Fin. Manag. Persp. 2026, 16(2), 85-111; DOI: 10.48308/jfmp.2026.245906.1626

Financial Management Perspective
Journal homepage: https://jfmp.sbu.ac.ir/

Original Article

CEO Narcissism and the Cash Conversion Cycle

Mohammad Reza Alipour Mallak *
Mohammad Hossein Safarzadeh **

Abstract

Introduction: The cash conversion cycle is one of the most important indicators of working capital management efficiency, reflecting how a firm allocates and recovers its short-term resources. Despite the importance of this measure, most prior studies have focused on its financial and operational determinants, while relatively limited attention has been paid to the behavioral characteristics of top executives. Drawing on Upper Echelons Theory and Agency Theory, CEO personality traits may influence firms' financial and operational decisions. Accordingly, this study examines the relationship between CEO narcissism and the cash conversion cycle in firms listed on the Tehran Stock Exchange.

Methods: This study is applied in terms of purpose and employs an ex post facto research design based on panel data. The sample consists of 162 firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 1399–1403, yielding a total of 810 firm-year observations. CEO narcissism was measured using CEO signature size based on a modified version of the signature-size approach adapted from Ham et al. (2018) to account for the specific characteristics of Persian signatures. The cash conversion cycle was calculated as the sum of days inventory outstanding and days sales outstanding minus days payable outstanding. The research hypothesis was tested using multivariate panel regression with firm fixed effects. The final model was estimated using panel generalized least squares (Panel EGLS) with cross-sectional weights and

Received: 11, September, 2026 Accepted: 22, September, 2016

* M.Sc. Student, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.
** Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran (**Corresponding Author**). **E-mail:** m_safarzadeh@sbu.ac.ir

firm-level cluster-robust standard errors. Firm size, return on assets, financial leverage, sales growth, firm age, and asset tangibility were included as control variables.

Finding: The results indicate a positive and statistically significant association between CEO narcissism and the cash conversion cycle. This pattern is consistent with the theoretical argument that CEOs with higher levels of narcissism may, due to a greater tendency toward bold decision-making, business expansion, and maintaining control over corporate resources, commit more resources to working capital. Among the control variables, firm size, return on assets, and firm age are positively and significantly associated with the cash conversion cycle, whereas financial leverage, sales growth, and asset tangibility are negatively and significantly associated with it. Furthermore, the separate analysis of the cash conversion cycle components shows that CEO narcissism is positively and significantly associated with days inventory outstanding and days sales outstanding, while it is negatively and significantly associated with days payable outstanding. Collectively, this pattern is consistent with a longer cash conversion cycle.

Conclusions: The findings indicate that the cash conversion cycle is not determined solely by firms' financial and operational characteristics; CEO personality traits may also play a role in shaping working capital policies. Given the non-directional formulation of the research hypothesis, the direction of the relationship observed in the study sample is positive, such that greater CEO narcissism is associated with a longer period during which corporate resources remain tied up in operating activities. The observed positive relationship between CEO narcissism and the cash conversion cycle further indicates that greater narcissism is associated with a longer period of resource commitment within the firm's operating process. This finding highlights the role of managerial behavioral factors in explaining working capital management efficiency. By extending the application of Upper Echelons Theory to short-term financial management, the study also underscores the importance for boards of directors, investors, and financial analysts to consider CEOs' behavioral characteristics alongside traditional indicators of liquidity and operational efficiency.

Keywords: CEO narcissism; Cash conversion cycle; Working capital management; Behavioral finance

How To Cited: Alipour Mallak, M. R. & Safarzadeh, M. H. (2026). CEO Narcissism and the Cash Conversion Cycle. (e107605). *Financial Management Perspective*, *16*(2), 85-111. https://doi.org/10.48308/jfmp.2026.245906.1626.(in persian).

Copyright: © 2026 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (*https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/*)

چشم انداز مدیریت مالی ۱۴۰۵ دوره ۱۶ شماره ۲، صص ۸۵ –۱۱۱، :DOI: 10.48308/jfmp.2026.245906.1626



چشم انداز مدیریت مالی
Journal homepage: https://jfmp.sbu.ac.ir/

نوع مقاله: پژوهشی

خودشیفتگی مدیر عامل و چرخه تبدیل وجه نقد

محمدرضا علی‌پور ملاک *
محمدحسین صفرزاده **

چکیده

هدف: چرخه تبدیل وجه نقد یکی از مهم‌ترین شاخص‌های کارایی مدیریت سرمایه در گردش است که نحوه تخصیص و بازیافت منابع کوتاه‌مدت شرکت را منعکس می‌کند. با وجود اهمیت این شاخص، بخش عمده پژوهش‌های پیشین بر عوامل مالی و عملیاتی مؤثر بر آن تمرکز داشته و نقش ویژگی‌های رفتاری مدیران ارشد کمتر مورد توجه قرار گرفته است. بر پایه نظریه رده‌های عالی و نظریه نمایندگی، ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل می‌تواند با تصمیمات مالی و عملیاتی شرکت رابطه داشته باشد. ازاین‌رو، پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه خودشیفتگی مدیرعامل با چرخه تبدیل وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

روش: این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش، پس‌رویدادی و مبتنی بر داده‌های تابلویی است. نمونه پژوهش شامل ۱۶۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ است که در مجموع ۸۱۰ مشاهده شرکت–سال را تشکیل می‌دهد. خودشیفتگی مدیرعامل بر اساس اندازه امضای مدیرعامل و با استفاده از معیار تعدیل شده هام و همکاران (۲۰۱۸) اندازه‌گیری شد و چرخه تبدیل وجه نقد از مجموع دوره گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات پس از کسر دوره پرداخت بدهی‌ها محاسبه گردید. برای آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون چندمتغیره تابلویی با اثرات ثابت شرکت استفاده شد. همچنین مدل نهایی با استفاده از حداقل مربعات تعمیم‌یافته تابلویی، وزن‌دهی مقاطع و خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌ای در سطح شرکت برآورد شد. اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، رشد فروش، عمر شرکت و مشهود بودن دارایی‌ها به‌عنوان متغیرهای کنترلی در مدل لحاظ شدند.

یافته‌ها: نتایج نشان داد بین خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این الگو با این تبیین نظری سازگار است که مدیران دارای سطح بالاتر خودشیفتگی ممکن است به دلیل تمایل بیشتر به تصمیمات جسورانه، توسعه فعالیت‌ها و حفظ کنترل بر منابع، منابع بیشتری را در سرمایه در گردش درگیر کنند. در میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و عمر شرکت دارای رابطه مثبت و معنادار و اهرم مالی، رشد فروش و مشهود بودن دارایی‌ها دارای رابطه

تاریخ دریافت:۱۴۰۵/۰۳/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۶/۳۱

* کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

** دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). **E-mail:** m_safarzadeh@sbu.ac.ir

منفی و معنادار با چرخه تبدیل وجه نقد بودند. همچنین، تحلیل تفکیکی نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل با دوره گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات رابطه مثبت و معنادار و با دوره پرداخت بدهی‌ها رابطه منفی و معنادار دارد؛ الگویی که در مجموع با طولانی‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد همسو است.

نتیجه‌گیری: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد چرخه تبدیل وجه نقد صرفاً تابع عوامل مالی و عملیاتی شرکت نیست، بلکه ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل نیز می‌تواند در شکل‌گیری سیاست‌های سرمایه در گردش نقش داشته باشد. با توجه به غیرجهت‌دار بودن فرضیه پژوهش، جهت رابطه در نمونه مورد مطالعه مثبت است؛ به‌گونه‌ای که افزایش خودشیفتگی مدیرعامل با طولانی‌تر شدن دوره درگیری منابع در فرآیند عملیاتی شرکت همراه بوده است. رابطه مثبت مشاهده‌شده میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد نشان می‌دهد افزایش خودشیفتگی با طولانی‌تر شدن دوره درگیری منابع در فرآیند عملیاتی شرکت همراه است. این یافته، نقش عوامل رفتاری مدیران را در تبیین کارایی مدیریت سرمایه در گردش برجسته می‌کند. این نتیجه ضمن گسترش کاربرد نظریه رده‌های عالی به حوزه مدیریت مالی کوتاه‌مدت، بر ضرورت توجه هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی به ویژگی‌های رفتاری مدیرعامل در کنار شاخص‌های سنتی نقدینگی و کارایی عملیاتی تأکید دارد.

کلیدواژه‌ها: خودشیفتگی مدیرعامل؛ چرخه تبدیل وجه نقد؛ مدیریت سرمایه در گردش؛ مالی رفتاری.

شیوه استناد دهی: علی پور ملاک، محمدرضا و صفرزاده، محمدحسین. (۱۴۰۵). خودشیفتگی مدیر عامل و چرخه تبدیل وجه نقد، *چشم انداز مدیریت مالی، ۱۶(۲)،۸۵-۱۱۱.*

Copyright: © 2026 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (*https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/*)

۱. مقدمه

در چشم‌انداز پیچیده و پویای مالی شرکتی مدرن، بقا و توسعه پایدار واحدهای تجاری به شدت در گرو مدیریت کارآمد منابع کوتاه‌مدت است. مدیریت سرمایه در گردش و به طور خاص «چرخه تبدیل وجه نقد» به عنوان یکی از حیاتی‌ترین ارکان حفظ نقدینگی، سودآوری و تداوم فعالیت سازمان‌ها شناخته می‌شود (Akaab et al., 2025). چرخه تبدیل وجه نقد، بیانگر دوره زمانی مشخصی است که طی آن سرمایه‌گذاری‌های شرکت در موجودی کالا و سایر نهاده‌های کوتاه‌مدت تولید، از طریق فروش و وصول مطالبات، مجدداً به جریان‌های نقدی ورودی تبدیل می‌شود. (سپاسی و حسنی، ۱۳۹۵). در دهه‌های گذشته، متون مالی کلاسیک همواره بر این فرض استوار بودند که مدیران به عنوان انسان‌های اقتصادی کاملاً عقلایی، مدیریت این چرخه را صرفاً بر اساس مدل‌های ریاضی و بهینه‌سازی دقیق ریسک و بازده پیش می‌برند. بااین‌وجود، تحولات اخیر و ظهور مکتب مالی رفتاری نشان داده است که تصمیمات مالی شرکت‌ها به شدت تحت تأثیر سوگیری‌های شناختی، ویژگی‌های فردی و پایه‌های روان‌شناختی مدیران ارشد، به ویژه مدیرعامل قرار دارد (Akaab et al., 2025).

در این میان، یکی از بارزترین ویژگی‌های شخصیتی که در پژوهش‌های نوین حسابداری، حاکمیت شرکتی و مدیریت مالی به شدت مورد توجه و موشکافی قرار گرفته است، «خودشیفتگی» است (Wang et al., 2025). خودشیفتگی در متون روان‌شناسی سازمانی به عنوان یک خصلت عمیق شخصیتی تعریف می‌شود که با اعتماد به نفس افراطی، تمایل شدید به جلب توجه، احساس استحقاق بی‌نظیر، برتری‌جویی، بزرگ‌نمایی توانمندی‌ها و فقدان همدلی با سایر ذینفعان شناخته می‌شود (Esplin et al., 2026). مدیران عامل خودشیفته همواره خود را محور اصلی موفقیت‌های سازمان می‌پندارند و برای حفظ این تصویر ایده‌آل و بی‌نقص در ذهن سهامداران، تحلیلگران بازار و رسانه‌ها، دست به اقدامات جسورانه، پرخطر و گاه فرصت‌طلبانه می‌زنند (Wang et al., 2022).

مسئله اصلی و چالش‌برانگیز در این پژوهش آن است که ویژگی‌های تاریک شخصیتی مدیرعامل چه رابطه‌ای با تصمیمات عملیاتی و روزمره شرکت، در قالب مدیریت چرخه تبدیل وجه نقد دارد. مدیران خودشیفته برای تأمین مالی پروژه‌های جسورانه، ادغام و تملک‌های پر سر و صدا و نوآوری‌های پرمخاطره خود، نیازمند جریان‌های نقد آزاد و منابع مالی در دسترس هستند (Wang et al., 2025). از آنجا که تأمین مالی خارجی همواره با افزایش نظارت اعتباردهندگان و بازار سرمایه همراه است و استقلال عمل چنین مدیرانی را محدود می‌سازد، آن‌ها تمایل دارند که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق اعمال فشار مضاعف بر چرخه تبدیل وجه نقد تأمین نمایند. این مدیران ممکن است با اتخاذ سیاست‌های تهاجمی در مدیریت بدهی‌ها و به تأخیر انداختن پرداخت به تأمین‌کنندگان، و همچنین تسریع در وصول مطالبات با روش‌های پرخطر، سعی در آزادسازی سریع‌تر وجه نقد داشته باشند که این امر به نوبه خود، ساختار طبیعی چرخه تبدیل وجه نقد را دستخوش دگرگونی‌های بنیادین می‌کند (Zaher & Marquez-Illescas, 2024).

از منظر نظری، رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد را می‌توان در قالب دو رویکرد متضاد تحلیل کرد. رویکرد اول، مبتنی بر «فرضیه نیاز به قدرت و تسلط»، استدلال می‌کند که مدیران خودشیفته برای نمایش عملکردی خیره‌کننده و افزایش سهم بازار، اقدام به اتخاذ سیاست‌های اعتباری انبساطی (افزایش دوره وصول مطالبات) و انباشت بیش از حد موجودی کالا می‌کنند تا از هرگونه توقف در فروش جلوگیری نمایند. علاوه بر این، آن‌ها ممکن است برای نمایش اقتدار خود به تأمین‌کنندگان، پرداخت‌های تجاری را به تأخیر بیندازند. با این حال، تمرکز این مدیران بر پروژه‌های کلان و پرزرق‌وبرق باعث می‌شود تا از بهینه‌سازی عملیات روزمره (نظیر کنترل دقیق موجودی و پیگیری مطالبات) غافل شوند که این امر در نهایت به طولانی شدن و ناکارآمدی چرخه تبدیل وجه نقد می‌انجامد Qiao et

(al., 2022). در مقابل، رویکرد دوم مبتنی بر «فرضیه استخراج نقدینگی» بیان می‌کند که مدیران خودشیفته برای تأمین مالی پروژه‌های جاه‌طلبانه و سرمایه‌گذاری‌های متهورانه خود، به شدت نیازمند منابع نقد در دسترس هستند. از این رو، ممکن است با اعمال فشارهای شدید بر مشتریان برای تسویه زودهنگام و به حداقل رساندن موجودی کالا، چرخه تبدیل وجه نقد را به شکلی تهاجمی و غیربهینه کوتاه کنند که این امر در بلندمدت روابط با ذی‌نفعان عملیاتی را تخریب می‌کند (Chatterjee & Pollock, 2017).

اهمیت پرداختن به این پدیده از دو بعد کاربردی و نظری قابل تبیین است. از منظر کاربردی، وجه نقد به مثابه خون در رگ‌های یک سازمان تجاری است. مدیریت ناکارآمد و دستکاری‌شده سرمایه در گردش می‌تواند حتی سودآورترین شرکت‌ها را به دلیل ناتوانی در ایفای تعهدات کوتاه‌مدت، به ورشکستگی و بحران‌های شدید نقدینگی بکشاند (Janalizadeh et al., 2025). شناخت این موضوع که چگونه یک ویژگی روان‌شناختی در راس هرم سازمان می‌تواند چرخه نقدینگی را از حالت بهینه خارج کند، برای اعضای هیئت مدیره، سرمایه‌گذاران نهادی، حسابرسان مستقل و قانون‌گذاران اهمیتی استراتژیک دارد. چنانچه یک مدیرعامل خودشیفته با اتخاذ رویکردهای تهاجمی در مدیریت سرمایه در گردش، تنها به دنبال دستکاری جریان‌های نقدی عملیاتی برای نشان دادن عملکردی خیره‌کننده در کوتاه‌مدت باشد، این امر می‌تواند در بلندمدت منجر به تخریب روابط با تأمین‌کنندگان، کاهش کیفیت محصولات، از دست رفتن سهم بازار و در نهایت افت شدید ارزش ذاتی شرکت شود (Wang et al., 2025). بنابراین، آگاهی ذینفعان از وجود چنین سوگیری‌هایی می‌تواند به طراحی مکانیزم‌های نظارتی دقیق‌تر و کمیته‌های حسابرسی قدرتمندتر برای مهار رفتارهای فرصت‌طلبانه کمک شایانی نماید (Wijaya & Kweniati, 2024).

شکاف پژوهشی حاضر دقیقاً در همین نقطه شکل می‌گیرد. نخست، در حالی که رابطه ویژگی‌های رفتاری با متغیرهای کلان مالی به خوبی مستند شده است، مکانیسم رابطه این ویژگی‌ها با اجزای سه‌گانه چرخه تبدیل وجه نقد (دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا و دوره تسویه بدهی‌ها) همچنان یک «جعبه سیاه» در ادبیات مالی رفتاری محسوب می‌شود. دوم، اکثر مطالعات پیشین در محیط‌های اقتصادی با ثبات انجام شده‌اند. در اقتصادی مانند ایران که با تورم ساختاری، محدودیت‌های شدید اعتباری و نوسانات نرخ ارز مواجه است، مدیریت سرمایه در گردش نه یک تصمیم عادی، بلکه یک استراتژی بقا است. در چنین شرایطی، تصمیمات غیرعقلایی یک مدیرعامل خودشیفته در خصوص چرخه تبدیل وجه نقد می‌تواند پیامدهای ویرانگرتری نسبت به اقتصادهای توسعه‌یافته داشته باشد. شایان ذکر است که این عوامل به عنوان توضیحات احتمالی "تفسیری مبتنی بر شرایط محیطی" در این رابطه تبیین می‌گردد.

با توجه به مباحث مطرح‌شده، ضرورت انجام این پژوهش از دو جنبه قابل تبیین است. از منظر تئوریک، این مطالعه با پیوند زدن ادبیات روان‌شناسی شناختی به مدیریت مالی کوتاه‌مدت، به توسعه تئوری مدیران عالی کمک کرده و نشان می‌دهد که چگونه صفات شخصیتی به تصمیمات خرد عملیاتی سرریز می‌شوند. از منظر کاربردی، نتایج این پژوهش به سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی و اعضای هیئت‌مدیره هشدار می‌دهد که هنگام ارزیابی ریسک نقدینگی و کارایی عملیاتی شرکت‌ها، علاوه بر شاخص‌های کمی سنتی، پروفایل روان‌شناختی تیم رهبری را نیز به عنوان یک فاکتور ریسک سیستماتیک لحاظ کنند.

سهم پژوهش حاضر در نوآوری و توسعه ادبیات را می‌توان در دو محور تبیین کرد. نخست، این پژوهش شواهد موجود درباره رابطه خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد را به یک بستر نهادی و اقتصادی متفاوت، یعنی بازار سرمایه ایران، گسترش می‌دهد و از این طریق امکان ارزیابی میزان تعمیم‌پذیری شواهد پیشین را فراهم می‌کند. دوم، افزون بر بررسی چرخه تبدیل وجه نقد به‌صورت کلی، رابطه خودشیفتگی مدیرعامل با هر یک از اجزای آن شامل

دوره گردش موجودی کالا، دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت بدهی‌ها به‌صورت تفکیکی بررسی می‌شود؛ امری که درک دقیق‌تری از مسیرهای عملیاتی شکل‌گیری رابطه فراهم می‌آورد.

بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی و آزمون تجربی رابطه خودشیفتگی مدیرعامل با چرخه تبدیل وجه نقد و اجزای آن در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. سؤال اصلی که این پژوهش به دنبال پاسخگویی به آن است این است که: چه رابطه‌ای میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد وجود دارد؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در پهنه ادبیات روان‌شناسی و رفتار سازمانی، خودشیفتگی به عنوان یکی ازویژگی‌های برجسته رفتاری مدیران در کنار بیش اطمینانی و کوتاه‌مدت گرایی شناخته می‌شود (Wang et al., 2022). خودشیفتگی مدیرعامل به‌عنوان یکی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران ارشد اجرایی، اغلب به‌عنوان تمایل به خودمحوری، نیاز شدید به تحسین و احساس برتری نسبت به دیگران تعریف می‌شود. مدیرعامل‌های خودشیفته به طور معمول اعتمادبه‌نفس بیش از حد دارند و به طور مستمر به دنبال تأیید و تحسین دیگران هستند که ممکن است تأثیرات مثبت یا منفی بر عملکرد سازمانی داشته باشد Esplin (et al., 2026). پژوهش‌ها نشان از یک سو، مدیران خودشیفته ممکن است توانایی بالایی در الهام‌بخشی و انگیزش کارکنان خود داشته باشند و با اتخاذ تصمیمات جسورانه و نوآورانه، سازمان را به سمت موفقیت هدایت کنند (Wang et al., 2025). ازسوی‌دیگر، این نوع مدیران ممکن است با رفتارهای خودخواهانه و تصمیمات پرریسک، سازمان را در معرض شکست قرار دهند (Duin et al., 2023). این دسته از مدیران نیاز روانی سیری‌ناپذیری به تحسین شدن توسط نهادهای ناظر، رسانه‌های مالی و سهامداران دارند و به شدت تمایل دارند که همواره در کانون توجهات باقی بمانند (Kruse et al., 2025).

با این حال، در بیشتر مواقع پیامدهای منفی و مخرب خودشیفتگی نمودار می‌شود. این پیامدها شامل سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد و بیش از حد در پروژه‌هایی است که صرفاً به بزرگ‌تر شدن امپراتوری مدیرعامل کمک می‌کنند؛ اما ارزش فعلی خالص منفی دارند (Wang et al., 2025). همچنین، تمایل شدید به مدیریت سودهای واقعی و تعهدی برای پنهان کردن عملکردهای ضعیف و ارائه تصویر فریبنده (Lin et al., 2020)، اتخاذ سیاست‌های تهاجمی در اجتناب مالیاتی (Wijaya & Kweniati, 2024)، و حتی درگیر شدن در معاملات متقلبانه مبتنی بر اطلاعات نهانی جهت کسب منافع شخصی، از دیگر تبعات مستند شده این پدیده است (Jiang et al., 2025).

مدیریت سرمایه در گردش شامل برنامه‌ریزی و کنترل دارایی‌ها و بدهی‌های جاری است تا اطمینان حاصل شود شرکت قادر به ایفای تعهدات کوتاه‌مدت خود بوده و همزمان از دارایی‌هایش سود مناسبی کسب می‌کند. شاخص جامع ارزیابی این مدیریت، چرخه تبدیل وجه نقد[1] (CCC) است (Zeidan & Shapir, 2017).

چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان یک سنجه دینامیک، یکی از جامع‌ترین و دقیق‌ترین معیارهای سنجش کارایی مدیریت سرمایه در گردش در ادبیات مالی محسوب می‌شود. این شاخص برخلاف نسبت‌های نقدینگی ایستا نظیر نسبت جاری یا آنی، تصویری پویا از جریان وجوه در طول عملیات روزمره شرکت ارائه می‌دهد و نشان می‌دهد که چه مدت زمان طول می‌کشد تا یک واحد پولی سرمایه‌گذاری شده در فرآیند تأمین و تولید، از طریق فروش محصول و وصول مطالبات از مشتریان، مجدداً به صورت وجه نقد نقدشونده به حساب‌های بانکی شرکت بازگردد (Akaab et al., 2025). اهمیت چرخه تبدیل وجه نقد از آن جهت است که این شاخص می‌تواند با عملکرد و سودآوری شرکت‌ها ارتباط داشته باشد. در همین راستا، صادقی شریف و ایرانی جانیارلو (۱۳۹۶) نشان دادند که چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان یکی از شاخص‌های

1. Cash Conversion Cycle - ccc

سنجش مدیریت سرمایه در گردش با سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.

این چرخه به صورت ساختاری از ترکیب سه متغیر کلیدی عملیاتی تشکیل شده است:

نخست، دوره گردش موجودی کالا[1] که بیانگر مدت زمانی است که طول می‌کشد تا مواد اولیه خریداری شده به محصول نهایی تبدیل گشته و در بازار به فروش برسد. دوم، دوره وصول مطالبات[2] که نشان‌دهنده میانگین روزهایی است که طول می‌کشد تا وجه نقد حاصل از فروش‌های اعتباری از مشتریان و بدهکاران تجاری دریافت شود. سوم، دوره پرداخت بدهی‌ها[3] که نمایانگر مدت زمانی است که شرکت قادر است پرداخت وجوه به تأمین‌کنندگان مواد اولیه و بستانکاران تجاری را به تعویق بیندازد.

چرخه کوتاه‌تر عموماً نشان‌دهنده سطح نقدینگی بالاتر، مدیریت کارآمدتر دارایی‌ها و کاهش نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی پرهزینه است (Rehman et al., 2025). با این حال، رویکردهای افراطی در فشرده‌سازی این چرخه می‌تواند تبعات جبران‌ناپذیری به همراه داشته باشد. کاهش بیش از حد دوره وصول مطالبات از طریق سیاست‌های اعتباری سخت‌گیرانه می‌تواند به از دست دادن مشتریان کلیدی در بازارهای رقابتی منجر شود. به طور مشابه، حفظ حداقل موجودی کالا ریسک توقف خطوط تولید را در زمان نوسانات زنجیره تأمین افزایش داده، و به تأخیر انداختن بیش از حد پرداخت‌ها به تأمین‌کنندگان نیز موجب مخدوش شدن اعتبار تجاری و قطع همکاری شرکای استراتژیک می‌گردد.

برای درک چگونگی رابطه ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل با عملیات مالی خرد، نظیر سرمایه در گردش، از ترکیب سه لنز نظری کلان استفاده می‌شود که چارچوبی منسجم برای درک این پدیده فراهم می‌آورند.

الف) نظریه رده‌های عالی[4] این نظریه که نخستین بار توسط همبریک و میسون بنیان‌گذاری شد، پارادایم مسلط و غالب در پژوهش‌های رفتاری شرکتی به شمار می‌رود (Akaab et al., 2025). گزاره اصلی این نظریه آن است که تصمیمات استراتژیک، انتخاب رویه‌های حسابداری و در نهایت خروجی‌های عملکردی سازمان، بازتابی مستقیم از ارزش‌های درونی، تجربیات زیسته، و پایه‌های شناختی مدیران ارشد آن سازمان است (Akaab et al., 2025). در موقعیت‌های پیچیده، مبهم و پر از عدم اطمینان، مدیران قادر به تحلیل تمامی اطلاعات موجود نیستند؛ از این رو، اطلاعات محیطی را بر اساس فیلترهای روانی و ترجیحات شخصیتی خود پردازش می‌کنند. بر مبنای این تئوری، یک مدیرعامل خودشیفته، مبتنی بر نیاز روانی عمیق خود به تسلط، استقلال و برتری‌جویی، نه تنها تیم مدیریت عالی را بر اساس سلیقه خود ساختاردهی می‌کند(Kruse et al., 2025)، بلکه سیاست‌های مالی و جریان‌های نقدی را نیز به گونه‌ای مهندسی می‌نماید که تصویر شخصی وی به عنوان یک رهبر مقتدر و موفق در بازار ارتقا یابد (Buchholz et al., 2020). در چارچوب نظریه رده‌های عالی، مدیریت سرمایه در گردش صرفاً یک فرآیند مکانیکی و الگوریتمیک برای بهینه‌سازی دارایی‌ها نیست، بلکه صحنه‌ای است که در آن مدیرعامل میزان تسلط، نفوذ و توانمندی خود را از طریق کنترل سخت‌گیرانه جریان‌های نقدی به رخ می‌کشد.

ب) تئوری نمایندگی و فرضیه منافع شخصی استثمارگرایانه[5] نظریه نمایندگی که بر پایه جدایی مالکیت از مدیریت بنا شده است، بر تضاد منافع ذاتی میان مالکان و مدیران تاکید دارد (Wijaya & Kweniati, 2024). در بستر این تئوری،

1. Days Inventory Outstanding - DIO
2. Days Sales Outstanding - DSO
3. Days Payable Outstanding - DPO
4. Upper Echelons Theory - UET
5. Agency Theory & Exploitative Personal Benefit Hypothesis

فرضیه‌ای تحت عنوان «منافع شخصی استثمارگرایانه» مطرح می‌شود که بیان می‌دارد مدیران خودشیفته، به دلیل احساس استحقاق بیمارگونه و خودمحوری شدید، بسیار بیشتر از سایر مدیران در معرض ارتکاب رفتارهای فرصت‌طلبانه قرار دارند (Jiang et al., 2025). این مدیران برای دستیابی به پاداش‌های مالی کلان کوتاه‌مدت یا جلب توجه رسانه‌ها، دست به اقداماتی می‌زنند که ممکن است به شدت به ضرر منافع بلندمدت سهامداران تمام شود. در حوزه مدیریت سرمایه در گردش، این تضاد نمایندگی می‌تواند به شکل دستکاری در چرخه‌های عملیاتی نمایان شود. به عنوان مثال، مدیرعامل ممکن است برای نمایش نقدینگی ساختگی بالا یا پوشش دادن به هزینه‌های فزاینده نمایندگی ناشی از مخارج سرمایه‌ای بی‌رویه، چرخه وجه نقد را از حالت بهینه و طبیعی خود خارج کند تا در مجامع عمومی به عنوان منجی نقدینگی شرکت شناخته شود (Wang et al., 2025).

ج) نظریه علامت‌دهی و مدیریت سود واقعی[1] محیط اطلاعاتی بازار سرمایه همواره با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه است. بر اساس نظریه علامت‌دهی، مدیران از متغیرهای حسابداری و مالی برای ارسال سیگنال‌هایی درباره وضعیت سلامت شرکت به بازار استفاده می‌کنند. مدیران خودشیفته، به دلیل نیاز مفرط به تایید و تحسین، انگیزه بسیار مضاعفی برای ارسال سیگنال‌های مثبت و قدرتمند دارند، حتی اگر این سیگنال‌ها بر پایه واقعیت‌های اقتصادی استوار نباشد (Duin et al., 2023). آن‌ها برای تحقق پیش‌بینی‌های تحلیلگران و عبور از آستانه‌های سودآوری، به طور گسترده‌ای به «مدیریت سود واقعی» متوسل می‌شوند (Lin et al., 2020). این نوع مدیریت سود برخلاف مدیریت اقلام تعهدی، مستقیماً عملیات واقعی و اجزای چرخه تبدیل وجه نقد را مخدوش می‌سازد. به عنوان مثال، ارائه تخفیف‌های قیمتی شدید یا تسهیلات اعتباری بی‌ضابطه برای افزایش مقطعی فروش (که مستقیماً دوره وصول مطالبات را متاثر می‌کند) یا تولید بیش از حد ظرفیت تقاضا برای سرشکن کردن هزینه‌های ثابت و کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته (که منجر به انباشت موجودی و تغییر دوره گردش موجودی می‌شود)، از جمله بارزترین ابزارهای مدیران خودشیفته در بستر نظریه علامت‌دهی است (Lin et al., 2020).

برآیند نظریه‌های رده‌های عالی، نمایندگی و علامت‌دهی نشان می‌دهد که چرخه تبدیل وجه نقد صرفاً حاصل الزامات عملیاتی و شرایط مالی شرکت نیست، بلکه می‌تواند تحت تأثیر انگیزه‌ها، ادراکات و ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل نیز قرار گیرد. نظریه رده‌های عالی مبنای وجود رابطه بین ویژگی‌های فردی مدیرعامل با تصمیم‌های سازمانی را فراهم می‌کند؛ نظریه نمایندگی توضیح می‌دهد که چگونه ترجیحات شخصی و منافع مدیر می‌تواند موجب انحراف تصمیم‌ها از سطح بهینه اقتصادی شود؛ و نظریه علامت‌دهی نیز انگیزه مدیر برای ارائه تصویری مطلوب از عملکرد شرکت به ذی‌نفعان را تبیین می‌کند. از این منظر، خودشیفتگی می‌تواند نحوه موازنه مدیرعامل میان نقدینگی، کارایی عملیاتی، رشد و نمایش عملکرد را تغییر دهد و در نتیجه، با مدت زمان چرخه تبدیل وجه نقد رابطه داشته باشد.

با این حال، مبانی نظری موجود جهت واحدی برای این رابطه پیش‌بینی نمی‌کنند. ویژگی‌هایی نظیر اعتماد زیاد به قضاوت شخصی، نیاز به تحسین، تمایل به حفظ کنترل و گرایش به تصمیم‌های جسورانه ممکن است بسته به انگیزه غالب مدیر و شرایط شرکت، به تصمیم‌هایی منجر شوند که چرخه تبدیل وجه نقد را افزایش یا کاهش دهند. به بیان دیگر، خودشیفتگی می‌تواند مدیر را از سطح متعارف و اقتصادی مدیریت سرمایه در گردش دور سازد، اما جهت این انحراف لزوماً از پیش قابل تعیین نیست. محدود بودن شواهد مستقیم درباره رابطه خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد نیز امکان ارائه یک پیش‌بینی جهت‌دار قطعی را کاهش می‌دهد. بر این اساس، فرضیه پژوهش به‌صورت غیرجهت‌دار تدوین می‌شود:

«بین خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.»

1. Signaling Theory & Real Earnings Management

پژوهش‌ها در مرزهای دانش مالی رفتاری طی سال‌های اخیر به شدت بر روی پیامدهای متغیرهای روان‌شناختی متمرکز شده است. مطالعه پیشگامانه و تراز اول زاهر و مارکز–ایلسکاس که در سال ۲۰۲۴ منتشر شد، مستقیماً به بررسی این موضوع پرداخت. آن‌ها با تحلیل داده‌های ۳۵۴ مدیرعامل از شرکت‌های شاخص S&P 500، دریافتند که شرکت‌های تحت مدیریت مدیران عامل با درجات بالای خودشیفتگی، به طور معناداری دارای چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری هستند. پژوهش آن‌ها اثبات نمود که این فشرده‌سازی چرخه، ابزاری مکانیکی برای آزادسازی وجه نقد در جهت جاه‌طلبی‌های فردی مدیرعامل است. نکته حائز اهمیت در این مطالعه، نقش تعدیل‌گری جنسیت بود؛ به گونه‌ای که حضور زنان در جایگاه مدیرعامل، اثر خودشیفتگی بر کاهش چرخه وجه نقد را به شدت خنثی می‌نمود (Zaher Marquez-Illescas, & 2024).

در رویکردی مقابل، هام و همکاران (۲۰۱۸) با استفاده از اندازه امضای مدیرعامل به‌عنوان شاخص خودشیفتگی، رابطه این ویژگی شخصیتی را با تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت بررسی کردند. نتایج نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل با بیش‌سرمایه‌گذاری، به‌ویژه در مخارج تحقیق و توسعه و ادغام و تملک، رابطه مثبت دارد و شرکت‌های تحت مدیریت مدیران خودشیفته از جریان‌های نقدی عملیاتی پایین‌تری برخوردارند. این یافته‌ها نشان می‌دهد مدیران خودشیفته به دلیل تمایل به اجرای طرح‌های بزرگ و جلب توجه، ممکن است منابع بیشتری از شرکت را به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی اختصاص دهند و کارایی تبدیل منابع به جریان نقد را کاهش دهند. از این منظر، درگیری بیشتر منابع و کاهش جریان‌های نقدی عملیاتی می‌تواند زمینه طولانی‌تر شدن فرآیند بازیافت وجه نقد و افزایش چرخه تبدیل وجه نقد را فراهم سازد (Ham et al., 2018).

همچنین، لین و همکاران (۲۰۲۰) با واکاوی مکانیزم‌های عملیاتی، نشان دادند که خودشیفتگی مدیریت ارتباط مستقیمی با دستکاری سود واقعی دارد. اعمال تخفیف‌های قیمتی شدید برای القای افزایش فروش، ساختار اقلام تعهدی و دوره وصول مطالبات را به طور مصنوعی دستخوش تغییر می‌کند (Lin et al., 2020). به تازگی نیز، وانگ و همکاران (۲۰۲۵) نشان دادند که خودشیفتگی با تشدید مالی‌سازی شرکتی، نقدینگی عملیاتی را به سوی دارایی‌های مالی پرریسک هدایت می‌کند که مستقیماً بر ثبات چرخه نقدینگی اثر مخرب دارد (Wang et al., 2025).

در پژوهش‌های داخلی نیز همگام با تحولات علمی جهانی، شواهدی از رابطه ویژگی‌های رفتاری مدیران با سیاست‌های نقدینگی و تصمیمات مالی کوتاه‌مدت شرکت‌ها ارائه شده است. حسن‌زاده کوچو (۱۴۰۲) با بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که خودشیفتگی مدیران با افزایش استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت و کاهش سررسید بدهی‌ها همراه است. این یافته نشان می‌دهد مدیران خودشیفته، به دلیل اعتماد بیشتر به قضاوت‌های شخصی، تمایل به کنترل منابع و گرایش به اتخاذ تصمیمات جسورانه‌تر، بیشتر از سیاست‌های تأمین مالی کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند. اتکای بیشتر به منابع مالی کوتاه‌مدت می‌تواند فشار مضاعفی بر مدیریت نقدینگی و هماهنگی میان وصول مطالبات، نگهداری موجودی‌ها و ایفای تعهدات جاری وارد کند و منابع شرکت را برای مدت بیشتری در فرایندهای عملیاتی درگیر سازد. بنابراین، یافته‌های این پژوهش از این استدلال حمایت می‌کند که خودشیفتگی مدیران، از طریق تأثیرگذاری بر سیاست‌های تأمین مالی و مدیریت منابع کوتاه‌مدت، می‌تواند زمینه تغییر و در برخی شرایط افزایش چرخه تبدیل وجه نقد را فراهم آورد. بشیری‌منش، حاجی‌زاده و قبادی (۱۴۰۱) نیز با بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری مدیران بر تصمیم‌گیری و کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که خودشیفتگی مدیران با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، مدیران دارای سطح بالاتر خودشیفتگی تمایل بیشتری به حفظ منابع نقدی تحت کنترل شرکت دارند. افزون بر این، بیش‌اطمینانی مدیران نیز با افزایش نگهداشت وجه نقد و اتخاذ برخی تصمیمات مالی

جسورانه‌تر همراه بود. چنین رفتاری می‌تواند بیانگر تمایل مدیران خودشیفته به برخورداری از منابع مالی بیشتر برای حفظ استقلال در تصمیم‌گیری و اجرای برنامه‌های موردنظر آنان باشد. در صورت تسری این رویکرد به مدیریت سرمایه در گردش، تخصیص بیشتر منابع به موجودی کالا، فروش‌های اعتباری و سایر دارایی‌های جاری می‌تواند مدت درگیری منابع در چرخه عملیاتی را افزایش داده و به طولانی‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد منجر شود. ازاین‌رو، یافته‌های بشیری‌منش و همکاران را می‌توان به‌عنوان یکی از شواهد داخلی غیرمستقیم در حمایت از دیدگاهی در نظر گرفت که افزایش خودشیفتگی مدیران را با افزایش درگیری منابع در سرمایه در گردش و در نتیجه افزایش چرخه تبدیل وجه نقد مرتبط می‌داند. همچنین، شبرنگ رودبارکی (۱۴۰۱) در پژوهشی با بررسی ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان داد که میان خودشیفتگی مدیرعامل و میزان نگهداشت وجه نقد رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد و این مدیران منابع نقدینگی را احتکار می‌کنند. صالحی و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که خودشیفتگی مدیران موجب افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن می‌شود. این یافته بیانگر تمایل مدیران خودشیفته به حفظ منابع نقدی بیشتر برای دنبال کردن فرصت‌های رشد و تصمیمات پرریسک است؛ رفتاری که می‌تواند از طریق افزایش درگیری منابع در فعالیت‌های عملیاتی، زمینه افزایش چرخه تبدیل وجه نقد را فراهم کند.

در نتیجه بررسی پیشینه پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رابطه خودشیفتگی با متغیرهای مالی از دو مسیر کاملاً متضاد عمل می‌کند که منجر به بروز یافته‌های متناقض در ادبیات شده است.

از یک سو، گروهی از مطالعات (رویکرد محافظه‌کارانه–کنترلی) نشان می‌دهند که مدیران خودشیفته برای حفظ استقلال خود از نظارت بازارهای سرمایه (سهامداران و بانک‌ها)، تمایل شدیدی به انباشت وجه نقد دارند. کیائو و همکاران دریافتند که خودشیفتگی مدیرعامل با سطح بالاتری از نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت دارد. بر اساس این دیدگاه، مدیر خودشیفته به نقدینگی در دسترس نیاز دارد تا بدون پاسخگویی به نهادهای تأمین مالی، استراتژی‌های فردگرایانه خود را پیاده کند (Qiao et al., 2022).

از سوی دیگر، رویکرد دوم استدلال می‌کند که مدیران خودشیفته به دلیل نیاز به جلب توجه و نمایش رشدهای خیره‌کننده، منابع نقد شرکت را به سرعت در پروژه‌های پرریسک یا ادغام و تملک‌های مصرف می‌کنند. لین و همکاران نشان دادند که این مدیران برای پوشش دادن اشتباهات استراتژیک خود، به شدت درگیر مدیریت سود و دستکاری اقلام تعهدی می‌شوند (Lin et al., 2020).

نقد مطالعات پیشین و استخراج شکاف: بررسی مطالعات پیشین نشان می‌دهد بخش قابل‌توجهی از پژوهش‌های مربوط به خودشیفتگی مدیرعامل بر پیامدهایی نظیر نگهداشت وجه نقد، سرمایه‌گذاری، ساختار بدهی و مدیریت سود متمرکز بوده‌اند و شواهد کمتری درباره نحوه ارتباط این ویژگی با سازوکارهای روزمره مدیریت سرمایه در گردش در دست است. هرچند زاهر و مارکز–ایلسکاس (۲۰۲۴) مستقیماً رابطه خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد را در شرکت‌های S&P 500 بررسی کرده‌اند، هنوز درباره تعمیم این یافته به محیط‌های نهادی متفاوت و نیز نحوه ارتباط خودشیفتگی با اجزای جداگانه چرخه تبدیل وجه نقد شواهد محدودی وجود دارد. ازاین‌رو، پژوهش حاضر با تمرکز بر بازار سرمایه ایران و تحلیل تفکیکی دوره گردش موجودی، دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت بدهی‌ها، درصدد ارائه شواهد تکمیلی درباره این رابطه است.

با توجه به مطالعات پیشین، اگرچه پیامدهای خودشیفتگی مدیرعامل در حوزه‌هایی نظیر سرمایه‌گذاری، نگهداشت وجه نقد، ساختار بدهی و مدیریت سود مورد بررسی قرار گرفته است، شواهد مستقیم درباره رابطه این ویژگی رفتاری با چرخه تبدیل وجه نقد و به‌ویژه اجزای تشکیل‌دهنده آن همچنان محدود است. افزون بر این، تفاوت محیط نهادی و اقتصادی بازار سرمایه ایران با بازارهای توسعه‌یافته می‌تواند جهت و شدت پیامدهای خودشیفتگی مدیرعامل را تحت

تأثیر قرار دهد. ازاین‌رو، به‌منظور تبیین دقیق‌تر جایگاه پژوهش حاضر در ادبیات و مشخص کردن وجوه تمایز آن با مطالعات پیشین، مقایسه تطبیقی پژوهش حاضر با مهم‌ترین مطالعات مرتبط در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. *مقایسه تطبیقی پژوهش حاضر با مطالعات پیشین و تبیین نوآوری پژوهش*

Table 1. *Comparative Analysis of the Present Study with Prior Research and Its Research Contributions*

پژوهش	محور اصلی پژوهش	یافته/تمرکز اصلی	نوآوری پژوهش حاضر نسبت به آن
هام و همکاران (۲۰۱۸)	خودشیفتگی مدیرعامل، تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت	مدیران عامل خودشیفته تمایل بیشتری به بیش‌سرمایه‌گذاری داشته و شرکت‌های تحت مدیریت آنان از جریان‌های نقدی عملیاتی پایین‌تری برخوردارند.	پژوهش حاضر دامنه پیامدهای خودشیفتگی را از تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت به مدیریت مالی و عملیاتی کوتاه‌مدت گسترش داده و رابطه آن را با CCC و اجزای آن بررسی می‌کند.
لین و همکاران (۲۰۲۰)	خودشیفتگی مدیرعامل و مدیریت سود واقعی	خودشیفتگی با رفتارهای مدیریت سود واقعی و تغییر در تصمیمات عملیاتی شرکت، از جمله سیاست‌های مرتبط با فروش، ارتباط دارد.	پژوهش حاضر به‌جای تمرکز بر مدیریت سود، رابطه ویژگی رفتاری مدیرعامل با زمان‌بندی جریان‌های نقدی عملیاتی و اجزای چرخه تبدیل وجه نقد را اندازه‌گیری می‌کند.
کیائو و همکاران (۲۰۲۲)	خودشیفتگی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد	خودشیفتگی مدیرعامل با سطح بالاتری از نگهداشت وجه نقد همراه است.	گذار از یک شاخص ایستای نقدینگی، یعنی مانده وجه نقد، به یک شاخص پویای عملیاتی یعنی چرخه تبدیل وجه نقد و تحلیل عوامل تشکیل‌دهنده آن.
زاهر و مارکز-ایلسکاس (۲۰۲۴)	خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد	در شرکت‌های S&P 500 ، خودشیفتگی مدیرعامل با کوتاه‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد همراه بوده است.	پژوهش حاضر ضمن آزمون این رابطه در بازار سرمایه ایران، اجزای چرخه تبدیل وجه نقد شامل DIO، DSO و DPO را نیز به‌صورت تفکیکی تحلیل می‌کند تا شواهد دقیق‌تری درباره مسیرهای عملیاتی همراه با تغییرات CCC ارائه شود. افزون بر این، تفاوت جهت یافته حاضر با شواهد گزارش‌شده در شرکت‌های S&P 500 امکان بررسی میزان تعمیم‌پذیری نتایج در یک بستر نهادی متفاوت را فراهم می‌کند.
حسن‌زاده کوچو (۱۴۰۲)	خودشیفتگی مدیران و ساختار سررسید بدهی	خودشیفتگی مدیران با استفاده بیشتر از بدهی‌های کوتاه‌مدت و کاهش سررسید بدهی همراه است.	پژوهش حاضر از ساختار تأمین مالی کوتاه‌مدت فراتر رفته و مستقیماً فرآیند عملیاتی ایجاد، مصرف و بازیافت وجه نقد را بررسی می‌کند.
بشیری‌منش و همکاران (۱۴۰۱)	سوگیری‌های رفتاری مدیران و سیاست‌های نقدینگی	خودشیفتگی مدیران با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری دارد.	پژوهش حاضر به‌جای بررسی سطح نهایی نقدینگی، مکانیسم ایجاد تغییر در نقدینگی از طریق موجودی کالا، مطالبات و بدهی‌های تجاری را مورد توجه قرار می‌دهد.
صالحی و همکاران (۱۴۰۰)	خودشیفتگی مدیران و سیاست نگهداشت وجه نقد	خودشیفتگی با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد و تغییر سرعت تعدیل آن همراه است.	توسعه ادبیات از سیاست نگهداشت وجه نقد به کارایی زمانی گردش منابع کوتاه‌مدت و چرخه تبدیل وجه نقد.

همان‌گونه که مقایسه فوق نشان می‌دهد، پژوهش حاضر با تمرکز بر چرخه تبدیل وجه نقد و اجزای تشکیل‌دهنده آن، شواهد موجود درباره پیامدهای مالی و عملیاتی خودشیفتگی مدیرعامل را تکمیل می‌کند. همچنین، بررسی این رابطه در بازار سرمایه ایران امکان مقایسه نتایج حاصل از یک محیط نهادی متفاوت با شواهد پیشین بازارهای توسعه‌یافته را فراهم می‌آورد. این مقایسه می‌تواند زمینه‌ای برای طرح فرضیه‌های بعدی درباره نقش شرایط نهادی و اقتصادی باشد، هرچند اثر این شرایط در پژوهش حاضر به طور مستقیم آزمون نشده است.

۳. روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش یک دوره پنج ساله، از سال مالی ۱۳۹۹ تا پایان سال مالی ۱۴۰۳ تعیین گردیده است. این بازه زمانی به دلیل دربرگرفتن چرخه‌های تجاری مختلف، امکان کنترل بهینه شوک‌های اقتصاد کلان را فراهم می‌سازد.

به منظور دستیابی به یک نمونه آماری کاملاً همگن و جلوگیری از تورش‌های ساختاری در برآورد مدل، از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غربالگری هدفمند) استفاده شده است. بر این اساس، شرکت‌هایی که فاقد هر یک از معیارهای زیر بودند، از جامعه آماری کنار گذاشته شدند: حذف اول: شرکت‌های فعال در صنعت بانکداری و بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای مالی واسط (تأمین سرمایه‌ها) و سایر واسطه‌گری‌های مالی (نظیر شرکت‌های لیزینگ)؛ علت این حذف نداشتن موجودی کالا در این شرکت‌ها می‌باشد. حذف دوم: شرکت‌های دارای سال مالی منتهی به مقطعی غیر از پایان اسفند ماه و کلیه شرکت‌هایی که در پس از سال ۱۳۹۹ در بورس پذیرفته شده‌اند؛ علت این حذف عدم قابلیت مقایسه آنها می‌باشد. در نهایت با اعمال این محدودیت‌ها تعداد نمونه آماری ۱۶۲ شرکت گردید.

به منظور آزمون تجربی رابطه خودشیفتگی مدیرعامل با چرخه تبدیل وجه نقد، از رویکرد رگرسیون چندمتغیره خطی مبتنی بر داده‌های تابلویی با کنترل اثرات ثابت استفاده شده است. استفاده مدل پایه اقتصادسنجی پژوهش به صورت زیر تصریح می‌گردد.

مدل (۱)

$$CCC_{it}= \beta_0+ \beta_1 CEO\ Narcissism_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it}+ \beta_4 LEV_{it}+ \beta_5 SALESGROWTH_{it}+ \beta_6 AGE_{it}+ \beta_7 TANGIBILITY_{it}+\sum_{t=1}^{T-1} \delta_t YEAR_t+\varepsilon_{it}$$

تشریح اجزای مدل:

CCC_{it}: چرخه تبدیل وجه نقد (متغیر وابسته) برای شرکت i در سال t.

CEO Narcissism: سطح خودشیفتگی مدیرعامل (متغیر مستقل) برای شرکت i در سال t. برآورد ضریب β_1 نشان‌دهنده جهت و شدت رابطه این ویژگی روان‌شناختی با استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش است.

β_2 تا β_7 : ضرایب متغیرهای کنترلی پژوهش که جهت ایزوله کردن رابطه متغیر مستقل وارد مدل شده‌اند.

ε_{it} : جزء اخلال (پسماند) مدل که فرض می‌شود دارای توزیع نرمال با میانگین صفر است.

مکانیسم دقیق استخراج، اندازه‌گیری و استانداردسازی متغیرهای پژوهش با تکیه بر ادبیات مالی و روان‌شناسی سازمانی (تئوری سطوح عالی) استفاده شده است. بر این اساس چرخه تبدیل وجه نقد یک سنجه جامع و پویا از کارایی مدیریت سرمایه در گردش است. این شاخص نشان‌دهنده بازه زمانی (بر حسب روز) است که وجوه نقد شرکت در فرآیند عملیاتی (خرید مواد اولیه، تولید و فروش) مسدود می‌شود تا مجدداً از طریق وصول مطالبات به شکل وجه نقد به چرخه مالی بازگردد (Eskandarnezhad et al., 2020) چرخه تبدیل وجه نقد از برآیند سه جزء اصلی عملیاتی به دست می‌آید:

دوره گردش موجودی کالا (DIO): نشان دهنده میانگین روزهایی است که شرکت موجودی کالای خود را به فروش می‌رساند.

رابطه (۱)

$$DIO: \frac{\text{موجودی کالا}}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته}} \times 365$$

دوره وصول مطالبات نشان‌دهنده (DSO): میانگین زمان لازم برای وصول مطالبات تجاری ناشی از فروش اعتباری (نسیه) است.

رابطه (۲)

$$\text{DSO: } \frac{\text{حسابهای دریافتنی}}{\text{فروش}} \times 365$$

دوره پرداخت بدهی‌ها (DPO): بیانگر میانگین روزهایی است که طول می‌کشد تا شرکت تعهدات و بدهی‌های تجاری خود را به تأمین‌کنندگان پرداخت نماید.

رابطه (۳)

$$\text{DPO: } \frac{\text{حسابهای پرداختنی}}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته}} \times 365$$

در نهایت، متغیر وابسته چرخه تبدیل وجه نقد ازطریق رابطه زیر محاسبه می‌شود (Richards & Laughlin, 1980):

رابطه (۴)

$$CCC_{i.t} = DIO_{i.t} + DSO_{i.t} - DPO_{i.t}$$

ارقام بزرگ‌تر در این متغیر، نشان‌دهنده سطح بالاتری از خودشیفتگی (تکبر و خودپنداره متورم) در مدیرعامل است.

برای اندازه‌گیری خودشیفتگی مدیرعامل، پژوهش حاضر از رویکرد مبتنی بر اندازه امضا با الهام از هام[1] و همکاران (۲۰۱۸) استفاده می‌کند. در این روش، فضای اشغال‌شده (اندازه) امضای مدیرعامل به‌عنوان یک شاخص رفتاری و غیرمستقیم از خودشیفتگی در نظر گرفته می‌شود؛ زیرا امضای بزرگ‌تر می‌تواند بازتابی از تمایل بیشتر فرد به برجسته‌سازی خود، تأکید بر جایگاه شخصی و نمایش اهمیت خویشتن باشد. با توجه به تفاوت‌های ساختاری امضاهای فارسی با امضاهای لاتین، نحوه عملیاتی‌سازی اندازه امضا در پژوهش حاضر متناسب با ویژگی‌های امضاهای ایرانی تعدیل شده است که جزئیات آن در ادامه تشریح می‌شود. در خصوص قابلیت کاربرد این معیار در بافت ایران نیز باید اشاره کرد که استفاده از اندازه امضا برای سنجش خودشیفتگی مدیران در مطالعات داخلی سابقه قابل‌توجهی دارد. از جمله بذرافشان و همکاران (۱۳۹۷)، طاهری عابد و همکاران (۱۳۹۹)، مشایخ و همکاران (۱۳۹۹)، بزرگ اصل و همکاران (۱۴۰۰) ، حسن‌زاده کوچو و مهدی‌نیا اسبویی (۱۴۰۱) و سلیمانی امیری و همکاران (۱۴۰۱) از این معیار در پژوهش‌های خود استفاده کرده‌اند. تکرار به‌کارگیری این شاخص در مطالعات انجام‌شده بر شرکت‌های ایرانی نشان می‌دهد که معیار اندازه امضا در ادبیات حسابداری و مالی داخلی به‌عنوان یکی از روش‌های قابل استفاده برای سنجش غیرمستقیم خودشیفتگی مدیران پذیرفته شده است. بر این اساس، استفاده از این معیار در پژوهش حاضر نیز از پشتوانه کاربردی مناسبی در محیط پژوهشی ایران برخوردار است.

افزون بر سابقه کاربرد این معیار در مطالعات داخلی، شواهد تجربی نیز از اعتبار آن در محیط ایران حمایت می‌کند. بزرگ‌اصل و همکاران (۱۴۰۰) به‌منظور راستی‌آزمایی رابطه میان اندازه امضا و خودشیفتگی، مطالعه‌ای آزمایشی با مشارکت ۶۳ نفر از دانشجویان تحصیلات تکمیلی رشته‌های حسابداری و مالی انجام دادند. در این مطالعه، خودشیفتگی افراد با استفاده از پرسشنامه ۱۶گویه‌ای شخصیت خودشیفته (NPI) اندازه‌گیری و هم‌زمان مساحت امضای آنان پس از تعدیل بر اساس تعداد حروف نام محاسبه شد. نتایج نشان داد میان امتیاز حاصل از پرسشنامه خودشیفتگی و معیار تعدیل‌شده اندازه امضا همبستگی مثبت و معناداری برابر با ۰/۸۱ وجود دارد. این نتیجه، شواهد مستقیمی در تأیید اعتبار معیار اندازه امضا برای سنجش غیرمستقیم خودشیفتگی در بافت ایران فراهم می‌کند و استفاده از این شاخص را در پژوهش حاضر تقویت می‌نماید.

در پژوهش حاضر نیز با اتکا به همین مبنای مفهومی، اندازه امضا به‌عنوان شاخص خودشیفتگی مدیرعامل مورد استفاده قرار گرفت و نحوه عملیاتی محاسبه آن متناسب با ویژگی‌های امضاهای واقعی مدیران در محیط ایران تنظیم

1. Ham

شد. یکی از ویژگی‌های قابل‌توجه امضاهای فارسی آن است که شکل امضا الزاماً تابع طول نام و نام خانوادگی فرد نیست و در بسیاری از موارد به‌صورت یک طرح گرافیکی مستقل شکل می‌گیرد. Soleimani et al (۲۰۱۷) نیز در بررسی ویژگی‌های امضاهای فارسی نشان می‌دهند که برخلاف امضاهای انگلیسی که غالباً از شکل تغییریافته نام افراد تشکیل می‌شوند، امضاهای فارسی اغلب مستقل از نام صاحب امضا هستند. ازاین‌رو، تقسیم مساحت امضا بر تعداد حروف نام در چنین شرایطی می‌تواند تعدیلی نامتناسب ایجاد کند. بر همین اساس، در پژوهش حاضر اندازه فیزیکی خود امضا، بدون تقسیم بر تعداد حروف نام مدیرعامل، به‌عنوان شاخص اصلی مورد استفاده قرار گرفت. در مواردی که نام، نام خانوادگی یا عنوان مدیرعامل به‌صورت نوشته‌ای مستقل و قابل تفکیک در بخشی از محدوده امضا درج شده بود و می‌توانست موجب افزایش مصنوعی مساحت اندازه‌گیری‌شده شود، بخش مزبور جزء شکل گرافیکی امضا محسوب نشد و در تعیین مرزهای مستطیل اندازه‌گیری دخالت داده نشد.

در مرحله عملیاتی اندازه‌گیری، امضای مدیرعامل هر شرکت از صفحه صورت‌های مالی منتشرشده در سامانه کدال که حاوی امضای اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل بود استخراج شد. برای کاهش تفاوت‌های ناشی از نحوه نمایش فایل‌ها، تمامی اسناد در هنگام استخراج امضا با بزرگ‌نمایی ۱۰۰ درصد مشاهده شدند و رویه یکسانی برای تمامی مشاهدات شرکت–سال به کار گرفته شد. پس از شناسایی امضای مدیرعامل، کوچک‌ترین مستطیل محیط بر امضا تعیین شد؛ به‌گونه‌ای که اضلاع آن با دورترین نقاط انتهایی اجزای گرافیکی امضا مماس باشد. به‌منظور کنترل تفاوت‌های ناشی از ابعاد تصویر، وضوح فایل و مقیاس اسکن، اندازه‌گیری صرفاً بر مبنای تعداد خام پیکسل‌ها انجام نشد. عرض و ارتفاع محدوده امضا ابتدا بر حسب پیکسل استخراج و سپس با استفاده از اطلاعات تفکیک‌پذیری تصویر (DPI) به ابعاد فیزیکی بر حسب سانتی‌متر تبدیل شد. بدین ترتیب، اختلاف تعداد پیکسل‌های تصاویر ناشی از تفاوت رزولوشن یا مقیاس اسکن، مستقیماً به‌عنوان تفاوت در اندازه امضا تلقی نشد. سپس تصاویر استخراج‌شده در نرم‌افزار ImageJ وارد و مساحت محدوده اشغال‌شده توسط هر امضا اندازه‌گیری و مقادیر حاصل در نرم‌افزار Excel ثبت شد. این فرآیند برای تمامی مشاهدات شرکت–سال به‌صورت یکسان انجام گرفت تا قابلیت مقایسه شاخص خودشیفتگی در میان شرکت‌ها و دوره‌های مختلف حفظ شود. بر این اساس، عرض و ارتفاع فیزیکی امضا مطابق روابط زیر محاسبه گردید:

رابطه (۴)

$$W_{cm} = \frac{W_{px}}{DPI_x} \times 2.54$$

رابطه (۵)

$$H_{cm} = \frac{H_{px}}{DPI_y} \times 2.54$$

سپس مساحت امضا به‌عنوان شاخص عملیاتی خودشیفتگی مدیرعامل از حاصل‌ضرب عرض و ارتفاع فیزیکی محدوده امضا به‌دست آمد:

رابطه (۶)

$$NARC = Signature\ Area = Wcm \times Hcm$$

در روابط فوق، W_{px} و H_{px} به ترتیب بیانگر عرض و ارتفاع محدوده امضا بر حسب پیکسل، DPI_x و DPI_y نشان‌دهنده وضوح افقی و عمودی تصویر بر حسب نقطه در اینچ، و W_{cm} و H_{cm} بیانگر ابعاد فیزیکی متناظر بر حسب

سانتی‌متر هستند. عدد ۲.۵۴ نیز ضریب تبدیل اینچ به سانتی‌متر است. در نهایت، شاخص $NARC$ برابر با مساحت فیزیکی مستطیل محیط بر بخش گرافیکی امضا بر حسب سانتی‌متر مربع محاسبه شد؛ به‌گونه‌ای که مقادیر بزرگ‌تر این شاخص، نشان‌دهنده اندازه بزرگ‌تر امضا و در چارچوب معیار مورد استفاده پژوهش، سطح بالاتر خودشیفتگی مدیرعامل است.

به منظور اطمینان از این امر که رابطه متغیر مستقل با متغیر وابسته تحت‌الشعاع عوامل بنیادی شرکت قرار نمی‌گیرد، متغیرهای کنترلی زیر که از پیشران‌های اصلی مدیریت نقدینگی به شمار می‌آیند، در مدل لحاظ شده‌اند (Wang et al., 2022).

اندازه شرکت(SIZE): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت؛

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها؛

اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی‌های شرکت به مجموع دارایی‌ها؛

رشد فروش (SALESGROWTH): رشد فروش شرکت نسبت به سال قبل؛

سن شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی سال‌های فعالیت شرکت در بورس اوراق بهادار تهران؛

مشهود بودن دارایی‌ها (TANGIBILITY): نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌های شرکت.

سال (YEAR): متغیرهای مجازی سال به‌منظور کنترل اثرات مشترک زمانی و شوک‌های کلان اقتصادی در سال‌های مختلف؛

٤. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

در این بخش، به‌منظور بررسی رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد، ابتدا ویژگی‌های توصیفی متغیرهای پژوهش بررسی شده و سپس آزمون‌های تشخیصی مربوط به داده‌های تابلویی انجام می‌شود. در ادامه، پس از تعیین روش مناسب برآورد مدل و بررسی مفروضات رگرسیونی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش ارائه و تفسیر می‌شود. داده‌های پژوهش شامل ۱۶۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره پنج‌ساله ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ است که در مجموع ۸۱۰ مشاهده شرکت–سال را تشکیل می‌دهد.

جدول ۲. *آمار توصیفی متغیرهای پژوهش*

Table 2. *Descriptive statistics of research variables*

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
چرخه تبدیل وجه نقد	۲۰۶/۴۰۳	۱۵۹/۸۸۴	۷۶۸/۷۶۵	−۴۳/۴۵۴	۱۸۸/۰۶۲	۱/۱۸۵	۳/۹۰۰
خودشیفتگی مدیرعامل	۱۹/۴۴۸	۱۸/۳۸۵	۲۹/۹۵۲	۱۱/۸۰۱	۳/۸۰۷	۰/۷۷۶	۲/۶۱۶
اندازه شرکت	۱۶/۶۶۲	۱۶/۳۹۳	۲۲/۲۱۷	۱۲/۹۸۶	۱/۷۲۰	۰/۷۳۸	۳/۳۳۰
بازده دارایی‌ها	۰/۲۱۱	۰/۲۰۲	۰/۷۰۰	−۰/۳۸۰	۰/۱۶۰	۰/۱۸۵	۳/۲۶۲
اهرم مالی	۰/۴۷۲	۰/۴۵۸	۱/۸۰۵	۰/۰۱۷	۰/۲۱۷	۰/۷۳۳	۵/۱۶۲
رشد فروش	۰/۵۴۸	۰/۴۶۷	۲/۱۳۲	−۰/۲۷۱	۰/۴۳۴	۱/۰۹۵	۴/۷۴۲
عمر شرکت	۳/۱۱۶	۳/۱۳۵	۴/۰۴۳	۱/۹۴۶	۰/۳۶۷	−۰/۲۵۶	۳/۶۰۱
نسبت مشهود بودن دارایی‌ها	۰/۲۵۹	۰/۲۱۴	۰/۸۶۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۸	۰/۷۸۶	۲/۸۱۲

بر اساس نتایج جدول ۲، میانگین چرخه تبدیل وجه نقد شرکت‌های مورد بررسی برابر با ۲۰۶/۴۰۳ روز است؛ به این معنا که به طور متوسط حدود ۲۰۶ روز میان خروج وجه نقد برای تأمین نهاده‌های عملیاتی و بازیافت مجدد آن از محل فروش و وصول مطالبات فاصله وجود دارد. میانه این متغیر برابر با ۱۵۹/۸۸۴ روز است که کمتر بودن آن از میانگین،

همراه با ضریب چولگی مثبت ۱/۱۸۵، بیانگر وجود تعدادی شرکت با چرخه تبدیل وجه نقد نسبتاً طولانی در نمونه است. بیشترین مقدار این متغیر ۷۶۸/۷۶۵ روز و کمترین مقدار آن ۴۳/۴۵۴- روز گزارش شده است. منفی بودن چرخه تبدیل وجه نقد در برخی شرکت‌ها می‌تواند نشان‌دهنده شرایطی باشد که دوره پرداخت بدهی‌های تجاری از مجموع دوره نگهداری موجودی کالا و دوره وصول مطالبات طولانی‌تر بوده و شرکت قادر است بخشی از عملیات خود را از طریق اعتبار تأمین‌کنندگان مالی کند. همچنین، انحراف معیار ۱۸۸/۰۶۲ نشان‌دهنده تفاوت قابل‌ملاحظه شرکت‌های نمونه از نظر سیاست‌ها و کارایی مدیریت سرمایه در گردش است.

میانگین خودشیفتگی مدیرعامل، که بر اساس اندازه یا مساحت امضای مدیرعامل اندازه‌گیری شده است، برابر با ۱۹/۴۴۸ و میانه آن ۱۸/۳۸۵ است. دامنه تغییر این متغیر از ۱۱/۸۰۱ تا ۲۹/۹۵۲ و انحراف معیار آن ۳/۸۰۷ است. این پراکندگی نشان می‌دهد مدیران عامل شرکت‌های مورد بررسی از نظر شاخص رفتاری خودشیفتگی تفاوت قابل‌توجهی با یکدیگر دارند. مثبت بودن چولگی این متغیر نیز نشان می‌دهد تعداد محدودی از مدیران دارای مقادیر نسبتاً بالاتری از شاخص خودشیفتگی هستند.

میانگین اندازه شرکت برابر با ۱۶/۶۶۲ و انحراف معیار آن ۱/۷۲۰ است که نشان‌دهنده وجود تفاوت در مقیاس فعالیت شرکت‌های نمونه است. با توجه به اینکه اندازه شرکت معمولاً از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود، اختلاف میان کمترین و بیشترین مقدار این متغیر نشان‌دهنده حضور شرکت‌هایی با مقیاس اقتصادی متفاوت در نمونه پژوهش است.

میانگین بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۲۱۱ است که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه به طور متوسط بازدهی معادل حدود ۲۱/۱ درصد نسبت به دارایی‌های خود داشته‌اند. کمترین مقدار این شاخص ۰/۳۸۰- و بیشترین مقدار آن ۰/۷۰۰ است. وجود مقادیر منفی در این متغیر نشان‌دهنده زیان‌ده بودن برخی مشاهدات شرکت–سال و دامنه نسبتاً گسترده آن بیانگر تفاوت شرکت‌ها از نظر عملکرد سودآوری است.

میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۴۷۲ است؛ بنابراین، به طور متوسط حدود ۴۷/۲ درصد منابع مالی شرکت‌های نمونه از طریق بدهی تأمین شده است. بیشینه این نسبت ۱/۸۰۵ است که نشان می‌دهد در برخی مشاهدات، میزان بدهی‌ها حتی از ارزش دفتری دارایی‌ها یا حقوق صاحبان سهام قابل اتکا فراتر رفته است. انحراف معیار ۰/۲۱۷ نیز بیانگر تفاوت محسوس شرکت‌ها در ساختار تأمین مالی است.

با توجه به وجود مشاهدات افراطی در متغیر رشد فروش، به‌منظور کاهش اثر داده‌های پرت، مقادیر این متغیر در دو انتهای توزیع در سطح یک درصد وینسورایز شد. پس از اعمال این تعدیل، میانگین رشد فروش برابر با ۰/۵۴۸ و میانه آن ۰/۴۶۷ است و مقادیر بیشینه و کمینه نیز به ترتیب ۲/۱۳۲ و ۰/۲۷۱- به دست آمده است. همچنین، چولگی این متغیر از ۱۳/۸۶۷ به ۱/۰۹۵ و کشیدگی آن از ۲۹۵/۸۱۰ به ۴/۷۴۲ کاهش یافته است که نشان‌دهنده کاهش قابل‌ملاحظه اثر مشاهدات افراطی و بهبود ویژگی‌های توزیعی متغیر رشد فروش است. بر این اساس، مقادیر وینسورایز شده در سطح یک درصد در برآورد مدل اصلی پژوهش مورد استفاده قرار گرفت. همچنین، مقایسه نتایج برآورد مدل با مقادیر اولیه و وینسورایز شده نشان داد که این تعدیل موجب تغییر اساسی در نتایج اصلی پژوهش نشده است که نتایج این بررسی به طور مفصل در بخش تحلیل یافته‌ها و آزمون استحکام نتایج ارائه خواهد شد.

میانگین شاخص عمر شرکت برابر با ۳/۱۱۶ و انحراف معیار آن ۰/۳۶۷ است که نشان‌دهنده وجود شرکت‌هایی با سابقه فعالیت متفاوت در نمونه است. همچنین، میانگین نسبت مشهود بودن دارایی‌ها برابر با ۰/۲۵۹ است؛ به بیان دیگر، به طور متوسط حدود ۲۵/۹ درصد دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی در قالب دارایی‌های مشهود مورد استفاده در تعریف این متغیر قرار گرفته است. در مجموع، مقایسه نتایج آمار توصیفی این پژوهش با مطالعات پیشین نشان می‌دهد که الگوی پراکندگی، توزیع و سطح متغیرهای اصلی پژوهش با شواهد تجربی موجود در ادبیات موضوع

سازگاری داشته و از اعتبار داده‌ها و قابلیت اتکای نتایج حاصل از تحلیل‌های استنباطی در مراحل بعدی پشتیبانی می‌کند.

نتایج آزمون جارک–برا برای تمامی متغیرها در سطح خطای ۵ درصد معنادار است؛ بنابراین فرض نرمال بودن توزیع متغیرهای خام رد می‌شود. بااین‌حال، باتوجه‌به قضیه حد مرکزی، در صورت کافی بودن حجم نمونه (در این پژوهش نمونه ۸۱۰ مشاهده است)، توزیع میانگین نمونه‌ای هر یک از متغیرها به تقریب نرمال خواهد بود؛ بنابراین، علی‌رغم عدم نرمال بودن متغیرها، می‌توان از روش‌های رگرسیون و آزمون‌های پارامتریک برای تحلیل داده‌ها استفاده کرد.

برای بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد تابلویی هادری استفاده شده است. بر اساس نتایج موجود، سطح احتمال تمامی متغیرهای پژوهش طبق این آزمون مانا می‌باشند.

در ادامه به‌منظور بررسی اولیه جهت و شدت ارتباط خطی بین متغیرهای پژوهش، از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است. نتایج آن در میان متغیرهای توضیحی، از آنجا که ضرایب همبستگی میان متغیرهای توضیحی از حدود متعارف ایجادکننده نگرانی جدی درباره هم‌خطی چندگانه فاصله دارند، شواهد اولیه از نبود هم‌خطی شدید حکایت دارد. بااین‌حال، برای بررسی دقیق‌تر این موضوع از عامل تورم واریانس نیز استفاده شده است.

برای انتخاب بین الگوی تلفیقی و الگوی داده‌های تابلویی، از آزمون اف لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون اف‌لیمر نشان می‌دهد که تفاوت‌های مقطعی میان شرکت‌ها از نظر چرخه تبدیل وجه نقد معنادار بوده و استفاده از مدل داده‌های تابلویی در مقایسه با مدل تلفیقی مناسب‌تر است. این یافته از منظر اقتصادی نیز قابل توجیه است؛ زیرا شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از نظر عواملی نظیر ساختار عملیاتی، سیاست‌های اعتباری، قدرت چانه‌زنی با تأمین‌کنندگان، ساختار مالکیت، ویژگی‌های صنعت و شیوه مدیریت سرمایه در گردش با یکدیگر تفاوت دارند. در نتیجه، نادیده گرفتن ناهمگنی‌های ثابت شرکت‌ها می‌تواند به برآوردهای نامناسب منجر شود.

پس از تأیید ساختار تابلویی داده‌ها، برای انتخاب بین الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. نتایج این آزمون حاکی از آن است که رابطه مختص هر شرکت با حداقل برخی از متغیرهای توضیحی همبسته بوده و الگوی اثرات ثابت مقطعی به‌عنوان الگوی مناسب برای برآورد رابطه مورد بررسی انتخاب می‌شود. انتخاب الگوی اثرات ثابت از نظر ماهیت پژوهش نیز منطقی است؛ زیرا امکان کنترل ویژگی‌های ثابت و مشاهده‌نشده هر شرکت، مانند فرهنگ سازمانی، خصوصیات پایدار ساختار مالکیت، ماهیت فعالیت و برخی ویژگی‌های مدیریتی و نهادی را فراهم می‌کند و از این طریق می‌تواند برآورد دقیق‌تری از ارتباط تغییرات خودشیفتگی مدیرعامل با چرخه تبدیل وجه نقد ارائه دهد.

در ادامه برای بررسی ثابت بودن واریانس جملات اخلال از آزمون بروش–پاگان–گادفری استفاده شده است.

جدول ۳. *نتایج آزمون ناهمسانی واریانس برای مدل پژوهش*

Table 3. *Results of the heteroscedasticity test for research model*

آماره	مقدار	سطح معناداری
آماره اف	۹/۲۲۲	۰/۰۰۰
تعداد مشاهدات ضربدر ضریب تعیین	۹۱/۳۵۱	۰/۰۰۰
مجموع مربعات توضیح داده‌شده تعدیل‌شده	۱۴۷/۷۱۷	۰/۰۰۰

فرض صفر این آزمون بیانگر همسانی واریانس جملات اخلال است. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، فرض صفر رد شده و وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال تأیید می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد پراکندگی خطاهای مدل در میان شرکت‌ها یا مشاهدات یکسان نیست و استفاده از روش حداقل مربعات معمولی بدون انجام اصلاحات

لازم می‌تواند به برآورد نامناسب خطاهای استاندارد و در نتیجه استنباط آماری نادرست منجر شود. ازاین‌رو، در برآورد نهایی مدل از روش‌های مقاوم در برابر ناهمسانی واریانس و وزن‌دهی مقاطع استفاده شده است تا اثر این مسئله بر خطاهای استاندارد و آزمون معناداری ضرایب کاهش یابد.

برای بررسی وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال از آزمون بروش–گادفری استفاده شد.

جدول ٤. *نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی برای مدل پژوهش*

Table 4. *Results of the serial autocorrelation test for the research model*

آماره	مقدار	سطح معناداری
آماره اف	۴۸/۳۴۰	۰/۰۰۰
تعداد مشاهدات ضربدر ضریب تعیین	۸۷/۷۲۴	۰/۰۰۰

فرض صفر آزمون بروش–گادفری بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی تا وقفه دوم است. با توجه به اینکه سطح معناداری هر دو آماره کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر رد شده و شواهد اولیه حاکی از وجود خودهمبستگی در جملات اخلال مدل است. وجود خودهمبستگی نشان می‌دهد بخشی از شوک‌ها یا عوامل مؤثر بر چرخه تبدیل وجه نقد یک شرکت ممکن است در طول زمان استمرار داشته باشد؛ امری که با ماهیت سیاست‌های سرمایه در گردش نیز سازگار است، زیرا سیاست‌های مربوط به موجودی کالا، مطالبات تجاری و پرداخت به تأمین‌کنندگان معمولاً طی یک دوره مالی به طور کامل مستقل از دوره‌های قبل نیستند.

با توجه به شواهد حاصل از آزمون‌های تشخیصی مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال، در برآورد نهایی مدل از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تابلویی با وزن‌دهی مقاطع استفاده شد. وزن‌دهی مقاطع به‌منظور لحاظ کردن تفاوت واریانس جملات اخلال میان شرکت‌ها به کار گرفته شد. افزون بر این، به‌منظور انجام استنباط آماری مقاوم در حضور ناهمسانی واریانس و وابستگی زمانی خطاهای متعلق به یک شرکت، خطاهای استاندارد در سطح شرکت خوشه‌بندی شدند. در این رویکرد، خطاهای مشاهدات مختلف متعلق به یک شرکت در طول زمان الزاماً مستقل فرض نمی‌شوند و همبستگی سریالی درون‌شرکتی در محاسبه ماتریس واریانس–کوواریانس ضرایب لحاظ می‌شود.

برای بررسی احتمال وجود هم‌خطی چندگانه میان متغیرهای توضیحی از عامل تورم واریانس استفاده شده است.

جدول ٥. نتایج آزمون هم‌خطی در مدل پژوهش

Table 5. Results of the collinearity test in the research model

متغیر	عامل تورم واریانس
خودشیفتگی مدیرعامل	۱/۱۷۳
اندازه شرکت	۱/۲۷۲
بازده دارایی‌ها	۱/۶۸۵
اهرم مالی	۱/۶۵۹
رشد فروش	۱/۱۹۷
عمر شرکت	۱/۲۲۰
نسبت مشهود بودن دارایی‌ها	۱/۲۸۹

همان‌گونه که مشاهده می‌شود، تمامی مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از ۲ و به میزان قابل‌توجهی پایین‌تر از حدود متعارف ۵ یا ۱۰ هستند. بیشترین مقدار مربوط به بازده دارایی و برابر با ۱/۶۸۵ است. بنابراین، شواهدی مبنی بر وجود هم‌خطی چندگانه شدید میان متغیرهای توضیحی مشاهده نمی‌شود و ضرایب مدل از این حیث قابلیت تفسیر مناسبی دارند. این نتیجه با ماتریس همبستگی نیز سازگار است.

پس از انجام آزمون‌های تشخیصی و انتخاب الگوی اثرات ثابت شرکت، مدل نهایی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تابلویی و وزن‌دهی مقاطع برآورد شد. انتخاب وزن‌دهی مقاطع با هدف لحاظ کردن ناهمسانی واریانس میان واحدهای مقطعی صورت گرفت. همچنین، برای افزایش قابلیت اتکای استنباط آماری در حضور خودهمبستگی سریالی و ناهمسانی واریانس، ماتریس واریانس–کوواریانس ضرایب با استفاده از خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌ای در سطح شرکت محاسبه شد. در این ساختار، امکان همبستگی خطاهای یک شرکت در دوره‌های مختلف لحاظ می‌شود. اثرات ثابت شرکت و اثرات سال نیز در مدل کنترل شدند. در مدل نهایی، علاوه بر خودشیفتگی مدیرعامل به‌عنوان متغیر اصلی پژوهش، اثر متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، رشد فروش، عمر شرکت و مشهود بودن دارایی‌ها نیز کنترل شد. نتایج حاصل از برآورد مدل نهایی، شامل ضرایب متغیرها، خطاهای استاندارد، آماره‌های تی و سطوح معناداری، در جدول شماره ۶ ارائه شده است.

جدول ٦. نتیجه آزمون فرضیه

Table 6. Hypothesis test result

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری	نتیجه
مقدار ثابت	-۴۳۴/۶۸۵	۱۳۱/۴۶۶	-۳/۳۰۶	۰/۰۰۱	معنادار
خودشیفتگی مدیرعامل	۹/۳۸۱	۰/۷۴۵	۱۲/۵۸۶	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
اندازه شرکت	۱۸/۳۴۰	۴/۵۲۷	۴/۰۵۲	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
بازده دارایی‌ها	۷۳/۶۹۲	۲۱/۲۵۱	۳/۴۶۸	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
اهرم مالی	-۳۸/۳۴۱	۱۸/۷۶۷	-۲/۰۴۳	۰/۰۴۲	منفی و معنادار
رشد فروش	-۳۷/۵۱۱	۳/۷۷۱	-۹/۹۴۸	۰/۰۰۰	منفی و معنادار
عمر شرکت	۷۱/۲۸۸	۳۳/۴۴۳	۲/۱۳۲	۰/۰۳۳	مثبت و معنادار
نسبت مشهود بودن دارایی‌ها	-۶۴/۷۷۴	۱۷/۳۷۳	-۳/۷۲۸	۰/۰۰۰	منفی و معنادار
سال	اثرات سال در مدل کنترل شد.				
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷۰	آماره فیشر		۸۶/۵۴۷	
آماره دوربین واتسون	۲/۱۵۹	معناداری آماره فیشر		۰/۰۰۰	

آماره اف مدل برابر با ۸۶/۵۴۷ و سطح احتمال آن برابر ۰/۰۰۰ است. بنابراین، مجموعه متغیرهای توضیحی مدل از توان معناداری برای تبیین تغییرات چرخه تبدیل وجه نقد برخوردار بوده و مدل از نظر کلی معنادار است. همچنین، ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با ۰/۲۷۰ است که نشان می‌دهد حدود ۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای موجود در مدل و اثرات کنترلی تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون نیز برابر با ۲/۱۵۹ است که نشانه‌ای از رفع خودهمبستگی شدید مرتبه اول در اجزای اخلال مدل می‌باشد. افزون بر این، اثرات سال در مدل کنترل شده است تا تأثیر شوک‌ها و شرایط مشترک سالانه بر نتایج کاهش یابد. مهم‌ترین نتیجه مدل مربوط به متغیر خودشیفتگی مدیرعامل است. ضریب این متغیر برابر با ۹/۳۸۱ و آماره تی آن برابر با ۱۲/۵۸۶ است که در سطح خطای کمتر از یک درصد معنادار است. بنابراین، پس از کنترل سایر متغیرهای مدل و اثرات سالانه، بین خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه‌ای مثبت و معنادار مشاهده می‌شود. به بیان دیگر، با افزایش یک واحد در شاخص خودشیفتگی مدیرعامل و با ثابت نگه داشتن سایر شرایط، چرخه تبدیل وجه نقد به طور متوسط حدود ۹/۳۸۱ واحد افزایش می‌یابد.

با توجه به اینکه فرضیه پژوهش به‌صورت غیرجهت‌دار تدوین شده و صرفاً وجود رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد را پیش‌بینی می‌کند، معناداری ضریب خودشیفتگی مدیرعامل نشان می‌دهد که فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. افزون بر این، علامت مثبت ضریب مشخص می‌کند که جهت رابطه مشاهده‌شده در نمونه پژوهش مثبت

است. نتیجه مزبور می‌تواند از منظر ویژگی‌های رفتاری مدیران خودشیفته تبیین شود. مدیران دارای سطح بالاتر خودشیفتگی معمولاً تمایل بیشتری به اعتمادبه‌نفس بالا، پذیرش ریسک، دنبال کردن تصمیم‌های جسورانه و اجرای راهبردهایی دارند که قابلیت برجسته‌سازی عملکرد و جایگاه مدیریتی آنان را فراهم می‌کند. چنین گرایش‌هایی می‌تواند موجب اتخاذ سیاست‌های تهاجمی‌تر در زمینه رشد فعالیت‌ها، سرمایه‌گذاری در موجودی کالا، اعطای اعتبار تجاری به مشتریان و توسعه عملیات شرکت شود. در این شرایط، منابع بیشتری از شرکت ممکن است برای مدت طولانی‌تری در موجودی کالا و مطالبات تجاری درگیر شود و در نتیجه فاصله زمانی میان پرداخت وجه برای نهاده‌های عملیاتی و بازیافت وجه حاصل از فروش افزایش یابد. به‌عبارت دیگر، مدیر خودشیفته ممکن است در مقایسه با مدیران کمتر خودشیفته، دستیابی به رشد، توسعه فعالیت و نمایش موفقیت شرکت را بر محدود کردن منابع درگیر در سرمایه در گردش مقدم بداند. این رفتار می‌تواند چرخه تبدیل وجه نقد را طولانی‌تر کند. نتیجه به‌دست‌آمده از این منظر با دیدگاهی سازگار است که خودشیفتگی مدیریتی را با ریسک‌پذیری بیشتر، اعتمادبه‌نفس بالا و اتخاذ تصمیم‌های تهاجمی‌تر مرتبط می‌داند.

در میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و عمر شرکت دارای ضرایب مثبت و از نظر آماری معنادار هستند. این نتایج نشان می‌دهد افزایش اندازه شرکت، سودآوری و سابقه فعالیت شرکت با افزایش چرخه تبدیل وجه نقد همراه است. این رابطه را می‌توان به گستردگی بیشتر فعالیت‌های عملیاتی در شرکت‌های بزرگ‌تر، توان بالاتر شرکت‌های سودآور در نگهداری منابع در سرمایه در گردش و پیچیدگی بیشتر روابط تجاری و اعتباری در شرکت‌های باسابقه‌تر نسبت داد.

در مقابل، اهرم مالی، رشد فروش و نسبت مشهود بودن دارایی‌ها دارای ضرایب منفی و از نظر آماری معنادار هستند. این نتایج بیانگر آن است که افزایش اهرم مالی، رشد فروش و سهم دارایی‌های مشهود با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد همراه است. این رابطه را می‌توان به فشار بیشتر برای مدیریت نقدینگی در شرکت‌های دارای بدهی بالاتر، گردش سریع‌تر فعالیت‌های عملیاتی در شرکت‌های دارای رشد فروش بیشتر و برخورداری شرکت‌های دارای دارایی‌های مشهود بیشتر از ظرفیت مناسب‌تر برای تأمین مالی نسبت داد. در مجموع، نتایج نشان می‌دهد ویژگی‌های مالی و عملیاتی شرکت نقش معناداری در تبیین تغییرات چرخه تبدیل وجه نقد دارند.

افزون بر نتایج فوق، به‌منظور اطمینان از استحکام یافته‌های پژوهش نسبت به نحوه کنترل مشاهدات پرت، مدل یک‌بار با مقادیر اولیه و تعدیل نشده متغیر رشد فروش و بار دیگر با مقادیر وینسورایز شده در سطح یک درصد برآورد شد. مقایسه نتایج دو برآورد نشان داد که اعمال وینسورایز تغییر اساسی در علامت، اندازه و سطح معناداری ضریب متغیر اصلی پژوهش ایجاد نکرده است. بر این اساس، می‌توان بیان کرد که نتیجه اصلی پژوهش نسبت به نحوه کنترل مشاهدات افراطی متغیر رشد فروش حساس نبوده و از استحکام مناسبی برخوردار است.

به‌منظور بررسی دقیق‌تر سازوکار رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد، سه مؤلفه تشکیل‌دهنده چرخه تبدیل وجه نقد شامل دوره گردش موجودی کالا (DIO)، دوره وصول مطالبات (DSO) و دوره پرداخت بدهی‌ها (DPO) به طور جداگانه به‌عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفتند که نتایج آن در جدول ۷ ارائه گردیده است.

نتایج نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل با دوره گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات رابطه مثبت و معنادار و با دوره پرداخت بدهی‌ها رابطه منفی و معنادار دارد. این یافته‌ها بیانگر آن است که افزایش خودشیفتگی مدیرعامل با طولانی‌تر شدن زمان نگهداری موجودی و وصول مطالبات و در عین حال کوتاه‌تر شدن دوره پرداخت بدهی‌ها همراه است. نتایج تحلیل تفکیکی با یافته مدل اصلی چرخه تبدیل وجه نقد نیز همسو است؛ زیرا در برآورد مدل اصلی نیز ضریب خودشیفتگی مدیرعامل مثبت و معنادار به دست آمد. به بیان دیگر، جهت رابطه مشاهده‌شده در هر سه مؤلفه به‌گونه‌ای است که در نهایت به طولانی‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد منجر می‌شود. الگوی رابطه مشاهده‌شده در هر

سه مؤلفه در مجموع با طولانی‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد همسو است. بنابراین، تحلیل تفکیکی نشان می‌دهد رابطه مثبت مشاهده‌شده میان خودشیفتگی و CCC با الگوی روابط آن با سه جزء اصلی چرخه سازگار است.

جدول ۷. *نتایج تحلیل تفکیکی اجزای چرخه تبدیل وجه نقد*

Table 7. *Results of the Separate Analysis of Cash Conversion Cycle Components*

متغیر	دوره گردش موجودی کالا (DIO)		دوره وصول مطالبات (DSO)		دوره پرداخت بدهی‌ها (DPO)	
	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری
مقدار ثابت	۲۴۱/۹۲۰	۰/۳۹۸	-۶۸۸/۹۵۴	۰/۰۰۰	۴۵۷/۳۹۶	۰/۰۴۶
خودشیفتگی مدیرعامل	۵/۳۳۸	۰/۰۰۰	۱/۱۰۸	۰/۰۰۱	-۰/۶۲۸	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	-۶/۶۷۵	۰/۵۸۲	۵۱/۶۹۷	۰/۰۰۰	۳۲/۱۸۱	۰/۰۰۱
بازده دارایی‌ها	-۲۵/۴۱۴	۰/۵۴۴	-۱۹/۳۴۵	۰/۱۲۳	-۱۵۴/۱۹۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۱۶/۶۰۲	۰/۵۹۷	-۱۳/۹۷۳	۰/۲۲۵	۱۰۴/۶۹۶	۰/۰۰۰
رشد فروش	-۴۴/۸۰۴	۰/۰۰۰	-۲۶/۸۱۰	۰/۰۰۰	-۲۷/۷۵۱	۰/۰۰۰
عمر شرکت	۱۲/۹۳۰	۰/۸۵۵	۱۱/۲۶۸	۰/۵۸۲	۴۹/۳۴۵	۰/۴۰۴
نسبت مشهود بودن دارایی‌ها	۲۳/۰۹۹	۰/۴۴۲	-۱۰۳/۶۵۹	۰/۰۰۰	-۸/۱۵۰	۰/۷۶۳
سال	اثرات سال در مدل کنترل شد.					
سایر آماره‌های اطلاعاتی						
آماره فیشر	۲۲/۷۴۹		۶۳/۹۷۵		۱۲/۷۸۴	
معناداری فیشر	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۵۸		۰/۰۵۵		۰/۱۴۸	
آماره دوربین واتسون	۱/۹۳۲		۱/۷۷۰		۱/۷۳۲	

۵. بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. اهمیت این موضوع از آنجا ناشی می‌شود که مدیریت سرمایه در گردش و چرخه تبدیل وجه نقد، برخلاف بسیاری از تصمیمات راهبردی بلندمدت، با فعالیت‌های روزمره شرکت و تصمیماتی نظیر میزان موجودی کالا، شرایط فروش اعتباری، وصول مطالبات و نحوه مدیریت بدهی‌های تجاری ارتباط مستقیم دارد. ازاین‌رو، بررسی نقش ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل در این حوزه می‌تواند درک دقیق‌تری از منشأ تفاوت شرکت‌ها در کارایی مدیریت منابع کوتاه‌مدت فراهم کند.

نتایج حاصل از برآورد مدل نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل دارای ضریب مثبت و معناداری برابر با ۹/۳۸۱ است. بنابراین، با ثابت نگه داشتن سایر شرایط، افزایش یک واحد در شاخص خودشیفتگی مدیرعامل با افزایش تقریبی ۹/۳۸۱ واحدی در چرخه تبدیل وجه نقد همراه است. بر این اساس، شواهد تجربی کافی برای رد فرضیه غیرجهت‌دار پژوهش مبنی بر وجود رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد وجود ندارد. بااین‌حال، با توجه به مثبت بودن ضریب برآوردشده، جهت رابطه در نمونه مورد مطالعه مثبت است؛ به این معنا که در شرکت‌های مورد بررسی و طی دوره زمانی ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳، افزایش خودشیفتگی مدیرعامل با طولانی‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد همراه بوده است. تأکید می‌شود که مثبت بودن این رابطه، نتیجه تجربی حاصل از نمونه و دوره مورد بررسی است و از آنجا که فرضیه پژوهش از ابتدا به‌صورت غیرجهت‌دار تدوین شده است، نباید این جهت مثبت را به‌عنوان یک رابطه قطعی و قابل تعمیم به تمامی شرکت‌ها، صنایع، دوره‌های زمانی یا سایر محیط‌های نهادی تلقی کرد. ازاین‌رو، یافته پژوهش حاضر

وجود رابطه میان دو متغیر را در نمونه مورد بررسی نشان می‌دهد و جهت مثبت آن باید در چارچوب ویژگی‌های نمونه و شرایط اقتصادی و نهادی دوره پژوهش تفسیر شود.

همچنین، تحلیل تفکیکی اجزای چرخه تبدیل وجه نقد نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل با دوره گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات رابطه مثبت و معنادار و با دوره پرداخت بدهی‌ها رابطه منفی و معنادار دارد؛ الگویی که در مجموع با طولانی‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد همسو است.

این یافته را می‌توان در چارچوب نظریه رده‌های عالی تبیین کرد. بر اساس این نظریه، تصمیمات شرکت صرفاً تابع شرایط اقتصادی و اطلاعات مالی نیست، بلکه ارزش‌ها، ادراکات و ویژگی‌های شناختی مدیران ارشد نیز در شکل‌گیری آن‌ها نقش دارند. مدیرعامل خودشیفته به دلیل اعتماد زیاد به قضاوت شخصی، احساس برتری، تمایل به جلب توجه و گرایش بیشتر به پذیرش ریسک، ممکن است راهبردهایی را دنبال کند که توسعه فعالیت، رشد فروش و نمایش موفقیت شرکت را بر کارایی کوتاه‌مدت منابع مقدم می‌داند. در چنین شرایطی، شرکت ممکن است منابع بیشتری را در موجودی کالا، فروش‌های اعتباری و سایر اقلام سرمایه در گردش درگیر کند و بازیافت این منابع به وجه نقد با فاصله زمانی بیشتری انجام شود.

از منظر نظریه نمایندگی نیز نتیجه پژوهش قابل تبیین است. مدیران خودشیفته معمولاً اهمیت بیشتری برای حفظ اختیار و استقلال خود در تخصیص منابع قائل‌اند و ممکن است تصمیماتی اتخاذ کنند که بیش از آنکه منطبق با سطح بهینه اقتصادی سرمایه در گردش باشد، در راستای اهداف و ترجیحات شخصی آنان قرار گیرد. تمایل به توسعه بیش از حد عملیات، اجرای برنامه‌های جاه‌طلبانه و حفظ منابع در دسترس برای تصمیمات آتی می‌تواند موجب شود منابع شرکت برای مدت طولانی‌تری در چرخه عملیاتی باقی بماند. در نتیجه، خودشیفتگی می‌تواند از طریق ایجاد فاصله میان تصمیمات واقعی مدیر و سطح بهینه اقتصادی سرمایه در گردش، به افزایش چرخه تبدیل وجه نقد منجر شود.

یافته پژوهش همچنین با شواهدی که خودشیفتگی مدیرعامل را با اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری جسورانه‌تر و تخصیص بیشتر منابع مرتبط می‌دانند، هم‌راستا است. برای نمونه، هام و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند مدیران عامل خودشیفته تمایل بیشتری به بیش‌سرمایه‌گذاری داشته و شرکت‌های تحت مدیریت آنان از جریان‌های نقدی عملیاتی پایین‌تری برخوردارند. همچنین، شواهد داخلی ارائه‌شده توسط بشیری‌منش و همکاران (۱۴۰۱) و صالحی و همکاران (۱۴۰۰) نشان می‌دهد خودشیفتگی مدیران با افزایش نگهداشت وجه نقد و تغییر سیاست‌های مرتبط با نقدینگی شرکت همراه است. در مجموع، این شواهد از این استدلال حمایت می‌کند که خودشیفتگی مدیرعامل می‌تواند نحوه تخصیص و گردش منابع شرکت را همراهی کند.

با این حال، نتیجه پژوهش حاضر از نظر جهت رابطه با یافته زاهر و مارکز–ایلسکاس (۲۰۲۴) متفاوت است. آنان در نمونه‌ای از شرکت‌های S&P 500 رابطه منفی میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد گزارش کردند، درحالی‌که در نمونه پژوهش حاضر، خودشیفتگی مدیرعامل با چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر همراه است. این تفاوت نشان می‌دهد شواهد موجود درباره جهت این رابطه یکسان نیست و مطالعه حاضر در یک محیط نهادی متفاوت، شواهد جدیدی ارائه می‌کند و از این طریق ضرورت بررسی آن در محیط‌های نهادی متفاوت را برجسته می‌سازد. ویژگی‌هایی مانند تورم بالا، محدودیت دسترسی به تأمین مالی خارجی، نوسانات قیمت نهاده‌ها و نااطمینانی اقتصادی می‌توانند به‌عنوان توضیحات زمینه‌ای احتمالی برای تفاوت الگوهای مشاهده‌شده مطرح شوند؛ زیرا چنین شرایطی ممکن است بر سیاست‌های موجودی، فروش اعتباری و پرداخت به تأمین‌کنندگان اثرگذار باشند. بااین‌حال، از آنجا که این عوامل در مدل پژوهش حاضر به طور مستقیم آزمون نشده‌اند، نمی‌توان تفاوت نتایج را به‌صورت علّی به آنها نسبت داد. بنابراین، یافته حاضر را باید به‌عنوان شواهدی از متفاوت بودن جهت رابطه در نمونه و محیط مورد بررسی تلقی کرد و بررسی مستقیم نقش تعدیل‌کننده شرایط نهادی و اقتصادی را به پژوهش‌های آتی واگذار نمود.

در مجموع، مهم‌ترین دستاورد پژوهش حاضر آن است که نشان می‌دهد چرخه تبدیل وجه نقد صرفاً محصول ویژگی‌های مالی و عملیاتی شرکت نیست، بلکه ویژگی شخصیتی مدیرعامل نیز می‌تواند در شکل‌گیری سیاست‌های سرمایه در گردش نقش داشته باشد. یافته مثبت پژوهش بیانگر آن است که افزایش خودشیفتگی مدیرعامل در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با طولانی‌تر شدن مدت درگیری منابع در چرخه عملیاتی همراه است. ازاین‌رو، ارزیابی کارایی مدیریت سرمایه در گردش بدون توجه به ویژگی‌های رفتاری مدیران می‌تواند تصویری ناقص از عوامل تعیین‌کننده نقدینگی شرکت ارائه کند. این نتیجه ضمن حمایت از کاربرد نظریه رده‌های عالی در حوزه مدیریت مالی کوتاه‌مدت، ادبیات مالی رفتاری را از تصمیمات راهبردی کلان به تصمیمات عملیاتی روزمره گسترش می‌دهد.

پیشنهادهای کاربردی: با توجه به رابطه مثبت و معنادار خودشیفتگی مدیرعامل با چرخه تبدیل وجه نقد، پیشنهاد می‌شود هیئت‌مدیره شرکت‌ها در ارزیابی عملکرد مدیرعامل، علاوه بر معیارهای متداولی مانند رشد فروش، سودآوری و بازده سهام، شاخص‌های کارایی سرمایه در گردش از جمله دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی، دوره پرداخت بدهی‌ها و چرخه تبدیل وجه نقد را نیز در نظام ارزیابی عملکرد وارد کند. تأکید صرف بر رشد و افزایش فروش می‌تواند مدیران خودشیفته را به اتخاذ سیاست‌های اعتباری یا عملیاتی تهاجمی برای نمایش عملکرد بهتر ترغیب کند؛ درحالی‌که استفاده همزمان از شاخص‌های نقدینگی و کارایی عملیاتی می‌تواند این انگیزه را تعدیل کند.

همچنین پیشنهاد می‌شود هیئت‌مدیره و کمیته حسابرسی شرکت‌هایی که شواهد بیشتری از خودشیفتگی مدیرعامل در آن‌ها مشاهده می‌شود، نظارت دقیق‌تری بر تغییرات غیرعادی موجودی کالا، مطالبات تجاری و بدهی‌های عملیاتی اعمال کنند. افزایش سریع فروش همراه با رشد غیرمتعارف مطالبات یا موجودی کالا می‌تواند نشانه‌ای از اتخاذ سیاست‌هایی باشد که عملکرد ظاهری شرکت را در کوتاه‌مدت بهبود می‌دهد، اما منابع نقدی را برای مدت طولانی‌تری در عملیات درگیر می‌کند.

سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی نیز می‌توانند در کنار شاخص‌های متعارف سودآوری، به روند چندساله چرخه تبدیل وجه نقد و تغییرات آن همزمان با تغییر مدیرعامل توجه کنند. افزایش مستمر CCC در شرکت‌هایی که همزمان سیاست‌های توسعه‌ای تهاجمی یا رشد سریع فروش را دنبال می‌کنند، می‌تواند علامتی از افزایش ریسک نقدینگی و کاهش کیفیت رشد شرکت باشد. بنابراین، ترکیب اطلاعات مالی با نشانه‌های رفتاری مدیریت می‌تواند ارزیابی دقیق‌تری از ریسک شرکت فراهم کند.

پیشنهادهای پژوهشی آتی: با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آتی با تمرکز بر عوامل زمینه‌ای و سازوکارهای انتقال اثر، به توسعه الگوی مفهومی رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد بپردازند. در این راستا، می‌توان این پرسش را مطرح کرد که آیا ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی می‌توانند به‌عنوان عوامل تعدیل‌گر، شدت یا جهت رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد را تحت تأثیر قرار دهند؟ همچنین، بررسی نقش استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، قدرت مدیرعامل و کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند شواهد دقیق‌تری درباره نقش سازوکارهای نظارتی در تقویت یا تضعیف پیامدهای رفتاری خودشیفتگی مدیرعامل فراهم آورد. افزون بر این، بررسی اثر تعدیل‌گر محدودیت‌های مالی، عدم‌اطمینان محیطی، شدت رقابت در بازار محصول و نوسانات اقتصادی می‌تواند به تبیین این موضوع کمک کند که رابطه مذکور تحت چه شرایطی تشدید یا تضعیف می‌شود.

از منظر سازوکارهای انتقال رابطه نیز پیشنهاد می‌شود این پرسش مورد بررسی قرار گیرد که آیا ریسک‌پذیری مدیریتی، بیش‌سرمایه‌گذاری، مدیریت سود واقعی، سیاست‌های تهاجمی سرمایه در گردش و سطح نگهداشت وجه نقد

می‌توانند در نقش متغیرهای میانجی، چگونگی انتقال خودشیفتگی مدیرعامل به چرخه تبدیل وجه نقد را تبیین کنند. بررسی هم‌زمان عوامل تعدیل‌گر و میانجی مذکور می‌تواند به ارائه درک جامع‌تری از شرایط و کانال‌هایی منجر شود که از طریق آن‌ها ویژگی‌های رفتاری مدیرعامل به سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش و تصمیمات مالی و عملیاتی کوتاه‌مدت شرکت منتقل می‌شوند.

محدودیت‌ها: نخست، در این مطالعه، مطابق با ادبیات پیشین، از اندازه امضای مدیرعامل به‌عنوان شاخص غیرمستقیم خودشیفتگی استفاده شده است. اگرچه این معیار در مطالعات معتبر پیشین به کار رفته و امکان اندازه‌گیری یک ویژگی روان‌شناختی را بدون استفاده از پرسشنامه فراهم می‌کند، اما خودشیفتگی یک مفهوم چندبعدی است و اندازه امضا نمی‌تواند تمامی ابعاد آن را منعکس کند. علاوه بر این، ویژگی‌های ظاهری امضا ممکن است تحت تأثیر عوامل دیگری نیز قرار گیرد.

دوم، عدم تعمیم‌پذیری به صنایع خاص از دیگر محدودیت‌های پژوهش حاضر است. با توجه به اینکه برخی صنایع، به‌ویژه شرکت‌ها و نهادهای مالی، به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت و ساختار سرمایه در گردش از نمونه پژوهش حذف شده‌اند، تعمیم نتایج به این صنایع باید با احتیاط صورت گیرد.

سوم، محدود بودن دوره زمانی پژوهش به بازه پنج‌ساله ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ می‌تواند امکان بررسی پایداری رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و چرخه تبدیل وجه نقد را در افق‌های زمانی بلندمدت محدود سازد. اگرچه اثرات ثابت سال برای کنترل شوک‌های مشترک سالانه در مدل لحاظ شده است، بررسی این رابطه در دوره‌های زمانی طولانی‌تر می‌تواند شواهد جامع‌تری فراهم کند.

تعارض منافع: برای ارائه مطالب و نگارش این مقاله هیچ گونه کمک مالی از هیچ فرد، نهاد و سازمانی، دریافت نشده است و نتایج و دستاوردهای این مقاله به نفع یا ضرر سازمان یا فردی خاص نخواهد بود. حضور نویسندگان در این پژوهش به عنوان شاهدی بیطرف ولی متخصص بوده است و نویسندگان هیچ گونه تعارض منافعی ندارند.

Reference

Akaab, I. I., Agboyi, M., Adu-Gyamfi, L., & Nartey, E. D. (2025). CEO age and inventory conversion efficiency: The role of CEO tenure and the effects of firm size and industry. *In Proceedings of the International Conference on Sustainable Business and Entrepreneurship (ICSBE 2025) (pp. 80–104). Atlantis Press.*

Bashirimanesh, N., Hajizadeh, Z., & Ghobadi, S. (2022). The effect of managers' behavioral biases on decision-making and financial information quality. *Experimental Accounting Research, 12*(1), 195–224. [In Persian]

Bazrafshan, V., Bazrafshan, A., & Salehi, M. (2019). Investigating the influence of managers' narcissism on financial reporting quality. *Accounting and Auditing Review, 25*(4), 457–478. [In Persian].

Bozorgasl, M., Behshour, E., & Ahmadi-Pak, F. (2021). CEO narcissism and fraud risk in financial reporting with emphasis on the role of auditors and audit committee. *Journal of Accounting Knowledge, 12*(2), 139–155.

Buchholz, F., Lopatta, K., & Maas, K. (2020). The deliberate engagement of narcissistic CEOs in earnings management. *Journal of Business Ethics, 167(4), 663–686.*

Chatterjee, A., & Pollock, T. G. (2017). Master of puppets: How narcissistic CEOs construct their professional worlds. *Academy of Management Review, 42(4), 703–725.*

Duin, S. R. V., Desai, H., & ElKhatib, Z. (2023). The influence of top executives' narcissism on working capital management policies. *SSRN Electronic Journal. https://doi.org/10.2139/ssrn.4463634.*

Eskandarnezhad, S., Baradaran Hasanzadeh, R., & Taheri, H. (2020). The effect of working capital management on the profitability of companies listed on the Tehran Stock Exchange in business cycles based on output gap. *Journal of Asset Management and Financing, 8(2), 31–48. [In Persian]*

Esplin, A. M., Olsen, K. J., & Pérez, R. (2026). CEO narcissism: A comparison of several unobtrusive measures. *In Advances in Management Accounting, 38, 61–98. Emerald Publishing.*

Ham, C., Seybert, N., & Wang, S. (2018). Narcissism is a bad sign: CEO signature size, investment, and performance. *Review of Accounting Studies, 23*(1), 234–264.

Hasanzadeh Koocho, M. (2023). The effect of managers' narcissism on debt maturity structure. *Accounting and Financial Transparency, 1*(2), 71–85. [In Persian]

Janalizadeh, M., Ashrafi, M., Bokharaeian Khorasani, M., & Gorganli Doji, G. (2025). Investigating the effect of the CEO's narcissism on investment efficiency and financing methods of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Advances in Mathematical Finance and Applications, 10(1), 59–77.*

Jiang, C., John, K., Kim, J. J., & Zhang, J. (2025). CEOs' narcissism and opportunistic insider trading. *Journal of Corporate Finance, 91, 102695.*

Kruse, S., Krieweth, C., Maus, C., Bredlich, J. M., & Brettel, M. (2025). In service of the CEO's ego: The relationship between CEO narcissism and top management team composition. *European Management Journal, 44(2), 260–274.*

Lin, F., Lin, S. W., & Fang, W. C. (2020). How CEO narcissism affects earnings management behaviors. *The North American Journal of Economics and Finance, 51, 101080.*

Mashayekh, S., Habibzade, M., & Hasanzade Kucho, M. (2020). The effect of CEO narcissism on voluntary disclosure. *Accounting and Auditing Review, 27*(4), 649–671. [In Persian].

Qiao, P., Long, Y., Fung, H. G., & Kao, E. H. C. (2022). Narcissistic leaders and corporate cash holdings: Evidence in China. *The North American Journal of Economics and Finance, 59, 101567.*

Rehman, F. A., Zaman, S. U., Asif, A., & Shafi, K. (2025). Technological impact of digital payment systems on consumer behavior and optimization of the cash flow conversion cycle in Pakistan. *The Asian Bulletin of Big Data Management, 5(1), 130–144.*

Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management, 9(1), 32–38.*

Sadeghi Sharif, S. J., & Irani Janiarloo, S. (2017). The role of working capital management in explaining the profitability of companies listed on the Tehran Stock Exchange: An EGLS approach. *Financial Management Perspective, 7*(19), 9–26. [In Persian]

Salehi, A., Achravi, J., & Farahaniyan, A. (2021). The effect of managers' narcissism on the speed of cash holdings adjustment with emphasis on the role of managerial ability

in the Tehran Stock Exchange. *Studies in Ethics and Behavior in Accounting and Auditing, 1*(1), 113–140. [In Persian]

Sepasi, S., & Hasani, H. (2016). The effect of working capital management on firms' profitability in different business cycles. *Financial Management Perspective, 6*(13), 93–116. [In Persian]

Shabrang Rudbarki, S. (2022). The effect of CEO narcissism on the relationship between CEO educational background and cash holdings. *Accounting and Management Outlook, 5(60), 14–32*. [In Persian]

Soleimani, A., Fouladi, K., & Araabi, B. N. (2017). UTSig: A Persian offline signature dataset. *IET Biometrics, 6*(1*), 1–8.*

Soleymaniamiri, G., Hasanzade Kucho, M., & Habibzade, M. (2022). Management narcissism and audit fees. *Experimental Accounting Research, 12*(2), 47–64. [In Persian].

Taheri Abed, R., Alinezhad Sarokolaei, M., & Faghani Makrani, K. (2020). The effect of CEO narcissism on financial reporting transparency. *Financial Accounting and Auditing Research, 12*(48), 71–94. [In Persian]

Wang, L., Li, H., & Mu, Y. (2022). Study of CEO narcissism and corporate R&D investment. *Frontiers in Psychology, 13, 888618.*

Wang, L., Li, R., & Zhao, R. (2025). The impact of CEO narcissism on corporate financialization. *International Journal of Financial Studies, 13(1), 39.*

Wijaya, R. E., & Kweniati, C. A. M. (2024). The unfavorable effect of CEO narcissism: The role of the audit committee. *The Indonesian Accounting Review, 14(2), 187–202.*

Zaher, H. F., & Marquez-Illescas, G. (2024). CEO narcissism and firm's cash conversion cycle: The moderating role of CEO's gender. *Accounting & Finance, 64(1), 783–810.*

Zeidan, R., & Shapir, O. M. (2017). Cash conversion cycle and value-enhancing operations: Theory and evidence for a free lunch. *Journal of Corporate Finance, 45*, 203–219.