

تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر نگاه‌داشت وجه نقد شرکت: آزمون تجربی نظریه‌های ذخیره احتیاطی و نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران

روح‌الله عرب^{۱*}، محمد غلامرضا پور^۲، پوریا کاظمی^۳، هومن آدمن^۴

چکیده

شناسایی عوامل مؤثر بر نگاه‌داشت وجه نقد اهمیت زیادی دارد، زیرا کسری یا مازاد در نگاه‌داشت وجه نقد می‌تواند شرکت‌ها را با مشکلات زیادی روبه‌رو کند. نتایج پژوهش‌های اخیر نشان داد که یکی از عوامل تأثیرگذار بر نگاه‌داشت وجه نقد، جنسیت مدیران است که در خصوص چگونگی این تأثیر دو نظریه رقیب در ادبیات مالی و حسابداری مطرح شده است. براساس نظریه ذخیره احتیاطی، مدیران ارشد زن به دلیل محافظه‌کار بودن، اعتماد به نفس کمتر و خطرگریزی وجه نقد بیشتری را نگاه‌داری می‌کنند. در مقابل، براساس نظریه نمایندگی، مدیران ارشد زن اخلاقی‌تر بوده و هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهند و در نتیجه وجه نقدی کمتری را نگاه‌داری می‌کنند. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر میزان نگاه‌داشت وجه نقد، با توجه به نظریه‌های ذخیره احتیاطی و نمایندگی است. فرضیه‌های تحقیق نیز با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۷۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ و با بهره‌گیری از مدل رگرسیون چندمتغیره بررسی شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که مطابق با نظریه ذخیره احتیاطی بین جنسیت مدیران ارشد و نگاه‌داشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن وجه نقد بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها نگاه‌داری می‌کنند.

کلیدواژگان

جنسیت مدیران ارشد، نگاه‌داشت وجه نقد، نظریه ذخیره احتیاطی، نظریه نمایندگی.

۱. استادیار گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی گلستان، گرگان (نویسنده مسئول)

dr.roohollah.arab@gmail.com

mohammad.gh5736@gmail.com

pouria_74k@yahoo.com

houman.adman@gmail.com

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، حسابرس مؤسسه بهداد حساب آریا

۳. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری

۴. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری

تاریخ ارسال: ۱۳۹۸/۱۰/۹، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۶/۳

مقدمه

وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است و ایجاد تعادل بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی یکی از علائم مهم سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است [۱۴]. مطابق با تئوری نمایندگی، چگونگی مصرف وجوه نقد داخلی و تمایل مدیران به مصرف یا نگهداشت وجه نقد به دلیل تضاد منافع بین مدیران و مالکان بحث‌برانگیز است [۷]. نگاهداشت وجه نقد هزینه‌های خاص خود را دارد و نگهداشت بیش از حد آن می‌تواند به افزایش اختیارات مدیران و بروز هزینه‌های نمایندگی منجر شود و به سهامداران آسیب برساند. از طرفی، عدم نگهداری وجه نقد می‌تواند به محدودیت تامین مالی و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری منجر شود [۳]. در دو دهه گذشته، افزایش سریع ذخایر نقدی نگرانی سرمایه‌گذاران، رسانه‌های تجاری و دانشگاهیان را برانگیخته است. مقاله جدیدی که در روزنامه *فایننشیل تایمز*^۱ منتشر شده است می‌گوید: «ذخایر خالص نقدی شرکت‌های شاخص ۱۰۰ بورس اوراق بهادار *فایننشیل تایمز*^۲ از ۱۲/۲ میلیارد پوند در سال ۲۰۰۸ به ۷۳/۹ میلیارد پوند در سال ۲۰۱۳ افزایش یافته است [۳۱].»

براساس تئوری مدیریت عالی همبریک و میسون^۳ [۴۰]، برخی از محققان به‌تازگی توجه به نقش اختلافات ویژه در مدیران را در شکل‌دادن به سیاست‌های نقدی شرکت‌ها نشان داده‌اند. این مطالعات نشان می‌دهد که تجربه حرفه‌ای مدیران، سال‌های اولیه مدیریت‌عاملان و مدیران منصوب‌شده بانکی نیز تأثیر مهمی در سیاست‌های نقدی شرکت‌ها دارند [۲۰؛ ۲۱؛ ۲۶]. مدیران ارشد شرکت به دو دلیل از عوامل بسیار مهم و تأثیرگذار بر میزان نگهداشت وجه نقد شرکت هستند. اولاً، مدیران ارشد به‌عنوان شخص اصلی مسئول مدیریت مالی یک شرکت نقش محوری در تصمیمات مالی شرکت‌ها (مثلاً گزارشگری مالی و مدیریت ریسک مالی) دارند. ادبیات اخیر نشان داده است که مدیران ارشد در مقایسه با مدیران عامل در تصمیم‌گیری‌های حسابداری و مالی در زمینه‌هایی از جمله اهرم مالی، مدیریت سود و وام‌های بانکی بسیار مهم هستند [۳۳؛ ۳۵؛ ۴۶]. ثانیاً، مدیریت نقدینگی جزء مسئولیت‌های اصلی مدیران ارشد است و به‌ویژه مدیریت وجه نقد در چند سال گذشته نگرانی عمده مدیران ارشد بوده است [۱۷].

جنسیت ویژگی مهم فردی مدیران است. با بهبود سطح تحصیلات و وضعیت اجتماعی زنان، تعداد بیشتری از خانم‌ها سمت‌های مدیریتی را می‌گیرند. در سال‌های اخیر، برخی از محققان بررسی نقش تفاوت‌های جنسیتی در فرایند تصمیم‌گیری شرکت‌ها را آغاز کرده‌اند

1. Financial Times
2. FTSE 100
3. Hambrick & Mason

(مثلاً، هوانگ و کیسگن^۱ [۴۳]، فرانسیس و همکاران^۲ [۳۲]، فاسیو و همکاران^۳ [۳۰]). تفاوت‌های جنسیتی در نگرش به خطرها و رفتارهای اخلاقی مدت‌هاست که در زمینه‌های جامعه‌شناسی، روان‌شناسی شناختی و اقتصاد رفتاری مورد مطالعه قرار گرفته است. از یک‌سو، بیشتر مطالعات این عقیده را تأیید می‌کنند که زنان از مردان محافظه‌کارترند و اعتمادبه‌نفس کمتر و خطرگریزی بیشتری دارند. مدیران زن عموماً بدهی کمتری دارند [۴۳]. سیاست‌های حسابداری محافظه‌کارانه‌تر [۳۲] و تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری با ریسک کمتری اتخاذ می‌کنند [۳۰]. از طرف دیگر، بیشتر ادبیات پیشین نشان می‌دهند که زنان از مردان اخلاقی‌ترند. در مقایسه با شرکای مرد، مدیران زن نسبت به رفتار فرصت‌طلبانه تحمل کمتری دارند [۶۰]. کمتر احتمال دارد که مرتکب تقلب شوند یا تجارت داخلی انجام دهد [۲۵؛ ۴۴] و بنابراین، با هزینه‌های نمایندگی کمتری روبه‌رو هستند [۴۷].

براساس تفاوت‌های جنسیتی در نگرش به ریسک‌ها و ارزش‌های اخلاقی، نظریه مالی شرکت‌ها دو نظریه رقیب را برای توضیح نقش جنسیت مدیران ارشد در شکل‌دادن به سیاست‌های نقدی شرکت ارائه می‌دهد. نظریه ذخیره احتیاطی پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن، که محافظه‌کارترند و اعتمادبه‌نفس کمتری دارند و خطرگریزتر از هم‌تایان مرد خود هستند، وجه نقد بیشتری را نگاه‌داری می‌کنند. در مقابل، نظریه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن وجه نقدی کمتری را نگاه‌داری می‌کنند، زیرا آن‌ها اخلاقی‌تر از مردان‌اند و بنابراین هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهند [۶۲]. زنگ و وانگ^۴ [۶۴] و ادیکاری^۵ [۱۶] نیز دریافته‌اند که جنسیت مدیرعامل و نسبت مدیران زن میزان نگاه‌داشت وجه نقد شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران ارشد زن از عوامل تأثیرگذار بر میزان نگاه‌داشت وجه نقد شرکت باشند. با این حال، در عمده مطالعات داخلی صورت‌گرفته این موضوع نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری، مالی و مدیریت برای تحقیق در این باره وجود دارد که این خود انگیزه‌ای جهت انجام پژوهش حاضر است. لذا در پژوهش حاضر سعی بر آن است که تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر نگاه‌داشت وجه نقد شرکت براساس نظریه‌های نمایندگی و ذخیره احتیاطی بررسی شود و تحقیق حاضر در پی یافتن شواهد تجربی جهت پاسخ به این سؤال اصلی تحقیق است که آیا جنسیت مدیران ارشد بر نگاه‌داشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد یا خیر؟ در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه است؟

-
1. Huang & Kisgen
 2. Francis et al
 3. Faccio et al
 4. Zeng & Wang
 5. Adhikari

نتایج پژوهش حاضر می‌تواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی ذیل را به‌همراه داشته باشد: اول اینکه نقطه متمایز این پژوهش آن است که قوانین و ساختار محیطی کشور ایران نسبت به سایر کشورها کاملاً متفاوت است و با توجه به اینکه طی دهه‌های گذشته حضور زنان در پست‌های مدیریتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رو به افزایش است، نتایج پژوهش می‌تواند موجب گسترش مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با تنوع جنسیتی، اخلاق و رفتار زنان در امور مالی و مدیریتی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران شود. دوم اینکه، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر نگاه‌داشت وجه نقد با توجه به نظریه‌های نمایندگی و ذخیره احتیاطی پرداخته که این موضوع به‌منزله یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه، تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. درنهایت، نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را برای انجام‌دادن پژوهش‌های آتی در حوزه تأمین مالی و نگاه‌داشت وجه نقد پیشنهاد کند.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

جنسیت مدیران ارشد و نگاه‌داشت وجه نقد بر اساس نظریه ذخیره احتیاطی

انگیزه احتیاط یکی از دلایل مهم شرکت‌ها برای نگاه‌داشت وجه نقد است. هیچ اصطکاک مالی در یک بازار سرمایه کامل وجود ندارد. از این رو، دارایی‌های نقدی بی‌ربط‌اند. با وجود این، در واقعیت، تأمین اعتبار خارجی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و نوسان محیط اقتصادی، اغلب نامشخص و پرهزینه است [۵۴]. وجه نقد یک سپر در برابر در ماندگی‌های مالی و شوک‌های نامطلوب ایجاد می‌کند. مطابق با این دیدگاه، اوپلر و همکاران^۱ [۵۷] دریافتند که شرکت‌های دارای دسترسی ضعیف به تأمین مالی خارجی و در صورت بی‌ثبات بودن جریان نقدی، وجه نقد بیشتری نسبت به شرکت‌های دیگر نگاه‌داری می‌کنند. هان و کیو^۲ [۴۱] همچنین تأیید می‌کنند که نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی به نوسانات جریان نقدی حساس است؛ درحالی‌که هیچ رابطه‌ای بین نگاه‌داشت وجه نقد و نوسانات جریان نقدی برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد. بیتس و همکاران^۳ [۱۹] دریافتند که میانگین نسبت‌های نقدی شرکت‌های آمریکایی از ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۶ به طور درخور توجهی افزایش یافته است. آن‌ها معتقدند انگیزه احتیاطی نقش مهمی در توضیح روند افزایش نسبت‌های نقدی ایفا می‌کند.

1. Opler et al
2. Han & Qiu
3. Bates et al

یونگ و نفر^۱ [۶۳] نشان می‌دهند که در کشورهایی که از حق طلبکاری قوی برخوردار هستند، شرکت‌ها برای جلوگیری از ورشکستگی، وجه نقد بیشتری را در اختیار دارند. هارفورد و همکاران^۲ [۴۲] دریافتند که برای کاهش ریسک تأمین مالی مجدد، شرکت‌ها با صرفه‌جویی بیشتر وجه نقد از جریان وجوه نقد عملیاتی خود نگاه‌داشت وجه نقد را افزایش می‌دهند. چن و همکاران^۳ [۲۲] نشان می‌دهد که نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها به طور منفی با فردگرایی و به طور مثبت با عدم اطمینان همراه است.

انگیزه احتیاط ریشه در صفات افراد در مقابل خطر دارد. تحقیقات گسترده‌ای از روان‌شناسی و جامعه‌شناسی نشان می‌دهد که در نگرش خطر بین زن و مرد تفاوت معناداری وجود دارد. براساس تئوری مدیریت عالی، بسیاری از مطالعات اخیر نشان می‌دهند که در مقایسه با مدیران مرد، مدیران زن محافظه‌کارترند و خطرگریزی بیشتری دارند [۳۰؛ ۳۴؛ ۵۹]. در این حالت، مدیران زن ممکن است نسبت به خطرهای احتمالی حساسیت بیشتری نشان دهند و از این‌رو انگیزه احتیاطی قوی‌تری را نشان دهند. از آنجا که مدیران ارشد مسئول مدیریت نقدینگی شرکت‌ها و مدیریت ریسک را برعهده دارند، می‌توان پیش‌بینی کرد که مدیران ارشد زن در شکل‌گیری سیاست‌های نقدی شرکت‌ها محتاط‌تر و خطرگریزتر از هم‌تایان مرد خود هستند و در نتیجه وجه نقد بیشتری را نگاه‌داری می‌کنند. از طرف دیگر، هوانگ و کیسگن [۴۳] دریافتند که مدیران مرد (مدیرعامل و مدیران ارشد) نسبت به مدیران زن در تصمیمات مالی خود بیش‌اطمینانی بیشتری دارند. گائو و همکاران^۴ [۳۷] همچنین نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران مرد نرخ گردش مالی بالاتری دارند، زیرا نسبت به هم‌تایان زن خود بیش‌اطمینان‌ترند. بیش‌اطمینانی ممکن است مدیران ارشد مرد را به اتخاذ یک سیاست نقدی تهاجمی‌تر و در نتیجه نگاه‌داشت وجه نقد کمتر ترغیب کند، زیرا آن‌ها به توانایی‌های خود برای مقابله با درماندگی مالی اطمینان بیشتری دارند [۶۲].

جنسیت مدیران ارشد و نگاه‌داشت وجه نقد بر اساس نظریه نمایندگی

مشکل نمایندگی عامل مهم دیگری در تعیین نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌هاست. جنسن و مک‌کلینگ^۵ [۴۵] استدلال می‌کنند که مدیران انگیزه‌ای برای نگه داشتن ذخایر بزرگ وجه نقد برای پیگیری منافع شخصی خود دارند (مثلاً آن‌ها ممکن است با پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی یا با استفاده از پیش‌فروش‌ها وجه نقد خود را به‌دست آورند). انگیزه نمایندگی

1. Yung & Nafar
2. Harford et al
3. Chen et al
4. Gao et al
5. Jensen & Meckling

نگه‌داشت وجه نقد پیش‌بینی می‌کند که مدیران تمایل به نگه داشتن وجه نقد اضافی دارند، که این باعث می‌شود ارزش سهامداران نابود شود. در راستای این دیدگاه، دیتمار و همکاران^۱ [۲۷] نشان می‌دهند که شرکت‌ها در کشورهایی با حمایت ضعیف از سهامداران، نسبت به کشورهایی که از حمایت قوی از سهامدار برخوردارند، وجه نقد بیشتری نگه‌داری می‌کنند. کالچوا و لینز^۲ [۴۸] دریافتند که شرکت‌هایی که واگرایی بیشتری بین حقوق کنترل و حقوق جریان نقدی دارند تمایل دارند دارایی‌های نقدی بیشتری را در اختیار داشته باشند. نیکلوف و ویتت^۳ [۵۶] مدرکی مبنی بر اینکه شرکت‌های دارای حاکمیت ضعیف وجه نقد بیشتری را نگه‌داری می‌کنند و از ضرر بیشتر ارزش سهامداران برخوردارند. کوان و همکاران^۴ [۵۰] نشان می‌دهند که هدف از حاکمیت شرکتی برای شرکت‌هایی که ذخایر نقدی بیشتری دارند، اطمینان از این است که شرکت‌ها برای جلوگیری از مشکلات نمایندگی، سطح نقدی را کاهش می‌دهند. گائو و همکاران [۳۶] نشان می‌دهند که به‌رغم اصطکاک شدید تأمین مالی، شرکت‌های خصوصی فقط نیمی از وجه نقدی را که توسط شرکت‌های دولتی در اختیار دارند نگه‌داری می‌کنند. آن‌ها این تفاوت را به هزینه‌های بسیار بالاتر نمایندگی در شرکت‌های دولتی نسبت می‌دهند.

به‌عنوان شخص اصلی مسئول مدیریت مالی یک شرکت، مدیر ارشد نقش مهمی در تدوین استراتژی وجه نقد شرکت‌ها ایفا می‌کند. همان‌طور که در بسیاری از مطالعات قبلی اشاره شد، مدیران زن استانداردهای اخلاقی بهتری را نشان می‌دهند و نسبت به رفتار فرصت‌طلبانه تحمل کمتری دارند. این امر به بهبود حاکمیت شرکتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود [۱۵؛ ۴۷؛ ۵۲]. با توجه به این منطق، می‌توان پیش‌بینی کرد که مدیران ارشد زن ممکن است ابتکار عمل را برای به حداقل رساندن مشکل نمایندگی جنسن [۴۵] از جریان نقد آزاد به‌دست آورند، زیرا آن‌ها اخلاقی‌ترند و نسبت به رفتار فرصت‌طلبانه تحمل کمتری دارند [۶۲]. علاوه بر این، در مقایسه با هم‌تایان مرد خود، مدیران ارشد زن نیز تمایل به گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر دارند [۵۳؛ ۶۰] که به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تقویت نظارت خارجی کمک می‌کند. بهبود محیط اطلاعات و نظارت خارجی باعث کاهش وجه نقد ناشی از انگیزه هزینه نمایندگی می‌شود. سان و همکاران^۵ [۶۱] دریافتند که شرکت‌های با کیفیت سود مناسب وجه نقد کمتری نسبت به شرکت‌های با کیفیت پایین سود دارند.

-
1. Dittmar et al
 2. Kalcheva & Lins
 3. Nikolov & Whited
 4. Kuan et al
 5. Sun et al

پیشینه تحقیق

ژو و همکاران [۶۲] در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیران ارشد زن و نگاهداشت وجه نقد شرکت با توجه به دو نظریه رقیب نمایندگی و ذخیره احتیاطی پرداختند. نتایج نشان داد که مطابق با نظریه ذخیره احتیاطی شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن به طور درخور ملاحظه‌ای بیشتر از شرکت‌هایی که دارای مدیران ارشد مرد هستند وجه نقد بیشتری را نگاهداری می‌کنند. ادیکاری [۱۶] در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیران زن و نگاهداشت وجه نقد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد شرکت‌های به رهبری مدیران ارشد زن به دلیل انگیزه‌های احتیاطی وجه نقد بیشتری نگاهداری می‌کنند. به‌طور کلی، نتایج مطابق با این دیدگاه است که خطرگریزی بیشتر، مدیران زن را به سمت نگاهداشت وجه نقد بیشتر سوق می‌دهد. چائوهان و همکاران^۱ [۲۱] به بررسی تأثیر مدیران منصوب بانکی بر نگاهداشت وجه نقد شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی با مدیران منصوب بانکی در مقایسه با شرکت‌های بدون مدیران منصوب بانکی، وجه نقد کمتری دارند. علاوه بر این، مزایای حضور یک بانکدار در هیئت‌مدیره شرکت‌ها فقط برای شرکت‌های مستقل صادق است و برای شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری تأثیری ندارد. لی و همکاران^۲ [۵۱] رابطه بین اعتماد اجتماعی و خطر سقوط قیمت سهام را برای نمونه‌ای متشکل از ۲۰ هزار و ۲۷۲ شرکت-سال مشاهده در بازار سرمایه چین بررسی کردند و دریافتند که اعتماد اجتماعی باعث کاهش خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. ناسیون و جانرگارد^۳ [۵۵] پژوهشی با عنوان «آیا جنسیت حسابرس و مدیر مالی به کیفیت سود مربوط است؟ شواهدی از سوئد» طی دوره زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ در کشور سوئد انجام دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین جنسیت مدیر مالی شرکت و کیفیت سود رابطه معنادار وجود ندارد. دودلی و ژانگ^۴ [۲۸] با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۲۲۹ هزار و ۴۲۸ شرکت-سال مشاهده از شرکت‌های حاضر در ۵۴ کشور مختلف، به بررسی ارتباط بین اعتماد اجتماعی و سطح نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با سطح اعتماد اجتماعی بالاتر بیشتر از سایر شرکت‌ها به نگاهداشت وجه نقد اقدام می‌کنند. چیونگ^۵ [۲۳] به بررسی ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و میزان نگاهداشت وجه نقد شرکت‌های استرالیایی پرداخت. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۴ هزار و ۲۰۶ شرکت-سال

1. Chauhan et al
2. Li et al
3. Nasution & Jonnergård
4. Dudley & Zhang
5. Cheung

مشاهده طی سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۱ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها باعث افزایش میزان وجه نقد نگه‌داری شده آن‌ها می‌شود.

لیو و همکاران [۵۳] پژوهشی با عنوان «جنسیت مدیر مالی و مدیریت سود: شواهدی از چین» انجام دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که مدیران مالی زن کمتر مدیریت سود انجام می‌دهند و در گزارشگری مالی نسبت به هم‌تایان مرد بیشتر محافظه‌کارند.

زنگ و وانگ [۶۴] در پژوهی به بررسی تأثیر جنسیت مدیرعامل بر نگه‌داشت وجه نقد شرکت چینی پرداختند. برای این منظور با نمونه‌ای متشکل از ۴۶۸ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۱ دریافتند که مدیران عامل زن به انگیزه احتیاط نقدی توجه دارند و وجه نقد بیشتری در شرکت نگه‌داری می‌کنند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که مدیران عامل زن مشکل سرمایه‌گذاری بیش از اندازه جریان نقدی آزاد را تعدیل می‌کنند و این نشان می‌دهد که آن‌ها نسبت به هم‌تایان مرد خود محافظه‌کارترند.

آرون و همکاران^۱ [۱۸] در پژوهشی با عنوان مدیران زن و مدیریت سود به این نتیجه رسیدند که مدیران زن تأثیر مثبتی بر مدیریت سود در شرکت‌ها دارند. ال‌مهدی^۲ [۲۹] در پژوهشی با عنوان مدیران مالی زن و مدیریت سود واقعی به این نتیجه رسیدند که وقتی مدیران ارشد زن با تنوع جنسیتی کمتری در میان اعضای مدیران مواجه باشند، بیشتر احتمال دارد دستکاری هزینه‌های تولید و همچنین هزینه‌های اختیاری رخ دهد.

در مورد پیشینه داخلی، به علت آنکه مطالعات داخلی انجام‌شده به بررسی تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر نگه‌داشت وجه نقد شرکت پرداخته‌اند، به مربوط‌ترین پژوهش‌های صورت‌گرفته پرداخته می‌شود.

جودی و همکاران [۵] پژوهشی با عنوان «کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی و نگه‌داشت وجه نقد: افزایش یا کاهش ارزش شرکت؟» انجام دادند. برای این منظور، داده‌های ۱۰۶ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در فاصله بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ بررسی شد. نتایج نشان داد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت حاکمیت شرکتی قوی (ضعیف) بر رابطه بین نگه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر مثبت (منفی) و معناداری دارد؛ این نتایج نه تنها با لحاظ کردن دو بعد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی به صورت مجزا به تأیید رسید، بلکه با تلفیق ابعاد درونی و بیرونی کیفیت حاکمیت شرکتی نیز تأیید شد.

رضائی پسته نوئی و صفری گرابلی [۸] پژوهشی با عنوان «ارائه مدل رابطه اعتماد اجتماعی و نگه‌داشت وجه نقد: آزمون نظریه‌های ذخیره احتیاطی و نمایندگی» انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد مطابق با نظریه نمایندگی، اعتماد اجتماعی باعث افزایش سطح نگه‌داشت وجه نقد شرکت می‌شود.

سرلک و همکاران [۱۱] در پژوهشی به بررسی رابطهٔ بیش‌اعتمادی مدیران و نگاه‌داشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندهٔ کیفیت حسابرسی پرداختند. جامعه‌ای متشکل از ۱۷۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ انتخاب شد و یافته‌های به‌دست‌آمده حاکی از آن است که بین بیش‌اعتمادی مدیران و نگاه‌داشت وجه نقد رابطهٔ منفی وجود دارد. همچنین، حسابرسی با کیفیت، شدت رابطهٔ منفی بین بیش‌اعتمادی مدیران و نگاه‌داشت وجه نقد را کاهش نمی‌دهد.

صفری گرایی و دهقان [۱۲] تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش‌گذاری بازار از نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند. فرضیهٔ پژوهش نیز با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۹۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت حسابرسی، ارزش نگاه‌داشت وجه نقد شرکت را افزایش می‌دهد.

ایمانی برندق و همکاران [۲] در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در کمیتهٔ حسابرسی بر حق‌الزحمهٔ حسابرسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که حضور حداقل یک نمایندهٔ زن در کمیتهٔ حسابرسی می‌تواند حق‌الزحمهٔ حسابرسی را کاهش دهد.

سپاسی و عبدلی [۱۰] در پژوهشی به بررسی تأثیر جنسیت مدیران ارشد شرکت بر محافظه‌کاری شرطی پرداختند. اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی ۱۳۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازهٔ زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ جمع‌آوری شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های دارای عضو هیئت‌مدیره یا مدیرعامل زن در قیاس با شرکت‌های دارای مدیران ارشد مرد، حسابداری محافظه‌کارانهٔ شرطی بالاتر است؛ به عبارت دیگر، زنان اخبار بد را در سود گزارش‌شده سریع‌تر شناسایی می‌کنند.

عباس‌زاده و همکاران [۱۳] به بررسی اثر نرخ تورم و چرخهٔ عملیاتی فعالیت‌های اصلی شرکت‌ها بر میزان نگاه‌داشت وجه نقد طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که بین تورم و نگاه‌داشت وجه نقد رابطهٔ معکوس و معناداری وجود دارد؛ اما بین چرخهٔ عملیاتی شرکت و نگاه‌داشت وجه نقد رابطهٔ معناداری یافت نشد.

خدمی‌پور و همکاران [۶] طی پژوهشی ارتباط بین اجتناب از پرداخت مالیات و میزان نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند. نمونهٔ آماری تحقیق شامل ۷۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ است. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌هایی که از پرداخت مالیات اجتناب می‌کنند، میزان وجه نقد بیشتری دارند. همچنین، در شرکت‌هایی که با محدودیت مالی روبه‌رو هستند، این رابطه قوی‌تر است. سپاسی و عبدلی [۹] در پژوهشی به بررسی تأثیر حضور زنان در هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت

و عملکرد مالی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد شواهدی مستقیم به دست نیامد که وجود یک نماینده زن در هیئت‌مدیره به طور مستقیم بر ارزش شرکت اثر بگذارد. با این حال، تأثیرات غیرمستقیم یافت شده است؛ بدین ترتیب که زنان در هیئت‌مدیره به طور مثبت بر عملکرد مالی (که به وسیله بازده دارایی‌ها و فروش اندازه‌گیری شده) اثر می‌گذارند که به طور کلی بیانگر این است که زنان در هیئت‌مدیره بر عملکرد مالی (که به نوبه خود مرتبط با ارزش شرکت است) اثر می‌گذارند و از این طریق ارزش شرکت را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهند.

بیابانی و گرکز [۴] در پژوهشی به بررسی رابطه بین حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. اطلاعات مورد نیاز تحقیق، از ۱۱۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش نمونه‌گیری کوکران، در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ استخراج شده است. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره با بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری دارد و نیز با نسبت Q توبین و فروش رابطه معناداری ندارد.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین با توجه به نظریه‌های ذخیره احتیاطی و نمایندگی، فرضیه‌های پژوهش به صورت ذیل تدوین می‌شود:

فرضیه ذخیره احتیاطی: شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن وجه نقد بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها نگاهداری می‌کنند؛

فرضیه نمایندگی: شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن وجه نقد کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها نگاهداری می‌کنند.

روش‌شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه‌تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ است. همچنین، از آنجا که برای محاسبه متغیرهای مخارج سرمایه‌ای و رشد فروش به داده‌های یک سال قبل نیاز بوده است، داده‌های مورد نیاز شرکت‌ها باید برای دوره هشت‌ساله (سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷) در دسترس باشد. نمونه آماری تحقیق شامل شرکت‌هایی است که حائز شرایط ذیل باشند:

۱. شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۰ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند؛
 ۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد؛
 ۳. طی دوره مورد نظر، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد؛
 ۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشده‌اند).
- پس از اعمال محدودیت‌های یادشده، تعداد ۱۷۰ شرکت (طبق جدول ۱) به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. داده‌های تحقیق حاضر با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار موجود در سامانه کدال، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار، و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews استفاده شده است.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه آماری

ردیف	شرح	تعداد شرکت‌ها
۱	کل شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۹۷ عضو بورس بودند. ^۱	۳۴۱
۲	از ابتدای سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته نشده و تا پایان سال ۱۳۹۷ از بورس خارج شده باشد.	(۶۷)
۳	سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نباشد.	(۲۵)
۴	تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد.	(۱۷)
۵	جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی باشد.	(۶۲)
۶	تعداد نمونه آماری انتخاب‌شده	۱۷۰

مدل و متغیرهای استفاده‌شده

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق مدل زیر بر مبنای مطالعه ژو و همکاران [۶۲] استفاده می‌شود.

$$Cash\ Holding_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Female\ CFO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_5 NWC_{i,t} + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 Sale\ Grwth_{i,t} + \beta_8 Div_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل یادشده:

۱. در آخرین به‌روزرسانی لیست شرکت‌های پذیرفته‌شده در سایت بورس اوراق بهادار تهران، تعداد زیادی از شرکت‌های قدیمی که فاقد معاملات یا حذف شده اما همچنان در لیست شرکت‌های پذیرفته‌شده در سایت بورس وجود داشتند، از لیست شرکت‌های پذیرفته‌شده حذف شده‌اند که این به‌روزرسانی به کاهش درخور توجه تعداد آن‌ها منجر شده است. لیست شرکت‌ها در نشانی <http://tse.ir/listing.html> موجود است.

متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش حاضر نگاهداشت وجه نقد شرکت (Holding Cash) است که برای سنجش آن از دو سنجه استفاده شده است. سنجه اول (CASH1) مطابق با پژوهش اپلر [۵۷] از طریق نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به دارایی‌های خالص (کل دارایی منهای وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) محاسبه می‌شود و سنجه دوم (CASH2) مطابق با پژوهش اوزکان و اوزکان^۱ [۵۸] برابر با نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌هاست.

متغیر مستقل

جنسیت مدیران ارشد (CFO Female): یک متغیر مجازی است. مطابق با پژوهش‌های سیاسی و عبدلی [۱۰] در صورتی که در سال مورد نظر مدیرعامل یا حداقل یکی از اعضای هیئت‌مدیره زن باشد، برابر عدد یک و در غیر این صورت برابر با عدد صفر است.

متغیرهای کنترلی

مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی [۱؛ ۶؛ ۱۱؛ ۵۶؛ ۶۱] به طور بالقوه بر نگاهداشت وجه نقد شرکت تأثیرگذار بودند، در مدل پژوهش به‌عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که این متغیرها عبارت‌اند از:

اندازه شرکت (SIZE): شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی بهتر به منابع مالی خارجی وجه نقد کمتری دارند [۵۷]. همچنین، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های کوچک (به‌دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر) نسبت به شرکت‌های بزرگ مجبور باشند وجه نقد بیشتری انباشت کنند [۳۸]. برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی‌های پایان‌دوره شرکت استفاده شده است.

اهرم مالی (LEV): شرکت‌ها ممکن است از وجه نقد برای کاهش محدودیت‌های بدهی استفاده کنند، بنابراین ممکن است اثر منفی بر بدهی شرکت داشته باشد [۵۷]. اهرم مالی خود عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بهادار جدید به‌شمار می‌رود، اگر شرکتی برای بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی قدرت زیادی داشته باشد، از انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برخوردار است؛ در نتیجه ممکن است وجه نقد کمتری نگاهداری کند [۲۴]. در این پژوهش نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها به‌منزله ابزاری برای اندازه‌گیری اهرم مالی به کار می‌رود.

جریان نقد عملیاتی (CF): شواهد پیشین رابطه دوسویه‌ای را بین جریان نقدی و نگاهداشت وجه نقد پیش‌بینی کرده است؛ مثلاً، کیم و همکاران^۲ [۴۹] در پژوهش خود استدلال کردند که

1. Ozkan & Ozkan
2. Kim et al

شرکت‌ها جریان‌های نقدی زیاد را نوعی منبع تأمین مالی در نظر می‌گیرند و بدین سبب وجه نقد را در سطح کمتری انباشت می‌کنند. از طرفی، میر و مجلوف^۱ [۵۴] معتقدند که شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند. از این‌رو، انتظار می‌رود که شرکت‌های با جریان‌های نقدی بالاتر، وجوه نقدی بیشتری نگه‌داری کنند. اپلر و همکاران [۵۷] نیز دریافتند که شرکت‌هایی که جریان نقدی عملیاتی بیشتری تولید می‌کنند احتمالاً وجه نقد بیشتری نگه‌داری می‌کنند. در این پژوهش، جریان نقد عملیاتی برابر با نسبت جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به کل دارایی‌هاست.

سرمایه در گردش خالص (NWC): اپلر و همکاران [۵۷] نشان دادند که شرکت‌ها ممکن است از خودشان در مقابل زیان‌های آینده از طریق داشتن دارایی‌های نقدشونده غیرنقدی محافظت کنند، بنابراین اگر شرکتی دارایی نقدشونده نگه‌داری کند، وجه نقد کمتری خواهد داشت. همچنین، از آنجا که دارایی‌های سیال می‌تواند جایگزین وجه نقد باشد، پیش‌بینی می‌شود که هرچه نسبت سرمایه در گردش در شرکت بیشتر باشد، سطح انباشت وجه نقد کاهش یابد [۵۸]. سرمایه در گردش خالص از تقسیم دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری بر کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

مخارج سرمایه‌ای (CAPEX): شواهد به‌دست‌آمده از پژوهش گیاکومیتو و میلک^۲ [۳۹] نشان می‌دهد شرکت‌هایی که میزان بالاتری از مخارج سرمایه‌ای دارند، وجه نقد بیشتری نگه‌داری می‌کنند؛ زیرا توانایی ایجاد وجه نقد در شرکت‌ها باید در حدی باشد که هم بتواند تعهدهای مؤسسه را ایفا کند و هم منابع مالی کافی برای تأمین مخارج سرمایه‌ای فراهم آورد. مخارج سرمایه‌ای از طریق تفاوت خالص دارایی‌های ثابت سال جاری و سال قبل به‌دست می‌آید. به منظور همگن‌سازی داده‌ها، این متغیر بر ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای سال تقسیم شده است.

رشد فروش (SaleGrwth): از طریق فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که رشد فروش دارند وجه نقد بیشتری را کسب و نگه‌داری کنند.

نسبت سود تقسیمی (Div): از نسبت کل سود سهام پرداخت‌شده به سود خالص به‌دست می‌آید. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سود نقدی بیشتری را تقسیم می‌کنند وجه نقد کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها داشته باشند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است برای نمونه‌ای متشکل از ۱۱۹۰ شرکت-سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۷ نشان می‌دهد. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات است. همان‌گونه که در این جدول ملاحظه می‌شود، میانگین متغیر اهرم مالی نشان می‌دهد حدود ۶۰ درصد دارایی‌های شرکت‌های بررسی شده را بدهی تشکیل می‌دهد. همچنین، از بین متغیرهای تحقیق اندازه شرکت بیشترین انحراف استاندارد را به خود اختصاص داده است. ضمن اینکه، درصد فراوانی عدد ۱ مربوط به متغیر جنسیت مدیران ارشد نشان می‌دهد که حدود ۶۰ درصد مدیران ارشد شرکت‌های نمونه را اعضای زن تشکیل داده‌اند.

جدول ۲. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف استاندارد
سنجۀ اول نگاهداشت وجه نقد شرکت	1 CASH	۰٫۰۰۱	۰٫۹۱۴	۰٫۰۸۱	۰٫۰۴۰	۰٫۱۲۰
سنجۀ دوم نگاهداشت وجه نقد شرکت	2 CASH	۰٫۰۰۱	۰٫۴۷۷	۰٫۰۶۷	۰٫۰۳۹	۰٫۰۷۹
اندازه شرکت	Size	۱۰٫۴۹۳	۱۹٫۷۷۴	۱۴٫۵۴۴	۱۴٫۲۵۵	۱٫۶۱۲
اهرم مالی	Lev	۰٫۰۵۶	۱٫۸۰۵	۰٫۶۰۴	۰٫۶۰۰	۰٫۲۳۰
جریان نقد عملیاتی	CF	-۰٫۴۶۰	۰٫۸۳۲	۰٫۱۲۹	۰٫۱۱۲	۰٫۱۳۶
سرمایه در گردش خالص	NWC	-۰٫۹۴۴	۰٫۷۰۲	۰٫۱۱۵	۰٫۱۳۴	۰٫۲۳۵
مخارج سرمایه‌ای	Capex	۰٫۰۰۱	۱٫۵۰۲	۰٫۰۷۲	۰٫۰۲۳	۰٫۱۵۲
رشد فروش	SaleGrwth	-۰٫۷۴۰	۲٫۸۹۳	۰٫۲۳۰	۰٫۱۷۴	۰٫۴۱۱
نسبت سود تقسیمی	Div	.	۱٫۹۰۰	۰٫۴۹۰	۰٫۵۱۴	۰٫۴۰۳
متغیر	نماد متغیر	درصد فراوانی عدد ۱	درصد وانی عدد ۰			مد
جنسیت مدیران ارشد	CFO Female	٪ ۶۰٫۵		٪ ۹۳٫۹۵		۰

آمار استنباطی

در داده‌های ترکیبی، ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص شود. با توجه به نتایج به دست آمده، که در جدول ۳ ارائه شده است، معناداری آماره F لیمر برای مدل‌ها کمتر از ۰٫۰۵ است، بنابراین برای تخمین مدل‌های پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. سپس با توجه به تابلویی بودن مدل، باید برای تعیین نوع

داده‌های تابلویی (روش تأثیرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول ۳ نیز ملاحظه می‌شود، با توجه به نتایج این آزمون و معناداری آن، در همه مدل‌ها لازم است که مدل‌ها به روش تأثیرات ثابت برآورد شود. نتایج آزمون بروش پاگان برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در اجزای اخلاص در مدل‌های پژوهش نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس بوده که برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل‌ها استفاده شده است.

جدول ۳. آزمون اف لیمر، هاسمن و ناهمسانی واریانس

مدل	متغیر وابسته	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن		آزمون ناهمسانی واریانس	
		آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری
مدل ۱	1 CASH	۶۷۱۷	۰/۰۰۰	۴۹۱۱۳	۰/۰۱۵	۱۰/۰۷۵	۰/۰۰۰
	2 CASH	۷۸۹۹	۰/۰۰۰	۴۶۵۵۲	۰/۰۰۰	۹/۷۰۸	۰/۰۰۰

همچنین، برای اطمینان از ناهمخطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) بررسی شد که با توجه به آنکه مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است، همخطی بین آن‌ها وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس هر یک از دو سنجه نگاه‌داشت وجه نقد شرکت در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج برآورد فرضیه‌های پژوهش براساس دو سنجه نگاه‌داشت وجه نقد

متغیر	متغیر وابسته 1 CASH		متغیر وابسته 2 CASH	
	ضریب	انحراف استاندارد	ضریب	انحراف استاندارد
C	۰/۳۹۵	۰/۱۲۸	۰/۳۰۲	۰/۰۳۱
CFO Female	۰/۲۸۴	۰/۰۲۶	۰/۲۵۳	۰/۰۳۵
Size	-۰/۱۳۴	۰/۰۱۹	-۰/۱۵۰	۰/۰۱۵
Lev	-۰/۱۱۲	۰/۰۲۳	-۰/۱۶۴	۰/۰۱۴
CF	۰/۲۲۶	۰/۰۲۳	۰/۱۹۲	۰/۰۱۷
NWC	-۰/۳۰۰	۰/۳۵۷	-۰/۲۱۹	۰/۲۳۴
Capex	۰/۱۳۴	۰/۰۵۳	۰/۱۱۵	۰/۰۴۲
SaleGrwth	۰/۱۹۹	۰/۲۳۳	۰/۱۴۹	۰/۸۳۴
Div	-۰/۳۰۲	۰/۰۲۶	-۰/۳۱۵	۰/۰۳۸
آماره F فیشر	۴۸۹۷۲		۴۵۵۲۸	
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۵۴۴		۰/۵۳۷	
تعدیل شده				
آماره دوربین واتسون	۲/۰۹۷		۲/۱۲۴	

ملاحظه مقادیر آماره‌های F در این جدول بیانگر معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقادیر آماره دوربین-واتسن نیز حکایت از عدم وجود مشکل خودهمبستگی در میان جملات پسماند دارد. همچنین، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر جنسیت مدیران ارشد (CFO Female) در هر دو مدل مثبت و در سطح خطای ۵ درصد بوده که حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین جنسیت مدیران ارشد و نگاهداشت وجه نقد است. بر این اساس، فرضیه ذخیره احتیاطی پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود و فرضیه نمایندگی در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است که به منظور بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و مقابله با رویدادهای پیش‌بینی نشده آتی نقش محوری دارد. علاوه بر این، نگاهداشت وجه نقد به معنای کاهش وابستگی شرکت به تأمین مالی هزینه‌بر خارجی است. مدیریت بهینه وجه نقد مستلزم اتخاذ بهترین رویه در خصوص نگاهداری وجه نقد است که کسری و مازاد آن با توجه به هزینه‌های تأمین مالی به ایجاد هزینه‌های اضافی برای شرکت‌ها منجر می‌شود. از این رو، مطالعات مختلف صورت گرفته به بررسی عوامل مؤثر بر میزان نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند که یکی از این عوامل، جنسیت مدیران ارشد است. لذا، در پژوهش حاضر تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها با توجه به دو نظریه متضاد ذخیره احتیاطی و نمایندگی بررسی شد. پژوهش حاضر از این حیث اهمیت دارد که در زمره نخستین تحقیقات داخلی است که به بررسی این موضوع پرداخته و از این رو، می‌تواند به توسعه ادبیات حسابداری، مالی و مدیریت در کشورهای در حال توسعه از جمله بازار سرمایه نوظهور ایران کمک شایانی کند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن، وجه نقد بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها نگاهداری می‌کنند. این یافته مطابق با پیش‌بینی نظریه ذخیره احتیاطی است که بیان می‌کند مدیران زن محافظه‌کارتر، خطرگریزتر، دارای حساسیت بیشتر نسبت به خطرات احتمالی و انگیزه احتیاطی قوی‌تری هستند. بنابراین، از آنجا که مدیران ارشد مسئول مدیریت نقدینگی شرکت‌ها و مدیریت ریسک را برعهده دارند، در شرکت‌های دارای مدیران ارشد زن، سیاست‌های نقدی شرکت‌ها محتاط‌تر و خطرگریزتر است و در نتیجه وجه نقد بیشتری را نگاهداری می‌کنند. نتیجه به دست آمده در این تحقیق با یافته‌های پژوهش ادیکاری [۱۶] و ژو و همکاران [۶۲] مبنی بر وجود رابطه مثبت بین جنسیت مدیران ارشد و نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها مطابقت دارد. براساس یافته‌های پژوهش حاضر مبنی بر تأثیر مثبت جنسیت مدیران ارشد بر نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری علاوه بر متغیرهای مالی، به جنسیت مدیران ارشد توجه کنند و آن را به‌عنوان عاملی

مؤثر بر نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند. همچنین، به مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در انتخاب اعضای مدیران ارشد به ترکیب زن و مرد و جنسیت آن‌ها نیز توجه داشته باشند و حداقل امکان از یک عضو زن استفاده کنند. در فرایند انجام دادن پژوهش علمی، شرایطی وجود دارد که خارج از کنترل محقق است، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از محدودیت مهم پژوهش حاضر آن است که مطابق با تحقیقات پیشین، متغیرهای کنترلی متعددی که بر نگاه‌داشت وجه نقد مؤثر بودند در نظر گرفته و در برآورد مدل لحاظ شد. اما همانند سایر پژوهش‌های تجربی در حسابداری، همچنان احتمال وجود متغیرهای مرتبط حذف‌شده وجود دارد که می‌تواند بر تعمیم نتایج تأثیر گذارد. در ادامه، به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود که تأثیر ارتباطات سیاسی بر نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها بررسی شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود که تأثیر جنسیت مدیران ارشد بر سرعت تعدیل نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها مطالعه شود.

منابع

- [۱] افلاطونی، عباس (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگاه‌داشت وجه نقد». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۲، ش ۱، ص ۲۱-۴۰.
- [۲] ایمانی برندق، محمد؛ عبدی، مصطفی؛ کاظمی علوم، مهدی (۱۳۹۶). «بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در کمیته حسابرسی بر حق‌الرحمه حسابرسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصل‌نامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۴، ش ۳، ص ۳۰۳-۳۲۲.
- [۳] بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر؛ محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۳). «رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *دانش حسابداری*، دوره ۳، ش ۱۱، ص ۷-۲۹.
- [۴] بیابانی، سروش؛ گرکز، منصور (۱۳۹۳). «بررسی رابطه بین حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، دوره ۳، ش ۱۲، ص ۶۳-۷۴.
- [۵] جودی، سمیرا؛ منصورفر، غلامرضا؛ دیدار، حمزه (۱۳۹۸). «کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی و نگاه‌داشت وجه نقد: افزایش یا کاهش ارزش شرکت؟». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۶، ش ۱، ص ۳۹-۶۴.
- [۶] خدای پور، احمد؛ امینی‌نیا، میثم؛ فدوی، محمدحسن (۱۳۹۴). «بررسی رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و میزان نگاه‌داشت وجه نقد با لحاظ شرایط محدودیت مالی». *دانش حسابداری مالی*، دوره ۲، ش ۱، ص ۶۷-۸۲.
- [۷] رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ؛ حنجری، سارا (۱۳۸۹). «تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهش‌های حسابداری مالی*، دوره ۲، ش ۴، ص ۱۲۵-۱۴۴.
- [۸] رضائی پیتهنوئی، یاسر؛ صفری گرایلی، مهدی (۱۳۹۷). «ارائه مدل رابطه اعتماد اجتماعی و

- نگه‌داشت وجه نقد: آزمون نظریه‌های ذخیره احتیاطی و نمایندگی»، *دانش حسابداری مالی*، دوره ۵، ش ۴، ص ۴۹-۶۸.
- [۹] سپاسی، سحر؛ عبدلی، لیلا (۱۳۹۴). «تأثیرات حضور زنان در هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت و عملکرد مالی»، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۸، ش ۲۹، ص ۳۹-۵۸.
- [۱۰] سپاسی، سحر؛ عبدلی، لیلا (۱۳۹۵). «تأثیر جنسیت مدیران ارشد شرکت بر محافظه‌کاری شرطی»، *مطالعات اجتماعی روان‌شناختی زنان*، دوره ۱۴، ش ۱، ص ۱۲۹-۱۵۴.
- [۱۱] سرلک، نرگس؛ فرجی، امید؛ ایزدپور، مصطفی؛ جودکی چگنی، زهرا (۱۳۹۷). «بیش‌اعتمادی مدیران و نگاه‌داشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کیفیت حسابرسی»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۵، ش ۲، ص ۱۹۹-۲۱۴.
- [۱۲] صفری گرایلی، مهدی؛ دهقان، فریبا (۱۳۹۶). «کیفیت حسابرسی و ارزش‌گذاری بازار از نگاه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها»، *حسابداری مدیریت*، دوره ۱۰، ش ۳۲، ص ۵۹-۷۰.
- [۱۳] عباس‌زاده، محمدرضا؛ پایدارمنش، نوید؛ خرمی، متینا (۱۳۹۵). «بررسی تأثیر تورم و چرخه عملیاتی شرکت‌ها بر نگاه‌داشت وجه نقد»، *دانش حسابداری مالی*، دوره ۳، ش ۲، ص ۵۳-۶۸.
- [۱۴] قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی (۱۳۹۱). «نگه‌داشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی»، *دانش حسابداری*، دوره ۳، ش ۸، ص ۱۳۱-۱۴۹.
- [15] Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). "Women in the boardroom and their impact on governance and performance", *Journal of Financial Economics*, 94(2), PP 291-309.
- [16] Adhikari, B. K. (2018). "Female executives and corporate cash holdings", *Applied Economics Letters*, 25(13), PP 958-963.
- [17] Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., & Weisbach, M. S. (2014). "Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey", *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), PP 135-162.
- [18] Arun, T.G., Almahrog, Y.E. & Aribi, Z.A. (2015), "Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK Companies", *International Review of Financial Analysis*, 39(May), PP 137-146.
- [19] Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). "Why Do U.S. Firms hold so much more cash than they used to?" *Journal of Finance*, 64(5), PP 1985-2021.
- [20] Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau P. R. (2017). "What doesn't kill you will only make you more risk-loving: Early-life disasters and CEO behavior", *Journal of Finance*, 72, PP 167-206.
- [21] Chauhan, Y., Pathak, R., & Kumar, S. (2018). "Do bank-appointed directors affect corporate cash holding?" *International Review of Economics & Finance*, 53, PP 39-56.
- [22] Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2015). "National culture and corporate cash holdings around the world", *Journal of Banking & Finance*, 50(1), PP 1-18.
- [23] Cheung, A .W. (2016). "Corporate social responsibility and corporate cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, 37, PP 412-430.
- [24] Chireka, T., & Fakoya, M.B. (2017). "The determinants of corporate cash holdings levels: evidence from selected South African retail firms", *Investment Management and Financial Innovations*. 14 (2), PP 79-93.
- [25] Cumming, D. J., Leung, T. Y., & Rui, O. M. (2015). "Gender diversity and securities fraud", *Academy of Management Journal*, 58(5), PP 1572-1593.
- [26] Dittmar, A., & Ran, D. (2016). "Looking in the rearview mirror: The effect of managers' professional experience on corporate financial Policy", *Review of Financial Studies*, 29(3), PP 565-602.

- [27] Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). "International corporate governance and corporate cash holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), PP 111–134.
- [28] Dudley, E., and Zhang, N. (2016). "Trust and corporate cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, 41, PP 363–387.
- [29] El-Mahdy, D.F. (2015), "Female CFOs and Real Earnings Management", Paper presented at the American Accounting Association Annual Meeting, Chicago, PP 7-12 August, available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2494436> (accessed 7 December 2015).
- [30] Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). "CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation", *Journal of Corporate Finance*, 39, PP 193–209.
- [31] Flood, Chris. (2013, SEPTEMBER 28). "UK companies sit on giant piles of cash", *Financial Times*. www.ft.com.
- [32] Francis, B., Hasan I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). "Gender differences in financial reporting decision-making: Evidence from accounting conservatism", *Contemporary Accounting Research*, 32(3), PP 1285–1318.
- [33] Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). "The impact of CFO gender on bank loan contracting", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 28(1), PP 53–78.
- [34] Francis, B., Hasan, I., Wu, Q., & Yan, M. (2014). "Are female CFOs less tax aggressive? Evidence from tax aggressiveness", *The Journal of the American Taxation Association*, 36(2), PP 171–202.
- [35] Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2010). "Corporate leverage, how much do managers really matter? ' Working paper. Hong Kong University of Science & Technology.
- [36] Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). "Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms", *Journal of Financial Economics*, 109(3), PP 623–639.
- [37] Gao, M., Jiang, J., Chen, J., & Liu, Y. (2017). "Gender effect, overconfidence and P2P investor behavior", *Journal of Financial Research*, (11), PP 96–111.
- [38] Garcíaj Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). "Accruals quality and corporate cash holdings", *Science & Research Quarterly of Accounting and Finance*, 49(1), PP 95–115.
- [39] Giacomino, D. E., Mielke, D. (1993). "Cash Flows: Another Approach to Ratio Analysis", *Journal of Accountancy*, 175(3), PP 55–581.
- [40] Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). "Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers", *The Academy of Management Review*, 9(2), PP 193–206.
- [41] Han, S., & Qiu, J. (2007). "Corporate precautionary cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, 13(1), PP 43–57.
- [42] Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2014). "Refinancing risk and cash holdings", *Journal of Finance*, 69(3), PP 975–1012.
- [43] Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). "Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? ' *Journal of Financial Economics*, 108(3), PP 822–839.
- [44] Inci, A. C., Narayanan, M. P., & Seyhun, H. N. (2017). "Gender differences in executives access to information", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 52(3), PP 1–26.
- [45] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 03(4), PP 305– 360.
- [46] Jiang, J., Petroni, K. R., & Wang, I. Y. (2010). "CFOs and CEOs: Who have

- the most influence on earnings management? ' *Journal of Financial Economics*, 96(3), PP 513–526.
- [47] Jurkus, A. F., Park, J. C., & Woodard, L. S. (2011). "Women in top management and agency costs", *Journal of Business Research*, 64(2), PP 180–186.
- [48] Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems", *Review of Financial Studies*, 20(4), PP 1087– 1112.
- [49] Kim, C.-S., Mauer, D.C., & Sherman, A.E. (1998). "The determinants of corporate liquidity: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), PP 305–334.
- [50] Kuan, T. H., Li, C. S., & Liu, C. C. (2012). "Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach", *International Review of Economics & Finance*, 24, PP 303–314.
- [51] Li, X., Wang, S. S., and Wang, X. (2017). "Trust and stock price crash risk: Evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, 76: PP 74 –91.
- [52] Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). "Do women directors improve firm performance in China?" *Journal of Corporate Finance*, 28, PP 169–184.
- [53] Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2016). "CFO gender and earnings management: Evidence from China", *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 46(4), PP 881–905.
- [54] 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), PP 187–221.
- [55] Nasution, D., Jonnergård, K. (2017) "Do auditor and CFO gender matter to earnings quality? Evidence from Sweden", *Gender in Management: An International Journal*, Vol. 32 Issue: 5, pp 330-351.
- [56] Nikolov, B., & Whited, T. (2011). "Agency conflicts and cash, Estimates from a structural model", Working paper. University of Lausanne.
- [57] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, 11(52), PP 3– 46.
- [58] Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking and Finance*, 28, PP 2103– 2134.
- [59] Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2015). "Are female CEOs and chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis", *Journal of Business Ethics*, 131(3), PP 577–594.
- [60] Peni, E., & Vähämaa, S. (2010). "Female executives and earnings management", *Managerial Finance*, 36(7), PP 629–645.
- [61] Sun, Q., Yung, K., & Rahman, H. (2012). "Earnings quality and corporate cash holdings", *Accounting & Finance*, 52(2), PP 543–571.
- [62] Xu, Xixiong & Li, Wanli & Li, Yaoqin & Liu, Xing, 2019. "Female CFOs and corporate cash holdings: Precautionary motive or agency motive?", *International Review of Economics & Finance, Elsevier*, vol. 63(C), PP 434-454.
- [63] Yung, K., & Nafar, N. A. (2014). "Creditor rights and corporate cash holdings: International evidence", *International Review of Economics & Finance*, 33, PP 111–127.
- [64] Zeng, S., & Wang, L. (2015). "CEO gender and corporate cash holdings: Are female CEOs more conservative?", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22(4), PP 449–474.