

## تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی

دکتر مهدی علی نژاد ساروکلانی\*

ستاره تارفی\*\*

### چکیده

شرکت‌ها در طول عمر اقتصادی خود با عوامل مختلفی که غیر قابل پیش‌بینی است، روبرو هستند و این مدیران هستند که تصمیمات نهایی لازم را برای شرکت می‌گیرند. مدیران باید توانایی لازم را برای شناسایی جایگاه و ویژگی خاص شرکت داشته تا بر اساس شناخت خود بتوانند بهترین تصمیم را برای شرکت اتخاذ کنند. یکی از این تصمیمات مهم، تصمیمات مرتبط با تأمین مالی شرکت است. به همین منظور در این پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها پرداخته شد. در این راستا صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۳ برای ۱۳۳ شرکت مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است. به منظور سنجش توانایی مدیریت از الگوی **دمرجیان و همکاران**<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) و برای محاسبه سیاست تأمین مالی از سه متغیر اهرم مالی، سررسید بدهی و سطح نگهداشت وجه نقد استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از این است که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار داشته است که می‌تواند نشان‌دهنده این موضوع باشد که

\* استادیار گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران.

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: مهدی علی نژاد ساروکلانی (Email: mehdi12may@yahoo.com)

تاریخ پذیرش: ۹۶/۲/۶

تاریخ دریافت: ۹۵/۴/۲۱

مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردارند به جهت انجام سرمایه‌گذاری‌های سودآور و بالا نشان دادن توانایی‌های خود به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت می‌کنند.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی مدیریت، اهرم مالی، سررسید بدهی، سطح نگهداشت وجه نقد.

#### مقدمه

بازار سرمایه در هر کشوری دو کارکرد اساسی دارد، نخست فراهم کردن بستری برای سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک توسط سرمایه‌گذاران و دوم ایجاد ساز و کارهایی به منظور تأمین مالی بنگاه‌ها. تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز شرکت توسط ابزارهای مختلف تأمین مالی صورت می‌گیرد که هر کدام با توجه به شرایط اقتصادی و وضعیت حاضر شرکت نتایج خاص خود را دارد.

اتخاذ تصمیم برای سیاست‌های تأمین مالی به عهده مدیران است. مدیران با توجه به ویژگی‌ها داخلی و شرایط خارج از شرکت شرایط اقتصادی، نرخ‌های بهره، تورم، قوانین دولتی اقدام به تأمین مالی می‌کنند (پوترمن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۳). تأمین مالی می‌تواند از داخل شرکت (فروش دارایی‌ها) و یا خارج شرکت (استقراض) صورت بگیرد.

مدیرانی که توانمند هستند به واسطه توانایی‌های ذاتی خود می‌توانند به سرعت از نوع صنعت، استراتژی‌های سازمانی، ضرورت‌های اقتصادی، رقابت، متغیرهای کلان اقتصادی (همچون نرخ بهره و تورم) شاخص‌های مالی (همچون شیوه‌های تأمین مالی، ریسک تجاری، ریسک مالی، ریسک اعتباری و ریسک سیاسی و ...) شناخت کافی به دست آورده و به واسطه شناخت و قدرت درک خود بهترین نوع تأمین مالی را که کمترین هزینه مالی را برای شرکت به همراه دارد انتخاب نماید و با سرمایه‌گذاری‌های مناسب جریان‌های نقدی را بهبود بخشند.

اگرچه همه موافق اهمیت توانایی یک مدیر در یک شرکت هستند؛ اقتصاد سنتی به جایگاه ویژه مدیریت در شرکت‌ها اهمیتی نمی‌دهد. در گذشته پژوهش‌هایی برای بررسی اثرات توانایی مدیریت نسبت به کارایی شرکت، مهارت و استعداد‌های مدیریت توسط

**دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)** صورت گرفته است. با وجود این، با فرض اینکه مدیران عمدتاً به دنبال اهداف مشابهی هستند، تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست‌ها و عملکرد شرکت نادیده گرفته شده است. در این اواخر تعداد انگشت‌شماری این مفهوم را به چالش کشیده‌اند و شروع به رسمیت شناختن تأثیر توانایی مدیران بر عملکرد و سیاست‌های شرکت کرده‌اند.

مبانی نظری نشان داده است که مدیران توانا ممکن است رشد شغلی خود را بیش از واقع نشان داده و با انجام این کار عملکرد آینده شرکت را بدتر نماید (اندرو و همکاران، ۲۰۱۳). بدیهی است مدیران تواناتر که انگیزه بیشتری به گزارش درآمد اغراق‌آمیز دارند، موفق‌تر از مدیرانی هستند که در این زمینه توانایی کمتری دارند. به دنبال همین تفکر، مدیران توانا و با شهرت، نفوذ قابل توجهی در سیاست‌های تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری به جهت حفظ سرمایه انسانی خود دارند. بنابراین، تأثیر توانایی مدیریتی در تصمیمات تأمین مالی و عملکرد شرکت هنوز به یک نتیجه واحد نرسیده و خواستار پژوهش‌های بیشتر است.

تاکنون تصمیمات تأمین مالی حجم زیادی از پژوهش‌ها را به خود اختصاص داده است و همچنین بیان می‌شود این تصمیمات اثر قابل ملاحظه‌ای بر شرکت‌ها دارد. مدیران باید تصمیم بگیرند و جوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. به دنبال نیاز به پژوهش‌های بیشتر، این پژوهش به دنبال پاسخی برای این سؤال است که چه ارتباطی بین توانایی مدیریتی و سیاست‌های تأمین مالی وجود دارد؟

### مبانی نظری

توانایی مدیریت یکی از بُعدهای سرمایه انسانی شرکت‌ها است که به عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود (حاجب و همکاران، ۱۳۹۳). برای تشخیص توانایی مدیریت معمولاً از دو نوع اطلاعات استفاده می‌شود. نوع اول، اطلاعاتی است که با خصوصیات و ویژگی‌های فردی مدیران ارتباط دارد، مانند میزان تحصیلات، تجربه، موفقیت‌های قبلی و

نوع دوم، اطلاعاتی است که چگونگی اعمال مدیریت مدیران را در طول گذر زمان ارزیابی می‌کند. اطلاعاتی همانند توانایی تأمین مالی، و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها به چشم اندازه‌های آتی شرکت بستگی دارد و با توجه به حق انتخاب مدیران و قضاوت‌ها و تخمین‌های آنها، تحت تأثیر توانایی مدیریت قرار می‌گیرد. مدیران دارای توانایی ذاتی بیشتر، قدرت درک و تحلیل بیشتری از شرایط حال و آینده شرکت و صنعت دارند و در نتیجه، تخمین‌های آنها در رابطه با سیاست‌های تأمین مالی از کیفیت بالاتری برخوردار خواهد بود (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳).

توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت، به ویژه در دوره‌های بحرانی عملیات گردد و تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. در دوره‌ای که شرکت با بحران روبروست، مدیران تواناتر، تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تأمین منابع مورد نیاز خواهند داشت (اندرو و همکاران، ۲۰۱۳). انتظار بر این است که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. مدیران دارای توانایی بالا، قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی شرکت در کنار هم دارند و با احتمال بیشتری در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارد و همچنین توانایی بهتر و بیشتری در اجرای مناسب آن خواهند داشت. در نتیجه قدرت تأمین منابع مالی بیشتر و با نرخ‌های کمتر و دوره طولانی‌تر را دارند چرا که در این شرایط انتظار بر این است که هزینه ورشکستگی و ریسک عدم پرداخت بدهی کمتر باشد.

مدیر توانا باید تمام جنبه‌ها و موقعیت‌های شرکت را در نظر گرفته و با توجه به نیازهای و موقعیت شرکت، منابع تأمین مالی درستی را انتخاب کرده (تأمین مالی) و به شکل صحیح استفاده کند (سرمایه‌گذاری). باید توجه داشت که تنها تأمین مالی مناسب تضمین‌کننده عملکرد بالای شرکت نخواهد بود، بلکه این منابع تأمین‌شده باید با درایت در جاهای مناسب سرمایه‌گذاری شود. پس می‌توان نتیجه گرفت درایت و توانایی مدیر در شرکت‌ها جزء جدا نشدنی از عوامل تشکیل دهنده کارایی شرکت است. مدیر توانا با

سیاست‌ها و توانایی‌های ذاتی خود عملکرد شرکت را بالا می‌برد، به علاوه شهرت مدیر نیز می‌تواند تأثیرگذار بر تأمین مالی باشد. مدیری که دارای حسن شهرت است در زمان‌های بحران مالی، با توانایی ارتباطی خود می‌تواند با نرخ‌های کمتر اقدام به تأمین مالی برای شرکت بنماید. توانایی مدیریتی تأمین مالی بیشتری را در طول دوران بحران مالی تضمین می‌کند و به آنها اجازه می‌دهد که به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور به منظور افزایش عملکرد شرکت باشند.

یکی از این منابع تأمین مالی، اهرم مالی است. میزان بدهی را که به منظور تأمین مالی مورد نیاز برای کسب منافع مورد نیاز کسب می‌گردد، اهرم مالی می‌گویند. اهرم به عنوان یک عامل اصلی، ریسک‌های موجود در شرکت را توضیح می‌دهد. وام‌دهندگان در اعطای وام بر درجه اعتبار و دارایی‌های عمومی شرکتی که می‌خواهد برای احداث پروژه جدید تأمین مالی کند، توجه دارند. در این حالت اطلاعات مربوط به عملکرد و اعتبار شرکت‌ها معمولاً از طریق بازار سهام و نظایر آن قابل دستیابی است. این ترکیب اعتبار، نقدینگی و اطلاعات در درست، امکان جذب بدهی با هزینه کم را فراهم می‌کند. مدیر توانا باید عملکرد شرکت را طوری نشان دهد که ریسک‌های موجود در شرکت پایین دیده شود و در نتیجه امکان داشتن وام‌هایی با پایین‌ترین نرخ را داشته باشد. بر این اساس فرضیه اول پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و اهرم مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

ساختار بدهی (سررسید بدهی) یکی از شاخص‌های مهم تعیین‌کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می‌شود (مادان<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). بر اساس ساختار سررسید، بدهی‌ها به دو گروه بدهی‌های بلندمدت (با سررسید بیش از یک سال) و بدهی‌های کوتاه‌مدت (با سررسید کمتر از یک سال) تقسیم می‌شوند. پایه تصمیم‌گیری تأمین مالی، اندازه‌گیری عملکرد شرکت است. اعتباردهندگان نیز به منظور تصمیم‌گیری در مورد میزان و نرخ اعطای اعتبار به ارزیابی عملکرد شرکت می‌پردازد. مدیران کارآمد با توجه به اهداف و چشم‌اندازهای آتی شرکت ساختار بدهی را تعیین می‌کنند. مدیرانی که

پروژه‌های بلند پروازانه و پر ریسک را در برنامه‌های خود دارند، بدهی‌ها با سررسید بلندمدت را استفاده می‌کنند و مدیرانی که پروژه‌های سرمایه‌گذاری نسبتاً سودآوری دارند، استفاده از بدهی کوتاه‌مدت را به منظور نشان دادن علامت مثبت به بازار ترجیح می‌دهند. از همین رو فرضیه دوم پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سررسید بدهی می‌پردازد که به صورت زیر است:

فرضیه دوم: بین توانایی مدیریت و سررسید بدهی، رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی رفتار مدیران نشان می‌دهد، نگهداشت موجودی‌های نقدی به عنوان ابزار حفاظتی در برابر نوسان‌های جریان‌های نقدی در شرایط محدودیت تأمین مالی خارجی شرکت‌ها استفاده شود. مدیران توانا تمایل چندانی به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) ندارند؛ چرا که آنها عمدتاً به دنبال سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور هستند. مدیران وجه نقد بیشتری را نزد خود نگه می‌دارند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده تا از این طریق بتوانند در خصوص تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. بر این اساس فرضیه سوم به صورت زیر است:

فرضیه سوم: بین توانایی مدیریت و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه معناداری وجود دارد.

### پیشینه تجربی پژوهش

پاناویوتیس و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سرمایه‌گذاری شرکت در دوران بحران پرداختند. نتایج پژوهش‌ها نشان داد که توانایی مدیریت می‌تواند در پیش‌بینی بحران مالی سال آینده تأثیر داشته باشد. سیاو و چو<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر بهبود سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. آنان دریافتند که توانایی مدیریت در بالا نگه‌داشتن سطح وجه نقد برای شرکت‌ها باعث افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. به علاوه شرکت‌هایی که دارای توانایی مدیریت بالایی هستند، می‌توانند وجه نقد شرکت را در بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کرده و منجر به بهبود عملکرد شرکت شوند.

**آندرو و همکاران (۲۰۱۳)** اقدام به بررسی رابطه توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ کردند و آنها نیز همانند **دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳)**، متغیرهای حسابداری را به عنوان معیار اندازه گیری توانایی مدیریت به کار بردند و به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت، رابطه مستقیم دارد. **دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)** در پژوهش خود تحت عنوان «کمی کردن توانایی مدیریت» برای اولین بار اقدام به طراحی الگویی کردند که با استفاده از متغیرهای حسابداری، توانایی مدیریت را به صورت کمی اندازه گیری می کند. آنها از الگوی تحلیل پوششی داده ها (DEA) برای اندازه گیری کارایی شرکت استفاده کرده و در مرحله بعدی با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و کنترل ویژگی های ذاتی شرکت، اقدام به تفکیک توانایی مدیریت و کارایی ذاتی شرکت نمودند.

**حاجیها و قیلاوی (۱۳۹۰)** به سنجش توانایی مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. در این پژوهش برای ارزیابی توانایی های مدیریت با استفاده از داده های مالی از روش ریاضی تحلیل پوششی داده ها استفاده شده است و به این نتیجه رسیدند که تحلیل پوششی داده ها (DEA) ابزار قدرتمند مدیریتی در ارزیابی عملکرد واحدهای تصمیم گیرنده است.

### روش شناسی پژوهش

به منظور بررسی فرضیه های پژوهش از داده های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال های ۳۸۸ تا ۱۳۹۳ استفاده شده است. به منظور تعیین جامعه پژوهش، شرکت هایی که شرایط زیر را نداشته اند، حذف شده اند:

۱. پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.
۲. جزء شرکت های واسطه گری مالی (مانند بانک ها، موسسه های بیمه، لیزینگ، هلدینگ و شرکت های سرمایه گذاری) نباشند.
۳. قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده باشند.

۴. فعالیت آنها تا پایان سال مالی ۱۳۹۳ ادامه داشته باشند.

۵. طی دوره بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

۶. اطلاعات سال مالی آنها در دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های بیان شده، نمونه آماری از ۷۹۸ سال / شرکت تشکیل شده است.

### تعریف متغیرها و روش‌های اندازه‌گیری آنها

#### متغیر مستقل: توانایی مدیریت

به پیروی از اندرو و همکاران (۲۰۱۳)، حاجب و همکاران (۱۳۹۳)، پیری و همکاران (۱۳۹۳)، و بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۴) در این پژوهش برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی ارائه شده توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، استفاده شده است. اولین اندازه‌گیری ما از توانایی مدیریت، مجموعه‌ای از توانایی‌های مدیران است که با استفاده از این توانایی‌ها عملکرد شرکت را بالا می‌برند.

به منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده کرده‌اند. الگوی تحلیل پوششی داده‌ها یک نوع الگوی آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد یک سیستم با استفاده از یک سری خروجی‌ها و ورودی‌ها کاربرد دارد. در ارزیابی کارایی شرکت به وسیله تحلیل پوششی داده‌ها به هر شرکت در هر سال یک نمره کارایی بین صفر و ۱ نسبت می‌دهیم. حداکثر کارایی برابر با ۱ است و هر چه مقدار به دست آمده کمتر باشد، به آن معناست که کارایی شرکت پایین‌تر است. در این پژوهش درآمد حاصل از فروش به عنوان خروجی و ۴ متغیر دیگر؛ یعنی بهای کالای فروش رفته؛ هزینه‌های عمومی، اداری و فروش؛ خالص دارایی‌های ثابت مشهود؛ و دارایی‌های نامشهود را به عنوان ورودی در نظر گرفته شده است. کارایی کل منابع شرکت (Total EFFICIENCY) از رابطه شماره ۱ به دست می‌آید:

$$\text{TotalEFFICIENCY} = \frac{\text{Sales}}{1\text{GOGS} \quad 2\text{SGA \& A} \quad 3\text{NET PPE} \quad 4\text{INTAN}} \quad (1)$$



در این الگو؛ SALES: فروش کل شرکت i در سال t؛ GOGS: بهای کالای فروش رفته شرکت i در سال t؛ SG&A: هزینه‌های عمومی، اداری و فروش شرکت i در سال t؛ NETPPE: مانده خالص دارایی‌های ثابت مشهود شرکت i در سال t؛ و INTAN: خالص دارایی‌های نامشهود شرکت i در سال t است.

**دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)** به منظور به دست آوردن توانایی مدیریت و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت الگویی ارائه داده‌اند. کارایی شرکت را به ۲ بخش جدا یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده‌اند. آنان از الگوی شماره ۲ استفاده کرده‌اند که در آن اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت در نظر گرفته شده‌اند. هر کدام از این ۵ متغیر که ویژگی‌های ذاتی شرکت هستند، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود نمایند.

$$TOTAL\ EFFICIENCY_t = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 MARKET\ SHEAR + \alpha_3 FREE\ CASH\ FLOW + \alpha_4 AGE + \alpha_5 FOREIGN\ CURRENCY + \alpha_6 YEAR\ INDICATOR + \epsilon \quad (2)$$

که در آن؛ SIZE: اندازه شرکت؛ MARKET SHEAR: سهم بازار شرکت؛ AGE: سن شرکت؛ FREE CASH FLOW: جریان نقد آزاد؛ FOREIGN CURRENCY: صادرات شرکت؛ و YEAR INDICATOR: شاخص سال است.

اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم طبیعی مجموع فروش‌های شرکت به دست آمده است. سهم بازار شرکت (MARKET SHEAR): از نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت به دست آمده است.

شاخص جریان نقد آزاد (FREE CASH FLOW): اگر شرکتی جریان نقد آزاد مثبت داشته باشد، عدد یک، در غیر این صورت عدد صفر داده می‌شود. جریان نقدی آزاد به صورت زیر محاسبه می‌شود (مهرانی و باقری، ۱۳۸۸):

جریان نقدی آزاد = سود عملیاتی + استهلاک - مالیات پرداختی - هزینه بهره پرداختی - سود سهام پرداختی

سن شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت شروع به فعالیت کرده است.

صادرات شرکت (FOREIN CURRENCY): اگر شرکتی صادرات داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختصاص می‌یابد.

اپسیلون ( $\epsilon$ ): نشان‌دهنده میزان توانایی مدیریت است.

الگوی ۲ نیز همانند الگوی تحلیل پوششی داده‌ها باید بر اساس صنعت تحلیل شود. به همین دلیل، در آن متغیرهای مربوط به سطح کل صنعت مثل رقابت نیز در الگو اثر داده نشده‌اند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

#### متغیرهای وابسته

اهرم مالی (lev): از تقسیم کل بدهی‌های شرکت بر کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (احمدپور و پاکدلان، ۱۳۹۵).

سررسید بدهی (Debtmaturity): از تقسیم بدهی‌های بلندمدت شرکت بر کل بدهی‌های شرکت به دست می‌آید (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۲).

سطح نگهداشت وجه نقد (CASH): اندازه‌گیری وجه نقد با معیار تغییر در وجه نقد طی سال جاری منهای سال قبل است. سپس به منظور همگن‌سازی بر دارایی‌های سال قبل تقسیم شده است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۰).

#### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): مدیران توانا به طور معمول در شرکت‌های بزرگ فعالیت دارند. آنان با توجه به توانایی‌های ذاتی خود و شناختی که دارند، می‌توانند بر میزان تأمین مالی و سررسید بدهی تأثیرگذار باشند. معمولاً مدیران توانا برای پیشبرد اهداف خود اقدام به سرمایه‌گذاری‌های زیاد می‌نمایند. به منظور تأمین منابع سرمایه‌گذاری در صورت امکان تمایل به بالا نگه داشتن سطح نگهداشت وجه نقد دارند و یا اینکه اقدام به تأمین مالی برون

سازمانی کرده در نتیجه انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارای توانایی مدیریتی بالاتری هستند، اهرم بالایی داشته باشند. در این پژوهش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی فروش‌های شرکت به دست می‌آید.

نسبت ارزش بازار به ارزش سهام (Market to Book): نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری در واقع نشان می‌دهد آیا قیمتی که اکنون یک سهم از یک بنگاه حاضر در بورس به آن قیمت معامله می‌شود از ارزشی که از نظر حسابداری در دفاتر حسابداری آن شرکت ثبت شده کمتر، بیشتر یا مساوی است. می‌توان چنین گفت که هر چه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای سهام یک بنگاه بالاتر باشد، آن بنگاه وضعیت بهتری در بازار دارد. سیاست‌هایی که مدیریت برای تأمین مالی در نظر می‌گیرد از جمله میزان اهرم، سررسید کوتاه‌مدت و یا بلندمدت و یا سطح نگهداشت وجه نقد می‌تواند متأثر از این نسبت هم باشد (مریدی پور و همکاران، ۱۳۸۸). در این پژوهش حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی به عنوان ارزش دفتری شرکت در نظر گرفته شده است. ارزش بازار سهام عبارت است از تعداد سهام عادی شرکت در پایان سال ضربدر آخرین قیمت هر سهم در پایان سال (عرب مازار و عرب احمدی، ۱۳۹۰).

#### یافته‌ها

##### آمار توصیفی

در جدول شماره ۱ نتایج آمار توصیفی آورده شده است. با بررسی آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش این گونه استنباط می‌شود که در توانایی مدیریت، یک اختلاف صد درصدی بین کمترین و بیشترین مشاهده وجود دارد. لیکن با بررسی میانگین می‌توان فهمید که به طور متوسط شش درصد از شرکت‌ها دارای توانایی مدیریت منفی بوده‌اند که به معنای عدم استفاده از ظرفیت‌های شرکت است. با بررسی اهرم مالی به این نتیجه می‌رسیم که بیش از نیمی از شرکت‌ها از اهرم به منظور تأمین مالی خود استفاده می‌کنند، در حالی که این رقم در متغیر سطح نگهداشت وجه نقد بسیار پایین است که با توجه به

مشاهده کمترین رقم و نیز انحراف معیار پایین این متغیر، می‌توان به وضعیت نه‌چندان مساعد شرکت‌ها از بعد نقدینگی پی برد.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار	جاک برا	مانایی
توانایی مدیریت	Management ability	-۰/۴۹۸	۰/۵۱۷	-۰/۰۵۹	۰/۲۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	Lev	۰/۰۹۰	۰/۹۳۳	۰/۵۸۰	۰/۱۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سر رسید بدهی	Debtmaturity	۰/۰۰۰	۰/۹۶۴	۰/۱۲۷	۰/۱۳۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سطح نگهداشت وجه نقد	CASH	-۰/۲۸۸	۰/۳۲۳	۰/۰۰۸۴	۰/۰۵۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۹/۶۹	۱۹/۷۲	۱۳/۶۹	۱/۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به دفتری	Market to book	۰/۰۰۱۸	۶/۹۶	۲/۰۳	۱/۲۵۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

همچنین با بررسی انحراف معیار در متغیرهای اصلی می‌توان مشاهده کرد که پراکنندگی مشاهدات از میانگین در سطح پایینی قرار دارد. با توجه به آزمون جاک برا، متغیرهای وابسته از توزیع نرمالی پیروی نمی‌کنند. برای نرمال‌سازی توزیع متغیرها از نرمال‌سازی جانسون (تبدیل جانسون) با استفاده از نرم‌افزار مینی تب اقدام به تبدیل توزیع متغیرهای وابسته به توزیع نرمال شده است. همچنین همواره چنین فرض می‌شود که سری زمانی ماناست. در آزمون ریشه واحد (مانایی) تمام متغیرها کمتر از ۵ درصد هستند، لذا تمامی متغیرها مانا هستند.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول به این صورت مطرح شده بود که توانایی مدیریت بر اهرم مالی تأثیر دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول شماره ۲ آورده شده است. با توجه به جدول شماره ۲ سطح معناداری آزمون اف لیمر برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵ درصد است و داده‌های از نوع تابلویی مورد پذیرش واقع می‌شود. همچنین چون سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است، لذا بیانگر ثابت بودن اثرات عرض از مبدأ است. در این پژوهش از

آزمون وولدریج به منظور تشخیص خودهمبستگی سریالی استفاده شده است. چون سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵ درصد است پس بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در الگو است. همچنین به منظور تشخیص وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعدیل شده استفاده گردیده است. چون سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵ درصد است پس بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در الگوی فوق است که ناهمسانی واریانس نیز رفع گردیده است. سطح معناداری آماره والد (۷۷/۰۰) برابر با ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین می توان گفت که الگو در حالت کلی معنادار است.

جدول شماره ۱. نتایج آزمون فرضیه اول

Lev = $\alpha_0 + \alpha_1 \text{Management ability} + \alpha_2 \text{SIZE} + \alpha_3 \text{Market to book} + \varepsilon$					
متغیرها	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۱/۷۸۱	۰/۲۲۱	-۸/۰۴۰	۰/۰۰۰
توانایی مدیریت	Management ability	۰/۲۰۰۷	۰/۰۷۷	۲/۶۵۱	۰/۰۰۹
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۳۱	۰/۰۱۶۴	۸/۰۴۰	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به دفتری	Market to book	-۰/۱۵۰	۰/۰۱۶۹	-۰/۹۴۱	۰/۳۴۸
معناداری کل الگو	آماره والد	۷۷/۰۰۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون f لیمر	آماره	۱۹/۰۱۱	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	آماره	۱۷/۷۵۲	سطح معناداری		۰/۰۰۵
آزمون ناهمسانی واریانس	آماره	۲۲۷۴۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون خودهمبستگی سریالی	آماره	۳۶/۲۴۳	سطح معناداری		۰/۰۰۰

با توجه به اینکه ضریب متغیر توانایی مدیریت، مثبت است، می توان گفت که بین توانایی مدیریت و متغیر وابسته یک رابطه مستقیم وجود دارد و به لحاظ اینکه سطح معناداری آن معادل ۰/۰۰۹ است، لذا این رابطه مستقیم به لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه اول مورد پذیرش واقع می شود. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، فقط متغیر اندازه شرکت دارای رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته است.

فرضیه دوم بیان می نمود که توانایی مدیریت بر سررسید بدهی تأثیر دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول شماره ۳ آورده شده است. با توجه به جدول شماره ۳ سطح

معناداری آزمون اف لیمر برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵ درصد است و داده‌های از نوع تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی مورد پذیرش واقع می‌شود. همچنین چون سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد است. از این رو الگوی اثرات تصادفی در برابر اثرات ثابت ارجح تر است. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مد نظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط معادله رگرسیون) از یکدیگر است. چون سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵ درصد است پس بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی و ناهمسانی واریانس در الگوی فوق است که ناهمسانی واریانس هم رفع گردیده است. همچنین سطح معناداری آماره والد (۴۲/۳۱) برابر با ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از ۵ درصد است، بنابراین می‌توان گفت که الگو در حالت کلی معنادار است.

جدول شماره ۲. نتایج آزمون فرضیه دوم

Debtmaturity = $\alpha_0 + \alpha_1$ Management ability + $\alpha_2$ SIZE + $\alpha_3$ Market to book + $\varepsilon$					
متغیرها	نماد متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۸۵۶	۰/۱۵۹	۵/۳۷۲	۰/۰۰۰
توانایی مدیریت	Management ability	-۰/۰۵۶	۰/۷۷	-۰/۷۳۰	۰/۴۶۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۵۳	۰/۱۱	-۴/۷۶۱	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به دفتری	Market to book	-۰/۰۶۸	۰/۱۵	-۴/۵۱۰	۰/۰۰۰
معناداری کل الگو	آماره والد	۴۲/۳۱۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون f لیمر	آماره	۷/۸۴۲	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	آماره	۶/۷۹۳	سطح معناداری		۰/۰۷۸
آزمون ناهمسانی واریانس	آماره	۱/۳۲۱	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون خودهمبستگی سریالی	آماره	۴۴/۵۶۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰

ضریب متغیر توانایی مدیریت معادل -۰/۰۵۶، آماره Z معادل -۰/۷۳۰ و سطح معناداری آن برابر ۰/۴۶۳ می‌باشد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار نمی‌گیرد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود، و می‌توان گفت که توانایی مدیریت بر اهرم مالی تأثیر دارند. از بین متغیرهای کنترلی، متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به دفتری دارای رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته است.

فرضیه سوم بیان نمود که توانایی مدیریت بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد. نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول شماره ۴ آورده شده است. با توجه به جدول شماره ۴ و نتایج به دست آمده در آزمون‌های قبلی سطح معناداری آزمون اف لیمر برابر با ۰/۸۱۱ است که کمتر از ۵ درصد نیست و داده‌های از نوع تابلویی (پنل دیتا) مورد پذیرش واقع نمی‌شود. چون داده‌ها از نوع تلفیقی است، نیازی به اجرای آزمون هاسمن نیست. همچنین چون سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵ درصد است پس بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی و وجود ناهمسانی واریانس در الگوی فوق است که ناهمسانی واریانس هم رفع گردیده است. سطح معناداری آماره F (۱۰/۴۳) برابر با ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین می‌توان گفت که الگو در حالت کلی معنادار است.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون فرضیه سوم

Cash = $\alpha_0 + \alpha_1$ Management ability + $\alpha_2$ SIZE + $\alpha_3$ Market to book + $\varepsilon$					
متغیرها	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۰/۲۹۹	۰/۳۲۰	-۰/۹۳۴	۰/۳۵۰
توانایی مدیریت	Management ability	۰/۰۵۴	۰/۱۱۲	۰/۴۸۷	۰/۶۲۵
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۲	۰/۰۲۳	۰/۹۷۱	۰/۳۳۱
نسبت ارزش بازار به دفتری	Market to book	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۶	-۰/۷۵۰	۰/۴۵۳
معناداری کل الگو	آماره F	۱۰/۴۳۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون f لیمر	آماره	۰/۸۸۱	سطح معناداری		۰/۸۱۱
آزمون ناهمسانی واریانس	آماره	۴/۵۷۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰
آزمون خودهمبستگی سریالی	آماره	۲۰/۱۵۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰

ضریب متغیر توانایی مدیریت معادل ۰/۰۵۴، آماره Z معادل ۰/۴۸۷ و سطح معناداری آن برابر ۰/۶۲۵ می‌باشد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار نمی‌گیرد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود، و می‌توان گفت که توانایی مدیریت بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. بررسی رابطه متغیرهای کنترلی با سطح نگهداشت وجه نقد نشان داد که اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به دفتری ارتباط معناداری با سطح نگهداشت وجه نقد ندارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

همان‌طور که قبلاً اشاره شد، یکی از فرض‌های اساسی در ادبیات مالی آن است که هر شرکتی با هدف حداکثر ساختن ثروت سهامداران خود تشکیل می‌شود و به منظور دستیابی به هدف مذکور، مدیریت شرکت باید از توانایی لازم در تصمیم‌گیری‌ها برخوردار بوده و به عامل بازده توجه داشته باشد. مدیران به منظور حداکثر ساختن ارزش شرکت و ثروت سهامداران و بالا نشان دادن توانایی‌های خود، اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. حال اینکه این وجوه سرمایه‌گذاری از چه منابعی تأمین می‌شود (داخلی یا خارجی)، بستگی به توانایی‌های مدیریت در شناخت وضعیت فعلی داخلی و خارجی شرکت و همچنین استفاده از راهکارهای مناسب که از طریق آنها روش‌های تأمین مالی انجام می‌شود. در تلاش برای شناسایی نقش توانایی مدیریت به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار بر عملکرد شرکت، این مقاله به بررسی نقش توانایی مدیریت بر سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است.

نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش حاکی از وجود تأثیر مثبت توانایی بر اهرم مالی در شرکت‌های بورس تهران دارد که این نتیجه می‌تواند بیانگر این باشد که مدیران توانا به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور حرکت می‌کنند و به همین منظور سعی در تأمین منابع مالی خود دارند که بهترین گزینه را استفاده از بدهی می‌دانند. بر اساس مبانی نظری به طور کلی دو راه به منظور تأمین منابع مالی وجود دارد که شامل تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی است که راهکار اول از طریق بازار پولی و بانک‌ها و راهکار دوم از طریق بازار سرمایه محقق می‌شود.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بیش از نیمی از شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خود از بدهی استفاده می‌کنند که این موضوع می‌تواند به دلیل محدودیت ابزارهای مالی در بازار سرمایه ایران به منظور تأمین مالی باشد که شرکت‌ها را به سمت تأمین دارایی‌های خود از طریق بدهی سوق می‌دهد. این نتیجه مطابق با یافته‌ها **اندرو و همکاران (۲۰۱۳)** است. آنان در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیران توانا در طول



زمان‌هایی که دچار بحران مالی هستند به تأمین مالی بیشتر کمک می‌کنند، تا به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به منظور افزایش عملکرد شرکت باشند. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی دارد. بدیهی است که هر چه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشند از اهرم مالی بیشتری استفاده می‌کنند. معمولاً شرکت‌های بزرگ‌تر از مدیران توان‌تر استفاده می‌کنند. مدیران توانا به منظور بالا نشان دادن توانایی خود نیاز به سرمایه‌گذاری‌هایی با ارزش فعلی مثبت دارند. در نتیجه نیاز به تأمین مالی بیشتری خواهند داشت.

در ارتباط با فرضیه دوم پژوهش این نتیجه به دست آمده است که مدت سررسید بدهی‌های شرکت متأثر از توانایی مدیریت نیست. صرف اینکه یک مدیر توانا باشد نمی‌تواند ساختار سررسید بدهی‌های شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. چرا که ساختار بدهی به خصوص در ایران می‌تواند متأثر از عوامل خارجی و محدودیت‌هایی که در تأمین مالی وجود دارد، باشد. مطابق با یافته‌های پژوهش **حاجب و همکاران (۱۳۹۳)** که بر روی صنعت مواد و محصولات دارویی انجام داده‌اند به این نتیجه رسیده‌اند که بین توانایی مدیریت با سررسید بدهی رابطه وجود ندارد. همچنین **حاجیها و اخلاقی (۱۳۹۰)** در تحقیقات خود نشان دادند با توجه به شرایط بازارهای ایران، خط مشی سود و سودآوری شرکت تأثیر مثبتی بر ساختار بدهی داشته و ریسک تجاری هیچ‌گونه تأثیری بر ساختار سرمایه ندارد. ریسک تجاری متأثر از عملکرد شرکت است که مدیران توانا با بالا بردن عملکرد شرکت نمی‌توانند بر ساختار بدهی تأثیر بگذارند.

به علاوه نتایج نشان می‌دهد که اندازه شرکت دارای تأثیر منفی و معناداری بر سررسید بدهی است. بدان معنی که هر چه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد از بدهی‌های با سررسیدهای کوتاه‌تر استفاده می‌کنند. معمولاً شرکت‌های بزرگ از مدیران توانا استفاده می‌کنند. آنان برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور، از بدهی‌های بلندمدت کمتر استفاده می‌کنند و از این طریق به بازار علامت مثبت می‌دهند (**حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۰**). نتایج همچنین نشان می‌دهد که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارای تأثیر منفی و

معناداری بر سر رسید بدهی است؛ بدان معنی که هرچه قدر رشد یک شرکت کمتر باشد از بدهی‌ها با سررسیدهای بیشتری استفاده می‌کنند. با توجه به شرایط اقتصادی ایران مدیرانی که در شرکت‌های با رشد پایین اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، از بدهی‌های بلندمدت بیشتر استفاده می‌کنند تا ارزش فعلی شرکت را بالا نشان دهند و هزینه‌های تأمین مالی را به سال‌های بعد انتقال دهند.

با توجه به نتایج فرضیه آخر، میزان سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌ها متأثر از عواملی غیر از توانایی مدیریت است که بر خلاف نتایج سیاو و چو (۲۰۱۳) است. آنان ثابت کردند یک عامل تأثیرگذار بر بالا بردن سطح نگهداشت وجه نقد توانایی مدیریتی است. مدیران توانا با توجه به توانایی‌های مدیریتی خود در بالا نگه‌داشتن سطح وجه نقد و بکار بردن این وجوه در سرمایه‌گذاری‌های مناسب باعث بالا رفتن عملکرد شرکت می‌شوند. این در حالی است که شرایط اقتصادی و وضعیت بورس در ایران به گونه ایست که چون ریسک سیستماتیک مانند بی‌ثباتی ارز، تحریم‌ها و... در کشور ایران نسبتاً بالاست، مدیران چندان توانایی لازم برای کنترل وجه نقد ندارد و نمی‌توانند وجه نقد مورد نیاز را تأمین و نگهداری کنند. همچنین در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی در ایران، توانایی تخمین و قضاوت‌های مدیران در رابطه با عواملی که مربوط به شرایط آتی است به شدت کاهش می‌یابد.

### پیشنهادها و محدودیت‌ها

با توجه به پذیرش فرضیه اول پژوهش و تأثیر توانایی مدیریت بر اهرم مالی، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و بالأخص اعتباردهندگان توجه ویژه‌ای به معیارهای توانایی مدیران داشته باشند تا از این طریق تصمیم‌گیری بهینه‌تری نسبت به سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار اتخاذ نمایند.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر می‌توان توصیه‌هایی برای پژوهش‌های آتی ارائه نمود. با توجه به اینکه در این پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر تأمین مالی پرداخته شده است و با توجه به اینکه شرکت‌ها وجوه خود را از طرق مختلف

سرمایه گذاری نموده و یکی از معیارهای سرمایه گذاری بهینه نیز، توانایی مدیریت است، محققان بعدی می توانند به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست های سرمایه گذاری پردازند.

یکی از متغیرهایی که در هر پژوهش می تواند تأثیر بسزایی داشته باشد، تورم است که در این پژوهش در نظر گرفته نشده است. به دلیل تأثیر احتمالی تورم بر تأمین مالی شرکت ها، پیشنهاد می شود پژوهشگران آتی عامل تورم را نیز در پژوهش خود لحاظ نمایند.

در انجام این پژوهش محدودیت هایی نیز وجود داشته که در تعمیم نتایج باید به آنها توجه نمود. در اندازه گیری توانایی مدیریت از الگوی تحلیل پوششی داده ها استفاده شده است که این الگو به طور ذاتی عامل زمان را در محاسبات لحاظ نمی کند که می تواند به عنوان یک محدودیت در اندازه گیری توانایی مدیریت تلقی شود.

#### یادداشت ها

1. Demerjian
2. Putterman
3. Andreou
4. Madan
5. Panayiotis
6. Siao and Chou

#### منابع

افلاطونی، عباس (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با *EViews* در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. تهران، انتشارات ترمه.

احمدپور، احمد؛ پاکدلان، سعید (۱۳۹۵). نقش فرصت های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۵(۳)، ۳۱-۱۵.

بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون (۱۳۹۴). رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۱۴(۵۸)، ۱۷۰-۱۵۳.

بنی مهد، بهمن؛ عربی، مهدی؛ حسن پور، شیوا (۱۳۹۵). *پژوهش های تجربی و روش شناسی در حسابداری*. تهران، انتشارات ترمه.

- پیری، پرویز؛ دیدار، حمزه؛ خدایاریگانه، سیما (۱۳۹۳). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲۱(۶)، ۹۹-۱۱۸.
- حاجب، حمیدرضا؛ غیور مقدم، علی؛ غفاری، محمدجواد (۱۳۹۳). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی. *فصلنامه حسابداری سلامت*، ۳(۳)، ۱۷-۱.
- حاجیها، زهره؛ اخلاقی، حسینعلی (۱۳۹۲). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۶(۱۷)، ۷۴-۵۹.
- حاجیها، زهره؛ اخلاقی، حسینعلی (۱۳۹۱). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۰(۳۳)، ۱۶۷-۱۴۷.
- حاجیها، زهره؛ اخلاقی، حسینعلی (۱۳۹۰). تأثیر عوامل خاص شرکت بر ساختار سررسید بدهی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱(۱)، ۶۲-۳۹.
- حاجیها، زهره؛ قیلاوی، منی (۱۳۹۰). سنجش توانایی مدیریت شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *سامانه مدیریت نشریات علمی*، ۲(۱۱)، ۴۴-۲۵.
- حساس یگانه، یحیی؛ جعفری، علی؛ رسائیان، امیر (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مالی*، ۳(۹)، ۶۶-۳۹.
- عرب مازارزدی، محمد؛ عرب احمدی، فرهاد (۱۳۹۰). رابطه اجزای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده آتی در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۴(۱۵)، ۱۲۳-۱۰۷.
- مهرانی، ساسان؛ باقری، بهروز (۱۳۸۸). بررسی اثر جریان‌های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، ۱(۲)، ۶۴-۵۱.
- مریدی پور، حمید؛ موسوی، زهرا؛ دارش، فرشته (۱۳۸۸). معرفی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری ارزش سهامدار. *مجله حسابداری و مدیریت مالی*، ۸(۲)، ۱۶۵-۱۵۱.
- Aflatoni, A. (2014). *Statical Analysis in Financial Management and Accounting Researches by Eviews*. Termeh Publication [In Persian].
- Ahmadpor, A., Pakdelan, S. (2016). Role of growth opportunities in moderating the relationship between financial leverage and investment decisions. *Journal of Experimental Accounting*, 5(3), 15-32 [In Persian].
- Andreou, P., Ehrlich, D., Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. *Working Paper*, Available at <http://www.mfsociety.org>.
- Arabmazar Yazdi, M., Arabahmadi, F. (2011). The relationship between the components of book value to market value and the future return in companies

- listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 4(15), 107-123 [In Persian].
- Banimahd, B., Araby, M., Hasanpor, S. (2016). Empirical Research and Methodology in Accounting. Termeh Publication [In Persian].
- Bozorgasl, M., Slehzadeh, B. (2015). The relationship management ability and stable profits with an emphasis on accrual components and cash flows of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Audit Knowledge*, 14 (58), 153-170 [In Persian].
- Demerjian, P., Lev, B., Lewis, M., MacVay, S. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
- Demerjian, P., Lev, B., MacVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity test. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Hajeb, H., Ghayormoghadam, A., Ghafari, M. (2014). The effect of the managerial ability on capital structure in the industry Pharma. *Journal of Accounting Health*, 3(3), 1-17 [In Persian].
- Hajiha, Z., Akhlaghi, H. (2013). The effect of board characteristics on debt maturity structure of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*, 6(17), 59-74 [In Persian].
- Hajiha, Z., Akhlaghi, H. (2012). The factors affecting the maturity structure of debt: An empirical test of agency theory and the theory of leverage. *Journal of Empirical Studies of Financial Accounting*, 10(33), 147-167 [In Persian].
- Hajiha, Z., Akhlaghi, H. (2011). The effect of Company-specific factors on maturity structure of debt. *Journal of Experimental Accounting*, 1(1), 39-62 [In Persian].
- Hajiha, Z., Ghilavi, M. (2011). Measuring the managerial ability manufacturing companies of listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management System Scientific Publications*, 3(11), 25-44 [In Persian].
- Hasasyeghaneh, Y., Jafari, A., Rasaeyan, A. (2011). Determinants of cash holdings of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Scientific and Research Financial Accounting*, 3(9), 39-66 [In Persian].
- Mehrani, S., Bagheri, B. (2009). The effect of free cash flows and institutional shareholders on Earnings Management in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, 1(2), 51-64 [In Persian].
- Moridipor, H., Mosavi, Z., Darsh, F. (2010). The introduction ratio of market value to book value as a measure of shareholder value. *Journal of Accounting and Financial Management*, 8(15), 151-165 [In Persian].
- Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19(5), 397-414.
- Piri, P., Didar, H., Yeghaneh, S. (2014). The effect of managerial ability on the quality of financial reporting throughout the life cycle of companies listed in

- Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(21), 99-118 [In Persian].
- Panayiotis, C.A., Daphna, E. (2016). The impact of managerial ability on crisis period corporate investment. *www.ssrn.com*.
- Putterman, L. (1993). Ownership and the nature of the firm. *Journal of Comparative Economics*, 17(2), 243-263.
- Siao, W.S., Chou, T.K. (2013). Does managerial ability improve value of cash holdings? *Working Paper*.

