

تأثیر بهره‌وری سرمایه انسانی بر نگهداشت وجوه نقد: آزمون‌های نظریه ذینفعان

حامد ریاضی

دانش آموخته مقطع دکتری تخصصی رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران
hamyas15@gmail.com

حمیدرضا کردلویی

دانشیار رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
Hamidreza.kordlouie@gmail.com

هاشم نیکومرام

استاد رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران
nikoomaram@srbiau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۳/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۴/۰۱

چکیده

مطالعات در حوزه مدیریت وجوه نقد عمدتاً در چارچوب نظریه‌هایی چون نظریه مبادله‌ای، سلسله‌مراتبی و جریان نقد آزاد انجام شده است. تحلیل گران و استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، سطح نگهداشت وجوه نقد را نشانه‌ای از سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آن می‌دانند. طبق متون مالی، وجوه نقد و جریان‌های نقدی در تصمیم‌گیری‌های مالی نقشی اساسی دارند. هدف این مقاله آن است تا بر اساس مفاهیم نظریه ذینفعان، نظریه‌ای دیگر را به نظریه‌های مدیریت وجوه نقد اضافه نماید. مطابق با نظریه ذینفعان، مسئولیت‌پذیری شرکت در قبال کارکنان و بهبود بهره‌وری آن‌ها، می‌تواند بر سیاست‌های مالی شرکت از جمله نگهداشت وجوه نقد تأثیرگذار باشد. پژوهش حاضر، از نظر هدف یک تحقیق کاربردی و هم‌چنین از نظر ماهیت یک پژوهش توصیفی از نوع همبستگی است و دوره زمانی پژوهش نیز از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۷ می‌باشد. یافته‌های این مقاله نشان می‌دهد که بهره‌وری سرمایه انسانی رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با سطح نگهداشت وجوه نقد دارد، یعنی با افزایش بهره‌وری در سطح نیروی انسانی شرکت‌ها تمایل بیشتری به نگهداری وجوه نقد دارند.

واژه‌های کلیدی: بهره‌وری سرمایه انسانی، نگهداشت وجوه نقد، نظریه ذینفعان.

۱- مقدمه

ثروت را برای سهامداران شرکت فراهم می آورند. بنابراین تامین منافع و رفاه آن از وظایف اصلی مدیران شرکت در راستای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت است (گالی^۱ و همکاران، ۲۰۱۵). توجه به منابع انسانی از این جهت دارای اهمیت است که آن عاملی مهم در ایجاد رقابت و در نتیجه سودآوری شرکت است. مطالعات نشان داده اند شرکت هایی که رفاه بیشتری برای کارکنان خود فراهم می آورند، بهره وری کارکنان و در نتیجه مزیت رقابتی بالاتری دارند. این موضوع باعث می شود تا ثروت سهامداران نیز افزایش یابد (گالی و همکاران، ۲۰۱۵؛ ادمنز^۲، ۲۰۱۱). بنابراین، واحدهای تجاری برای ایفای تعهدات خود در قبال کارکنان در راستای ارتقای بهره وری آن ها باید شرایط کاری مناسب، مزایای شغلی، طرحهای بازنشستگی و حقوق مناسب را برای آن ها فراهم نماید. این امر نیز مستلزم نگهداشت و انباشت وجوه نقد کافی در سطحی بهینه و مناسب است. از این رو، هدف اصلی این پژوهش آن است تا نقش سرمایه انسانی را سطح نگهداشت وجوه نقد بررسی بررسی نماید. هم چنین این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که تا چه اندازه سطح نگهداشت وجوه نقد شرکت ها، متأثر از بهره وری سرمایه انسانی است؟ دستاوردها و ارزش افزوده علمی این مقاله را می توان به شرح زیر برشمرد:

اول این که این مقاله می تواند موجب بسط و گسترش نظریه های مرتبط با نگهداشت وجوه نقد شود. دوم آن که نتایج و یافته های پژوهش به عنوان یک دستاورد علمی می تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار دانشجویان، استادان و پژوهشگران حسابداری و امور مالی قرار دهد و موجب بسط مبانی نظری پژوهش های رفتاری در حسابداری و مدیریت مالی شود. سوم این که نتایج این پژوهش می تواند پیشنهادهایی را برای انجام تحقیقات آتی در اختیار پژوهشگران قرار دهد. در ادامه مقاله مبانی نظری، روش شناسی و یافته های پژوهش ارائه می شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- نظریه ذینفعان

ذینفعان، اشخاص و گروه هایی هستند ضمن آن که از دستاوردها و عملکرد واحد تجاری تاثیر می پذیرند، می توانند بر چشم انداز و مأموریت آن واحد تجاری نیز تاثیرگذار باشند و ادعاها و انتظاراتی از عملکرد آن داشته باشند. این نظریه عنوان می کند که ذینفعان نسبت به فعالیت واحدهای تجاری ذیحق و ذینفع هستند. براین اساس، مدیریت باید واحد تجاری را در جهت

وجوه نقد از منابع مهم واحدهای تجاری است. تحلیل گران و استفاده کنندگان صورت های مالی، سطح نگهداشت وجوه نقد را نشانه ای از سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آن می دانند. طبق متون مالی، وجوه نقد و جریان های نقدی در تصمیم گیری های مالی نقشی اساسی دارند. پژوهش های انجام شده در این زمینه نشان می دهند که عوامل متعددی بر نگهداشت وجه نقد از جمله فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریانات نقدی عملیاتی، میزان خالص سرمایه در گردش، بدهی های بلندمدت، اندازه شرکت و سودخالص تاثیرگذار هستند (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). هم چنین دیگر یافته های پژوهش ها درباره سطح نگهداشت وجه نقد حاکی از آن است که کیفیت سود رابطه ای معنی دار با سطح نگهداشت وجه نقد دارد و توانایی مدیران این رابطه را تحت تاثیر خود قرار می دهد (کیقبادی و هوشنگی، ۱۳۹۸). نتایج پژوهش های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی نیز نشان می دهد که شاخص های حاکمیت شرکتی نظیر اندازه هیأت مدیره، درصد مالکیت سهامداران نهادی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت دارند (فتحی و رحیم پور، ۱۳۹۴). با توجه به آن چه که اشاره شد، بیشتر پژوهش های انجام شده در حوزه نگهداشت وجوه نقد، عوامل تعیین کننده نگهداشت وجوه نقد را بر اساس سه نظریه مبادله ای، سلسله مراتبی و جریان نقد آزاد مورد مطالعه و بررسی قرار داده اند. در نظریه مبادله ای سطح بهینه وجوه نقد بر اساس تحلیل منفعت - هزینه توسط مدیریت شرکت تعیین می شود. نظریه سلسله مراتبی شرکت بر این نکته تاکید دارد که در تامین وجوه نقد باید بیشتر به منابع داخلی توجه شود تا منابع خارجی. به عبارت دیگر، مدیریت باید منابع داخلی شرکت را بر منابع خارجی ترجیح و در اولویت برای انباشت وجوه نقد قرار دهد. اما نظریه جریان نقد آزاد به وجود تضاد منافع میان مدیران واحد تجاری و سهامداران تاکید دارد. در این نظریه، هدف مدیران از انباشت و نگهداری وجوه نقد آن است تا به واسطه آن، منابع تحت کنترل خود را افزایش داده تا قدرت و اختیار بیشتری در سرمایه گذاری های شرکت داشته باشند (ملکیان و سلیمانی، ۱۳۹۴).

در پژوهش حاضر، نویسندگان مقاله سعی دارند تا بر اساس نظریه ذینفعان تاثیر بهره وری سرمایه انسانی را بر سطح نگهداشت وجوه نقد بررسی نمایند. طبق این نظریه، کارکنان به عنوان نیروی انسانی شرکت یکی از مهم ترین ذینفعان شرکت محسوب می شوند. کارکنان با کار و تلاش خود سودآوری و

² Edmans¹ Ghaly

چنین دریافتند که با افزایش ترک شغل کارکنان این ارتباط نیز شدیدتر می‌شود. دووس و رحمان (۲۰۱۸) تایید کردند که رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری میان ریسک بیکاری و نگهداشت وجوه نقد وجود دارد. آن‌ها دریافتند هر گاه ریسک بیکاری کاهش یابد، میزان وجوه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها نیز کاهش خواهد یافت. هم‌چنین شواهد پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که در صنایع کاربر و صنایع با حقوق و مزایای پایین، نگهداشت وجوه نقد بالا است. هم‌چنین هی (۲۰۱۸) استدلال می‌کند شرکت‌هایی که نیروی انسانی با بهره‌وری بالا دارند، همیشه این احتمال وجود دارد که نیروی انسانی رابطه خود را با شرکت قطع نمایند. این موضوع باعث می‌شود تا توان رقابتی شرکت کاهش یافته و در نتیجه شرکت در معرض ریسک جریان نقدی باشد. از این رو، شرکت‌ها برای رفع این مشکل باید وجه نقد بیشتری را انباشت و نگهداری کنند.

گالی و همکاران (۲۰۱۷) ادعان می‌کنند شرکت‌هایی که به نیروی انسانی ماهر وابسته بوده و انعطاف‌پذیری کمی در برابر تعدیل تقاضاهای کارکنان دارند، وجوه نقد احتیاطی بیشتری را نگهداری می‌کنند. شواهد پژوهش آن‌ها تایید می‌کند با توجه به سطح تعدیل نیروی انسانی و هزینه‌های مرتبط با آن، میزان نگهداشت وجوه نقد از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت خواهد بود. چنگ و شیم (۲۰۱۷) نیز نشان دادند در شرکت‌هایی که نیروی انسانی بالایی دارند، رابطه‌ی منفی و معنی‌داری بین نسبت اعتبارات کوتاه مدت به وجوه نقد با شاخص رفاه کارکنان وجود دارد. آن‌ها پیشنهاد می‌دهند که مدیران صنایع کاربر سیاست‌های نقدی محافظه‌کارانه‌ای را برای حمایت از نیروی انسانی اتخاذ نمایند. شواهد پژوهش چانگ (۲۰۱۶) بیانگر آن است که مسئولیت‌پذیری شرکت در قبال کارکنان تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سطح نگهداشت وجوه نقد دارد. زیرا این دسته از شرکت‌ها برای تأمین رفاه کارکنان و سایر ذینفعان باید وجه نقد بیشتری در اختیار داشته باشند. گالی و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه‌ی دیگر تأثیر شاخص مهارت کارکنان بر سطح نگهداشت وجوه نقد را بررسی و به این نتیجه رسیدند که بین رفاه کارکنان و سطح نگهداشت وجوه نقد رابطه‌ی مستقیم وجود دارد. به عقیده آن‌ها فراهم آوردن رفاه بیشتر برای کارکنان موجب افزایش بهره‌وری شرکت و بهبود توان رقابت و سودآوری شرکت می‌شود و این موضوع، جریان‌های نقدی شرکت را افزایش خواهد داد. آتیگ و کلیبر (۲۰۱۴) نشان دادند سرمایه‌گذاری شرکت در نیروی انسانی و افزایش بهره‌وری آن‌ها، توان رقابت

حداکثر کردن منافع همه ذینفعان اداره نماید. به عبارت دیگر، در این دیدگاه، واحد تجاری به عنوان مکانیزمی برای افزایش بازده مالی سهامداران و وسیله‌ای برای هماهنگی منافع سایر ذینفعان بوده و مدیریت واحد تجاری نیز امانتدار منافع سهامداران و همه ذینفعان است. براساس نظریه ذینفعان، مدیریت باید میان منافع سهامداران و منافع سایر ذینفعان سازمان، ملاحظات یکسانی داشته باشد، به خصوص زمانی که میان منافع آنها تضاد وجود دارد. مدیریت باید سعی نماید که این تضادها را کاهش و تعادلی مطلوب میان آنها ایجاد نماید (نیکومرام و بنی‌مهد، ۱۳۸۷).

طبق نظریه ذینفعان، سیاست‌های مالی شرکت به رابطه شرکت با ذینفعان به ویژه کارکنان آن‌ها وابسته است. شرکت‌ها باید به کارکنان خود این اطمینان را بدهند که شرایط کاری مناسب، حقوق و مزایای مناسب، امنیت شغلی، پیشرفت شغلی و مزایای بازنشستگی مناسبی را فراهم می‌نمایند. (کرنل و شپیرو^۱، ۱۹۸۷). مطابق نظریه ذینفعان، یکی از روش‌های بهبود عملکرد شرکت، حمایت از کارکنان در راستای بهبود بهره‌وری آنان می‌باشد. برآورده کردن نیازهای اساسی کارکنان باعث خواهد شد تا کارکنان به عنوان سرمایه انسانی ارزشمند، تلاش نوآورانه بیشتری در راستای بهبود عملکرد و ارتقای کیفیت محصولات به عمل آورند، این خود باعث می‌شود تا توان رقابت شرکت در بازار محصول افزایش یابد و در نتیجه این موضوع می‌تواند بر جریان‌های نقدی و سطح نگهداشت وجوه نقد اثر مثبتی داشته باشد (ژانگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۴؛ لاور^۳، ۲۰۰۸).

۲-۲- پیشینه پژوهش

چنگ و تنگ (۲۰۲۱) دریافتند با افزایش سطح نگهداشت وجوه نقد، بهره‌وری کل شرکت افزایش می‌یابد. آن‌ها هم‌چنین نشان دادند هر گاه شرکت‌ها وجوه نقد و بانک را در مخارج تحقیق و توسعه سرمایه‌گذاری کنند؛ آنگاه این موضوع باعث افزایش بهره‌وری خواهد شد. مارویک و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند بین سرمایه‌سازمانی و سطح نگهداشت وجوه نقد شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌دار و مثبت برقرار است. هم‌چنین آن‌ها نشان دادند تأثیر سرمایه‌سازمانی بر سطح نگهداشت وجوه نقد در شرکت‌هایی بیشتر است که دارای محدودیت‌های مالی و ریسک جریان نقدی هستند. کاریز و همکاران (۲۰۲۰) در بررسی ارتباط میان قانون حمایت از کارکنان و نگهداشت کارکنان نشان دادند که ارتباط مثبت و معنی‌داری بین این قانون و نگهداشت وجوه نقد شرکت‌ها وجود دارد. آن‌ها هم

³ Lawler

¹ Cornell and Shapiro

² Zhang

ماهر، احتمال قطع همکاری و ترک شغل این کارکنان را افزایش می دهد. این موضوع ممکن است توان رقابتی و سودآوری شرکت کاهش و در نتیجه شرکت در معرض ریسک جریان نقدی باشد. از این رو، شرکت ها برای رفع این مشکل باید وجه نقد بیشتری را انباشت و نگهداری کنند (گالی و همکاران، ۲۰۱۷؛ و هی، ۲۰۱۸). هم چنین نتایج و شواهد نشان می دهد که با افزایش بهره وری نیروی انسانی، توان رقابتی و سودآوری شرکت افزایش و در نتیجه وجه نقد شرکت نیز افزایش خواهد یافت (گالی و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین با توجه به این شواهد نظری، می توان فرضیه پژوهش را به صورت زیر تدوین نمود:

فرضیه پژوهش: بهره وری نیروی انسانی رابطه ای مثبت و معنی دار با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، از نظر هدف یک تحقیق کاربردی و هم چنین از نظر ماهیت یک پژوهش توصیفی از نوع همبستگی است. از آنجایی که داده های پژوهش در یک محیط واقعی یعنی شرکت های پذیرفته شده در بورس گردآوری شده است، پژوهش حاضر را می توان یک پژوهش میدانی نیز محسوب نمود. دوره زمانی پژوهش نیز از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۷ می باشد. هم چنین جدول شماره ۱ نحوه انتخاب نمونه آماری را نشان می دهد.

جدول شماره ۱: نحوه انتخاب شرکت های نمونه پژوهش

۴۸۸	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس در معیارها:
(۱۷۰)	تعداد شرکت هایی که بطور مستمر در قلمرو
(۳۴)	تعداد شرکت هایی که بعد از سال ۸۹ در بورس
(۵۰)	تعداد شرکت هایی که جزهلدینگ، سرمایه
(۵۲)	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی تحقیق
(۱۴)	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی تحقیق
۱۶۸	تعداد شرکت های نمونه

به منظور آزمون فرضیه پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه به شیوه حداقل مربعات استفاده شده است. مدل پژوهش نیز به صورت رابطه شماره ۱ می باشد.

رابطه شماره ۱:

$$\text{Cash}_{it} = a_0 + a_1 \text{HP}_{it} + a_2 \text{Size}_{it} + a_3 \text{Cfo}_{it} + a_4 \text{Lev}_{it} + a_5 \text{OExp}_{it} + a_6 \text{Roa}_{it} + a_7 \text{Cap.Exp}_{it} + a_8 \text{Loss}_{it} + a_9 \text{Industry} + a_{10} \text{Year} + \lambda$$

نحوه اندازه گیری هریک از متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

Cash_{it} = متغیر وابسته، عبارت است از نسبت جوه نقد و بانک به جمع دارایی های شرکت i در دوره t .

HP_{it} = متغیر مستقل، عبارت است از بهره وری سرمایه انسانی، که عبارت است از نسبت فروش به تعداد کل کارکنان شرکت

و سودآوری شرکت را افزایش می دهد، این موضوع باعث خواهد شد تا شرکت جریان های نقدی آتی را هموارسازی و ریسک جریان نقدی کاهش یابد. بنابراین، محدودیت های مالی نیز کاهش می یابد و شرکت ها تمایل کمی به نگهداری وجه نقد خواهند داشت.

متین فرد و همکاران (۱۳۹۹) طی پژوهشی نشان دادند نااطمینانی سیاسی بر سطح نگهداشت وجوه نقد تاثیر معنی داری دارد. به بیان دیگر، شواهد پژوهش آن ها تایید می نماید که در سال های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری، سطح نگهداشت وجوه نقد در شرکت ها کاهش یافته است. هم چنین آن ها نشان دادند اندازه شرکت، نسبت سودآوری، جریان نقد عملیاتی، نسبت بدهی به دارایی از جمله عوامل مهم و تاثیر گذار بر سطح نگهداشت وجوه نقد شرکت است. احمدی زاده و امیر بیگی لنگرودی (۱۳۹۹) دریافتند رابطه ای معنی دار میان سطح نگهداشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت های بخش مالی به شرکت های بخش غیر مالی وجود دارد. آن ها هم چنین نشان دادند که نسبت اهرمی، اندازه شرکت از جمله عوامل تاثیر گذار بر سطح وجوه نقد شرکت هستند. حسینی و زند (۱۳۹۸) طی پژوهشی نشان دادند مدیریت سود واقعی تاثیر معنی دار و منفی بر سطح نگهداشت وجوه نقد دارد. به عقیده آن ها این موضوع می تواند تضاد منافع میان مدیران شرکت و سهامداران را افزایش دهد.

کاشانی پور و محمدی (۱۳۹۶) نشان دادند رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود دارد. همچنین، شواهد آن ها بیانگر آن است که بیش اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان های نقدی عملیاتی جاری را در شرکت ذخیره می کنند. نتایج پژوهش آن ها تایید می نماید اندازه شرکت، نسبت سودآوری، نسبت بدهی به دارایی تاثیر معنی داری بر نگهداشت وجوه نقد دارند.

۳- فرضیه پژوهش

به طور خلاصه بر اساس آن چه که در مبانی نظری پژوهش گفته شد، می توان استدلال نمود که برنامه های شرکت درباره مزایای رفاهی کارکنان و هم چنین نیروی انسانی با بهره وری بالا می تواند بر سیاست های مالی اتخاذ شده از سوی شرکتها، از جمله سطح نگهداشت وجه نقد موثر باشد. از لحاظ تئوریک، شرکت هایی که نیروی انسانی ماهر و با بهره وری بالا دارند، توان و انعطاف پذیری کمتری در مقابل درخواست های کارکنان خود دارند. به بیان دیگر، عدم توجه شرکت به تامین مزایای کارکنان

شرکت i در دوره t . سپس میانه آن در سطح تمام مشاهدات (سال-شرکت) محاسبه می‌شود. سپس مشاهداتی که بالای میانه قرار دارند عدد یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود. این شیوه اندازه‌گیری در پژوهش‌های قبلی از جمله تحقیق کاپلان و نورتون^۱ (۱۹۹۵) و واگنر^۲ (۲۰۰۲) و بلورگی^۳ و همکاران (۲۰۰۶) استفاده شده است. متغیرهای کنترل نیز به صورت اندازه‌گیری و مورد سنجش قرار می‌گیرند:

$Size_{it}$ = عبارت است از اندازه شرکت (لگاریتم ارزش دفتری داراییهای شرکت i در دوره t).

Cfo_{it} = عبارت است از جریان نقد عملیاتی (نسبت جریان نقد عملیاتی به کل داراییهای شرکت i در دوره t).

Lev_{it} = عبارت است از اهرم مالی (نسبت جمع بدهیها به جمع کل داراییهای شرکت i در دوره t).

$OExp_{it}$ = عبارت است از نسبت هزینه‌های عملیاتی به جمع دارایی‌های شرکت i در دوره t .

Roa_{it} = عبارت است از نرخ بازده دارایی (نسبت سود خالص به ارزش دفتری داراییهای شرکت i در دوره t).

$Cap.Exp_{it}$ = عبارت است از مخارج سرمایه‌ای (تغییرات دوره‌ای در داراییهای غیر جاری در شرکت i در دوره t).

$Loss_{it}$ = چنانچه شرکت i در دوره t متحمل زیان شده باشد برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر خواهد بود.

دلیل انتخاب متغیرهای کنترل آن است که در پژوهش‌های مختلف از جمله پژوهش‌های ذکر شده در پیشینه پژوهش از آن‌ها به عنوان متغیر کنترل استفاده شده است.

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

آماره میانگین در ارتباط با متغیر وابسته نشان می‌دهد که میزان وجه نقد نگهداری شده توسط شرکتهای نمونه ۰.۰۴ ارزش دفتری کل داراییهای آنها می‌باشد. آماره میانگین در ارتباط با متغیر جریان نقد عملیاتی نیز نشان می‌دهد که بطور میانگین میزان جریان نقد عملیاتی شرکتهای نمونه ۱۱ درصد ارزش دفتری داراییهای این شرکتهای می‌باشد. آماره میانگین در ارتباط با متغیر نسبت بدهی به جمع دارایی‌ها نشان می‌دهد که بطور متوسط شرکتهای نمونه پژوهش ۶۲ درصد از ارزش دفتری داراییهای خود را مقروض می‌باشند. آماره میانگین در ارتباط با متغیر بازده دارایی‌ها نشان می‌دهد که بطور میانگین میزان سودآوری شرکتهای ایرانی ۹ درصد ارزش دفتری داراییهای آنها بوده است. آماره میانگین در ارتباط با متغیر زیان دهی شرکت بیانگر آن است که ۱۳ درصد از شرکتهای نمونه در دوره زمانی تحقیق متحمل زیان شده‌اند.

جدول ۲: آمار توصیفی برای متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف استاندارد	تعداد مشاهدات
سطح نگهداشت وجه نقد	0,040	0,026	0,461	0,000	0,044	1512
متغیر مصنوعی سرمایه انسانی	0,500	0,500	1,000	0,000	0,500	1512
اندازه شرکت	13,88	13,73	19,374	10,031	1,465	1512
نسبت جریان نقد عملیاتی	0,117	0,101	0,823	-0,460	0,136	1512
نسبت بدهی	0,623	0,623	0,912	0,090	0,244	1512
نسبت دارایی جاری به کل دارایی	0,657	0,691	0,876	0,111	0,194	1512
نسبت هزینه‌های عملیاتی	0,345	0,351	0,516	0,045	0,129	1512
مخارج سرمایه‌ای	0,262	0,246	0,838	-0,268	0,194	1512
نرخ بازده دارایی	0,096	0,083	0,627	-0,563	0,136	1512
متغیر مصنوعی زیان ده بودن شرکت	0,132	0,000	1,000	0,000	0,338	1512

³ Belorgey

¹ Kaplan and Norton

² Wagner

۵-۲- آزمون فرضیه پژوهش

هم چنین به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد هادری استفاده شده است. با توجه به جدول شماره ۲ سطح معنی داری آماره Z آزمون هادری، برای تمام متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد می باشد. این موضوع نشان می دهد که مشکل ریشه واحد برای هیچ یک از متغیرها وجود نداشته و می توان ادعا نمود که تمام متغیرها مورد استفاده در مدل پژوهش در بازه زمانی تحقیق، مانا هستند.

قبل از آزمون فرضیه، ابتدا آزمون F لیمر انجام شد. مقدار این آماره برابر ۱۱/۶۸ و سطح معنی داری آن برابر صفر و کمتر از ۵ درصد است. بنابراین روش مناسب برای برآورد مدل پژوهش، روش پانل می باشد. هم چنین آماره کای دو در آزمون هاسمن نیز برابر ۵۰/۸۶ و سطح معنی دار آن نیز برابر صفر و کمتر از ۵ درصد می باشد. این موضوع بیانگر آن است که روش نهایی برای برآورد مدل پژوهش، روش پانل-اثرات ثابت می باشد.

جدول شماره ۲: بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	مقایسه با ۵ درصد	سطح معنی داری	آماره Z	نماد	متغیر
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	8.92	Cash	سطح نگهداشت وجه نقد
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	13.12	HP	بهره وری سرمایه انسانی
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	20.79	SIZE	اندازه شرکت
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	11.63	Cfo	نسبت جریان نقد عملیاتی
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	16.54	Lev	نسبت بدهی
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	14.09	OExp	نسبت هزینه های عملیاتی
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	13.98	Cap.Exp	مخارج سرمایه ای
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	13.22	ROA	نرخ بازده دارایی
متغیر مانا است	کوچکتر	0.00	7.96	LOSS	زیان ده بودن شرکت

نتایج جدول شماره ۳ نیز بیانگر آن است که میان متغیرهای توضیحی مدل پژوهش، خود همبستگی شدید وجود ندارد. بنابراین پیش فرض عدم وجود همبستگی شدید میان متغیرهای توضیحی مدل پژوهش تایید می شود.

جدول شماره ۳: خود همبستگی میان متغیرهای توضیحی

متغیر	HP	SIZE	CFO	LEV	OExp	Cap.Exp	ROA	LOSS
HP	1,00							
سطح معنی داری	-----							
SIZE	0,37	1,00						
سطح معنی داری	0,00	-----						
CFO	0,05	0,07	1,00					
سطح معنی داری	0,07	0,01	-----					
LEV	0,12	0,10	-0,24	1,00				
سطح معنی داری	0,00	0,00	0,00	-----				
OExp	-0,03	-0,13	-0,01	0,22	1,00			
سطح معنی داری	0,26	0,00	0,76	0,00	-----			
Cap.Exp	0,03	0,14	0,20	-0,34	-0,15	1,00		
سطح معنی داری	0,18	0,00	0,00	0,00	0,00	-----		
ROA	-0,02	0,07	0,47	-0,55	-0,15	0,14	1,00	
سطح معنی داری	0,40	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	-----	
LOSS	0,07	-0,04	-0,18	0,39	0,02	-0,08	-0,57	1,00
سطح معنی داری	0,01	0,10	0,00	0,00	0,54	0,00	0,00	-----

صفر و کمتر از ۵ درصد است. از این رو، با سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان فرضیه پژوهش را تایید نمود. هم چنین نتایج این جدول نشان می‌دهد متغیرهای نسبت بدهی، مخارج سرمایه‌ای، نرخ بازده دارایی و زیان ده بودن شرکت رابطه‌ای معنی‌دار با متغیر وابسته یعنی نگهداشت وجوه نقد دارند. اما از آنجایی که سطح معنی‌داری متغیرهای اندازه شرکت، نسبت جریان نقد عملیاتی و نسبت هزینه‌های عملیاتی بیش از ۵ درصد است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا نمود که در این پژوهش، متغیرهای مذکور رابطه‌ای معنی‌دار با سطح نگهداشت وجوه نقد ندارند.

در پژوهش حاضر، به منظور بررسی نرمال بودن داده‌های مربوط به متغیرهای وابسته تحقیق از آزمون جارکو-برا استفاده شده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد که آماره جارکو-برا برابر ۳/۲۶۴ و سطح معنی‌داری آن برابر ۱۹/۵ درصد و بزرگ‌تر از ۵ درصد است. بنابراین می‌توان گفت که توزیع متغیر وابسته نرمال است.

نتایج آزمون فرضیه نیز در جدول شماره ۴ گزارش شده است. شواهد این جدول نشان می‌دهد که متغیر مستقل بهره‌وری سرمایه انسانی، رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با نگهداشت وجوه نقد دارد. زیرا سطح معنی‌داری آماره t این متغیر برابر

جدول ۴: آزمون فرضیه پژوهش

متغیر	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	3,129	0,050	62,809	0,000
بهره‌وری سرمایه انسانی	0,216	0,035	6,259	0,000
اندازه شرکت	0,006	0,005	1,135	0,256
نسبت جریان نقد عملیاتی	0,010	0,010	1,033	0,302
نسبت بدهی	-2,056	0,031	-66,852	0,000
نسبت هزینه‌های عملیاتی	-0,002	0,004	-0,509	0,611
مخارج سرمایه‌ای	-1,927	0,050	-38,841	0,000
نرخ بازده دارایی	0,115	0,047	2,458	0,014
زیان ده بودن شرکت	-0,049	0,008	-6,081	0,000
آماره F	۱۲.۴			0,000
ضریب تعیین تعدیل شده = ۰.۴۶		آماره دوربین واتسن = ۱.۸۷		

۶- بحث و نتیجه‌گیری

این مقاله تأثیر بهره‌وری سرمایه انسانی را بر سطح نگهداشت وجوه نقد را بر اساس نظریه ذینفعان مورد بررسی و آزمون قرار می‌دهد. طبق این نظریه، حمایت از کارکنان در راستای بهبود بهره‌وری آنان می‌تواند بر سیاست‌های مالی شرکت از جمله نگهداشت وجوه نقد تأثیر گذار باشد. یافته‌های این مقاله هم در تایید فرضیه مذکور نشان می‌دهد که بهره‌وری سرمایه انسانی رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با سطح نگهداشت وجوه نقد دارد. به عبارت دیگر با افزایش بهره‌وری در سطح نیروی انسانی شرکت‌ها تمایل بیشتری به نگهداری وجوه نقد دارند. شواهد پژوهش حاضر با نتایج پژوهش گالی و همکاران (۲۰۱۷) و چانگ (۲۰۱۶) مطابقت دارد. به عقیده آن‌ها با افزایش بهره‌وری نیروی انسانی، شرکت‌ها وجوه نقد احتیاطی بیشتری را نگهداری می‌کنند تا بتوانند انتظارات و رفاه کارکنان خود را برآورده نمایند. هم چنین نتایج پژوهش حاضر با نتیجه تحقیق آتیگ و کلیبر (۲۰۱۴) یکسان نیست. آن‌ها دریافتند که افزایش در

بهره‌وری نیروی انسانی، توان رقابت و سودآوری شرکت را افزایش می‌دهد. این موضوع باعث خواهد شد تا محدودیت‌های مالی کاهش و شرکت‌ها تمایل کمی به نگهداری وجوه نقد داشته باشند.

شواهد این پژوهش تایید می‌نماید که مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها در برابر نیروی انسانی و بهبود بهره‌وری آن‌ها می‌تواند عاملی مهم در سیاست‌های مدیریت وجوه نقد باشد. به نظر نویسندگان، دستاوردهای علمی و مهم این مقاله بسط و گسترش نظریه‌های مدیریت وجوه نقد است. بر اساس آن چه که قبلاً گفته شد، بیشتر پژوهش‌های انجام شده در حوزه نگهداشت وجوه نقد، عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجوه نقد را بر اساس سه نظریه مبادله‌ای، سلسله‌مراتبی و جریان نقد آزاد مورد مطالعه و بررسی قرار داده‌اند. اما در این مقاله نشان داده شد که نظریه ذینفعان هم می‌تواند به عنوان نظریه چهارم، در تحلیل مدیریت وجوه نقد مورد استفاده قرار گیرد. طبق این نظریه، با توجه به نیازهای مادی کارکنان و افزایش رفاه کارکنان

* فتیحی، سعید و رحیم پور، محبوبه. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر سازوکارهای کنترلی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۹، صص ۵۷ الی ۷۵

* متین فرد، مهران؛ اولی، محمدرضا؛ میناب مریم. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر ناطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجوه نقد، دانش حسابداری، ۱۱(۱): ۱۱۳-۱۳۴

* ملکیان، اسفندیار و سلیمانی، رسول. (۱۳۹۴). رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۸، صص ۵۵ الی ۷۱

* نیکومرام، هاشم و بنی مهد، بهمن. (۱۳۸۷). تئوری حسابداری (مقدمه‌ای بر تئوری‌های توصیفی) انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، چاپ اول، صص ۱۱۷ تا ۱۱۸

- * Attig, N., Cleary, S. (2014). Organizational capital and investment-cash flow sensitivity: The effect of management quality practices. *Financial Management*, 43(3), 473-504.
- * Belorgey, N., Lecat, R. and Maury, T.-P. (2006) 'Determinants of productivity per employee: An empirical estimation using panel data', *Economics Letters*, 91(2), pp. 153-157.
- * Chang, C., Tang, H., (2021) Corporate cash holdings and total factor productivity – A global analysis, *North American Journal of Economics & Finance*, Vol. 55(1): 1-55
- * Chang, K., H. Shim. 2017.: Employee treatment and the choice of liquidity: lines of credit versus cash holdings, *Applied Economics Letters*, vol. 24(18): 1294-1297,
- * Cheung, A. (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430
- * Cornell, B. and Shapiro, A. C. (1987) 'Corporate stakeholders and corporate finance', *Financial management*, pp. 5-14.
- * Devos, E., 2018. Labor unemployment insurance and firm cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 49(2): 15-31
- * Edmans, A. (2011) 'Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices', *Journal of Financial Economics*, 101(3), pp. 621-640.
- * Ghaly, M., Anh Dang, V., Stathopoulos, K. (2017) Cash Holdings and Labor Heterogeneity: The Role of Skilled Labor *Review of Financial Studies* 30(10): 36-68
- * Ghaly, M., Anh Dang, V., Stathopoulos, K., (2015) Cash holdings and labor heterogeneity: the role of skilled labor, *The Review of Financial Studies* 30(10), 3636-3668
- * He, Z. (2018). Money held for moving stars: Talent competitions and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 51, 210-234.

می توان بهره وری کارکنان شرکت را افزایش داد. بهره وری افزایش یافته کارکنان موجب ارتقای سودآوری و جریان های نقدی شرکت خواهد شد. این مهم در نهایت تضاد منافع میان کارکنان و سهامداران و یا تضاد منافع میان مدیران و کارکنان را کاهش خواهد داد. نتایج این مقاله روشن می سازد که بهره وری و نگهداشت وجوه نقد با هم مرتبط هستند. شرکت ها می توانند با افزایش بهره وری، وجوه نقد خود را افزایش دهند. هم چنین با افزایش وجوه نقد و سرمایه گذاری آن در بخش تحقیق و توسعه می توانند موجب افزایش بهره وری شرکت شوند. این موضوع می تواند در مواقع بحران مالی، کمک عمده ای به مدیران شرکت ها نماید و در تصمیم گیری آن ها در کنترل سیاست های مالی و پولی موثر باشد.

در پایان، بر اساس یافته های این پژوهش به سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی پیشنهاد می شود تا در تجزیه و تحلیل وجوه نقد و یا ارزیابی مدیریت وجوه نقد وهم چنین ارزیابی سیاست های مالی شرکت ها، بهره وری نیروی انسانی را در مدل های تصمیم گیری خود لحاظ نمایند.

فهرست منابع

- * آقای، محمد علی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی، جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودیهای نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، شماره اول و دوم، صص ۵۳ الی ۷۰
- * احمدی زاده، عفت و امیر بیگی لنگرودی، حبیب. (۱۳۹۹). تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت و بحران مالی بر سرریز ریسک مالی، فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، شماره ۴۰، صص ۵۵-۶۴
- * حسینی، سید علی و زند، سپیده. (۱۳۹۸). تأثیر مدیریت سود واقعی تهاجمی بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۲، صص ۸۹-۱۰۶
- * کاشانی پور، محمد و محمدی، منصور. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد، پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۳۳(۳) صص ۱۷-۳۲
- * کیقبادی، امیر رضا و هوشنگی، فاطمه. (۱۳۹۸). تأثیر کیفیت سود بر سطح نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل کنندگی توانایی مدیران، فصلنامه پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴۳ صص ۱۷۷-۱۹۳

- * Karpuz, A., K, Kim, N. Ozkan., 2020. Employment protection laws and corporate cash holdings , *Journal of Banking and Finance* Vol. 111.2020, p. 1-19
- * Kaplan, R. S. and Norton, D. P. (1995) 'Putting the balanced scorecard to work', *Performance measurement, management, and appraisal sourcebook*, 66, p. 17511.
- * Lawler, E. E. (2008) 'Make human capital a source of competitive advantage', *Marshall School of Business Working Paper No. MOR*, pp. 16-09.
- * Marwick, A., Hassan, M.M., Luo, T., 2020 Organization capital and corporate cash holdings *International Review of Financial Analysis* 68 :1-17
- * Wagner, J. (2002) 'The causal effects of exports on firm size and labor productivity: first evidence from a matching approach', *Economics Letters*, 77(2), pp. 287-292.
- * Zhang, L., Wang, T., Fung, H.G., 2014. Market reaction to corporate social responsibility announcements: Evidence from China. *China & World Economy* 22(2), 1-21.



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 13/ No. 49/ Spring 2024

The Impact of Human Capital Productivity on Cash Holdings: A Test of Stakeholder Theory

Hamed Reyazi

Ph.D Student, Finance Dept., Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran
hamyas15@gmail.com

Hamidreza Kordlouie

Associate Professor, Finance Dept. , Islamic Azad University, Islamshahr Branch, Tehran, Iran
(Corresponding Author)
Hamidreza.kordlouie@gmail.com

Hashem Nikoomaram

Professor, Finance Dept. , Islamic Azad University, Science & Research Branch, Tehran, Iran
nikoomaram@srbiau.ac.ir

Abstract

Studies in the field of cash management have been conducted mainly in the framework of theories such as exchange theory, hierarchy and free cash flow. The purpose of this paper is to add another theory to cash management theories based on the concepts of stakeholder theory. According to stakeholder theory, firm's responsibility to employees and improving their productivity can affect company's financial policies, including cash holdings. This study is an applied research in terms of purpose and also in terms of the nature of a descriptive and correlation research .The research period is from 2010 to 2018. The findings of this paper show that human capital productivity has a positive and significant relationship with the level of cash holdings, That is, by increasing productivity at the level of manpower, companies are more inclined to hold cash. The empirical results concerning the correlation between cash holdings and productivity provide a reference for firms' cash management policies.

Key Words: Human Capital Productivity , Cash Holdings , Stakeholder Theory