



<https://amf.ui.ac.ir>

**Journal of Asset Management and Financing**

E-ISSN: 2383-1189

Vol. 10, Issue 4, No. 39, Winter 2023, p 95-114

Received: 07.05.2022 Accepted: 12.03.2023

### Research Paper

## The Role of Enterprise Risk in the Relation between the CEO's Skills and the Firm's Free Cash Flow

**Fahimeh Kazemi Haji**

M.A., Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran  
fahimehkazemi73@gmail.com



**Mohammad Amri Asrami\***

Assistant Professor, Accounting Department, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran  
m.amriasrami@semnan.ac.ir

**Fatemeh Jalali**

Instructor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran  
jalali@semnan.ac.ir

### Abstract

This study examines the role of Enterprise Risk (ER) in the relation between the CEO's skills, including financial knowledge and his power, and the Free Cash Flow (FCF). If the CEO is a member of the board of directors, it shows his power. A sample of 102 companies during 2014 to 2020 was selected from the firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). The screening method was used for sampling and the tests ran by using multiple regression based on the panel data model with fixed effects. The results showed that there was an insignificant relation between CEO's power and FCF, but ER moderated the relation between CEO's power and FCF positively and significantly. Therefore, just having dual duties and being a member of the board of directors had no effects on FCF. Hence, in the context of increasing ER, there was a positive relation between CEO's power and FCF. There was no significant relation between financial knowledge and ER with FCF, while ER negatively and significantly moderated the relation between CEO's financial knowledge and FCF. Therefore, ER increased the impact of the CEO's power and weakened the effect of the CEO's financial knowledge and with the presence of the ER, the CEO's power was more effective in the firm's FCF compared his financial knowledge.

**Keywords:** CEO's Power, CEO's Financial Knowledge, Enterprise Risk, Free Cash Flow (FCF).

### Introduction

A good firm's performance leads to the creation of cash inflow and proper cash management provides a basis for the company's future profits. Risk management through risk reduction provides the basis for achieving the organization's strategic goals, such as efficient investment and optimal use of cash flows (Kokobe & Gemechu, 2016). The contribution of this study is whether enterprise risk affects the relationship between the CEO's skills and the free cash flow. Managers with dual roles have more power than other stakeholders, thus their ability to earn higher rents is evident. CEOs use their power to determine the company's payment policies to serve their interests, thus they retain more excess cash (Tian, & Yang, 2014). Enterprise risk management increases the value of the company and therefore can reduce the negative net cash flow or increase the net cash flow (Tahir and Razali, 2011). Custodio and Metzger (2014) found that companies that hired CEOs with financial knowledge retained less cash and less free cash flow. Matsunaga, Wang, & Yeung (2013) showed that Companies with more cash outflows are facing a shortage of cash, and published conservative reports.

### Method and Data

\*Corresponding author

Kazemi Haji, F., Amri Asrami, M. & Jalali, F. (2021). The Role of Enterprise Risk (ER) in the Relation between the CEO's Skills and the Firm's Free Cash Flow. *Journal of Asset Management and Financing*, 10(4), 95-114.

2383-1189 / © 2023



This is an open access article under the by-nc-nd/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



<http://dx.doi.org/10.22108/AMF.2023.1332591736>



<https://dorl.net/dor/20.1001.1.23831189.1401.10.4.5.5>

To test the research hypotheses, 102 companies were selected from the companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) during the years 2014-2020. Based on Chow and Hausman test results, the panel data model with fixed effects is suitable for all research models. In this study, the panel regression models with Generalized Least Squares (GLS) were used.

### Findings

The results showed that the CEO's power, financial knowledge, and Enterprise Risk (ER) have no significant relations with the firm's FCF. ER positively and significantly moderated the relation between the CEO's power and the firm's FCF. ER negatively and significantly moderated the relation between the financial knowledge of CEOs and the firm's FCF. According to the results of the 4th and 5th hypotheses, ER had an effective role in the relation between the power and financial knowledge of CEOs and the firm's FCF.

### Conclusion and discussion

Managers use their power to advance their own personal goals and motivations. In this study, no direct relation between Enterprise Risk (ER) and Free Cash Flow (FCF) was found because the cash from sales was used for different purposes and programs and the mediating variables could be effective in this relation. Managers' opportunistic motives to secure their own personal interests increase the firm's risk. In this situation, they have a great incentive to increase FCF. With the presence of the ER, powerful managers maintain more FCF. Therefore, ER weakens the relation between the financial knowledge of the CEO and the firm's FCF. ER reduces the CEOs' power so that they cannot use their knowledge to achieve enterprise goals. On the other hand, to reduce the effect of risks facing the company, they keep more surplus cash. Managers with a dual role in Iran are often representatives of the majority-owned stockholders, who act in the interests of their respective stockholders. According to the research findings, ER and CEOs' power and financial knowledge are effective in affecting the firm's FCF. Paying attention to the managers' personal characteristics and environmental conditions, including ER created favorable corporate governance, decreased information asymmetry, reduced the risk of inefficiency, alleviated the managers' opportunistic behavior, and enhanced investment efficiency or lowered inefficiency. Therefore, the findings have important economic implications for the attention of managers' characteristics and organizational risks, as well as the strategies of companies for managing FCFs.

### References

- Adelizadeh, J., Poorehtesham, M. R. & Ghasemi, G. (2018). Free cash flow and company performance, *Fourth International Conference on Management, Entrepreneurship and Economic Development*, Takestan. (in Persian)
- Agyei-Mensah, B. K. (2021). The impact of board characteristics on corporate investment decisions: An empirical study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 569–586. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0125>
- Anderson, D. R. (2006). The critical importance of sustainability risk management. *Risk Management*, 53(4), 66-72.
- Asgarnezhadnouri, B., & Emkani, P. (2017). The effect of risk management on financial performance of the companies listed in Tehran Stock Exchange: The mediating role of intellectual capital and financial leverage. *Journal of Asset Management and Financing*, 5(2), 93–112. <https://doi.org/10.22108/amf.2017.21575> (in Persian)
- Bebchuk, L. A., Cremers, K. M., & Peyer, U. C. (2011). The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 199-221.
- Borzgasl, M., & Roosta, M. (2019). Managerial ability and marginal value of cash (Evidence from Tehran Stock Exchange). *Journal of Accounting Advances*, 11(1), 69–102. [10.22099/JAA.2019.30575.1744](https://doi.org/10.22099/JAA.2019.30575.1744) (in Persian)
- Camelo-Ordaz, C., Hernández-Lara, A. B. & Valle-Cabrera, R. (2005). The relationship between top management teams and innovative capacity in companies. *Journal of Management Development*, 24(8), 683-705. <https://doi.org/10.1108/02621710510613726>
- Custodio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221–238. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003>
- Ghanizadeh, B., Dastgir, M., & Soroushyar, A. (2022). The effect of financial knowledge on the moderating effect of managerial ability. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(3), 55–71. [10.22067/IJAAF.2022.42034](https://doi.org/10.22067/IJAAF.2022.42034)
- Ghorbaninasab, F., & Khanmohammadi, M. H. (2018). The effect of surplus free cash flow, corporate governance and firm size on earnings predictability. *Journal of Investment Knowledge*, 7(25), 189–202. (in Persian)
- Guizani, M. (2018). The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(4), 748–770. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0011>
- Hajiebrahimi, M., & Eskandar, H. (2019). Managerial overconfidence effects on risk-taking and performance. *Empirical Research in Accounting*, 9(1), 340–365. [10.22051/JERA.2018.17046.1770](https://doi.org/10.22051/JERA.2018.17046.1770) (in Persian)
- Jahanshad, A., & Alamahrami, M. (2013). Investigation the relation between free cash flows and Tobin's Q ratio with management compensation plans in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 2(7), 167–192. (in Persian)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, F., Zhu, B., & Huang, J. (2013). CEO's financial experience and earnings management. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 134-145. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.005>
- Jiang, X. (2016). Over-investment of Free Cash Flow during the economic recession. *Technology and Investment*, 7(3), 51-58. [10.4236/ti.2016.73007](https://doi.org/10.4236/ti.2016.73007)
- Kokobe S. A., & Gemechu, D. (2016). Risk management techniques and financial performance of insurance companies. *International Journal of Accounting Research* 4(1), 1-5.

- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04390.x>
- Massoud, N., Ullah, S., & Scholnick, B. (2016). Does it help firms to secretly pay for stock promoters? *Journal of Financial Stability*, 26, 45-61. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.08.002>
- Matsunaga, S. R., Wang, S., & Yeung, P. E. (2013). Does appointing a former CFO as CEO influence a firm's accounting policies?. Available at SSRN 2206523. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2206523>
- Ojeka, S. A., Adegboye, A., Adegboye, K., Alabi, O., Afolabi, M., & Iyoha, F. (2019). Chief financial officer roles and enterprise risk management: An empirical based study. *Heliyon*, 5(6), e01934. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e01934>
- Rahimi, A., & Foroghi, A. (2019). Control mechanisms, CEO power and firm value. *Journal of Accounting Advances*, 11(2), 151-182. [10.22099/JAA.2019.32078.1810](https://doi.org/10.22099/JAA.2019.32078.1810) (in Persian)
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Sayyadi, M., Dastgir, M., & Aliahmadi, S. (2019). Study on enterprise risk management (ERM) effect on managerial ability in order to increasing investment efficiency. *Financial Management Strategy*, 7(1), 1-38. [10.22051/JFM.2018.20848.1700](https://doi.org/10.22051/JFM.2018.20848.1700) (in Persian)
- Tahir, I. M., & Razali, A. R. (2011). The relationship between enterprise risk management (ERM) and firm value: Evidence from Malaysian public listed companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 32-41.
- Tian, G. Y., & Yang, F. (2014). CEO incentive compensation in US financial institutions. *International Review of Financial Analysis*, 34, 64-75. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.05.008>






## مقاله پژوهشی

# نقش ریسک سازمانی در رابطه بین مهارت‌های مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت

فهیمة کاظمی حاجی

دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

fahimehkasemi73@gmail.com

محمد امری اسرمی \* 

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت، و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران

m.amriasrami@semnan.ac.ir

فاطمه جلالی

مربی، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

jalali@semnan.ac.ir

## چکیده

**اهداف:** در پژوهش حاضر، نقش ریسک سازمانی در رابطه بین مهارت‌های مدیرعامل شامل دانش مالی و قدرت وی، بر جریان نقد آزاد بررسی می‌شود. چنانچه مدیرعامل یکی از اعضای هیئت‌مدیره باشد، نشان‌دهنده قدرت وی است. **روش:** نمونه‌ای شامل ۱۰۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد. نمونه گیری به روش غربالگری و آزمون‌ها به کمک رگرسیون چندگانه با الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. **نتایج:** نتایج نشان می‌دهد که قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد رابطه معنادار ندارد؛ اما ریسک سازمانی رابطه بین قدرت مدیرعامل را با جریان نقد آزاد به‌طور مثبت و معناداری تعدیل می‌کند؛ بنابراین وظایف دوگانه مدیران عامل و به صرف عضو هیئت‌مدیره بودن آنها بر جریان نقد آزاد تأثیری ندارد. در شرایط افزایش ریسک سازمانی، بین قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد رابطه مثبت ایجاد می‌شود. بین دانش مالی و ریسک سازمانی با جریان نقد آزاد رابطه معناداری یافت نشد و ریسک سازمانی رابطه بین دانش مالی مدیران عامل را با جریان نقد آزاد به‌طور منفی و معناداری تعدیل می‌کند؛ بنابراین ریسک سازمانی تأثیر قدرت مدیرعامل را افزایش و تأثیر دانش مالی مدیرعامل را تضعیف می‌کند و با وجود ریسک سازمانی، قدرت مدیرعامل بیشتر از دانش مالی آنها بر جریان نقد آزاد شرکت مؤثر است.

**کلیدواژه‌ها:** قدرت مدیرعامل، دانش مدیرعامل، ریسک سازمانی، جریان نقد آزاد.

\* نویسنده مسئول

کاظمی حاجی، فهیمة، امری اسرمی، محمد. و جلالی، فاطمه. (۱۴۰۲). نقش ریسک سازمانی در رابطه بین مهارت‌های مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۰(۴)، ۹۵-۱۱۴.



2383-1189 / © 2023

This is an open access article Under the by-nc-nd/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



<http://dx.doi.org/10.22108/AMF.2023.1332591736>



<https://dori.net/dor/20.1001.1.23831189.1401.10.4.5.5>

## مقدمه

پیش‌بینی جریان نقدی برای تصمیمات اقتصادی شرکت بسیار بااهمیت است؛ زیرا جریان‌های نقدی مبنای پرداخت سود سهام و بازپرداخت بدهی‌ها، طرح‌ریزی برنامه‌های آتی شرکت از قبیل طرح توسعه فعالیت‌ها و محصولات است (Guizani, 2018; Ghorbaninasab & Khanmohammadi, 2018). جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری نوسان‌های احتمالی آتی در عملکرد شرکت و یک پیش‌بینی اولیه درباره قیمت آتی سهام ارائه می‌کند (Adelizadeh, Poorahsham & Ghasemi, 2018)؛ زیرا عملکرد مطلوب شرکت به ایجاد جریان نقد به درون شرکت منجر می‌شود و اداره صحیح وجوه نقد زمینه کسب سودهای آتی را فراهم می‌کند. از آنجایی که مدیران در سطوح بالای مدیریت سازمانی قرار دارند، اختیار و قدرت زیادی در تصمیم‌گیری سازمانی دارند. گرایش‌های فردی، سلیقه‌ها و احساسات آنها بر انتخاب سیاست‌ها و رویه‌های شرکت اثرگذار است (Hajiebrahimi & Eskandar, 2019)؛ با این حال، درباره اینکه چگونه قدرت و نفوذ آنها با جریان نقد آزاد شرکت ارتباط دارد، هیچ‌گونه اجماع نظری وجود ندارد. پس از بحران‌های جهانی و در پی آنها ورشکستگی شرکت‌ها، نهادهای وابسته به ذی‌نفعان، خواستار نظارت بیشتر بر خطرات اصلی شرکت شدند. پاسخی مناسب به چنین انتظارات رو به رشدی، ظهور پارادایم جدید «مدیریت ریسک سازمانی» است که به‌عنوان یک سیستم کنترل داخلی شناخته می‌شود. پیش‌بینی می‌شود که مدیریت ریسک با تعیین و کاهش ریسک زمینه دستیابی به اهداف راهبردی سازمان، از قبیل استفاده مطلوب از جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری کارآمد را تسهیل کند (Kokobe & Gemechu, 2016). با توجه به مطالب پیش‌گفته و افزایش اهمیت نقش مهارت‌های مدیران عامل در شرکت‌های ایرانی، مسئله پژوهش حاضر این است که آیا ریسک سازمانی بر رابطه بین مهارت‌های مدیرعامل و جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش ایفا می‌کند؟ در نتیجه، دانش‌افزایی پژوهش حاضر درباره نقش ریسک سازمانی بر مهارت‌های مدیرعامل و جریان نقد آزاد شرکت‌هاست.

## مبانی نظری

مدیران قدرتمند برای تأمین سلاقی و حفظ منافع خود، جریان نقد آزاد بیشتری در شرکت نگه می‌دارند (Guizani, 2018). بر اساس نظریه قدرت مدیریتی، «مدیران عاملی که نقش عملیاتی و نظارتی ترکیبی دارند»، ممکن است از قدرت افزایش‌یافته خود برای بهره‌کشی از رانت استفاده کنند (Bebchuk, Cremers & Peyer, 2011). بر اساس نظریه نمایندگی، دوگانگی نقش مدیرعامل به تضاد منافع منجر می‌شود (Guizani, 2018). در این زمینه، تیان و پانگ (2014) دریافتند که مدیران عامل با نقش دوگانه قدرت بیشتری نسبت به سایر ذی‌نفعان دارند؛ از این رو، آنها توانایی لازم را برای کسب رانت بیشتر دارند. مدیران عامل از قدرت خود برای تعیین سیاست‌های پرداخت شرکت استفاده می‌کنند و وجوه نقد مزاد بیشتر نگه می‌دارند تا منافع خودشان را تأمین کنند. در شرکت‌هایی که سهام مدیریتی آنها زیاد است، مدیران با پرداخت سود سهام پایین‌تر، میزان جریان نقد آزاد را افزایش می‌دهند (Guizani, 2018). از سوی دیگر، بزرگ اصل و روستا (2019) دریافته‌اند که قدرت و توان مدیران بر جریان نقد آزاد اثر ندارد؛ اما ارزش نهایی وجه نقد را افزایش می‌دهد. با توجه به نظریه پلکان بالاتر، رفتار سازمان با ویژگی‌های قلبی و ریشه‌ای مدیران از جمله سن، جنس، تعلیم و تربیت، دوره تصدی، توانایی، ارزش‌ها و رفتارها و غیره تحت تأثیر قرار داده می‌شود (Jiang, 2016). از سوی دیگر، بین پاداش مدیران با جریان‌های نقد آزاد رابطه مستقیم وجود دارد. به‌عبارتی، با افزایش پاداش مدیران، جریان نقد آزاد نیز افزایش می‌یابد (Jahanshad, 2013 & Elmahromi). پژوهش‌ها نشان‌دهنده آن است که ویژگی‌های سابقه قبلی مدیران بر نوآوری شرکت (Camelo-Ordaz, 2005 & Hernández-Lara & Valle-Cabrera)، استراتژی کسب‌وکار و سیاست مالی (Jiang, Zhu, & Huang, 2013) تأثیر می‌گذارد. براساس این استدلال فرضیه اول در زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱) بین قدرت مدیرعامل و جریان نقد آزاد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

1. Tian, & Yang

2. upper echelons theory

کاستودیو و متزگر<sup>۱</sup> (2014) دریافتند، شرکت‌هایی که مدیران عامل با دانش مالی استخدام می‌کنند، موجودی نقد کمتر و جریان نقد آزاد کمتری نگه می‌دارند. این شرکت‌ها به بازارهای سرمایه دسترسی بهتر و حساسیت کمتری به شوک‌های جریان نقدی دارند. آگی ای-میزسا<sup>۲</sup> (2021) نشان داد که افزایش تعداد مدیران دارای دانش مالی در هیئت‌مدیره با سرمایه‌گذاری شرکت رابطه منفی دارد؛ زیرا این مدیران به شرکت‌ها در کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌کنند. وجود مدیران مستقل با دانش مالی در هیئت‌مدیره شرکت، سازوکاری مؤثر برای کاهش مشکلات نمایندگی در تصمیم‌گیری‌های شرکت و عملکرد عملیاتی است (Agyei-Mensah, 2021)؛ بنابراین فرضیه دوم به این صورت مطرح می‌شود:

فرضیه ۲) بین دانش مالی مدیرعامل و جریان نقد آزاد شرکت رابطه منفی وجود دارد.

محیط پویای کنونی از درون و بیرون بر سازمان‌ها تأثیر می‌گذارد. این محیط بسته به توان مدیریت، «تهدیدها» و «فرصت‌هایی» را برای سازمان‌ها خلق می‌کند و به تغییر شکل و شیوه کسب‌وکار منجر می‌شود؛ بنابراین بقا و سودآوری سازمان‌ها بستگی به توانمندی مدیران در رویارویی با تغییرات سریع محیطی و بهره‌برداری از فرصت‌های خلق شده دارد (Sayyadi, Dastgir & Aliahmdi, 2019). در شرایط پرتلاطم امروزی، ریسک سازمانی موجب افزایش نوسان در ارزش شرکت می‌شود؛ از این رو، خالص جریان نقد را با نوسان مواجه می‌کند. این موضوع جریان نقد آزاد را افزایش می‌دهد (Tahir & Razali, 2011)؛ بنابراین ریسک سازمانی در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری یا کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر دارد (Sayyadi, Dastgir & Aliahmdi, 2019). مدیران برای اجتناب از مخاطراتی که شرکت تحت مسئولیت آنها را تهدید می‌کند، وجوه نقد مازاد بیشتری نگهداری می‌کنند؛ بنابراین فرضیه سوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۳) بین ریسک سازمانی و جریان نقد آزاد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

میان بسیاری از تصمیمات مدیران، تصمیمات سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد که بر ویژگی‌های مدیران تأثیر می‌گذارد (Jiang, 2016). از آنجایی که پاداش مدیران به تناسب اندازه شرکت افزایش می‌یابد و اینکه مدیران در شرکت‌های بزرگ، درآمد بیشتری نسبت به هم‌تایان خودشان در شرکت‌های کوچک دارند و با توجه به انگیزه‌های فرصت‌طلبانه، به احتمال زیاد برای تأمین منافع شخصی خودشان، جریان نقدی شرکت را در پروژه‌های بدون سود کافی سرمایه‌گذاری می‌کنند (Jiang, 2016). این امر موجب افزایش ریسک شرکت می‌شود. به عبارتی، این‌گونه اقدامات مدیران زمینه افزایش مخاطرات و سرمایه‌گذاری‌های در معرض ریسک را ایجاد می‌کند؛ از این رو، مدیران ارشد برای رشد بی‌رویه شرکت تحت هدایت خودشان با نادیده گرفتن منافع سهامداران شرکت، انگیزه زیادی برای افزایش جریان نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری دارند؛ بنابراین زمانی که اهداف مدیران با اهداف سهامداران در تضاد است، مدیران ممکن است جریان نقدی داخلی را هدر دهند و در شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بیشتر، بیش سرمایه‌گذاری رخ می‌دهد (Richardson, 2006). از طرفی، اوجکا<sup>۳</sup> و همکاران (2019) دریافتند که ریسک سازمانی با قدرت مدیرعامل رابطه ضعیفی دارد؛ بنابراین مدیران از قدرت خودشان برای پیشبرد اهداف و انگیزه‌های شخصی استفاده می‌کنند؛ در نتیجه، فرضیه چهارم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۴) ریسک سازمانی رابطه مثبت بین قدرت مدیرعامل و جریان نقد آزاد شرکت را تضعیف می‌کند.

افزایش تجربه‌های کاری و دانش مالی مدیران عامل که در نتیجه افزایش دوره تصدی آنها حاصل شده است، سبب می‌شود، مدیران درک بهتری درباره حالات پیچیده پیشروی شرکت داشته باشند و این شرایط، بازده بیشتری را برای شرکت به ارمغان می‌آورد (Jiang, 2016). تملک وجوه نقد شرکت از سوی مدیریت، کمبود وجوه نقد در دسترس ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه، نبود دوراندیشی مطلوب برای آینده شرکت و گزینش طرح‌های نامناسب به دلایل مختلف زمینه ایجاد مشکلات مخاطرات اخلاقی مدیران عامل را

1. Custodio and Metzger

2. Agyei-Mensah

3. Ojeka

فراهم می‌کند. مدیران در این شرایط تلاش می‌کنند، وجوه نقد مازاد در شرکت نگه دارند (García Lara, García Osmá, & Penalva, 2016). از سوی دیگر، توانایی مدیریت و ویژگی‌های وی در واکنش به سطح ریسک قابل‌پذیرش شرکت در بازار اثرگذار است (Sayyadi, 2019)؛ بنابراین ریسک شرکت بر توان و ویژگی‌های مدیران شرکت‌ها اثر منفی دارد (Sayyadi, 2019). دانش مالی مدیران عامل و توانایی مدیریت بر ریسک غیرسیستماتیک تأثیر منفی دارد (Ghanizadeh, 2022). در مقابل، امکان اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری با ترجیحات و منافع شخصی از سوی این دسته از مدیران افزایش می‌یابد (Agyei-Mensah, 2021)؛ بنابراین فرضیه پنجم به شرح زیر مطرح شده است:

فرضیه ۵) ریسک سازمانی رابطه منفی بین دانش مالی مدیرعامل و جریان نقد آزاد شرکت را تشدید می‌کند.

### روش پژوهش

داده‌ها و اطلاعات مربوط به اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها از سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و اطلاعات مربوط به ارزش بازار شرکت‌ها از سایت بورس تهران گردآوری شده است. در صورت نبود داده‌هایی در بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، با مراجعه به سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران بورس و سایت بورس تهران اطلاعات تکمیل شده است. از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹، شرکت‌های دارای شرایط زیر به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شده است: (۱) برای قابلیت مقایسه اطلاعات، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه و طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی نداشته باشد؛ (۲) به دلیل متفاوت بودن فعالیت شرکت‌ها، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشد؛ (۳) به دلیل انتشارنکردن به موقع اطلاعات برخی شرکت‌ها برای برخی سال‌ها، اطلاعات آنها برای همه سال‌های مالی در دسترس باشد؛ (۴) معاملات سهام شرکت‌ها، طی دوره موردبررسی بیشتر از سه ماه پیوسته توقف نداشته باشد. درنهایت، ۱۰۲ شرکت حائز شرایط بالا بود که به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

برای آزمون فرضیه‌های اول تا پنجم پژوهش حاضر الگوهای زیر از سوی پژوهشگران این مطالعه تدوین شده است:

$$FCF_{i,t} = a_0 + a_1 Power_{i,t} + a_2 Size_{i,t} + a_3 Lev_{i,t} + a_4 MTB_{i,t} + a_5 Liq_{i,t} + a_6 Loss_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$FCF_{i,t} = a_0 + a_1 Knowledge_{i,t} + a_2 Size_{i,t} + a_3 Lev_{i,t} + a_4 MTB_{i,t} + a_5 Liq_{i,t} + a_6 Loss_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$FCF_{i,t} = a_0 + a_1 ER_{i,t} + a_2 Size_{i,t} + a_3 Lev_{i,t} + a_4 MTB_{i,t} + a_5 Liq_{i,t} + a_6 Loss_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$FCF_{i,t} = a_0 + a_1 Power_{i,t} + a_2 ER_{i,t} + a_3 (Power_{i,t} \times ER_{i,t}) + a_4 Size_{i,t} + a_5 Lev_{i,t} + a_6 MTB_{i,t} + a_7 Liq_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

$$FCF_{i,t} = a_0 + a_1 Knowledge_{i,t} + a_2 ER_{i,t} + a_3 (Knowledge_{i,t} \times ER_{i,t}) + a_4 Size_{i,t} + a_5 Lev_{i,t} + a_6 MTB_{i,t} + a_7 Liq_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

که در آن جریان نقد آزاد (FCF) مطابق با الگوی لیهن و پولسن<sup>۲</sup> (1989) و مسعود، الله و شولنیک<sup>۳</sup> (2016) به‌صورت زیر اندازه

گیری می‌شود:

$$\text{جریان نقد آزاد} = \frac{\text{سود سهام عادی و ممتاز} - \text{مالیات پرداختی} - \text{هزینه بهره پرداختی} - \text{سود عملیاتی قبل از استهلاك}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای دوره}}$$

1. Codal.ir

2. Lehn, & Poulsen

3. Massoud, Ullah, & Scholnick



قدرت مدیرعامل (*Power*) اگر مدیرعامل، عضو هیئت‌مدیره نیز باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر است (Rahimi, & 2019; Foroughi, 2019; Ojeka et al., 2019). دانش مالی مدیرعامل (*Knowledge*) اگر مدیرعامل، دانش مالی در رشته حسابداری، حسابرسی و مدیریت مالی داشت، برابر ۱ و در غیر این صورت صفر است (Ojeka et al., 2019). برای اندازه‌گیری ریسک سازمانی (*ER*) از نسبت انحراف استاندارد فروش خالص سالانه بر انحراف استاندارد نرخ بازده دارایی‌ها استفاده شده است (Asgarnezhad, 2006; Nouri, & Emkani, 2017; Ojeka et al., 2019; Anderson, 2006).

متغیرهای کنترلی به پیروی از اوجکا و همکاران (2019) به این شرح است: اندازه شرکت (*Size*) برابر با لگاریتم جمع دارایی‌های پایان دوره شرکت، اهرم مالی (*Lev*) برابر با نسبت تقسیم بدهی‌ها به مجموع کل دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (*MB*) از تقسیم ارزش بازار کل سهام منتشره شرکت به ارزش دفتری جمع حقوق صاحبان سهام شرکت در آخرین روز سال مالی به دست آمده است، نقدینگی (*Liq*) برابر با نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری است و زیان شرکت (*Loss*) اگر شرکت در سال قبل زیان داشته، برابر ۱ و در غیر این صورت صفر است.

### یافته‌ها

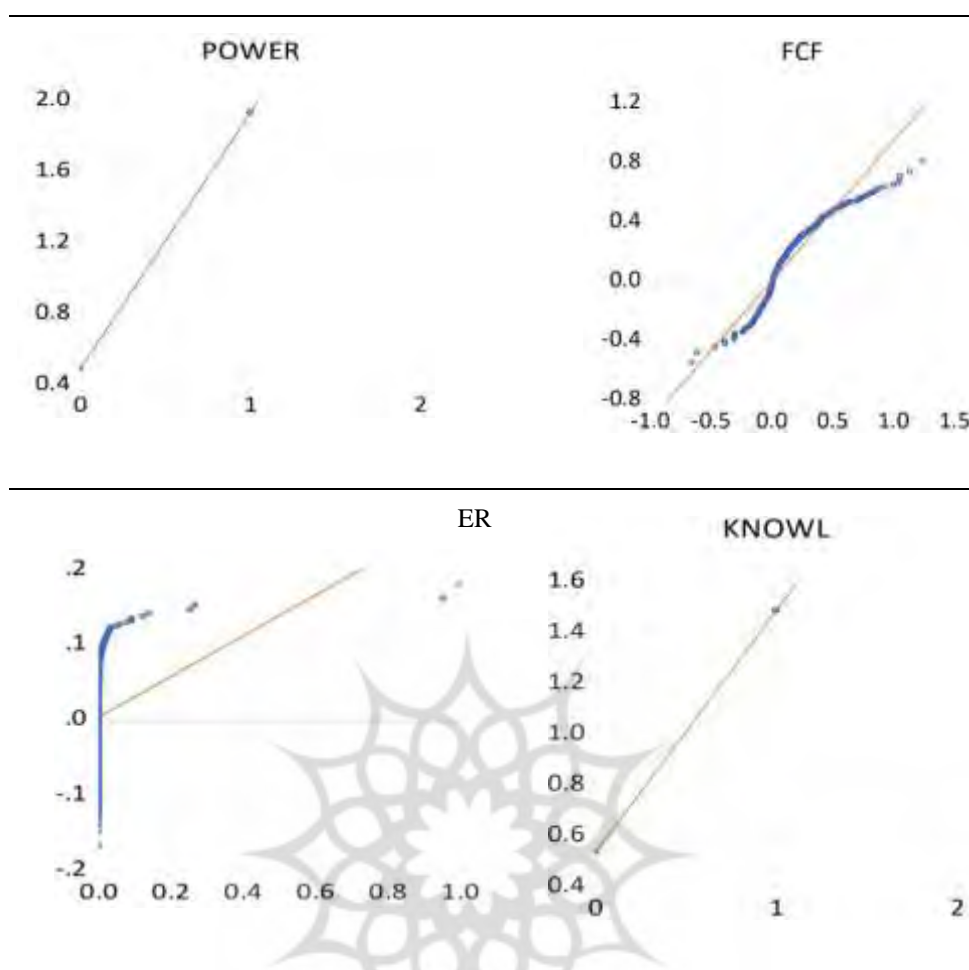
در جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، کمینه و بیشینه مشاهدات و انحراف معیار متغیرهای پژوهش ارائه شده است. در این پژوهش نمونه‌گیری به روش غربالگری با انتخاب ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و ۷۱۴ مشاهده (سال-شرکت) طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ اجرا شد. جدول (۱) نشان‌دهنده آن است که میانگین جریان نقد آزاد ۰/۱۳۳ است؛ ولی انحراف معیار آن از میانگین بیشتر است که حاکی از آن است که شرکت‌های مختلف، جریان نقد آزاد به نسبت متفاوتی دارند. ریسک سازمانی ۰/۰۰۲۲ است که بیانگر انحراف در فروش‌ها و بازده شرکت است. در جدول (۱)، میانگین قدرت مدیرعامل ۰/۸۷۴ و نزدیک یک است. به عبارتی، مدیران عامل قدرتمند اغلب اعضای هیئت‌مدیره نیز هستند. میانگین دانش مالی مدیرعامل ۰/۲۰۳ است که انحراف معیار (۰/۴۰۲) به نسبت زیادی دارد. این شاخص نشان‌دهنده آن است که حدود ۲۰ درصد از آنها دانش حسابداری، حسابرسی و مالی دارند.

جدول (۱) آماره‌های توصیفی

Table (1) Descriptive statistics

متغیرها	نماد	کد متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
جریان نقد آزاد	<i>FCF</i>	۱	۰/۱۳۳	۰/۱۹۳	-۰/۱۸۷	۰/۷۶۴
قدرت مدیرعامل	<i>Power</i>	۲	۰/۸۷۴	۰/۳۳۲	۰	۱
دانش مدیرعامل	<i>Knowledge</i>	۳	۰/۲۰۳	۰/۴۰۲	۰	۱
ریسک سازمانی	<i>ER</i>	۴	۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۳۰
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۵	۱۲/۷۵	۱/۳۷۴	۱۲/۰۱	۱۹/۰۷
اهرم مالی	<i>Lev</i>	۶	۰/۵۹۰	۰/۱۸۸	۰/۱۹	۱/۰۱
ارزش بازار به ارزش دفتری	<i>MTB</i>	۷	۵/۴۵۵	۶/۷۴۲	-۱/۲۲	۳۴/۳۶
نقدینگی	<i>Liq</i>	۸	۱/۵۳۸	۰/۸۳۲	۰/۴۸	۴/۸۴
زیان شرکت	<i>Loss</i>	۹	۰/۱۱۲	۰/۳۱۵	۰	۱

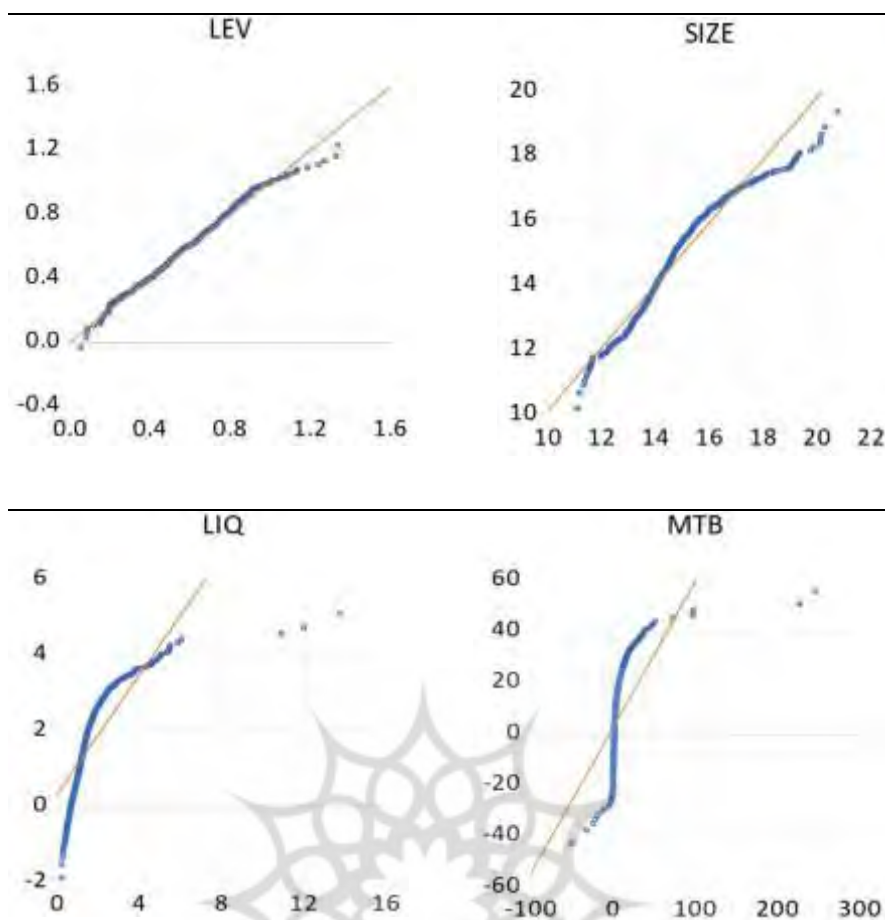
به‌منظور درک بهتر متغیرهای وابسته و توضیحی شامل جریان نقد آزاد، ریسک سازمانی، قدرت مدیرعامل و دانش مالی، شکل (۱) نشان‌دهنده رابطه چندک‌های نرمال و واقعی متغیرهای توضیحی است.



شکل (۱) رابطه چندک‌های نرمال و واقعی متغیرهای مربوط به آزمون فرضیه‌ها

**Figure (1) The relations between quantiles of normal and quantiles of variables for hypotheses test**

متغیرهای کنترل شامل اهرم مالی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و نقدشوندگی است. برای درک رفتار این متغیرها، شکل (۲) نشان‌دهنده رابطه چندک‌های نرمال و واقعی متغیرهای کنترل است؛ همچنین حاکی از آن است که رابطه چندک‌های نرمال با چندک‌های واقعی متغیرهای کنترل شامل اهرم مالی، اندازه شرکت، نقدینگی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام است. مقادیر واقعی به مقادیر نرمال نزدیک است.



شکل (۲) رابطه چندکهای نرمال و واقعی متغیرهای مربوط به متغیرهای کنترل

Figure (2) The relations between quantiles of normal and quantiles of control variables

برای بررسی مانایی متغیرها ابتدا، شرکت‌های با داده‌های پرت تعدیل و ترمیم شد. سپس پایایی سری‌ها به کمک آزمون ریشه واحد هادری<sup>۱</sup> بررسی شد. نتایج نشان‌دهنده آن بود که سطح معناداری تمام متغیرها از طریق آزمون ریشه واحد کمتر از ۱ درصد شده است؛ بنابراین در سطح اطمینان ۹۹ درصد فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد می‌شود؛ بنابراین گفته می‌شود، تمام متغیرها مانا هستند.

از آنجایی که داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی (تابلویی) است، قبل از برآورد الگوها، آزمون‌های چاو و هاسمن اجرا شد که نتایج آنها نشان‌دهنده آن بود که در تمام الگوهای رگرسیون الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت مناسب است. برای بررسی ناهمسان واریانس خطا، از آزمون بروش-پاگان-گادفری بهره گرفته شد. نتایج حاکی از آن بود که مقادیر باقی‌مانده (خطا) الگوهای رگرسیون معمولی دارای واریانس همسان نیست؛ بنابراین ناهمسان واریانس وجود دارد و برای رفع آن از الگوی رگرسیون تابلویی با حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. برای بررسی هم‌خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. در همه الگوهای مربوط به آزمون فرضیه‌ها، مقدار عامل تورم واریانس در دامنه مطلوب کمتر از ۵ قرار دارد؛ بنابراین هم‌خطی با اهمیت در الگوها وجود ندارد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۲) تا (۶) ارائه شده است. آماره دوربین-واتسون در این جداول برای این الگوها در دامنه مطلوب (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد؛ در نتیجه، بین باقی‌مانده‌های الگوها خودهمبستگی وجود ندارد و آماره فیشر و سطح معناداری به نسبت بزرگ و معنادار است. پس در سطح ۹۹ درصد گفته می‌شود، رگرسیون‌های برازش شده معنادار است.

<sup>1</sup>. Hadri

جدول (۲) نشان‌دهنده نتایج مربوط به رابطه قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت است. به منظور بررسی پایایی الگوها، برای دوره‌های پنج‌ساله، الگوها تکرار شد و نتایج در جدول (۲) آمده است. متغیر قدرت مدیرعامل رابطه غیرمعنادار با جریان نقد آزاد شرکت دارد؛ بنابراین عضو هیئت‌مدیره بودن مدیرعامل تأثیری بر جریان نقد آزاد شرکت ندارد و فرضیه اول رد می‌شود؛ از این رو، قدرت مدیرعامل به‌عنوان عضو هیئت‌مدیره بر جریان نقد شرکت تأثیر ندارد.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه اول و آزمون‌های دوره‌های پنج‌ساله

Table (2) The results of first hypothesis test and five-year tests

متغیرهای توضیحی	کدمتغیر	کل سالها		دوره‌های پنج‌ساله			
		آماره t	ضریب	۹۹-۹۳	۹۷-۹۳	۹۸-۹۴	۹۹-۹۵
ضریب ثابت		-۱/۷۰۳**	-۱۰/۴۴	-۱۰/۰۲	-۱/۲۶۲**	-۱۲/۶۳	-۱۳/۴۵
قدرت مدیرعامل	۲	-۰/۰۳۸	-۱/۸۰	-۰/۷۹	-۰/۰۱۰	-۱/۰۱	۰/۵۴
اندازه شرکت	۵	۰/۱۲۴**	۱۲/۴۸	۱۱/۰۳	۰/۰۹۲**	۱۳/۰۶	۱۵/۴۵
اهرم مالی	۶	-۰/۱۷۴**	-۳/۴۴	-۴/۲۵	-۰/۱۳۲**	-۴/۵۲	-۶/۱۶
ارزش بازار به ارزش دفتری	۷	۰/۰۰۱**	۲/۰۰	۳/۵۹	۰/۰۰۴**	۲/۰۵	۲/۸۴
نقدینگی	۸	۰/۰۸۶**	۸/۵۲	۸/۴۰	۰/۰۶۵**	۹/۷۷	۱۱/۴۱
زیان شرکت	۹	-۰/۰۸۵**	-۵/۲۸	-۸/۹۲	-۰/۰۸۵**	-۶/۴۴	-۵/۳۵
ضریب تعیین		۰/۷۲۹۳	۰/۸۷۷۸	۰/۸۷۰۵	۰/۸۸۹۷		
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۶۸۱۵	۰/۸۴۵۲	۰/۸۳۶۰	۰/۸۶۰۳		
آماره F		۱۵/۲**	۲۶/۹**	۲۸/۲**	۳۰/۳**		
دوربین واتسون		۱/۵۷	۱/۹۳	۱/۹۱	۱/۸۳		

\*\* سطح معناداری ۱ درصد. \* سطح معناداری ۵ درصد.

نتایج آزمون فرضیه دوم مبنی بر اینکه «دانش مالی مدیرعامل رابطه معناداری با جریان نقد آزاد شرکت دارد»، در جدول (۳) گزارش شده است؛ همچنین آزمون‌های دوره‌های پنج‌ساله برای بررسی فرضیه دوم در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳) نشان‌دهنده آن است که دانش مالی مدیرعامل رابطه معناداری با جریان نقد آزاد شرکت ندارد؛ بنابراین فرضیه دوم پذیرفته نمی‌شود؛ از این رو، بین دانش مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در بازار سرمایه ایران، مدیران عامل دارای دانش مالی، توان لازم را برای کاهش جریان نقد آزاد شرکت ندارند. این یافته نشان‌دهنده آن است که در ایران، دانش مالی مدیران عامل تنها عامل اثرگذار بر مدیریت جریان نقد آزاد شرکت نیست. در جدول (۳) نتایج بررسی پایایی الگو فرضیه دوم، برای دوره‌های پنج‌ساله تکرار شد. نتایج نشان از پایایی الگوها دارد.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه دوم و آزمون‌های دوره‌های پنج‌ساله  
**Table (3) The results of second hypothesis test and five-year tests**

متغیرهای توضیحی	کد متغیر	دوره‌های پنج‌ساله				کل سال‌ها			
		۹۹-۹۵	۹۸-۹۴	۹۷-۹۳	۹۹-۹۳	آماره t	ضریب		
ضریب ثابت		-۱۳/۰۰	-۱/۸۵۷ **	-۱۲/۴۲	-۱/۶۹۳ **	-۱۰/۱۷	-۱/۲۷۱ **	-۱۳/۷۶	-۱/۵۵۷ **
دانش مدیرعامل	۳	-۰/۴۴	-۰/۰۰۳	۰/۵۸	۰/۰۰۳	۲/۶۱	۰/۰۲۶ *	۰/۳۸	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	۵	۱۴/۹۱	۰/۱۳۴ **	۱۲/۷۸	۰/۱۲۱ **	۱۱/۰۳	۰/۰۹۲ **	۱۶/۱۵	۰/۱۱۳ **
اهرم مالی	۶	-۶/۳۵	-۰/۲۳۷ **	-۴/۴۷	-۰/۱۵۲ **	-۳/۸۷	-۰/۱۱۹ **	-۶/۶۱	-۰/۲۰۷ **
ارزش بازار به ارزش دفتری	۷	۲/۹۶	۰/۰۰۱ **	۲/۲۵	۰/۰۰۱ **	۳/۳۲	۰/۰۰۴ **	۴/۴۳	۰/۰۰۲ **
نقدینگی	۸	۱۱/۷۸	۰/۰۹۴ **	۱۰/۲۳	۰/۰۷۵ **	۸/۴۳	۰/۰۶۶ **	۱۱/۹۳	۰/۰۸۶ **
زیان شرکت	۹	-۵/۲۹	-۰/۰۵۶ **	-۶/۱۷	-۰/۰۶۷ **	-۹/۳۲	-۰/۰۸۹ **	-۶/۱۷	-۰/۰۶۳ **
ضریب تعیین		۰/۸۹۰۵	۰/۸۷۲۹	۰/۸۷۸۸	۰/۸۷۸۸	۰/۸۳۰۳	۰/۸۳۰۳	۰/۸۳۰۳	۰/۸۳۰۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۶۱۴	۰/۸۳۹۱	۰/۸۴۶۶	۰/۸۴۶۶	۰/۸۰۰۴	۰/۸۰۰۴	۰/۸۰۰۴	۰/۸۰۰۴
آماره F		۳۰/۵ **	۲۵/۸ **	۲۷/۲ **	۲۷/۲ **	۲۷/۷ **	۲۷/۷ **	۲۷/۷ **	۲۷/۷ **
دوربین واتسون		۱/۸۳	۱/۸۹	۱/۹۳	۱/۹۳	۱/۵۳	۱/۵۳	۱/۵۳	۱/۵۳

\*\* سطح معناداری ۱ درصد. \* سطح معناداری ۵ درصد.

جدول (۴) نشان‌دهنده آن است که ریسک سازمانی رابطه معناداری با جریان نقد آزاد شرکت ندارد. پس فرضیه سوم رد می‌شود. این یافته نشان از آن دارد که افزایش ریسک سازمانی به افزایش جریان نقد آزاد منجر نمی‌شود، بلکه افزایش ریسک سازمانی ممکن است به نوسان در میزان جریان نقد آزاد منجر شود. این الگو برای دوره‌ی پنج ساله تکرار شد. نتایج جدول (۴) نشان از پایایی نتایج برای این دوره‌ها دارد.

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه سوم و آزمون‌های دوره‌های پنج‌ساله  
**Table (4) The results of third hypothesis test and five-year tests**

متغیرهای توضیحی	کد متغیر	دوره‌های پنج‌ساله				کل سال‌ها			
		۹۹-۹۵	۹۸-۹۴	۹۷-۹۳	۹۹-۹۳	آماره t	ضریب		
ضریب ثابت		-۱۳/۶۸	-۱/۸۹۲ **	-۱۲/۷۷	-۱/۷۲۳ **	-۹/۳۲	-۱/۲۴۷ **	-۱۳/۹۴	-۱/۵۸۳ **
ریسک سازمانی	۴	-۱/۸۷	-۱/۰۳۳	۰/۲۴	۰/۱۲۷	۰/۸۳	۰/۳۶۲	-۱/۳۳۳	-۰/۶۸۷
اندازه شرکت	۵	۱۵/۶۲	۰/۱۳۶ **	۱۳/۰۶	۰/۱۲۳ **	۱۰/۳۹	۰/۰۹۱ **	۱۶/۲۶	۰/۱۱۵ **
اهرم مالی	۶	-۶/۳۲	-۰/۲۳۵ **	-۴/۴۳	-۰/۱۴۷ **	-۴/۳۹	-۰/۱۴۱ **	-۶/۴۴	-۰/۲۰۳ **
ارزش بازار به ارزش دفتری	۷	۳/۱۱	۰/۰۰۱ **	۲/۱۶	۰/۰۰۱ **	۳/۵۳	۰/۰۰۴ **	۴/۶۱	۰/۰۰۲ **
نقدینگی	۸	۱۱/۷۸	۰/۰۹۴ **	۹/۸۰	۰/۰۷۴ **	۸/۲۵	۰/۰۶۳ **	۱۲/۰۲	۰/۰۸۶ **
زیان شرکت	۹	-۵/۳۵	-۰/۰۵۷ **	-۶/۴۶	-۰/۰۶۸ **	-۸/۸۸	-۰/۰۸۵ **	-۶/۲۱	-۰/۰۶۳ **
ضریب تعیین		۰/۸۹۰۳	۰/۸۷۰۶	۰/۸۷۰۱	۰/۸۷۰۱	۰/۸۳۰۹	۰/۸۳۰۹	۰/۸۳۰۹	۰/۸۳۰۹
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۶۱۱	۰/۸۳۶۱	۰/۸۳۵۵	۰/۸۳۵۵	۰/۸۰۱۱	۰/۸۰۱۱	۰/۸۰۱۱	۰/۸۰۱۱
آماره F		۳۰/۵ **	۲۵/۲ **	۲۵/۱ **	۲۵/۱ **	۲۷/۸۴ **	۲۷/۸۴ **	۲۷/۸۴ **	۲۷/۸۴ **
دوربین واتسون		۱/۸۳	۱/۹۰	۱/۹۱	۱/۹۱	۱/۵۲	۱/۵۲	۱/۵۲	۱/۵۲

\*\* سطح معناداری ۱ درصد. \* سطح معناداری ۵ درصد.

جدول (۵) آزمون اثر تعاملی ریسک سازمانی و قدرت مدیرعامل را با جریان نقد آزاد شرکت ارائه می‌کند؛ همچنین نشان‌دهنده آن است که اثر تعاملی ریسک سازمانی و قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه مثبت و معنادار (۶/۳۰۲) دارد؛ از این رو، فرضیه چهارم پذیرفته می‌شود؛ بنابراین ریسک سازمانی رابطه بین قدرت مدیرعامل را با جریان نقد آزاد شرکت به طور مثبت تعدیل می‌کند. در این الگو، قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد رابطه منفی و معنادار (-۰/۰۴۱) و ریسک سازمانی با جریان نقد آزاد رابطه منفی و معنادار (-۷/۳۹۴) دارد. نتایج الگوهای دوره‌های پنج‌ساله نشان‌دهنده آن است که الگوها پایایی لازم را دارند؛ زیرا ریسک سازمانی رابطه قدرت مدیرعامل را با جریان نقد آزاد تعدیل می‌کند.

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه چهارم و آزمون‌های دوره‌های پنج‌ساله

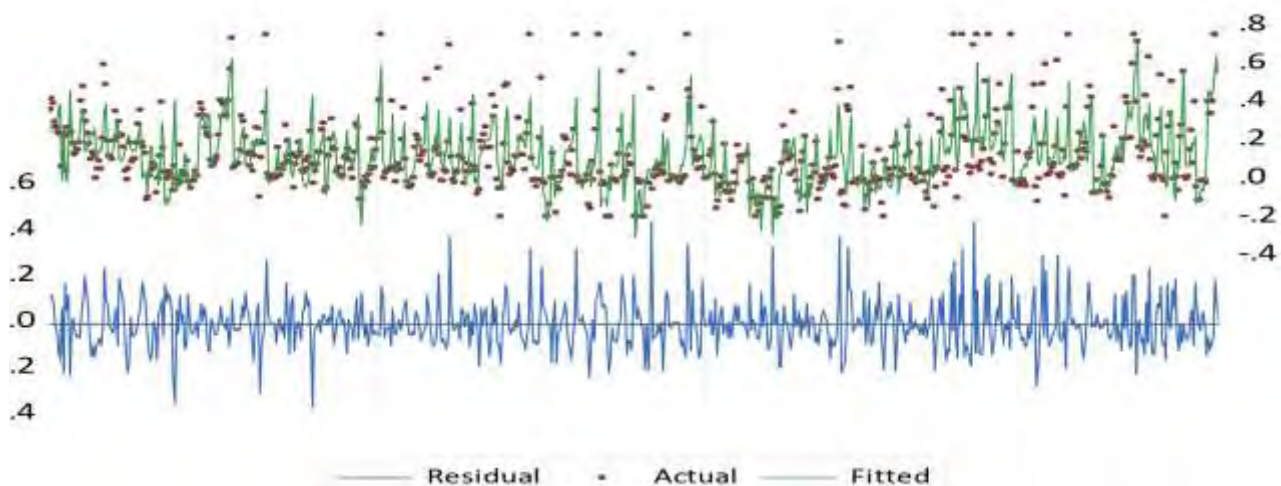
Table (5) The results of fourth hypothesis test and five-year tests

متغیرهای توضیحی	کد متغیر	دوره‌های پنج‌ساله				کل سالها	
		۹۹-۹۵	۹۸-۹۴	۹۷-۹۳	۹۹-۹۳	آماره t	ضریب
ضریب ثابت		-۱/۱۸۶ **	-۱/۴۳	-۲/۶۵	-۰/۲۵۲ **	-۱۱/۴۳	-۱/۱۸۶ **
قدرت مدیرعامل	۲	-۰/۰۴۱ **	-۲/۷۶	۲/۲۳	۰/۰۳۳ *	-۲/۷۶	-۰/۰۴۱ **
ریسک سازمانی	۴	-۷/۳۹۴ **	-۲/۸۳	۱۶/۸۳۹ **	۵/۵۳	۷/۹۸۳	-۱۱/۲۰۱ **
اثر ریسک سازمانی و تعاملی قدرت	۴×۲	۶/۳۰۲ *	۲/۴۳	-۱۶/۹۹۰ **	-۵/۶۵	-۸/۰۸۵ *	۹/۵۳۰ **
اندازه شرکت	۵	۰/۰۹۶ **	۱۴/۹۲	۰/۰۲۹ **	۵/۶۲	۰/۱۰۹ **	۰/۱۳۳ **
اهرم مالی	۶	-۰/۳۲۰ **	-۱۲/۱۰	-۰/۲۸۷ **	-۱۳/۱۹	-۰/۲۶۴ **	-۰/۲۹۲ **
ارزش بازار به ارزش دفتری	۷	۰/۰۰۳ **	۷/۴۳	۰/۰۰۷ **	۶/۰۰	۰/۰۰۲ **	۴/۷۹
نقدینگی	۸	۰/۰۷۱ **	۱۲/۷۶	۰/۰۲۹ **	۷/۳۹	۰/۰۷۲ **	۱۴/۵۲
ضریب تعیین		۰/۸۳۶۴	۰/۹۳۸۳	۰/۹۲۳۲	۰/۸۹۱۸		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۰۷۲	۰/۹۲۱۷	۰/۹۰۲۵	۰/۸۶۲۷		
آماره F		۲۸/۶ **	۵۶/۴ **	۴۴/۶ **	۳۰/۶ **		
دوربین واتسون		۱/۵۷	۱/۹۸	۱/۹۱	۱/۸۷		

\*\* سطح معناداری ۱ درصد. \* سطح معناداری ۵ درصد.

شکل (۳) نشان‌دهنده گراف تغییرات الگوی آزمون فرضیه چهارم است؛ همچنین حاکی از مقایسه مقادیر باقی‌مانده الگوی چهارم و مقادیر برآزش شده آن است که رفتار این دو بسیار نزدیک به هم و مطلوب است!

۱. از آنجایی که نتایج نمودارها برای فرضیه‌های اول، دوم و سوم نزدیک به هم بوده، برای بررسی نقش ریسک سازمانی نتایج تنها نمودارهای نتایج فرضیه‌های چهارم و پنجم آورده شده است.



شکل (۳) گراف الگوی آزمون فرضیه چهارم

Figure (3) Graph of estimated model for fourth hypothesis

جدول (۶) نشان‌دهنده بررسی اثر تعاملی ریسک سازمانی و دانش مالی مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت است؛ همچنین حاکی از آن است که بین اثر تعاملی ریسک سازمانی و دانش مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛ از این رو، فرضیه پنجم تأیید می‌شود؛ بنابراین ریسک سازمانی رابطه منفی بین دانش مدیرعامل را با جریان نقد آزاد شرکت تشدید می‌کند. این یافته مبانی نظری پژوهش را تأیید می‌کند؛ در نتیجه، با افزایش ریسک سازمانی، رابطه منفی بین دانش مالی مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت بیشتر و تکرار الگوها برای دوره‌های پنج‌ساله نیز تأیید می‌شود؛ بنابراین نشان‌دهنده پایایی نتایج الگو است.

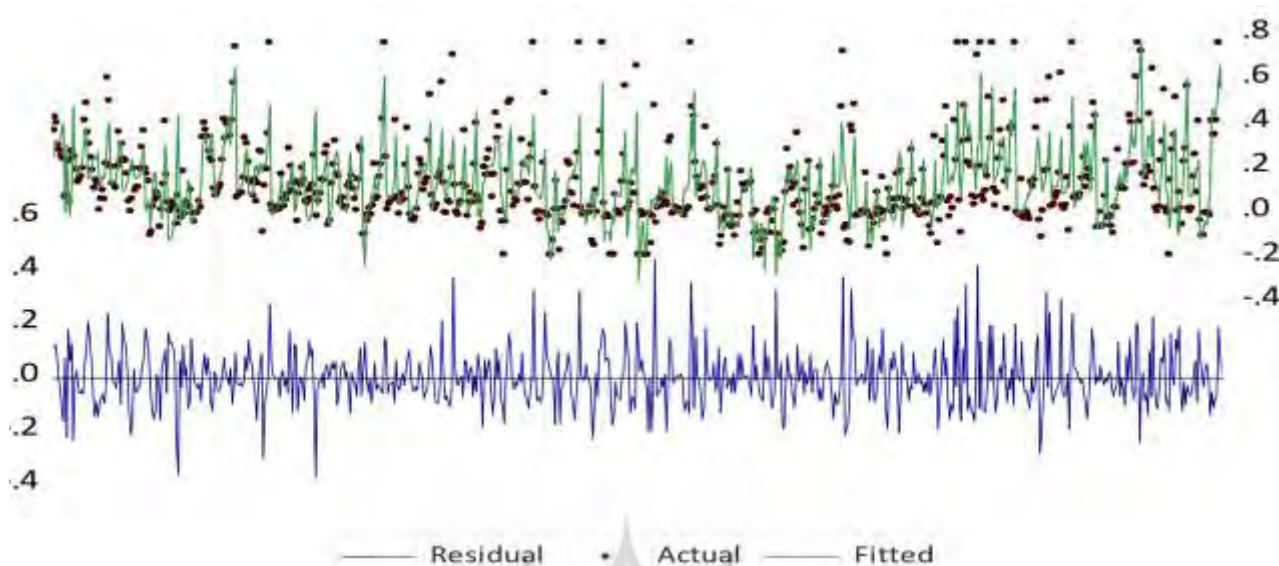
جدول (۶) نتایج آزمون فرضیه پنجم و آزمون‌های دوره‌های پنج‌ساله

Table (6) The result of fifth hypothesis test and five-year tests

متغیرهای توضیحی	کد متغیر	کل سال‌ها				دوره‌های پنج‌ساله			
		۹۹-۹۳		۹۷-۹۳		۹۸-۹۴		۹۹-۹۵	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ضریب ثابت		-۱/۳۰۳ **	-۱۱/۹۷	-۰/۸۰۱ **	-۶/۰۶	-۱/۴۰۲ **	-۱۰/۳۶	-۱/۴۸۳ **	-۱۳/۱۵
دانش مدیرعامل	۳	۰/۰۰۲	۰/۲۱	۰/۰۲۵ **	۲/۶۳	۰/۰۰۴	۰/۶۸	۰/۰۰۳	۰/۳۴
ریسک سازمانی	۴	-۰/۴۱۳	-۰/۷۱	-۰/۹۴۳ *	-۲/۱۸	-۰/۰۱۲	-۰/۰۲	-۲/۰۲۴ **	-۳/۷۲
اثر تعاملی ریسک سازمانی و دانش مدیرعامل	۴×۳	-۱/۸۱۱ *	-۲/۱۰	-۲/۰۲۵ **	-۳/۴۹	-۱/۳۵۳ *	-۱/۸۶	۰/۳۱۶	۰/۳۴
اندازه شرکت	۵	۰/۱۰۱ **	۱۵/۰۹	۰/۰۶۶ **	۷/۸۱	۰/۱۰۵ **	۱۱/۱۶	۰/۱۰۸ **	۱۶/۶۶
اهرم مالی	۶	-۰/۳۰۳ **	-۱۰/۷۴	-۰/۲۷۹ **	-۱۱/۰۸	-۰/۲۴۹ **	-۷/۹۲	-۰/۲۴۷ **	-۷/۹۴
ارزش بازار به ارزش دفتری	۷	۰/۰۰۲ **	۶/۸۱	۰/۰۰۶ **	۴/۵۳	۰/۰۰۲ **	۴/۸۲	۰/۰۰۱ **	۳/۸۲
نقدینگی	۸	۰/۰۷۶ **	۱۲/۴۶	۰/۰۴۷ **	۱۰/۰۳	۰/۰۷۲ **	۱۳/۵۷	۰/۰۹۸ **	۱۱/۴۵
ضریب تعیین		۰/۸۳۲۹		۰/۸۷۴۷		۰/۹۱۹۳		۰/۸۸۲۴	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۰۳۱		۰/۸۴۰۹		۰/۸۹۷۶		۰/۸۵۰۸	
آماره F		۲۷/۹ **		۲۵/۹ **		۴۲/۳ **		۲۷/۸ **	
دوربین واتسون		۱/۵۴		۱/۹۷		۱/۸۹		۱/۸۸	

\*\* سطح معناداری ۱ درصد. \* سطح معناداری ۵ درصد.

شکل (۴) نشان‌دهنده گراف تغییرات الگوی آزمون فرضیه پنجم است و مقادیر باقی‌مانده الگوی آزمون فرضیه پنجم با مقادیر برازش‌شده رفتار مطلوب و شبیه به هم دارد.



شکل (۴) گراف الگوی آزمون فرضیه پنجم

Figure (4) Graph of estimated model for fifth hypothesis

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

امروزه با وجود بازارهای رقابتی، مدیران سازمان‌ها باید تمهیدات لازم را برای کسب مزایای رقابتی از فرصت‌های موجود فراهم کنند. هرچه مدیران قوی‌تر باشند، بهتر کنترل شرکت خود را به دست می‌گیرند و از جریان‌های نقدی به طور مطلوب استفاده می‌کنند. مدیران نقش عمده‌ای در هدایت جریان‌های نقد آزاد و تعیین استراتژی شرکت دارند. پژوهش‌های اخیر نشان‌دهنده آن است که مهارت‌های مدیران از جمله قدرت، تجربه و دانش مالی آنها تأثیر عمده‌ای بر مدیریت جریان‌های نقدی مازاد و سرمایه‌گذاری کارا دارد. در این راستا، در پژوهش حاضر نقش ریسک سازمانی بر رابطه بین مهارت‌های مدیرعامل و جریان‌های نقد آزاد شرکت، به عنوان یکی از این پیامدهای اقتصادی بررسی شده است. با تحلیل اطلاعات مربوط به ۱۰۲ شرکت طی ۷ سال (۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹) و تکرار الگوها طی دوره‌های پنج ساله، نتایج نشان‌دهنده آن است که: (۱) قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه غیر معنادار دارد؛ از این رو، عضو هیئت‌مدیره بودن مدیرعامل تأثیری بر جریان نقد آزاد شرکت ندارد و بزرگ اصل و رو ستا (2019) نیز به همین نتیجه رسیده‌اند. در ایران مدیران، نماینده و حافظ منافع سهامداران عمده شرکت هستند و تلاش می‌کنند، منافع آنها را در تصمیمات خود تأمین کنند؛ بنابراین افزایش یا کاهش در جریان نقد آزاد شرکت، رابطه مشخصی با قدرت مدیرعامل ندارد یا آنها از قدرت خود برای کنترل جریان نقد آزاد شرکت استفاده نمی‌کنند؛ (۲) بین دانش مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه معنادار وجود ندارد. پژوهش‌های قبلی نشان‌دهنده آن است که هرچه دانش مالی مدیرعامل بیشتر باشد، مدیریت جریان نقد مازاد به سطح مطلوب نزدیک می‌شود و جریان نقد آزاد شرکت کاهش می‌یابد؛ از این رو، کارایی سرمایه‌گذاری و بازده شرکت افزایش می‌یابد. این یافته نشان‌دهنده آن است که در ایران، عوامل دیگری بر جریان نقد آزاد شرکت اثرگذار است. از سوی دیگر، مدیران از قدرت خود برای پیشبرد اهداف و انگیزه‌های شخصی استفاده می‌کنند؛ (۳) ریسک سازمانی رابطه غیر معنادار با جریان نقد آزاد شرکت دارد. اگرچه براساس مبانی نظری، با افزایش ریسک سازمانی، جریان نقد آزاد نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین چنانچه مدیریت ریسک سازمانی به طور مطلوب انجام شود، میزان جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد. در این پژوهش رابطه مستقیم بین ریسک سازمانی و جریان نقد آزاد یافت نشد؛ زیرا وجوه نقد



حاصل از فروش صرف اهداف و برنامه‌های مختلفی می‌شود و متغیرهای میانجی در این رابطه مؤثر است. (۴) اثر تعاملی ریسک‌سازمانی و قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد؛ بنابراین ریسک‌سازمانی در رابطه بین قدرت مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت اثر تعدیلی مثبت دارد. انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران برای تأمین منافع شخصی خودشان موجب افزایش ریسک شرکت می‌شود. آنها در این شرایط برای افزایش جریان نقد آزاد انگیزه زیادی دارند؛ بنابراین با وجود ریسک‌سازمانی مدیران قدرتمند، جریان نقد آزاد بیشتری نگه‌داری می‌کنند. (۵) بین اثر تعاملی ریسک‌سازمانی و دانش مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛ بنابراین ریسک‌سازمانی اثر تعدیلی منفی بر رابطه بین دانش مدیرعامل با جریان نقد آزاد شرکت دارد؛ از این رو، ریسک‌سازمانی رابطه دانش مالی مدیرعامل را با جریان نقد آزاد شرکت تضعیف می‌کند. ریسک‌سازمانی موجب کاهش قدرت مدیرعامل می‌شود (Ojeka, et al., 2019). به طوری که مدیران عامل از دانش خود در راستای دستیابی به اهداف سازمانی استفاده نکنند. از سوی دیگر، برای کاهش اثر مخاطرات پیش روی شرکت، آنها وجوه نقد مازاد بیشتری نگه‌داری می‌کنند.

بنا به استدلال گویزانی (2018)، مدیران قدرتمند برای تأمین سلاقی و حفظ منافع خود، وجوه نقد مازاد بیشتری نگه می‌دارند؛ از این رو، مدیران قدرتمند جریان نقد آزاد بیشتری در شرکت ایجاد می‌کنند که خلاف شواهد این پژوهش است. مدیران عامل با نقش دوگانه در ایران اغلب نماینده سرمایه‌گذاران با مالکیت عمده هستند. آنها در راستای منافع سرمایه‌گذار متبوع خودشان عمل می‌کنند. مدیران عامل از قدرت خود برای تعیین سیاست‌های پرداخت شرکت و جریان‌های نقدی خروجی استفاده می‌کنند تا منافع خودشان را تأمین کنند (Tian & Yang, 2014). برخلاف یافته‌های این پژوهش، که هیچ رابطه‌ای بین دانش مالی مدیران عامل و جریان نقد آزاد شرکت یافت نشد، کاستودیو و متزگر (2014) متوجه شدند، شرکت‌هایی که مدیران عامل با دانش مالی استخدام می‌کنند، مبلغ نقدی کمتر و جریان نقد آزاد کمتری نگه می‌دارند. این شرکت‌ها، دسترسی بهتری به بازارهای سرمایه و حساسیت کمتری نسبت به شوک‌های جریان نقدی دارند. در مقابل، ماتسونوگا و همکاران (2013) نشان دادند که شرکت‌های با جریان‌های نقدی خروجی بیشتر، با کمبود وجوه نقد مواجه هستند و سابقه گزارش محافظه‌کارانه دارند.

با توجه به نتایج پژوهش، ریسک‌سازمانی، قدرت و دانش مالی مدیران عامل از عوامل مؤثر بر جریان نقد آزاد شرکت هستند. توصیه می‌شود، فعالان بازار سرمایه، سهامداران، مالکان نهادی و دولتی به ویژگی‌های حرفه‌ای مدیران و شرایط محیطی (از جمله، ریسک‌سازمانی) توجه کنند تا زمینه ایجاد راهبری شرکتی مطلوب، کاهش نبود تقارن اطلاعاتی، کاهش مخاطرات ناکارایی، کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری یا کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری فراهم شود؛ بنابراین مشارکت‌کنندگان در بازارهای اقتصاد ایران به ویژگی‌های مدیران و ریسک‌سازمانی و استراتژی‌های شرکت برای اداره جریان‌های نقدی آزاد باید توجه کنند. طی دوره مورد مطالعه تغییرات اساسی در بازار سرمایه و جامعه اقتصادی رخ داده از قبیل تحریم‌های اقتصادی و شیوع بیماری همه‌گیر COVID-19 که بر نتایج این مطالعه اثرگذار است، پیشنهاد می‌شود، تأثیر این پدیده‌ها در دوره‌های قابل تفکیک و شیوع بحران‌های همه‌گیر در اقتصاد ایران بر جریان نقد آزاد شرکت بررسی شود.

این پژوهش با محدودیت‌هایی نیز مواجه بوده است. جامعه آماری این پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه است؛ بنابراین تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام شود. تعداد متغیرهای مزاحم که ممکن است روابط بین متغیرها را تحت تأثیر قرار دهد، عبارت است از: عوامل کلان اقتصادی نظیر نرخ تورم، نرخ بهره و بی‌ثباتی سیاسی و اقتصادی ایران که بر سرمایه‌گذاری‌ها و معاملات بورس تأثیر فراوان دارد. البته این پدیده‌ها در اغلب مطالعات در حوزه علوم انسانی مطرح است.

## منابع و مآخذ

- بزرگ اصل، موسی. و روستا، منوچهر. (۱۳۹۸). توانمندی مدیران و ارزش نهایی وجه نقد. *پیشرفت‌های حسابداری* ۱۱(۱): ۱۰۲-۶۹.
- جهانشاد، آریتا. و علم اهرم، مهشید. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و نسبت Q توپین با طرح‌های پاداش مدیران. *دانش سرمایه‌گذاری* ۲(۷): ۱۹۲-۱۶۷.
- حاجی ابراهیمی، مریم. و اسکندر، هدی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت. *پژوهش‌های تجربی حسابداری* ۱۹(۱)، ۳۶۵-۳۴۰.
- رحیمی، علیرضا. و فروغی، عارف. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مکانیزم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری* ۱۱(۲)، ۱۵۱-۸۲.
- صیادی، محمد. دستگیر، محسن. و علی احمدی، سعید. (۱۳۹۸). مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت (ERM) بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری. *راهبرد مدیریت مالی* ۷(۱): ۳۸-۱.
- عدلی زاده، جواد. پوراحتشام، محمدرضا. و قاسمی، قاسم. (۱۳۹۷). جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت، چهارمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، کارآفرینی و توسعه اقتصادی، تاکستان.
- عسگرنژاد نوری، باقر. و امکانی، پریسا. (۱۳۹۶). تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش واسطه‌ای سرمایه‌گذاری فکری و اهرم مالی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۵(۲)، ۱۱۲-۹۳.
- قربانی نسب، فاطمه. و خان‌محمدی، محمدحامد. (۱۳۹۷). تبیین تأثیر مازاد جریان نقد آزاد، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر توانایی پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی. *دانش سرمایه‌گذاری* ۷(۲۵)، ۲۰۲-۱۸۹.

## References

- Adelizadeh, J., Poorehtesham, M. R. & Ghasemi, G. (2018). Free cash flow and company performance, *Fourth International Conference on Management, Entrepreneurship and Economic Development*, Takestan. (in Persian)
- Agyei-Mensah, B. K. (2021). The impact of board characteristics on corporate investment decisions: An empirical study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 569-586. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0125>
- Anderson, D. R. (2006). The critical importance of sustainability risk management. *Risk Management*, 53(4), 66-72.
- Asgarnezhadnouri, B., & Emkani, P. (2017). The effect of risk management on financial performance of the companies listed in Tehran Stock Exchange: The mediating role of intellectual capital and financial leverage. *Journal of Asset Management and Financing*, 5(2), 93-112. <https://doi.org/10.22108/amf.2017.21575> (in Persian)
- Bebchuk, L. A., Cremers, K. M., & Peyer, U. C. (2011). The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 199-221.
- Bozorgasl, M., & Roosta, M. (2019). Managerial ability and marginal value of cash (Evidence from Tehran Stock Exchange). *Journal of Accounting Advances*, 11(1), 69-102. [10.22099/JAA.2019.30575.1744](https://doi.org/10.22099/JAA.2019.30575.1744) (in Persian)
- Camelo-Ordaz, C., Hernández-Lara, A. B. & Valle-Cabrera, R. (2005). The relationship between top management teams and innovative capacity in companies. *Journal of Management Development*, 24(8), 683-705. <https://doi.org/10.1108/02621710510613726>
- Custodio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003>
- Ghanizadeh, B., Dastgir, M., & Soroushyar, A. (2022). The effect of CEOs' financial knowledge on unsystematic risk, considering the moderating effect of managerial ability. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(3), 55-71. [10.22067/IJAAF.2022.42034](https://doi.org/10.22067/IJAAF.2022.42034)
- Ghorbaninasab, F., & Khanmohammadi, M. H. (2018). The effect of surplus free cash flow, corporate governance and firm size on earnings predictability. *Journal of Investment Knowledge*, 7(25), 189-202. (in Persian)
- Guizani, M. (2018). The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(4), 748-770. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0011>
- Hajiebrahimi, M., & Eskandar, H. (2019). Managerial overconfidence effects on risk-taking and performance. *Empirical Research in Accounting*, 9(1), 340-365. [10.22051/JERA.2018.17046.1770](https://doi.org/10.22051/JERA.2018.17046.1770) (in Persian)

- Jahanshad, A., & Alamahrami, M. (2013). Investigation the reoatiø between free cash flows and Tobin's Q ratio with management compensation plans in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 2(7), 167-192. (in Persian)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, F., Zhu, B., & Huang, J. (2013). CEO's financial experience and earnings management. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 134-145. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.005>
- Jiang, X. (2016). Over-Investment of Free Cash ooow during CEO's Tenure. *Technology and Investment*, 7(3), 51-58. [10.4236/ti.2016.73007](https://doi.org/10.4236/ti.2016.73007).
- Kokobe S. A., & Gemechu, D. (2016). Risk management techniques and financial performance of insurance companies. *International Journal of Accounting Research* 4(1), 1-5.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04390.x>
- Massoud, N., Ullah, S., & Scholnick, B. (2016). Does it help firms to secretly pay for stock promoters? *Journal of Financial Stability*, 26, 45-61. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.08.002>
- Matsunaga, S. R., Wang, S., & Yeung, P. E. (2013). oo es appointing a former COOas CEO influence a firm's accounting policies?. Available at SSRN 2206523. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2206523>
- Ojeka, S. A., Adegboye, A., Adegboye, K., Alabi, O., Afolabi, M., & Iyoha, F. (2019). Chief financial officer roles and enterprise risk management: An empirical based study. *Heliyon*, 5(6), e01934. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e01934>
- Rahimi, A., & Forughi, A. (2019). Control mechanisms, CEO power and firm value. *Journal of Accounting Advances*, 11(2), 151-182. [10.22099/JAA.2019.32078.1810](https://doi.org/10.22099/JAA.2019.32078.1810) (in Persian)
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Sayyadi, M., Dastgir, M., & Aliahmdi, S. (2019). Study on enterprise risk management (ERM) effect on managerial ability in order to increasing investment efficiency. *Financial Management Strategy*, 7(1), 1-38. [10.22051/JFM.2018.20848.1700](https://doi.org/10.22051/JFM.2018.20848.1700) (in Persian)
- Tahir, I. M., & Razali, A. R. (2011). The relationship between enterprise risk management (ERM) and firm value: Evidence from Malaysian public listed companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 32-41.
- Tian, G. Y., & Yang, F. (2014). CEO incentive compensation in US financial institutions. *International Review of Financial Analysis*, 34, 64-75. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.05.008>



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی