



بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهرانه بهمنش^۱

تاریخ دریافت مقاله: ۹۸/۰۵/۲۳ تاریخ پذیرش مقاله: ۹۸/۰۶/۳۰ صدیقه طوطیان اصفهانی^۲

نیلوفر میر سپاسی^۳

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های مالی (شامل؛ سیاست پرداخت سود، اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این تحقیق از حیث هدف کاربردی، از لحاظ روش همبستگی و از نوع پس رویدادی (گذشته‌نگر) می‌باشد. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده از روش داده‌های ترکیبی و رویکرد حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست پرداخت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، تقسیم سود در شرکت‌هایی که مدیران عامل آنها از دانش مالی بهره می‌برند، کمتر است. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد مثبت و معنادار است. به این مفهوم که مدیران عامل با دانش مالی وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. یافته‌های دیگر پژوهش حاکی از آن است که بین دانش مالی مدیرعامل و اهرم مالی رابطه منفی وجود دارد اما معنادار نیست. این نتیجه نشان می‌دهد که اهرم مالی در شرکت‌های با مدیران عامل متخصص مالی و سایر شرکت‌ها تفاوت معناداری ندارد.

کلمات کلیدی

حاکمیت شرکتی، دانش مالی مدیرعامل، سیاست‌های مالی، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- گروه مدیریت مالی، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. mehrame_behmanesh@yahoo.com

۲- گروه مدیریت دولتی، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) tootian_ir@yahoo.com

۳- گروه مدیریت بازرگانی، واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. nmirsepassi@yahoo.com

فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان استفاده شرکت‌ها از این فرصت‌ها و همچنین وضعیت مالی شرکت‌ها و سیاست‌های مرتبط با آن از جمله موضوعاتی است که از دیر باز مورد توجه کارشناسان مالی و مدیران شرکت‌های مختلف قرار داشته و هنوز هم به‌عنوان یک بحث پیچیده و معماگونه مدنظر کارشناسان می‌باشد (تاری وردی و همکاران، ۱۳۹۳). ویژگی‌های فردی یک مدیر می‌تواند بر نتایج سازمانی و گزارشگری مالی اثرگذار باشد (باتواج^۱ و همکاران، ۲۰۱۵). در این راستا، شواهد تجربی داشتن سبک‌های مدیریتی ویژه مدیران عامل و اهمیت آن‌ها در حیطه عملکرد شرکت را تأیید می‌کنند (آدامز^۲ و همکاران، ۲۰۰۵؛ بندسن^۳ و همکاران، ۲۰۰۸). اغلب تحقیقات به بررسی ویژگی‌های شخصی یا ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل می‌پردازند. برای مثال، کاپلان^۴ و همکاران (۲۰۱۲) مؤلفه ویژگی‌های شخصی را بررسی می‌کنند و مالمندیر و تیت^۵ (۲۰۰۸)، گراهام^۶ و همکاران (۲۰۱۳) و هیرشلیفر^۷ و همکاران (۲۰۱۲) به تحلیل ویژگی‌های شخصیتی می‌پردازند. با این حال، شواهد تجربی پیرامون اثرگذاری دانش مالی مدیران عامل بر عملکرد و سیاست‌های مالی شرکت کمیاب است.

پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که توجه مدیرعامل بیشتر معطوف به تصمیم‌های راهبردی عملیاتی (برتراند و اسچوآر^۸، ۲۰۰۳) و تصمیم‌گیری در مورد گزارشگری مالی از جمله مدیریت سود و افشائیات است (برگ‌استرسر و فیلیپین^۹، ۲۰۰۶؛ بامبر^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۰). دانش مالی مدیران عامل همان تحصیلات مرتبط با رشته‌های مالی (حسابداری)، مدیریت و اقتصاد و زیر شاخه‌های این رشته‌ها می‌باشد (لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶؛ طاهری عابد و همکاران، ۱۳۹۷) و مدیران عاملی که در این رشته‌ها تحصیل کرده باشند، دارای توان تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی، آشنایی با استانداردها و سیاست‌های مالی و نظارت بهتر بر افشای اطلاعات مالی هستند. ماتسونگا و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که شرکت‌های اداره‌شده توسط مدیران عامل با دانش مالی، از سیاست‌های مالی برتر سود می‌برند، زیرا با کاهش تحریفات عمده و افزایش سودآوری در ارتباط هستند (کاستودیو و میتزجر^{۱۱}، ۲۰۱۴). باتواج و همکاران (۲۰۱۵) نیز اذعان می‌کنند که دانش مالی توانایی مدیرعامل را در مواجهه با موضوعات پیچیده مالی افزایش داده و درصد خطاهای ارتكابی، برآورد و قضاوت اشتباه را کاهش می‌دهد. گانر^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیقات خود پیرامون ترکیب هیئت‌مدیره نشان می‌دهند که متخصصین مالی دسترسی بیشتری به بازارهای سرمایه دارند. آن‌ها ثابت می‌کنند که شرکت‌های دارای کارکنان مالی در هیئت‌های مدیره خود بیشتر از سایر شرکت‌ها از منابع مالی خارجی استفاده کرده و حساسیت جریان سرمایه‌گذاری نقدی کمتری دارند.

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

با توجه به ادبیات فوق و اذعان به این موضوع که دانش مالی مدیرعامل سیاست‌های مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، پژوهش‌های داخلی به بررسی این موضوع پرداختند و این مسئله همچنان بی پاسخ مانده است. از این رو هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

مدیریت شرکت پاسخ‌گوی نیازهای استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی و حسابداری، به ویژه سهامداران است. در دو دهه اخیر، پیشرفت‌های زیادی در زمینه موضوع راهبری شرکتی در سطح جهان صورت گرفته است و کشورهای توسعه یافته در این زمینه همچنان به تقویت نظام‌های حاکمیت شرکتی از جمله هیئت مدیره‌های دارای دانش مالی پرداخته‌اند. از این رو، بررسی موضوع پژوهش از جنبه‌های مختلفی حائز اهمیت است. اول این که تاکنون پژوهشی در ارتباط با دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های مالی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفته است و تنها یک تحقیق در بازار سرمایه آمریکا صورت پذیرفته است (کاستودیو و میتزجر، ۲۰۱۴)، که شواهد مربوط به دیگر کشورها (عمدتاً کشورهای توسعه یافته) با توجه به محیط قانونی، الزامات و ساختارهای راهبری متفاوت به گونه‌ای دقیق قابل تعمیم به ایران نمی‌باشد. دوم این که تمرکز اغلب کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه بر ویژگی‌های مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از قبیل هیئت‌مدیره است و ویژگی‌های مدیرعامل از جمله دانش مالی کمتر مورد بررسی قرار گرفته است، لذا پاسخ سؤال پژوهش می‌تواند برای پژوهشگران و استفاده‌کنندگان حائز اهمیت باشد. علاوه بر این، یافته‌های این پژوهش می‌تواند به هیئت‌مدیره‌ها و سهامداران در انتخاب مدیرعامل جدید کمک کند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سیاست‌های مالی

امروزه با بزرگ شدن شرکت‌ها، مدیران سیاست‌های مالی شرکت را به صورتی تدوین می‌نمایند که ارزش شرکت را به حداکثر رسانند. از آنجایی که ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و میزان ذخایر وجه نقد از عوامل اثرگذار بر ارزش شرکت می‌باشند، به همین جهت تصمیمات مالی شرکت‌ها به یک چالش کلیدی در تحقیقات اقتصاد مالی تبدیل شده است. به عنوان مثال، تصمیمات مربوط به پرداخت سود سهام یکی از مؤلفه‌های اساسی سیاست‌های مالی شرکت و به عنوان یکی از موضوعات اساسی در ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته است. درک و فهم عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود علاوه بر حفظ منافع سرمایه‌گذاران، باعث رشد و شکوفایی شرکت و نهایتاً افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های شرکت می‌شود (احمدآبادی، ۱۳۹۵).

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

علاوه بر این، دستیابی به ترکیب بهینه‌ای از منابع مالی داخلی (حقوق صاحبان سهام) و خارجی (بدهی‌ها) که بتواند بالاترین ارزش شرکت و پایین‌ترین هزینه سرمایه را به دنبال داشته باشد، همواره از اهداف مدیریت مالی به شمار می‌آید. در پاسخ به این سؤال که شرکت‌ها چگونه نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام خود را تعیین می‌کنند، اصل محوری تصمیم‌گیری‌های مالی مورد توجه قرار می‌گیرد که: "نسبتی از بدهی در ساختار سرمایه مطلوب است که بتواند بر ارزش شرکت و متعاقباً ثروت سهامداران بیافزاید". اگرچه ساختار سرمایه شرکت تأثیری بر ترکیب دارایی‌ها ندارد، اما با توجه به هزینه و ریسک متفاوتی که منابع مختلف مالی به همراه دارند، تصمیم ساختار سرمایه همواره مهم تلقی می‌شود (اسعدی، ۱۳۹۲).

دانش مالی مدیرعامل و اثر آن بر سیاست‌های مالی

در دنیای امروز مدیریت نقش تعیین‌کننده در افزایش بازدهی و بهره‌وری شرکت‌ها دارد. در میان چهار عامل کلیدی موفقیت در سازمان‌ها شامل؛ نیروی کار، سرمایه، مواد اولیه و مدیریت، امروزه نقش مدیریت بیش از هر زمان دیگری اهمیت یافته است (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۲). اگرچه تصور می‌شود مدیران ارشد، به ویژه مدیران عامل، دیدگاهی عمومی دارند اما سابقه کاری آن‌ها گرایش‌شان را در زندگی تعیین می‌کند و این گرایش می‌تواند انتخاب‌های استراتژیک شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (هامبریک و ماسون^{۱۳}، ۱۹۸۴). سانگ^{۱۴} (۱۹۸۲) دریافت که مدیران عامل دارای سابقه کار اجرایی، بیشتر از سایرین مستعد جانب‌داری از تنوع ایجاد شده داخلی هستند در حالی که مدیران عامل با سابقه کار غیر اجرایی، بیشتر به تنوع از طریق یادگیری تمایل دارند. تایلر و استینسما^{۱۵} (۱۹۹۸) نشان می‌دهند که مدیران با سابقه کاری فنی بیشتر از سایر هم‌تایان خود با دیگر سوابق کاری، از معاهده‌های فناورانه بالقوه استقبال می‌کنند. بارکر و مولر^{۱۶} (۲۰۰۲) ادعا می‌کنند که هزینه‌های تحقیق و توسعه در شرکت‌هایی که مدیران عامل آن سابقه کاری تحقیق و توسعه دارند، بیشتر است. تمام این مطالعات نشان می‌دهند که سابقه مدیران عامل، تصمیمات شرکت را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در سال‌های اخیر، شرکت‌های بیشتری نسبت به استخدام مدیران عامل دارای سابقه مالی تمایل نشان داده‌اند. دورفی^{۱۷} (۲۰۰۵) نشان می‌دهد که طی ده سال اخیر، درصد مدیران عامل فورچون که مدیران ارشد مالی سابق بودند از ۱۲٪ به ۲۰٪ افزایش یافته است. کولینان و روش (۲۰۱۱) دریافتند که از میان ۲۶۴ مورد استخدام مدیر عامل در شرکت‌های دولتی از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴، ۱۵٪ مدیران عاملی که قبل از قانون ساکس استخدام شدند سابقه مالی داشته‌اند در حالیکه ۳۳،۳۳٪ این مدیران عامل استخدام شده بعد از قانون ساکس چنین سابقه کاری داشته‌اند. این مسئله در چین نیز اثبات شده است.

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیر عامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

در سال ۱۹۹۵، تنها ۰,۹٪ مدیران عامل دارای دانش مالی بوده اند اما این تعداد در سال ۲۰۰۲ به ۵,۷۱ درصد رسید و طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ بالای ۵٪ باقی مانده است. اگر سابقه کار اجرایی مدیر عامل، تصمیمات شرکت را تحت تأثیر قرار دهد و مدیران عامل دارای سابقه مالی در مورد تصمیمات مالی، آشنایی و تخصص بیشتری داشته باشند، آیا تفاوتی در تصمیم‌گیری مالی بین شرکت‌هایی که مدیران عامل آن‌ها سابقه مالی داشته‌اند و آن‌هایی که فاقد این سابقه مالی هستند وجود دارد؟ در این پژوهش، ما برآنیم تا به پاسخ این پرسش از دیدگاه ساسیت‌های مالی بپردازیم.

طبق تئوری رده بالا^{۱۸} مدیران ارشد سهم چشم‌گیری در عملکرد شرکت دارند (هامبریک و ماسون، ۱۹۸۴). ادعای اصلی این تئوری این است که خروجی‌های سازمان، ارزش‌ها و قابلیت‌های مدیران ارشد را منعکس می‌کنند. علاوه بر این، تئوری سرمایه انسانی بر این باور است که دانش و قابلیت‌های مدیران می‌تواند عامل مهمی در عملکرد سازمانی باشد (کاف^{۱۹}، ۲۰۰۲). فرانسیس^{۲۰} و همکاران (۲۰۰۸) نیز بیان می‌دارند که ویژگی‌های شخصی مدیران عامل بر نتایج مالی شرکت اثرگذار است.

ماتسونگا و همکاران^{۲۱} (۲۰۰۸) دریافتند که شرکت‌هایی که مدیران عامل آن‌ها، دانش مالی دارند نکات دقیق تری در ارتباط با سود ارائه شده بازگو می‌کنند و کیفیت افشاء مالی را ارتقا می‌دهند. آن‌ها ادعا می‌کنند که کیفیت افشاء مالی یک شرکت، به سابقه مالی مدیرعامل وابسته است. احتمال کشف مشکلات و یافتن اطلاعات اضافی در همان زمینه اجرایی و در نتیجه، اتخاذ تصمیمات بهتر توسط مدیران دارای تخصص و چارچوب‌های شناختی در رابطه با سوابق کاری شان، بیشتر است (هامبریک و ماسون، ۱۹۸۴). مدیران عاملی که تجربه مالی دارند و همیشه از مبحث احتیاط حسابداری پیروی کرده اند، یک سبک کار ثابت ایجاد می‌کنند. به علاوه، احتمال اینکه این مدیران نقش افشاء مالی را در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران (ماتسونگا و همکاران، ۲۰۰۸) و کمک به شرکت کنندگان در بازار برای ارزیابی ارزش شرکت (هوتون و استوکن^{۲۲}، ۲۰۰۶) درک کنند بیشتر است. از طرفی، یکی از مباحث اصلی تئوری ذی‌نفعان مربوط به دیدگاه مدیران در مورد مدیریت و چگونگی اداره شرکت است (کالان و توماس^{۲۳}، ۲۰۱۱). در این تئوری نقش رهبری مدیریت، به دلیل اتخاذ تصمیم‌های استراتژیک امری مهم قلمداد می‌شود (هامبریک و ماسون، ۱۹۸۴). از آنجایی که تصمیم‌های ایده‌آل مدیرعامل، فعالیت‌های رهبری مدیران را تشکیل می‌دهد، منطقی است که انتظار رود مدیرعامل تأثیر عمده‌ای بر مسائل شرکت، از قبیل سیاست‌های مالی داشته باشد.

مروری بر پیشینه پژوهش

مرادی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از این است که تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام اثر منفی و معناداری دارد. به عبارتی، در شرکت‌هایی که تمرکز بر مشتری عمده وجود دارد، درصد پرداخت سود تقسیمی و امکان پرداخت سود سهام نقدی کمتر است.

طاهری عابد و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر توانایی و دانش مالی مدیران عامل بر شفافیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که توانایی مدیران عامل اثر مثبتی بر شفافیت گزارشگری مالی دارد، اما این تأثیر معنادار نشد. همچنین بین دانش مالی مدیران عامل و شفافیت گزارشگری مالی ارتباط معناداری مشاهده نگردیده است. در نهایت، نتایج تحقیق نشان داد که توانایی و دانش مالی مدیران عامل بصورت همزمان اثر مثبت و معناداری بر شفافیت گزارشگری مالی دارند.

محمدزاده مقدم و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر کیفیت سود بر سیاست پرداخت سود پرداختند. نتایج آنها نشان داد که بین کیفیت ارقام تعهدی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد که این نشان از قابلیت اعتماد ارقام تعهدی دارد، در حالی که رابطه بین مدیریت سود و سیاست تقسیم سود از لحاظ آماری معنی دار نیست. در واقع می‌توان گفت در شرکت‌های ایرانی روند پرداخت سود تقسیمی تابعی از مدیریت سود نیست و این خبر خوبی برای سهامداران بازار سرمایه کشور به شمار می‌رود.

رنگزن مقدم و لشگری (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است. اما کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

لاری دشت بیاض و اورادی (۱۳۹۶) در مطالعه خود رابطه بین دانش مالی مدیرعامل با حق الزحمه حسابرسی را مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که شرکت‌هایی که مدیرعامل آنها از دانش مالی برخوردارند، نسبت به سایر شرکت‌ها حق الزحمه حسابرسی کمتری پرداخت می‌کنند.

رضایی و چگینی (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها پرداختند. نتایج آنها حاکی از آن است که بین متغیرهای انعطاف‌پذیری مالی با توزیع سود نقدی و اهرم مالی رابطه

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

منفی و معناداری برقرار است و بین انعطاف‌پذیری مالی و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

ملازاده و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیق خود به بررسی تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر روی مدیریت سود، پرداختند. نوع مدرک تحصیلی به عنوان معیاری جهت اندازه‌گیری دانش مالی مدیرعامل در نظر گرفته شده است. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که دانش مالی مدیرعامل بر روی مدیریت سود شرکت براساس رویدادهای واقعی و اقلام تعهدی اختیاری تأثیر ندارد. از طرف دیگر تفاوت معنی‌داری بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری و مبتنی بر رویدادهای واقعی در شرکت‌های با مدیرعامل دارای دانش مالی و سایر شرکت‌ها وجود ندارد.

طالب نیا و مهدوی (۱۳۹۴) به بررسی اثر اعتبار تجاری و عمق مالی بر میزان نگهداشت وجه نقد پرداختند. آنها دریافته‌اند که رابطه معکوس و معنی‌داری میان اعتبار تجاری شرکت‌ها و سطح نگهداشت وجه نقد آنها وجود دارد، بطوریکه با افزایش اعتبار تجاری شرکت‌ها از سطح نگهداشت وجه نقد آنها کاسته می‌شود. در این تحقیق همچنین نشان داده شد که میان عمق مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سطح نگهداشت وجه نقد آنها رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

عظیمی و شامحمدی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و سهم بازار با استفاده از مدل پویا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنها بیانگر آن است که بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نشان می‌دهد که این رابطه در بین صنایع با تمرکز متوسط اهمیت بیشتری دارد.

هوآنگ و ژانگ^{۲۴} (۲۰۱۹) تأثیر تخصص مالی مدیران عامل بر اجتناب مالیاتی را مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافته‌اند که شرکت‌های دارای مدیران عامل متخصص مالی اجتناب مالیاتی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

یانگ^{۲۵} و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین سیاست‌های مالی سبز و جریان سرمایه پرداختند. آنها دریافته‌اند که سیاست‌های مالی شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر جریان سرمایه سرمایه دارد و این رابطه شدیدتر می‌شود زمانیکه نرخ بهره بازار از نرخ سبز بیشتر باشد.

اتردج^{۲۶} و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر کاهش عدم تقارن اطلاعات در عرضه عمومی اولیه پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که مدیران اجرایی دارای تجربه و دانش مالی از این تجربه و دانش برای کاهش عدم تقارن اطلاعات در عرضه عمومی اولیه استفاده می‌کنند که منجر به

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

قیمت‌گذاری کمتر از حد در زمان عرضه عمومی اولیه می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که مدیران اجرایی با تجربه مالی، با عملکرد بهتر بلندمدت پس از عرضه عمومی اولیه عمل می‌کنند.

گونوپولوس و فام^{۲۷} (۲۰۱۸) در تحقیق خود با عنوان مدیران عامل با دانش مالی و مدیریت سود در زمان عرضه اولیه عمومی بیان کردند که، مدیران عامل با دانش مالی به احتمال کمتر نسبت به مدیران عامل فاقد دانش مالی در زمان عرضه عمومی اولیه درگیر مدیریت سود می‌شوند.

بی و ژو^{۲۸} (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان تمرکز مشتری و سیاست پرداخت سود دریافتند که میزان تقسیم سود نقدی و احتمال پرداخت سود سهام در شرکت‌های با مشتری متمرکز در مقایسه با سایر شرکت‌ها کمتر است.

لی^{۲۹} و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه خود نشان دادند که درصد اعضای تیم مدیریت ارشد دارای مدرک کارشناسی ارشد به طور منفی با فعالیتهای مدیریت سود واقعی رابطه دارد، در حالی که درصد اعضای تیم مدیریت ارشد دارای گواهی حسابداران رسمی با فعالیتهای مدیریت سود واقعی دارای رابطه‌ای مثبت است. همچنین آنها دریافتند که تیم مدیریت ارشد دارای مدرک کارشناسی ارشد باعث افزایش عملکرد شرکت‌ها شده و در نتیجه انگیزه این مدیران را برای مدیریت سود کاهش می‌دهد.

راچانا و خان^{۳۰} (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و قیمت‌گذاری حسابرسی پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از این بود که شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها از دانش مالی بهره می‌برد، در هزینه‌های شرکت از طریق کاهش حق الزحمه حسابرسی صرفه‌جویی می‌کنند.

باتواح^{۳۱} و همکاران (۲۰۱۵) با انجام پژوهش در زمینه دانش مالی مدیران عامل و به موقع بودن گزارشگری مالی در عمان دریافتند که بین دانش مالی مدیرعامل و به موقع بودن گزارشگری مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

کاستودیو و متزجر^{۳۲} (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان دانش مالی مدیران عامل و سیاست‌های مالی دریافتند که شرکت‌هایی که مدیران عامل دارای دانش مالی را به خدمت می‌گیرند، وجه نقدی کمتری نگهداری می‌کنند، دسترسی بهتری به بازارهای سرمایه و حساسیت کمتری نسبت به تغییرات جریان‌های نقدی دارند.

ماتسونوگا^{۳۳} و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی دریافتند که شرکت‌هایی که توسط مدیران عامل با سابقه اداره می‌شوند، معمولاً گزارش‌های محافظه کارانه‌تری ارائه می‌دهند. آن‌ها به طور خاص تاکید می‌کنند

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

که قرار دادن مدیران عامل در معرض سیاست‌های مالی حاکم بر دوره‌های کاری‌شان، آن‌ها را به ناظران بهتری برای کیفیت گزارش‌گری مالی تبدیل می‌کند.

جیانگ^{۳۴} و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیق با عنوان تخصص مالی مدیران عامل و مدیریت سود، به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل دارای دانش مالی در انتشار اطلاعات مربوط به درآمد دقیق‌تر و در ارائه گزارش‌گری مالی با کیفیت بالاتر مصمم‌تر هستند.

فرضیه‌های پژوهش

- با توجه به مبانی نظری و شواهد تجربی فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:
- فرضیه اول: بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست پرداخت سود رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین دانش مالی مدیرعامل و اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه سوم: بین دانش مالی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نوع پس‌رویدادی (نیمه تجربی) است. داده‌های مورد نیاز پژوهش از اطلاعاتی منتشر شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. در این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک نسبت به تعیین حجم نمونه بر اساس معیارهای زیر اقدام شده است: (۱) دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد. (۲) در طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۸-۱۳۹۶) تغییر سال مالی نداشته باشد. (۳) اطلاعات مالی آن قابل دسترس باشد. (۴) جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، موسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد. (۵) در طی دوره تحقیق شرکت تداوم فعالیت داشته باشد. جدول ۱ آنالیز شرکت‌های موجود در جامعه آماری را نشان می‌دهد. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده (به ویژه افشا نکردن اطلاعات تحصیلی مدیران عامل)، در نهایت ۱۱۰ شرکت (۹۹۰ مشاهده سال_شرکت) نمونه آماری پژوهش را تشکیل داد. از آنجا که برخی از این شرکت‌ها نیز در برخی از سال‌ها نیز اطلاعات تحصیلی مدیران عامل را افشا نکرده‌اند، در نهایت ۹۲۴ مشاهده سال_شرکت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مورد بررسی قرار گرفت.

مدل و متغیرهای تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از کاستودیو و متزجر (۲۰۱۴) از مدل زیر استفاده می‌شود:
مدل (۱) (آزمون فرضیه اول)

$$\begin{aligned} DE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEOEXP_{it} + \beta_2 CEOTENURE_{it} + \beta_3 Board_Size_{it} \\ & + \beta_4 Board_Ind_{it} + \beta_5 FIRMAGE_{it} + \beta_6 LNASSET_{it} \\ & + \beta_7 ASSETGROWTH_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 CASHFLOW_{it} + \beta_{10} LIQ_{it} \\ & + \beta_{11} ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

مدل (۲) (آزمون فرضیه دوم)

$$\begin{aligned} LEVERAGE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEOEXP_{it} + \beta_2 CEOTENURE_{it} + \beta_3 Board_Size_{it} \\ & + \beta_4 Board_Ind_{it} + \beta_5 FIRMAGE_{it} + \beta_6 LNASSET_{it} \\ & + \beta_7 ASSETGROWTH_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 CASHFLOW_{it} + \beta_{10} LIQ_{it} \\ & + \beta_{11} ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

مدل (۳) (آزمون فرضیه سوم)

$$\begin{aligned} CASH_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEOEXP_{it} + \beta_2 CEOTENURE_{it} + \beta_3 Board_Size_{it} \\ & + \beta_4 Board_Ind_{it} + \beta_5 FIRMAGE_{it} + \beta_6 LNASSET_{it} \\ & + \beta_7 ASSETGROWTH_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 CASHFLOW_{it} + \beta_{10} LIQ_{it} \\ & + \beta_{11} ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

متغیر وابسته

سیاست‌های مالی شرکت: در این پژوهش برای اندازه‌گیری سیاست‌های مالی شرکت به پیروی از کاستودیو و متزجر (۲۰۱۴) و رضایی و چگینی (۱۳۹۶) از ۳ متغیر سیاست پرداخت سود، اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد استفاده می‌شود:

(۱) سیاست پرداخت سود (DE): سود سهام نقدی هر سهام (DPS) تقسیم بر سود هر سهم (EPS) (رضایی و چگینی، ۱۳۹۶).

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیر عامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

(۲) اهرم مالی (LEVERAGE): جمع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت (رضایی و چگینی، ۱۳۹۶).

(۳) نگهداشت وجه نقد (CASH): وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت (رضایی و چگینی، ۱۳۹۶).

متغیر مستقل

CEOEXP_{it} (دانش مالی مدیرعامل): در این پژوهش همانند پژوهش‌های ملازاده و همکاران (۱۳۹۵) و لاری دشت بیاض و اورادی (۱۳۹۶) مدیران عاملی که دارای مدرک تحصیلی حداقل لیسانس در رشته‌های مالی از قبیل مالی (حسابداری)، مدیریت و اقتصاد و زیر شاخه‌های آن باشد، به‌عنوان مدیران دارای دانش مالی در نظر گرفته شده است. بنابراین این متغیر مقدار یک را اتخاذ می‌کند اگر مدیر عامل شرکت دارای مدرک حداقل لیسانس در رشته‌های مالی (حسابداری)، مدیریت و اقتصاد باشد، در غیر این صورت مقدار صفر را می‌گیرد (زیرا در رشته‌های مدیریت و اقتصاد حداقل ۲۰ واحد مالی و حسابداری می‌گذارند) (ملازاده و همکاران، ۱۳۹۵؛ لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶).

متغیرهای کنترلی

CEOTENURE_{it} (دوره تصدی مدیرعامل): تعداد سال‌هایی که مدیرعامل حاضر در این موقعیت است (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴؛ هازاریکا و همکاران، ۲۰۱۲). سال پایه برای محاسبه این متغیر سال ۱۳۸۳ در نظر گرفته شده است.

Board_Size_{it} (اندازه هیئت‌مدیره): لگاریتم تعداد اعضای حاضر در هیئت‌مدیره (لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶).

Board_Ind_{it} (استقلال هیئت‌مدیره): تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) هیئت‌مدیره تقسیم بر تعداد اعضای هیئت‌مدیره (لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶).

FIRMAGE_{it} (عمر شرکت): برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که از تأسیس شرکت می‌گذرد (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴).

LNASSET_{it} (اندازه شرکت): برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴؛ لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶).

ASSETGROWTH_{it} (رشد دارایی‌ها): دارایی‌های سال جاری منهای دارایی‌های سال قبل تقسیم بر دارایی‌های سال قبل (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴).

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

CAPEX_{it} (نسبت مخارج سرمایه‌ای): اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴).

CASHFLOW_{it} (نسبت جریان نقد عملیاتی): جریان‌های نقد عملیاتی تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴).

LIQ_{it} (نسبت جاری): دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری شرکت (لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶).

ROA_{it} (بازده دارایی‌ها): سود قبل از کسر مالیات تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت (کاستودیو و متزجر، ۲۰۱۴؛ لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج توصیفی حاصل از این پژوهش طی جدول شماره ۱، ارائه شده است. یافته‌های جدول ۱، نشان می‌دهد که میانگین متغیرهای سیاست مالی؛ شامل سیاست پرداخت سود، اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد به ترتیب ۰/۶۷۷، ۰/۵۴۹ و ۰/۰۴۰ می‌باشد. در ارتباط با متغیر مستقل، نتایج حاکی از آن است که تقریباً ۲۶ درصد از مدیران عامل در شرکت‌های موجود دارای دانش مالی هستند. میانگین دوره تصدی مدیرعامل ۳/۹۵۰ و میانگین اندازه هیئت‌مدیره در شرکت‌های موجود ۵/۱۳۳ می‌باشد. علاوه بر این، استقلال هیئت‌مدیره؛ یعنی درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره ۶۷ درصد می‌باشد. در ادامه نتایج نشان می‌دهد که میانگین سن شرکت‌ها ۳۸/۵۸۹ می‌باشد. میانگین اندازه شرکت ۱۴/۰۹۳ است و رشد دارایی‌ها، نسبت مخارج سرمایه‌ای و نسبت جریان نقد عملیاتی به ترتیب از میانگین ۰/۱۷۹، ۰/۲۶۱ و ۰/۱۴۵ برخوردار هستند. در نهایت، یافته‌ها نشان می‌دهد که میانگین نسبت جاری و بازده دارایی‌ها در شرکت‌های موجود به ترتیب ۱/۵۱۲ و ۰/۱۴۶ می‌باشد.

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیر عامل و سیاست‌های .../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسیاسی

جدول ۱- آمار توصیفی

نام متغیر	مشاهده	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
سیاست پرداخت سود	۹۲۴	۰/۶۷۷	۰/۷۲	۰/۲۵۰	۲/۰۵	۰/۰۷
اهرم مالی	۹۲۴	۰/۵۴۹	۰/۵۶	۰/۱۸۱	۱/۰۲	۰/۱۱
نگهداشت وجه نقد	۹۲۴	۰/۰۴۰	۰/۰۳	۰/۰۴۳	۰/۲۲۰	۰
دانش مالی مدیرعامل	۹۲۴	۰/۲۵۸	۰	۰/۴۳۸	۱	۰
دوره تصدی مدیرعامل	۹۲۴	۳/۹۵۰	۳	۳/۰۳۲	۱۴	۱
اندازه هیئت مدیره	۹۲۴	۵/۱۳۳	۵	۰/۴۳۲	۷	۵
استقلال هیئت مدیره	۹۲۴	۰/۶۷۰	۰/۶۰	۰/۱۵۶	۱	۰/۲۰
سن شرکت	۹۲۴	۳۸/۵۸۹	۳۹	۱۳/۲۲۶	۶۴	۱۱
لگاریتم طبیعی سن شرکت	۹۲۴	۳/۵۸۴	۳/۶۶	۰/۳۸۷	۴/۱۶	۲/۴
اندازه شرکت	۹۲۴	۱۴/۰۹۳	۱۳/۹۷	۱/۳۶۷	۱۸/۳۸	۱۰/۶۷
رشد دارایی‌ها	۹۲۴	۰/۱۷۹	۰/۱۲	۰/۲۵۶	۱/۳۳	-۰/۲۹
نسبت مخارج سرمایه‌ای	۹۲۴	۰/۲۶۱	۰/۲۱	۰/۱۸۲	۰/۸۲	۰/۰۲
نسبت جریان نقد عملیاتی	۹۲۴	۰/۱۴۵	۰/۱۲	۰/۱۳۳	۰/۵۵	-۰/۱۸
نسبت جاری	۹۲۴	۱/۵۱۲	۱/۳۴	۰/۷۸۲	۴/۶۵	۰/۳۰
بازده دارایی‌ها	۹۲۴	۰/۱۴۶	۰/۱۲	۰/۱۱۸	۰/۵۱	-۰/۲۵

آزمون فرضیه اول پژوهش

با توجه به اینکه مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش یک مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی می‌باشد، برای تعیین تخمین مناسب آن بایستی ابتدا آزمون F لیمر بر روی آن انجام گردد. نتایج حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۲، نشان می‌دهد که فرضیه صفر این آزمون رد شده و داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند. همچنین، نتیجه حاصل از آزمون هاسمن نشان می‌دهد که فرضیه صفر این آزمون رد شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است. در این پژوهش برای بررسی شرط عدم ناهمسانی واریانس از آزمون ویگنز و پوی و برای بررسی شرط عدم خودهمبستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می‌گردد. نتایج حاصل از بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در جدول ۲ نشان می‌دهد که فرضیه صفر این آزمون مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس بین اجزای

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

اخلال مدل رد شده و در نتیجه جملات خطا دارای ناهمسانی واریانس هستند. علاوه بر این، مقدار احتمال آزمون وولدریچ نیز نشان می‌دهد که بین جملات خطا خودهمبستگی سریالی وجود دارد. بنابراین، برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی و جهت تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل مربوط به فرضیه اول پژوهش از رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در برآزش نهایی مدل (پانل با اثرات ثابت) استفاده می‌شود.

نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل اول پژوهش در جدول ۲، ارائه شده است. مقدار احتمال آماره والد بیانگر معناداری کلی مدل اول پژوهش است. نتایج نگاره ذیل نشان می‌دهد که متغیر دانش مالی مدیرعامل دارای ضریب (-0.0610) و مقدار احتمال (0.000) می‌باشد. بنابراین می‌توان ادعا کرد که بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست پرداخت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد و فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. این نتیجه نشان می‌دهد که تقسیم سود در شرکت‌هایی که مدیران عامل آنها از دانش مالی بهره می‌برند، کمتر است. در ادامه یافته‌ها حاکی از آن است که بین اندازه هیئت‌مدیره و رشد دارایی‌ها با سیاست پرداخت سود رابطه منفی و معناداری برقرار است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که در شرکت‌های با اعضای بیشتر در هیئت‌مدیره و رشد در دارایی‌ها، تقسیم سود کمتر است. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که بین نسبت جریان نقد عملیاتی و یازده دارایی‌ها با سیاست پرداخت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به این مفهوم که در شرکت‌های با نسبت جریان نقد عملیاتی و یازده دارایی‌ها بیشتر، تقسیم سود بیشتر می‌باشد. در عین، بین متغیرهای دوره تصدی مدیرعامل، استقلال هیئت‌مدیره، سن شرکت، اندازه شرکت، نسبت مخارج سرمایه‌ای و نسبت جاری با سیاست پرداخت سود رابطه معناداری مشاهده نمی‌گردد.

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیر عامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسیاسی

جدول ۲- نتایج آزمون‌ها و برآورد نهایی پارامترهای مدل مربوط به فرضیه اول پژوهش

متغیر وابسته: سیاست پرداخت سود				
مقدار احتمال	آماره	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
*./۰۰۰	۴/۴۸	۰/۲۳۶۷	۱/۰۶۰۸	مقدار ثابت
*./۰۰۰	-۳/۵۴	۰/۰۱۷۲	-۰/۰۶۱۰	دانش مالی مدیرعامل
۰/۳۰۴	۱/۰۳	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۲۳	دوره تصدی مدیرعامل
**./۰۳۲	-۲/۱۴	۰/۲۶۷۱	-۰/۵۷۲۸	اندازه هیئت‌مدیره
۰/۴۱۶	-۰/۸۱	۰/۰۵۲۳	-۰/۰۴۲۶	استقلال هیئت‌مدیره
۰/۳۹۰	-۰/۸۶	۰/۰۲۱۸	-۰/۰۱۸۷	لگاریتم طبیعی سن شرکت
۰/۱۸۳	۱/۳۳	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۹۰	اندازه شرکت
**./۰۲۲	-۲/۲۹	۰/۰۲۰۲	-۰/۰۴۶۴	رشد دارایی‌ها
۰/۴۰۴	۰/۸۳	۰/۰۵۳۵	۰/۰۴۴۷	نسبت مخارج سرمایه‌ای
***./۰۰۱	۳/۲۵	۰/۰۵۶۴	۰/۱۸۳۴	نسبت جریان نقد عملیاتی
۰/۱۵۰	-۱/۴۴	۰/۰۱۲۵	-۰/۰۱۸۱	نسبت جاری
***./۰۰۱	۳/۴۱	۰/۰۷۵۸	۰/۲۵۸۳	بازده دارایی‌ها
		۸۷/۲۶ (**./۰۰۰)		آماره والد ^{۳۵} (احتمال)
		۵/۰۶ (**./۰۰۰)		آماره F لیمر (احتمال)
		۸۹/۱۱ (**./۰۰۰)		آماره هاسمن (احتمال)
		۴۷۵/۶۱ (**./۰۰۰)		آماره ویگنر وپوی (احتمال)
		۱۰/۲۵۴ (**./۰۰۱)		آماره وولدریج (احتمال)

*** معناداری در سطح ۱ درصد، ** معناداری در سطح ۵ درصد، * معناداری در سطح ۱۰ درصد

آزمون فرضیه دوم پژوهش

یافته‌های حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۳، حاکی از آن است که فرضیه صفر این آزمون رد شده و داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند. در ادامه، نتیجه حاصل از آزمون هاسمن بیانگر آن است که فرضیه صفر این آزمون پذیرفته شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات تصادفی است. نتایج حاصل از بررسی ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد که فرضیه صفر این آزمون مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس بین اجزای اخلاص مدل رد شده و در نتیجه جملات خطا دارای

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

ناهمسانی واریانس هستند. همچنین، مقدار احتمال آزمون وولدریج نشان می‌دهد که بین جملات خطا خودهمبستگی سریالی وجود دارد. از این رو، برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی و برای تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش از رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در برازش نهایی مدل (پانل با اثرات تصادفی) استفاده می‌گردد.

جدول ۳- نتایج آزمون‌ها و برآورد پارامترهای مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته: اهرم مالی				
مقدار احتمال	آماره	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
***./۰۰۰	۱۵/۸۲	۰/۰۶۹۷	۱/۱۰۳۴	مقدار ثابت
۰/۱۱۲	-۱/۵۹	۰/۰۰۴۳	-۰/۰۰۶۹	دانش مالی مدیرعامل
۰/۹۷۲	-۰/۰۴	۰/۰۰۶۵	-۰/۰۰۰۲	دوره تصدی مدیرعامل
**./۰۱۹	-۲/۳۴	۰/۰۷۵۱	-۰/۱۷۵۵	اندازه هیئت‌مدیره
***./۰۰۰	-۴/۲۶	۰/۰۱۲۵	-۰/۰۵۳۶	استقلال هیئت‌مدیره
۰/۲۱۰	-۱/۲۵	۰/۰۰۸۴	-۰/۰۱۰۶	لگاریتم طبیعی سن شرکت
۰/۸۰۱	۰/۲۵	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۰۶	اندازه شرکت
*./۰۶۹	۱/۸۲	۰/۰۰۵۷	۰/۰۱۰۵	رشد دارایی‌ها
***./۰۰۰	-۱۷/۴۰	۰/۰۱۶۴	-۰/۲۸۷۰	نسبت مخارج سرمایه‌ای
۰/۳۶۷	-۰/۹۰	۰/۰۱۳۱	-۰/۰۱۱۸	نسبت جریان نقد عملیاتی
***./۰۰۰	-۳۶/۸۰	۰/۰۰۴۳	-۰/۱۵۸۷	نسبت جاری
***./۰۰۰	-۱۴/۳۶	۰/۰۲۰۷	-۰/۲۹۷۴	بازده دارایی‌ها
	(***./۰۰۰) ۲۹۹۰/۴۷			آماره والد (احتمال)
	(***./۰۰۰) ۱۸/۵۴			آماره F لیمر (احتمال)
	(۰/۳۳۲) ۱۲/۴۳			آماره هاسمن (احتمال)
	(***./۰۰۰) ۶۱۰/۷۷			آماره ویگنر وپوی (احتمال)
	(***./۰۰۰) ۸۴/۳۵۴			آماره وولدریج (احتمال)

*** معناداری در سطح ۱ درصد، ** معناداری در سطح ۵ درصد، * معناداری در سطح ۱۰ درصد
 نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل دوم پژوهش در جدول ۳، ارائه شده است. مقدار احتمال آماره والد نشان‌دهنده معناداری کلی مدل دوم پژوهش است. نتایج نگاره ذیل حاکی از آن است که متغیر

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

دانش مالی مدیرعامل دارای ضریب (۰/۰۰۶۹-) و مقدار احتمال (۰/۱۱۲) می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت که بین دانش مالی مدیرعامل و اهرم مالی رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. این نتیجه نشان می‌دهد که اهرم مالی در شرکت‌های با مدیران عامل متخصص مالی و سایر شرکت‌ها تفاوت معناداری ندارد. در ادامه یافته‌ها حاکی از آن است که بین اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، نسبت مخارج سرمایه‌ای، نسبت جاری و بازده دارایی‌ها با اهرم مالی رابطه منفی و معناداری برقرار است. در عین، رابطه معناداری بین دیگر متغیرها با اهرم مالی مشاهده نمی‌شود.

آزمون فرضیه سوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۴، نشان از آن دارد که فرضیه صفر این آزمون رد شده و روش پانلی مناسب‌تر است. نتیجه حاصل از آزمون هاسمن نشان می‌دهد که فرضیه صفر این آزمون رد شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است. علاوه بر این، با توجه به مقدار احتمال آزمون ویگنر و پوی، می‌توان گفت که فرضیه صفر این آزمون مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس بین اجزای اخلاص مدل رد شده و در نتیجه جملات خطا دارای ناهمسانی واریانس هستند. مقدار احتمال آزمون وولدریچ نیز نشان می‌دهد که بین جملات خطا خودهمبستگی سریالی وجود دارد. از این رو، برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی و جهت تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل مربوط به فرضیه سوم پژوهش از رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در برازش نهایی مدل (پانل با اثرات ثابت) استفاده می‌شود.

نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل سوم پژوهش در جدول ۴، آمده است. مقدار احتمال آماره والد بیانگر معناداری کلی مدل سوم پژوهش است. یافته‌های جدول ذیل حاکی از آن است که متغیر دانش مالی مدیرعامل دارای ضریب (۰/۰۰۴۵) و مقدار احتمال (۰/۰۱۵) می‌باشد. در نتیجه می‌توان اذعان کرد که بین دانش مالی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. این نتیجه نشان می‌دهد که مدیران عامل با دانش مالی وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. در ادامه یافته‌ها حاکی از آن است که بین لگاریتم طبیعی سن شرکت، رشد دارایی‌ها، نسبت جریان نقد عملیاتی و بازده دارایی‌ها با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری برقرار است. در مقابل، بین اندازه شرکت و نسبت مخارج سرمایه‌ای با نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اما، بین متغیرهای دوره تصدی مدیرعامل، اندازه هیئت‌مدیره و استقلال هیئت‌مدیره با نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

جدول ۴- نتایج آزمون‌ها و برآورد پارامترهای مدل مربوط به فرضیه سوم پژوهش

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره	مقدار احتمال
مقدار ثابت	۰/۰۲۹۸	۰/۰۱۷۸	۱/۶۷	*۰/۰۹۵
دانش مالی مدیرعامل	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۱۸	۲/۴۳	**۰/۰۱۵
دوره تصدی مدیرعامل	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	-۱/۶۱	۰/۱۰۷
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۰۱۴۹	۰/۰۲۱۱	-۰/۷۰	۰/۴۸۱
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۵۲	۱/۵۵	۰/۱۲۱
لگاریتم طبیعی سن شرکت	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۱۷	۲/۲۴	**۰/۰۲۵
اندازه شرکت	-۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۵	-۲/۲۷	**۰/۰۲۳
رشد دارایی‌ها	۰/۰۱۲۵	۰/۰۰۳۵	۳/۵۳	***۰/۰۰۰
نسبت مخارج سرمایه‌ای	-۰/۰۲۰۱	۰/۰۰۴۷	-۴/۲۵	***۰/۰۰۰
نسبت جریان نقد عملیاتی	۰/۰۶۳۲	۰/۰۰۹۱	۶/۹۰	***۰/۰۰۰
نسبت جاری	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۱۶	۲/۴۱	**۰/۰۱۶
بازده دارایی‌ها	۰/۰۲۹۸	۰/۰۱۷۸	۱/۶۷	*۰/۰۹۵
آماره والد	۱۴۹/۶۵ (***)			
آماره F لیمر (احتمال)	۶/۰۹ (***)			
آماره هاسمن (احتمال)	۲۱/۵۶ (**)			
آماره ویگنز وپوی (احتمال)	۷۶۶/۳۴ (***)			
آماره وولدریج (احتمال)	۲۴/۱۰۸ (***)			

*** معناداری در سطح ۱ درصد، ** معناداری در سطح ۵ درصد، * معناداری در سطح ۱۰ درصد

بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های مالی (شامل؛ سیاست پرداخت سود، اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد) بود که در ادامه مطالعه کاستوديو و میتزجر (۲۰۱۴) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به آن پرداخته شد. از نظر تئوری رده بالا، ویژگی‌های مدیرعامل تصمیمات آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علاوه براین، تحقیقات پیشین نشان دادند که دانش مالی مدیرعامل بر عملکرد شرکت و گزارشگری مالی اثرگذار است. نتایج فرضیه اول

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

حاکمی از وجود رابطه منفی و معنادار بین دانش مالی مدیرعامل و سیاست پرداخت سود بود. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که مدیران عامل آنها دانش مالی دارند، تقسیم سود کمتر است. این نتیجه مطابق با ادبیات موجود که ویژگی‌های مدیرعامل بر نتایج سازمانی اثرگذار است. از سوی دیگر، این نتیجه مخالف با پژوهش کاستودیو و میتزجر (۲۰۱۴) است. آنها با بررسی شرکت‌های آمریکایی دریافتند که مدیران عامل با دانش مالی تمایل بیشتری به پرداخت سود به سهام‌داران دارند. در فرضیه دوم به آزمون وجود رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و اهرم مالی پرداخته شد. نتایج وجود رابطه معناداری بین دانش مالی مدیرعامل و اهرم مالی نشان می‌دهد، که حاکمی از رد فرضیه دوم پژوهش بود. به عبارت دیگر، اهرم مالی در شرکت‌هایی که مدیران عامل آنها دانش مالی دارند، در مقایسه با سایر شرکت‌ها تفاوت معناداری ندارد. این نتیجه مخالف با پژوهش کاستودیو و میتزجر (۲۰۱۴) است. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که از مدیران عامل با دانش مالی بهره می‌برند، اهرم مالی کمتری دارند. در ادامه، یافته‌های فرضیه سوم نشان داد که بین دانش مالی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که نشان از تأیید فرضیه سوم پژوهش دارد. به عبارت دیگر، مدیران عاملی که از دانش مالی برخوردارند وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. این نتیجه نیز مخالف با پژوهش کاستودیو و میتزجر (۲۰۱۴) است. آنها نشان دادند که شرکت‌های دارای مدیران متخصص مالی به طور متوسط نقدینگی کمتری دارند.

پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه به این موضوع که پژوهش حاضر در زمره تحقیقات اثباتی حوزه مالی بوده و وجود رابطه بین متغیرهای پژوهش را بررسی می‌نماید، بنابراین پیشنهاد‌های زیر صرفاً بر مبنای نتایج حاصل از آزمون فرضیاتی که اثبات شده است، بیان می‌گردد:

نتیجه فرضیه اول نشان داد که مدیران عامل با دانش مالی سود کمتری توزیع می‌کنند. بنابراین به سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی که توزیع سود بیشتر برای آنها از اهمیت بالاتری برخوردار است پیشنهاد می‌شود که در سرمایه‌گذاری‌های خود به دانش مالی (نوع مدرک تحصیلی) مدیران عامل شرکت‌ها توجه نمایند. یافته‌های فرضیه سوم نشان داد که مدیران عامل با دانش مالی وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. از این رو، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که با توجه به ویژگی‌های شخصی مدیران ارشد شرکت‌ها می‌توانند وضعیت وجه نقد شرکت را در سال‌های آتی پیش‌بینی نمایند. علاوه بر این، نگهداری وجه نقد بیشتر ممکن است با مسائلی همچون رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران (مانند؛ مدیریت سود) در ارتباط باشد و سرمایه‌گذاران باید به این نکته دقت کنند و حساسیت بیشتری برای

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و سوم - پائیز ۱۳۹۸

سرمایه‌گذارای در شرکت‌هایی که مدیران عامل آنها از دانش مالی برخوردار است، داشته باشند. علاوه بر این، به هیئت‌مدیره و سهامداران شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌شود تا در انتخاب مدیرعامل جنبه دانش مالی وی را مورد توجه قرار دادند.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

با توجه به اینکه تحقیقات اندکی در زمینه دانش مالی مدیرعامل در ایران انجام شده است، پیشنهاد می‌گردد تا در پژوهشی تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر معیارهای ارزیابی عملکرد، کیفیت گزارشگری مالی، کیفیت افشا و اجتناب مالیاتی مورد بررسی قرار گیرد. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود تا در پژوهشی تأثیر سایر ویژگی‌های مدیرعامل همچون جنسیت، تجربه، اعتماد به نفس و توانایی بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. افزون بر این، پیشنهاد می‌شود در پژوهشی نقش همزمان دانش مالی مدیرعامل و توانایی وی بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها بررسی شود.

محدودیت‌های تحقیق

در این پژوهش از شاخص نوع رشته تحصیلی مدیران عامل برای اندازه‌گیری دانش مالی مدیران عامل استفاده شده است. همانطور که در فصل سوم بیان شد، اطلاعات مربوط به نوع مدرک تحصیلی مدیران عامل از طریق گزارش‌های واقع در سایت کدال، وبسایت شرکت‌های مورد بررسی گردآوری شده است. با این وجود، اطلاعات مربوط به نوع مدرک تحصیلی برخی از مدیران عامل یافت نشد. لذا باید توجه داشت نمونه انتخابی پژوهش به‌طور ذاتی دارای مشکل سوگیری به سمت شرکت‌های حاضر در نمونه است، و این محدودیت اساسی در تحقیق حاضر تلقی می‌شود.

بررسی رابطه بین دانش مالی مدیر عامل و سیاست‌های.../بهمنش، طوطیان اصفهانی و میرسپاسی

منابع

- ۱) احمدآبادی، معصومه، (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ارزش انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات مالی شرکت‌ها، پایان کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی رجاء قزوین.
- ۲) تاری وردی، یدالله، دسینه، مهدی، تقی زاده، علی، (۱۳۹۳). بررسی ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکتها و سیاستهای تقسیم سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های نوین در حسابداری، ۱ (۴): ۱۰۷-۹۳.
- ۳) دیانتی دیلمی، زهرا، مرادزاده فرد، مهدی و مظاهری، علی، (۱۳۹۲). اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳ (۹): ۳۹-۲۱.
- ۴) رضایی، فرزین، چگینی، اکرم، (۱۳۹۶). رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت‌ها، مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۶ (۲۲): ۵۰-۳۰.
- ۵) رنگزن مقدم، رقیه، لشگری، زهرا، (۱۳۹۷). تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰ (۴۰): ۴۶-۲۱.
- ۶) طالب نیا، قدرت اله، مهدوی، مریم، (۱۳۹۳). بررسی اثر اعتبار تجاری و عمق مالی بر میزان نگهداشت وجه نقد، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۴ (۱۳): ۵۴-۴۱.
- ۷) عظیمی یانچشمه، مجید، شامحمدی قهساره، سمیه، (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و سهم بازار با استفاده از مدل پویا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶ (۴): ۷۲-۵۵.
- ۸) لاری دشت بیاض، محمود، اورادی، جواد، (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین دوره تصدی و دانش مالی مدیرعامل با حق الزحمه حسابرسی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۴ (۱): ۱۰۲-۸۱.
- ۹) محمدزاده مقدم، محمدباقر، نقدی، سجاد، اسماعیلی، جواد، (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود، پژوهش حسابداری، (۲۸): ۱۷۲-۱۵۳.
- ۱۰) مرادی، مهدی، دلدار، مصطفی، صابرماهانی، معصومه. (۱۳۹۸). تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت، راهبرد مدیریت مالی، ۷ (۱): ۹۴-۷۱.
- ۱۱) ملازاده، محمد، لاری دشت بیاض، محمود، ساعی، محمدجواد، (۱۳۹۵). اثر دانش مالی مدیرعامل روی مدیریت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸ (۳۰): ۶۰-۳۷.

12) Adams, R., Almeida, H., Ferreira, D., 2005. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. Review of Financial Studies 18, 1403–1432.

- 13) Baatwah, S, R. Salleh, Z. & Ahmad, N. (2015). CEO characteristics and audit report timeliness: do CEO tenure and financial expertise matter? *Managerial Auditing Journal*, 30(8/9), 998-1022.
- 14) Bamber, L.S., John, J. & Wang, I.Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure, *Accounting Review*, 85 (4), 1131-1162.
- 15) Barker, V., Mueller, G., 2002. CEO characteristics and firm R&D spending management. *Science* 48 (6), 782-801.
- 16) Bennesen, M., Pérez-González, F., Wolfenzon, D., 2008. Do CEOs matter? Unpublished working paper. Insead, Stanford University, and Columbia University.
- 17) Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management, *Journal of Financial Economics*, 80 (3), 511-529.
- 18) Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: the effect of managers on firm policies, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (4), 1169-1208.
- 19) Callan S, & Thomas &. (2011). Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: A multi-equation framework. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 18: 322-351.
- 20) Coff, R. W. (2002). Human capital, shared expertise, and the likelihood of impasse in corporate acquisitions, *Journal of Management*, 28, 107-128.
- 21) Cullinan, C.P. & Roush, P.B. (2011). Has the likelihood of appointing a CEO with an accounting/ finance background changed in the post-Sarbanes Oxley era?, *Research in Accounting Regulation*, 23 (1), 71-77.
- 22) Custodio, C., & D. Metzger. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies, *Journal of Financial Economics*, 114 (1): 125-154.
- 23) Durfee, D. (2005). Why more companies are tapping their finance chiefs for CEO", *CFO*, 52-60.
- 24) Ettredge, M., Li, C., Wang, Q., & Xu, Y. (2018). Executive Director Financial Expertise and IPO Performance. Working Paper, University of Kansas.
- 25) Francis, J., Huang, A.H., Rajgopal, S. & Zang, A.Y. (2008). CEO reputation and earnings quality, *Contemporary Accounting Research*, 25 (1), 109-147.
- 26) Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Financial Expert CEOs and Earnings Management around Initial Public Offerings (IPOs). *International Journal of Accounting*, Contents lists available.
- 27) Graham, J.R., Harvey, C.R., Puri, M., 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics* 109, 103-121.

- 28) Guner, A., Malmendier, U., Tate, J., 2008. Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics* 88, 323–354.
- 29) Hambrick, D.C. & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers, *The Academy of Management Review*, 9 (2), 193-206.
- 30) Hirshleifer, D., Low, A., Teoh, S.H., 2012. Are overconfident CEOs better innovators? *Journal of Finance* 67, 1457–1498.
- 31) Huang, H., & Zhang, W. (2019). Financial expertise and corporate tax avoidance. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, In Press. DOI: 10.1080/16081625.2019.1566008
- 32) Hutton, A., Stocken, P., (2006). Effect of Reputation on the Credibility of Management Forecasts. *Dartmouth College Working Paper*.
- 33) Jiang, F., Zhu, B. & Huang, J. (2013). CEO's financial experience and earnings management, *Journal of Multinational Financial Management*, 23 (3), 134-145.
- 34) Kaplan, S., Klebanov, M., Sorensen, M., 2012. Which CEO characteristics matter? *Journal of Finance* 67, 973–1007.
- 35) Li, C., Tseng, Y., & Chen, T. K. (2016). Top management team expertise and corporate real earnings management activities. *Advances in Accounting*, 34:117- 132.
- 36) Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89, 20–43.
- 37) Matsunaga, S. R. & S. Wang, and P. E. Yeung. (2013). Does Appointing a Former CFO as CEO Influence a Firm's Accounting Policies? *Working Paper University of Oregon*.
- 38) Rachana, K., & S, Khan, (2016). CEO Financial Background and Audit Pricing. *Accounting Horizons*: 30(3), 325-339.
- 39) Song, J.H., 1982. Diversification strategies and the experiences of top executives in large firms. *Strateg. Manag. J.* 3 (4), 377–380.
- 40) Tyler, B.B., Steensma, H.K., 1998. The effects of executives' experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances. *Strateg. Manag. J.* 19 (10), 939–965.

- 1 Baatwah
- 2 Adams
- 3 Bennedsen
- 4 Kaplan
- 5 Malmendier & Tate
- 6 Graham
- 7 Hirshleifer
- 8 Bertrand & Schoar
3. Bergstresser & Philippon
- 10 Bamber
- 11 Custodio & Metzger
- 12 Guner
- 13 Hambrick & Mason
- 14 Song
- 15 Tyler & Steensma
- 16 Barker & Mueller
- 17 Durfee
- 18 Upper echelon theory
- 19 Coff
- 20 Francis
- 21 Matsunaga & Wang & Yeung
- 22 Hutton & Stocken
- 23 Callan & Thomas
- 24 Huang & Zhang
- 25 Yang
- 26 Ettredge
- 27 Gounopoulos & Pham
- 28 Bei & Xu
- 29 Li
- 30 Rachana & Khan
- 31 Baatwah
- 32 Custodio & Metzger
- 33 Matsunaga
- 34 Jiang

۳۵ - زمانی که در نرم‌افزار Stata برای رفع ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌گردد، دیگر در خروجی ضریب تعیین، آماره F و دوربین واتسون گزارش نشده و تنها آماره والد و معناداری آن که مبین معناداری کلی مدل برازش شده است، گزارش می‌شود. همچنین به جای آماره t ، آماره Z گزارش می‌شود.