

## بررسی تاثیر تخصص مالی هیات مدیره بر تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محسن حمیدیان

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).  
hamidian\_2002@yahoo.com

زینب ناطقی رستمی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
nateghizeinab@gmail.com

سیده زهرا موسوی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
zahramousavi65@gmail.com

### چکیده

اهمیت بانک‌ها برای حفظ نسبت‌های سرمایه بالا و اجتناب از دوره‌های طولانی کم‌سرمایه‌سازی نیاز به وجود مدیران مستقل در هیئت مدیره بانک‌ها با تخصص مالی به منظور افزایش درک هیئت مدیره از تجارت بانکی دارد. از این رو هدف این تحقیق بررسی تاثیر تخصص مالی هیئت مدیره بر تامین مالی داخلی و بیرونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ با نمونه مشتمل بر ۱۲۰ شرکت و با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره انجام شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول مشاهده شد که در فرضیه اول تخصص مالی هیئت مدیره بر تامین مالی داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد همچنین در دیگر نتایج آزمون فرضیه مشاهده گردید که تخصص مالی هیئت مدیره بر تامین مالی بیرونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** تخصص مالی هیئت مدیره، تامین مالی داخلی، تامین مالی بیرونی.

### مقدمه

انگیزه تحلیل ما تمرکز فزاینده بحث نظارتی و سیاستی بانک بر روی دو هدف مرتبط با تضمین ثبات است: (۱) اهمیت بانک‌ها برای حفظ نسبت‌های سرمایه بالا و اجتناب از دوره‌های طولانی کم‌سرمایه‌سازی (برگر و بومن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ دینگر و والاسکاس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶)؛ نیاز به وجود مدیران مستقل در هیئت مدیره بانک‌ها با تخصص مالی به منظور افزایش درک هیئت مدیره از تجارت بانکی (آدامز و مهران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲؛ انگینر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸؛ کمیته بازل در نظارت بانکی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵؛ مینتون و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴). با این حال، علیرغم اینکه تصمیمات تامین مالی بخش مهمی از تصمیم‌گیری هیئت مدیره است (برادلی و چن<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵؛ مورلک و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲)، به طور شگفت‌انگیزی کار بسیار محدودی وجود دارد که تلاش

<sup>1</sup> Berger and Bouwman

<sup>2</sup> Dinger and Vallascas

<sup>3</sup> Adams and Mehran

<sup>4</sup> Anginer et al

<sup>5</sup> Basel Committee on Banking Supervision

<sup>6</sup> Minton et al

<sup>7</sup> Bradley and Chen

می‌کند بفهمد آیا این دو هدف با هم سازگار هستند یا خیر. به طور خاص، یک دیدگاه نشان می‌دهد که مدیران متخصص مالی مهارت‌های بهتری در درک مدل‌های تجاری پیچیده بانک‌ها دارند و از هزینه‌های کمتری در کسب اطلاعات مربوط به تراکنش‌های مالی و ریسک‌های مرتبط سود می‌برند (هاریس و راویو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸؛ مینتون و همکاران، ۲۰۱۴). این مزیت باید به نقش‌های مشاوره‌ای و نظارتی مؤثرتر از نظر انتخاب‌های تأمین مالی منجر شود که به جلوگیری از بی‌ثباتی بانک در اثر تصمیم‌های سرمایه با مدیریت بد و در نتیجه از دست دادن بالقوه ارزش منشور برای سهامداران کمک می‌کند. این مهارت‌ها باید بانک‌ها را تشویق کند تا سیاست‌های تأمین مالی را بر اساس اهداف تغییر ریسک به نفع سهامداران و برخلاف منافع تنظیم‌کننده‌ها دنبال کنند که عموماً با هیئت‌های مستقل‌تر تحقق می‌یابند (مینتون و همکاران، ۲۰۱۴).

تحول در محیط اقتصادی ایران در سالهای اخیر، به ویژه با افزایش خصوصی سازی و واگذاری شرکتهای دولتی و نیز توسعه بازار سرمایه سبب شده است که راهبری شرکتی به عنوان مکانیزم نظارتی بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد. کمیته حسابرسی از اجزای ارکان راهبری بنگاه تلقی می‌شود و عاملی تعیین کننده در روند گزارشگری مالی و تقسیم سود است، که اعتبار صورت های مالی حسابرسی شده را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر، شرکت ها و سهامداران برای نظارت دقیق تر بر زمینه هایی همچون ریسک، جلوگیری از اتلاف منابع شرکت، پرداخت سود، صحت گزارشگری مالی و رعایت الزامات قانونی و مقرراتی، بر قضاوت اعضای کمیته حسابرسی اتکا می‌کنند. هر عضو کمیته حسابرسی، برای انجام وظایف خود به شناخت درست و آشکار وظایف خود با توجه به منشور فعالیت کمیته و سایر الزامات قانونی نیاز دارد. برای نمونه، منشور کمیته حسابرسی مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار، بندهایی درباره ی استقلال و تخصص اعضای کمیته دارد. با توجه به مطالب بیان شده در همین منشور اعضای کمیته حسابرسی برای انجام موثر وظایف ذکر شده در منشور باید تخصص مالی داشته باشند و این تخصص فراتر از آشنایی صرف با صورت های مالی است. لازم به ذکر است که که اعضا نباید تخصص پیش گفته را در طول زمان از دست بدهند به همین جهت، شرکت ها باید آموزش مستمر اعضا و مشاوره های حرفه ای شامل آخرین تغییرات در استانداردها و اصول حسابداری، حسابرسی، قوانین و مقررات بازار سرمایه کشور و قوانین تازه وضع شده را برای اعضا فراهم کنند. بسیاری از کشورها به صورت دوره ای تخصص مالی اعضا را ارزیابی می‌کنند (طاهری عابد و همکاران، ۱۳۹۷).

وجود تخصص مالی در هیئت مدیره آنها را از اتهام به شکست در نقش مراقبتی حفظ نموده و منافع سهامداران را بهتر بکار می‌گیرند. دوم، مفهوم روبه رشدی وجود دارد که چگونه تخصص مالی در هیئت مدیره باعث بهبود کارایی هیئت مدیره می‌شود (کارامانو و وافیز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵؛ کریشنن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵)، که در نهایت منجر به روشهای شرکتی بهتر شده (کریشنن ۲۰۰۵؛ رابینسون و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲) و عملکرد شرکت را بهبود می‌دهد. واحدهای تجاری برای انجام فعالیتهای عملیاتی و سرمایه گذاری خود نیاز به وجه نقد دارند. وجه نقد مورد نیاز باید از طریق انجام فعالیت های تأمین مالی و همچنین وجه نقد حاصل از عملیات شرکت تهیه شود. هدف اصلی از شیوه های تأمین مالی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت است. صاحب نظران مالی، منابع تأمین مالی را از لحاظ محل تأمین منابع به دو قسمت داخلی و خارجی تقسیم می‌کنند: داخلی شامل جریان های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی ها و سود انباشته و خارجی شامل استقراض و انتشار سهام است (هاشمی و جلالی مقدم، ۱۳۹۲). از نگرانی های بنگاه های اقتصادی در جهان، تأمین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این رو، منابع مالی را

<sup>1</sup> Morellec et al  
<sup>2</sup> Harris and Raviv  
<sup>3</sup> Karamanou and Vafeas  
<sup>4</sup> Krishnan  
<sup>5</sup> Robinson et al

به شریان حیاتی بنگاه های اقتصادی و سازمان های کوچک و بزرگ تشبیه کرده اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکانپذیر نمی باشد. از سویی دیگر، تامین مالی در شرکت های بزرگ عملی معمولی است. مدیریت شرکت برای فراهم ساختن وجوه لازم جهت مخارج سرمایه ای و عملیات شرکت منابع گوناگونی را و شیوه های مختلف تامین مالی را در اختیار دارد. تامین مالی می تواند از طریق انتشار سهام یا اوراق بدهی انجام شود که تفاوت بین آن ها مشهود است (باقری و همکاران، ۱۳۹۷).

از دیدگاه مالی رفتاری، مدیران شرکت تمایل، دارند تامین مالی داخلی را از میان سایر راه های تامین مالی دیگر انتخاب کنند، زیرا کنترل بیشتری بر صندوق های داخلی دارند؛ بنابراین، مدیران با اطمینان بیش از حد به احتمال زیاد بر کارایی پروژه های سرمایه گذاری با تامین مالی داخلی تأثیر می گذارند.

اگر مدیران با اطمینان بیش از حد دارای منابع مالی کافی برای سرمایه گذاری باشند و به وسیله بازار سرمایه و سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد نظارت قرار نگیرند، به طور سیستماتیک نرخ بازگشت پروژه های سرمایه گذاری خود را بیش از حد ارزیابی می کنند (هی و همکار، ۲۰۱۹).

یکی از چالش های عمده در حوزه تامین مالی کشور، اتکا صرف به روش های تامین مالی قرضی و فاینانس بوده و هست که دلیل این امر را می توان در سهولت و پیچیدگی کمتر این روش و در نتیجه رغبت فراوان مدیران دولتی نسبت به آن جستجو کرد. این رویکرد به ویژه در اجرای پروژه های صنعتی و تولیدی بزرگ و طرح های زیربنایی کشور که عمدتاً بر منابع مالی عمومی و بودجه جاری کشور متکی هستند بیشتر به چشم می خورد و در صورت نیاز به تامین مالی خارجی اولین و ساده ترین مسیر استفاده از منابع فاینانس خارجی است (علی شیری و همکاران، ۱۳۹۲). با توجه به این مطالب، هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا تخصص مالی هیات مدیره بر تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

## بیان نظری

### تخصص مالی هیات مدیره

مدرک دانشگاهی یا مدرک حرفه ای داخلی یا معتبر بین المللی در مسائل مالی (حسابداری، حسابرسی، مدیریت مالی، اقتصاد، سایر رشته های مدیریت با گرایش مالی یا اقتصادی) همراه با توانایی تجزیه و تحلیل صورت ها و گزارشگری مالی و کنترل داخلی حاکم بر گزارشگری مالی است (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۱). هیئت مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم گیری، نیازمند مهارت های متنوع از قبیل حسابداری، بانکداری و قانون است تا بتواند بر افزایش ارزش شرکت موثر باشد (هرمالین و همکاران، ۲۰۰۳) فرض زیربنای این موضوع آن است که اعضای بدون تجربه در دانش حسابداری یا مالی، توانایی کمتری در کشف مشکلات موجود در گزارشگری مالی دارند. همچنین وجود یک عنصر مالی با تجربه می تواند باعث شود دیگر اعضاء حساس و هوشیار باشند. تئوری رده بالا نشان میدهد که ویژگیهای جمعیت شناختی مدیران ممکن است در تصمیم گیری های استراتژیک آنها نقش بسزایی داشته باشد. به طور خاص، ویژگیهای جمعیت شناختی مدیران، مانند سن، تحصیلات و تجربه، ممکن است خود منعکس کننده گرایش روانشناختی و توانایی ها، مانند ارزشها، شناختها، مهارتها و دانش باشد (جائو و لین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). تخصص میتواند به عنوان مهارت پردازش اطلاعات براساس دانش خاص و استانداردهایی ارزیابی شده که ظرفیت انجام یک کار را بیان میکند، تعریف شود. نقش وابستگی منابع، هیئت مدیره را به عنوان یک کانال باز برای دستیابی به منابع حیاتی در زمان های

<sup>1</sup> He et al

<sup>2</sup> Jaw & Lin

بحرانی می بیند. این سه نقش هیئت مدیره بطور متقابل انحصاری بوده و با وجود تخصص مالی تقویت میشوند. وجود اعضاء هیئت مدیره با داشتن تخصص مالی احتمالاً برای تجزیه و تحلیل گزارش مالی شرکت و مشورت دادن به مدیران در زمینه تصمیم گیری در مورد استراتژی های کلان مالی بسیار حیاتی خواهد بود و تخصص مالی هیئت مدیره به سرمایه گذاران و بستانکاران بالقوه در زمینه جذب منابع مالی اطمینان میدهد (سارور و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

### تامین مالی داخلی و خارجی

واحدهای تجاری برای انجام فعالیت های عملیاتی و سرمایه گذاری خود نیاز به وجه نقد دارند. وجه نقد مورد نیاز داخلی شامل جریان های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی ها و سود انباشته است. (بیکر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰). تامین مالی خارجی شامل استقراض و انتشار سهام است (بیکر و همکاران، ۲۰۰۰). بحث تامین منابع مالی مورد نیاز پروژه ها از مباحث اصلی انجام پروژه ها است. در این میان موضوع جذب منابع مالی خارجی راهکاری مورد توجه برای تامین مالی پروژه های با حجم مالی بالا میباشد. در کشوری مانند ایران که نیاز به ساختارهای زیر بنایی دارد، جذب منابع مالی خارجی امری بسیار ضروری است. آنچه به کشورها در جذب منابع خارجی کمک میکند وجود ثبات و امنیت در زمینه های اقتصادی، سیاسی، قوانین و مقررات و عوامل و زمینه های مورد توجه هر صنعت و کشور برای جذب منابع خارجی میباشد. تامین مالی میتواند در حالت کلی به دو شکل استقراض از بانکهای خارجی یا موسسات مالی بین المللی یا به شکل سرمایه گذاری خارجی باشد. در ادامه روشهای مختلف تامین مالی خارجی بررسی میشود.

### پیشینه پژوهش

محمدحسینی (۱۴۰۰) در تحقیقی تخصص مالی مدیرعامل و اجتناب مالیاتی را در فاصله زمانی بین سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از آزمون های آماری پژوهش نشان می دهد که بین تخصص مالی مدیرعامل و اجتناب مالیاتی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

شهری جفا کنده و سعیدی (۱۴۰۰)، به بررسی رابطه بین افزایش تامین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از این است که بین تامین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد و بین تامین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

پور غفار و ابافت (۱۴۰۰)، رابطه بین محدودیت مالی و حساسیت جریان های نقدی با تامین مالی خارجی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد بین محدودیت مالی و تامین مالی خارجی رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. و بین حساسیت جریان های نقدی و تامین مالی خارجی رابطه معکوس معناداری وجود دارد.

بدای و همکاران (۱۴۰۰)، به بررسی رابطه بین تامین مالی داخلی با شدت سرمایه گذاری در شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش نشان داده شد، تامین اعتبار داخلی با شدت سرمایه گذاری رابطه منفی و معنادار دارد. همچنین تامین اعتبار داخلی با بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری رابطه معنادار منفی دارد. به صورت کلی با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق می توان اذعان داشت که وجود تامین اعتبار داخلی کافی منجر به سرمایه گذاری کارآمد می گردد و از هدر رفتن سرمایه های شرکت ها پیش گیری می نماید. در طول بازه تحقیق مدیران شرکت

<sup>1</sup> Sarwar et al

<sup>2</sup> Baker, M., Jeffrey, and Wurgler

هایی که با افزایش اعتبارات داخلی روبرو بوده اند بیشتر تمایل به حفظ اعتبارات داخلی و افزایش دارایی های شرکت داشته اند.

قنبرزاده و محمدزاده سالطه (۱۴۰۰)، تاثیر تخصص مالی هیئت مدیره بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و احتمال ورشکستگی شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می دهد تخصص مالی هیات مدیره تاثیری بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و احتمال ورشکستگی شرکت ها ندارد.

رحمانی نوجه ده و همکاران (۱۴۰۰)، ارتباط بین فعالیت های تامین مالی خارجی، هموارسازی سود و ریسک سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد که بین هموارسازی سود و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. ولی بین فعالیتهای تامین مالی خارجی ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، فعالیت های تامین مالی خارجی بر رابطه بین هموارسازی سود و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

پور احمدی و فرساد امان الهی (۱۴۰۰)، تاثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تامین مالی خارجی و مدیریت سود را بررسی کردند. یافته های پژوهش حاکی از این است که مدیریت ریسک سازمانی بر مدیریت سود و همچنین تامین مالی خارجی بر مدیریت سود تاثیر دارد. سرانجام مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تامین مالی خارجی و مدیریت سود تاثیرگذار بود. به عبارتی مدیریت ریسک سازمانی میتواند عملکرد عملیاتی و افزایش ارزش شرکت را بهبود بخشد و شرکت هایی که به علت عدم اطمینان محیطی در معرض ریسک بال هستند از تأثیرات نامطلوب ریسک جلوگیری و کنترل کند و پیامدهای سودمندی را با حداقل رسانده و نوسانات سود را کاهش دهد.

خوشکار و همکاران (۱۳۹۹)، تاثیر ساختار مالکیت مدیریت و تخصص مالی هیئت مدیره بر کیفیت حسابرسی را مورد بررسی قرار دادند. یافته های پژوهش نشان می دهد که مالکیت مدیریتی و تخصص مالی هیئت مدیره اثر مثبت و معناداری بر کیفیت حسابرسی دارند.

جوادی مفرد و خوشکار (۱۳۹۹)، به بررسی رابطه بین کیفیت سود و استرس مالی با توجه به نقش تعدیل گر تخصص مالی اعضای هیات مدیره پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان داد که بین کیفیت سود و استرس مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد و دانش مالی اعضای هیئت مدیره بر رابطه بین کیفیت سود و استرس مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

تقی زاده خانقاه و بانور نهندي (۱۳۹۹)، ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین بیش اطمینانی مدیریت و تامین مالی داخلی، ارتباط مثبت وجود دارد. همچنین بین بیش اطمینانی مدیریت با سطح سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد، ارتباط مثبت و با سرمایه گذاری کمتر از حد، ارتباط منفی وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج نشان داد که بین تامین مالی داخلی با سطح سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت و با سرمایه گذاری کمتر از حد ارتباط منفی وجود دارد. در نهایت یافت ها حاکی از آن بود که تامین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سطح سرمایه گذاری تاثیر مثبت دارد و تاثیر تعاملی تامین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سرمایه گذاری بیشتر از حد مثبت و معنا دار است، در حالیکه این رابطه برای شرکت های کم سرمایه گذار معنا دار نیست.

دریایی و مران جوری (۱۳۹۸)، تاثیر تخصص مالی و تنوع جنسیتی هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین حضور متخصصان مالی هیات مدیره و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد و بین حضور بانوان در هیات مدیره و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد.

هیونا و لی<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) در تحقیقی اثرات مثبت استراتژی تامین مالی پورتفولیو برای استارت آپ ها را مورد بررسی قرار دادند. تجزیه و تحلیل تجربی نشان می‌دهد که مدیریت ریسک اصلی، داشتن نسبت تامین مالی پویا بین حقوق صاحبان سهام و بدهی و همچنین هزینه سهام متغیر سرمایه، نرخ وام و افق سرمایه‌گذاری بر اساس سن، فناوری و سلامت مالی یک استارت‌آپ است. همچنین استراتژی تامین مالی سبب بهینه می‌تواند به استارت‌آپ‌ها کمک کند تا به راحتی سرمایه‌شان را جمع‌آوری کنند، اما همچنین بازده سرمایه‌گذاری مورد انتظار بالاتری را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند که می‌تواند تامین مالی برای استارت‌آپ‌ها و علاوه بر آن شرکت‌های کوچک و متوسط را تسهیل کند.

مایر<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) به بررسی تامین مالی پیشرفت‌ها تحت ریسک شکست پرداخت. در یک مدل دینامیک مدیر-عامل، اصلی که پروژه را تامین مالی می‌کند، نمی‌تواند شکست پروژه را مشاهده کند و عاملی که پروژه را توسعه می‌دهد، می‌تواند شکست را پنهان کند. از آنجایی که بین انگیزه‌های افشای شکست و توسعه پروژه تنش وجود دارد، قرارداد بهینه به شکست پاداش نمی‌دهد و افشای شکست را در مرحله تامین مالی بدون قید و شرط اولیه تشویق نمی‌کند. در مرحله افشای بعدی، پاداش‌های کاهش‌دهنده زمان برای شکست، انگیزه‌هایی برای افشای شکست فراهم می‌کنند. تداوم تامین مالی در طول مراحل به عملکرد حساس‌تر می‌شود و مشوق‌های عامل بارگذاری مجدد می‌شوند. این مدل چندین الگوی تجربی را در تامین مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تامین مالی نوآوری توضیح می‌دهد.

گنگ و ویو<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) کیفیت دارایی، ساختار تامین مالی و مقررات بانکی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از این است که تحت شرایط خاص، بانک تمایل دارد دارایی را با کیفیت پایین‌تر انتخاب کند که فقط از طریق بدهی کوتاه‌مدت (بدون سهام یا بدهی بلندمدت) تامین مالی می‌شود، حتی اگر دارایی با کیفیت بالاتر در دسترس باشد. این کاملاً مخالف انتخاب بهینه برنامه‌ریز اجتماعی است که دارایی را با کیفیت بالاتر انتخاب می‌کند که با بدهی بلندمدت و سطح مثبت حقوق صاحبان سهام تامین مالی می‌شود. اجرای همزمان مقررات نقدینگی و اهرمی می‌تواند با این مشکل مقابله کند.

وو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) تاثیر حمایت خرید بر استراتژی‌های تامین مالی برای تامین کننده با محدودیت سرمایه را بررسی کردند. به طور خاص، دو مکانیسم تامین مالی قبل از ارسال، تامین مالی سفارش خرید با حمایت خریدار (BSBPOF) و تخفیف پیش پرداخت حمایت از خرید (BSAPD)، برای کاهش فشارهای مالی تامین کننده انتخاب شده‌اند. هر دو روش تامین مالی نشان می‌دهد که تامین کننده قول می‌دهد ارقام فروخته نشده را پس از فصل فروش بازخورد کند، اما تفاوت این است که اولی به این معنی است که موسسه مالی پولی را به تامین کننده قرض می‌دهد که خرده فروش باید آن را تضمین کند، در حالی که دومی به این معنی است که خرده فروش. پیش پرداخت می‌کند. تحقیقات ما نشان می‌دهد که: (۱) تفاوت بین قیمت خرید محصول فروخته نشده و ارزش نجات آن بر تصمیمات عملیاتی بهینه (مانند سطح ظرفیت تامین کننده، نرخ تنزیل تحت BSAPD، و نرخ بهره موسسه مالی تحت تأثیر BSBPOF)؛ (۲) هنگامی که هر دو ابزار تامین مالی در دسترس هستند، اگر قیمت بازخورد بالاتر از یک سطح معین باشد و تفاوت بین قیمت بازخورد و ارزش نجات کمتر از محدوده مشخصی باشد، تعادل تامین مالی BSBPOF است. در غیر این صورت، BSAPD ترجیح داده می‌شود. علاوه بر این، نتایج بینش‌های مدیریتی در مورد چگونگی رسیدگی به مسائل عملیاتی و مالی ارائه می‌کنند و نتایج مربوطه با بسط مدل برای در نظر گرفتن هزینه‌های موجودی استخراج می‌شوند.

گیلانی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۱)، در تحقیقی به بررسی رابطه بین تخصص مالی هیئت مدیره و تصمیمات سرمایه بانک‌های ایالات متحده پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد که بانک‌های موجود در ایالت متحده آمریکا وقتی از مدیران با تخصص

<sup>1</sup> Hyuna and Lee

<sup>2</sup> Mayer

<sup>3</sup> Gong and Wei

<sup>4</sup> Wu et al

<sup>5</sup> Gilani et al

مالی استفاده می‌کنند نسبت‌های سرمایه بالاتری را هدفگذاری می‌کنند و در مقابل وقتی نسبت سرمایه پایین تری دارند هدف کوتاه‌مدتری را مد نظر قرار می‌دهند که این یافته‌ها نشان می‌دهد که تخصص مالی مدیران منجر به درک بهتر ریسک‌های بانکی و دسترسی به گزینه‌های افزایش سرمایه خارجی می‌شود. همچنین در مواجهه با زیان، مدیران با تخصص مالی مدیریت بهتری در بررسی‌های نظارتی دارند.

سونگ‌جامون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در بررسی تأثیر سوابق تحصیلی مدیرعامل بر نگهداشت وجه نقد و ارزش مازاد وجوه نقد شرکت‌های موجود در کره بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۶ نمونه‌هایی ۶۴۳ شرکت با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و پانل دیتا مورد بررسی قرار گرفت. که نتایج نشان داد سوابق تحصیلی مدیرعامل که در رشته‌های بازرگانی و مالی تحصیل کرده‌اند تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد و ارزش مازاد وجه نقد دارد.

هوانگ و ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) تأثیر تخصص مالی مدیران عامل بر اجتناب مالیاتی را بین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۳ و نمونه مشتمل بر ۱۵۰۰ شرکت را با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های دارای مدیران عامل متخصص مالی، اجتناب مالیاتی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

سرایین<sup>۳</sup> (۲۰۱۹)، در تحقیق خرد با عنران تاثیر ساختار مالکیت شرکتی و تخصص اعضای هیئت مدیره در مورد کیفیت حسابرسی و محافظه کاری بیان کرد که مالکیت شرکتی و تخصص اعضای هیئت مدیره رابطه مستقیمی با کیفیت حسابرسی دارد.

گونوپولوس و پم<sup>۴</sup> (۲۰۱۸)، در تحقیق خود به بررسی رابطه تخصص مالی مدیرعامل و مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام پرداختند. از این رو شرکت‌هایی که دارای مدیران ارشد با تجربه و تخصص مالی و حسابداری بودند را شناسایی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از این بود که شرکت‌های تازه واردی که دارای مدیران ارشد با تجربه مالی هستند به مراتب مدیریت سود بیشتری نسبت به مدیرانی که تخصص مالی ندارند میزان مدیریت سود بالاتری به نسبت شرکت‌های دارای مدیران ارشد بدون تخصص مالی دارند.

سارور و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان تخصص مالی هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود سهام شرکت‌ها از نگرش‌های جدید در بازارهای نوظهور سهام در هند و پاکستان، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های هندی که دارای تخصص مالی بیشتری در هیئت مدیره هستند تقسیم سود را به عنوان مکانیسم کنترل (فرضیه جایگزینی) نمی‌پذیرند، در حالی که شرکت‌های پاکستانی از فرضیه‌های تعریف شده حمایت نموده و از تقسیم سود به عنوان یک مکانیسم کنترل برای مقابله با تخلفات بنگاه‌ها به جهت حفاظت از منافع سهامداران و حفظ دارایی‌های اضافی در برابر فرصت طلبی‌های مدیر استفاده می‌کنند. مدل‌های قویتر بیشتری نیز وجود ارتباط معناداری بین سیاست‌های تقسیم سود و تخصص مالی هیئت مدیره را در هر دو بازار سهام تایید می‌کنند.

### فرضیه پژوهش

فرضیه اول: تخصص مالی هیات مدیره بر تأمین مالی داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: تخصص مالی هیات مدیره بر تأمین مالی بیرونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

<sup>1</sup> Seongjae Mun, Seung Hun Han, Dongwook Seo

<sup>2</sup> Huang, H., & Zhang, W.

<sup>3</sup> Sraheen

<sup>4</sup> Gonopulos and pem

## روش پژوهش

پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تاکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون تعیین می نماید. علاوه بر این در حوزه مطالعات پس رویدادی قرار می گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. برای جمع آوری داده های متغیرهای پژوهش از صورت های مالی شرکت ها و از منابع مختلفی همچون نرم افزار ره آورد نوین و سایت اینترنتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال استفاده شده است. قلمرو زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است.

## جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و نمونه آماری شامل شرکت های است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشد:

شرکت های که قبل از سال ۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ نیز در لیست بورس باشند.

• شرکت های که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

شرکت های که در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۹-۱۳۹۵) تغییر سال مالی نداشته باشند.

• شرکت های که داده های آنها برای انجام این پژوهش مورد نیاز است، در دسترس باشد.

جدول (۱): مراحل و نحوه انتخاب داده شرکت های نمونه

ردیف	محدودیت ها و شرایط جامعه	تعداد موجود	تعداد باقیمانده
۱	تعداد شرکت های موجود در پایان سال ۱۳۹۹	۵۵۷	
۲	تعداد شرکت هایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه نمی باشد.	(۷۰)	۴۸۷
۳	شرکت هایی که اطلاعات آنها در دسترس نیست و یا در دوره ی شش ساله در بورس تهران عضویت نداشته اند.	(۱۰۸)	۳۷۹
۴	شرکت هایی که بیش از ۳ ماه وقفه عملیاتی داشتند.	(۷۲)	۳۰۷
۵	تعداد شرکت های سرمایه گذاری، هلدینگ، بانکها و بیمه ها	(۱۸۷)	۱۲۰
۶	تعداد شرکت هایی که داده های آنها جمع آوری شده است (نمونه نهایی).		۱۲۰

## مدل تحقیق

مدل تحقیق بر گرفته از تحقیق گیلانی و همکارانی (۲۰۲۱) به شرح زیر می باشد:

مدل آماری برای بررسی فرضیه اصلی اول (گیلانی و همکاران، ۲۰۲۱)

$$IFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXCEO_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 FAGE_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 TATO_{i,t} + \beta_9 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



مدل آماری برای بررسی فرضیه اصلی دوم (گیلانی و همکاران، ۲۰۲۱)

$$XFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXCEO_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 FAGE_{i,t} \\ + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 TATO_{i,t} + \beta_9 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته:

تامین مالی خارجی (XFIN)

مطابق با پژوهش هاشمی و جلالی مقدم (۱۳۹۲) از روش زیر برای محاسبه تأمین مالی خارجی استفاده می‌گردد:

$$XFIN_{it} = EQUITY_{it} + DEBT_{it}$$

که در این رابطه:

$EQUITY_{it}$ : مبلغ وجه نقد ایجاد شده به وسیله فعالیت‌های تأمین مالی.

$EQUITY_{it}$ : تفاوت بین گردش وجوه نقد دریافتی ناشی از انتشار جدید سهام و گردش وجوه نقد پرداختی بابت پرداخت

سود سهام تقسیم شده از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$EQUITY_{it} = \Delta(TA_{it} - TL_{it}) - NI_{it}$$

که در این رابطه:

$\Delta TA$ : تغییر در کل دارایی‌ها.

$\Delta TL$ : تغییر در کل بدهی‌ها.

$NI_{it}$ : سود خالص.

$DEBT_{it}$ : خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلندمدت و کوتاه مدت از طریق رابطه زیر محاسبه

می‌شود.

$$DEBT_{it} = LDEBT_{it} + SDEBT_{it}$$

در این رابطه:

$LDEBT_{it}$ : خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلند مدت (تغییر در بدهی‌های بلند مدت).

$SDEBT_{it}$ : خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های کوتاه مدت (تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت).

تامین مالی داخلی (IFIN)

برای اندازه گیری تأمین مالی داخلی از مطابق با پژوهش کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) به روش زیر محاسبه

می‌شود:

خالص تغییر در تأمین مالی داخلی:

ترازنامه ای: سود انباشته انتهای دوره - سود انباشته ابتدای دوره.

صورت جریان وجوه نقد: وجه نقد حاصل از عملیات + وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها.

برای همگن سازی اعداد حاصل بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌شوند.

متغیر مستقل

تخصیص مالی هیئت مدیره

از طریق تعداد اعضای مالی هیئت مدیره بر کل اعضای هیئت مدیره محاسبه می‌شود.

## متغیرهای کنترلی

$Size_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت  
 $Loss_{it}$ : زیان شرکت است که اگر شرکتی در سال جاری زیان داشته باشد یک در غیر این صورت صفر می‌گیرد.  
 $CF_{it}$ : از نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.  
 (ROE) بازده حقوق صاحبان سهام: برابر است با سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام.  
 (FAGE) سن شرکت: برابر با لگاریتم سن شرکت است.  
 (growth) رشد فروش: رشد فروش شرکت است که از تفاوت فروش دوره جاری با دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل به دست می‌آید.  
 (TATO) نسبت کارایی دارایی‌ها: برابر است با فروش خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها.  
 (CR) نسبت جاری: برابر است با نسبت دارایی‌های جاری یک شرکت در سال مورد نظر به بدهی‌های جاری آن شرکت.

## یافته‌ها

### آمار توصیفی متغیرها

جدول (۱): شاخص‌های توصیفی متغیرها

متغیرهای پیوسته					پنل الف:
انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانگین	میانگین	
۰.۱۸	۰.۰۰	۰.۸۰	۰.۶۰	۰.۵۹	تخصص مالی هیئت مدیره
۰.۱۱	-۰.۱۸	۰.۲۵	۰.۰۰۵	۰.۲۳	تامین مالی داخلی (روش اول)
۰.۱۵	-۰.۳۹	۰.۸۰	۰.۱۱	۰.۱۳	تامین مالی داخلی (روش دوم)
۰.۲۰	-۰.۷۴	۰.۹۵	۰.۰۳	۰.۰۶	تامین مالی خارجی
۰.۱۵	-۰.۳۹	۰.۷۳	۰.۰۹	۰.۱۲	جریان نقد عملیاتی
۰.۲۸	-۰.۲۵	۰.۸۰	۰.۳۲	۰.۳۱	بازده حقوق صاحبان سهام
۰.۴۱	-۰.۲۲	۱.۳۱	۰.۳۴	۰.۴۰	رشد فروش
۱.۷۵	۱۱.۸۷	۲۱.۷۷	۱۵.۸۲	۱۵.۸۷	اندازه شرکت
۰.۴۷	۰.۲۶	۱.۹۹	۰.۸۷	۰.۹۰	نسبت کارایی دارایی‌ها
۰.۳۴	۲.۷۷	۴.۲۳	۳.۸۱	۳.۷۱	سن شرکت
۰.۴۰	۰.۲۸	۱.۸۷	۰.۷۲	۰.۸۱	نسبت جاری
متغیرهای گسسته					پنل ب:
درصد	فراوانی	نوع طبقه	نام متغیر		
% ۸۶.۵۰	۵۱۹	۰	زیان شرکت		
% ۱۳.۵۰	۸۱	۱			

با نگاهی به جدول (۱) می‌توان دریافت که میانگین و میانه عمده متغیرها فاصله چندانی باهم ندارند و هر چه مقدار میانگین یک متغیر به میانه‌ی آن نزدیک باشد، در بین متغیرها اندازه شرکت با مقدار (۱۵/۸۷) دارای بیشترین میانگین و متغیر تامین مالی خارجی با مقدار (۰/۰۶) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر تامین مالی داخلی (روش اول) با مقدار (۰/۱۵) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین

پراکندگی است و متغیر اندازه شرکت با مقدار (۱/۷۵) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان‌های شدیدتری دارد است. با توجه به پیل ب نیز نتایج نشان می‌دهد درصد فراوانی متغیر زیان شرکت ۱۳.۵٪ می‌باشد که نشان دهنده این است که تقریباً ۱۳.۵٪ یعنی حدود ۸۱ شرکت مورد بررسی دارای زیان هستند.

## آزمون مانایی

مانایی یا نامایی تأثیر اساسی بر توزیع آن متغیر و همچنین بر مدل مورد مطالعه داشته باشد. اجرای مدل رگرسیون با متغیرها و سری‌های غیر مانا ممکن است نتایج کاذب ارائه کند. برای شناسایی مانایی متغیرها معمولاً از آزمون ریشه‌ی واحد<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. مهم‌ترین آزمون‌هایی که در ساختار داده‌های ترکیبی برای مانایی متغیرها به کار می‌رود شامل آزمون لوین، لین و چیو<sup>۲</sup> و آزمون ایم، پسران و شین<sup>۳</sup> است؛ که در پژوهش حاضر از آزمون لوین، لین و چیو برای بررسی مانایی متغیرها استفاده شده است. نتایج آزمون انجام شده در ارتباط با مانایی متغیرهای تحقیق در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین، لین و چیو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
تخصص مالی هیئت مدیره	-۱۴/۲۳	۰/۰۰۰۰	مانا
تامین مالی داخلی (روش اول)	-۲۷/۱۴	۰/۰۰۰۰	مانا
تامین مالی داخلی (روش دوم)	-۸۳/۳۳	۰/۰۰۰۰	مانا
تامین مالی خارجی	-۲۱/۱۸	۰/۰۰۰۰	مانا
جریان نقد عملیاتی	-۸۳/۷۶	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده حقوق صاحبان سهام	-۴/۲۳	۰/۰۰۰۰	مانا
رشد فروش	-۱۲/۷۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۷/۱۳	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت کارایی دارایی‌ها	-۵/۴۰	۰/۰۰۰۰	مانا
سن شرکت	-۱۱۴/۵۱	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت جاری	-۸/۹۷	۰/۰۰۰۰	مانا
زیان شرکت	-۵/۰۷	۰/۰۰۰۰	مانا

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چیو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

## آزمون ناهمسانی واریانس

بررسی نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس که با آزمون وایت انجام شد، نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری مقدار آماره، برای مدل تحقیق در سطح خطای کمتر از ۵ درصد، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و معنی‌دار است، به عبارت دیگر فرضیه  $H_0$  مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا رد می‌شود، یعنی جملات خطا از واریانس همسانی برخوردار نمی‌باشند (جدول ۳).

<sup>1</sup> Unit Root Test  
<sup>2</sup> Levin, Lin and Chu  
<sup>3</sup> Im, Pesaran and Shin

### جدول (۳): آزمون همسانی واریانس

نتیجه	سطح معنی داری	مقدار آماره	آزمون وایت
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۲/۹۴	مدل اول (روش اول)
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۳/۶۹	مدل اول (روش دوم)
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۴/۱۵	مدل دوم

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) خواهد بود؛

### انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

در استفاده از داده‌های ترکیبی از مدل‌های مختلفی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود. این مدل‌ها شامل روش‌هایی مانند مدل اثر ثابت، مدل اثر تصادفی، مدل رگرسیون به‌ظاهر نامرتب و مدل داده‌های تلفیقی است. همچنین، آزمون‌هایی برای تعیین نوع مدل متناسب با داده‌های تحقیق، مانند آزمون چاو (F)، هاسمن و بروش پاگان وجود دارد. برای انتخاب روش مناسب برای تخمین مدل‌های مزبور در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی، از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است. فرض‌های مربوط به آزمون چاو به شرح زیر است:

فرضیه صفر ( $H_0$ ): همه‌ی عرض از مبدأها در مدل باهم برابرند (ساختار Pool).

فرضیه مقابل ( $H_1$ ): حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است (ساختار Panel).

### جدول (۴): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

مدل	آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
مدل اول (روش اول)	۱/۵۷	۰/۰۰۰۵	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date
مدل اول (روش دوم)	۱/۷۵	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date
مدل دوم	۴/۵۹	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date

نتایج خروجی آزمون F نشان می‌دهد فرضیه صفر مدل رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می‌شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود؛ خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۵ می‌باشد.

### جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آزمون هاسمن	آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
مدل اول (روش اول)	۱۷/۲۷	۰/۰۴۴۷	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت
مدل اول (روش دوم)	۱۵/۰۰	۰/۰۹۰۸	$H_0$ تایید می‌شود	اثرات تصادفی
مدل دوم	۱۳۳/۴۰	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت

### بررسی آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: تخصص مالی هیات مدیره بر تأمین مالی داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. (روش اول)

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$IFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXCEO_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 FAGE_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 TATO_{i,t} + \beta_9 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۶): نتایج تخمین فرضیه اول تحقیق (روش اول)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	-۰.۷۰۱۶۹۹	۰.۲۹۹۹۵۶	-۲.۳۳۹۳۴۲	۰.۰۱۹۷	-
تخصص مالی هیئت مدیره	۰.۰۱۳۸۲۹	۰.۰۰۶۰۷۲	۲.۲۷۷۵۴۴	۰.۰۲۳۲	۱.۰۵۷۶۳۲
جریان نقد عملیاتی	-۰.۰۰۷۱۷۷	۰.۰۱۵۶۲۲	-۰.۴۵۹۴۴۱	۰.۶۴۶۱	۱.۲۲۰۳۹۵
اندازه شرکت	۰.۰۰۰۱۱۳	۰.۰۰۳۶۴۱	۰.۰۳۰۹۵۶	۰.۹۷۵۳	۱.۴۵۸۷۷۹
زیان شرکت	-۰.۰۰۲۶۱۵۲	۰.۰۱۰۸۴۱	-۲.۴۱۲۲۴۸	۰.۰۱۶۲	۱.۴۹۵۱۹۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۱۱۳۲۱۹	۰.۰۱۸۴۳۱	۶.۱۴۳۰۰۸	۰.۰۰۰۰	۱.۶۵۱۲۷۲
سن شرکت	۰.۱۹۹۲۴۸	۰.۰۹۰۹۵۶	۲.۱۹۰۵۸۷	۰.۰۲۹۰	۱.۰۴۳۷۱۷
رشد فروش	۰.۰۰۹۱۳۲	۰.۰۰۴۷۱۷	۱.۹۳۵۹۹۵	۰.۰۵۳۵	۱.۳۴۸۰۲۸
نسبت کارایی دارایی‌ها	-۰.۰۰۸۶۹۳	۰.۰۰۴۷۳۰	-۱.۸۳۷۸۴۷	۰.۰۶۶۷	۱.۱۰۷۲۲۳
نسبت جاری	-۰.۰۰۶۳۰۴۰	۰.۰۰۷۹۴۳	-۷.۹۳۶۸۴۲	۰.۰۰۰۰	۱.۴۸۳۹۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین	۰/۴۹				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶				
آماره F	۳/۶۰				
سطح معناداری F	۰/۰۰				
دوربین واتسون	۲/۱۶				

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۴۹ درصد متغیر تأمین مالی داخلی توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۳۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۲/۱۶ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تخصص مالی هیئت مدیره با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با تأمین مالی داخلی (روش اول) است لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس تخصص مالی هیئت مدیره و تأمین مالی داخلی

رابطه مستقیمی دارد. پس فرضیه اصلی اول تحقیق مبنی بر تخصص مالی هیئت مدیره و تامین مالی داخلی رابطه معناداری دارد پذیرفته می‌شود.

همچنین متغیرهای کنترلی زیان شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام، سن شرکت و نسبت جاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با تامین مالی داخلی دارند. اما اندازه شرکت، جریان نقد عملیاتی، رشد فروش و نسبت کارایی دارایی‌ها با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با تامین مالی داخلی ندارد.

فرضیه اول: تخصص مالی هیات مدیره بر تامین مالی داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. (روش دوم) مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$IFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXCEO_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 FAGE_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 TATO_{i,t} + \beta_9 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۷): نتایج تخمین فرضیه اول تحقیق (روش دوم)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	۰.۱۰۷۲۲۱	۰.۰۴۶۱۵۴	۲.۳۲۳۱۰۹	۰.۰۲۰۵	-
تخصص مالی هیئت مدیره	۰.۰۰۲۴۱۸	۰.۰۰۱۲۲۱	۱.۹۸۰۴۶۹	۰.۰۴۸۱	۱.۰۵۷۶۳۲
جریان نقد عملیاتی	۰.۹۴۱۶۹۴	۰.۰۱۷۹۲۹	۵۲.۵۲۴۴۶	۰.۰۰۰۰	۱.۲۲۰۳۹۵
اندازه شرکت	-۰.۰۰۵۰۲۸	۰.۰۰۱۸۲۶	-۲.۷۵۳۸۸۱	۰.۰۰۶۱	۱.۴۵۸۱۷۹
زیان شرکت	۰.۰۰۰۲۳۳	۰.۰۰۰۸۳۹۸	۰.۰۲۷۷۵۴	۰.۹۷۷۹	۱.۴۹۵۱۹۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۰۴۰۳۲۵	۰.۰۱۱۱۷۰	۳.۶۰۹۹۶۰	۰.۰۰۰۳	۱.۶۵۱۲۷۲
سن شرکت	-۰.۰۰۲۵۴۵	۰.۰۰۰۹۶۵۳	-۰.۲۶۳۶۵۱	۰.۷۹۲۱	۱.۰۴۳۷۱۷
رشد فروش	۰.۰۱۱۳۰۷	۰.۰۰۰۶۴۵۵	۱.۷۵۱۸۱۹	۰.۰۸۰۳	۱.۳۴۸۰۲۸
نسبت کارایی دارایی‌ها	-۰.۰۱۰۹۸۰	۰.۰۰۰۶۵۶۵	-۱.۶۷۲۵۷۲	۰.۰۹۴۹	۱.۱۰۷۲۲۳
نسبت جاری	۰.۰۰۲۹۹۷	۰.۰۰۰۸۳۰۱	۰.۳۶۰۹۶۷	۰.۷۱۸۳	۱.۴۸۳۹۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین	۰/۸۴				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۳				
آماره F	۳۴۹/۲۱				
سطح معناداری F	۰/۰۰				
دوربین واتسون	۱/۷۵				

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۸۴ درصد متغیر تامین مالی داخلی توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۸۳ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۷۵ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تخصص مالی هیئت مدیره با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با تامین مالی داخلی (روش اول) است لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس تخصص مالی هیئت مدیره و تامین مالی داخلی رابطه مستقیمی دارد. پس فرضیه اصلی اول تحقیق مبنی بر تخصص مالی هیئت مدیره و تامین مالی داخلی رابطه معناداری دارد پذیرفته می‌شود.

همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، جریان نقد عملیاتی و بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با تامین مالی داخلی دارند. اما زیان شرکت، سن شرکت، نسبت جاری، رشد فروش و نسبت کارایی دارایی‌ها با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با تامین مالی داخلی ندارد.

فرضیه دوم: تخصص مالی هیات مدیره بر تامین مالی بیرونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$XFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXCEO_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 FAGE_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 TATO_{i,t} + \beta_9 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۸): نتایج تخمین فرضیه دوم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	-۲.۴۵۵۱۳۱	۰.۶۸۰۵۷۹	-۳.۶۰۷۴۱۷	۰.۰۰۰۳	-
تخصص مالی هیئت مدیره	۰.۷۲۵۵۳۳	۰.۲۰۷۶۹۵	۳.۴۹۳۲۵۹	۰.۰۰۰۵	۱.۰۵۷۶۳۲
جریان نقد عملیاتی	-۰.۱۹۳۲۲۷	۰.۰۳۹۸۶۲	-۴.۸۴۷۳۶۴	۰.۰۰۰۰	۱.۲۲۰۳۹۵
اندازه شرکت	-۰.۰۰۲۷۳۰	۰.۰۰۷۵۴۰	-۰.۳۶۲۰۵۷	۰.۷۱۷۵	۱.۴۵۸۷۷۹
زیان شرکت	-۰.۰۱۲۹۲۱	۰.۰۱۸۹۳۳	-۰.۶۸۲۴۹۰	۰.۴۹۵۳	۱.۴۹۵۱۹۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۰۴۶۴۸۸	۰.۰۲۷۶۳۱	۱.۶۸۲۴۷۴	۰.۰۹۳۱	۱.۶۵۱۲۷۲
سن شرکت	-۰.۰۳۴۳۴۱	۰.۰۳۳۹۱۰	-۱.۰۱۲۷۰۲	۰.۳۱۱۷	۱.۰۴۳۷۱۷
رشد فروش	۰.۱۳۹۷۰۶	۰.۰۱۴۱۷۴	۹.۸۵۶۴۵۵	۰.۰۰۰۰	۱.۳۴۸۰۲۸
نسبت کارایی دارایی‌ها	-۰.۲۷۸۸۴۸	۰.۰۲۶۴۸۶	-۱۰.۵۲۸۰۹	۰.۰۰۰۰	۱.۱۰۷۲۲۳
نسبت جاری	۰.۱۰۷۸۸۵	۰.۰۲۳۷۳۷	۴.۵۴۵۰۸۵	۰.۰۰۰۰	۱.۴۸۳۹۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین	۰/۷۳				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۶				
آماره F	۹/۳۸				
سطح معناداری F	۰/۰۰				
دوربین واتسون	۲/۱۸				

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۳ درصد متغیر ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین

تعدیل شده برابر با ۰/۶۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۲/۱۸ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تخصص مالی هیئت مدیره با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با تامین مالی خارجی است لذا فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس تخصص مالی هیئت مدیره و تامین مالی خارجی رابطه مستقیمی دارد. پس فرضیه اصلی دوم تحقیق مبنی بر تخصص مالی هیئت مدیره و تامین مالی خارجی رابطه معناداری دارد پذیرفته می‌شود.

همچنین متغیرهای کنترلی جریان نقد عملیاتی، رشد فروش، نسبت کارایی دارایی‌ها و نسبت جاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با تامین مالی خارجی دارند. اما اندازه شرکت، زیان شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و سن شرکت با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با تامین مالی خارجی ندارد.

## بحث و نتیجه گیری

مدیران متخصص مالی مهارت‌های بهتری در درک مدل‌های تجاری پیچیده دارند و از هزینه‌های کمتری در کسب اطلاعات مربوط به تراکنش‌های مالی و ریسک‌های مرتبط سود می‌برند. این مزیت باید به نقش‌های مشاوره‌ای و نظارتی مؤثرتر از نظر انتخاب‌های تأمین مالی منجر شود که به جلوگیری از بی‌ثباتی در اثر تصمیم‌های سرمایه با مدیریت بد و در نتیجه از دست دادن بالقوه ارزش منشور برای سهامداران کمک می‌کند. این مهارت‌ها باید شرکت‌ها را تشویق کند تا سیاست‌های تامین مالی را بر اساس اهداف تغییر ریسک به نفع سهامداران و برخلاف منافع تنظیم‌کننده‌ها دنبال کنند که عموماً با هیئت‌های مستقل‌تر تحقق می‌یابند.

وجود تخصص مالی در هیئت مدیره آنها را از اتهام به شکست در نقش مراقبتی حفظ نموده و منافع سهامداران را بهتر بکار می‌گیرند. دوم، مفهوم روبه رشدی وجود دارد که چگونه تخصص مالی در هیئت مدیره باعث بهبود کارایی هیئت مدیره می‌شود، که در نهایت منجر به روش‌های شرکتی بهتر شده و عملکرد شرکت را بهبود می‌دهد. واحدهای تجاری برای انجام فعالیتهای عملیاتی و سرمایه گذاری خود نیاز به وجه نقد دارند. وجه نقد مورد نیاز باید از طریق انجام فعالیت های تامین مالی و همچنین وجه نقد حاصل از عملیات شرکت تهیه شود. هدف اصلی از شیوه های تامین مالی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت است. صاحب نظران مالی، منابع تامین مالی را از لحاظ محل تامین منابع به دو قسمت داخلی و خارجی تقسیم می‌کنند: داخلی شامل جریان های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی ها و سود انباشته و خارجی شامل استقراض و انتشار سهام است. از نگرانی های بنگاه های اقتصادی در جهان، تامین منابع مطلوب مالی می باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه های اقتصادی و سازمان های کوچک و بزرگ تشبیه کرده اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکانپذیر نمی باشد. اگر مدیران با اطمینان بیش از حد دارای منابع مالی کافی برای سرمایه گذاری باشند و به وسیله بازار سرمایه و سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد نظارت قرار نگیرند، به طور سیستماتیک نرخ بازگشت پروژه های سرمایه گذاری خود را بیش از حد ارزیابی می کنند. یکی از چالش های عمده در حوزه تامین مالی کشور، اتکا صرف به روش های تامین مالی قرضی و فاینانس بوده و هست که دلیل این امر را



می توان در سهولت و پیچیدگی کمتر این روش و در نتیجه رغبت فراوان مدیران دولتی نسبت به آن جستجو کرد. این رویکرد به ویژه در اجرای پروژه های صنعتی و تولیدی بزرگ و طرح های زیربنایی کشور که عمدتاً بر منابع مالی عمومی و بودجه جاری کشور متکی هستند بیشتر به چشم می خورد و در صورت نیاز به تأمین مالی خارجی اولین و ساده ترین مسیر استفاده از منابع فاینانس خارجی است. با توجه به این مطالب، هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا تخصص مالی هیات مدیره بر تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟ نمونه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ هست که با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره به بررسی فرضیه ها پرداخته شده است. با توجه به نتایج آزمون فرضیه مشاهده شد که در فرضیه اول تخصص مالی هیئت مدیره بر تأمین مالی داخلی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد که نتایج تحقیق با نتایج تحقیق گیلانی و همکاران (۲۰۲۱) مطابقت دارد همچنین در دیگر نتایج آزمون فرضیه مشاهده گردید که تخصص مالی هیئت مدیره بر تأمین مالی بیرونی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد که نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق گیلانی و همکاران (۲۰۲۱) مطابقت دارد.

## منابع

- ✓ باقری، اکبر، رضانی، علی، پور سعید، عباس، (۱۳۹۷)، آزمون مدل تاثیرگذاری روش های تأمین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۱۸۵-۱۹۸.
- ✓ بدایعی، حمید، شریعتی، ناصر، رضایی، حمیدرضا، (۱۴۰۰)، بررسی رابطه بین تأمین مالی داخلی با شدت سرمایه گذاری در شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
- ✓ پور احمدی، محمد حسین، فرساد امان الهی، غلامرضا، (۱۴۰۰)، تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۷۳-۹۵.
- ✓ پور غفار، جواد، ابافت، امید، (۱۴۰۰)، رابطه بین محدودیت مالی و حساسیت جریان های نقدی با تأمین مالی خارجی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه چشم اندازه حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۳۹، صص ۱-۱۴.
- ✓ تقی زاده خانقاه، وحید، بادآور نهندی، یونس، (۱۳۹۹)، ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری، دانش حسابداری، دوره ۲، شماره ۱۱، صص ۲۰۹-۲۳۸.
- ✓ جوادی مفرد، بهراه، خوشکار، فرزین، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه بین کیفیت سود و استرس مالی با توجه به نقش تعدیل گر دانش مالی اعضای هیات مدیره، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۴۰، صص ۸۱-۹۹.
- ✓ خوشکار، فرزین، استواری، حمید، ممنون، احمد، (۱۳۹۹)، تاثیر ساختار مالکیت مدیریت و تخصص مالی هیئت مدیره بر کیفیت حسابرسی، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۳۲، صص ۱۶۳-۱۷۹.
- ✓ دریایی، فاطمه، مران جوری، مهدی، (۱۳۹۸)، تاثیر تخصص مالی و تنوع جنسیتی هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت ها، دومین کنفرانس ملی تحقیقات بنیادین در مدیریت و حسابداری، تهران.

- ✓ رحمانی نوجه ده، حسین، رشبری دیباور، الناز، پرویزلو، ناصر، (۱۴۰۰)، ارتباط بین فعالیت های تامین مالی خارجی، هموارسازی سود و ریسک سقوط قیمت سهام، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۳۹، صص ۱۵۹-۱۴۶.
- ✓ سعید طالشی، جمیله، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر تخصص مالی هیئت مدیره بر بازدهی سود سهام پرداخت شده، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی کوشیار، گروه حسابداری.
- ✓ شهری جفا کنده، نازنین زینب، سعیدی، پرویز، (۱۴۰۰)، بررسی رابطه بین افزایش تامین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، همایش ملی رویکردهای نوین در حسابداری و امور مالی، علی آباد.
- ✓ طاهری عابد، رضا، علی نژاد ساروکلائی، مهدی، فغانی ماکرانی، خسرو، (۱۳۹۷)، توانایی، دانش مالی مدیران عامل و شفافیت گزارشگری مالی، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۰.
- ✓ قنبرزاده، منیژه، محمدزاده ساطه، حیدر، (۱۴۰۰)، تأثیر تخصص مالی هیئت مدیره بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و احتمال ورشکستگی شرکت ها، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۲، صص ۱۳۵-۱۴۷.
- ✓ کردستانی، غلامرضا، نجفی عمران، مظاهر، (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر بازده آتی سهام، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۲، شماره ۲، صص ۷۵-۱۰۸.
- ✓ محمدحسینی، کامران، (۱۴۰۰)، تخصص مالی مدیرعامل و اجتناب مالیاتی، دومین کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان.
- ✓ هاشمی، سید عباس، جلالی مقدم، حسین، (۱۳۹۲)، تأثیر اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام، مجله پژوهشهای حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۶، ۵۳-۷۲.
- ✓ Adams, R.B. and Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. *Journal of Financial Intermediation*. 21(2), 243-267.
- ✓ Anginer, D., Demircug-Kunt, A., Huizinga, H. and Ma, K. (2018). Corporate governance of banks and financial stability. *Journal of Financial Economics*. 130(2), 327-346.
- ✓ Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *Journal of Finance*, 55 (5): 2219- 2257.
- ✓ Basel Committee on Banking Supervision, 2015. Principles for Enhancing Corporate Governance (Switzerland).
- ✓ Berger, A.N. and Bouwman, C.H.S. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*. 109(1), 146-176.
- ✓ Bradley, M. and Chen, D.(2015). Does board independence reduce the cost of debt? *Financial Management*. 44(1), 15-47.
- ✓ Dinger, V. and Vallascas, F. (2016). Do banks issue equity when they are poorly capitalized? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 51(5), 1575-1609.
- ✓ Gilani, U, K. Keasey and F. Vallascas, Board financial expertise and the capital decisions of US banks, *Journal of Corporate Finance* (2021), [https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.\(2021\).102091](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.(2021).102091).
- ✓ Gong, Y., Wei, X. (2022). Asset quality, financing structure, and bank regulations, *International Review of Economics & Finance*, 80, 1061-1075.
- ✓ Harris, M. and Raviv, A. 2008. A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*. 21(4), 1797-1832.
- ✓ He, Y., Chen, C., Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 501-510

- ✓ 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
- ✓ Hyun, S., Lee, H. S. (2022). Positive effects of portfolio financing strategy for startups, *Economic Analysis and Policy*, 74, 623-633.
- ✓ aa aa,,,,, ,I. a aa fea 55555555eee aooø eeee crrrrr a aaa,,,, attt committees, and management earnings forecasts: an empiraaa aalyii” Jaaaaaaaff *Accounting Research*, Vol. 43 No. 3, pp. 453-486.
- ✓ rr 55555555“rr aooooaaa iiaaa eææer eeeeeee ee eeee ff eesssssssssss aaaaii”” Leææ rr gazzzaiiJJJaaaaaiaaaaaaiaaaaaa6, pp. 442-457.
- ✓ Mayer, S. (2022). Financing breakthroughs under failure risk, *Journal of Financial Economics*, 144 (3), 807-848.
- ✓ Minton, B.A., Taillard, J.P. and Williamson, R. (2014). Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 49(2), 351a380.
- ✓ Morellec, E., Nikolov, B., Schürhoff, N., Schuerhoff, N. and Schurhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *Journal of Finance*. 67(3), 803–848.
- ✓ Robinson, J.R., Xue, Y. a Zaang, “aa x dd aaaanc exee AAAAt Cmmnttee’.
- ✓ Sarwar Bushra, Ming Xiao, Muhammad Husnain, Rehana Naheed, (2018) "Board financial expertise and dividend-paying behavior of firms: New insights from the emerging equity markets of China and Pakistan", *Management Decision*,
- ✓ Seongjae Mun, Seung Hun Han, Dongwook Seo (2020). The impact of CEO educational background on corporate cash holdings and value of excess cash, *Pacific-Basin Finance Journal* Volume 61, June 2020, 101339
- ✓ Saaeee 9999999 hhe Iffcccc ff Crrrrr a Oeee cccøeeea Baa bbbb e”” Skills on the Accounting Conservatism: Evidence from Non-Financial Listed Firms in Amman Stock Exchange ", Vol. 19 No. 1, pp. 1-22
- ✓ Wu, Song-Man,. Felix T.S. Chan, S.H. Chung. (2022). The impact of buyback support on financing strategies for a capital-constrained supplier, *International Journal of Production Economics*, 248, doi.org/10.1016/j.ijpe.2022.108457.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی