



بررسی رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گر خوش‌بینی مدیریت

مسعود بادین^۱

مهدی اسکافی اصل^۲

محمد افتخاری^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۱۹

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گر خوش‌بینی مدیریت است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی است زیرا نتیجه کار می‌تواند برای تصمیم‌گیری‌های مدیریتی در زمینه ارزش شرکت مورد استفاده قرار گیرد. همچنین در این پژوهش چون هدف بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته است، تحقیق، جزء پژوهش‌های همبستگی محسوب می‌شود. نمونه آماری شامل ۱۶۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است. برای تحلیل داده‌ها از رگرسیون پنل و نرم افزار Eviews10 کمک گرفته شده است. نتایج حاکی از این است که بین نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همینطور نتایج نشان داد که خوش‌بینی مدیریت بر رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت، اثر تعدیل‌کنندگی دارد.

واژه‌های کلیدی: نگاه‌داشت وجه نقد، ارزش شرکت، خوش‌بینی مدیریت.

طبقه بندی JEL: G32، F۴۵، G01

۱. گروه اقتصاد، دانشکده امور اقتصادی، دانشگاه وزارت امور اقتصاد و دارایی، تهران، ایران. Masood.badin@yahoo.com

۲. گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). Mehdi.eskafi@yahoo.com

۳. گروه مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Eftekhari13891349@gmail.com

۱- مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند (فلاح حمیدی و همکاران، ۱۴۰۰). زمانی که شرکت‌ها، از وجه نقد کافی برخوردار نیستند و در عین حال، در موقعیتی هستند که می‌توانند منابع مالی خارجی را به‌دست آورند، مدیران، ممکن است از فرصت تامین مالی استفاده کنند. به‌طور معمول، مدیران خوش‌بین، بازده آتی را بیش از حد برآورد می‌کنند و ممکن است در پروژه‌های مخاطره آمیز سرمایه‌گذاری کنند.

تحلیل‌گران اوراق بهادار، مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و افرادی که در بازار سرمایه مشارکت‌دارند نیازمند اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری در مسائل مالی هستند. در این زمینه سرمایه در گردش و میزان نگهداری وجه نقد، از اقلام مهم دارایی‌های واحدها و بنگاه‌های اقتصادی محسوب می‌شود که در تصمیم‌گیری‌های مالی نقش مهمی ایفا می‌کنند. تداوم فعالیت‌های بنگاه‌های اقتصادی تا میزان زیادی به مدیریت منابع کوتاه‌مدت آن بستگی دارد، زیرا فعالیت‌های عملیاتی در یک دوره عادی که معمولاً سالانه است، به شناخت سرمایه در گردش و نگهداری وجه نقد و مدیریت مطلوب آن مربوط می‌شود، به گونه‌ای که از این مسیر، یافته‌های مورد انتظار تحقق یابد و امکان تداوم فعالیت در بلندمدت فراهم شود (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱).

از طرف دیگر، رقابت فزاینده صنایع باعث شده که شرکت‌ها با چالش‌ها و فرصت‌های زیادی روبرو شوند (بچینی، ۲۰۱۵). بنابراین شرکت‌ها موظفند از استراتژی‌ها و سیاست‌های مدون استفاده کنند تا بتوانند رقابت کنند و به موفقیت برسند. رقابت شرکت را می‌توان از طریق ارزش شرکت ارزیابی کرد. وضعیت خوب شرکت با افزایش ارزش شرکت مشخص شده و اندازه‌گیری آن با استفاده از معیارهای بازار قابل انجام است (پاپوتونگان و همکاران، ۲۰۲۰). در واقع ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران محسوب شده و نمایشگر چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

هدف اصلی مدیریت ریسک، اندازه‌گیری و پیش‌بینی انواع ریسک به منظور کنترل آنها می‌باشد (اسماعیل زاده و جوانمردی، ۱۳۹۶). همچنین خوش‌بینی مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. از آنجایی که ماهیت فعالیت‌های تجاری سرمایه‌گذاری به گونه‌ای است که کسب بازده مستلزم تحمل ریسک است، توجه به این نکته ضروری است که در فرآیند تصمیم‌گیری برای اجرای پروژه یا سرمایه‌گذاری، در بسیاری از مواقع محافظه‌کاری و ریسک‌گریزی غیرمنطقی مدیران سبب انتخاب گزینه‌های پر هزینه و کم ارزش گردیده است (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰). خوش‌بینی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی می‌تواند به عنوان یک اعتقاد بی اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مفهوم خوش‌بینی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روانشناسانه از نوع شناختی بررسی شده

است که نشان می‌دهد افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند. هم‌چنین در تخمین احتمالات، عملکردی ضعیف دارند و رویدادهایی را که حتمی می‌دانند، غالباً دارای احتمال وقوع کمی هستند. به‌طور خلاصه می‌توان گفت که افراد خود را از آنچه واقعاً هستند، باهوش‌تر می‌پندارند و بر این باورند که اطلاعات بهتری نیز در اختیار دارند. اما آیا اگر یک شرکت، دارای مدیریت خوش‌بین باشد، سطح پایین‌تری از وجه نقد، بر ارزش شرکت تأثیر منفی خواهد گذاشت؟ هدف از این مطالعه، بررسی تأثیر نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت است. لذا این سوال مطرح می‌شود که آیا سطح بهینه‌ای از وجه نقد می‌تواند ارزش شرکت را حداکثر کند یا خیر؟ و اینکه آیا خوش‌بینی مدیریت رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت را می‌تواند تعدیل کند؟

۱-۱- اهمیت و توجیه انجام پژوهش

به دلیل ناکارایی‌هایی که در دنیای واقعی وجود دارد، از یک طرف، تأمین مالی خارجی ممکن است به موقع در دسترس قرار نگیرد و اگر در دسترس باشد با هزینه‌های معاملاتی همراه است؛ وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخل و خارج از شرکت نیز، باعث افزایش هزینه‌ی تأمین مالی خارجی می‌شود. از این رو، نگهداری وجه نقد می‌تواند دو منفعت اصلی برای شرکت داشته باشد: در دسترس بودن وجه نقد و کاهش اتکا بر تأمین مالی خارجی گران، در جهت رفع نیازهای برآمده از فعالیت‌های عادی و مقابله با شرایط غیر منتظره. به دلیل وجود چنین منفعتی، وجه نگهداری شده، برای سهامداران دارای ارزش خواهد بود (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱).

از طرف دیگر، ناکارایی‌های بازار، دلالت بر هزینه فرصت نگهداری وجه نقد دارد. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقدینه، در نتیجه بازده کمتر این‌گونه دارایی‌ها، هزینه‌ی فرصت از دست رفته به شرکت تحمیل می‌کند. این هزینه به ویژه اگر شرکت از سرمایه‌گذاری‌های سودآورتری به خاطر نگاه‌داشت وجه نقد، صرف نظر کند، افزایش می‌یابد. نگهداری دارایی‌های نقدینه زیاد، هم‌چنین می‌تواند تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران را افزایش دهد. بنابراین، تحقیق پیش رو در نظر دارد وجود سطح بهینه‌ای از وجه نقد نگهداری شده که بیشترین ارزش را برای شرکت به همراه دارد و هم‌چنین تأثیر خوش‌بینی مدیر از سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دهد. نتایج این تحقیق می‌تواند در ارتقای سطح آگاهی مدیران و به تبع آن مدیریت صحیح وجه نقد که منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود، نقش مهمی ایفا کند. هم‌چنین با توجه به این که در ادبیات وجه نقد نگهداری شده، چگونگی تأثیر سطوح مختلف وجه نقد بر ارزش شرکت و رابطه غیرخطی وجه نقد و ارزش شرکت مورد بررسی قرار نگرفته است و در بررسی رابطه وجه نقد و ارزش شرکت، نتایج متفاوتی حاصل شده است؛ این تحقیق می‌تواند سهمی در نوآوری در مبانی نظری و ادبیات مربوط به وجه نقد نگهداری شده داشته باشد و مورد استفاده دیگر محققان قرار گیرد.

۲- مبانی نظری و روابط بین متغیرها

۲-۱- فرضیات پژوهش

فرضیه اول: بین نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: خوش‌بینی مدیریت بر رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تاثیر دارد.

۲-۲- رابطه بین نگاه‌داشت وجه نقد و محدودیت مالی

ثبات جریان‌های نقدی حاصل از عملیات تجاری ممکن است کسب‌وکارها را تشویق کند تا سطح هدف‌مندی از وجه نقد را به عنوان بیمه در برابر خطر عدم اطمینان برای جریان‌های نقدی آتی حفظ کنند. تحقیقات فراوانی نشان می‌دهد که شرکت‌ها وجه نقد را برای اجرای روال‌ها و رویه‌های خود حفظ می‌کنند و آن را برای مقاصد سرمایه‌گذاری ذخیره می‌کنند (آدریان^۱ و همکاران ۲۰۱۲). آلمیدا^۲ و همکاران (۲۰۰۴)، تحقیقات تجربی انجام داد و دریافت که شرکت‌های دارای محدودیت مالی به دلیل فرصت‌های سودآور ذاتی این استراتژی، وجه نقد بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت نگهداری می‌کنند. بنابراین نگهداری وجه نقد در شرکت‌های محدود می‌تواند بر مشکل سرمایه‌گذاری کم غلبه کند.

گائو^۳ و همکاران (۲۰۱۳)، به هزینه نمایندگی بالاتر سرمایه اشاره کردند، در حالی که اسکر^۴ و همکاران (۲۰۱۵)، مشکل عدم تقارن را به عنوان تأثیرگذار بر تمایل شرکت برای نگهداری وجه نقد بیشتر هدف قرار دادند.

با این حال، نگهداری وجه نقد بیشتر، تامین مالی و هزینه فرصت سرمایه را افزایش می‌دهد. همچنین هزینه نمایندگی سرمایه را افزایش می‌دهد که بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. در مقابل، شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند، نیازی به نگهداری وجه نقد بیشتری ندارند، زیرا می‌توانند جریان‌های نقدی مورد نیاز را از عملیات خود به خوبی ایجاد کنند. شرکت‌های بدون محدودیت جریان‌های نقدی پایدار دارند و می‌توانند با هزینه‌های معقول از خارج تامین مالی کنند.

۲-۳- رابطه بین نگاه‌داشت وجه نقد و خوش‌بینی مدیریت

میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود (مدانلو و همکاران، ۱۴۰۰). مدیران شرکتی زمانی که تصمیمات مربوط به بودجه بندی سرمایه را اتخاذ می‌کنند، منطقی در نظر گرفته می‌شوند و شرایط مربوط به نگهداری وجه نقد نیز تحت تأثیر ویژگی‌های شخصی مدیران قرار نمی‌گیرد. برعکس، مطالعات مالی رفتاری نشان می‌دهد که ویژگی‌های مدیران بر تصمیمات تامین مالی تأثیر می‌گذارد. مدیران خوش‌بین، پروژه‌های تحت نظارت خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند و عدم اطمینان از نتایج را دست کم می‌گیرند (حسن و همکاران، ۲۰۲۱).

¹ Adrian

² Almeida

³ Gao

⁴ Asker

علاوه بر این، کامپلو و هاکبارث^۱ (۲۰۰۸)، محمد^۲ و همکاران (۲۰۱۴)، آگاروال^۳ و همکاران (۲۰۱۵)، و کامپلو و گراهام^۴ (۲۰۱۳)، توضیح می‌دهند که خوش‌بینی مدیریتی نقش اساسی در تعیین سیاست‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری بلندمدت شرکت‌ها دارد. محمد و همکاران (۲۰۱۴)، توضیح می‌دهند که مدیران خوش‌بین بیشتر با استفاده از وجوه داخلی سرمایه‌گذاری می‌کنند و تمایلی به یافتن منابع مالی خارجی ندارند. اخیراً، هوانگ مایر^۵ و همکاران (۲۰۱۶)، و دشموک^۶ و همکاران (۲۰۲۱)، استدلال می‌کنند که مدیران خوش‌بین ترجیح می‌دهند با پرداخت سود سهام کوچکتر به سهامداران، وجه نقد را برای سرمایه‌گذاری حفظ کنند. چنین مدیرانی بازده بالاتر از پروژه‌های اعلام شده و تمایل به انباشت وجه نقد برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی می‌کنند. از سوی دیگر، گونر^۷ و همکاران (۲۰۱۸)، گزارش می‌دهند که مدیران خوش‌بین در شرکت‌های بدون محدودیت درگیر مخارج سرمایه‌ای بالاتر و سرمایه‌گذاری بیش از حد در ادغام و تملک هستند، اما این منجر به یک مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. بر اساس فرضیه سرمایه‌گذاری بیش از حد، خوش‌بینی صرفاً نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، زیرا نگهداری وجه نقد بالاتر با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تخریب‌کننده ارزش، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تشدید می‌کند. تران^۸ و همکاران (۲۰۲۰)، اخیراً فاش کردند که مدیران خوش‌بین به دنبال تأمین مالی خارجی هستند، اما علیرغم هزینه آن، بر این باورند که چنین مشکلاتی با پروژه‌های ارزش‌زا برطرف می‌شوند.

۲-۴- پیشینه پژوهش

چن^۹ و همکاران (۲۰۲۰)، پژوهشی در رابطه بیش‌اعتمادی مدیریت و نگاه‌داشت وجه نقد انجام دادند. در چکیده پژوهش مذکور آمده است: این مطالعه خوش‌بینی مدیر عامل را پیشنهاد می‌کند تا توضیحی جایگزین برای دارایی‌های نقدی شرکت‌ها باشد. ما اثرات مثبت خوش‌بینی مدیر عامل را در سطح دارایی‌های نقدی و ارزش وجه نقد می‌دانیم که بیشتر به دلیل فضای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. تأثیرات مثبت خوش‌بینی مدیر عامل بر سطح منابع نقدی و ارزش وجه نقد به سختی تحت تأثیر انگیزه‌های سنتی دارایی‌های نقدی مبتنی بر نظریه‌های معاملات و نمایندگی قرار می‌گیرد. تجزیه و تحلیل منابع وجه نقد بیشتر توضیح می‌دهد که چرا شرکت‌هایی که مدیر عامل بیش از حد اعتماد به نفس دارند می‌توانند به طور تهاجمی سرمایه‌گذاری‌های خطرناک را دنبال کنند و منابع نقدی بزرگ را همزمان حفظ کنند. اگرچه ادبیات قبلی نشانی از مدیران عامل با اعتماد به نفس بالا تمایل دارند

¹ Campello and Hackbarth

² Mohamed

³ Agarwal

⁴ Campello and Graham

⁵ Huang-Meier

⁶ Deshmukh

⁷ Güner

⁸ Tran

⁹ Chen

برای سرمایه‌گذاری‌های خود از مسائل مربوط به حقوق صاحبان سهام پرهیز کنند، اما کمک به پس‌انداز نقدی حاصل از حقوق صاحبان سهام بیشتر از بدهی است.

هوانگ^۱ و همکاران (۲۰۲۰)، پژوهشی با عنوان قدرت و اعتماد بنفیس مدیران انجام دادند. در چکیده پژوهش مذکور آمده است: خصوصیات ادبیات مالی رفتاری در خوش‌بینی مدیر عامل و مدیر عامل شکست خورد. ما منبع خوش‌بینی مدیر عامل شرکت را که منجر به شکست می‌شود، بررسی نمودیم. نمونه آماری شامل ۱۲۵۶۳ سال شرکت در دوره ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۹ می‌باشد. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها با کمک رگرسیون پنل انجام شد. با استفاده از داده‌های سطح مدیرعامل، متوجه می‌شویم که قدرت مدیر عامل احتمال خوش‌بینی وی را افزایش می‌دهد. ما همچنین نشان می‌دهیم که مدیران عامل با اعتماد به نفس بالای قدرت تمایل دارند معاملات بیشتری را بدون توجه به شرایط اقتصادی انجام دهند.

لین^۲ و همکاران (۲۰۲۰)، پژوهشی با عنوان بیش‌اعتمادی مدیریت و قراردادهای وام بانک انجام دادند. دوره نمونه از سال ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۵ می‌باشد. نتایج نشان می‌دهند، شرکت‌های دارای مدیرعامل با اعتماد به نفس بیش از حد، اخذ وام کمتری دارند و هنگامی که قراردادهای وام دارای وثیقه هستند، تأثیر کاهش این مدیران عامل در اخذ بارزتر است. برعکس، شرکت‌هایی که مدیر عاملانی با اعتماد به نفس متوسط دارند، وام بیشتری دریافت می‌کنند. نتایج با این ایده سازگار است که مدیران عامل با خوش‌بینی، تمایل بیشتری به پذیرش وثیقه در ازای کاهش نرخ وام خود دارند.

خادم زاده (۱۴۰۱)، پژوهشی در زمینه رابطه بین بیش‌اطمینانی و انتخاب مجدد مدیر عامل با تأکید بر عملکرد وی، انجام داد. جامعه آماری، سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۹، شامل ۱۱۱ شرکت بورسی می‌باشد. هم‌چنین در این پژوهش برای اطمینان بیشتر، شرکت‌ها به دو گروه دارای مالکیت دولتی و خصوصی طبقه‌بندی گردیده و فرضیه‌های پژوهش در هر دو گروه مورد آزمون واقع گردید که تأثیر منفی بیش‌اطمینانی مدیر عامل بر احتمال انتخاب مجدد وی در هر دو گروه شرکت‌ها تأیید ولیکن نقش تعاملی عملکرد مدیر عامل در این رابطه تأیید نگردید.

قربانیان (۱۴۰۰)، پژوهشی در زمینه تأثیر ساختار حسابرسی داخلی بر استراتژی نگهداری اخبار بد با نقش تعدیلی سوءگیری‌های رفتاری مدیران، انجام داد. اطلاعات طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ استخراج شده و با استفاده از الگوی معادلات ساختاری مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌ها بیانگر آن است که تعداد کارکنان حسابرسی داخلی، دوره تصدی، تجربه و مدرک تحصیلی مدیر حسابرسی داخلی بر استراتژی نگهداری اخبار بد اثرگذار نبوده و بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی مدیریت نیز بر این رابطه اثرگذار نبوده است.

ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸)، پژوهشی در رابطه با تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت انجام دادند. بیش‌اطمینانی زمانی رخ می‌دهد که افراد توانایی و مهارت خود را نسبت به دیگران یا بدون مقایسه با دیگران بیشتر از واقعیت تخمین بزنند. مدیران با خوش‌بینی، در تصمیمات مالی توانایی خود را بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند. بیش‌اطمینانی مدیریت می‌تواند بر تصمیمات و خط‌مشی‌های شرکت اثرگذار باشد.

¹ Hwang

² Lin

پژوهش حاضر جهت ایجاد شواهدی مبنی بر تأثیرگذاری بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت -ها صورت پذیرفته است. نتایج نشان می‌دهد بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان بررسی پیامدهای اقتصادی خوش‌بینی مدیران در شرکت‌های بورسی انجام دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بیش اعتمادی مدیران بر مدیریت سود و بر افزایش هزینه‌های حسابرسی متعاقب کاهش کیفیت گزارشگری مالی تأثیر مثبت و معنی‌دار و بر نسبت ارزش بازار به دفتری متعاقب کاهش کیفیت گزارشگری مالی تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. هم‌چنین در ماندگی مالی شرکت‌ها، مستقل از بیش اعتمادی مدیران و کاهش کیفیت گزارشگری مالی متعاقب آن است.

۳- روش شناسی تحقیق

این پژوهش در حوزه تئوری اثباتی قرار می‌گیرد و از حیث هدف کاربردی و از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی همبستگی است؛ که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی بازار سرمایه ایران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت می‌گیرد. علت استفاده از روش همبستگی، کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل رگرسیونی چندگانه خواهیم نمود. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. هم‌چنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ی کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد.

۳-۱- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری عبارت است از تعداد محدودی از آحاد جامعه آماری که بیان‌کننده ویژگی‌های اصلی جامعه باشد (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۹، ص ۵). در این تحقیق برای این‌که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. روند انتخاب نمونه در جدول ۱ ارائه شده است. بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۶۹ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. که همه آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. از این رو مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۱ به ۱۵۲۱ سال - شرکت (۹ سال $169 \times$ شرکت) می‌رسد.

جدول ۱- روند انتخاب نمونه

۶۰۰	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۱
	معیارها:
(۲۱۶)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۳ در بورس فعال نبوده‌اند
(۱۰۳)	تعداد شرکت‌هایی از سال ۱۳۹۳ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند
(۵۷)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۵۵)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند
-	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد
۱۶۹	تعداد شرکت‌های نمونه

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۲- ابزار گردآوری داده‌ها

در این تحقیق برای جمع‌آوری داده‌ها مربوط به ادبیات تحقیق و فرضیه‌ها از روش کتابخانه‌ای به این صورت که با استفاده از مطالعه کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها، نشریه‌های تخصصی پارسی و لاتین، اینترنت استفاده می‌شود و همچنین از طریق مطالعه صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه، یادداشت‌های توضیحی، گزارشات هیات مدیره به مجمع عمومی سالانه و سایت اینترنتی بورس اوراق بهادار برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق استفاده می‌شود.

با توجه به این که ابزار گردآوری داده‌ها، صورت‌های مالی منتشر شده توسط پایگاه کدال و از طرف سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، بنابراین روایی و پایایی آن مورد تایید خواهد بود.

۴- الگوهای پژوهش

برای تحلیل فرضیه اول، به پیروی از پژوهش حبیب و همکاران (۲۰۲۱)، از رابطه ۱ استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CASHHOLDING}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای تحلیل فرضیه دوم، به پیروی از پژوهش حبیب و همکاران (۲۰۲۱)، از رابطه ۲ استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CASHHOLDING}_{it} + \beta_2 \text{OPTIMISM}_{it} + \beta_3 \text{CASHHOLDING}_{it} \times \text{OPTIMISM}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{GROWTH}_{it} + \beta_8 \text{LOSS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۵- تعاریف عملیاتی متغیرها

• متغیر وابسته: ارزش شرکت (Q)
از طریق مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان شرکت و ارزش دفتری بدهی تقسیم به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱).

$$\text{ارزش بازار حقوق صاحبان} + \text{ارزش دفتری بدهی} = \text{ارزش شرکت} \\ \text{ارزش دفتری داراییها}$$

• متغیر مستقل: نگاه‌داشت وجه نقد (Cash Holding)

برای بررسی نگاه‌داشت وجه نقد از روش زیر استفاده می‌شود (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱).

$$\text{نسبت نگهداری وجه نقد} = \frac{\text{وجه نقد}}{\text{کل داراییها}}$$

• متغیر تعدیل گر: خوش بینی مدیران (Optimism)

براساس تعداد روزهای افزایش قیمت سهام محاسبه می‌شود؛ به گونه‌ای که اگر در طول سال مالی، تعداد روزهای افزایش قیمت سهام بیشتر از تعداد روزهای کاهش قیمت سهام باشد، فرض خوش بینی مدیریت بیشتر است و به آن عدد ۱ تعلق می‌گیرد، در غیر این صورت به آن عدد صفر تعلق می‌گیرد (کمپل و همکاران، ۲۰۱۱؛ یحیی زاده و همکاران، ۱۳۹۶).

• متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت، بازده دارایی، اهرم مالی، رشد شرکت، زیان شرکت

○ اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع‌دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (یحیی زاده و همکاران، ۱۳۹۶).

○ بازده دارایی (ROA)

بازده دارایی‌ها یک شاخص از چگونگی سودآوری شرکت وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت می‌باشد و از طریق تقسیم سود خالص سالیانه به کل دارایی شرکت محاسبه می‌شود که به صورت درصد بیان می‌شود. ما در این پژوهش از فرمول زیر استفاده نمودیم (هارگرو، ۲۰۲۲).

$$\text{بازده دارایی} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی شرکت}}$$

○ اهرم مالی (LEV)

اهرم مالی شرکت از طریق تقسیم کل بدهی به کل دارایی محاسبه می‌شود (پورزمانی و طرازیان، ۱۳۹۴).

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{مجموع بدهی ها}}{\text{کل دارایی شرکت}}$$

○ رشد شرکت (GROWTH)

رشد شرکت با شاخص نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود شرکت‌هایی که مقدار میانه نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام آن‌ها بیش از مقدار میانه کل نمونه است شرکت‌های با رشد بالا و بقیه شرکت‌های با رشد پایین قلمداد می‌گردد.

○ زیان شرکت (LOSS)

اگر شرکت در طول سال مالی زیان گزارش کرده باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر می‌باشد.

۶- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای **Eviews.10** و **Excel22** استفاده می‌شود.

۶-۱- بررسی داده‌ها جهت تخمین مدل

- بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل

-آزمون F لیمر

به منظور انتخاب یکی از روش‌های داده‌های تابلویی^۱ یا داده‌های ترکیبی^۲ (مقطعی)، از آماره F لیمر استفاده می‌شود. این آماره تعیین می‌کند که عرض از مبدا جداگانه برای شرکت‌ها وجود دارد یا خیر. در این آزمون فرض صفر بیانگر یکسان بودن عرض از مبداها (داده‌های مقطعی)، و فرضیه مقابل بیانگر ناهمسانی عرض از مبداها (داده‌های تابلویی)، است. بدین ترتیب، به عنوان یک قاعده کلی، در صورتی که احتمال آماره F کمتر از ۰/۰۵ باشد؛ فرضیه صفر رد و از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود و در غیر این صورت از روش داده‌های مقطعی بهره گرفته خواهد شد (افلاطونیان، ۱۳۹۳؛ ۸۵).

-آزمون هاسمن^۳

بعد از آزمون لیمر، اگر فرضیه صفر رد شود؛ برای اینکه بتوانیم بین روش‌های اثرات ثابت و تصادفی از نظر قدرت توضیح دهنده‌گی متغیر وابسته مقایسه‌ای انجام دهیم؛ از این آزمون استفاده می‌شود. فرضیه صفر در آزمون هاسمن به این معنا است که بین جزو اخلاص مربوط به عرض از مبدا و متغیرهای توضیحی، ارتباطی وجود ندارد و آن‌ها از یکدیگر مستقل هستند و باید از روش آثار تصادفی استفاده شود. در حالی که فرضیه مقابل به این معنا است که جزو اخلاص و متغیرهای توضیحی، همبستگی وجود دارد و باید از روش آثار ثابت استفاده کرد. به عنوان یک قاعده کلی، در صورتی که احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ باشد؛ فرضیه صفر (روش آثار تصادفی)، رد و از روش آثار ثابت استفاده می‌شود (افلاطونیان، ۱۳۹۳؛ ۶۵).

¹ Panel data

² Pooled data

³ Hausman Test

۲-۶- آزمون‌هایی برای صحت تأمین فروض کلاسیک

آزمون والد برای بررسی ناهمسانی واریانس

یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند. در عمل این فرض چندان صادق نیست و در بسیاری از نمونه‌ها به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، یادگیری در طی زمان و... شاهد پدیده واریانس ناهمسانی هستیم. برای بررسی این مشکل آزمون والد مورد استفاده قرار می‌گیرد. در صورتی که احتمال آزمون کمتر از $0/05$ باشد؛ فرضیه صفر رد و متغیرها همسان خواهد بود و در غیر این صورت دچار ناهمسانی در واریانس هستند (افلاطونیان، ۱۳۹۳؛ ۶۷).

آزمون دوربین واتسون برای بررسی خود همبستگی

در بحث مربوط به سری زمانی، بین مشاهدات براساس زمان وابستگی وجود دارد. از آنجایی که در آمار، وابستگی را اغلب به صورت همبستگی بیان می‌کنند، واژه «خود همبستگی» به معنی «همبستگی سریالی» یا وابستگی بین مقدار دنباله‌ای برحسب زمان است. تابعی که خودهمبستگی را برحسب یک فاصله زمانی بین مشاهدات محاسبه می‌کند. برای بررسی خودهمبستگی در این پژوهش از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. در صورتی که میزان آماره آزمون بین 1.8 تا 2.5 باشد؛ مدل فاقد خودهمبستگی و در غیر این صورت دچار خودهمبستگی می‌باشد (افلاطونیان، ۱۳۹۳؛ ۷۸).

۳-۶- بررسی صحت مدل

بررسی F استیودنت هر ضریب تخمین زده شده. برای بررسی معنی دار بودن ضرایب، آماره F باید بیشتر از 1.96 باشد تا رابطه معنادار وجود داشته باشد (افلاطونیان، ۱۳۹۳؛ ۵۶).
بررسی F که تصریح مدل را مشخص می‌کند و نشان می‌دهد که آیا متغیر اضافی در مدل وجود دارد یا خیر. در صورتی که احتمال آزمون کمتر از $0/05$ باشد؛ مدل دارای اعتبار و برازش می‌باشد (افلاطونیان، ۱۳۹۳؛ ۵۶).

۷- یافته‌های متغیرهای پژوهش

۷-۱- آمار توصیفی

شامل مولفه‌های میانگین، میانه، حداقل، حداکثر، انحراف معیار، کجی و کشیدگی می‌باشد. نمونه آماری شامل ۱۶۹ شرکت و ۱۵۲۱ سال شرکت می‌باشد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام	ارزش شرکت	نگه‌داشت وجه نقد	اندازه شرکت	بازده دارایی‌ها	اهرم مالی
نماد	Q	CASHHO	SIZE	ROA	LEV
میانگین	2/682	0/077	14/868	0/162	0/551
میانه	1/843	0/042	14/586	0/133	0/547
حداکثر	9/977	0/822	21/328	0/661	1/825
حداقل	0/692	0/000	10/533	-0/614	0/031
انحراف معیار	1/069	0/094	1/699	0/152	0/215
کجی	1/057	1/593	0/778	0/335	0/351
کشیدگی	2/884	2/1/7053	2/744	2/597	2/081
آماره جارکو برا	۲۰۲۸.۳۷۹	۶۳۵۹.۶۴۷	۱۸۸.۶۰۴۸	۵۱.۰۶۴۵۲	۱۰۵.۳۸۲۶
معناداری جارکو برا	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰	۰/۰
مشاهده	۱۵۲۱	۱۵۲۱	۱۵۲۱	۱۵۲۱	۱۵۲۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- خوش‌بینی مدیریت

خوش‌بینی مدیران	فراوانی	درصد فراوانی	درصد معتبر	درصد تجمعی
۰	۱۰۰۶	66/1	66/1	66/1
۱	۵۱۵	33/8	33/9	100/0
مجموع	۱۵۲۱	100/0	100/0	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴- زیان مالی

زیان مالی	فراوانی	درصد فراوانی	درصد معتبر	درصد تجمعی
۰	۱۳۷۸	90/5	90/6	90/6
۱	۱۴۳	9/4	9/4	100/0
مجموع	۱۵۲۱	100/0	100/0	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵- رشد شرکت

رشد شرکت	فراوانی	درصد فراوانی	درصد معتبر	درصد تجمعی
۰	۷۶۱	50/0	50/0	50/0
۱	۷۶۰	50/0	50/0	100/0
مجموع	۱۵۲۱	100/0	100/0	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳ نشان می‌دهد که ۳۳.۸ درصد سال شرکت‌های حاضر در نمونه، دارای خوش‌بینی مدیریت بوده‌اند. جدول ۴ نشان می‌دهد که ۹.۴ درصد سال شرکت‌های حاضر در نمونه، دچار زیان مالی شده‌اند. جدول ۵ نشان می‌دهد که ۵۰ درصد سال شرکت‌های حاضر در نمونه، رشد داشته‌اند.

۲-۷- بررسی داده‌ها جهت تخمین مدل

۱-۲-۷- آزمون همبستگی

- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته

یکی از فروض کلاسیک الگوی رگرسیون مبنی بر نرمال بودن اجزای رگرسیون توزیع است و یکی از مهم‌ترین آزمون‌هایی که با این هدف صورت می‌گیرد آزمون جاکو-برا (JB) است. هنگامی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد ($n \geq 30$) (در نمونه حاضر ۱۵۲۱) انحراف از فرض نرمال بودن توزیع باقیمانده‌ها معمولاً بی‌اهمیت بوده و پیامدهای آن نیز بسیار ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی می‌توان دریافت که حتی اگر باقیمانده‌ها نرمال نباشند، آماره‌های آزمون به‌طور مجانبی از توزیع‌های مناسب پیروی می‌کنند، بدون تورش هستند و از کارایی برخوردارند (افلاطونی، ۱۳۹۴: ۱۱۸ و ۱۲۱).

- همبستگی

میزان ضریب همبستگی درجه پیوند بین یک زوج متغیر را بیان می‌کند. جدول ۶؛ ضریب همبستگی پیرسون بین زوج متغیرها را نشان می‌دهد. بیشترین میزان همبستگی، مربوط به رابطه دو متغیر سرمایه ارزش شرکت و رشد شرکت می‌باشد که جهت آن مثبت (نشانهگر رابطه مستقیم) و مقدار آن ۰.۸۳ می‌باشد. همچنین کمترین میزان همبستگی، مربوط به رابطه دو متغیر اهرم مالی و اندازه شرکت می‌باشد که جهت آن مثبت (نشانهگر رابطه منفی) و مقدار آن ۰.۰۳ است.

جدول ۶- آزمون همبستگی

LOS	GRO	LEV	ROA	SIZE	OPTI	CASH	Q	همبستگی
							1	Q
							-----	معناداری
						1/00	0/23	CASHHO
							-----	معناداری
					1/00	0/13	0/22	OPTIMISM
						-----	0/00	معناداری
				1/00	-0/02	0/05	-0/07	SIZE
					-----	0/37	0/04	معناداری
			1/00	0/26	0/11	0/34	0/30	ROA
				-----	0/00	0/00	0/00	معناداری
		1/00	-0/46	-0/03	-0/05	-0/29	-0/23	LEV

LOS	GRO	LEV	ROA	SIZE	OPTI	CASH	Q	همبستگی
		-----	0/00	0/30	0/04	0/00	0/00	معناداری
	1/00	0/01	0/16	-0/07	0/20	0/12	0/83	GROWTH
	-----	0/66	0/00	0/01	0/00	0/00	0/00	معناداری
1	-0/06	0/35	-0/45	-0/07	-0/01	-0/11	-0/12	LOSS
-----	0/02	0/00	0/00	0/00	0/65	0/00	0/00	معناداری

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۲-۲- آزمون هم‌خطی

هم‌خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل، تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. همانطور که در جدول ۷ مشاهده می‌شود، تمامی اعداد VIF (عامل تورم واریانس) کمتر از حد معیار (۵) بوده و در نتیجه، بین متغیرهای مستقل و کنترلی معادلات، هم‌خطی وجود ندارد.

جدول ۷- نتیجه آزمون هم‌خطی

VIF	ضریب واریانس	نماد	نام
1/184	0/092	CASHHOLDING	نگه‌داشت وجه نقد
1/062	0/003	OPTIMISM	خوش‌بینی مدیران
1/106	0/000	SIZE	اندازه شرکت
1/719	0/051	ROA	بازده دارایی‌ها
1/390	0/021	LEV	اهرم مالی
1/097	0/000	GROWTH	رشد شرکت
1/312	0/011	LOSS	زیان شرکت
NA	0/062	C	ضریب ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۲-۳- آزمون F لیمر

از آنجا که داده‌های پژوهش، تلفیقی از داده‌های مقطعی (شرکت‌ها) و سری زمانی است، لذا قبل از تخمین مدل‌های تحقیق برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. آزمون مذکور شامل دو فرض است.

H0: ساختار داده‌های مقطعی

H1: ساختار داده‌های ترکیبی

جدول ۸- نتیجه آزمون لیمر

نتیجه	احتمال	درجه آزادی	میزان آماره	آماره	مدل
داده‌های پانلی	0/0000	(168,1346)	1/872705	Cross-section F	مدل فرضیه ۱
	0/0000	168	319/486761	Cross-section Chi-square	
(Panel)	0/0000	(168,1344)	1/977663	Cross-section F	مدل فرضیه ۲
	0/0000	168	336/000087	Cross-section Chi-square	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتیجه جدول ۸ و بدلیل این که میزان احتمال آماره F لیمر، برای تمامی مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض یک آزمون لیمر، مبنی بر کاربرد داده‌های ترکیبی برای مدل؛ پذیرفته می‌شود، لذا از الگوی رگرسیونی حداقل مربعات ترکیبی استفاده شد.

۷-۲-۴- آزمون هاسمن

از آنجا که برای تحلیل فرضیه، از الگوی رگرسیونی حداقل مربعات استفاده می‌شود، لذا قبل از تخمین مدل‌های تحقیق برای انتخاب بین مدل تخمین اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. آزمون مذکور شامل دو فرض است.

H0: مدل اثرات تصادفی

H1: مدل اثرات ثابت

جدول ۹- نتیجه آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال	درجه آزادی	میزان آماره	آماره	مدل
استفاده از روش اثرات ثابت	0/0000	6	98/757403	Cross-section random	مدل فرضیه ۱
استفاده از روش اثرات ثابت	0/0000	8	113/742501	Cross-section random	مدل فرضیه ۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتیجه جدول ۹ و بدلیل این که میزان احتمال آماره آزمون هاسمن برای مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، برای تحلیل رگرسیون تمامی فرضیه‌ها، از مدل اثرات ثابت استفاده می‌شود.

۷-۲-۵- بررسی ناهمسانی واریانس

فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها در پژوهش حاضر از طریق آزمون بروش پاگان گادفری مورد بررسی قرار گرفت. که نتایج آن در جدول ۱۰ نشان داده شده است.

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{وجود همسانی واریانس باقیمانده‌ها: } H_0 \\ \text{وجود ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها: } H_1 \end{array} \right.$$

جدول ۱۰- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	احتمال	درجه آزادی	میزان آماره	آماره	مدل
وجود ناهمسانی واریانس	0/0014	F(6,1514)	3/641725	F-statistic	مدل فرضیه ۱
وجود ناهمسانی واریانس	0/0004	F(8,1512)	3/604481	F-statistic	مدل فرضیه ۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتیجه جدول ۱۰ و به دلیل این که میزان احتمال آماره آزمون مذکور، برای تمامی فرضیه‌ها کمتر از ۰.۰۵ است، مدل‌های پژوهش، فرضیه مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش پذیرفته می‌شود. بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌شود.

۶-۲-۷- آزمون خودهمبستگی

از آنجایی که در آمار، وابستگی را اغلب به صورت همبستگی بیان می‌کنند، واژه «خود همبستگی» به معنی «همبستگی سریالی» یا وابستگی بین مقدار دنباله‌ای برحسب زمان است. برای بررسی خودهمبستگی در این پژوهش با توجه به ساختار داده‌های پانلی، از آزمون بروش گادفری^۱ استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه صفر مبنی بر وجود عدم خودهمبستگی و فرضیه مقابل نشان از خودهمبستگی می‌باشد.

جدول ۱۱- نتایج آزمون خودهمبستگی

نتیجه	احتمال	میزان آماره	آماره	مدل
وجود خودهمبستگی	0/0000	95/81150	F-statistic	مدل فرضیه ۱
	0/0000	94/61547	F-statistic	مدل فرضیه ۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتیجه جدول ۱۱ و به دلیل این که میزان احتمال آماره آزمون بروش گادفری، برای تمامی فرضیه‌ها کمتر از ۰.۰۵ است، مدل‌های پژوهش، فرضیه مبنی بر وجود خودهمبستگی در مدل‌های پژوهش پذیرفته می‌شود. بنابراین، به منظور خودهمبستگی از تصحیح $ar(1)$ استفاده می‌شود.

۳-۷- تحلیل فرضیه‌ها

در این بخش با استفاده از آزمون رگرسیون خطی چند متغیره و روش حداقل مربعات^۲ به تحلیل فرضیه‌ها پرداخته می‌شود.

¹ Breusch-Godfrey

² Least Squares

۷-۳-۱- تحلیل فرضیه اول

فرضیه اول: بین نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
برای تحلیل فرضیه اول، به پیروی از پژوهش حبیب و همکاران (۲۰۲۱)، از رابطه ۳ استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CASHHOLDING}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

به منظور ارزیابی مدل با متغیر وابسته ارزش شرکت، معادله رگرسیونی با روش حداقل مربعات تعمیم یافته، تحلیل می‌شود. نتیجه این تحلیل، در جدول ۱۲ منعکس شده است.

جدول ۱۲- نتیجه تحلیل مدل اول

ارزش شرکت				متغیر وابسته	
معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا	نماد	نام
0/000	3/770	0/262	0/987	CASHHOLDING	نگهداشت وجه نقد
0/418	0/811	0/050	0/041	SIZE	اندازه شرکت
0/000	6/502	0/190	1/232	ROA	بازده دارایی‌ها
0/000	-5/129	0/390	-2/000	LEV	اهرم مالی
0/000	43/215	0/009	0/399	GROWTH	رشد شرکت
0/045	-2/004	0/066	-0/133	LOSS	زیان شرکت
0/188	1/316	0/770	1/014	β_0	ضریب ثابت
102/7695**					آماره F
0/629491					R ² تعدیل شده
2/037937					آماره دوربین و واتسون

منبع: یافته‌های پژوهشگر

** معناداری در سطح ۹۹٪

- بررسی اعتبار مدل

- آماره F فیشر:

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده می‌شود. فرض صفر این آزمون عدم وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته را نشان می‌دهد. نتایج جدول بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۵٪ است، به عبارت دیگر به طور کلی رابطه

خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و الگو از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. نتایج جدول با سطح معناداری صفر، بیانگر رد فرض صفر می‌باشد. آماره F با مقدار ۱۰۲.۷۶۹۵ در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار شده است، با توجه به اینکه سطح بحرانی اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد، نتایج حاکی از آن است که نتایج مدل از اعتبار لازم برخوردار می‌باشد.

- R2 تعدیل شده:

با استفاده از ضریب تعیین تعدیل شده (R2)، مناسب بودن خط رگرسیون برازش شده بر اساس داده‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده، بیانگر درصد تغییرات متغیر وابسته نسبت به درصد تغییرات متغیرهای مستقل می‌باشد. به عبارت دیگر، ضریب تعیین تعدیل شده در تحلیل مدل نشان می‌دهد که ۶۳.۰ درصد از تغییرات متغیر ارزش شرکت، ناشی از متغیرهای مستقل و کنترلی حاضر در مدل می‌باشد.

- آماره دوربین واتسون:

با توجه به جدول ۱۲ و آماره دوربین واتسون برای مدل تحقیق با مقدار ۲.۰۳ در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین می‌توان چنین نتیجه گرفت، مشکل خودهمبستگی در مدل وجود ندارد.

- بررسی رابطه بین متغیر مستقل و وابسته

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره t (۳.۷۷۰) برای متغیر نگاه‌داشت وجه نقد، از مقدار معیار (۱.۹۶) بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار (۰.۰۰)، کمتر از مقدار معیار (۰.۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار (۰.۹۸۷)، مستقیم می‌باشد. به‌طور کلی با توجه به نتایج، با افزایش نگاه‌داشت وجه نقد، متغیر ارزش شرکت با میزان (۰.۹۸۷) واحد افزایش می‌یابد.

- بررسی رابطه بین متغیرهای کنترلی و وابسته

با توجه به معیار معناداری، می‌توان چنین نتیجه گرفت که متغیرهای بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، رشد شرکت و زیان مالی با ارزش شرکت، دارای رابطه معنادار هستند. همینطور نتایج ضریب بتا در مورد روابط مذکور حاکی از آن است که بازده دارایی‌ها و رشد شرکت با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و اهرم مالی و زیان مالی با ارزش شرکت دارای رابطه منفی می‌باشد. متغیر اندازه شرکت با ارزش شرکت فاقد ارتباط معنادار است.

۷-۳-۲- تحلیل فرضیه دوم

فرضیه دوم: خوش‌بینی مدیریت بر رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تاثیر دارد. برای تحلیل فرضیه دوم، به پیروی از پژوهش لی هونگ و همکاران (۲۰۲۱)، از رابطه ۴ استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASHHOLDING_{it} + \beta_2 OPTIMISM_{it} + \beta_3 CASHHOLDING_{it} \times OPTIMISM_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

به منظور ارزیابی مدل با متغیر وابسته ارزش شرکت، معادله رگرسیونی با روش حداقل مربعات تعمیم یافته، تحلیل می‌شود. نتیجه این تحلیل، در جدول ۱۳ منعکس شده است.

جدول ۱۳- نتیجه تحلیل مدل دوم

ارزش شرکت				متغیر وابسته
معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا	نام
0/017	2/400	0/279	0/669	نگهداشت وجه نقد CASHHOLDING
0/011	2/541	0/040	0/102	خوش‌بینی مدیران OPTIMISM
0/026	2/230	0/479	1/069	CASHHOLDING×OPTIMISM
0/065	1/849	0/024	0/044	اندازه شرکت SIZE
0/000	6/418	0/195	1/248	بازده دارایی‌ها ROA
0/000	-9/827	0/199	-1/952	اهرم مالی LEV
0/000	44/570	0/009	0/396	رشد شرکت GROWTH
0/290	-1/059	0/090	-0/096	زبان شرکت LOSS
0/026	2/232	0/418	0/934	ضریب ثابت β_0
95/90038**				آماره F
0/625558				R ² تعدیل شده
2/027098				آماره دوربین واتسون

منبع: یافته‌های پژوهشگر

** معناداری در سطح ۹۹٪

- بررسی اعتبار مدل

- آماره F فیشر:

آماره F با مقدار ۹۵.۹۰۰۳۸ در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار شده است، با توجه به اینکه سطح بحرانی اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد، نتایج حاکی از آن است که نتایج مدل از اعتبار لازم برخوردار می‌باشد.

- R² تعدیل شده:

ضریب تعیین تعدیل شده در تحلیل مدل نشان می‌دهد که ۶۲.۵ درصد از تغییرات متغیر ارزش شرکت، ناشی از متغیرهای مستقل و کنترلی حاضر در مدل، می‌باشد.

- **آماره دوربین واتسون:** با توجه به جدول ۱۳ و آماره دوربین واتسون برای مدل تحقیق با مقدار ۲۰۰۲ در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین می‌توان چنین نتیجه گرفت، مشکل خودهمبستگی در مدل وجود ندارد.

- بررسی رابطه بین متغیر مستقل و وابسته

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره t (۲۰۴۰) برای متغیر نگاهداشت وجه نقد، از مقدار معیار (۱۰۹۶) بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار (۰۰۰۱)، کمتر از مقدار معیار (۰۰۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. هم‌چنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار (۰۰۶۶۹)، مستقیم می‌باشد. به‌طور کلی با توجه به نتایج، با افزایش نگاهداشت وجه نقد، متغیر ارزش شرکت با میزان (۰۰۶۶۹) واحد افزایش می‌یابد.

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره t (۲۰۵۴۱) برای متغیر خوش‌بینی مدیران، از مقدار معیار (۱۰۹۶) بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار (۰۰۰۱)، کمتر از مقدار معیار (۰۰۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. هم‌چنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار (۰۰۱۰۲)، مستقیم می‌باشد. به‌طور کلی با توجه به نتایج، با افزایش نگاهداشت وجه نقد، متغیر ارزش شرکت با میزان (۰۰۱۰۲) واحد افزایش می‌یابد.

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره t (۲۰۲۳۰) برای رابطه میانجی (CASHHOLDING×OPTIMISM)، از مقدار معیار (۱۰۹۶) بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار (۰۰۰۲)، کمتر از مقدار معیار (۰۰۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. هم‌چنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار (۱۰۰۶۹)، مستقیم می‌باشد.

- بررسی رابطه بین متغیرهای کنترلی و وابسته

با توجه به معیار معناداری، می‌توان چنین نتیجه گرفت که متغیرهای بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و رشد شرکت با ارزش شرکت، دارای رابطه معنادار هستند. همینطور نتایج ضریب بتا در مورد روابط مذکور حاکی از آن است که بازده دارایی‌ها و رشد شرکت با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و اهرم مالی با ارزش شرکت دارای رابطه منفی می‌باشد. متغیراندازه شرکت و زیان مالی فاقد ارتباط معنادار، با ارزش شرکت است.

جدول ۱۴- خلاصه نتایج تحلیل فرضیه‌ها

عنوان فرضیه	پذیرش یا عدم پذیرش
فرضیه اول: بین نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش
فرضیه دوم: خوش‌بینی مدیریت بر رابطه نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تاثیر دارد.	پذیرش

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸- بحث و نتیجه گیری

فرضیه اول: بین نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

نتیجه تحلیل فرضیه اول نشان داد، بین نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در تئوری، شرکت‌ها وجه نقد را برای اهداف بهره‌وری یا افزایش بازده سهامداران حفظ می‌کنند. نگهداری وجه نقد داخلی یک گزینه تامین مالی کم هزینه برای شرکت‌ها فراهم می‌کند. نگهداری وجه نقد داخلی هزینه‌های مبادله نگهداری وجه نقد را کاهش می‌دهد تا به راحتی وجوه به دلایل تجاری در دسترس قرار گیرد. شرکت‌ها همچنین برای مواجهه با موقعیت‌های غیرمنتظره در آینده یا تامین مالی پروژه‌ها یا معاملات سرمایه‌گذاری جدید، وجه نقد نگهداری می‌کنند. به همین ترتیب، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد قابل توجهی دارند و عدم اطمینان بالایی در جریان‌های نقدی آتی دارند، وجه نقد بیشتری را حفظ خواهند کرد. در مقابل، مازاد موجودی نقدینگی هزینه فرصت نگهداری وجه نقد را افزایش می‌دهد، مانند نرخ بازده کمتر سرمایه‌گذاری نقدینگی و مالیات مضاعف که بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. علاوه بر این، مزایای اضافی نگهداری وجه نقد با افزایش سطح نگهداری وجه نقد کاهش می‌یابد. شرکت‌ها می‌خواهند بهترین سطح نگهداری وجه نقد ممکن را حفظ کنند، جایی که هزینه‌های مربوطه با مزایای نگهداری وجه نقد جبران می‌شود. مدیران اساساً بهترین سطح نگهداری وجه نقد را برای افزایش ارزش شرکت می‌خواهند و هرگونه انحراف از آن به ارزش شرکت آسیب می‌رساند. علاوه بر این، تئوری توازن^۱ سطح بهینه نگهداری وجه نقد را با متعادل کردن منافع نهایی و هزینه نگهداری تعیین می‌کند. با این حال، فرضیه نشان می‌دهد که منافع حاشیه‌ای را می‌توان با استفاده از تامین مالی داخلی به حداکثر رساند. جریان‌های نقدی داخلی هزینه نمایندگی بین تامین کنندگان سرمایه و مدیران را کاهش می‌دهد. بر همین اساس، ارزش شرکت در اثر نگاهداشت وجه نقد، افزایش می‌یابد.

نتیجه پژوهش حاضر در این زمینه به طور کلی و با در نظر گرفتن ضرایب بتا معناداری با تحقیقات حبیب و همکاران (۲۰۲۱)، یان و همکاران (۲۰۲۰) و ماتینز سولا و همکاران (۲۰۱۱) همسو می‌باشد.

فرضیه دوم: خوش‌بینی مدیریت بر رابطه نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر دارد.

نتیجه تحلیل فرضیه دوم نشان داد، خوش‌بینی مدیریت بر رابطه نگاهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر دارد. مطالعات اخیر در مورد امور مالی شرکتی تأثیر خوش‌بینی مدیران را در تصمیمات اتخاذ شده در مورد نگهداری وجه نقد برجسته کرده است. خوش‌بینی یک سوگیری رفتاری است که به طور گسترده در زمینه باورها و انگیزه‌های روانشناختی مدیران مورد بحث قرار می‌گیرد. به طور تجربی سوگیری‌های رفتاری مدیریتی مرتبط با امور مالی شرکت را بیان می‌کنند و توضیح می‌دهند که این سوگیری‌ها بر نحوه تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. مدیران خوش‌بین همیشه نتایج مثبت و عملکرد بهتر آینده را پیش‌بینی می‌کنند. آنها مطمئن هستند و تصور می‌کنند که تحت هدایت آنها تمام کارهای مورد نیاز انجام می‌شود و بازدهی برتر از بازده واقعی ایجاد می‌کند. خوش‌بین‌ها متقاعد شده‌اند که تخمین بیش از حد بازده شرکت‌های با عملکرد خوب موجه است و فرض می‌کنند که بازار

¹ trade-off theory

ارزش اوراق بهادار آنها را کمتر از حد ارزش‌گذاری می‌کند. آنها بر این باورند که انتشار سهام جدید پرهزینه است و یک شرکت تأمین مالی بدهی را ترجیح می‌دهد، پس از اینکه وجوه تولید شده داخلی خرج شد. در واقع، این موضوع عاملیت و مشکلات نامتقارن را ایجاد می‌کند. نوسانات جریان نقدی یک شرکت به دلیل مدیران بیش از حد خوش‌بین افزایش می‌یابد. به طور مشابه، مدیران خوش‌بین انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری با تأمین مالی داخلی دارند. این به این دلیل است که خوش‌بینان مطمئن هستند که تأمین مالی خارجی گران‌تر از جریان‌های نقدی داخلی است. افراد خوش‌بین حتی تمایلی به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور با موجودی نقدی داخلی کمتر ندارند. مدیران خوش‌بین مایلند با جریان‌های نقد داخلی فراوان سرمایه‌گذاری کنند و بازده آتی بالاتر را پیش‌بینی کنند، که می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بیش از حد برآورد شده (NPV منفی) شود که جریان نقدی مناسبی برای جبران هزینه تأمین مالی ایجاد نمی‌کند. نتیجه پژوهش حاضر در این زمینه به طور کلی و با در نظر گرفتن ضرایب بتا معناداری با تحقیقات حبیب و همکاران (۲۰۲۱)، پارک و همکاران (۲۰۲۰)، چن و همکاران (۲۰۲۰) و رهبر (۱۳۹۸)، همسو می‌باشد.

۸-۱- پیشنهادهای کاربردی مبتنی بر نتایج تحقیق

با توجه به نتیجه فرضیه اول و تاثیر مثبت نگاه‌داشت وجه نقد بر ارزش شرکت:

به سهامداران و سرمایه‌گذارانی که قصد خرید سهام را دارند، پیشنهاد می‌شود، هنگام سرمایه‌گذاری به مسئله میزان نگاه‌داشت وجه نقد شرکت نسبت به سال قبل توجه نمایند. در واقع میزان نگاه‌داشت وجه نقد بیشتر با ارزش بالاتر شرکت رابطه مثبت دارد.

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود، زیرسیستمی را طراحی و در اختیار سهامداران قرار دهند تا سهامداران بصورت آنلاین و براساس داده‌های روز، این امکان را داشته باشند، ارزش شرکت را محاسبه نمایند. این شاخص، ممکن است امکان سرمایه‌گذاری بهتر را برای آنها فراهم نماید.

با توجه به نتیجه فرضیه دوم و تاثیر مثبت خوش‌بینی مدیران بر رابطه بین نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت:

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، در صورتیکه شاخص تعداد روزهایی که قیمت سهام افزایش یافته نسبت به کاهش آن بیشتر باشد، این مسئله را به‌عنوان خوش‌بینی مدیریت و تاثیر بیشتر ارزش شرکت در نظر بگیرند.

به قانون‌گذاران بورس پیشنهاد می‌شود، شاخص‌هایی را برای سنجش خوش‌بینی مدیران طراحی و براساس آن ارزش شرکت‌ها را زیر نظر بگیرند و در صورت کاهش ارزش شرکت، به هیات مدیره شرکت، تذکرات لازم را ارائه نمایند.

"هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است."

فهرست منابع

- امین، وحید، فغانی ماکرانی، خسرو، و ذبیحیح، علی (۱۳۹۷). مطالعه رابطه بین شرکت‌های دولتی، ابعاد عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت. *مدیریت اقتصاد و حسابداری*، ۴ (۲)، ۷۵-۹۲.
- فلاح حمیدی، حامی، فغانی ماکرانی، خسرو، و ذبیحیح، علی (۱۴۰۰). قدرت و بیش اطمینانی مدیران و گزارشگری متقلبان. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۵ (۵۴)، ۳۷۹-۴۰۰.
- پیرایش، رضا، و محمدپور زنجانی، مسعود (۱۳۹۹). بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان (پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۷.
- حاجیها، زهره، و رجب دری، حسن (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ویژگیهای کمیته حسابرسی بر سطح نگهداری وجه نقد. *مجله دانش حسابداری*، ۷ (۲۹)، ۶۳-۸۳.
- مدانلو، فاطمه، نادریان، آرش، خوزین، علی، و جمادوردی، گرگانلی. (۱۴۰۰). بررسی رابطه جریان وجوه نقد آزاد، حساسیت سرمایه‌گذاری و نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۵ (۵۷)، ۳۰۹-۳۳۱.
- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۵۲)، ۱۰۷-۱۲۲.
- داداشی، ایمان، یحیی زاده فر، محمود، و شامخی، عباس (۱۳۹۷). تأثیر خوش بینی مدیران بر همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱ (۲)، ۷۶۱-۲۹۱.
- رضایی، هانیه، صیادی، محمد، و مرادخانی، بهنام (۱۴۰۰). بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر رابطه بین ریسک و اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۱۰.
- سعیدی، علی، و رامشه، منیژه (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک سهامی در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشهای حسابداری مالی*، ۱۵.
- اسماعیل زاده، علی، و جوانمردی، حلیمه (۱۳۹۶). طراحی الگویی مناسب مدیریت نقدینگی و پیش‌بینی ریسک آن در بانک صادرات ایران. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۱ (۳۹)، ۱۷۱-۱۹۱.
- سجادی، سحر، و قجریگی، مهسا (۱۴۰۰). بررسی تأثیر سطح سرمایه‌سازمانی بر نگاه‌داشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۱۷ (۶۸)، ۱۷-۳۰.
- سلیمانی امیری، غلامرضا، و گروه‌ای، پگاه (۱۳۹۶). بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۹ (۱)، ۹۹-۱۲۴.

- عباسیان، عزت‌الله، مرادپوراولادی، مهدی، و عباسیان، وحید (۱۳۹۹). اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*, ۱۲(۳۶), ۱۲۵-۱۳۵.
- Ashfaq Habib, M., Ishaq Bhatti, Muhammad Asif Khan, & Zafar Azam. (2021). Cash Holding and Firm Value in the Presence of anagerial Optimism. *Journal of Risk and Financial Management*, 21(3).
- Arouri, Mohamed, & Guillaume, Pijourlet. (2019). CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence. *Journal of Business Ethics*, 140 (2) , 263-284.
- Bchini, B. (2015). Intellectual Capital and Value Creation in the Tunisian Manufacturing Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23(October 2014), 783–791. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00443-8](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00443-8).
- Cheung, A. (2016). Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33. <https://doi.org/10.2307/3666221>
- 15.Lee, CH., Wang, CH., Chiu, W. & Tien, T. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *Internatinal Review of Finanacial Analysis*. 57 (): 65-76
- 16.Martinez, Sola, Cristina, Garcia-Teruel, Pedro, J. & Martinez Sola, Pedro. (2013). Corporate Cash Holding And Firm Value. *Applied Economics*, 45 (2).
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal Of Financial Economics*, 13, 187–221
- Sheikh, S. (2020). The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation. *Journal of Multinational Financial Management*, 44(2), 36-50
- Tai, Y (2020). The relation between the corporate governance evaluation and abnormal returns: the role of company financial performance. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1828952>
- Yi Lu, L., Shailer, G, & Yu, Y. (2017). Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings. *European Accounting Review*, Published online:21 Jun 2016, 1-25

**The Relationship between Cash holdings and Company Value
with Respect to moderating role of Management Optimism**

Masoud badin¹
Mehdi Eskafi Asl²
Mohammad Eftekhari³

Received: 10/ October /2024 Accepted: 09/ December /2024

Abstract

The aim of the current research is to investigate the relationship between cash holding and company value with regard to the moderating role of management optimism. The method of the present research is practical in terms of its purpose because the results can be used for managerial decisions in the field of company value. Also, in this research, since the goal is the relationship between independent and dependent variables, it is considered one of the correlation studies. The statistical sample includes 169 companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period from 2014 to 2023. For data analysis, regression panel and Eviews10 software were used. The results indicated that there is a positive and significant relationship between cash retention and company value. Also, the results showed that management optimism has an effect on the relationship between cash holding and company value.

Keywords: cash holding , company value , management optimism

JEL Classification: G32, 65F, G01

¹ Department of Economics, Faculty of Economic Affairs, Ministry of Economic Affairs and Finance University, Tehran, Iran .Masood.badin@yahoo.com

² Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding author) .Mehdi.eskafi@yahoo.com

³ Department of Financial Management, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.. Eftekhari13891349@gmail.com

