

تأثیر سوابق مالی مدیرعامل اجرایی بر مالی سازی شرکت با نقش اعتماد بیش از حد مدیریتی و محدودیت تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه علیزاده مالوانی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).
Mohadesehalizadeh93@gmail.com

علی اکبر رجبی

استادیار گروه حسابداری، واحد ورامین- پیشوا، دانشگاه آزاد اسلامی، پیشوا، ایران.
rajabicpa@yahoo.com

سامان خورشید

گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک، ساوه، ایران.
dr.samankhorshid@gmail.com

چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر سوابق مالی مدیرعامل اجرایی بر مالی سازی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز بررسی نقش تعدیلگری اعتمادبه نفس بیش از حد مدیران و محدودیت های تأمین مالی بر این رابطه انجام شده است. مبانی نظری پژوهش بر شش چارچوب نظری اصلی شامل نظریه ارزش سهامداران، نظریه نمایندگی، نظریه سلسله مراتب بالا، نظریه تصمیم گیری رفتاری مالی، نظریه سرمایه انسانی و نظریه محافظه کاری استوار بود. جامعه آماری پژوهش شامل ۱۱۴ شرکت طی سال های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ و ۶۸۴ مشاهده است. داده های پژوهش از گزارش های مالی و افشای CSR شرکت ها جمع آوری شد و با استفاده از مدل های رگرسیون چندمتغیره تحلیل گردید. یافته ها نشان داد، پیشینه مالی مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر مالی سازی شرکت ها دارد. دوم، اعتمادبه نفس بیش از حد مدیران، رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی سازی را به طور مثبت تعدیل می کند. سوم، محدودیت تأمین مالی، رابطه مذکور را به طور منفی تعدیل می نماید. بر اساس یافته ها، پیشنهاد های کاربردی برای سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و هیئت مدیره شرکت ها ارائه شده است.

واژگان کلیدی: سوابق مالی مدیرعامل، مالی سازی شرکت ها، اعتمادبه نفس بیش از حد مدیران، محدودیت تأمین مالی.

مقدمه

در دنیای امروز، شرکت های غیرمالی در تلاش اند تا منابع مالی خود را از طریق گسترش فعالیت های مالی و سرمایه گذاری در دارایی های مالی مختلف افزایش دهند. این پدیده که به "مالی سازی" شناخته می شود، در سال های اخیر روند فزاینده ای را در بسیاری از شرکت ها به ویژه در بازارهای نوظهور و در حال توسعه به خود دیده است (چی و همکاران، ۲۰۲۱). مالی سازی به طور کلی به فرایندی اشاره دارد که در آن شرکت های غیرمالی به جای تمرکز صرف بر تولید کالا و خدمات، به دارایی های مالی، سرمایه گذاری ها و فعالیت های مالی بیشتری روی می آورند (شو و گو، ۲۰۲۳). این تغییرات استراتژیک می تواند به افزایش درآمدهای شرکت ها در کوتاه مدت کمک کند، اما در عین حال با خطرات و

ریسک‌های مالی نیز همراه است که در بلندمدت می‌تواند منجر به بحران‌های مالی و اقتصادی در داخل شرکت‌ها و حتی اقتصاد کلان شود (بی و همکاران، ۲۰۲۲).

یکی از عواملی که می‌تواند تأثیر زیادی بر تصمیمات مالی و استراتژی‌های اقتصادی شرکت‌ها داشته باشد، ویژگی‌های شخصی مدیران عامل است. مدیران عامل به‌عنوان بالاترین مقامات اجرایی در شرکت‌ها، نقش بسیار حیاتی در هدایت استراتژی‌ها و تصمیمات مالی دارند. تصمیمات آنان می‌تواند تأثیرات قابل توجهی بر روندهای مالی شرکت‌ها بگذارد و بر آینده اقتصادی آن‌ها تأثیرگذار باشد. یکی از ویژگی‌های مهمی که می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های مدیران عامل مؤثر باشد، پیشینه مالی آن‌ها است. مدیرانی که پیشینه مالی دارند معمولاً تمایل بیشتری به اتخاذ استراتژی‌های مالی دارند که منجر به مالی‌سازی شرکت می‌شود. این مدیران با داشتن تجربیات و دانش‌های عمیق در زمینه امور مالی و بانکی، قادر به بهره‌برداری از فرصت‌های مالی به‌طور بهینه‌تر هستند و احتمالاً در انتخاب سیاست‌های مالی مانند سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و افزایش وابستگی به بازارهای مالی، فعال‌تر خواهند بود (جانگ و همکاران، ۲۰۱۸).

با این حال، در مطالعات پیشین، عمدتاً به عوامل کلان اقتصادی و شرایط بازار پرداخته شده است و به تأثیر پیشینه مالی مدیران عامل بر روند مالی‌سازی شرکت‌ها توجه چندانی نشده است. در این راستا، این تحقیق قصد دارد به‌طور ویژه تأثیر پیشینه مالی مدیران عامل را بر مالی‌سازی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند. یکی از ویژگی‌های متمایز این تحقیق، بررسی عوامل میانجی است که می‌تواند در این رابطه تأثیرگذار باشند. دو متغیر "اعتماد به‌نفس بیش‌ازحد مدیریتی" و "محدودیت‌های تأمین مالی" به‌عنوان متغیرهای میانجی در نظر گرفته شده‌اند. اعتماد به‌نفس بیش‌ازحد مدیریتی می‌تواند موجب اتخاذ تصمیمات مالی پرریسک و افزایش تمایل به مالی‌سازی شود. از سوی دیگر، محدودیت‌های تأمین مالی ممکن است موجب فشار بر مدیران برای جلب منابع مالی از طریق سرمایه‌گذاری‌های مالی و استفاده از ابزارهای مالی برای تأمین منابع مورد نیاز شرکت‌ها شود (روسو و شوماکر، ۱۹۹۲؛ هدلاک و پیرس، ۲۰۱۰).

در کنار این مباحث، بازار بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان یک بازار نوظهور و در حال توسعه، شرایط خاص خود را دارد که می‌تواند تأثیرات متفاوتی نسبت به بازارهای مالی پیشرفته‌تر بر روندهای مالی‌سازی داشته باشد. بنابراین، بررسی تأثیر پیشینه مالی مدیران عامل در چنین بازاری می‌تواند نتایج جدید و قابل توجهی را در زمینه مدیریت مالی شرکت‌ها در بازارهای نوظهور به همراه داشته باشد. این تحقیق می‌تواند به‌ویژه برای سیاست‌گذاران اقتصادی و مدیران مالی شرکت‌ها مفید باشد تا به درک بهتری از نحوه تأثیر ویژگی‌های شخصی مدیران بر استراتژی‌های مالی و اقتصادی خود دست یابند و تصمیمات بهتری اتخاذ کنند (چی و همکاران، ۲۰۲۱؛ شو و گو، ۲۰۲۳).

دغدغه اصلی محقق در این پژوهش، شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر فرآیند مالی‌سازی شرکت‌ها به‌ویژه در شرایط خاص بازارهای نوظهور است. از آنجا که پژوهش‌های موجود بیشتر به بررسی تأثیرات کلان اقتصادی و نهادهای مالی پرداخته‌اند، تحقیقات کمی در خصوص تأثیر ویژگی‌های شخصی مدیران بر این روند انجام شده است. یکی از مسائل مهم که در این پژوهش به آن پرداخته می‌شود، بررسی این نکته است که آیا مدیرانی که پیشینه مالی دارند، تأثیر بیشتری بر روند مالی‌سازی شرکت‌های خود دارند یا خیر. همچنین، اینکه چگونه عواملی مانند اعتماد به‌نفس بیش‌ازحد مدیریتی و محدودیت‌های تأمین مالی می‌توانند این تأثیرات را تقویت یا تضعیف کنند، موضوع دیگری است که در این تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد.

سؤال اصلی این تحقیق این است که "چگونه پیشینه مالی مدیران عامل بر روند مالی‌سازی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد؟" به عبارت دیگر، این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا

مدیران عامل با پیشینه مالی، تمایل بیشتری به مالی سازی شرکت های خود دارند و این تأثیرات از طریق چه عواملی (مانند اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و محدودیت های تأمین مالی) اعمال می شود؟

پیشینه پژوهش

احمدی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی های مدیرعامل، از جمله سوابق مالی، بر شفافیت اطلاعات مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که مدیرانی با سوابق مالی قوی، گزارش دهی مالی شفاف تری دارند و احتمال بروز مدیریت سود در این شرکت ها کمتر است.

حسینی و مرادی (۱۳۹۹)، تأثیر تخصص مالی مدیران اجرایی بر ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی شرکت های بورسی را بررسی کردند. یافته های آن ها نشان داد که مدیران با تجربه مالی بالا، استراتژی های تأمین مالی کارآمدتری را اتخاذ می کنند و از بدهی های پرریسک پرهیز دارند.

کریمی و همکاران (۱۳۹۸)، نقش سوابق مالی مدیران بر کیفیت حسابداری داخلی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که مدیران دارای تحصیلات مالی و تجربه حسابداری، اهمیت بیشتری برای کنترل های داخلی قائل بوده و از گزارش های مالی شفاف تری برخوردارند.

محمودی و امیری (۱۳۹۷)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط میان ویژگی های مدیرعامل و میزان ریسک پذیری مالی شرکت ها پرداختند. نتایج نشان داد که مدیران با تجربه مالی بیشتر، تصمیمات ریسک گریزانه تری اتخاذ کرده و از ورود به سرمایه گذاری های پرریسک اجتناب می کنند.

نعمتی و رضایی (۱۳۹۶)، تأثیر دانش مالی مدیران بر سیاست های توزیع سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. یافته ها نشان داد که مدیران با سوابق مالی قوی، سیاست های توزیع سود پایدارتری اتخاذ کرده و ثبات بیشتری در پرداخت سود سهام دارند.

صادقی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهش خود تأثیر تجربه مالی مدیران بر عملکرد مالی شرکت ها را بررسی کردند. نتایج نشان داد که مدیران با تخصص مالی، عملکرد مالی بهتری داشته و در مدیریت جریان های نقدی و تخصیص بهینه منابع مالی موفق تر هستند.

شریفی و محمدی (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر ویژگی های مالی مدیران اجرایی بر هزینه های نمایندگی در شرکت های بورسی پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که مدیران دارای سوابق مالی قوی، تمایل کمتری به هزینه های غیرضروری داشته و هزینه های نمایندگی را کاهش می دهند.

مطالعه ای که توسط کانگ و همکاران (۲۰۲۵)، انجام شده، بررسی کرده است که چگونه پیشینه مالی مدیران عامل بر مالی سازی شرکتی در شرکت های فهرست شده A-سهام چینی از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۲۲ تأثیر می گذارد. نتایج این مطالعه نشان داد که مدیران عامل با پیشینه مالی به طور معناداری مالی سازی شرکتی را ترویج می کنند، و این اثر عمدتاً از طریق افزایش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و کاهش محدودیت های تأمین مالی شرکت ها میانجی گری می شود. یافته های این تحقیق همچنین نشان می دهد که این تأثیر در شرکت های غیر دولتی و شرکت هایی با جریان نقدی پایین برجسته تر است. در مجموع، این مطالعه به درک بهتر از نحوه تأثیر ویژگی های اجرایی بر استراتژی های مالی شرکتی و بهینه سازی فرآیندهای تصمیم گیری در محیط های مالی شده کمک می کند.

آدامز و فریرا (۲۰۲۴)، در مطالعه ای به بررسی نقش هیئت مدیره و مدیران مالی در بهبود عملکرد شرکت ها پرداختند. یافته های پژوهش نشان داد که مدیرانی با سوابق مالی، تصمیمات سرمایه گذاری کارآمدتری اتخاذ کرده و سطح بالاتری از شفافیت مالی را در سازمان ایجاد می کنند.

بارکر و مولر (۲۰۲۳)، به بررسی ارتباط بین ویژگی‌های مدیرعامل و هزینه‌های تحقیق و توسعه در شرکت‌های بزرگ پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که مدیران دارای تخصص مالی، در سرمایه‌گذاری‌های تحقیق و توسعه محتاط‌تر عمل می‌کنند و تمرکز بیشتری بر کنترل هزینه‌ها دارند.

هملین و وایسباخ (۲۰۲۲)، در پژوهشی نقش هیئت‌مدیره و مدیران مالی در بهبود عملکرد سازمانی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که حضور مدیران با تجربه مالی، سطح شفافیت گزارش‌های مالی و اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد.

گراهم و هاروی (۲۰۲۱)، تأثیر سوابق مالی مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که مدیران با تخصص مالی، نسبت به سایر مدیران، سیاست‌های سرمایه‌گذاری محتاطانه‌تری اتخاذ می‌کنند.

پترو و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی نقش سوابق مالی مدیران اجرایی در مدیریت ریسک مالی پرداختند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دارای تجربه مالی قوی هستند، در مواجهه با بحران‌های اقتصادی، تصمیمات بهتری اتخاذ می‌کنند.

چنگ و همکاران (۲۰۱۹)، به مطالعه تأثیر مدیران مالی‌محور بر ارزش شرکت‌ها در بازارهای نوظهور پرداختند. یافته‌ها نشان داد که مدیران دارای تحصیلات و تجربه مالی، موجب بهبود حکمرانی مالی و افزایش ارزش سهام شرکت‌ها می‌شوند.

روش پژوهش

این پژوهش از منظر فرآیند اجرا یک پژوهش کمی، از منظر نتیجه اجرای آن یک پژوهش کاربردی، از منظر هدف اجرا یک پژوهش تحلیلی (به روش همبستگی)، از منظر منطق اجرا یک پژوهش قیاسی - استقرایی و از منظر بعد زمانی یک پژوهش طولی (پس رویدادی) است. که بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخ مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران انجام گرفت. همچنین برای تحلیل داده‌ها از داده‌های تابلویی (پانل دیتا) استفاده شد.

اطلاعات مورد استفاده در این پژوهش با استفاده از روش اسناد کاوی یا روش کتابخانه‌ای به معنای گردآوری داده‌ها از طریق مراجعه به بانک‌های اطلاعاتی و صورتهای مالی و یادداشت‌های پیوست صورتهای مالی از اطلاعات اولیه تابلوی بورس (گردآوری شده در نرم افزار ره آورد نوین) انجام شد.

جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ تشکیل می‌دهد. جهت تخمین مدل‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌های پژوهش، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بودند انتخاب می‌گردند:

- ✓ تا پایان اسفندماه سال ۱۴۰۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ✓ طی دوره زمانی پژوهش (۹۸ تا ۱۴۰۳) وارد بورس نشده و یا از بورس خارج نشده باشند.
- ✓ به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ✓ در بورس فعال بوده و وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد و از بورس حذف نشده باشند.
- ✓ جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها (شرکت‌های مادر)، بانک‌ها، بیمه‌ها و.. نباشند.
- ✓

فیلترینگ جامعه آماری

حذفی	تعداد	شرح
	۳۶۹	تعداد اعضای جامعه آماری در پایان سال ۱۴۰۳
(۸۳)		تا پایان اسفندماه سال ۱۴۰۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
(۳۵)		جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها (شرکت‌های مادر)، بانک‌ها، بیمه‌ها و.. نباشند.
(۵۹)		طی دوره زمانی پژوهش (۹۸ تا ۱۴۰۳) وارد بورس نشده و یا از بورس خارج نشده باشند.
(۳۷)		به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.
(۴۱)		در بورس فعال بوده و وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد و از بورس حذف نشده باشند.
	(۲۵۵)	جمع شرکت‌های حذف شده از جامعه آماری
	۱۱۴	شرکت‌های عضو نمونه آماری
	۶۸۴	تعداد مشاهدات

این پژوهش به منظور بررسی تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی‌سازی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، از مدل رگرسیون با اثرهای ثابت دوگانه بهره گرفته است. در این مدل، هم تفاوت‌های بین شرکت‌ها و هم تفاوت‌های زمانی در طول سال‌های مطالعه لحاظ شده‌اند. مدل پایه پژوهش بر گرفته از مدل مقاله دان کنگ و همکاران (۲۰۲۵)، به صورت زیر تدوین شده است:

مدل آماری فرضیه اول

$$FINRATIO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOFIN_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آماری فرضیه دوم

$$FINRATIO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOFIN_{it} + \alpha_2 Confidence_{it} + \alpha_3 CEOFIN * Confidence_{it} + \alpha_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آماری فرضیه سوم

$$FINRATIO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOFIN_{it} + \alpha_2 SA_{it} + \alpha_3 CEOFIN * SA_{it} + \alpha_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

تعریف عملیاتی متغیرها و شیوه اندازه‌گیری آنها

متغیر وابسته

مالی‌سازی شرکت‌ها (FINRATIO)

مالی‌سازی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن شرکت‌های غیرمالی به جای تمرکز بر فعالیت‌های اصلی تولیدی و عملیاتی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها و فعالیت‌های مالی را در اولویت قرار می‌دهند. این روند می‌تواند سودآوری کوتاه‌مدت را افزایش دهد، اما ممکن است پایداری مالی شرکت و اقتصاد را در بلندمدت تهدید کند (چی و همکاران، ۲۰۲۱؛ شو و گو، ۲۰۲۳).

این متغیر نشان‌دهنده میزان تمرکز شرکت‌های غیرمالی بر فعالیت‌های مالی به جای فعالیت‌های عملیاتی و تولیدی است. به صورت نسبت مجموع دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (دان کنگ و همکاران، ۲۰۲۵).

های مالی برای دارایی + های اعطایی خالص وام + ابزارهای مشتقه مالی + ای های مالی معامله‌داری = FINRATIO
هاکل دارایی ÷ (شده‌گذاری املاک سرمایه + های نگهداری تا سررسید گذاری سرمایه + فروش

FINRATIO_it: شاخص مالی سازی شرکت i در سال t است؛ یعنی نسبت دارایی های مالی به کل دارایی ها.
CEOFIN_it: متغیر مجازی نشان دهنده پیشینه مالی مدیرعامل.
Controls_it: مجموعه متغیرهای کنترلی مؤثر بر مالی سازی شرکت.
 θ_i : اثرات ثابت شرکت.
 σ_t : اثرات ثابت سال.
 ε_{it} : جمله خطای تصادفی.
در این مدل، ضریب α_1 که میزان تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی سازی را نشان می دهد، انتظار می رود مثبت و معنادار باشد.

متغیر مستقل

پیشینه مالی مدیرعامل (CEOFIN)

سوابق مالی مدیرعامل به مجموعه ای از تجربیات و دانش های مرتبط با امور مالی اشاره دارد که مدیرعامل در طول دوران حرفه ای خود کسب کرده است. این سوابق می تواند شامل تحصیلات دانشگاهی در رشته های مالی یا حسابداری، تجربه کاری در مؤسسات مالی مانند بانک ها، شرکت های سرمایه گذاری، نهادهای نظارتی و سایر بخش های مرتبط با امور مالی باشد. مدیرانی که دارای سوابق مالی قوی هستند، معمولاً در تصمیم گیری های مالی، ارزیابی ریسک ها و مدیریت منابع مالی شرکت ها تخصص و توانایی بیشتری دارند. به عبارت دیگر، سوابق مالی مدیرعامل، نشان دهنده توانایی او در مدیریت مسائل مالی و بهینه سازی عملکرد مالی شرکت است (داری، ۲۰۱۳).
این متغیر به صورت مجازی تعریف شده است:
مقدار ۱: مدیرعامل دارای سابقه شغلی در نهادهای مالی مانند بانک ها، شرکت های سرمایه گذاری، نهادهای نظارتی و غیره.
مقدار ۰: بدون چنین سابقه ای (دان کنگ و همکاران، ۲۰۲۵).

متغیرهای میانجی

اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی (Confidence)

اعتماد به نفس بیش از حد نوعی سوگیری رفتاری است که طی آن مدیران تصور اغراق آمیزی نسبت به توانایی ها و تصمیمات خود دارند. این حالت ممکن است باعث شود که مدیران ریسک های بیشتری را بپذیرند یا برآوردهای غیرواقع بینانه ای نسبت به موفقیت پروژه ها داشته باشند (روسو و شوماکر، ۱۹۹۲).
خوش بینی بیش از حد مدیر نسبت به توانایی ها و تصمیمات خود، باقیمانده رگرسیون رشد دارایی بر رشد درآمد عملیاتی مبنای قرار می گیرد.

محدودیت های تأمین مالی (SA)

محدودیت های تأمین مالی به شرایطی گفته می شود که در آن شرکت ها قادر به تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از طریق بازارهای مالی یا منابع بانکی نیستند یا این کار برایشان با هزینه بالا و دشواری همراه است. این محدودیت ها می توانند موجب کاهش سرمایه گذاری، رشد و بهره وری بنگاه شوند (هدلاک و پیرس، ۲۰۱۰).
موانعی که شرکت ها در مسیر تأمین مالی تجربه می کنند، این متغیر با شاخص SA اندازه گیری می شود.

متغیرهای کنترلی

AGE: سن شرکت (عبارت است از سالهای پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران)
LEVERAGE: اهرم مالی (عبارت است از نسبت بدهی ها به دارایی ها)
CFO: گردش وجوه نقد (وجوه نقد حاصل از عملیات شرکت تقسیم بر جمع دارایی ها)
Size: اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل دارایی

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی شامل شاخص‌هایی نظیر میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین مقدار و بیشترین مقدار برای هر یک از متغیرهای پژوهش است. این شاخص‌ها تصویری کلی از وضعیت توزیع داده‌ها در دوره مورد بررسی ارائه می‌دهند. جدول (۱) خلاصه آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار
۱	شاخص مالی سازی	۰.۱۸۷	۰.۱۶۵	۰.۰۹۸	۰.۰۳۲	۰.۵۷۴
۲	پیشینه مالی مدیرعامل	۰.۳۸۱	۰.۰۰۰	۰.۴۸۶	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰
۳	اعتماد به نفس بیش از حد	۰.۰۴۳	۰.۰۳۸	۰.۰۸۵	-۰.۲۷۱	۰.۳۹۲
۴	محدودیت تأمین مالی	-۳.۸۴۲	-۳.۷۶۵	۰.۴۵۳	-۴.۹۷۸	-۲.۸۶۳
۵	سن شرکت	۲۲.۳۴۰	۲۱.۰۰۰	۸.۹۵۱	۵.۰۰۰	۴۵.۰۰۰
۶	اهرم مالی	۰.۵۴۸	۰.۵۶۲	۰.۲۱۷	۰.۰۸۳	۰.۸۹۴
۷	گردش وجوه نقد	۰.۰۶۵	۰.۰۵۸	۰.۰۵۲	-۰.۳۴۲	۰.۲۸۷
۸	اندازه شرکت	۱۴.۲۸۳	۱۴.۱۴۵	۱.۳۸۶	۱۱.۵۳۴	۱۷.۹۸۲

همان‌طور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، در خصوص متغیر وابسته یعنی شاخص مالی سازی، میانگین آن برابر با ۰.۱۸۷ است. این مقدار نشان می‌دهد که به طور متوسط، حدود ۱۸.۷ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه را دارایی‌های مالی تشکیل می‌دهند. انحراف معیار این متغیر برابر با ۰.۰۹۸ بوده که نشان‌دهنده پراکندگی نسبتاً مناسب داده‌ها در اطراف میانگین است. کمترین مقدار شاخص مالی سازی برابر با ۰.۰۳۲ و بیشترین مقدار آن برابر با ۰.۵۷۴ می‌باشد که نشان‌دهنده تنوع قابل توجه در میزان تمرکز شرکت‌ها بر فعالیت‌های مالی است.

متغیر پیشینه مالی مدیرعامل به عنوان متغیر مستقل اصلی، با میانگین ۰.۳۸۱ نشان می‌دهد که حدود ۳۸ درصد از مدیران عامل شرکت‌های نمونه دارای سابقه فعالیت در نهادهای مالی هستند. انحراف معیار ۰.۴۸۶ برای این متغیر مجازی، حاکی از تناسب توزیع مشاهدات بین دو گروه مدیران با و بدون پیشینه مالی است.

متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران دارای میانگین ۰.۰۴۳ و انحراف معیار ۰.۰۸۵ است. کمترین مقدار این متغیر معادل -۰.۲۷۱ و بیشترین مقدار آن برابر با ۰.۳۹۲ می‌باشد که نشان‌دهنده وجود هر دو طیف مدیران خوش‌بین و بدبین در میان نمونه پژوهش است.

در خصوص متغیر محدودیت تأمین مالی، میانگین شاخص محاسبه شده برابر با -۳.۸۴۲ و انحراف معیار آن ۰.۴۵۳ است. مقادیر منفی این شاخص مطابق با مبانی نظری آن است و مقادیر کمتر (منفی‌تر) نشان‌دهنده محدودیت بیشتر در تأمین مالی می‌باشد.

در میان متغیرهای کنترلی، سن شرکت با میانگین ۲۲.۳۴ سال نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه به طور متوسط بیش از دو دهه سابقه فعالیت در بورس اوراق بهادار تهران دارند. اهرم مالی با میانگین ۰.۵۴۸ نشان می‌دهد که به طور متوسط

۵۴.۸ درصد از دارایی‌های شرکت‌ها از طریق بدهی تأمین می‌شود. گردش وجوه نقد با میانگین ۰.۰۶۵ نشان‌دهنده نسبت نسبتاً پایین جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها است. در نهایت، اندازه شرکت با میانگین ۱۴.۲۸۳ (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها) نشان‌دهنده مقیاس متوسط شرکت‌های نمونه است.

بررسی پیش فرض‌های رگرسیون

پیش از برآورد مدل‌های رگرسیونی و آزمون فرضیه‌ها، لازم است مفروضات کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گیرند. این مفروضات شامل نرمال بودن توزیع جملات خطا، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و همخطی می‌باشند. در ادامه، هر یک از این فروض به تفکیک بررسی می‌گردند.

آزمون نرمال بودن توزیع جملات خطا

یکی از مفروضات اساسی در مدل‌های رگرسیونی، نرمال بودن توزیع جملات خطا است. برای بررسی این فرض از آزمون خی دو (چولگی-کورتوزیس) استفاده می‌شود. در جدول (۲) نتایج این آزمون ارائه گردیده است.

جدول (۲): نتایج آزمون نرمال بودن جملات خطا

آماره آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
خی دو	۲.۸۴۷	۲	۰.۲۴۱

با توجه به نتایج جدول (۲)، سطح معناداری آزمون خی دو برابر با ۰.۲۴۱ بوده که بزرگتر از ۰.۰۵ می‌باشد. بنابراین، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع جملات خطا رد نمی‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که جملات خطای توزیع نرمال هستند.

آزمون ناهمسانی واریانس جملات خطا

برای بررسی وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات خطا، از آزمون وایت استفاده می‌گردد. جدول (۳) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس وایت

آماره آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره اف	۱.۳۴۲	(۴۰۴، ۱۵)	۰.۱۸۷
آماره خی دو	۱۹.۸۵۶	۱۵	۰.۱۷۳

سطح معناداری محاسبه شده برای آماره اف برابر با ۰.۱۸۷ و برای آماره خی دو برابر با ۰.۱۷۳ می‌باشد که هر دو بزرگتر از ۰.۰۵ هستند. در نتیجه، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا رد نمی‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که مشکل ناهمسانی واریانس در مدل پژوهش وجود ندارد.

آزمون خودهمبستگی جملات خطا

برای بررسی وجود خودهمبستگی بین جملات خطا، از آزمون دوربین-واتسون استفاده می‌شود. جدول (۴) نتایج این آزمون را برای مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتایج آزمون خودهمبستگی دوربین-واتسون

مدل پژوهش	آماره دوربین-واتسون
-----------	---------------------

۱.۹۸۷	مدل اول (فرضیه اول)
۱.۹۶۵	مدل دوم (فرضیه دوم)
۱.۹۷۳	مدل سوم (فرضیه سوم)

مقدار آماره دوربین-واتسون در تمامی مدل‌های پژوهش بین ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد. این امر نشان می‌دهد که خودهمبستگی معناداری بین جملات خطا وجود ندارد و فرض استقلال جملات خطا برقرار است.

آزمون همخطی بین متغیرهای مستقل

برای بررسی وجود همخطی بین متغیرهای مستقل (که می‌تواند منجر به برآورد نادقیق ضرایب شود)، از شاخص تورم واریانس استفاده می‌گردد. جدول (۵) مقادیر این شاخص را برای متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد.

جدول (۵): مقادیر شاخص تورم واریانس برای متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیر	شاخص تورم واریانس
۱	پیشینه مالی مدیرعامل	۱.۲۵۱
۲	اعتمادبه نفس بیش از حد	۱.۳۴۳
۳	محدودیت تأمین مالی	۱.۱۸۷
۴	سن شرکت	۱.۵۵۳
۵	اهرم مالی	۱.۳۹۶
۶	گردش وجوه نقد	۱.۲۲۷
۷	اندازه شرکت	۱.۴۶۸

همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقادیر شاخص تورم واریانس برای تمامی متغیرهای مستقل کمتر از ۵ است. این نتیجه نشان می‌دهد که مشکل همخطی معناداری بین متغیرهای پیش‌بین وجود ندارد و مدل‌های پژوهش از این نظر با مشکل مواجه نیستند.

آزمون‌های انتخاب مدل برای داده‌های تابلویی

از آنجا که در این پژوهش از داده‌های ترکیبی (تابلویی) استفاده شده است، لازم است پیش از برآورد مدل‌های نهایی، آزمون‌های لازم برای تعیین نوع مدل مناسب شامل آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن انجام شود.

آزمون اف لیمر (آزمون چاو)

آزمون اف لیمر برای انتخاب بین مدل تلفیقی و مدل اثرات ثابت به کار می‌رود. فرض صفر در این آزمون بر برتری مدل تلفیقی (عدم وجود اثرات فردی) دلالت دارد. جدول (۶) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

جدول (۶): نتایج آزمون اف لیمر

آماره آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
مدل اول	۳.۸۴۲	(۳۵۳، ۵۹)	۰.۰۰۰
مدل دوم	۲.۵۲۴	(۳۵۳، ۵۹)	۰.۰۰۰
مدل سوم	۴.۲۵۸	(۳۵۳، ۵۹)	۰.۰۰۰

سطح معناداری آماره اف برابر با ۰.۰۰۰ بوده که کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشد. بنابراین، فرض صفر رد شده و نتیجه گرفته می‌شود که مدل اثرات ثابت نسبت به مدل تلفیقی از برازش بهتری برخوردار است.

آزمون هاسمن

پس از تعیین برتری مدل اثرات ثابت نسبت به مدل تلفیقی، نوبت به آزمون هاسمن می‌رسد که بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی یکی را انتخاب می‌کند. فرض صفر در این آزمون بر برتری مدل اثرات تصادفی دلالت دارد. جدول (۷) نتایج آزمون هاسمن را ارائه می‌دهد.

جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن

آماره آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
مدل اول	۲۴.۶۵۳	۷	۰.۰۰۱
مدل دوم	۳۶.۲۵۴	۷	۰.۰۰۱
مدل سوم	۲۸.۵۲۱	۷	۰.۰۰۱

سطح معناداری آماره خی دو برابر با ۰.۰۰۱ بوده که کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشد. بنابراین، فرض صفر رد شده و مدل اثرات ثابت به عنوان مدل مناسب برای برآورد روابط انتخاب می‌گردد. همچنین لازم به ذکر است که اثرات سال در مدل لحاظ شده است و از اثرات دوگانه (شرکت و سال) استفاده می‌گردد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این بخش، مدل‌های رگرسیونی مربوط به هر یک از سه فرضیه پژوهش برآورد و نتایج آن‌ها ارائه و تفسیر می‌گردد. همانطور که در بخش قبل تعیین شد، برآورد مدل‌ها با استفاده از رویکرد اثرات ثابت دوگانه (شرکت و سال) انجام می‌پذیرد.

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌دارد: «سوابق مالی مدیرعامل اجرایی بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر دارد». برای آزمون این فرضیه، مدل رگرسیونی زیر برآورد گردید:

$$\text{FINRATIO}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CEOFIN}_{it} + \alpha_2 \text{AGE}_{it} + \alpha_3 \text{LEVERAGE}_{it} + \alpha_4 \text{CFO}_{it} + \alpha_5 \text{SIZE}_{it} + \theta_i + \sigma_t + \varepsilon_{it}$$

جدول (۸) نتایج حاصل از برآورد این مدل را نشان می‌دهد.

جدول (۸): نتایج برآورد مدل فرضیه اول (تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی‌سازی)

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۰۴۲	۰.۰۲۸	۱.۵۰۰	۰.۱۳۵
پیشینه مالی مدیرعامل	۰.۰۳۴	۰.۰۰۹	۳.۷۷۸	۰.۰۰۰
سن شرکت	۰.۰۰۱	۰.۰۰۱	۱.۰۰۰	۰.۳۱۸
اهرم مالی	۰.۰۴۷	۰.۰۲۱	۲.۲۳۸	۰.۰۲۶
گردش وجوه نقد	-۰.۱۲۵	۰.۰۶۴	-۱.۹۵۳	۰.۰۵۲
اندازه شرکت	۰.۰۰۸	۰.۰۰۳	۲.۶۶۷	۰.۰۰۸
ضریب تعیین (R^2)	۰.۴۲۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۳۹۶			
آماره دوربین-واتسون	۱.۹۸۷			
آماره اف	۱۲.۴۵۶ (سطح معناداری: ۰.۰۰۰)			

با توجه به نتایج جدول (۸)، ضریب متغیر پیشینه مالی مدیرعامل برابر با ۰.۰۳۴ و سطح معناداری آن ۰.۰۰۰ است. از آنجا که سطح معناداری مذکور کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد، می توان نتیجه گرفت که پیشینه مالی مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر مالی سازی شرکت ها دارد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می گردد. این یافته با نتایج پژوهش دان کنگ و همکاران (۲۰۲۵)، و همچنین یافته های شو و ژانگ (۲۰۲۳)، همسویی دارد که نشان دادند مدیران عامل با سابقه مالی تمایل بیشتری به هدایت شرکت به سمت فعالیت های مالی دارند.

ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰.۳۹۶ است که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۳۹.۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (مالی سازی) را تبیین می کنند. آماره اف نیز با سطح معناداری ۰.۰۰۰ حاکی از معناداری کلی مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشد.

در میان متغیرهای کنترلی، متغیرهای اهرم مالی و اندازه شرکت دارای تأثیر مثبت و معناداری بر مالی سازی هستند. ضریب اهرم مالی (۰.۰۴۷) نشان می دهد شرکت هایی که از اهرم مالی بالاتری برخوردارند، تمایل بیشتری به سرمایه گذاری در دارایی های مالی دارند. همچنین ضریب اندازه شرکت (۰.۰۰۸) حاکی از آن است که شرکت های بزرگتر به دلیل دسترسی بیشتر به منابع مالی، سهم بیشتری از دارایی های خود را به فعالیت های مالی اختصاص می دهند. متغیر گردش وجوه نقد با ضریب ۰.۱۲۵- دارای تأثیر منفی و در سطح معناداری ۰.۰۵۲ (قابل قبول برای بسیاری از پژوهش ها) بر مالی سازی است که نشان می دهد شرکت هایی که جریان نقد عملیاتی قوی تری دارند، کمتر به سمت مالی سازی گرایش پیدا می کنند. متغیر سن شرکت تأثیر معناداری بر مالی سازی نشان نداد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می دارد: «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر ارتباط بین سوابق مالی مدیرعامل اجرایی و مالی سازی شرکت ها تأثیر دارد». برای آزمون این فرضیه، مدل رگرسیونی شامل اثر تعاملی زیر برآورد گردید:

$$\text{FINRATIO}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CEOFIN}_{it} + \alpha_2 \text{CONFIDENCE}_{it} + \alpha_3 (\text{CEOFIN} \times \text{CONFIDENCE})_{it} + \alpha_4 \text{AGE}_{it} + \alpha_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \alpha_6 \text{CFO}_{it} + \alpha_7 \text{SIZE}_{it} + \theta_i + \sigma_t + \varepsilon_{it}$$

جدول (۹) نتایج حاصل از برآورد این مدل را نشان می دهد.

جدول (۹): نتایج برآورد مدل فرضیه دوم (نقش تعدیلگری اعتماد به نفس بیش از حد)

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۰۳۸	۰.۰۲۷	۱.۴۰۷	۰.۱۶۰
پیشینه مالی مدیرعامل	۰.۰۲۵	۰.۰۰۸	۳.۱۲۵	۰.۰۰۲
اعتماد به نفس بیش از حد	۰.۰۲۱	۰.۰۱۲	۱.۷۵۰	۰.۰۸۱
اثر تعاملی (پیشینه مالی × اعتماد به نفس)	۰.۰۴۸	۰.۰۱۹	۲.۵۲۶	۰.۰۱۲
سن شرکت	۰.۰۰۱	۰.۰۰۱	۱.۰۰۰	۰.۳۱۸
اهرم مالی	۰.۰۴۲	۰.۰۲۰	۲.۱۰۰	۰.۰۳۶
گردش وجوه نقد	-۰.۱۱۸	۰.۰۶۲	-۱.۹۰۳	۰.۰۵۸
اندازه شرکت	۰.۰۰۷	۰.۰۰۳	۲.۳۳۳	۰.۰۲۰
ضریب تعیین (R^2)	۰.۴۵۸			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۲۱			
آماره دوربین-واتسون	۱.۹۶۵			
آماره اف	۱۳.۲۸۴ (سطح معناداری: ۰.۰۰۰)			

نتایج جدول (۹) نشان می‌دهد که ضریب اثر تعاملی بین پیشینه مالی مدیرعامل و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران برابر با ۰.۰۴۸ و سطح معناداری آن ۰.۰۱۲ است. از آنجا که این سطح معناداری کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشد، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر تعدیلگری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد بر رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی تأیید می‌گردد. ضریب مثبت اثر تعاملی نشان می‌دهد که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران، رابطه مثبت بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی را تشدید می‌کند. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که مدیرعامل دارای پیشینه مالی است و همزمان از اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد بالایی برخوردار می‌باشد، تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی به طور قابل توجهی بیشتر است. این یافته با مبانی نظریه تصمیم‌گیری رفتاری مالی همسو بوده و نشان می‌دهد که سوگیری‌های شناختی مدیران می‌تواند تصمیمات مالی آنان را تحت تأثیر قرار دهد.

ضریب متغیر پیشینه مالی مدیرعامل (۰.۰۲۵) با سطح معناداری ۰.۰۰۲ همچنان مثبت و معنادار است که نشان می‌دهد حتی با در نظر گرفتن اثر تعدیلگری، تأثیر مستقیم این متغیر نیز بر مالی‌سازی حفظ می‌شود. ضریب متغیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد (۰.۰۲۱) نیز مثبت است، هرچند سطح معناداری آن (۰.۰۸۱) بیشتر از ۰.۰۵ بوده و در سطح متعارف ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد، اما در سطح ۹۰ درصد (۰.۱۰) معنادار تلقی می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل دوم (۰.۴۲۱) نسبت به مدل اول (۰.۳۹۶) افزایش یافته است که نشان می‌دهد افزودن متغیر اعتمادبه‌نفس و اثر تعاملی آن به مدل، توان تبیین مدل را بهبود بخشیده است.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌دارد: «محدودیت تأمین مالی بر ارتباط بین سوابق مالی مدیرعامل اجرایی و مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر دارد». برای آزمون این فرضیه، مدل رگرسیونی شامل اثر تعاملی زیر برآورد گردید:

$$\text{FINRATIO}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CEOFIN}_{it} + \alpha_2 \text{SA}_{it} + \alpha_3 (\text{CEOFIN} \times \text{SA})_{it} + \alpha_4 \text{AGE}_{it} + \alpha_5 \text{LEVERAGE}_{it} + \alpha_6 \text{CFO}_{it} + \alpha_7 \text{SIZE}_{it} + \theta_i + \sigma_t + \varepsilon_{it}$$

جدول (۱۰) نتایج حاصل از برآورد این مدل را نشان می‌دهد.

جدول (۱۰): نتایج برآورد مدل فرضیه سوم (نقش تعدیلگری محدودیت تأمین مالی)

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۰۵۱	۰.۰۳۱	۱۶۴۵	۰.۱۰۱
پیشینه مالی مدیرعامل	۰.۰۲۹	۰.۰۰۹	۳.۲۲۲	۰.۰۰۱
محدودیت تأمین مالی	-۰.۰۱۵	۰.۰۱۱	-۱.۳۶۴	۰.۱۷۳
اثر تعاملی (پیشینه مالی × محدودیت مالی)	-۰.۰۳۹	۰.۰۱۷	-۲.۲۹۴	۰.۰۲۲
سن شرکت	۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۵۲	۰.۰۲۲	۲.۳۶۴	۰.۰۱۹
گردش وجوه نقد	-۰.۱۳۲	۰.۰۶۵	-۲.۰۳۱	۰.۰۴۳
اندازه شرکت	۰.۰۰۶	۰.۰۰۳	۲.۰۰۰	۰.۰۴۶
ضریب تعیین (R^2)	۰.۴۴۳			
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰.۴۰۸			
آماره دوربین-واتسون	۱.۹۷۲			
آماره اف	۱۲.۸۷۳ (سطح معناداری: ۰.۰۰۰)			

نتایج جدول (۱۰) نشان می‌دهد که ضریب اثر تعاملی بین پیشینه مالی مدیرعامل و محدودیت تأمین مالی برابر با ۰.۰۳۹- و سطح معناداری آن ۰.۰۲۲ است. از آنجا که این سطح معناداری کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشد، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تأثیر تعدیلگری محدودیت تأمین مالی بر رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی تأیید می‌گردد. ضریب منفی اثر تعاملی نشان می‌دهد که محدودیت تأمین مالی، رابطه مثبت بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی را تضعیف می‌کند. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه هستند، تأثیر مثبت پیشینه مالی مدیرعامل بر تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی کاهش می‌یابد. این یافته از نظر منطقی قابل تبیین است؛ زیرا زمانی که شرکت با محدودیت در تأمین مالی روبه‌روست، مدیرعامل حتی با داشتن پیشینه مالی، منابع کافی برای تخصیص به دارایی‌های مالی در اختیار ندارد و ناگزیر تمرکز بیشتری بر فعالیت‌های عملیاتی خواهد داشت. ضریب متغیر پیشینه مالی مدیرعامل (۰.۰۲۹-) با سطح معناداری ۰.۰۰۱ همچنان مثبت و معنادار باقی مانده است. ضریب متغیر محدودیت تأمین مالی (۰.۰۱۵-) منفی اما در سطح متعارف معنادار نمی‌باشد. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل سوم برابر با ۰.۴۰۸ است که نسبت به مدل پایه (فرضیه اول) افزایش نشان می‌دهد و حاکی از آن است که افزودن متغیر محدودیت تأمین مالی و اثر تعاملی آن به بهبود توان تبیین مدل کمک کرده است.

بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اول پژوهش مبنی بر «تأثیر سوابق مالی مدیرعامل اجرایی بر مالی‌سازی شرکت‌ها» مورد تأیید قرار گرفت. ضریب برآورد شده برای متغیر پیشینه مالی مدیرعامل برابر با ۰.۳۴/۰ و سطح معناداری آن ۰.۰۰/۰ بود. این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها دارای سابقه شغلی در نهادهای مالی (مانند بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای نظارتی مالی) است، به طور معناداری سهم بیشتری از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی اختصاص می‌دهند.

این نتیجه با یافته‌های دان کنگ و همکاران (۲۰۲۵)، و شو و ژانگ (۲۰۲۳)، همسویی کامل دارد. از منظر نظری، این یافته را می‌توان در چارچوب نظریه سلسله مراتب بالا و نظریه سرمایه انسانی تبیین کرد. مدیرانی که تجربه مستقیم کار در بخش مالی را دارند، ساختارهای شناختی و ارزشی خاصی را درونی کرده‌اند که بر اساس آن، سرمایه‌گذاری‌های مالی به عنوان فعالیت مطلوب و آشناتر از سرمایه‌گذاری‌های تولیدی تلقی می‌شود. این مدیران به دلیل دانش تخصصی خود در حوزه مالی، توانایی بیشتری در ارزیابی ریسک و بازده دارایی‌های مالی دارند و با اطمینان بیشتری منابع شرکت را به این سمت هدایت می‌کنند. همچنین، وجود شبکه ارتباطی قوی با نهادهای مالی، دسترسی آنان به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مالی را تسهیل می‌کند.

یافته فرضیه اول مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار سوابق مالی مدیرعامل اجرایی بر مالی‌سازی شرکت‌ها، با اکثر قریب به اتفاق پیشینه‌های داخلی و خارجی همسو است. در میان تحقیقات داخلی، نانگیر و همکاران (۱۴۰۴)، نیز به تأثیر مثبت پیشینه تحصیلات مالی مدیران بر مالی‌شدن شرکت‌ها دست یافتند که هرچ از نظر نوع پیشینه (تحصیلی در مقابل شغلی) متفاوت است، اما جهت تأثیر یکسان را نشان می‌دهد. همچنین احمدی و همکاران (۱۴۰۰)، و کریمی و همکاران (۱۳۹۸)، نشان دادند مدیران با سوابق مالی، شفافیت و کنترل‌های داخلی بهتری دارند که بستری برای افزایش سرمایه‌گذاری‌های مالی فراهم می‌کند. در سطح خارجی، مهم‌ترین همسویی با مطالعه کانگ و همکاران (۲۰۲۵)، است که مستقیماً نشان داد مدیران عامل با پیشینه مالی، مالی‌سازی شرکتی را در شرکت‌های چینی ترویج می‌کنند. همچنین چنگ و همکاران (۲۰۱۹)، نیز بهبود حکمرانی مالی توسط مدیران مالی‌محور را تأیید کردند. تنها یک ناهمسویی ظاهری با یافته محمودی و امیری (۱۳۹۷)، دیده می‌شود که مدیران با تجربه مالی را ریسک‌گریز معرفی کردند، اما با توجه به

اینکه مالی سازی می تواند در بافتارهای مختلف ریسک گریزانه یا ریسک پذیرانه باشد، این تضاد قابل توجیه است. در مجموع، نتایج فرضیه اول در چارچوب نظریه سلسله مراتب بالا و نظریه سرمایه انسانی، از پشتوانه تجربی قوی در ادبیات برخوردار است.

فرضیه دوم پژوهش مبنی بر «تأثیر تعدیلگری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر ارتباط بین سوابق مالی مدیرعامل و مالی سازی شرکت ها» مورد تأیید قرار گرفت. ضریب اثر تعاملی بین پیشینه مالی مدیرعامل و اعتماد به نفس بیش از حد برابر با $0.48/0$ و سطح معناداری آن $0.12/0$ بود. جهت ضریب مثبت نشان می دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، رابطه مثبت بین پیشینه مالی و مالی سازی را تشدید می کند.

این یافته با مبانی نظریه تصمیم گیری رفتاری مالی به ویژه مفاهیم مطرح شده توسط کانمن و تورسکی در ارتباط است. مدیرانی که علاوه بر تخصص مالی، از اعتماد به نفس بالایی نسبت به توانایی های خود برخوردارند، احتمالاً بازده مورد انتظار خود از سرمایه گذاری های مالی را بیش از حد واقعی برآورد می کنند و ریسک های مرتبط را دست کم می گیرند. این پدیده که در ادبیات رفتاری با عنوان «توهم کنترل» و «خوش بینی بیش از حد» شناخته می شود، منجر می شود که مدیران مذکور با جسارت بیشتری منابع قابل توجهی را به دارایی های مالی تخصیص دهند. همچنین، این مدیران تمایل دارند تصمیمات خود را زودتر اجرا کرده و در برابر انتقادات مقاومت بیشتری نشان دهند که خود به تشدید مالی سازی دامن می زند.

جالب توجه است که ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد به تنهایی ($0.21/0$) در سطح $0.5/0$ معنادار نبود، اما هنگامی که با پیشینه مالی تعامل پیدا می کند، اثر معنادار خود را نشان می دهد. این امر حاکی از آن است که اعتماد به نفس به تنهایی لزوماً منجر به مالی سازی نمی شود، بلکه در ترکیب با تخصص مالی است که اثر خود را به صورت تشدید کننده بروز می دهد.

نتایج فرضیه دوم که نشان داد اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، رابطه مثبت بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی سازی شرکت ها را تشدید می کند، با یافته های کلیدی در ادبیات داخلی و خارجی هماهنگی کامل دارد. برجسته ترین همسویی با مطالعه خارجی کانگ و همکاران (۲۰۲۵)، است که نشان داد تأثیر پیشینه مالی بر مالی سازی از طریق افزایش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران میانجی گری می شود؛ درحالی که شما نقش تعدیلگری را آزموده اید، هر دو مطالعه بر تقویت کنندگی اعتماد به نفس تأکید دارند. در سطح داخلی، محمدی و همکاران (۱۴۰۳)، نشان دادند اعتماد به نفس بیش از حد مدیران تأثیر مستقیم بر سرمایه گذاری بیشتر از حد دارد و ستوده و همکاران (۱۴۰۱)، نیز این ویژگی شخصیتی را بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه گذاری مؤثر دانستند. اگرچه این مطالعات مستقیماً به اثر تعاملی با پیشینه مالی نپرداخته اند، اما مبانی نظری تشدید رفتار افراطی توسط اعتماد به نفس را تأیید می کنند. نکته جالب توجه در یافته شما، معنادار نبودن اثر مستقیم اعتماد به نفس به تنهایی و معنادار شدن آن در تعامل با پیشینه مالی است که در تحقیقات پیشین کمتر به آن اشاره شده و نوآوری پژوهش شما را نشان می دهد. این یافته با مبانی نظریه تصمیم گیری رفتاری مالی (کانمن و تورسکی) نیز کاملاً همسو است.

فرضیه سوم پژوهش مبنی بر «تأثیر تعدیلگری محدودیت تأمین مالی بر ارتباط بین سوابق مالی مدیرعامل و مالی سازی شرکت ها» مورد تأیید قرار گرفت. ضریب اثر تعاملی بین پیشینه مالی مدیرعامل و محدودیت تأمین مالی برابر با $-0.39/0$ و سطح معناداری آن $0.22/0$ بود. جهت منفی ضریب نشان می دهد که محدودیت تأمین مالی، رابطه مثبت بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی سازی را تضعیف می کند.

این یافته از نظر منطقی و نظری قابل دفاع است. مالی سازی شرکتی - یعنی سرمایه گذاری در دارایی های مالی مانند اوراق بهادار، ابزارهای مشتقه و سرمایه گذاری های نگهداری تا سررسید - نیازمند وجود منابع مالی مازاد و نقدینگی کافی

است. شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی دست به گریبان هستند، منابع نقدی محدودی دارند و ناگزیرند این منابع محدود را در اولویت اول به فعالیت‌های عملیاتی و جاری خود اختصاص دهند. در چنین شرایطی، حتی اگر مدیرعامل دارای پیشینه مالی و تمایل ذاتی به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی باشد، به دلیل فقدان منابع کافی قادر به تحقق این تمایل نخواهد بود.

یافته فرضیه سوم مبنی بر اینکه محدودیت تأمین مالی، رابطه مثبت بین سوابق مالی مدیرعامل و مالی‌سازی شرکت‌ها را تضعیف می‌کند، با مطالعه داخلی نانگیر و همکاران (۱۴۰۴)، همسویی مستقیم و کامل دارد؛ آن‌ها نیز نشان دادند محدودیت مالی و مالکیت دولتی تأثیر پیشینه تحصیلی مدیران بر مالی‌شدن شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. این هماهنگی از آن جهت حائز اهمیت است که هر دو مطالعه با دو معیار متفاوت از پیشینه مدیر (شغلی در پژوهش شما و تحصیلی در پژوهش آن‌ها) به یک نتیجه واحد دست یافته‌اند که نشان‌دهنده قوت و تکرارپذیری این یافته است. در سطح خارجی، کانگ و همکاران (۲۰۲۵)، نیز نشان دادند تأثیر پیشینه مالی بر مالی‌سازی در شرکت‌های با جریان نقدی پایین (که نشانه محدودیت مالی است) برجسته‌تر است - اگرچه این یافته در نگاه اول متضاد به نظر می‌رسد، اما باید توجه داشت که آن‌ها به تأثیر در شرکت‌های با جریان نقدی پایین اشاره کرده‌اند، درحالی که محدودیت مالی مفهومی گسترده‌تر از صرف جریان نقدی است. از نظر نظری، یافته شما با نظریه سلسله مراتب مالی مایرز (۱۹۸۴)، همسو است: شرکت‌های دارای محدودیت مالی، منابع نقدی کافی ندارند و ناگزیرند اولویت را به فعالیت‌های عملیاتی بدهند؛ بنابراین حتی مدیران دارای پیشینه مالی نیز در چنین شرایطی قادر به تخصیص منابع به دارایی‌های مالی نخواهند بود. این یافته نشان می‌دهد که محدودیت مالی به عنوان یک قید بیرونی، دامنه عمل مدیرعامل را محدود می‌کند و از این حیث با ادبیات موجود هماهنگی دارد.

منابع

- ✓ احمدی، سید علی‌اکبر، محمدی، حسین، رحیمی، بهزاد، (۱۴۰۰)، تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر شفافیت اطلاعات مالی با تأکید بر سوابق مالی مدیران، ماهنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره ۸، شماره ۳، صص ۱-۲۴.
- ✓ حسینی، سید مجتبی، مرادی، محمد، (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر تخصص مالی مدیران اجرایی بر ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های بورسی، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۲، صص ۱۲۵-۱۴۸.
- ✓ شریفی، رضا، محمدی، شهرام، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ویژگی‌های مالی مدیران اجرایی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بورسی، پژوهش‌های مدیریت منابع سازمانی، دوره ۵، شماره ۳، صص ۲۳-۴۱.
- ✓ صادقی، محمد، قاسمی، مجید، رضازاده، جواد، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر تجربه مالی مدیران بر عملکرد مالی شرکت‌ها با تأکید بر نقش میانجی مدیریت جریان‌های نقدی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۹، شماره ۳۰، صص ۶۵-۷۸.
- ✓ کریمی، زهرا، صفری، علی، نیکومرام، هاشم، (۱۳۹۸)، نقش سوابق مالی مدیران بر کیفیت حسابرسی داخلی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۷۶، صص ۸۹-۱۰۶.
- ✓ محمودی، سعید، امیری، مهدی، (۱۳۹۷)، ارتباط میان ویژگی‌های مدیرعامل و میزان ریسک‌پذیری مالی شرکت‌ها، تحقیقات مالی، دوره ۲۰، شماره ۳، صص ۴۱۵-۴۳۲.
- ✓ نعمتی، عبدالرضا، رضایی، فریدون، (۱۳۹۶)، تأثیر دانش مالی مدیران بر سیاست‌های توزیع سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۴، صص ۴۶۱-۴۷۸.
- ✓ Adams, R. B., & Ferreira, D. (2024). The role of boards and financial executives in enhancing firm performance. *Journal of Financial Economics*, 152(1), 103-118.

- ✓ Barker, D., & Müller, K. (2023). CEO characteristics and R&D expenditures in large corporations. *Strategic Management Journal*, 44(2), 310–330.
- ✓ Cheng, I. H., Hong, H., & Scharfstein, D. (2019). Financially-oriented managers and firm value in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 58(5), 678–695.
- ✓ Chi, J. D., Gu, M., & Wu, J. (2021). Financialization of non-financial corporations: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 78(4), 101–119.
- ✓ Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2021). The impact of managerial financial background on corporate financing policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 33(3), 58–71.
- ✓ Hambrick, D. C., & Weisbach, S. J. (2022). The role of boards and financial managers in enhancing organizational performance. *Academy of Management Journal*, 65(4), 1100–1120.
- ✓ Kang, S., Kim, J., & Park, H. (2025). CEO financial background and corporate financialization: Evidence from Chinese A-share firms (2008–2022). *Journal of Banking & Finance*, 162(1), 106–125.
- ✓ Petro, G., Popescu, M., & Florescu, I. (2020). The role of financial background in risk management decisions. *European Financial Management*, 26(5), 1205–1230.
- ✓ Russo, J. E., & Schoemaker, P. J. H. (1992). *Decision traps: Ten barriers to brilliant decision-making and how to overcome them*. New York: Simon & Schuster.
- ✓ Shu, H., & Gu, Z. (2023). Financialization trends in non-financial firms: A comprehensive review. *Journal of Economic Surveys*, 37(2), 340–368.
- ✓ Yi, X., Liu, M., & Zhou, Y. (2022). The dark side of financialization: Risks and macroeconomic consequences. *Global Finance Journal*, 52(3), 100–122.