny of company reports, as business strategies significantly impact a company's cash reserves, ultimately shaping its future performance and returns.

**Keywords:** Cash holding value, Business strategy, Managerial ability, Capital structure, Financial constraints.

<http://sebaa.journal.qom-iau.ac.ir/>

Received: 2023/03/31 ; Revised: 2023/05/11 ; Accepted: 2023/06/03 ; Published online: 2023/12/23

Publisher: Qom Islamic Azad University

Article type: Research Article

© The Author(s).



## اثر تعاملی استراتژی کسب و کار بر رابطه بین توانایی مدیریتی با محدودیت‌های مالی، ارزش نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه

مجید شریفیان<sup>۱</sup>، مهرداد پناهی<sup>۲</sup>، لیلا صفدریان<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه علوم و فناوری سپاهان، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول).

majidsharifian1375@gmail.com

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. m.panahi@urmia.ac.ir

<sup>۳</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، مبارکه، ایران. safdariyan@mau.ac.ir

### چکیده

**هدف:** پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این سوال بود که آیا استراتژی کسب و کار اثر تعاملی بر رابطه بین توانایی مدیریتی با محدودیت‌های مالی، ارزش نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد؟

**روش:** در راستای هدف پژوهش، شش فرضیه تدوین شد. جهت آزمون فرضیه‌ها، با استفاده از روش حذف سامان‌مند، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۴۰۱ انتخاب شدند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار ایویوز و برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره و مدل‌های لجستیک استفاده شد.

**یافته‌ها:** نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد و تأثیر منفی و معناداری بر محدودیت‌های مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد استراتژی کسب و کار بر رابطه بین توانایی مدیریتی، ارزش نگهداشت وجه نقد، محدودیت‌های مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر دارد.

**نتیجه‌گیری:** با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌گردد به قابلیت‌های مدیریت توجه بیشتری شود؛ زیرا مدیران توانمندتر مشکلات نقدینگی را راحت‌تر و به شکل پیشگیرانه‌تری کشف می‌کنند، تا هزینه‌های تأمین مالی خارجی را از بین ببرند. همچنین به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود در پیاده‌سازی هرچه مؤثرتر نظارت‌های خود در شرکت‌ها و نیز افشای گزارش آن‌ها، توجه بیشتری به استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها داشته باشد؛ زیرا استراتژی‌های تجاری از عوامل مهم و تأثیرگذار بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد که توانایی تأثیرگذاری بر عملکرد و بازده آتی شرکت‌ها را دارد.

**کلیدواژه‌ها:** ارزش نگهداشت وجه نقد، استراتژی کسب و کار، توانایی مدیریتی، ساختار سرمایه، محدودیت‌های مالی.

**استاد به این مقاله:** شریفیان، مجید؛ پناهی درجه، مهرداد؛ صفدریان، لیلا (۱۴۰۲). اثر تعاملی استراتژی کسب و کار بر رابطه بین توانایی مدیریتی با محدودیت‌های مالی، ارزش نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه. *مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی*، ۳(۴)، ص ۱۰۹-۱۴۰.

**تاریخ دریافت:** ۱۴۰۲/۰۱/۱۱؛ **تاریخ اصلاح:** ۱۴۰۲/۰۲/۲۱؛ **تاریخ پذیرش:** ۱۴۰۲/۰۳/۱۳؛ **تاریخ انتشار آنلاین:** ۱۴۰۲/۱۰/۰۲

© نویسندگان.

نوع مقاله: پژوهشی

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد قم



## ۱. مقدمه

یکی از با اهمیت‌ترین دارایی‌های شرکت که نسبت به دیگر دارایی‌ها در برابر فعالیت‌های مدیران، حساس‌تر می‌باشد، وجه نقد است. به منظور مدیریت بهینه و تأثیرگذار در شرکت، پیش‌بینی و فراهم کردن مبالغ نقد ضروری شرکت یک هدف اصلی است. سیاست نقدینگی شرکت نقش مهمی در امور مالی آن ایفا می‌کند. از دیدگاه انگیزه احتیاطی<sup>۱</sup> و انگیزه معاملاتی<sup>۲</sup>، شرکت‌ها برای برآوردن نیازهای پیش‌بینی نشده خود، به خصوص هنگامی که تأمین مالی خارجی هزینه‌بر است، وجه نقد را ذخیره می‌کنند (حبیب و حسن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). زمانی که شرکت از لحاظ نقدینگی در وضعیت مطلوبی قرار دارد، دیگر دچار محدودیت‌های تأمین منابع مالی بیرونی جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با قیمت خالص فعلی مثبت نخواهد بود (لوزانو و دوران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). مدیریت شرکت قادر است چند گزینه را برگزیند، از جمله اینکه مبالغ نقد را در بنگاه انباشته، این مبالغ را بین صاحبان سهام تقسیم نماید و یا از این مبالغ در سرمایه‌گذاری بهره‌گیری نماید. از این‌رو، ارزش مبالغ نقد بر مبنای روشی که مدیریت شرکت‌ها از آن بهره‌گیری می‌نمایند می‌تواند متفاوت باشد. به عبارت دیگر، توانایی مدیران می‌تواند بر ارزش وجه نقد نگهداری شده مؤثر باشد (گان<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵). نظریه نمایندگی<sup>۶</sup> معتقد است که داشتن وجه نقد بالا موجب افزایش ثروت سهام‌داران نمی‌شود؛ زیرا مدیران تمایل دارند که وجه نقد را به جای تقسیم بین سهام‌داران، ذخیره و حفظ نمایند. بدین ترتیب، مدیران توانمندتر به جای نگهداشتن ذخایر نقدینگی مازاد، با توزیع نقدینگی، ثروت سهام‌داران را به حداکثر می‌رسانند (چو و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸). هرچه وجوه مالی در اختیار مدیرعامل بیشتر شود، و مدیرعامل در امتداد راهبردهای بلندمدت بنگاه وظایف خود را انجام دهد، به همان مقدار سطح ریسک شرکت کم شده و ارزش شرکت افزایش می‌یابد (لی و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷). گان و پارک<sup>۹</sup> (۲۰۱۷) معتقدند که تأثیر توانایی مدیریتی بر ارزش نهایی وجه نقد برای شرکت‌هایی که به‌ویژه از نظر مالی محدود هستند، بیشتر است. چو و همکاران (۲۰۲۱b) بیان کردند توانایی مدیریتی برای اجرای کارآمد عملیات

1. Precautionary Motive
2. Transactions Cost Motive
3. Habib & Hasan
4. Lozano & Durán
5. Gan
6. Agency Theory
7. Cho
8. Li
9. Gana & Park

تجاری، به تعدیل ساختار سرمایه مرتبط است، که یک تصمیم غیرعملیاتی است. اگرچه ممکن است تصمیمات غیرعملیاتی و عملیاتی، وظایف مدیریتی جداگانه‌ای باشد که به قابلیت‌های متفاوتی نیاز دارند، اما ارتباط بین تصمیمات غیرعملیاتی و عملیاتی می‌تواند پژوهش‌های جالبی در زمینه ادبیات چند وظیفه‌ای باشد، چراکه وظایف متعدد در مقایسه با یک وظیفه واحد، به دلیل ظرفیت محدود منابع انسانی، باعث عملکرد ضعیف‌تر می‌شود (اولسون<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). نتایج تحقیقات حاکی از آن است که ارتباط منفی بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه برای شرکت‌هایی که به یک گروه تجاری وابسته نیستند، قوی‌تر از شرکت‌های وابسته است (بورکارت و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). بنابراین، در مقایسه با مدیران شرکت‌های غیروابسته، مدیران شرکت‌های وابسته کمتر احتمال دارد که قدرت و اختیاری در فعالیت‌های شرکتی داشته باشند. اگرچه دستیابی به ساختار سرمایه بهینه ممکن است یکی از راه‌های افزایش ارزش شرکت باشد، اما مدیرانی که توانایی‌های بهتری دارند، ممکن است به جای صرف زمان و تلاش محدود خود برای تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه، بر تصمیمات عملیاتی تمرکز کنند که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند. از آنجا که تصمیم‌گیری‌های مرتبط با تأمین مالی نقش تجربه مدیران در فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌ها را نشان می‌دهد، و ممکن است تحت تأثیر محدودیت‌های مالی قرار بگیرد، اما بررسی تأثیر توانایی مدیران بر محدودیت‌های تأمین مالی از اهمیت بسزایی برخوردار است. همچنین عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌ها، از عوامل با اهمیت برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش نگهداشت وجه نقد می‌توان به توانایی مدیریت اشاره کرد. در پژوهش‌های پیشین به عوامل اثرگذار دیگر بر رابطه بین توانایی مدیریتی و نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است، لکن این موضوع (در نظر گرفتن یکجا و همزمان نقش موارد مذکور) در پژوهش‌های داخلی مغفول مانده است. در این راستا، پژوهش حاضر با هدف پوشش این شکاف علمی، درصدد پاسخ به این سوال است که آیا استراتژی کسب‌وکار، اثر تعاملی بر رابطه بین توانایی مدیریتی با محدودیت‌های مالی، ارزش نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد؟

## ۲. مبانی نظری

شرکت با توجه به مزایای نگهداری وجه نقد، خواهان نگهداری وجه نقد است، لکن از طرفی نگهداری مازاد وجوه نقد خود منجر به ایجاد هزینه-فرصت می‌شود (بادآور نهندی و همکاران،

1. Olson

2. Burkart

۱۴۰۱). همچنین وجه نقد منبع مهم سرمایه داخلی بوده که تحت کنترل مدیران عامل است (لیو و ماور<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). بنابراین، ارزش وجه نقد بسته به نحوه استفاده مدیران عامل از آن، در دسترس بودن آن و هزینه تأمین مالی خارجی، متفاوت است. علاوه بر این، توانایی مدیریت به طور مثبت با تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمد و عملکرد شرکت مرتبط است (گودمن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). سیاست‌های سرمایه‌گذاری میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد؛ به طوری که مدیران از طریق سیاست سرمایه‌گذاری می‌توانند نقدینگی شرکت را تقویت کنند (پورغفار و قادرزاده اسکویی، ۱۴۰۰). به عبارت دیگر، اگر شرکت یک مدیرعامل با توانایی بالا را استخدام کند، که وجه نقد را به خوبی مدیریت نماید، بازار ارزش بیشتری برای پول نقد قائل خواهد شد. محدودیت‌های مالی می‌تواند شرکت‌ها را مجبور به تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بهینه کند (بال و لرنر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰).

بسیاری از پژوهش‌ها از زمان کار اصلی مودیلیانی و میلر<sup>۴</sup> (۱۹۵۸) بر روی آزمایش مفاهیم دیدگاه سنتی از ساختار سرمایه متمرکز شده است. این نظریه بر این ایده مبتنی است که ارزش شرکت توسط عوامل دیگر غیر از ساختار سرمایه مانند سود، ریسک و سرمایه‌گذاری‌های آتی تعیین می‌شود و بنابراین ساختار سرمایه تأثیر چندانی بر ارزش شرکت ندارد.

در تئوری سلسله مراتب مایرز و مجلوف<sup>۵</sup> (a,b,1984)، شرکت‌ها از سلسله مراتب تأمین مالی پیروی می‌کنند که برای به حداقل رساندن هزینه‌های انتخاب نامطلوب صدور اوراق بهادار طراحی شده است. فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) از دسترسی به بازارهای بدهی عمومی، به دلیل وجود رتبه اعتباری، به عنوان تغییردهنده عرضه استفاده می‌کنند. آن‌ها دریافته‌اند در شرکت‌هایی که دارای رتبه اعتباری هستند، نسبت بدهی به طور قابل توجهی بالاتر از شرکت‌هایی است که فاقد آن هستند. شرکت‌های فاقد دسترسی به بازار اوراق قرضه، با برنامه عرضه متفاوتی نسبت به شرکت‌هایی که به بازار اوراق قرضه دسترسی دارند، مواجه هستند. مدیران توانا، یعنی مدیرانی که بهتر می‌توانند منابع سازمان را به کار گیرند و سطح بهره‌وری بالاتری دارند، کمتر به مدیریت سود دست می‌زنند و در نتیجه، کیفیت ارقام تعهدی آن‌ها بالاتر می‌باشد. همچنین مدیران توانا نسبت به کسب و کارشان اطلاعات بیشتری داشته و قضاوت‌ها و برآوردهای مناسب‌تری را برای کیفیت ارقام تعهدی دارند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). مدیران تصمیمات غیرعملیاتی مهمی مانند گزارشگری مالی، نگهداری

1. Liu & Mauer
2. Goodman
3. Hall & Lerner
4. Modigliani & Miller
5. Myers & Majluf

وجه نقد و برنامه‌ریزی مالیاتی می‌گیرند. مدیران با توانایی عملیاتی خوب ممکن است بیشترین تلاش را برای تصمیمات غیرعملیاتی انجام ندهند؛ زیرا تصمیمات غیرعملیاتی زمان و انرژی را برای تصمیم‌گیری‌های عملیاتی کاهش می‌دهد (چو و همکاران، ۲۰۲۱b). اما مدیران باید وجه نقد احتیاطی را در شرکت ذخیره کنند تا در شرایط اضطراری غیرمنتظره از شرکت محافظت کنند (چانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

رابطه استراتژی و عملکرد در تحقیقات متعددی هم به صورت تجربی و هم به صورت نظری مورد بررسی قرار گرفته است. در مطالعات تجربی، ارتباط بین استراتژی و عملکرد معمولاً با استفاده از الگوهای مختلف مانند مایلز و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۸۵) و پورتر<sup>۳</sup> (۱۹۸۰) عملیاتی می‌شود. طبق الگوی مایلز و اسنو، انواع استراتژی شامل مدافعان، مهاجمان و تحلیلگران بوده که دو مورد اول قابل اجرا است. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که توانایی مدیریتی، با کیفیت بالاتر سود مرتبط است. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که مدیران عامل با توانایی بالا بتوانند جریان‌های نقدی داخلی بیشتری ایجاد کنند. شرکت‌هایی که دارای مدیران اجرایی با توانایی بالا هستند، می‌توانند در بازارهای تأمین مالی خارجی، مانند رتبه‌بندی اعتباری مطلوب‌تر، نرخ بهره وام‌های کمتر، و تعهدات بدهی کمتر، عملکرد بهتری داشته باشند (فرانکو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷؛ بیو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که انتظار می‌رود مدیران عامل توانمندتر، نتایج حاشیه‌ای بالاتری را از همان سطح منابع ارائه دهند و در نتیجه ارزش شرکت را افزایش دهند. به عبارت دیگر، ارزش نهایی وجه نقد تحت تأثیر استعدادهای مدیریتی است (گان و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). برخی تحقیقات نشان داده‌اند که اگر مدیران به جای صرف زمان در رابطه با موضوع ساختار سرمایه، بر عملکرد عملیاتی تمرکز کنند، برای سهام‌داران سودمندتر خواهد بود. در این بین چو و همکاران (۲۰۲۱a) توانایی مدیریتی را برای اجرای کارآمد عملیات تجاری، به تعدیل ساختار سرمایه مرتبط می‌دانند، که یک تصمیم غیرعملیاتی است.

شرکت‌هایی که از نظر مالی با محدودیت مواجه هستند، ممکن است نیاز به کاهش سرمایه‌گذاری آتی خود داشته باشند و بنابراین، توانایی رقابتی خود را کاهش دهند.

1. Chong
2. Miles
3. Porter
4. Franco
5. Bui
6. Gan

به نظر می‌رسد توانایی مدیریتی تأثیر منفی بر محدودیت‌های مالی داشته باشد. علاوه بر این، استراتژی تجاری باعث می‌شود بنگاه‌های تجاری سودآورتر باشند و با افزایش سود، محدودیت مالی شرکت‌ها نیز کاهش یابد (آگوستیا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). مدیرانی که از توانایی بالاتری برخوردار هستند و در شرکت‌هایی که دارای سطح مطلوبی از وجه نقد می‌باشند، فعالیت می‌کنند، احتمال بیشتری دارند که ارزش حاشیه‌ای رو به کاهش دارایی‌های نقدی و آسیب بالقوه به ارزش شرکت را کشف کرده و سپس شکاف بین میزان واقعی و میزان جریان‌های نقدی هدف را سریع‌تر پوشش دهند.

همچنین اگر مدیران توانمندتر در کشف فرصت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به مدیران با توانایی کمتر بهتر عمل کنند، سطح بالاتر دارایی‌های نقدی نسبت به سطح بهینه آن می‌تواند در سرمایه‌گذاری به موقع مورد استفاده قرار گیرد (چو و همکاران، ۲۰۱۸b). از دیگر عوامل مؤثر بر ارزش نگهداشت وجه نقد می‌توان به استراتژی‌های تجاری شرکت اشاره کرد (ماگراکس و تزلیپیس<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). همچنین توجه مدیران شرکت‌ها به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، متناسب با استراتژی‌های اتخاذ شده توسط مدیران، باعث می‌شود تا در هنگام برآورد نیازهای نقدی و تعیین ذخایر نقدی، افتراق‌های موجود بین عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد کاهش یافته و تصمیمات سرمایه‌گذاری کاراتری اتخاذ گردد (بادآور نهندی و همکاران، ۱۴۰۱). با توجه به تأثیری که توانایی مدیریت و استراتژی کسب‌وکار بر ارزش نگهداشت وجه نقد دارد، می‌توان انتظار داشت که تأثیر توانایی مدیریتی بر ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و استراتژی تدافعی متفاوت باشد.

مدیریت، مسئول تصمیمات ساختار سرمایه است که برای بقای شرکت و نیز رشد آتی از طریق تأمین مالی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت مهم هستند. مورلک و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند که مدیران باتجربه، تأمین مالی از طریق بدهی را محدود می‌کنند، تا از نظارت خارجی از سوی دارندگان بدهی جلوگیری کنند. باگات و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) دریافتند مدیرانی که توانایی بالاتری دارند، تأمین مالی بدهی بلندمدت کمتری را متحمل می‌شوند. کایو و کیمورا<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) معتقدند عوامل خارجی بر استراتژی شرکت، و استراتژی بر ساختار سرمایه مؤثر است. پژوهش‌هایی

1. Agustia
2. Magerakis & Tzelepis
3. Morellec
4. Bhagat
5. Kayo & Kimura

نظیر، نظیر فاما و فرنچ<sup>۱</sup> (۱۹۸۰)، هاشالتر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) و گرلان و مایکل<sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، ساختار بازار محصولات شرکت‌ها را عامل مؤثری مطرح می‌کنند که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، توزیع وجوه نقد و حاکمیت شرکتی آنها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد.

با توجه به مطالب فوق، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه اول:** توانایی مدیریتی تأثیر منفی و معناداری بر محدودیت‌های مالی دارد.

**فرضیه دوم:** استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی و محدودیت‌های مالی تأثیر دارد.

**فرضیه سوم:** توانایی مدیریتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد دارد.

**فرضیه چهارم:** استراتژی کسب‌وکار بر رابطه توانایی مدیریتی و ارزش نگهداشت وجه نقد تأثیر

دارد.

**فرضیه پنجم:** توانایی مدیریتی تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد.

**فرضیه ششم:** استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه

تأثیر دارد.

### ۳. پیشینه پژوهش

تسائی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «توانایی مدیریتی، محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد، نشان دادند که یک مدیرعامل با توانایی بالا، که در طی چندین سال عملکرد خوبی دارد، می‌تواند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش دهد. علاوه بر این، مدیران با توانایی بالا ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌های خود را بهبود می‌بخشند.

چو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) در بررسی اینکه آیا توانایی مدیریت با سرعت تعدیل ساختار سرمایه ارتباط دارد؟ نشان دادند که شرکت‌هایی با مدیران توانمندتر، سرعت تعدیل کندتری از ساختار سرمایه را نسبت به سطح هدف نشان می‌دهند. همچنین نتایج نشان داد رابطه منفی بین ارزش شرکت و انحراف از ساختار سرمایه هدف، برای شرکت‌هایی که مدیران توانمندی دارند، ضعیف‌تر است.

چو و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۱) نیز در بررسی توانایی مدیریتی و تأمین مالی خارجی، نشان دادند شرکت‌هایی که دارای مدیران با توانایی بیشتری هستند، تمایل دارند با کاهش تأمین مالی از طریق وام

1. Fama & French

2. Haushalter

3. Grullon & Michaely

4. Tsai

5. Cho

6. Choo



(بدهی) خود و افزایش تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، ریسک اطلاعات را کاهش دهند. جو و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و توانایی مدیران»، نشان دادند که توانایی مدیریتی رابطه منفی با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارد، به ویژه هنگامی که شرکت مازاد وجه نقد داشته باشد. همچنین رابطه بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در حضور بازار سرمایه داخلی (گروه‌های تجاری وابسته) ضعیف است. علاوه بر این، شواهدی ارائه شد که بنگاه‌هایی با توان بالقوه مدیریتی، سرمایه‌گذاری‌های نامناسب را زمانی که مازاد وجه نقد دارند، کمتر انجام می‌دهند، به این معنا که مدیران با توانایی بالا مایل به نگه داشتن مقدار زیادی وجه نقد برای سرمایه‌گذاری به موقع هستند.

گان و پارک<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «توانایی مدیرعامل و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد» به این سوال پرداختند که آیا توانایی مدیرعامل با ارزش حاشیه‌ای وجه نقد در ارتباط است؟ نتایج پژوهش نشان داد که توانایی‌های مدیران موجب افزایش معنادار ارزش حاشیه‌ای وجه نقد می‌شود. همچنین تأثیر توانایی مدیران بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد برای شرکت با محدودیت مالی، بیشتر است.

آندریو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «تأثیر توانایی‌های مدیریتی بر دوره بحران سرمایه‌گذاری شرکت‌ها»، نشان دادند که رابطه مثبتی بین توانایی‌های مدیریتی و سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. به طور متوسط، ارزیابی مثبت بازار سهام در دوره بحران، در میان شرکت‌های با توانایی مدیریتی بالا مشهودتر است.

سیرانی و فاضلی مهرآبادی (۱۴۰۲)، در پژوهشی توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را بررسی کردند. نتایج نشان داد توانایی مدیریت رابطه معکوسی با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارد. همچنین وجود شرکت‌های فرعی، تأثیری بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سمت هدف ندارد.

عسکرزاده و همکاران (۱۴۰۳)، در پژوهشی ماتریس پسايندهای ارزش ناشی از خردمندی دانش مالی مدیران شرکت‌های بازار سرمایه را بررسی کردند. نتایج نشان داد مدیران دارای خردمندی دانش تخصصی در حوزه مالی، بهتر قادر به ارزیابی وضعیت بازار و سناریوهای احتمالی تغییر بازار هستند و تلاش می‌نمایند تا با رصد این تغییرات براساس شناخت مالی خود، بهترین و اثربخش‌ترین تصمیم‌ها را اتخاذ کنند.

فلاحت و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهشی تأثیر محدودیت مالی و بیش اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را بررسی کردند. نتایج نشان داد جریان نقد تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری دارد. همچنین محدودیت مالی، حساسیت مثبت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد را افزایش می‌دهد، ولی بیش اعتمادی مدیران تأثیری بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد ندارد. با این وجود، زمانی که تعامل محدودیت مالی و بیش اعتمادی مدیران، در نظر گرفته می‌شود، حساسیت مثبت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد، تقویت می‌شود که حاکی از نقش مهم محدودیت مالی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در نتیجه محدودیت مالی، بیش اعتمادی مدیران و جریان‌های نقد، همه نقشی حیاتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت ایفا می‌کنند.

نظری عمر و ابادی (۱۴۰۱)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر در ماندگی مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر نگهداشت وجه نقد»، نشان دادند که قدرت مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر در ماندگی مالی شرکت دارد. لذا، با افزایش قدرت مدیرعامل، در ماندگی مالی شرکت کاهش می‌یابد. همچنین نگهداشت وجه نقد تأثیر منفی و معناداری در رابطه میان قدرت مدیرعامل و در ماندگی مالی شرکت دارد.

حسن ملکی و حقانی (۱۴۰۱)، در بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد، نشان دادند که توانایی مدیریت در شرکت‌ها، باعث کاهش محدودیت‌های مالی و بهبود ارزش نگهداشت وجه نقد می‌شود.

رازمنش و ملا (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان «بررسی نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود و سطح نگهداشت وجه نقد»، نشان دادند که بین مدیریت سود (شاخص دستکاری ارقام تعهدی) با نگهداشت وجه نقد، رابطه معناداری وجود ندارد و توانایی مدیریت نیز بر این رابطه تأثیرگذار نیست. اما رابطه مدیریت سود (شاخص هموارسازی سود) با نگهداشت وجه نقد، مثبت و معنادار است. توانایی مدیریت نیز بر این رابطه تأثیر معناداری نداشت.

نکوئی‌زاده و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر بحران اقتصادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با ارزش و عملکرد مالی؛ نقش ویژگی‌های رفتاری شرکت»، نشان دادند که ویژگی سطح کیفیت حسابرسی بالاتر، با کاهش اثر منفی شرایط بحرانی، باعث تأثیر مثبت قدرت و توانایی مدیریت بر ارزش و عملکرد مالی شرکت می‌شود. همچنین، ویژگی سطح کیفیت گزارشگری مالی بالاتر نیز با کاهش تأثیر منفی شرایط بحرانی، تنها موجب تأثیر مثبت قدرت و توانایی مدیریت بر ارزش شرکت شده اما تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ندارند.

کارشناسان و ممشلی (۱۳۹۷)، در پژوهشی تأثیر توانایی مدیریت در کنترل بحران مالی درون سازمانی و احتمال گزارشگری متقلبانه را بررسی کردند. نتایج نشان داد بین توانایی مدیریت و شدت بحران مالی درون سازمانی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. در واقع توانایی مدیران در حل مشکل پدیده بحران مالی درون سازمانی است. همچنین مدیران برای برون رفت از وضعیت بحران مالی، اقدام به گزارشگری خدعه آمیز نکرده اند و فقط به مدیریت سود، آن هم در چارچوب اصول حسابداری دست زده اند.

علی نژاد ساروکلانی و تارفی (۱۳۹۶)، در پژوهشی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی را بررسی کردند. نتایج پژوهش حاکی از این است که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار دارد که می تواند نشان دهنده آن باشد که مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردارند، به جهت انجام سرمایه گذاری های سودآور و بالا نشان دادن توانایی های خود، به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت می کنند.

#### ۴. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر ماهیت در زمره پژوهش های کاربردی و از نظر روش پژوهش در گروه پژوهش های توصیفی - همبستگی قرار دارد. به منظور آزمون فرضیه ها نیز از رگرسیون چند متغیره و لجستیک استفاده شد. داده ها از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ استخراج شدند. سپس داده ها در نرم افزار اکسل طبقه بندی شده و با استفاده از نرم افزار ایویوز<sup>۱</sup>، تجزیه و تحلیل آماری انجام شد. جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه انتخابی دارای شرایط زیر بود:

- ۱) قبل از سال ۱۳۹۷ عضو بورس بوده و تا انتهای سال ۱۴۰۱ در بورس حضور داشته باشند.
  - ۲) سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد و سال مالی خود را طی دوره مدنظر تغییر نداده باشند.
  - ۳) وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نداشته باشند.
  - ۴) جزء شرکت های سرمایه گذاری، مالی و واسطه گری نباشند.
  - ۵) کلیه اطلاعات مورد نیاز آن ها طی دوره مورد بررسی در دسترس باشد.
- پس از اعمال محدودیت های فوق تعداد ۱۰۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

## ۱-۴. متغیرهای وابسته

متغیرهای وابسته این پژوهش محدودیت‌های مالی، ارزش نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌باشند که به شرح زیر محاسبه می‌شوند:

**محدودیت مالی:** برای سنجش محدودیت مالی، از معیار تدوین شده (kz) توسط کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) استفاده شد. به پیروی از پژوهش بادآورنهدی و درخور (۱۳۹۲) از رابطه (۱) استفاده می‌شود:

$$kz = -1.002 \times \left( \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Total Assets}} \right) + 0.283 \times \left( \frac{M}{B} \right) + 3.139 \times \left( \frac{\text{Debt}}{\text{Total Capital}} \right) - 39.368 \times \left( \frac{\text{Div}}{\text{Total Assets}} \right) - 1.315 \times \left( \frac{\text{Cash Holding}}{\text{Total Assets}} \right) \quad \text{رابطه (۱)}$$

**k Z:** معیار بحران مالی شرکت  
**Total Assets:** کل دارایی‌ها  
**Debt:** کل بدهی‌های شرکت  
**Div:** سود پرداختی به سهامداران

**Cash Holding:** نگهداشت وجه نقد که برابر است با مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های

کوتاه‌مدت.

**ارزش نگهداشت وجه نقد:** برای محاسبه ارزش نگهداشت وجه نقد از ضرایب ترکیبی تغییرات نگهداشت وجه نقد شرکت ( $\Delta \text{Cash}$ ) بر بازده سالانه سهام شرکت ( $\text{Ret}$ ) به شرح مدل شماره (۳)، در قسمت مدل آزمون فرضیه دوم استفاده می‌شود. نگهداشت وجه نقد برابر است با نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها. همچنین برای محاسبه ارزش نگهداشت وجه نقد می‌توان از مدل ساده شده به شرح زیر استفاده کرد (تسانی و همکاران، ۲۰۲۲):

$$\text{Ret}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Cash}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

در اصل، ضریب تأثیرگذاری تغییرات نگهداشت وجه نقد شرکت بر بازده سالانه سهام شرکت نشان‌دهنده ارزش نگهداشت وجه نقد می‌باشد، که این ضریب تأثیرگذاری از طریق مدل شماره (۳) در قسمت مدل آزمون فرضیه دوم به دست می‌آید.

**سرعت تعدیل ساختار سرمایه (SOA):** برای محاسبه سرعت تعدیل ساختار، به پیروی از چو و همکاران (۲۰۲۱)، در ابتدا اهرم هدف با استفاده از مدل (۲) محاسبه می‌شود. در مدل (۲) پسماند مدل نشان‌دهنده اهرم هدف است که در ادامه برای محاسبه سرعت تعدیل ساختار سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

$$LEV_{i,t} = \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) شرکت  $i$  در سال  $t$

$X_{i,t}$ : برابر است با عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه که شامل:

$SIZE_{i,t}$ : اندازه (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها) شرکت  $i$  در سال  $t$

$MedLevi, t$ : میانه اهرم صنعت  $i$  در سال  $t$

$MBI, t$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت  $i$  در سال  $t$

$EBITi, t$ : سودآوری (نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها) شرکت  $i$  در سال  $t$

$Tangibility, t$ : مشهود بودن (نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها) شرکت  $i$  در سال  $t$

$Dividenai, t$ : تقسیم سود (نسبت سود تقسیم شده به کل دارایی‌ها) شرکت  $i$  در سال  $t$

$Depi, t$ : سپر مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها) شرکت  $i$  در سال  $t$ .

پس از محاسبه اهرم هدف با استفاده از مدل (۲)، در ادامه برای محاسبه سرعت تعدیل ساختار سرمایه از مدل (۳) استفاده می‌شود. این مدل با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) مورد برآزش قرار می‌گیرد.

$$LEV_{it} - LEV_{it-1} = \lambda(LC_{it} - LEV_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

$LEV_{it}$ : نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

$LEV_{it-1}$ : نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$LC_{it}$ : اهرم هدف شرکت  $i$  در سال  $t$  که با استفاده از مدل (۲) محاسبه می‌شود.

#### ۲-۴. متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش توانایی مدیریتی می‌باشد که به شرح زیر محاسبه می‌شود:  
**توانایی مدیریتی**<sup>۱</sup>: برای محاسبه توانایی مدیران از مدل دمیرجان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده می‌شود. به منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت از مدل تحلیل پوششی داده‌ها استفاده گردیده و به صورت زیر محاسبه شده است:

$$MAX\theta = \frac{Sales}{V1COGS+V2SG\&a+V3PPE+V4Other\ assets} \quad \text{مدل (۴)}$$

**Sales**: کل درآمد حاصل از فروش شرکت به عنوان خروجی

**COGS**: بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت (نماینده عوامل مورد استفاده در تولید)

**SG&a**: هزینه عمومی و اداری فروش شرکت

**PPE:** دارایی‌های ثابت مشهود

**Other assets:** سایر دارایی‌ها.

دمیرجان و همکاران (۲۰۱۲)، به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود، کارایی شرکت را به دو بخش جدا یعنی کارایی براساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تقسیم کرده‌اند. آن‌ها این کار را با استفاده از کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت انجام دادند. هرکدام از این متغیرها در جایگاه ویژگی‌های ذاتی شرکت، به مدیریت کمک می‌کند تا تصمیم‌های بهتری بگیرد، یا برعکس عمل و توانایی مدیریت را محدود می‌کند. در مدل زیر این ویژگی‌ها کنترل شده است. پس از اندازه‌گیری کارایی شرکت<sup>۱</sup> برای تعدیل کارایی شرکت و خنثی کردن سایر عوامل که بر تلاش مدیر اثرگذار هستند، جهت محاسبه توانایی مدیریتی از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\text{DEA-Effit} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{FirmSizeit} + \alpha_2 \text{MarketShareit} + \alpha_3 \text{FreeCashFlowit} + \alpha_4 \text{FirmAgeit} + \alpha_5 \text{ForeignCurrencyIndicatorit} + \alpha_6 \text{YearFixedEffectst} + \text{RESEffit} \quad (5)$$

**DEA-Effit:** کارایی شرکت  $i$  در سال  $t$

**FirmSizeit:** اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها)  $i$  در سال  $t$

**MarketShareit:** سهم بازار (سهم درآمد فروش شرکت از صنعت که برابر است با نسبت

درآمد فروش شرکت به درآمد فروش صنعت) شرکت  $i$  در سال  $t$

**FreeCashFlowit:** متغیر شاخص جریان نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ ، در صورتی که جریان نقد

آزاد شرکت مثبت باشد، کد (۱) و در غیر این صورت کد (۰) می‌گیرد.

**FirmAgeit:** لگاریتم طبیعی سن شرکت  $i$  در سال  $t$

**ForeignCurrencyIndicatorit:** متغیر شاخص فروش صادراتی شرکت  $i$  در سال  $t$ ، در صورتی

که واحد پولی خارجی شرکت (درآمد فروش صادراتی) پس از تعدیلات مثبت باشد عدد (۱)، و در

غیر این صورت عدد (۰) می‌گیرد.

**YearFixedEffectst:** متغیر ساختگی اثرات ثابت سال مالی

**Reseffit:** پسماند مدل نشان‌دهنده توانایی مدیریت است.

جریان نقد آزاد شرکت با رابطه زیر محاسبه خواهد شد:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{OIBDP} - \Delta \text{working capital} - \text{CAPX} \quad (2)$$

**Free Cash Flow:** جریان نقد آزاد

**OIBDP:** سود قبل از کسر هزینه استهلاک

**Working capital:** تغییرات سرمایه در گردش (دارایی‌های جاری منهای (-) بدهی‌های جاری)

**CAPX:** مخارج سرمایه‌ای (دارایی‌های ثابت مشهود سال جاری منهای (-) دارایی‌های ثابت

مشهود سال گذشته، به اضافه (+) هزینه استهلاک سال جاری تقسیم بر کل دارایی‌ها).

بعد از برآورد مدل رگرسیونی فوق، جزء باقیمانده (پسماند) مدل (مهارت مدیریتی) به محیط اکسل انتقال می‌یابد و سپس برای قابل مقایسه بودن در طی زمان و صنعت، و نیز کاهش تأثیر مشاهدات پرت دهک‌بندی شده و براساس دهکی که به آن تعلق می‌گیرد، رتبه‌بندی می‌شود. برای دهک‌بندی معیار توانایی مدیریتی، ابتدا فاصله بیشترین و کمترین معیار توانایی مدیریتی محاسبه شده، سپس این فاصله بر ۱۰ تقسیم می‌شود، تا فواصل ده‌گانه مساوی به دست آید. سپس مقادیر توانایی مدیریتی که در فواصل ده‌گانه قرار دارد، به هر شرکت رتبه‌ای از (۱ تا ۱۰) تعلق می‌گیرد. رتبه‌بندی شرکت‌ها از بیشترین میزان توانایی مدیریت (دهک دهم) تا کمترین میزان توانایی (دهک یکم) است. طی مراحل فوق متغیرهای موردنیاز برای برآورد مدل‌های اصلی پژوهش آماده می‌شود. این متغیرهای ترکیبی در محیط ایویوز وارد شده و مدل برآورد می‌شود (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

### ۳-۴. متغیر تعدیل‌گر

**استراتژی‌های کسب و کار:**<sup>۱</sup> به پیروی از پژوهش تنانی و محب‌خواه (۱۳۹۳)، برای تعیین نوع استراتژی هر شرکت، از سیستم امتیازدهی ایتر و لکر (۱۹۹۷) استفاده می‌شود. بدین صورت که برای به دست آوردن امتیازات، از ترکیبی از پنج نسبت نرخ رشد فروش، هزینه تبلیغات به کل فروش، تعداد کارمندان به فروش، ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود. سیستم امتیازدهی بدین صورت است که ابتدا شرکت‌ها براساس چهار نسبت اول، به ترتیب از بالا به پایین، در پنج گروه تقسیم شده، و شرکتی که در بالاترین پنجک قرار دارد، امتیاز (۵) و شرکتی که در پایین‌ترین پنجک قرار می‌گیرد، امتیاز (۱) را کسب می‌کند و سایر شرکت‌ها متناسب با پنجک مربوطه امتیازدهی می‌شوند. سپس شرکت‌ها براساس نسبت آخر، به پنج گروه تقسیم می‌شوند. در این مرحله شرکتی که در بالاترین پنجک قرار می‌گیرد، امتیاز (۱) و شرکتی که در پایین‌ترین پنجک قرار دارد، امتیاز (۵) را کسب می‌کند و سایر شرکت‌ها متناسب با پنجک مربوطه، امتیازدهی می‌شوند. در مرحله آخر امتیازات به دست آمده از دو مرحله فوق، با یکدیگر

جمع می‌شوند، تا امتیاز نهایی هر شرکت به دست آید. دامنه امتیازات ترکیبی مجموع پنج نسبت فوق هر شرکت طی یک سال، بین (۵ تا ۲۵) خواهد شد.

#### ۴-۴. متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی مدل اول: مطابق با پژوهش تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، از متغیرهای زیر به‌عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است:

اندازه شرکت<sup>۱</sup>: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها،

نسبت کیوتوبین (Q): برابر است با ارزش بازار سهام عادی به علاوه (+) ارزش دفتری بدهی‌ها، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها،

اهرم مالی<sup>۲</sup>: برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها،

بازده دارایی‌ها<sup>۳</sup>: برابر است با نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها،

نسبت مخارج سرمایه‌ای<sup>۴</sup>: برابر است با نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها. متغیرهای کنترلی مدل دوم: مطابق با پژوهش تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، از متغیرهای زیر به‌عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است:

تغییرات سود (ΔE): برابر است با سود خالص سال جاری منهای (-) سود خالص سال گذشته،

تغییرات خالص دارایی‌ها (ΔNA): برابر است با خالص دارایی‌های سال جاری منهای (-) خالص دارایی‌های سال گذشته،

خالص دارایی‌ها برابر است با کل دارایی‌ها منهای (-) وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت،

تغییرات هزینه‌های تحقیق و توسعه (ARD): برابر است با هزینه‌های تحقیق و توسعه سال جاری منهای (-) هزینه‌های تحقیق و توسعه سال گذشته،

تغییرات هزینه بهره (ΔI): برابر است با هزینه بهره سال جاری منهای (-) هزینه بهره سال گذشته،

تغییرات تقسیم سود (ΔD): برابر است با سود تقسیم شده سال جاری منهای (-) سود تقسیم شده سال گذشته،

اهرم مالی<sup>۵</sup>: برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

1. Asset
2. Leverage
3. ROA
4. CAPEX
5. Leverage



متغیرهای کنترلی مدل سوم: مطابق با پژوهش چو و همکاران (۲۰۲۱b) از متغیرهای زیر به‌عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است:

اندازه شرکت: <sup>۱</sup> برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها،

میانگین اهرم صنعت: <sup>۲</sup> برابر است با میانگین اهرم مالی صنعت،

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: <sup>۳</sup> برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام شرکت × ارزش بازار هر سهم) به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام،

سودآوری: <sup>۴</sup> برابر است با نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها،

مشهود بودن: <sup>۵</sup> برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها،

تقسیم سود: <sup>۶</sup> برابر است با نسبت سود تقسیم شده به کل دارایی‌ها،

سپر مالیاتی: <sup>۷</sup> برابر است با نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها.

## ۵. مدل‌های پژوهش

در این پژوهش به پیروی از تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، از مدل (۶) برای آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش استفاده شده است. در این مدل در صورتی که رابطه رگرسیون و ضریب  $\beta_1$  معنادار و منفی باشد، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیون و ضریب  $\beta_3$  معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

مدل (۶)

$FinancialConstraint_{it}$

$$= \beta_0 + \beta_1 MA\_Skill_{it} + \beta_2 STRATEGY_{it} + \beta_3 MA\_Skill_{it} * STRATEGY_{it} + \beta_4 Asset_{it} + \beta_5 Q_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it}$$

$FinancialConstraint_{it}$ : محدودیت‌های مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$MA\_Skill_{it}$ : توانایی مدیریتی شرکت  $i$  در سال  $t$

$STRATEGY_{it}$ : استراتژی کسب‌وکار شرکت  $i$  در سال  $t$

1. SIZE
2. MedLev
3. MB
4. EBIT
5. Tangibility
6. Dividena
7. Dep

$Asset_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$Q_{it}$ : نسبت کیوتوبین شرکت  $i$  در سال  $t$

$Leverage_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$ROA_{it}$ : بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

$CAPEX_{it}$ : مخارج سرمایه‌ای شرکت  $i$  در سال  $t$ .

به پیروی از تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، از مدل (۷) برای آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش استفاده شده است. در این مدل در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب  $\beta_2$  معنادار و مثبت باشد، فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب  $\beta_3$  معنادار باشد، فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته می‌شود.

مدل (۷)

$$\begin{aligned}
 Ret_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{it} + \beta_2 \Delta Cash_{it-1} * MA_{Skill_{it}} + \beta_3 \Delta Cash_{it-1} * MA_{Skill_{it}} \\
 & * STRATEGY_{it} + \beta_4 STRATEGY_{it} + \beta_5 MA_{Skill_{it}} + \beta_6 \frac{\Delta E_{i,t}}{ME_{i,t-1}} \\
 & + \beta_7 \frac{\Delta NA_{i,t}}{ME_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{\Delta RD_{i,t}}{ME_{i,t-1}} + \beta_9 \frac{\Delta I_{i,t}}{ME_{i,t-1}} + \beta_{10} \frac{\Delta D_{i,t}}{ME_{i,t-1}} + \beta_{11} \frac{\Delta Cash_{i,t-1}}{ME_{i,t-1}} \\
 & + \beta_{12} Leverage_{it} + \beta_{13} \frac{Cash_{i,t}}{ME_{i,t-1}} * \frac{\Delta Cash_{it}}{ME_{i,t-1}} + \beta_{14} Leverage_{it} * \frac{\Delta Cash_{it}}{ME_{i,t-1}} \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

که در آن:

$Ret_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta Cash_{it}$ : تغییرات نگهداشت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$

$MA_{Skill_{it}}$ : توانایی مدیریتی شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta E_{i,t}$ : تغییرات سود شرکت  $i$  در سال  $t$

$ME_{i,t-1}$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta NA_{i,t}$ : تغییرات خالص دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta RD_{i,t}$ : تغییرات هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta I_{i,t}$ : تغییرات هزینه بهره شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta D_{i,t}$ : تغییرات تقسیم سود شرکت  $i$  در سال  $t$

$Leverage_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$Cash_{i,t}$ : نگهداشت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$ .

به پیروی از چو و همکاران (۲۰۲۱b) از مدل (۸) برای آزمون فرضیه پنجم و ششم پژوهش استفاده شده است. در این مدل در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب  $\beta_1$  معنادار و منفی باشد، فرضیه پنجم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب  $\beta_3$  معنادار باشد، فرضیه ششم پژوهش پذیرفته می‌شود.

مدل (۸)

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA\_Skill_{it} + \beta_2 STRATEGY_{it} + \beta_3 MA\_Skill_{it} * STRATEGY_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MedLev_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 EBIT_{it} + \beta_8 Tangibility_{it} + \beta_9 Dividena_{it} + \beta_{10} Dep_{it} + \varepsilon_{it}$$

$SOA_{it}$ : سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت  $i$  در سال  $t$

$MA\_Skill_{it}$ : توانایی مدیریتی شرکت  $i$  در سال  $t$

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$MedLev_{it}$ : میانه اهرم صنعت شرکت  $i$  در سال  $t$

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

$EBIT_{it}$ : سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$

$Tangibility_{it}$ : مشهود بودن شرکت  $i$  در سال  $t$

$Dividena_{it}$ : تقسیم سود شرکت  $i$  در سال  $t$

$Dep_{it}$ : سپر مالیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

## ۶. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش از جمله میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی در جدول (۱) آمده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
اندازه شرکت	۱۴/۶۵	۱۴/۵۵	۲۰/۳۰	۱۰/۶۴	۱/۵۰
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۵	۰/۰۲	۰/۸	۰	۰/۰۸
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۶	۰/۰۳	۰/۸۲	۰/۰۰۰۲۷	۰/۰۸
تغییرات نگهداشت وجه نقد	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۳۱	۰/۷۳	-۰/۵۱	۰/۰۷
تغییرات نگهداشت وجه نقد به تغییرات سود	۰/۰۱	۰/۰۰۳	۳/۲۳	-۱۱/۷۸	۰/۵۲
تغییرات تقسیم سود	-۰/۰۰۱	۰	۲/۱۱	-۲/۷۷	۰/۲۰

نام	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
تغییرات سود	۰/۰۴	۰/۰۲	۷/۸۳	-۷/۵۶	۰/۷۴
سپر مالیاتی	۰/۰۴	۰/۰۱	۰/۶۹	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۸
تغییرات هزینه بهره	۰/۰۱	۰/۰۰۰۰۸	۱/۷۷	-۱/۸۴	۰/۱۸
تقسیم سود	۰/۰۳	۰	۰/۴۴	۰	۰/۰۷
تغییرات خالص دارایی‌ها	۰/۵۷	۰/۱۱	۶۰/۷۹	-۱۰/۸۴	۳/۶۹
تغییرات هزینه (تحقیق و توسعه)	-۰/۰۰۰۴۵	۰	۰/۰۵	-۰/۲۰	۰/۰۱
سودآوری شرکت	۰/۱۰	۰/۰۸	۰/۸۴	-۰/۷۸	۰/۱۶
محدودیت‌های مالی	۰/۴۰	۰	۱	۰	۰/۴۹
اهرم مالی	۰/۷۴	۰/۶۱	۴/۳۴	۰/۰۳	۰/۵۸
توانایی مدیریتی	۵/۴۴	۵	۱۰	۱	۲/۸۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۵/۵۳	۲/۷۵	۱۸۸/۲۴	-۵۴/۸۹	۱۲/۳۶
میانه اهرم صنعت	۰/۶۵	۰/۶۲	۰/۸۴	۰/۵۵	۰/۱۱
نسبت کیوتوبین	۳/۱۵	۱/۸۳	۷۲/۲۱	۰/۱۴	۴/۲۶
بازده سهام	۰/۷۵	۰/۱۰	۸/۳۲	-۱/۴۸	۱/۶۴
بازده دارایی‌ها	۰/۱۰	۰/۰۸	۰/۸۴	-۰/۷۸	۰/۱۶
اندازه شرکت	۱۴/۶۵	۱۴/۵۵	۲۰/۳۰	۱۰/۶۴	۱/۵۰
سرعت تعدیل ساختار سرمایه	۰/۴۲	۰/۳۸	۱/۳۶	-۰/۶۴	۰/۴۳
استراتژی کسب‌وکار	۱۴/۹۲	۱۵	۲۴	۹	۲/۶۶
مشهود بودن	۰/۲۵	۰/۲۰	۰/۸۷	۰/۰۰۰۱۸	۰/۱۸

قبل از برازش مدل بر روی داده‌ها، پیش فرض‌های مدل بررسی می‌گردد. از آزمون ولدریج<sup>۱</sup> برای بررسی خودهمبستگی استفاده شده که آماره این آزمون کمتر از (۵) درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی بین متغیرها است و برای برطرف کردن آن از آزمون وایت<sup>۲</sup> استفاده شده است.

جدول ۲- آزمون همسانی واریانس

آماره (والد)	احتمال
$1.05e-1$	۰/۰۰۰

برای بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل از عامل تورم واریانس استفاده شده است. اگر مقدار این آزمون بین (۱ تا ۵) باشد، بین متغیرها هم خطی وجود نخواهد داشت که نتایج این آزمون گویای

1. Wooldridge test
2. Wald Test

عدم وجود هم خطی بین متغیرها است.

جدول ۳- نتایج آزمون عامل تورم واریانس

متغیر	عامل تورم واریانس
roa	۱/۵۰
lev	۱/۲۸
strategy	۱/۱۹
asset	۱/۱۴
ma_skill_s-y	۱/۱۲
q	۱/۰۹
capex	۱/۰۶
ma_skill	۱/۰۴
Mean vif	۱/۱۸

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول و دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره زد	احتمال
MA_SKILL	-۰/۰۴۸	۰/۰۰۹	-۵/۰۸۲	۰/۰۰۰
STRATEGY	۰/۱۵۴	۰/۰۷۳	۲/۰۹۲	۰/۰۳۶
MA_SKILL*STRATEGY	۰/۰۷۲	۰/۰۰۹	۷/۴۵۴	۰/۰۰۰
ASSET	۰/۲۵۰	۰/۰۵۸	۴/۲۷۰	۰/۰۰۰
Q	۰/۰۳۶	۰/۰۱۹	۱/۸۳۴	۰/۰۶۶
LEV	-۰/۰۰۹	۰/۱۵۹	-۰/۰۵۹	۰/۹۵۲
ROA	-۲/۷۳۷	۰/۶۵۵	-۴/۱۷۶	۰/۰۰۰
CAPEX	-۰/۵۳۳	۰/۹۵۳	-۰/۵۵۹	۰/۵۷۵
C	-۶/۰۹۹	۱/۴۸۳	-۴/۱۱۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین مک فادن <sup>۱</sup>	۰/۲۷۶	آماره ال. آر.	۶۴/۹۷۷	
محدودیت حداکثر احتمال	-۴۲۵/۵۶۶	احتمال آماره ال. آر.	۰/۰۰۰	

نتایج آزمون اف لیمر نشان می‌دهد که فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری کل مدل رد شده و مدل معنادار است؛ زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۵ درصد می‌باشد.

فرضیه اول پژوهش عبارت است از اینکه توانایی مدیریتی تاثیر منفی و معناداری بر محدودیت‌های مالی دارد. با توجه به نتایج جدول (۴) این فرضیه رد نخواهد شد. با توجه به یافته‌ها می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیریتی تاثیر منفی و معناداری بر محدودیت‌های مالی دارد.

فرضیه دوم پژوهش عبارت است از اینکه استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی و محدودیت‌های مالی تاثیر دارد. از این رو اثر ضریبی متغیر ضریب متغیر استراتژی کسب‌وکار  $\times$  توانایی مدیریتی (MA\_SKILL $\times$ STRATEGY) بیانگر آن است که اگر ضریب این متغیر پایین‌تر از ۵٪ باشد و علامت ضریب به دست آمده نیز مثبت باشد، این فرضیه رد نخواهد شد. بنابراین می‌توان گفت، استراتژی کسب‌وکار تاثیر مثبتی بر رابطه بین توانایی مدیریتی و محدودیت‌های مالی دارد.

یکی از آزمون‌هایی که برای مناسب بودن برازش مدل‌های انتخاب باینری استفاده می‌شود، آزمون هاسمر- لم شو<sup>۱</sup> است. همانطور که در جدول (۵) آمده است، احتمال آزمون بیشتر از سطح ۵ درصد بوده و بنابراین می‌توان گفت مدل از برازش خوبی برخوردار است.

جدول ۵- آزمون هاسمر- لم شو

اماره آزمون	احتمال
۴/۹۳۵	۰/۷۶۴

برای برازش مدل، نخست تعیین نوع داده با استفاده از آزمون اف لیمر و هاسمن انجام شده که نتایج این آزمون‌ها در هر دو آزمون بیانگر استفاده از داده‌های تابلویی با اثرات ثابت است؛ زیرا مقدار احتمال به دست آمده در هر دو آزمون پایین‌تر از ۵ درصد است.

جدول ۶- آزمون اف لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون اف لیمر		
نتیجه	احتمال	اماره هاسمن	نتیجه	احتمال	اماره اف لیمر
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۹/۲۴۲	تابلویی	۰/۰۰۰	۱/۸۰۲

با توجه به مقدار آماره آزمون ولدریج که در جدول (۷) آمده است، مشخص است که مدل دارای همبستگی نیست.

جدول ۷- آزمون ولدریج

اماره آزمون	احتمال
۰/۰۳۵	۰/۸۵۱

با توجه به نتایج جدول (۸)، در این مدل فرض صفر (وجود همسانی واریانس) تأیید نمی‌شود، که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. بنابراین، برای رفع آن در تخمین مدل از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است.

جدول ۸- آزمون همسانی واریانس

اماره (والد)	احتمال
۱۶۳۴۱/۴۵	۰/۰۰۰

برای بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از عامل تورم واریانس استفاده شده است. اگر مقدار این آزمون بین (۱ تا ۵) باشد، هم‌خطی بین متغیرها وجود نخواهد داشت، که نتایج این آزمون گویای عدم وجود هم‌خطی بین متغیرها است.

جدول ۹- نتایج آزمون عامل تورم واریانس

متغیر	عامل تورم واریانس
dcash_me1	۲/۲۶
de_me1	۲/۰۷
dna_me1	۱/۳۹
dcash	۱/۳۳
drd_me1	۱/۳۱
di_me1	۱/۳۰
dd_me1	۱/۲۳
dcash_ma_s~l	۱/۱۵
lev_dcash	۱/۱۱
cash_dcash	۱/۰۸
lev	۱/۰۷
strategy	۱/۰۵
dcash_ma_s~y	۱/۰۴
ma_skill	۱/۰۲
میانگین	۱/۳۱

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول (۱۰) آمده است.

جدول ۱۰- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم و چهارم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
DCASH	۲/۶۶۲	۱/۳۶۶	۱/۹۴۷	۰/۰۴۲
MA_SKILL	۰/۰۴۳	۰/۰۲۰	۲/۱۶۵	۰/۰۳۰
DCASH*MA_SKILL	۱/۴۳۵	۰/۴۶۴	۳/۰۹۱	۰/۰۰۲
DCASH*MA_SKILL*STRATGY	۰/۱۲۲	۰/۰۳۳	۳/۶۴۸	۰/۰۰۰
STRATEGY	۰/۱۶۸	۰/۰۲۷	۶/۲۰۵	۰/۰۰۰
DE_ME1	۰/۱۱۰	۰/۰۵۱	۲/۱۵۳	۰/۰۳۱
DNA_ME1	۰/۰۵۱	۰/۰۰۸	۶/۰۴۴	۰/۰۰۰
DRD_ME1	-۱/۶۳۵	۳/۸۰۳	-۰/۴۲۹	۰/۶۶۷
DI_ME1	۰/۱۳۵	۰/۱۹۲	۰/۷۰۲	۰/۴۸۲
DD_ME1	۰/۱۳۶	۰/۰۹۹	۱/۳۶۶	۰/۱۷۲
DCASH_ME1	۰/۰۷۱	۰/۰۷۲	۰/۹۹۵	۰/۳۲۰
LEV	۰/۲۶۴	۰/۰۷۳	۳/۶۰۲	۰/۰۰۰
CASH*DCASH	-۴/۰۹۰	۲/۴۴۵	-۱/۶۷۲	۰/۰۹۵
LEV*DCASH	۴/۰۴۶	۱/۰۷۶	۳/۷۵۹	۰/۰۰۰
C	-۲/۲۴	۰/۴۰۱	-۵/۵۹۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۲	آماره اف	۳/۱۶۸	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۸	احتمال آماره اف لیمر	۰/۰۰۰	

نتایج آزمون اف لیمر نشان می‌دهد که فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری کل مدل رد شده و مدل معنادار است؛ زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۵ درصد می‌باشد. فرضیه سوم در این پژوهش عبارت است از اینکه توانایی مدیریتی تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد دارد. از این رو اثر ضریبی متغیر توانایی مدیریتی  $\times$  تغییرات نگهداشت وجه نقد (DCASH $\times$ MA\_SKILL) بیانگر این مطلب است که اگر ضریب این متغیر پایین تر از ۵ درصد بوده و علامت ضریب به دست آمده نیز مثبت باشد، این فرضیه رد نخواهد شد. با توجه به داده‌های مندرج در جدول (۱۰) می‌توان گفت، توانایی مدیریتی تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه چهارم این پژوهش عبارت است از اینکه استراتژی کسب و کار بر رابطه توانایی مدیریتی و ارزش نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.

از این رو اثر ضریبی متغیر مقدار ضریب متغیر استراتژی کسب و کار  $\times$  توانایی مدیریتی  $\times$  تغییرات



نگهداشت وجه نقد (DCASH×MA\_SKILL×STRATEGY) بیانگر آن است که اگر ضریب این متغیر پایین‌تر از ۵ درصد بوده و علامت ضریب به دست آمده نیز مثبت باشد، این فرضیه رد نخواهد شد. با توجه به داده‌های مندرج در جدول (۱۰) می‌توان گفت که، استراتژی کسب‌وکار تأثیر مثبتی بر رابطه توانایی مدیریتی و ارزش نگهداشت وجه نقد دارد.

برای برازش مدل، نخست تعیین نوع داده با استفاده از آزمون اف لیمر و هاسمن انجام شده که نتایج این آزمون‌ها در آزمون اف لیمر بیانگر استفاده از داده‌های تلفیقی است؛ زیرا مقدار احتمال به دست آمده در آزمون اف لیمر بیشتر از ۵ درصد است.

جدول ۱۱- آزمون اف لیمر

آزمون اف لیمر		
نتیجه	احتمال	آماره اف لیمر
تلفیقی	۰/۱۴۳	۱/۶۵۵

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار آماره آزمون ولدريج که در جدول (۱۲) آمده است، مشخص شد که مدل دارای همبستگی نیست.

جدول ۱۲- آزمون ولدريج

احتمال	آماره آزمون
۰/۱۱۱	۲/۵۷۸

با توجه به جدول (۱۳) در این مدل، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) تأیید نمی‌شود، که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود ندارد.

جدول ۱۳- آزمون همسانی واریانس

احتمال	آماره (بروش باگان)
۰/۱۳۵	۲/۳۳

منبع: یافته‌های پژوهش

برای بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، از عامل تورم واریانس استفاده شده است. اگر مقدار این آزمون بین (۱ تا ۵) باشد، هم‌خطی بین متغیرها وجود نخواهد داشت، که نتایج این آزمون گویای عدم وجود هم‌خطی بین متغیرها است.

جدول ۱۴- نتایج آزمون عامل تورم واریانس

عامل تورم واریانس	متغیر
strategy	۱/۵۹
ebit	۱/۴۵
tangibility	۱/۴۱
size	۱/۱۹
dividena	۱/۱۸
ma_skill_s~y	۱/۱۳
mb	۱/۱۳
medlev	۱/۱۱
dep	۱/۰۶
ma_skill	۱/۰۵
میانگین	۱/۲۳

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول (۱۵) آمده است.

جدول ۱۵- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه پنجم و ششم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
MA_SKILL	-۰/۰۲۱	۰/۰۰۸	-۲/۵۵۴	۰/۰۱۰
STRATEGY	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۴	-۰/۳۰۹	۰/۷۵۷
MA_SKILL*STRATEGY	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۲/۷۳۵	۰/۰۰۶
SIZE	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۴	-۱/۶۱۷	۰/۱۰۶
MEDLEV	۰/۳۹۹	۰/۰۴۲	۹/۴۵۴	۰/۰۰۰
MB	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۵/۱۶۱	۰/۰۰۰
EBIT	-۰/۶۷۴	۰/۰۳۷	-۱۷/۸۵۹	۰/۰۰۰
TANGIBILITY	۰/۳۵۴	۰/۰۲۸	۱۲/۴۵۴	۰/۰۰۰
DIVIDENA	-۰/۰۲۵	۰/۰۷۱	-۰/۳۵۲	۰/۷۳۴
DEP	۰/۵۰۴	۰/۱۴۰	۳/۵۹۲	۰/۰۰۰
C	۰/۲۵۲	۰/۱۲۲	۲/۰۵۹	۰/۰۳۹
ضریب تعیین	آماره اف			۶۶/۰۶۴
ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره اف			۰/۰۰۰

توجه به داده‌های مندرج در جدول (۱۵) می‌توان گفت، توانایی مدیریتی تاثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد. ضریب متغیر استراتژی کسب‌وکار  $\times$  توانایی مدیریتی

(MA\_SKILL×STRATEGY) بیانگر آن است که اگر ضریب این متغیر پایین‌تر از ۵ درصد بوده و علامت ضریب به دست آمده نیز مثبت باشد، فرضیه رد نخواهد شد. بنابراین، استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر دارد.

## ۷. نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی اثر تعاملی استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی با محدودیت‌های مالی، ارزش نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه بود. به این منظور شش فرضیه تدوین و مورد آزمون قرار گرفت.

**فرضیه اول:** توانایی مدیریتی تأثیر منفی و معناداری بر محدودیت‌های مالی دارد. با توجه به داده‌های آماری، فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار گرفت. لذا، وقتی که دارایی‌های نقدی یک شرکت پایین‌تر از سطح مطلوب باشد، مدیران توانمندتر مشکلات نقدینگی را راحت‌تر و به‌طور پیشگیرانه‌تری کشف می‌کنند، تا هزینه‌های تأمین مالی خارجی را از بین ببرند. این یافته مطابق با نتایج پژوهش‌های تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، آندریو و همکاران (۲۰۱۷) و کارشناسان و ممشلی (۱۳۹۷) است.

**فرضیه دوم:** استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی و محدودیت‌های مالی تأثیر دارد. با توجه به نتایج، فرضیه دوم پژوهش مورد تایید قرار گرفت. محدودیت مالی می‌تواند ریسک شرکت را افزایش دهد. یک شرکت با مدیرعاملی توانمند می‌تواند محدودیت‌های مالی خود را از راه‌های مختلفی کاهش دهد. نخست، توانایی مدیریتی، با کیفیت بالاتر سود مرتبط است. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که مدیران عامل با توانایی بالا بتوانند جریان‌های نقدی داخلی بیشتری ایجاد کنند. دوم، شرکت‌هایی که دارای مدیران اجرایی با توانایی بالا هستند، می‌توانند در بازارهای تأمین مالی خارجی، مانند رتبه‌بندی اعتباری مطلوب‌تر و تعهدات بدهی کمتر، رفتار بهتری داشته باشند. این یافته مطابق با نتایج پژوهش‌های تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، آندریو و همکاران (۲۰۱۷) و کارشناسان و ممشلی (۱۳۹۷) است.

**فرضیه سوم:** توانایی مدیریتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد دارد. با توجه به نتایج بدست آمده، فرضیه سوم پژوهش تایید شد. تصمیم‌گیری در مورد نحوه استقرار پول نقد، در اختیار مدیران است. ویژگی‌های فردی مدیران اجرایی، مانند علائق و انگیزه‌های شخصی، بر استفاده از پول نقد تأثیر می‌گذارد؛ زیرا وجه نقد موجود، تحت کنترل مدیران عامل است. همچنین مدیران ممکن است زمانی که شرکت دارای سطح بالایی از پول نقد است، از اختیارات مدیریتی خود در مورد استفاده از پول نقد برای پیگیری منافع خود سوءاستفاده کنند. این یافته مطابق با نتایج

پژوهش‌های تسائی و همکاران (۲۰۲۲)، چو و همکاران (۲۰۱۸)، گان و پارک (۲۰۱۷)، و سیرانی و فاضلی مهرآبادی (۱۴۰۲) است.

**فرضیه چهارم:** استراتژی کسب‌وکار بر رابطه توانایی مدیریتی و ارزش نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد. با توجه به نتایج حاصل، فرضیه چهارم پژوهش تأیید شد. اگر بنگاه‌ها از نظر مالی محدودیتی نداشته باشند، معمولاً ارزش نهایی وجه نقد پایین‌تر است؛ زیرا سرمایه‌گذاری‌های افزایش‌دهنده ارزش به‌راحتی می‌توانند از طریق سرمایه خارجی تأمین مالی شوند و پول نقد نیاز فوری نیست. یکی دیگر از عوامل مؤثر بر ارزش نگهداشت وجه نقد، استراتژی‌های تجاری شرکت است. شرکت‌های با استراتژی تهاجمی به‌صورت مداوم نوسانات بالای جریان وجه نقد را دنبال می‌کنند. در نتیجه انتظار می‌رود که شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، بیشتر از شرکت‌های با استراتژی تدافعی، از هزینه‌های نمایندگی بالاتر و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر رنج ببرند. به عبارت دیگر، نوع استراتژی‌های تجاری تأثیر متفاوتی بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت دارد. با توجه به تأثیری که توانایی مدیریت و استراتژی کسب‌وکار بر ارزش نگهداشت وجه نقد دارد، می‌توان انتظار داشت که تأثیر توانایی مدیریتی بر ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و استراتژی تدافعی، متفاوت باشد. این یافته مطابق با نتایج پژوهش‌های تسائی و همکاران (۲۰۲۲) و گان و پارک (۲۰۱۷) است.

**فرضیه پنجم:** توانایی مدیریتی تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد. با توجه به نتایج، فرضیه پنجم پژوهش تأیید شد. مدیرانی که توانایی بهتری در تصمیم‌گیری‌های عملیاتی دارند، انتظار می‌رود که تنظیمات ساختار سرمایه را سریع‌تر به‌سمت سطوح هدف انجام دهند؛ زیرا (۱) چنین مدیرانی با بستن شکاف بین ساختار سرمایه واقعی و هدف، ارزش شرکت بالاتری را دنبال می‌کنند، (۲) هزینه تعدیل ساختار سرمایه برای مدیران با توانایی بالا، به دلیل هزینه‌های تأمین مالی خارجی کمتر، پایین‌تر است. این یافته مطابق با نتایج پژوهش‌های چو و همکاران (۲۰۲۱a) و چو و همکاران (۲۰۲۱b) و علی‌نژاد ساروکلانی و تارفی (۱۳۹۶) است.

**فرضیه ششم:** استراتژی کسب‌وکار بر رابطه بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر دارد. با توجه به نتایج آماری، فرضیه ششم پژوهش مورد تأیید قرار گرفت. مدیرانی که توانایی بالاتری دارند، می‌توانند بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیرگذار باشند. مدیران با توانایی بهتر به دو دلیل می‌توانند تعدیل ساختار سرمایه را سریع‌تر تسهیل کنند. اولاً، مدیرانی که توانایی بالاتری در تصمیم‌گیری‌های عملیاتی دارند، اگر معتقد باشند که دستیابی به اهرم هدف، ارزش شرکت را بهبود می‌بخشد، در انتقال اهرم شرکت به‌سمت سطوح هدف، فعال‌تر خواهند بود. ثانیاً، زمانی که بازار

سرمایه به‌درستی توانایی مدیریتی را ارزیابی می‌کند، تأمین مالی خارجی هزینه‌های کمتری را برای شرکت‌هایی که مدیران با توانایی بالاتری دارند، در پی دارد. این یافته مطابق با نتایج پژوهش‌های چو و همکاران (۲۰۲۱b) و علی‌نژاد ساروکلانی و تارفی (۱۳۹۶) است. با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌گردد به قابلیت‌های مدیریت توجه بیشتری شود؛ زیرا مدیران توانمندتر مشکلات نقدینگی را راحت‌تر و به شکل پیشگیرانه‌تری کشف می‌کنند، تا هزینه‌های تأمین مالی خارجی را از بین ببرند. از سوی دیگر، استراتژی‌های تجاری بر رابطه توانایی مدیریتی و ارزش نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار می‌باشد. لذا، به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد در پیاده‌سازی هرچه مؤثرتر نظارت‌های خود در شرکت‌ها و نیز افشای گزارش آنها، توجه بیشتری به استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها داشته باشد؛ زیرا استراتژی‌های تجاری از عوامل مهم و تأثیرگذار بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشد که توانایی تأثیرگذاری بر عملکرد و بازده آتی شرکت‌ها را دارد.

## منابع

- بادآور نهندی، یونس؛ درخور، سعید (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳(۲)، ص ۱۶۷-۱۸۹.
- بادآور نهندی، یونس؛ عباس‌زاده، شهلا؛ شهمی‌فر، المیرا (۱۴۰۱). تاثیر انحراف استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت. *مدیریت عملیات*، ۲(۶)، ص ۱۱۹-۱۴۰.
- پورغفار، جواد؛ قادرزاده اسکویی، سیامک (۱۴۰۰). رابطه نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۳۸)، ص ۱-۱۹.
- تنانی، محسن؛ محب‌خواه، محمد (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب‌وکار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۳)، ص ۱۰۵-۱۲۷.
- حسن ملکی، علیرضا؛ حقانی، علی (۱۴۰۱). بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد. *تحلیل بازار سرمایه*، ۲(۳)، ص ۱۴۰-۱۶۳.
- رازمش، فاطمه؛ ملا، محمدتقی (۱۴۰۰). بررسی نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود و سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۵۱)، ص ۹۶-۱۱۳.
- سیرانی، محمد؛ فاضلی‌مهرآبادی، علیرضا (۱۴۰۲). توانایی مدیریت و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۶۰)، ص ۱۲۹-۱۴۸.
- عسکرزاده، عزیزاله؛ صالحی، اله کرم؛ ملاعلیزاده زواردهی، صابر؛ تهرانی، رضا (۱۴۰۳). ماتریس پسانداهای ارزش ناشی از خردمندی دانش مالی مدیران شرکت‌های بازار سرمایه. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۶۱)، ص ۱۴۵-۱۶۶.
- علی‌نژاد ساروکلانی، مهدی؛ تارفی، ستاره (۱۳۹۶). تاثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی. *دانش حسابداری*، ۸(۲)، ص ۱۵۹-۱۸۰.
- فلاح، رامتین؛ صمدی، فاطمه؛ تپله نونی، مصطفی (۱۴۰۲). تاثیر محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد. *مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی*، ۳(۳)، ص ۵۷-۹۰.
- کارشناسان، علی؛ ممشلی، رضا (۱۳۹۷). تاثیر توانایی مدیریت در کنترل بحران مالی درون‌سازمانی و احتمال گزارشگری متقلبانانه. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۷(۲۷)، ص ۹۵-۱۰۸.
- نظری عمروابادی، مینا (۱۴۰۱). بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر درماندگی مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۶(۲۱)، ص ۱۰۰۳-۱۰۲۰.
- نکونی‌زاده، شکوفه؛ دستگیر، محسن؛ علی احمدی، سعید (۱۳۹۹). تاثیر بحران اقتصادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با ارزش و عملکرد مالی نقش ویژگی‌های رفتاری شرکت. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۱۵(۹)، ص ۱۵۳-۱۸۸.
- Agustia, D., Muhammad, N.P.A. & Permatasari, Y. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6(2).
- Andreou, P.C., Karasamani, I., Louca, C. & Ehrlich, D. (2017). The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment. *Journal of Business Research*, 79, p.107-122.
- Bhagat, S., Bolton, B. & Subramanian, A. (2011). Manager characteristics and capital structure:

- Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), p. 1581-1627.
- Bui, D.G., Chen, Y.S., Hasan, I. & Lin, C.Y. (2018). Can lenders discern managerial ability from luck? Evidence from bank loan contracts. *Journal of Banking & Finance*, 87, p. 187-201.
- Burkart, M., Panunzi, F. & Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58, p. 2167-2202.
- Chang, C.C. & Yang, H. (2022). The role of cash holdings during financial crises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 72, p. 101733.
- Cho, H., Choi, G.Y. & Choi, S. (2021). Is managerial ability associated with capital structure adjustment speed? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(3), p. 308-333.
- Cho, H., Choi, S. & Kim, M.O. (2018). Cash holdings adjustment speed and managerial ability. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(5), p. 695-719.
- Choo, M.R., Wang, C.W., Yin, C. & Li, J.L. (2021). Managerial ability and external financing. *Asia-Pacific Financial Markets*, 28, p. 207-241.
- Demerjian, P., Lev, B. & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management science*, 58(7), p. 1229-1248.
- Demerjian, P.R., Lev, B., Lewis, M.F. & McVay, S.E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The accounting review*, 88(2), p. 463-498.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 15(1), p. 1-33.
- Faulkender, M. & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The journal of finance*, 61(4), p.1957-1990.
- Franco, G., Hope, O.K. & Lu, H. (2017). Managerial ability and bank-loan pricing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(9-10), p. 1315-1337.
- Gan, H. & Park, M.S. (2017). CEO managerial ability and the marginal value of cash. *Advances in accounting*, 38, p. 126-135.
- Gan, H. (2015). *CEO managerial ability, corporate investment quality, and the value of cash. Doctoral dissertation*. Virginia Commonwealth University.
- Goodman, T.H., Neamtiu, M., Shroff, N. & White, H.D. (2014). Management forecast quality and capital investment decisions. *The accounting review*, 89(1), p. 331-365.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2007). *Corporate payout policy and product market competition*. In: AFA 2008 New Orleans meetings paper.
- Habib, A. & Hasan, M.M. (2017). Social capital and corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 52, p. 1-20.
- Hall, B.H. & Lerner, J. (2010). *The financing of R&D and innovation*. In: Handbook of the Economics of Innovation (Vol. 1, pp. 609-639).
- Haushalter, D., Klasa, S. & Maxwell, W.F. (2007). The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior. *Journal of financial Economics*, 84(3), p. 797-825.
- Ittner, C.D. & Larcker, D.F. (1997). Product development cycle time and organizational performance. *Journal of Marketing Research*, 34(1), p. 13-23.
- Kaplan, S.N. & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The quarterly journal of economics*, 112(1), p. 169-215.
- Kayo, E.K. & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of banking &*

- finance*, 35(2), p. 358-371.
- Li, T., Munir, Q. & Abd Karim, M.R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, p. 1-21.
- Liu, Y. & Mauer, D.C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of financial economics*, 102(1), p. 183-198.
- Lozano, M.B. & Durán, R.F. (2017). Family control and adjustment to the optimal level of cash holding. *The European Journal of Finance*, 23(3), p. 266-295.
- Magerakis, E. & Tzelepis, D. (2020). The impact of business strategy on corporate cash policy. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), p. 677-699.
- Miles, R.E. & Snow, C.C. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. New York: McGraw-Hill.
- Miles, R.E., Snow, C.C., Meyer, A.D. & Coleman Jr, H.J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *Academy of management review*, 3(3), p. 546-562.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), p. 261-297.
- Morellec, E., Nikolov, B. & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The journal of finance*, 67(3), p. 803-848.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), p. 187-221.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). When firms have information that investors. *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.
- Olson, A. (2021). Consequences of executive focus on support activities: Evidence from executive influence on firm tax strategy. *Journal of Management Accounting Research*, 33(3), p. 121-143.
- Porter, M.E. & Millar, V.E. (1985). How information gives you competitive advantage. *Harvard Business Review*, 63, p. 149-160.
- Tsai, J.F., Mai, N.T. & Bui, D.G. (2022). Managerial ability, financial constraints, and the value of cash holding. *Applied Economics Letters*, 29(5), p. 462-468.