

بررسی تاثیر تخصص مالی مدیرعامل بر عملکرد مالی و کارایی سرمایه گذاری

حسین کاویان

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران.
hosein_kavian@yahoo.com

دکتر علی آقاجانی

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول).
aliaghajani60@yahoo.com

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی تاثیر تخصص مالی مدیرعامل بر عملکرد مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. با افزایش تخصص مالی مدیرعامل، انتظار می‌رود که توانایی مدیرعامل در تحلیل و تصمیم‌گیری‌های مالی بهبود یابد که می‌تواند منجر به افزایش عملکرد مالی و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شود. ماهیت پژوهش حاضر از نوع کمی و در گروه پژوهش‌های اثبات‌گرایی است؛ زیرا مفاهیم مورد بررسی به شکل عینی در دنیای خارجی وجود دارد و پژوهشگر و واقعیت موضوع، استقلال کاملی نسبت به هم دارند. از آنجا که روش این پژوهش مبتنی بر تشریح ارتباطات واقعی بین داده‌های موجود است (توصیف آنچه هست). که در قالب مدل ارائه می‌شود، پژوهش در حیطه پژوهش‌های توصیفی به‌شمار می‌آید. در این پژوهش به‌منظور بررسی و تحلیل فرضیه‌ها، داده‌های مربوط به ۱۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ استخراج و از مدل‌های رگرسیونی داده‌های ترکیبی با رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و نرم افزار استاتا نسخه ۱۷ برای آزمون فرضیه‌ها و از مدل بیدل (۲۰۰۹)، برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده است. همچنین عملکرد مالی از طریق بازده دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. تخصص مالی مدیرعامل به طور قابل توجهی منجر به افزایش بازده دارایی‌ها و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود. این نتایج با مبانی نظری موجود در حوزه مالی تطابق دارد، که بر اهمیت دانش و تخصص مالی مدیران در ارتقاء عملکرد مالی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأکید دارد. به طور کلی، می‌توان نتیجه گرفت که تخصص مالی مدیرعامل نه تنها به تصمیم‌گیری‌های مالی مؤثرتر منجر می‌شود، بلکه می‌تواند بهبود کلی در عملکرد مالی و استفاده بهینه از منابع سرمایه‌ای را به دنبال داشته باشد.

واژگان کلیدی: تخصص مالی مدیرعامل، عملکرد مالی، کارایی سرمایه‌گذاری.

مقدمه

در شرکت‌های مدرن، که در آن جدایی بین مالکان و مدیران وجود دارد، به نظر می‌رسد تخصص مالی مدیران برای مدیریت منابعی که به آنها سپرده شده است، موضوع مهمی باشد. برای انجام این وظیفه مهم، شرکت‌ها باید اعضای هیئت مدیره، از جمله مدیر اجرایی (مدیرعامل) متخصص و دارای توانایی بالاتر را استخدام کنند. از آنجایی که شناسایی و اندازه‌گیری چنین قابلیت‌هایی دشوار و پرهزینه است، ممکن است در استخدام اعضای هیئت مدیره اقدامات قابل مشاهده و

عینی مانند صلاحیت آموزشی لازم باشد. گوتسمن و موری^۱ (۲۰۰۶)، بیان می‌کنند که صلاحیت تحصیلی ممکن است نماینده‌ای برای هوش باشد، جایی که انتظار می‌رود مدیران باهوش‌تر از هم‌تایان خود بهتر باشند. از سوی دیگر، توجه به این نکته نیز حائز اهمیت است که مهارت‌های مدیریتی برتر همیشه از سطح بالایی از مدرک تحصیلی به دست نمی‌آید. ویژگی‌های غیرقابل مشاهده، مانند مهارت‌های رهبری و کارآفرینی نیز ممکن است نقش مهمی ایفا کنند. در اکثر مواقع مشاهده می‌شود که شرکت‌های دارای عملکرد بهتر، توسط افرادی که تحصیلات بالایی ندارند، مدیریت می‌شوند (اندوه و همکاران^۲، ۲۰۲۲).

تخصص مالی مدیران عامل، همان تحصیلات مرتبط با رشته‌های مالی از جمله حسابداری، مدیریت و اقتصاد باشد؛ و مدیران عاملی که در این رشته‌ها تحصیل کرده باشند، دارای توان تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی، آشنایی با استانداردها و سیاست‌های حسابداری جهت نظارت بهتر بر افشای اطلاعات مالی بوده و از فرض احتیاط در حسابداری پیروی می‌نمایند. مدیران عامل با دانش مالی، توجه زیادی به قسمت‌هایی مانند حسابداری و حسابرسی داخلی داشته و نظارت دقیقی در انجام این وظایف محوله دارند. مدیران عامل دارای پیش‌زمینه مالی، مدیریت بهتری بر سیستم حسابداری شرکت داشته و ریسک اشتباهات را در سیستم کاهش داده و در نهایت، شفافیت گزارشگری مالی و عملکرد مالی شرکت را افزایش می‌دهد (الزبان^۳، ۲۰۲۱).

در ادبیات مربوط به مدیریت شرکت، محققان تلاش کرده‌اند تا بررسی کنند که آیا سوابق و تخصص‌های تحصیلی مدیر عامل و مدیران ارشد بر رفتار مدیریتی تأثیر می‌گذارد یا خیر؟ به عنوان مثال، بانتل و جکسون^۴ (۱۹۸۹)، و ویرسما و بانتل^۵ (۱۹۹۲)، پیشنهاد می‌کنند که مدیران عامل با تحصیلات عالی بهتر می‌توانند اطلاعات را پردازش کنند و تغییرات قابل توجهی را در شرکت بپذیرند. با توجه به مخارج تحقیق و توسعه شرکت، تعدادی از مطالعات شواهدی را ارائه می‌دهند که مدیران عامل دارای مدرک تحصیلی در زمینه‌های احتمالاً منابع بیشتری را برای تأمین مالی فعالیت‌های تحقیق و توسعه اختصاص می‌دهند (فینکلشتاین و همبریک^۶، ۱۹۹۶؛ بارکر و مولر^۷، ۲۰۰۲).

علاوه بر این گراهام و هاروی^۸ (۲۰۰۲)، پیشنهاد می‌کنند که مدیران ارشد مالی دارای مدرک کارشناسی ارشد حسابداری یا مدیریت بازرگانی به احتمال زیاد از توصیه‌های دانشگاهی پیروی می‌کنند و از تکنیک‌های ارزش فعلی در ارزیابی پروژه‌های جدید استفاده کنند، که باعث افزایش عملکرد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود.

تخصص مالی مدیر عامل منجر به تولید گزارش‌های مالی با کیفیت بالا و سودمند می‌شود. همانطور که توسط لیپتون و هرزبرگ^۹ (۲۰۰۶)، توضیح داده شد چنین تخصص برای اعضای هیئت مدیره در انجام تعهداتشان مانند نظارت بر شرکت و نظارت بر عملکرد مدیریت ارشد بسیار مهم است. باگات و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۰)، دریافته‌اند که مدیران و مدیران عامل دارای

¹ Gottesman and Morey

² Andoh et al

³ Alzeban

⁴ Bantel and Jackson

⁵ Wiersema and Bantel

⁶ Finkelstein and Hambrick

⁷ Barker and Mueller

⁸ Graham. and Harvey

⁹ Lipton and Herzberg

¹⁰ Bhagat et al

مدیر حسابداری و مدیریت به طور قابل توجهی بهتر از کسانی که چنین مدرکی ندارند عمل می کنند. کریستی و همکاران^۱ (۲۰۱۰)، نشان می دهد که نسبت اعضای هیئت مدیره دارای مدرک مالی با ریسک بازار سهام در استرالیا ارتباط منفی دارد. به طور کلی، پیش بینی می شود که مدارک مالی، مهارتهای مالی را برای اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل فراهم می کند که به آنها کمک می کند تا مشاغل خود را به انجام برسانند و در نتیجه عملکرد شرکت می تواند افزایش یابد.

علت استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته در پژوهش حاضر، پویایی های شاخص کارایی سرمایه گذاری و عملکرد مالی و مزایای این روش نسبت به سایر روشهای اقتصاد سنجی است. در واقع بسیاری از روابط مالی، ذاتاً دارای ماهیت تغییر پذیر و پویا هستند. در این پویایی متغیرهایی هستند که به تغییرات سال های گذشته خود شدیداً وابسته اند و بیشتر تغییرات آن ها از طریق وقفه هایشان توضیح داده می شود (منجذب و نصرتی، ۱۳۹۷). در واقع یکی از مزایای پانل پویا این است که به محقق اجازه می دهد که به صورت بهتری، پویایی های تعدیلی را تحلیل کند. این روابط پویا با حضور متغیر وابسته با وقفه در طرف راست معادله و در جزو رگرورها مشخص میشود که یکی از این روش هایی که این پویایی ها را در مدل لحاظ می کند، روش گشتاورهای تعمیم یافته می باشد (مهرگان و اشرف زاده، ۱۳۹۵).

به طور کلی، بررسی اینکه آیا صلاحیت های آموزشی مدیرعامل بر عملکرد و کارایی سرمایه گذاری شرکت تأثیر می گذارد یا خیر، مهم تلقی می شود. متأسفانه، چنین مطالعات تجربی در ادبیات نسبتاً کمیاب هستند و دارای نتایج متناقضی هستند. با توجه به مطالب بیان شده پژوهش حاضر به دنبال بررسی تأثیر تخصص مالی مدیر عامل بر عملکرد مالی کارایی سرمایه گذاری می باشد.

چارچوب نظری

مدیران عامل با دانش مالی، توجه زیادی به قسمت هایی مانند حسابداری و حسابرسی داخلی داشته و نظارت دقیقی در انجام این وظایف محوله دارند. احتمال اینکه این مدیران نقش افشاء مالی را در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت ها و سرمایه گذاران درک کنند، بیشتر است. مدیران عامل دارای پیش زمینه مالی، مدیریت بهتری بر سیستم حسابداری شرکت داشته و این مورد، ریسک اشتباهات را در سیستم کاهش داده و در نهایت شفافیت گزارشگری مالی شرکت را افزایش می دهد. انتخاب های استراتژیک مدیر عامل به عنوان قدرتمندترین مقام شرکت بر اساس برداشت های او که خود تابعی از تجارب و شخصیت او است، می باشد. تئوری رده بالا نشان می دهد که پیش زمینه مدیران اجرایی، گرایشاتشان را در زندگی تعیین می کند و این گرایش می تواند انتخاب های استراتژیک آن ها را تشکیل دهد (طاهری و همکاران، ۱۳۹۷).

به عنوان مثال بارکر و مولر در سال ۲۰۰۲ اثبات کردند که هزینه های تحقیق و توسعه در شرکت هایی که مدیران عامل آن سابقه کاری تحقیق و توسعه دارند بیشتر است. همچنین کویونکو و همکاران در سال ۲۰۱۰ دریافتند که مدیران عامل دارای پیش زمینه بازاریابی، بهتر از همتایان خود قادر به مدیریت سیاست های بازاریابی هستند. از این رو انتظار می رود که مدیران عامل دارای پیش زمینه مالی، مدیریت بهتری بر سیستم حسابداری شرکت داشته و این ریسک اشتباهات در این سیستم را کاهش داده و این در نهایت کیفیت گزارشگری مالی شرکت را افزایش می دهد که منجر به بهبود عملکرد مالی و

¹ Christy et al

کارایی سرمایه گذاری می شود؛ تمام این مطالعات نشان می دهند که سابقه اجرایی مدیران عامل تصمیمات و نحوه اداره شرکت را به شدت تحت تأثیر قرار می دهد و آنها را در حل مشکلات مربوطه در زمینه های اجرایی توانمندتر می کند. مطابق با ادبیات مدیریت راهبردی مدیران عامل ترجیحات و تمایلات خود را در سازمان پیاده می کنند و به رخدادهایی که همسو با این ترجیحات و تمایلات هستند توجه بیشتری دارند. این نظریه نشان می دهد که مدیران عامل با دانش مالی، توجه زیادی به قسمت هایی مانند حسابداری و حسابرسی داخلی داشته و نظارت دقیقی در انجام این وظایف محوله دارند، این نظارت ممکن است روش های خلاف اصول حسابداری به کار گرفته شده توسط دیگر مدیران را نیز کشف کند؛ همچنین به نظر می رسد شرکت های دارای مدیران با دانش و تجربه مالی به علت آشنایی با استانداردهای حسابداری نسبت به سایر شرکت ها صورت های مالی با کیفیت تری داشته باشند. پژوهش های پیشین بیان می کنند که دانش مالی توانایی مدیران عامل را در مواجهه با موضوعات پیچیده حسابداری افزایش داده و درصد خطاهای ارتكابی برآورد و قضاوت اشتباه را کاهش می دهد. این توانایی زمان آماده سازی مدارک حسابداری صاحبکار را کمتر و زمان مورد نیاز برای انجام حسابرسی را کاهش می دهد، زیرا تقلب و خطاها کاهش می یابد. همچنین شرکت های اداره شده توسط مدیر عاملان با دانش مالی، از سیاستهای مالی برتر کاهش تحریفات عمده و افزایش سودآوری و کارایی سرمایه گذاری بالاتر بهره می برند (طاهری و همکاران، ۱۳۹۷).

بر اساس یافته های پژوهشگران دانش مالی مدیر عاملان موجب کاهش ریسک عملکرد ضعیف شرکت و ریسک عدم موفقیت آن و در نتیجه کاهش ریسک تجاری صاحبکار می شود و ثانیاً دانش مالی مدیر عاملان با ارتقای شفافیت گزارشگری مالی مرتبط است و این امر موجب کاهش گزارشگری مالی نادرست می شود؛ بنابراین مدیر عاملاتی که تجربه مالی دارند در مقایسه با همتایان نشان که تجربه مالی ندارند، نکات دقیق تری در راهنمایی سود به تحلیلگران ارائه می دهند و احتمال اینکه سودها را دستکاری کنند، کمتر است. علاوه بر این، احتمال اینکه این مدیران نقش افشاء مالی را در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت ها و سرمایه گذاران و کمک به شرکت کنندگان در بازار برای ارزیابی ارزش شرکت درک کنند، بیشتر است. نتایج جیانگ و همکاران در سال ۲۰۱۳ نشان داد مدیران عامل دارای دانش مالی سودهای دقیقتری را نسبت به همتایان خود منتشر کرده و در ارائه گزارشگری مالی با شفافیت بالاتر، مصمم تر هستند.

پیشینه تجربی

در این بخش در سه سطح پیشینه داخلی و خارجی ارائه شده است. سطح اول شامل پژوهش هایی است که در آن ها متغیر وابسته عملکرد مالی است. سطح دوم پژوهش هایی که در آن متغیر وابسته کارایی سرمایه گذاری است. سطح سوم پژوهش هایی است که در آن ها متغیر مستقل، تخصص مالی مدیرعامل یا هیئت مدیره باشد، هست.

سطح اول: پژوهش هایی که متغیر وابسته آن ها عملکرد مالی است.

شاه نظری و شریفی (۱۴۰۲)، تأثیر سرمایه عملیاتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. بدین منظور، اطلاعات مورد نیاز از ۱۳۵ شرکت غیر مالی در بین سالهای ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ جمع آوری نمودند. عملکرد مالی با استفاده از نسبت بازده حقوق صاحبان سرمایه برآورد شده است. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه عملیاتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد.

احمدی و مرادی (۱۴۰۲)، تاثیر قابلیت های فناوری اطلاعات بر عملکرد مالی از طریق نوآوری خدمات (مورد مطالعه: شرکت های ارائه دهنده خدمات اینترنتی) را بررسی نمودند. در این پژوهش، حداقل حجم نمونه مورد نیاز با توجه به فرمول کوکران برابر ۱۹۷ نفر بود. ابزار گردآوری داده ها در این پژوهش پرسشنامه های استاندارد بوده که پایایی آن قبل از توزیع با استفاده از شاخص آلفای کرونباخ مورد تایید قرار گرفته است. داده های گردآوری شده از طریق نرم افزار spss و Smart-PLS مورد تحلیل قرار گرفتند و با کمک مدلسازی معادلات ساختاری فرضیه های تحقیق بررسی شدند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که نوآوری بنیادی و تدریجی بر عملکرد مالی تاثیر مثبت دارد. اکتشاف فناوری اطلاعات و بهره برداری از فناوری اطلاعات بر نوآوری بنیادی و تدریجی تاثیر مثبت و معنی دار دارد.

فتحی و ابوطالبی (۱۴۰۱)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت ها با استفاده از روش فراتحلیل را بررسی نمودند. به دلیل وجود سه متغیر واسطه‌ای، سه فرضیه در مورد تاثیر حاکمیت شرکتی بر متغیرهای مذکور و سه فرضیه در مورد تاثیر متغیرهای واسطه‌ای بر عملکرد مالی و یک فرضیه در مورد تاثیر مستقیم حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی طراحی و ۶۴ مقاله شامل مجموعاً ۲۶۰ اندازه اثر (از نوع t) که تاریخ انتشار آنها بین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۹ بوده را فراتحلیل کردند. برای محاسبه اندازه اثر در مورد طبقاتی که اندازه اثر در آن واگرا بوده است از روش اثرات تصادفی و برای طبقات با اندازه اثر همگرا، از روش اثرات ثابت استفاده نمودند. بر اساس نتایج به دست آمده حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی، ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری تاثیر دارد. ضمناً هر سه متغیر ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی تاثیر دارد.

کومار و همکاران^۱ (۲۰۲۴)، در مقاله ای با عنوان بررسی تأثیر کارایی سرمایه در گردش بر عملکرد مالی ترکیبی شرکت: شواهدی از هند را مورد مطالعه قرار دادند. نمونه ایشان، شامل ۷۹۶ شرکت غیر مالی فهرست شده از ۲۰۱۵-۲۰۱۶ تا ۲۰۲۱-۲۰۲۲ بوده است. یافته نشان می دهد که کارایی سرمایه در گردش شرکت ها به عملکرد مالی برتر بر مبنای معیار ترکیبی عملکرد مالی، منجر می شود.

احمد و همکاران^۲ (۲۰۲۴)، نقش تعدیل کننده تنوع جنسیتی هیئت مدیره در رابطه بین ویژگی های کمیته حسابرسی و عملکرد مالی: شواهدی از مصر را بررسی کردند. ایشان نمونه‌ای از بانک‌های مصری در دوره بین سال‌های ۲۰۱۸ و ۲۰۲۲ را مورد آزمون قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که اندازه کمیته حسابرسی اثر منفی و ناچیز به ترتیب بر بازده دارایی ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که تنوع جنسیتی کمیته حسابرسی به ترتیب تأثیر مثبت معناداری بر ROA و ROE دارد. در خصوص فعالیت کمیته حسابرسی، تعداد جلسات هیئت مدیره به ترتیب تأثیر منفی و ناچیز بر ROA و ROE دارد. با توجه به تنوع جنسیتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده، به طور کلی تنوع جنسیتی بر رابطه بین ویژگی های کمیته حسابرسی و عملکرد مالی تأثیر مثبت دارد.

آگون و ترک اوغلو^۳ (۲۰۲۳)، سرمایه فکری و عملکرد شرکت های بورسی در طول بحران مالی جهانی را مورد مطالعه قرار دادند. این پژوهش از ۶۸۳ شرکت اروپایی در یک بازه ۱۰ ساله به عنوان نمونه آماری استفاده کرده است. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که بین سرمایه فکری و عملکرد شرکت با بازده دارایی‌ها قبل از بحران مالی رابطه مثبت وجود دارد، در حالی که عملکرد شرکت با بازده حقوق صاحبان سهام به سرمایه فکری قبل و بعد از دوره بحران کمکی نمی‌کند.

¹ Kumar et al

² Ahmed et al

³ Akgün and Türkoğlu

سطح دوم: پژوهش‌هایی که متغیر وابسته آن‌ها کارایی سرمایه‌گذاری است.

عباسی (۱۴۰۲)، تاثیر کیفیت کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی نمود. بدین منظور از اطلاعات ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که به صورت هدفمند انتخاب گردیده بودند، در یک دوره زمانی ۸ ساله در بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ استفاده شده است. نتایج پژوهش موید تاثیر مثبت و معنادار کیفیت کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی بوده است.

ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۲)، سرمایه اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بررسی نمودند. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری بر اساس اطلاعات ۸۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۱ انجام شده است. یافته‌های فرضیه پژوهش حاکی از آن است که سرمایه اجتماعی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌گردد.

شیبوریان و همکاران (۱۴۰۲)، پژوهش ایشان به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی، اجتناب مالیاتی، سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۴۰۰ (شرکت ۱۲۲) پرداخته است. نتایج حاصل از فرضیه نشان داد: کیفیت گزارشگری مالی، اجتناب مالیاتی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مستقیم دارد.

جین و همکاران^۱ (۲۰۲۳)، سطح تحصیلات کارکنان و کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی را مورد مطالعه قرار دادند. در این مطالعه، نویسندگان ارتباط بین سطح تحصیلات کارکنان و کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی را با استفاده از داده‌های نمونه‌ای از شرکت‌های فهرست شده چینی طی دوره ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۸ بررسی نمودند. یافته‌ها شواهد قانع‌کننده‌ای ارائه می‌دهند که سطوح بالاتر تحصیلات تاثیر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که رابطه بین آموزش و کارایی سرمایه‌گذاری تحت تاثیر ماهیت کسب‌وکار و محیط رقابتی شرکت‌ها است. عواملی مانند پیچیدگی کسب و کار، شدت نیروی کار و محل کسب و کار نیز در شکل دادن به تاثیر آموزش بر نتایج سرمایه‌گذاری نقش دارند.

الیاس و همکاران^۲ (۲۰۲۳)، شواهد بین‌المللی در مورد نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد ارزیابی قرار دادند. این مطالعه از مجموعه داده‌های پانل بزرگی از شرکت‌ها از ۳۲ کشور غیرآمریکایی از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۸ استفاده کرده است. نتایج نهایی نشان داد که مالکان نهادی موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شوند. وو و همکاران^۳ (۲۰۲۳)، اثرات تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت را بررسی نمودند. این مطالعه تجربی با استفاده از نمونه‌ای از ۱۳۸۶۵ شرکت فهرست شده ایالات متحده انتخاب شده از BoardEx (WRDS) برای دوره (۲۰۱۰-۲۰۲۲) با ۸۹،۱۹۸ مشاهدات سال شرکت بوده است. یافته‌های این مطالعه نشان داد که انعطاف پذیری مالی باعث بهبود ارزش شرکت و همچنین عملکرد حسابداری می‌شود. علاوه بر این، نتایج نشان داد که هم کارایی سرمایه‌گذاری و هم حاکمیت شرکتی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت را تعدیل می‌کنند.

سطح سوم: پژوهش‌هایی که متغیر مستقل آن‌ها تخصص مالی مدیرعامل یا هیئت مدیره است.

¹ Jin et al

² Ilyas et al

³ Wu et al

رجایی زاده و عشوری (۱۴۰۰)، تأثیر تخصص مالی بر اجتناب از مالیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. بر این اساس به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۱۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ انتخاب کردند. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده آن بود که بین تخصص مالی در مدیرعامل، هیئت‌مدیره و کمیته حسابرسی بر اجتناب مالیاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد بدین معنی که با افزایش این معیارها، اجتناب مالیاتی کاهش خواهد یافت.

ظاهری عبدهوند و همکاران (۱۴۰۰)، تأثیر قدرت مدیرعامل (تخصص مالی، دوره تصدی و مالکیت در سهام) بر رابطه بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی را بررسی نمودند. نمونه پژوهش شامل ۱۴۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که اطلاعات گزارش‌های مالی آن شرکت‌ها برای هفت سال (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷) بررسی و تجزیه و تحلیل شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان دادند در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، معاملات مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارند. این بدان معناست که افزایش معاملات مدیریتی موجب کاهش کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌شود. همچنین یافته‌های پژوهش نشان دادند قدرت مدیرعامل موجب تشدید رابطه منفی بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌شود. با توجه به اهمیت کیفیت گزارشگری مالی در فرایند تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی، سرمایه‌گذاران باید بدانند مدیران برای پوشاندن اثرات سوء معاملاتی مدیریتی، به کاهش کیفیت گزارشگری مالی اقدام می‌کنند و با افزایش قدرت مدیرعامل، احتمال تشدید چنین رابطه‌ای بیشتر می‌شود؛ در نتیجه، چنین اقداماتی می‌تواند سرمایه‌گذاران را گمراه کند یا اثرات نامساعد بر ثروت سهامداران داشته باشد.

غنی زاده و همکاران (۱۴۰۰)، تأثیر دانش مالی مدیران عامل بر کیفیت حسابرسی با در نظر گرفتن اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت را بررسی نمودند. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری شامل ۱۴۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ بوده است که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که دانش مالی مدیران عامل تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت حسابرسی دارد. همچنین توانایی مدیران نیز دارای تأثیر مثبت و معنادار بر کیفیت حسابرسی می‌باشد. نتیجه دیگر پژوهش حاکی از این است که توانایی مدیریت تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و کیفیت حسابرسی ندارد.

هوانگ و همکاران^۱ (۲۰۲۴)، تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌های فهرست شده چینی بر اساس روش‌های یادگیری ماشین را مورد مطالعه قرار دادند. این مقاله از روش‌های یادگیری ماشین برای بررسی توانایی پیش‌بینی ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت بر اساس داده‌های شرکت‌های چینی A-share در بورس‌های شانگهای و شنژن در چین طی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۲۱ استفاده کرده است. نتایج نشان می‌دهد که روش‌های یادگیری ماشین غیرخطی نسبت به مدل‌های خطی سنتی در تحلیل تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت چینی مؤثرتر هستند. از میان ویژگی‌های هیئت‌مدیره، نسبت سهامداری مدیران، میانگین سنی مدیران و سطح تحصیلات مدیران تأثیر قابل توجه بر عملکرد مالی داشت و این ویژگی‌ها با پیش‌بینی عملکرد شرکت همبستگی تقریباً غیرخطی دارند. بهبود توانایی پیش‌بینی ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت در شرکت‌های دولتی در چین بهتر از شرکت‌های خصوصی است.

¹ Huang et al

اندوه و همکاران^۱ (۲۰۲۳)، ویژگی های هیئت مدیره و عملکرد شرکت های فهرست شده در غنا را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تجربی برخی شباهت ها و تفاوت ها را در تأثیر ویژگی های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت ها و بانک های غیرمالی فهرست شده نشان می دهد. با توجه به شباهت ها، هم برای شرکت های غیرمالی و هم برای بانک ها، اندازه هیئت مدیره تأثیر غیر خطی قابل توجهی بر عملکرد دارد. همچنین، نسبت اعضای هیئت مدیره خارجی رابطه مثبت و معناداری با عملکرد شرکت برای شرکت های غیرمالی و بانک های پذیرفته شده در بورس نشان می دهد. تأثیر نسبت اعضای هیئت مدیره با مدارک تحصیلی بالاتر بر عملکرد شرکت برای هر دو نمونه شرکت منفی و از نظر آماری معنی دار به نظر می رسد. از سوی دیگر، تأثیر ترکیب هیئت مدیره و تنوع جنسیتی هیئت مدیره بر عملکرد شرکت با بانکهای فهرست شده و شرکتهای غیرمالی متفاوت است.

هامیش و همکاران^۲ (۲۰۲۲)، مدیران عامل متخصص مالی، مداخله سیاسی و تصمیمات سرمایه گذاری شرکتی (شواهدی از کمپین مبارزه با فساد) را بررسی کردند. این مقاله از نمونه ای از ۲۸۰۸ شرکت چینی فهرست شده ر بورس شانگهای و شنژن از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۶ استفاده کرده است. نویسندگان دریافته اند که مدیران عامل با تخصص مالی نسبت به مداخله سیاسی در هنگام تصمیم گیری سرمایه گذاری حساس هستند. اولاً، مدیران عامل متخصص مالی بیشتر برای هزینه های تحقیق و توسعه در شرکت های خصوصی هزینه می کنند و با هزینه های تحقیق و توسعه کمتری در شرکت های دولتی همراه هستند. دوم، مدیران عامل متخصص مالی به طور کلی با هزینه های سرمایه گذاری بالاتری همراه هستند، اما احتمال سرمایه گذاری بیشتر در دوره پس از مبارزه با فساد کمتر می شود. کاهش هزینه های سرمایه گذاری به دلیل کمپین مبارزه با فساد در شرکت های دولتی بیشتر از شرکت های خصوصی است. سوم کمپین مبارزه با فساد به طور کلی سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه را ترویج می کند اما در شرکت های دولتی، مدیران عامل متخصص، تمایل کمتری به سرمایه گذاری بیشتر روی تحقیق و توسعه پس از شوک ضد فساد دارند.

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه ها به صورت زیر تدوین گردیده اند:

فرضیه اول به دنبال بررسی تاثیر تخصص مالی مدیرعامل بر بازده دارایی ها است که به صورت زیر نوشته می شود.

H₀: تخصص مالی مدیرعامل بر بازده دارایی ها تاثیر ندارد.

H₁: تخصص مالی مدیرعامل بر بازده دارایی ها تاثیر دارد.

فرضیه دوم به دنبال بررسی تاثیر تخصص مالی مدیرعامل بر کارایی سرمایه گذاری است که به صورت زیر نوشته می شود.

H₀: تخصص مالی مدیرعامل بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر ندارد.

H₁: تخصص مالی مدیرعامل بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر دارد.

روش شناسی پژوهش

به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی که در ادامه مطرح شده، استفاده شده است.

مدل مربوط به فرضیه اول

$$\text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Education}_{it} + \beta_2 \text{CFO}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} + \beta_4 \text{BIND}_{it} + \beta_5 \text{Performance}_{it-1} + U_{it}$$

¹ Andoh et al

² Hamish et al

مدل مربوط به فرضیه دوم

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Education}_{it} + \beta_2 \text{CFO}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} + \beta_4 \text{BIND}_{it} + \beta_5 \text{EFF}_{it-1} + U_{it}$$

جدول (۱): مفهوم نماد های به کار رفته در مدل ها

نوع متغیر	نماد	مفهوم نماد
وابسته	Performance	عملکرد مالی
	EFF	کارایی سرمایه گذاری
مستقل	CEO Education	تخصص مالی مدیرعامل
کنترلی	CFO	جریان نقد عملیاتی
	PPE	دارایی ثابت
	BIND	استقلال هیئت مدیره
	U	خطای مدل

در ادامه نحوه اندازه گیری هر یک از متغیرها به تفکیک بیان شده است.

نحوه اندازه گیری متغیرهای وابسته

عملکرد مالی: به پیروی از الزبان در سال ۲۰۲۱ از معیار بازده دارایی برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت ها استفاده شده است که برابر است با نسبت سود خالص به جمع کل دارایی ها.

کارایی سرمایه گذاری: به پیروی از پژوهش قدک فروشان در سال ۱۳۹۷ از مدل بیدل (۲۰۰۹)، برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری به شرح زیر استفاده شده است.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{GROW}_{it} + \beta_2 \text{to} \beta_6 \text{Controls}_{it-1} + U_{it}$$

INV_{it}: میزان تغییر در دارایی ثابت، سرمایه گذاری بلند مدت و دارایی نامشهود در سال جاری نسبت به سال قبل که با میانگین جمع کل دارایی ها در سال جاری و سال قبل موزون شده است.

GROW_{it}: میزان تغییر در فروش در سال جاری نسبت به سال قبل که با جمع کل فروش سال قبل موزون شده است.

متغیرهای کنترلی در مدل بیدل (۲۰۰۹)، عبارتند از: LEV_{it-1}: مجموع بدهی ها تقسیم بر مجموع دارایی ها در سال قبل

AGE_{it-1}: لگاریتم فاصله بین سال تاسیس تا سال مورد نظر

CASH_{it-1}: نسبت وجوه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت بر جمع کل دارایی ها در سال قبل

SIZE_{it-1}: لگاریتم جمع کل دارایی ها در سال قبل

RET_{it-1}: بازده سهام در سال قبل

خطای باقی مانده مدل فوق بیانگر ناکارایی سرمایه گذاری است. برای تبدیل آن به کارایی سرمایه گذاری، مقادیر خطا در عدد ۱- ضرب شده است.

نحوه اندازه گیری متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش حاضر، تخصص مالی مدیرعامل است. مدرک مالی به مدرک دانشگاهی اعطا شده توسط موسسات داخلی یا خارج از کشور، برای مقطع کارشناسی یا کارشناسی ارشد و بالاتر در زمینه های حسابداری مالی، مدیریت و

مدیریت بازرگانی تعریف می شود. در دانشگاه های ایران رشته های حسابداری، مالی، مدیریت و اقتصاد عموماً در محدوده دانشکده اقتصاد و مدیریت قرار می گیرند. در بسیاری از موارد گزارش های سالانه شرکت های نمونه، مکرراً به این موضوع اشاره می کنند که یکی از اعضای هیئت مدیره، فارغ التحصیل دانشکده اقتصاد یک دانشگاه خاص است، بدون هیچ توضیحی در مورد رشته تحصیلی، به همین دلیل مدارک تحصیلی اقتصاد نیز مدرک مالی محسوب می شود. نحوه اندازه گیری این متغیر چنین است که اگر مدیر عامل فارغ التحصیل یکی از رشته های مالی فوق الذکر باشد این متغیر برابر با یک و گرنه برابر با صفر خواهد بود.

نحوه اندازه گیری متغیرهای کنترل

- ✓ جریان نقد عملیاتی: نسبت جریان های نقد عملیاتی تقسیم بر جمع کل دارایی ها
- ✓ دارایی ثابت: نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات تقسیم بر جمع کل دارایی ها
- ✓ استقلال هیئت مدیره: نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره تقسیم بر کل اعضا

جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت ها

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده های مورد نیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه آماری پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است:

- نمونه آماری این تحقیق، کلیه شرکت هایی هستند که قبل از سال ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده تا پایان سال ۱۴۰۱ حضور داشته و از چهار ویژگی زیر، به طور هم زمان برخوردار باشند:
- ✓ نماد شرکت فعال باشد و از بورس لغو پذیرش نشده باشد
- ✓ به دلیل ماهیت و طبقه بندی متفاوت اقلام صورت های مالی شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی در مقایسه با شرکت های تولیدی، شرکت های سرمایه گذاری شرکت های بیمه، بانک ها و مؤسسات تأمین مالی در این پژوهش مورد بررسی قرار نمی گیرند.
- ✓ قبل از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده باشد.
- ✓ پایان سال مالی شرکت مربوطه ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- ✓ به دلیل لزوم محاسبه متغیرهای تحقیق و انجام آزمون فرضیه ها در مورد هر شرکت، اطلاعات مورد نیاز در ارتباط با شرکت ها در دسترس باشد.

جدول (۲): انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک

شرح	تعداد شرکت
جامعه آماری	۵۷۷
شرکت های لغو پذیرش شده	۱۹۳
بانک، بیمه، سرمایه گذاری و نهاد مالی واسط	۱۰۶
پذیرش در بورس بعد از سال ۱۳۹۵	۳۶

۵۸	سال مالی غیر از اسفند ماه
۳	عدم دسترسی به داده ها
۱۸۱	نمونه نهایی

یافته های پژوهش

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن ها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می رود. در این بخش اطلاعات متغیرهای محاسبه شده تحقیق ارائه می گردد، این متغیرها شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی هستند که تعداد، میانگین و انحراف معیار این متغیرها طی دوره تحقیق در جدول شماره ۳ بیان شده است.

جدول (۳): آمار توصیفی تمامی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
بازده دارایی	۱۰۸۶	۰,۱۹۰	۰,۱۶۴	-۰,۳۶۷	۰,۸۳۰
کارایی سرمایه گذاری	۱۰۸۶	-۰,۲۶۱	۰,۱۹۸	-۰,۹۹۹	-۰,۰۰۱
تخصیص مالی مدیرعامل				متغیر کیفی می باشد	
سرمایه در گردش	۱۰۸۶	۰,۲۲۱	۰,۲۳۸	-۰,۹۸۱	۰,۸۷۵
ارزش بازار به دفتری	۱۰۸۶	۳,۶۰۱	۳,۷۳۳	۰,۶۲۲	۳۸,۳۳۳
نسبت هزینه ها به دارایی	۱۰۸۶	۰,۰۶۱	۰,۰۵۴	۰,۰۰۱	۰,۵۱۳

همانطور که جدول شماره ۳ نشان می دهد، تعداد مشاهدات در طول سال های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱ برای هر متغیر برابر با ۱۰۸۶ می باشد که این متغیرها شامل داده های مربوط به ۱۸۱ شرکت در طول ۶ سال می باشد. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای بازده دارایی برابر با (۰,۱۹۰) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. نسبت بازده دارایی در صنایع مالی مثل بانک ها کمتر از ۵ درصد می باشد. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نسبت هزینه ها به دارایی برابر با (۰,۰۵۴) و برای متغیر ارزش بازار به دفتری برابر با (۳/۷۳۳) می باشد که نشان می دهد در بین متغیرهای پژوهش، این دو متغیر به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می باشند.

جدول (۴): توزیع فراوانی متغیر تخصیص مالی مدیرعامل

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۹۶۰	۸۸,۴۰
۱	۱۲۶	۱۱,۶۰
جمع کل	۱۰۸۶	۱۰۰

در جدول ۴، مشاهده می شود که حدوداً ۱۲ درصد از شرکت های مورد بررسی دارای مدیرعامل هایی هستند که در رشته حسابداری، مدیریت و اقتصاد تخصص دارند. اکثر صنایع به ویژه صنایع شیمیایی و دارویی دارای مدیرعامل هایی با مدرک داروسازی، مهندسی صنایع و... هستند که به حوزه مالی مربوط نیست.

آمار استنباطی

از روش پنل پویا (GMM) برای حل مشکلات مربوط به خودهمبستگی و ناهمسانی استفاده می شود. به عنوان یک روش جایگزین می توان از مدل اثرات تصادفی استفاده کرد که به وسیله هانسون (۱۹۹۹)، پیشنهاد شده است. اما در این صورت مسائل مربوط به درون زایی برای برخی متغیرهای توضیحی هنوز هم حل نشده باقی خواهد ماند (ویندمیجر، ۲۰۰۵). این همان علت اصلی است که باعث استفاده از روش GMM می باشد. روش پانل ایستا در زمینه همبستگی سریالی، ناهمسانی واریانس و درون زایی برای بعضی از متغیرهای توضیحی دارای مشکلاتی است. برآورد گر سیستم GMM این امکان را برای پژوهشگر ایجاد می کند که بتوانند مشکلات مربوط به همبستگی سریالی، ناهمسانی واریانس و درون زایی را برای بعضی از متغیرها رفع کنند. این مشکلات توسط آزلانو و بوند (۱۹۹۱)، آرنالو و باور (۱۹۹۵)، و بلاندل و بوند (۲۰۰۰)، حل شدند که تفاضل مرتبه اول برآوردگر GMM را ارائه کردند.

برای تخمین این مدل لازم است متغیرهای ایزاری به کاررفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین زننده GMM به معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد. این اعتبار به وسیله دو آزمون تصریح شده توسط آزلانو و باند آزمون می شود. اولی آزمون سارگان از محدودیت های از پیش تعیین شده است که معتبر بودن ابزارها را تایید می کند. دومی آماره M2 است که وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می کند. عدم رد فرضیه صفر در هر دو آزمون شواهدی دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها را فراهم می کند. به عبارتی تخمین زننده GMM در صورتی سازگار است که همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. اسلی و همکارانش (۱۹۹۶)، برای اولین بار از شیوه برآورد GMM داده های تابلویی پویا در برآورد مدل های رشد اقتصادی استفاده کردند. براساس دیدگاه سچز (۲۰۰۳)، تعیین درآمد سرانه باید با مدل های پویا انجام پذیرد. در مقاله ای بوند و همکارانش (۲۰۰۱)، به طور تفصیلی استفاده از این روش را در برآورد مدل های رشد بررسی کرده اند. به کار بردن روش (GMM) پنل دیتای پویا مزیت های همانند لحاظ نمودن ناهمسانی فردی و اطلاعات بیشتر، حذف تورش های موجود در رگرسیون های مقطعی دارد که نتیجه آن تخمین های دقیق تر، با کارایی بالاتر و هم خطی کمتر در GMM خواهد بود. روش GMM پنل دیتای پویا هنگامی به کار می رود که تعداد متغیرهای برش مقطعی (N) بیشتر از تعداد زمان و سال ها (T) باشد (N>T). که در این پژوهش نیز این گونه است یعنی تعداد شرکت ها بیشتر از تعداد زمان است (سوری، ۱۳۹۴).

جدول شماره (۵): برآورد مدل اول پژوهش (با رویکرد GMM)

۳۱۷,۸۹	آماره والد			
۰,۰۰۰	معناداری والد			
۰,۵۹۶	ضریب تعیین تعدیل شده			
سطح معنی داری	آماره Z	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰,۰۰۰	۵,۰۹	۰,۰۴۱	۰,۲۰۸	بازده دارایی سال قبل

۰,۰۰۰	۱۷,۲۶	۰,۰۴۸	۰,۸۴۴	تخصص مالی مدیرعامل
۰,۰۰۰	۱۲,۴۵	۰,۰۴۳	۰,۵۷۴	سرمایه در گردش
۰,۰۰	۴,۴۹	۰,۰۰۱	۰,۰۰۵	ارزش بازار به دفتری
۰,۷۱۱	-۰,۳۷	۰,۱۰۳	-۰,۰۳۸	نسبت هزینه ها
۰,۱۵۹	۱,۴۱	۰,۰۱۴	۰,۰۲۰	عرض از مبدا

مشاهده می شود که متغیر بازده دارایی سال قبل بر بازده دارایی سال جاری تاثیر مستقیم (۰,۲۰۸) و معناداری وجود دارد. همچنین تخصص مالی مدیرعامل دارای ضریب مثبت (۰,۸۴۴) و سطح معنادار یکمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که تخصص مالی مدیرعامل بر بازده دارایی ها تاثیر دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در این برابر با ۵۹ درصد می باشد که بیانگر این مطلب است که متغیر وابسته حدودا ۵۹ درصد به متغیرهای مستقل موجود در مدل وابسته است و ۴۱ درصد به سایر متغیرها وابسته است که در مدل فوق در نظر گرفته نشده اند. سطح معناداری آماره والد نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول (۶): نتایج آزمون سارگان

سطح معناداری	مقدار آماره سارگان
۰,۰۹۶	۳۵,۷۴۰

چون سطح معناداری بیش از ۵ درصد لذا فرضیه صفر مربوط به معتبر بودن ابزارها را نمی توان رد کرد. یا عبارت دیگر، متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل فوق، از اعتبار کافی برخوردار هستند و متغیرهای ابزاری به کار رفته با باقی مانده ها هم خطی ندارند.

جدول (۷): نتایج آزمون همبستگی مرتبه اول و دوم

سطح معناداری	مقدار آماره	شرح
۰,۰۰۰	-۵,۱۵۳	همبستگی مرتبه اول
۰,۲۱۱	۱,۲۴۸	همبستگی مرتبه دوم

عدم رد فرضیه صفر در هر دو آزمون (سارگان و همبستگی) شواهدی دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها را فراهم می کند. به عبارتی تخمین زنده GMM در صورتی سازگار است که همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. در جدول ۷ نیز وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم مورد تایید نیست چون دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد می باشد.

جدول (۸): برآورد مدل دوم پژوهش (با رویکرد GMM)

۱۳۷,۶۶	آماره والد			
۰,۰۰۰	معناداری والد			
۰,۶۰۹	ضریب تعیین تعدیل شده			
سطح معنی داری	آماره Z	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰,۰۰۰	۱۰,۳۵	۰,۰۷۳	۰,۷۶۲	بازده دارایی سال قبل
۰,۰۳۹	۲,۰۶	۰,۰۳۲	۰,۰۶۶	تخصص مالی مدیرعامل
۰,۰۶۳	-۱,۸۶	۰,۰۳۸	-۰,۰۷۲	سرمایه در گردش
۰,۰۰۰	۲۷,۹۹	۰,۰۳۳	۰,۹۵۰	ارزش بازار به دفتری

نسبت هزینه ها	۰,۰۷۷	۰,۱۷۰	۰,۴۶	۰,۶۴۸
عرض از مبدا	۰,۰۶۶	۰,۰۱۸	-۳,۶۰	۰,۰۰۰

مشاهده می شود که متغیر کارایی سال قبل بر بازده دارایی سال جاری تاثیر مستقیم (۰,۷۶۲) و معناداری وجود دارد. همچنین تخصص مالی مدیرعامل دارای ضریب مثبت (۰,۰۶۶) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که تخصص مالی مدیرعامل بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در این برابر با ۶۰ درصد می باشد که بیانگر این مطلب است که متغیر وابسته حدودا ۶۰ درصد به متغیرهای مستقل موجود در مدل وابسته است و ۴۰ درصد به سایر متغیرها وابسته است که در مدل فوق در نظر گرفته نشده اند. سطح معناداری آماره والد نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول (۹): نتایج آزمون سارگان

مقدار آماره سارگان	۳۵,۷۴۰
سطح معناداری	۰,۰۹۶

چون سطح معناداری بیش از ۵ درصد لذا فرضیه صفر مربوط به معتبر بودن ابزارها را نمی توان رد کرد. یا عبارت دیگر، متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل فوق، از اعتبار کافی برخوردار هستند و متغیرهای ابزاری به کار رفته با باقی مانده ها هم خطی ندارند.

جدول ۱۰، نتایج آزمون همبستگی مرتبه اول و دوم

شرح	مقدار آماره	سطح معناداری
همبستگی مرتبه اول	-۲,۵۵۶	۰,۰۱۰
همبستگی مرتبه دوم	۰,۵۲۴	۰,۶۰۰

عدم رد فرضیه صفر در هر دو آزمون (سارگان و همبستگی) شواهدی دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها را فراهم می کند. به عبارتی تخمین زنده GMM در صورتی سازگار است که همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. در جدول ۱۰ نیز وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم مورد تایید نیست چون دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد می باشد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

فرضیه اول بیان می کند که تخصص مالی مدیرعامل بر بازده دارایی ها تاثیر دارد. در برازش مدل مشخص شد که تخصص مالی مدیرعامل دارای ضریب مثبت (۰,۸۴۴) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که تخصص مالی مدیرعامل بر بازده دارایی ها تاثیر مستقیم و معناداری دارد در تحلیل این نتیجه می توان گفت که: تخصص مالی مدیرعامل می تواند به افزایش بازده دارایی ها منجر شود زیرا مدیرعامل با تخصص مالی می تواند تصمیمات مالی بهتری را برای شرکت اتخاذ کند. او می تواند با ارزیابی بهتر ریسک و بازده سرمایه گذاری ها، استفاده از منابع مالی شرکت بهینه را فراهم کند. همچنین، او ممکن است با استفاده از دانش و تجربه اش در حوزه های مالی، سرمایه گذاری هایی را انجام دهد که به دلیل درک عمیق از بازارها و شرایط مالی بهترین بازده را داشته باشند. به علاوه، تصمیمات درست و موفقیت آمیز در زمینه مالی می تواند باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران و بازارها نسبت به شرکت شود که این نیز می تواند به تحریک سرمایه گذاری و رشد دارایی ها کمک کند. در نتیجه، تخصص مالی مدیرعامل بهبود عملکرد مالی و در نتیجه

افزایش بازده دارایی‌های شرکت را تسهیل می‌کند. فرضیه دوم بیان می‌کند که تخصص مدیرعامل باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری می‌شود. این نتایج نشان می‌دهند که تخصص مالی مدیرعامل به طور معناداری به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. این موضوع می‌تواند به این معنا باشد که مدیرعامل با تخصص مالی می‌تواند راهبردهای بهینه‌تری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و فعالیت‌های مختلف شرکت تدوین کند، بهبود سیاست‌های مالی شرکت را ایجاد کند و بهینه‌سازی استفاده از منابع مالی را انجام دهد. از این رو، تخصص مالی مدیرعامل می‌تواند به طور مستقیم و مثبت بر عملکرد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت اثر بگذارد، که این امر می‌تواند به رشد و توسعه پایدار شرکت کمک کند. تخصص مدیرعامل در حوزه مالی می‌تواند به چندین شکل به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری کمک کند. اولاً، یک مدیرعامل با تخصص مالی می‌تواند با ارزیابی دقیق و تحلیل عمیق موقعیت‌های سرمایه‌گذاری، پروژه‌ها و فعالیت‌های مختلف شرکت، انتخاب‌های بهتری را انجام دهد. این انتخاب‌ها ممکن است شامل تعیین اولویت‌های مالی برای سرمایه‌گذاری، تعیین سیاست‌های سرمایه‌گذاری صحیح و حذف یا تغییر پروژه‌هایی که بهره‌وری آن‌ها پایین است، باشد.

ثانیاً، مدیرعامل با تخصص مالی می‌تواند برنامه‌های مالی شرکت را بهبود بخشد و سیاست‌های مالی را بهینه‌سازی کند. این شامل بهینه‌سازی ساختار سرمایه، مدیریت نقدینگی، و تعیین استراتژی‌های مالی برای به دست آوردن سرمایه‌های لازم برای رشد و توسعه شرکت می‌شود. سوماً، مدیرعامل با تخصص مالی می‌تواند بهینه‌سازی استفاده از منابع مالی را انجام دهد. او می‌تواند از روش‌های متنوعی برای تأمین سرمایه استفاده کند، از جمله اعمال سیاست‌های مالی متناسب با شرایط بازار، جذب سرمایه از طریق بدهی‌ها و ارتقاء روابط با سرمایه‌گذاران. به طور کلی، تخصص مدیرعامل در حوزه مالی می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های بهتر و بهینه‌تر در مورد سرمایه‌گذاری‌ها منجر شود، که در نتیجه منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و بهبود عملکرد مالی شرکت خواهد شد.

پیشنهاد‌های برآمده از پژوهش

پیشنهاد‌های کاربردی در راستای فرضیه اول

- ✓ به سهامداران عمده پیشنهاد می‌شود که مدیرانی با تخصص مالی را در شرکت استخدام کنند یا ترغیب کنند که مدیرعاملان موجود به توسعه تخصص مالی خود بپردازند.
- ✓ به موسسات رتبه بند پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بر اساس معیار بازده دارایی رتبه بندی کنند، این مورد باعث تشویق مدیران در جهت بهبود عملکرد شرکت در بلند مدت می‌شود.
- ✓ سازمان بورس اوراق بهادار تهران برنامه‌های آموزشی و راهنمایی برای مدیران شرکت‌ها در زمینه مدیریت مالی را فراهم کند تا عملکرد مالی شرکت‌ها بهبود یابد.

پیشنهاد‌های کاربردی در راستای فرضیه دوم

- ✓ به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که مدیرعامل آن‌ها از تخصص مالی برخوردار است. زیرا مدیران می‌توانند با استفاده از تخصص مالی خود، بهره‌وری منابع مالی شرکت را بهبود بخشند و سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که به بازدهی بالاتری منجر شوند.
- ✓ تحلیل‌گران بازار سرمایه باید به تخصص مالی مدیران شرکت‌ها توجه داشته باشند و این مسئله را در تحلیل‌های خود از کارایی سرمایه‌گذاری، در نظر بگیرند.

✓ پیشنهاد می شود که سازمان بورس، استانداردها و معیارهای ارزیابی کیفیت مدیریت مالی شرکتها را تدوین و بهبود داده و شرکتهایی را که مدیران مالی ماهر دارند، تشویق نماید.

پیشنهادهایی برای پژوهش آتی

در حوزه پژوهشی به محققان آتی پیشنهاد می شود که در موضوعات زیر به پژوهش بپردازند.

✓ پژوهش حاضر به طور کلی در بین همه صنایع بررسی شد، پیشنهاد می شود موضوع پژوهش حاضر به تفکیک در بین صنایع بررسی و نتایج آن با نتایج به دست آمده در پژوهش حاضر مقایسه شود.

✓ در این پژوهش ویژگی تخصص مدیرعامل بر بازده و کارایی سرمایه گذاری بررسی شد. پیشنهاد می شود پژوهش های آتی سایر ویژگی های مدیرعامل شامل، دوره تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و تجربه وی را نیز بررسی نمایند.

منابع

- ✓ ابراهیمی، اسماعیل، رضایی، فرزین، قادری، صلاح الدین، (۱۴۰۲)، سرمایه اجتماعی و کارایی سرمایه گذاری شرکت، دانش سرمایه گذاری، دوره ۱۲، شماره ۴۵، صص ۵۳-۷۱.
- ✓ احمدی، علی اکبر، مرادی، فائزه، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر قابلیت های فناوری اطلاعات بر عملکرد مالی از طریق نوآوری خدمات (مورد مطالعه: شرکت های ارائه دهنده خدمات اینترنتی)، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۴، صص ۱۵۸۱-۱۵۹۴.
- ✓ رجایی زاده هرنندی، احسان، عشوری، جابر، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر تخصص مالی بر اجتناب از مالیات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۱۲۸۱-۱۲۹۵.
- ✓ شاه نظری، اسماعیل، شریفی، مجید، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر سرمایه عملیاتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران.
- ✓ شیوبریان، سعید، دهقان محمودی، پری ناز، مینایی، ساناز، (۱۴۰۲)، تاثیر کیفیت گزارشگری مالی، اجتناب مالیاتی، سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری، رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۴، صص ۱۷۳۵-۱۷۴۹.
- ✓ طاهری عابد، رضا، علی نژاد ساروکلائی، مهدی، فغانی ماکرانی، خسرو، (۱۳۹۷)، توانایی دانش مالی مدیران عامل و شفافیت گزارشگری مالی، دانش حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۰.
- ✓ ظاهری عبدهوند، سمیه، مقدم، عبدالکریم، تامرادی، علی، (۱۴۰۰)، تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی، نشریه پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۱، صص ۸۷-۱۰۸.
- ✓ عباسی، میلاد، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر کیفیت کنترل های داخلی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت، بازرگانی، اقتصاد و حسابداری.
- ✓ فتحی، سعید، ابوطالبی، حمید، (۱۴۰۱)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکتها با استفاده از روش فراتحلیل، نشریه پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۱۴، شماره ۲، صص ۱۵۳-۱۷۸.

- ✓ منجذب، محمد رضا، نصرتی، رضا، (۱۳۹۷)، مدل‌های اقتصادسنجی پیشرفته همراه با ایویوز و استاتا، ناشر: موسسه کتاب مهریان نشر، سال چاپ: ۱۳۹۷، شابک ۱۳ رقمی ۹۷۸۶۰۰۴۰۷۲۱۴۴.
- ✓ مهرگان، نادر، اشرف زاده، سید حمیدرضا، (۱۳۹۵)، اقتصاد سنجی پانل دیتا پیشرفته، ناشر: نورعلم، سال چاپ: ۱۳۹۴، شابک ۱۳ رقمی ۹۷۸۶۰۰۱۶۹۱۵۲۲.
- ✓ Ahmed, M.M.A., Hassan, D.K.A.E.S.A. and Magar, N.H.A. (2024), "The moderating role of board gender diversity on the relationship between audit committee characteristics and financial performance: evidence from Egypt", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2023-0746>.
- ✓ Akgün, A.İ. and Türkoğlu, S.P. (2024), "Intellectual capital and performance of listed firms during the global financial crisis: the effects of legal origin", *International Journal of Organizational Analysis*, Vol. 32 No. 4, pp. 759-785. <https://doi.org/10.1108/IJOA-01-2023-3587>.
- ✓ Alzeban, A. (2022), "CEO characteristics, management support for internal audit and corporate performance: an analysis of listed Malaysian companies", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 37 No. 1, pp. 102-128. <https://doi.org/10.1108/MAJ-02-2021-3012>.
- ✓ Andoh, J.A.N., Abugri, B.A. and Anarfo, E.B. (2023), "Board Characteristics and performance of listed firms in Ghana", *Corporate Governance*, Vol. 23 No. 1, pp. 43-71.
- ✓ Andoh, J.A.N., Abugri, B.A. and Anarfo, E.B. (2023), "Board Characteristics and performance of listed firms in Ghana", *Corporate Governance*, Vol. 23 No. 1, pp. 43-71. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0344>
- ✓ Bantel, K.A. and Jackson, S.E. (1989), "Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference?", *Strategic Management Journal*, Vol. 10, S1, pp. 107-124.
- ✓ Barker, V.L. III and Mueller, G.C. (2002), "CEO characteristics and firm R&D spending," *Management Science*, Vol. 48 No. 6, pp. 782-801.
- ✓ Bhagat, S., Bolton, B. and Subramanian, A. (2010), "CEO education, CEO turnover, and firm performance", working paper, University of Colorado at Boulder, Boulder, CO, 3 August.
- ✓ Christy, J.A., Matolcsy, Z.P., Wright, A. and Wyatt, A. (2010), "The association between the market risk of equity and board characteristics", working paper, University of Technology, Sydney.
- ✓ Finkelstein, S. and Hambrick, D.C. (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West Publishing Company, St Paul, MN.
- ✓ Gottesman, A.A. and Morey, M.R. (2006b), "Manager Education and mutual fund performance," *Journal of Empirical Finance*, Vol. 13 No. 2, pp. 145-182.
- ✓ Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2002), "How do CEOs make capital budgeting and capital structure decisions?", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15 No. 1, pp.8-23.
- ✓ Hamish D. Anderson & Jing Liao & Shuai Yue, 2022. "Financial expert CEOs, political intervention, and corporate investment decisions: evidence from the anti-corruption campaign," *International Journal of Managerial Finance*, Emerald Group Publishing Limited, vol. 18(3), pages 562-593, August.
- ✓ Huang, X., Tang, T., Luo, Y.N. and Wang, R. (2024), "A predictive study on the impact of board characteristics on firm performance of Chinese listed companies based on machine

- learning methods", Chinese Management Studies, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CMS-05-2023-0239>.
- ✓ Ilyas, M., Mian, R.U. and Mian, A. (2023), "International evidence on the monitoring role of foreign institutional investors in corporate investment efficiency", International Journal of Managerial Finance, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/>
 - ✓ Jin, Y., Li, X., Tian, G., Shi, J. and Wang, Y. (2023), "Employee education level and efficiency of corporate investment", Journal of Accounting Literature, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JAL-08-2023-0150>.
 - ✓ Kumar, S.S., Sawarni, K.S., Roy, S. and G, N. (2024), "Influence of working capital efficiency on firm's composite financial performance: evidence from India", International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-07-2023-0374>.
 - ✓ Lipton, P. and Herzberg, A. (2006), Understanding Company Law, 13th ed., Law Book Company, Sydney.
 - ✓ Wiersema, M.F. and Bantel, K.A. (1992), "Top management team demography and corporate strategic change", Academy of Management Journal, Vol. 35 No. 1, pp. 91-121.
 - ✓ Wu, W., Alkaraan, F. and Le, C. (2023), "The moderating effects of corporate governance and investment efficiency on the nexus between financial flexibility and firm performance", Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2023-0234>.

