

## بررسی تاثیر مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه با نقش تعدیل گر محدودیت های تامین مالی و فرصت های رشد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی احمدی

گروه حسابداری، واحد رامهرمز، دانشگاه آزاد اسلامی، رامهرمز، ایران. (نویسنده مسئول).  
aliiiiii.ahmadiiiii2023@gmail.com

سمیه نجفی

گروه حسابداری، واحد رامهرمز، دانشگاه آزاد اسلامی، رامهرمز، ایران.  
najafipoone@yahoo.com

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه با نقش تعدیل گر محدودیت های تامین مالی و فرصت های رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس رویدادی گنجانده می شود. در مسیر انجام پژوهش، سه فرضیه اصلی تدوین و ۱۴۲ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۹ ساله بین سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ انتخاب شده و داده های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری ایوبوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد: مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه تاثیر مستقیم معناداری دارد. همچنین محدودیت های مالی و فرصت های رشد بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** تاثیر مدیران ماهر، تصمیمات تامین مالی سرمایه، محدودیت های تامین مالی، فرصت های رشد.

### مقدمه

اخیراً شایستگی مدیریتی توجه زیادی را به خود جلب کرده است. مدیران شرکت ها حوزه های خاصی از مهارت های مدیریتی را در طول حرفه خود با استفاده از فرصت ها برای بهبود استراتژی ها و تصمیمات عملیاتی شرکت خود، که برای شرکت ها برای تصمیم گیری سرمایه گذاری و تامین مالی ضروری است، یاد می گیرند و توسعه می دهند. مهارت مدیریتی به گفته دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، یکی از مهم ترین عوامل در مدیریت موفق منابع است که در نهایت منجر به موفقیت مالی می شود. مدیران تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه را می گیرند، اما تاکید کمی بر توانایی آنها در مدیریت ساختار سرمایه شرکت شده است. پویایی ساختار سرمایه یکی از جنبه های اساسی تامین مالی شرکت است و در حالی که شرکت ها در مورد ساختار سرمایه بهینه تصمیم می گیرند، بین تامین مالی بدهی و حقوق صاحبان سهام، معوضه وجود دارد. فرض بر این است که مدیران قادر به تفسیر اطلاعات مربوطه و پاسخ مناسب به الزامات ساختار سرمایه استراتژیک شرکت خود هستند. مدیران ماهر باید پتانسیل رشد شرکت و ریسک تامین مالی مجدد را به طور عینی

ارزیابی کنند و سپس ساختار سرمایه بهینه را طراحی کنند. از آنجایی که مدیران ماهر دارای تجربه مدیریتی برتر و انگیزه های قوی برای افشای شایستگی خود هستند. مطالعه حاضر کمک های مهمی به توانایی مدیریتی و ساختار سرمایه جوامع تحقیقاتی می کند. اول، در مقایسه با مطالعات قبلی که بر تأثیر توانایی مدیریتی بر عملکرد مالی شرکت و ساختار سررسید بدهی تمرکز داشتند، پژوهش حاضر با بررسی رابطه توانایی مدیریتی با تصمیمات انتخاب سرمایه، بدنه دانش را گسترش می دهد. این امر درک ما را از ترجیح مدیران با توانایی بالا برای تامین مالی بدهی بر تامین مالی سهام افزایش می دهد و مستند می کند که توانایی مدیریت عامل مهمی در کارایی مدیریت در تبدیل منابع به درآمد است. با بهترین دانش ما، این اولین تلاش برای پر کردن خلاء در ادبیات با ارزیابی تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه است. دوم، مطالعه حاضر با برجسته کردن تأثیر ساختار سرمایه در به حداقل رساندن عدم تقارن شدید دانش، به ویژه در سازمان هایی که توسط مدیران برتر (با توانایی بالا) اداره می شوند، به ادبیات تئوری سیگنال دهی می افزاید. سوم، بررسی می کنیم که آیا محدودیت های مالی و فرصت های رشد، تأثیر توانایی مدیریتی بر تصمیم های تامین مالی شرکت را تعدیل می کنند یا خیر. در نهایت، یافته های این کار به مجموعه تحقیقاتی رو به رشد در مورد جنبه های عاطفی و شناختی که بر تصمیمات مدیریت تأثیر می گذارند کمک می کند.

## بیان مساله

اخیراً تحقیقات زیادی تأثیر مدیران را در شیوه های سازماندهی، سرمایه گذاری و مباحث مالی شرکتها مورد بررسی قرار داده اند (یانگ و نگویان<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). توانایی مدیریتی بالاتر میتواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت شود، به ویژه در دوره های بحرانی عملیات که تصمیم گیری های مدیریتی میتواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. مدیران توانمندتر به احتمال بیشتر در طرح های سرمایه گذاری می کنند که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارد و همچنین توانایی بیشتری در اجرای مناسب آن خواهند داشت افزون بر این در دوره هایی که شرکت با بحران روبه رو است مدیران توانمندتر تصمیم گیری مناسب تری در ارتباط با تامین منابع مورد نیاز خواهند داشت. همچنین تحقیقات نشان داده است مدیرانی که توانمند هستند به واسطه توانایی های ذاتی خود میتوانند به سرعت از نوع صنعت استراتژیهای سازمانی ضرورتهای اقتصادی، رقابت متغیرهای کلان اقتصادی همچون نرخ بهره و تورم شاخص های مالی همچون شیوه های تامین مالی ریسک، تجاری ریسک، مالی ریسک اعتباری و ریسک سیاسی و ... شناخت کافی به دست آورده و به واسطه شناخت و قدرم درک خود بهترین نوع تامین مالی را که کمترین هزینه مالی را برای شرکت به همراه دارد انتخاب نماید (علی نژاد و تارقی، ۱۳۹۶).

تامین مالی سرمایه برای استراتژی شرکت ضروری است (زاهد و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳)، و مدیران ارشد شرکت معمولاً تصمیمات تامین مالی را می گیرند. هیچ نظریه واحدی برای توضیح رابطه مهارت های مدیریتی و تصمیمات تامین مالی وجود ندارد، نظریه معروف مودیلیانی و میلر<sup>۳</sup> (۱۹۵۸)، بیان می کند که تصمیمات و ارزش های مالی یک شرکت مستقل هستند. نسبت ایده آل بدهی به حقوق صاحبان سهام، که در آن هزینه نهایی بدهی بر مزایای آن بیشتر است، از آن زمان به طور گسترده در ادبیات مورد بحث قرار گرفته است. رویچک و مایرز<sup>۴</sup> (۱۹۶۶)، هزینه های عاملیت و بحران مالی را به پارادایم مودیلیانی-میلر اضافه کردند که منجر به مفهوم بنیادی نظریه مبادله شد. ساختار سرمایه بهینه مزایای

<sup>1</sup> Yang & Neuguan

<sup>2</sup> Zahed et al

<sup>3</sup> Modigliani & Miler

<sup>4</sup> Ribichec & Maiers

سپر مالیات بدهی و هزینه های پیش بینی شده ورشکستگی را متعادل می کند. بدهی جریان های نقدی و ارزش را افزایش می دهد، اما هزینه های ورشکستگی باعث کاهش ارزش می شود. ساختار سرمایه بهینه یک شرکت زمانی اتفاق می افتد که ارزش افزوده شده توسط سپر مالیات بدهی با ارزش افزوده شده توسط هزینه های ورشکستگی برابر باشد. جنسن و مکلینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶)، قضیه هزینه نمایندگی را ارائه کردند و دو مشکل رابطه نمایندگی را در سازمانها شناسایی کردند. اولین مشکل بین سهامداران و دارندگان اوراق به دلیل انگیزه های ریسک پذیری مالکان ایجاد می شود. مشکل دوم بین سرمایه گذاران و مدیران به دلیل تفکیک مالکیت و کنترل ایجاد می شود و مانع از نفوذ کامل سهامداران بر تصمیمات مدیران می شود. علاوه بر این، راس (۱۹۷۷)، اطلاعات نامتقارن را در بررسی ساختار سرمایه شرکت گنجانده است. مدیران با انتخاب یک بسته مالی که ارزش فعلی سیگنال ارسال شده به بازار را با پیامدهای انگیزشی آن متعادل می کند، به سیگنال های سرمایه گذاران پاسخ می دهند و با هدف بهینه سازی بازده انگیزه شان. مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)، تئوری ترتیب نوک زدن را پیشنهاد کردند که از عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخلی و خارجی برای توضیح تصمیمات مالی استفاده می کند. این تئوری پیشنهاد می کند که مدیران منافع سهامداران کنترل کننده را در اولویت قرار می دهند و تا زمانی که تمام گزینه های دیگر برای کاهش هزینه های عدم تقارن اطلاعات تمام نشده اند، از بدهی های پرخطر اجتناب کنند. بنابراین، شرکت های ثروتمند دسترسی بیشتری به منابع مالی دارند و صدور بدهی بر انتشار سهام ترجیح داده می شود. افزایش ارزش سهام به معنای گرانی بیش از حد سهام و تمایل به کاهش سرمایه است.

مدیران مهارت ها و شهرت خود را از طریق تصمیم گیری بهبود می بخشند و منبع ارزشمندی برای ایجاد ارزش برای شرکت ها ایجاد می کنند. تحقیقات توانایی مدیریتی به طور فزاینده ای در دانشگاه اهمیت دارد و مطالعات نشان می دهد که تأثیر آن بر بازده غیرمعمول (هیز و شافر<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹)، فرصت های سرمایه گذاری، اجتناب از مالیات، کاهش ارزش سرقفلی، مدیریت سود، ریسک اعتباری و ساختار بدهی، مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد تجاری پایدار (خان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). مدیران با توانایی بالا تصمیمات مالی بهتری می گیرند و توانایی های آنها به شدت با تصمیمات مالی در سطح شرکت مرتبط است. آنها در انتقال اطلاعات مهم به بازار مهارت دارند و در صورت عملکرد ضعیف شرکت در آینده ممکن است با خطرات مالی و اعتبار بیشتری روبرو شوند.

دمرجیا و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰)، که نشان می دهد چگونه مدیران توانمند اطلاعات مناسب سهامداران را برای کاهش عدم تقارن اطلاعات و افزایش شهرت خود به بازار منتقل می کنند. تامین مالی بدهی می تواند به غلبه بر چالش های هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات کمک کند (بارنیا و همکاران<sup>۵</sup>، ۱۹۸۰). بنابراین، مدیران با توانایی بالا بیشتر از بدهی استفاده می کنند تا توانایی برتر خود را نشان دهند و خود را از مدیران با توانایی کمتر متمایز کنند. توانایی مدیریت برای مدت طولانی با رفتار تجاری مرتبط بوده است، اما مطالعات کمی انجام شده است. ارتباط بین توانایی مدیران و تصمیمات مالی شرکت را بررسی کرده اند. به طور خاص، انتخاب بین تامین مالی بدهی و سهام در حضور مدیران شایسته مبهم است و نیاز به بررسی بیشتر دارد. برای تقویت شهرت خود از طریق سیگنال دهی، مدیرانی که توانایی بالایی دارند، احتمالاً ساختار سرمایه شرکت را با افزایش استفاده از تامین مالی بدهی تغییر می دهند. ناتوانی یک سازمان در انجام تمام سرمایه گذاری های هدفمند با ارزش فعلی خالص مطلوب (ارزش فعلی خالص) به عنوان محدودیت های تامین مالی، مشکلات مالی یا محدودیت سرمایه شناخته می شود. اگر شرکتی نتواند فرصت های سرمایه گذاری سودآور را

<sup>1</sup> Jensen & Mackling

<sup>2</sup> Hiz & Shafer

<sup>3</sup> Khan et al

<sup>4</sup> Demirjan et al

<sup>5</sup> Barnia et al

با استقراض یا انتشار سهام در بازار تأمین مالی کند، این اتفاق می‌افتد. کاست اودیو و مترگر<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، اشاره می‌کنند که مدیران اجرایی با درک مالی بهتر می‌توانند در طول محدودیت‌های تأمین مالی و منابع سرمایه کمیاب، بودجه خارجی دریافت کنند. مشابه این، فرضیه نمایندگی ادعا می‌کند که مدیران مسئول منابع یک شرکت بیشتر به حفاظت از منافع خود علاقه مند هستند تا منافع اصلی خود، یعنی مصرف کنندگان و سرمایه‌گذاران (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). در این میان محدودیت‌های مالی ممکن است ناشی از عملکرد مالی ضعیف شرکت باشد، زیرا ممکن است نگرانی‌هایی را در بین طلبکاران و سرمایه‌گذاران خارجی در مورد توانایی شرکت برای بازپرداخت‌های آتی ایجاد کند و چنین مشاغلی معمولاً در تأمین وام‌های بانکی (تأمین مالی بدهی) با مشکل مواجه هستند. تأثیر محدودیت مالی بر توانایی مدیران و تصمیمات تأمین مالی نامشخص است. با توجه به این تصور که آزادی تأمین مالی سازمان‌های بدون محدودیت مالی بیشتر از سازمان‌های دارای محدودیت مالی است.

از نظر مایرز (۱۹۷۷)، فرصت‌های رشد (جزئی از ارزش شرکت) پتانسیل سرمایه‌گذاری آتی و هزینه‌های متغیر را نشان می‌دهد که به دارایی‌های موجود و هزینه‌های غرق شده بستگی دارد. تأمین مالی بدهی ممکن است به طور موثر مشکلات سرمایه‌گذاری کم را کاهش دهد. بنابراین، مشاغل با چشم انداز سرمایه‌گذاری کافی ممکن است از آن بهره مند شوند. وقتی همه چیز برابر باشد، انتظار می‌رود که تمایل شرکت‌های با رشد بالا برای استفاده از بدهی افزایش یابد زیرا مدیران ماهر در تبدیل ورودی‌ها به خروجی ماهرتر هستند و بهتر می‌توانند سیگنال‌های سرمایه‌گذاری را تشخیص دهند (خان و همکاران، ۲۰۲۲). موقعیت رقابتی یک شرکت و در دسترس بودن رشد در ارزیابی ساختار سرمایه ایده آل باید احتمالات را در نظر گرفت. تئوری‌های سیگنالینگ و قرارداد مبتنی بر مالیات، ارتباط بین فرصت رشد و تصمیمات تأمین مالی سرمایه را توضیح می‌دهند. بر اساس تز مبتنی بر مالیات، فرصت‌های رشد و اهرم مالی رابطه منفی دارند. برای حمایت از این موقعیت، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد دارند، جریان‌های نقدی نامشخصی دارند که انگیزه اهرم مالی پایین را ایجاد می‌کند (اسمیت و واتس<sup>۲</sup>، ۱۹۹۲).

فازاری و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۸۸)، کپلن و زینگالس<sup>۴</sup> (۱۹۹۷)، کلیری<sup>۵</sup> (۱۹۹۹)، و کامپلو و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۰)، نشان دادند که شرکت‌هایی که از لحاظ مالی با محدودیت روبرو هستند حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که از لحاظ مالی با محدودیت روبرو نیستند دارند این مطالعات بر این اشاره دارند زمانی که محدودیت تأمین مالی برای شرکت کاهش یابد اثر فزاینده‌ی تأمین مالی داخلی بر رشد شرکت کاهش می‌یابد در نتیجه شرکت اعتماد و تکیه کمتری بر منابع داخلی داشته و به عنوان منبع اولیه تأمین مالی برای رشد خود به سمت تأمین مالی خارجی روی می‌آورد. رحمان<sup>۷</sup> (۲۰۱۰)، بیان می‌کند که عملکرد اقتصادی بالاتر می‌تواند به تأمین مالی بیشتر برای شرکتها تفسیر شود و عملکرد اقتصادی اثری معنادار بر رشد داشته اما قدرت این اثر نیز وابسته به سطوح محدودیت‌های تأمین مالی شرکت است. سرمایه و اعتبار داخلی نمی‌تواند به سادگی منبع مستقیمی از تأمین مالی باشد اما می‌تواند تا حدی نشانه‌هایی درباره چشم انداز آتی فراهم آورد به گونه‌ای که عملکرد گذشته اطلاعاتی راجع به فرصت‌های آینده ارائه می‌دهد.

<sup>1</sup> Odio & Menesgr

<sup>2</sup> Smith & Waths

<sup>3</sup> Fasari et al

<sup>4</sup> Coplen & Zingales

<sup>5</sup> Cliry

<sup>6</sup> Campelo et al

<sup>7</sup> Rahman

با تکیه بر مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سوال می باشد که مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه با نقش تعدیل گر محدودیت های تامین مالی و فرصت های رشد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تاثیری دارد؟

### پیشینه پژوهش

فارسانی و همکاران (۱۴۰۳)، به بررسی تاثیر تنوع جنسیتی هیئت مدیره بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تامین مالی شرکت در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش حاضر سعی دارد تا تاثیر تنوع هیئت مدیره بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تامین مالی شرکت های از ۱۳۹۵ لغایت ۱۴۰۱ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نماید. بدین منظور اطلاعات مربوط به ۱۰۵ شرکت نیز با استفاده از روش حذف هدفمند به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیده اند. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است. یافته های این پژوهش نشان می دهد که بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تامین مالی شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، تنوع جنسیتی اعضای هیات مدیره منجر به تضعیف رابطه مثبت بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تامین مالی شرکت ها می گردد.

فتاحی (۱۴۰۲)، توانایی مدیریت و اعتبار تجاری با تأکید بر نقش رتبه بندی اعتباری و محدودیت مالی را بررسی کرد. از اطلاعات مالی ۱۶۱ شرکت (۱۶۱۰ سال-شرکت) پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس روش غربالگری سیستماتیک و روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. یافته ها نشان داد که توانایی مدیریت تاثیر مثبت و معناداری بر اعتبار تجاری دارد. علاوه بر این، این نتایج در شرکت های دارای رتبه اعتباری پایین تر و در شرکت های دارای محدودیت بالاتر، قوی تر است. به این معنا که در شرکت های دارای رتبه اعتباری پایین تر و در شرکت های دارای محدودیت بالاتر، توانایی مدیریت نقش پررنگ تری در نجات شرکت ها از وضعیت های بحرانی دارد. بر اساس این یافته ها می توان گفت که اعتباردهندگان از توانایی مدیریت شرکت های مشتری یا اعتبارگیرنده استقبال می کنند و بنابراین، مایل به ارائه اعتبار به آن ها هستند.

حسن ملکی (۱۴۰۱)، به بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد پرداخته است. تعداد ۱۵۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. نتایج آماری نشان داد توانایی مدیریت در شرکت ها سبب کاهش محدودیت های مالی و بهبود ارزش نگهداشت وجه نقد می شود.

ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۱)، بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی را بررسی کردند. ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ حاکی از آن است که بین بیش اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه گذاری و تامین مالی داخلی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

چهارسوقی کمال و خاکبازان احسان (۱۳۹۷)، به یکپارچه سازی تصمیمات مالی و فیزیکی در یک زنجیره تامین مبتنی بر ارزش پرداخته اند. پس از ارائه مسائلی با ابعاد مختلف و تایید اعتبار و کارایی مدل پیشنهادی، به بررسی اثرات وجود اختیارات پیش فروش، پیش خرید و خرید و فروش مدت دار پرداخته شده است. نتایج بدست آمده نشان می دهند که بدون وجود این اختیارات، ارزش زنجیره می تواند تا ۶۴٪ کاهش داشته باشد.

شکرخواه جواد و قاصدی دیزجی کیوان (۱۳۹۵)، به تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران پرداخته اند. از بین متغیرهای کلان اقتصادی سه متغیر نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی و نرخ بهره بانکی با نسبت بدهی به عنوان شاخصی جهت تصمیمات تامین مالی مدیران رابطه ای معنادار و با جهت منفی دارد، ولی متغیرهای نرخ برابری ارز و میزان اعتبارات بانکی با نسبت بدهی رابطه ای معنادار ندارند.

کچولی محمد (۱۳۹۵)، نقش اطلاعات مالی و حسابداری جهت تصمیمات مربوط به تامین، تخصیص و کنترل منابع اقتصادی در اختیار مدیران را بررسی کرده است. یافته ها نشان میدهد در سالهای اخیر تلفیق علم حسابداری و کامپیوتر باعث گردیده است که با استفاده از ابزارها و روش های نوین شاهد سرعت و دقت روز افزون در سیستم های مالی باشند. استقرار سیستم های خبره نرم افزاری هزینه های عملیاتی را بشدت کاهش داده و ارائه خدمات مالی را بسیار سود آور نموده است.

زهید و همکاران (۲۰۲۳)، به بررسی توانایی مدیریت و تصمیمات تامین مالی سرمایه: هدایت شرکت های چینی از طریق محدودیت های تامین مالی و فرصت های رشد از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ پرداختند. این مهارت مدیریتی با تامین مالی بدهی قابل توجهی مرتبط است. مدیرانی که مهارت های مدیریتی بالایی دارند، احتمالاً از منابع مالی بیشتری برخوردار خواهند بود، زیرا می توانند آینده اقتصادی شرکت های خود را پیش بینی کنند و با درایت اطلاعات خصوصی را منتقل کنند، نابرابری اطلاعات را کاهش داده و شهرت خود را افزایش دهند. علاوه بر این، نویسندگان همچنین نشان می دهند که شرکت هایی با منابع مالی محدود و فرصت های رشد، این رابطه را قوی تر می کنند. ساختار سرمایه و یافته های مهارت مدیریتی تحت تأثیر مشخصات جایگزین، عوامل حذف شده، سوگیری گروه صنعتی و درون زایی قرار نمی گیرند.

تسای و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، تحقیقی با عنوان توانایی مدیریت، محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آنان در تحقیق خود نشان دادند که توانایی مدیریت منجر به کاهش محدودیت های مالی و افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد می شود.

تسای و همکاران (۲۰۲۱)، تحقیقی با عنوان توانایی مدیریت، محدودیت های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آنان در تحقیق خود نشان دادند که توانایی مدیریت منجر به کاهش محدودیت های مالی و افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد می شود.

چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱)، تامین مالی شرکتی فرصت های سرمایه گذاری در دنیای مالکیت متقابل نهادی را بررسی کردند. آنها دریافتند که مالکان متقابل نهادی، تامین مالی فرصت های سرمایه گذاری را برای شرکت هایی که وابستگی بیشتری به تامین مالی خارجی دارند، آنهایی که محیط گزارشگری مالی نامشخص دارند و آنهایی که رقابت در بازار محصول بیشتری دارند، تسهیل می کنند. مقاله آنها بینش جدیدی در مورد اینکه چگونه یک شرکت می تواند از حضور مالکان متقابل سازمانی بهره مند شود، ارائه می دهد.

لی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، توانایی مدیریتی و فرصت سرمایه گذاری شرکتی را بررسی کردند. یافته های آنها تأیید می کند که شرکت هایی که مدیرانی با توانایی برتر دارند، می توانند از طریق فرصت های سرمایه گذاری بهتر، سود اقتصادی بیشتری کسب کنند. از طریق تحقیقات، سیاست گذاران و سرمایه گذاران می توانند به توانایی مدیریتی توجه بیشتری داشته باشند.

هی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۹)، مقاله ای با عنوان "اعتماد بیش از حد مدیریتی، تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری: شواهدی از چین" ارائه دادند. آنها نشان دادند که تامین مالی داخلی می تواند فرصت های تجاری را تامین مالی کند و کمبود سرمایه را کاهش دهد، اما ممکن است باعث سرمایه گذاری بیش از حد، به ویژه در شرکت هایی با اعتماد بیش از حد مدیریتی شود. این مشکل سرمایه گذاری بیش از حد به طور قابل توجهی با اعتماد بیش از حد مدیریتی به شرکت های دولتی مرتبط است تا غیردولتی.

<sup>1</sup> Tesi et al

<sup>2</sup> Chen et al

<sup>3</sup> Lee et al

<sup>4</sup> Hee et al

کوکس<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)، توانایی مدیریتی، فرصت های رشد و عملکرد عرضه اولیه سهام را بررسی کرد. شرکت هایی که مدیران با کیفیت بالا دارند، نسبت به مدیران با کیفیت پایین، کاهش قیمت بیشتری را تجربه می کنند. به همین ترتیب، شرکت های دو طبقه از هر نوع مدیر و رشدی وجه نقد و اهرم کمتری دارند. علاوه بر این، یافته ها حداقل شواهدی را نشان می دهند که شرکت های دو طبقه در عرضه اولیه عمومی سهام یک طبقه ضعیف عمل می کنند و حداقل حمایت را برای فرضیه استقرار مدیریتی ارائه می دهند.

### فرضیه های پژوهش

- ✓ فرضیه اول: مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- ✓ فرضیه دوم: محدودیت های مالی بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.
- ✓ فرضیه سوم: فرصت های رشد بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

یکی از اصلی ترین بخش های هر کار پژوهشی، تشریح نحوه جمع آوری داده ها است. چنانچه این کار به شکل منظم و صحیح صورت پذیرد، کار تجزیه و تحلیل و تفسیر نتایج با سرعت، دقت و اطمینان مناسبی صورت خواهد گرفت. روش های گردآوری اطلاعات پژوهش به دو دسته کلی کتابخانه ای و میدانی تقسیم می شود. برای جمع آوری داده ها در پژوهش، چهار روش عمده (داده های آرشیوی یا اسنادی، پرسشنامه، مشاهده و مصاحبه) وجود دارد. پژوهشگران باید نحوه گردآوری داده ها را به طور شفاف و دقیق در مقاله خود تشریح کنند. برای نمونه، نکل و شارما (۲۰۱۴) بیان می کنند که داده هایشان را از پایگاه داده بین المللی «کامپوست» استخراج کرده اند. محمدرضائی و محمد- صالح (۲۰۱۶)، نحوه جمع آوری داده های پژوهش خود را بدین شکل بیان کرده اند: «داده ها به صورت دستی از روی گزارش های مالی سالیانه شرکت ها جمع آوری شده است. گزارش مذکور در وبسایت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار در دسترس هستند». با توجه به این که داده های شرکت های ایرانی در پایگاه های داده بین المللی مانند کامپوست، دیتا استریم و بلومبرگ وجود ندارد، پژوهشگران باید به این موضوع اشاره کنند که داده های یاد شده از طریق سایر وبسایت ها (مانند وبسایت سازمان بورس و اوراق بهادار یا کدال) در دسترس همگان هستند.

جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳ در بورس اوراق بهادار تهران بوده اند، که حائز شرایط زیر باشند:

✓ تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۹۶ باشد و تا پایان سال ۱۴۰۳ نیز در فهرست بورس اوراق بهادار تهران باشند.

✓ در دوره مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

✓ داده های مورد نظر این پژوهش برای آنها در دسترس باشد.

✓ شرکت های انتخاب شده جزء بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشند.

با اعمال محدودیت های فوق ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در دوره زمانی ۹ ساله بین سال های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ در بورس اوراق بهادار تهران بعنوان نمونه این پژوهش انتخاب شده است.

<sup>1</sup> Cocks

### مدل و متغیرها

مدل رگرسیونی فرضیه اول:

$$\text{Financing Decisions}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MA}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{t,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{MTB}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم:

$$\text{Financing Decisions}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MA}_{it} + \beta_2 \text{FC}_{it} + \beta_3 (\text{MA} * \text{FC}) + \beta_4 \text{Size}_{t,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی فرضیه سوم:

$$\text{Financing Decisions}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MA}_{it} + \beta_2 \text{Growth}_{it} + \beta_3 (\text{MA} * \text{Growth}) + \beta_4 \text{Size}_{t,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### متغیر وابسته

تصمیمات تامین مالی سرمایه (Capital Financing Decisions):

پویایی ساختار سرمایه به عنوان نماینده ای برای اهرم (پارامترهای مبتنی بر بازار و ارزش دفتری) مانند مطالعات قبلی (مورلک و همکاران، ۲۰۱۲). معادله زیر اندازه گیری اهرم مبتنی بر بازار را نشان می دهد:

$$Mklv_{it} = \frac{FD_{it}}{MCap_{it}}$$

در معادله  $Mklv_{it}$  به اهرم  $i$  بازار شرکت در زمان  $t$  اشاره دارد،  $FD_{it}$  ترکیبی از بدهی مالی کوتاه مدت و بلند مدت است.  $MCap_{it}$  ارزش بازار شرکت ها را نشان می دهد.

$$Bklv_{it} = \frac{STD_{it} + LTD_{it}}{TA_{it}}$$

معادله اندازه گیری  $Bklv_{it}$  (اهرم های مبتنی بر ارزش دفتری) را برای  $i$  شرکت در زمان  $t$  مورد استفاده در مطالعه حاضر نشان می دهد.  $STD_{it}$ ،  $LTD_{it}$  و  $TA_{it}$  به ترتیب نشان دهنده بدهی کوتاه مدت، بدهی بلند مدت و کل دارایی ها هستند.

### متغیر مستقل

مدیران ماهر (MA):

توانایی مدیریت Ability به منظور اندازه گیری توانایی مدیریت از الگویی که دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳)، ارائه کرده اند استفاده شده است. سنجش توانایی مدیران با استفاده از این الگو در دو گام صورت میگیرد. گام اول ابتدا کارایی شرکت با استفاده از روش تحلیل پوششی داده ها (DEA) با در نظر گرفتن بهای تمام شده کالای فروش رفته (CGS) هزینه های اداری عمومی و فروش (SG&A) داراییهای ثابت مشهود (PPE) اجاره عملیاتی (Opsease) مخارج تحقیق و توسعه (R&D) و داراییهای نامشهود (Intan) به عنوان متغیرهای ورودی و فروش (Sale) به عنوان متغیر خروجی سنجیده می شود. DEA یک مرز کارایی را برای شرکتها فراهم میکند اندازه کارایی (۰) که DEA تولید میکند یک عدد بین صفر و یک است. شرکتهایی با نمره کارایی یک شرکتهایی هستند که بسیار کارا بوده و شرکتهایی که امتیاز کارایی آنها کمتر از یک است زیر مرز کارایی قرار دارند و باید با کاهش هزینه ها یا با افزایش درآمدها به مرز کارایی برسند؛

همچنین به منظور جلوگیری از اثر، مضاعف، مبلغ اجاره عملیاتی از هزینه های اداری عمومی و فروش کسر شده است. برای سنجش کارایی شرکت ها از رابطه زیر می شود.

$$\text{Max}\theta = (\text{Sales})(\varphi_1 \text{ CGS} + \varphi_1 \text{ SG\&A} + \varphi_1 \text{ PPE} + \varphi_1 \text{ Opslease} + \varphi_1 \text{ R\&D} + \varphi_1 \text{ Intan})^{-1}$$

گام دوم کارایی محاسبه شده شرکتها متأثر از دو عامل ویژگی های شرکتی و توانایی مدیران است؛ بنابراین باید این دو عامل از یکدیگر تفکیک شوند در این راستا ابتدا از یک رگرسیون که ارتباط کارایی شرکتها را با ویژگیهای شرکتی نشان میدهد به شرح رابطه زیر استفاده میشود:

$$\text{FirmEF} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size} + \alpha_2 \text{Market Share} + \alpha_3 \text{Free Cash Flow} + \alpha_4 \text{LN(Age)} + \varepsilon$$

پسماندهای باقیمانده حاصل از مدل، نشاندهند امتیاز توانایی مدیران شرکت است. در این الگو:

FirmEF: کارایی شرکت است که از مدل بالا به دست میآید.

Size: اندازه شرکت که برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی جمع داراییها استفاده میشود.

Share Market: سهم شرکت از فروش صنعت است که برابر با فروش پایان هر سال شرکت تقسیم بر فروش صنعت در پایان سال مربوط است.

Age: عمر شرکت است.

Cash Free: نماد جریان نقد آزاد.

اگر شرکتی جریان نقدی مثبت داشته باشد شاخص جریانهای نقدی آزاد برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. جریانهای نقدی آزاد به شرز رابطه زیر محاسبه میشود:

FCF جریانهای نقدی آزاد

CIP هزینه بهره پرداختی

TAXP مالیات پرداختی

OP سود عملیاتی قبل از استهلاک

DPP سودهای سهام پرداختی

TA جمع کل داراییها در دوره قبل است.

### متغیرهای تعدیلگر

محدودیت های مالی (FC):

محدودیت های مالی به درماندگی مالی شرکت اشاره دارد. معیار درماندگی مالی بوده، شایان ذکر است که در این تحقیق نیز همانند تحقیق انجام توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، شرکت های ورشکسته شرکت های محسوب می شوند که مشمول آستانه مدل درماندگی مالی آلتمن هستند. احتمال وقوع درماندگی مالی را از طریق ترکیب نسبت های مالی که عملیات و وضعیت مالی یک شرکت را به آسانی آشکار می سازد، تخمین می زنند. مدل پیشنهادی آلتمن یکی از با سابقه ترین و معتبرترین مدل ها جهت پیش بینی درماندگی مالی است که تاکنون در کشورهای مختلفی آزمون شده است. برای اندازه گیری این متغیر از متغیر مجازی استفاده می شود؛ در صورتیکه معیار آلتمن بیانگر درماندگی مالی و در ناحیه درماندگی مالی باشد برابر با یک در غیر این صورت برابر با صفر خواهد شد.

مدلی که آلتمن تدوین کرد به شرح زیر است:

$$Z = 1.1x_1 + 1.4x_2 + 3.3x_3 + 0.6x_4 + 0.99x_5$$

رابطه (۱)

X1 کل دارایی / سرمایه در گردش

X2 کل دارایی / سود انباشته

X3 کل دارایی / درآمد قبل از بهره و مالیات

X4 ارزش دفتر بدهی / ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

X5 کل دارایی / کل فروش

در این مدل:

if:  $Z < 1.18$  شرکت درمانده مالی

if:  $1.81 < Z < 2.675$  شرکت در ناحیه درماندگی مالی

if:  $Z > 2.675$  احتمال درماندگی مالی شرکت خیلی کم

فرصت های رشد (Growth opportunities):

رشد شرکت با MBE (نسبت بازار به دفتر) و نرخ رشد فروش (رشد فروش) اندازه گیری می شود. MBE فرصت های سرمایه گذاری بلندمدت را جذب می کند، در حالی که رشد فروش منعکس کننده تقاضای بازار فوری برای محصولات یک شرکت است که نشان دهنده پتانسیل رشد آینده است (شانگ، ۲۰۲۱). به طور دقیق، MBE به صورت زیر محاسبه می شود:

$$MBE_{it} = \frac{MCap_{it}}{Bkvale_{it}}$$

در جایی که  $MBE_{it}$  به بازار  $i$  شرکت به ارزش دفتری در زمان  $t$  اشاره دارد،  $MCap_{it}$  ارزش بازار را نشان می دهد و  $Bkvale_{it}$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

$$SG_{it} = \frac{Sales_{it} - Sales_{i(t-1)}}{Sales_{i(t-1)}}$$

معادله محاسبه  $SG_{it}$  (رشد فروش) را برای  $i$  شرکت در زمان  $t$  مورد استفاده در مطالعه حاضر نشان می دهد. انتظار می رود شرکت هایی با MBE و رشد فروش بالا فرصت های رشد بیشتری داشته باشند. متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها شرکت  $i$  در سال  $t$  (مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲). از این متغیر جهت کنترل اندازه شرکت ها استفاده می شود.

اهرم مالی (LEV): نسبت ارزش دفتری بدهی های بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$  (احمد<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۲؛ نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹) از این متغیر جهت کنترل پوشش بدهی شرکت ها استفاده می شود.

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

<sup>1</sup> Ahmed

ارزش شرکت (MTB): عبارت است نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (حاصل ضرب قیمت بازار هر سهم در پایان هر سال در تعداد سهام) به ارزش دفتری آن در شرکت i در سال t. (احمد و دلمان، ۲۰۰۷).

$$\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش شرکت}}$$

بازده دارایی‌ها (ROA): عبارت است از نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها (عبداله زاده و عبدالله زاده، ۱۳۸۷):

$$\text{بازده دارایی‌ها} = \frac{\text{سود خالص قبل از بهره و مالیات}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

### یافته های پژوهش

### یافته‌های توصیفی

به منظور شناخت بهتر جامعه مورد پژوهش و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شوند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تصمیمات تامین مالی سرمایه	مدیران ماهر	محدودیت های مالی	فرصت های رشد	اندازه شرکت	اهم مالی	ارزش شرکت	بازده دارایی‌ها
میانگین	۰.۰۲۳			۰.۱۱۵	۱۴.۵۲۵	۰.۵۵۶	۳.۴۰۷	۰.۱۹۰
میان	۰.۰۵۲			۰.۰۸۲	۱۴.۲۲۲	۰.۵۶۴	۲.۳۱۵	۰.۱۶۷
انحراف معیار	۰.۱۰۲			۰.۱۱۸	۱.۶۱۱	۰.۲۲۱	۵.۲۳۷	۰.۱۴۷
بیشترین	۰.۱۷۶	۱	۱	۰.۵۴	۲۰.۱۸۳	۲.۰۷۸	۸۷.۰۷	۱.۳۶
کمترین	-۰.۱	۰	۰	۰	۱۰.۳۵۲	۰.۰۱۳	-۳۱.۹۱۲	-۰.۲۸۹
چولگی	-۰.۰۲۳			۱.۰۲۰	۰.۸۸۷	۰.۳۴۰	۵.۳۶۷	۰.۹۱۱
کشدگی	۱.۳۷۸			۳.۳۲۵	۳.۸۵۴	۵.۳۸۹	۷۳.۳۰۲	۶.۲۷۵

جدول (۲): توزیع فراوانی متغیر (مدیران ماهر)

عنوان	درصد فراوانی
شرکتهای بدون مدیران ماهر	۶۶.۲۷
شرکتهای دارای مدیران ماهر	۳۳.۷۳

جدول (۳): توزیع فراوانی متغیر (محدودیت های مالی)

عنوان	درصد فراوانی
شرکتهای بدون محدودیت های مالی	۸۷.۷۱
شرکتهای دارای محدودیت های مالی	۱۲.۲۹

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای اندازه شرکت برابر با (۱۴.۵۲۵) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است.

### آزمون مانایی متغیرها

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر اینصورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. مانایی یا نامانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل، ناپایا باشند در عین حالی که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد ضریب تعیین به دست آمده آن می‌تواند بسیار بالا باشد و باعث شود تا محقق استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد بنابراین استفاده از داده‌های نامانا می‌تواند منجر به رگرسیون‌های کاذب شود.

جدول (۴): آزمون مانایی (هادری) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
تصمیمات تامین مالی سرمایه	-۴۶.۰۳۱	۰.۰۰۰	مانا است
مدیران ماهر	-۲۳.۶۲۹	۰.۰۰۰	مانا است
محدودیت‌های مالی	-۱۵.۹۰۷	۰.۰۰۰	مانا است
فرصت‌های رشد	-۲۴.۰۸۰	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	۷.۹۴۲	۱	مانا نیست
اهرم مالی	-۷.۲۵۸	۰.۰۰۰	مانا است
ارزش شرکت	-۲۳.۹۰۵	۰.۰۰۰	مانا است
بازده دارایی‌ها	-۱۶.۸۰۳	۰.۰۰۰	مانا است
آزمون هم‌جمعی			
مدل	آماره	سطح معناداری	
مدل اول	-۲۰.۶۶۸	۰.۰۰۰	
مدل دوم	-۲.۷۱۳	۰.۰۰۳	
مدل سوم	-۲۲.۳۵۴	۰.۰۰۰	

با توجه به جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرها (به جز اندازه شرکت) کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست. همچنین در بررسی مدل خطاها مشاهده می‌شود سطح معناداری هر سه مدل کمتر از ۵ درصد است و بیانگر مانا بودن آزمون‌ها می‌باشد.

### آزمون تشخیص توزیع نرمال

یکی از آزمون‌هایی که نرمال بودن متغیرهای مورد استفاده را مورد آزمون قرار می‌دهد آزمون جاک-برا است. اگر مقادیر محاسباتی آماره جاک-برا (J-B) از مقدار بحرانی جدول کای دو بزرگتر نباشد، نرمال بودن توزیع جملات پسماند رد نمی‌شود. اما زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشند، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است.

**جدول شماره (۵): نتایج آزمون توزیع نرمال**

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
تصمیمات تامین مالی سرمایه	۱۰.۵۰۰	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
مدیران ماهر	۱۴.۶۵۰	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
محدودیت های مالی	۱۰.۵۳۴	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
فرصت های رشد	۱۰.۱۷۵	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۹.۲۳۹	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۷.۲۶۲	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
ارزش شرکت	۱۴.۹۶۹	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده دارایی ها	۸.۷۵۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
آزمون نرمالیت خطا			
نام مدل	آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۲.۰۵۷	۰.۵۶۸	توزیع نرمال دارد
مدل دوم	۸.۵۳۹	۰.۴۳۸	توزیع نرمال دارد
مدل سوم	۱۱.۹۷۸	۰.۵۷۸	توزیع نرمال دارد

نرمال بودن متغیرها: طبق نتایج آزمون مشاهده می شود که سطح معناداری متغیرها کمتر از ۵ درصد می باشد لذا دارای توزیع نرمال نمی باشند. همچنین در بررسی مدل های خطا مشاهده میشود که سطح هر سه آزمون بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای توزیع نرمال می باشند.

**آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن**

گاهی اوقات داده هایی که ما با آن ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده های سری زمانی و هم مقطعی می باشد. به چنین مجموعه ای از داده ها عموماً پانلی از داده ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می شود. بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روشهای رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می شود. در صورتی که میزان معناداری آماره ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰.۰۵ باشد، داده های تابلوبی (پانل دیتا) انتخاب می شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

**جدول (۶): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)**

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱.۳۸	۰.۰۰۶	داده های تابلوبی
مدل دوم	۱.۳۶	۰.۰۰۹	داده های تابلوبی
مدل سوم	۱.۳۸	۰.۰۰۶	داده های تابلوبی

با توجه به جدول ۶، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده های تابلوبی (پانل دیتا) در مقابل رویکرد داده های تلفیقی (پول) مورد پذیرش قرار می گیرند.

**جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن**

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۲۴.۹۰	۰.۰۰۰	رویکرد اثرات تصادفی

مدل دوم	۱۲۰.۲۴	۰.۰۰۰	رویکرد اثرات تصادفی
مدل سوم	۱۲۱.۵۷	۰.۰۰۰	رویکرد اثرات تصادفی

با توجه به جدول ۷، چون سطح معناداری همه مدل ها کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد اثرات تصادفی در مقابل رویکرد اثرات ثابت عرض از مبدا مورد پذیرش قرار می گیرند.

### ناهمسانی واریانس در مقادیر خطا

در ترکیب داده های مقطعی و سری زمانی، تا حد زیادی مشکلات مربوط به ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی را رفع می کند. به هر حال، زمانی که داده های پژوهش از نوع ترکیبی است و قصد بررسی فروض کلاسیک وجود داشته باشد، از بین فروض مذکور صرفاً فرض های ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی مورد تأیید قرار می گیرد.

#### جدول (۸): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (برپوش - پاگان - گودفری)

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰	۴۶۵۷.۶۰	مدل اول
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰	۴۴۴۶.۶۹	مدل دوم
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰	۴۶۳۰.۸۱	مدل سوم

نتایج حاصل در جدول ۸ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل ها رفع گردیده (با روش وزن دهی به داده ها از طریق دستور gls) است.

### خود همبستگی مقادیر خطا

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می شوند، بنابراین لازم می باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین زن های OLS دیگر در بین تمام تخمین زن ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده های سری زمانی دیده می شود.

#### جدول (۹): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی (برپوش - گودفری)

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۰۰	۱۵۸.۱۹۹	مدل اول
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۰۰	۵۵۳۳.۸۴۳	مدل دوم
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۰۰	۱۱۹.۶۷۱	مدل سوم

با توجه به نتایج جدول شماره ۹، مشاهده می شود که سطح معناداری آزمون در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی است. که با استفاده از دستور AR(۱) که همان خودرگرسیو مرتبه اول می باشد که در نرم افزار، این مشکل رفع شده است.

### آزمون هم خطی

موضوع بعدی بررسی همخطی شدید میان متغیرها می باشد به این معنا که زمانی که متغیرهای مستقل تحقیق با یکدیگر همبستگی بالایی داشته باشند، این موضوع منتهی به کاهش کارایی مدل می گردد. یکی از روش ها، آزمون

عامل تورم واریانس می باشد زمانی که آماره مذکور کمتر از عدد ۱۰ باشد، می توان نتیجه گرفت که هم خطی قابل اغماض می باشد نتایج این آزمون در جدول ۹-۴. نمایش داده شده است (سوری، ۱۳۹۴).

#### جدول (۱۰): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
مدیران ماهر	۱.۳۹
اندازه شرکت	۱.۳۵
اهرم مالی	۱.۰۳
ارزش شرکت	۱.۰۲
بازده دارایی‌ها	۱.۰۰

#### جدول (۱۱): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
مدیران ماهر	۱.۳۹
محدودیت های مالی	۱.۰۷
مدیران ماهر * محدودیت های مالی	۱.۰۲
اندازه شرکت	۱.۳۵
اهرم مالی	۱.۰۳
ارزش شرکت	۱.۰۲
بازده دارایی‌ها	۱.۰۰

#### جدول (۱۲): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی سوم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
مدیران ماهر	۱.۳۹
فرصت های رشد	۱.۰۳
مدیران ماهر * فرصت های رشد	۱.۰۴
اندازه شرکت	۱.۳۵
اهرم مالی	۱.۰۴
ارزش شرکت	۱.۰۴
بازده دارایی‌ها	۱.۰۳

همانطور که در نتایج آزمون هم خطی در جداول فوق قابل مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۵ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد.

### فرضیه اول

مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه تاثیر معناداری دارد.

#### جدول (۱۳): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مدیران ماهر	۰.۰۰۵	۰.۰۰۰	۹.۹۳	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۰۲۶	۰.۰۰۱	۱۵.۴۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۱۶۴	۰.۰۰۳	۴۶.۲۳	۰.۰۰۰
ارزش شرکت	۰.۲۴۷	۰.۰۰۵	۴۹.۲۸	۰.۰۰۰
بازده دارایی‌ها	-۰.۰۰۲	۰.۰۰۰	-۲۳.۵۹	۰.۰۰۰

عرض از مبدا	۱۰۰۳۴	۰۰۰۰۷	۱۳۴۰۳۳	۰۰۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۹۵ درصد	دوربین واتسون		۲۰۱۷
آماره فیشر	۲۰۰۵۸	سطح معناداری آماره فیشر		۰۰۰۰۰

مشاهده می شود که متغیر مدیران ماهر دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه تاثیر مستقیم معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۹۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

### فرضیه دوم

محدودیت های مالی بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

#### جدول (۱۴): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مدیران ماهر	۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰	۱۰۷۵	۰۰۰۰۰
محدودیت های مالی	۰۰۰۱۹	۰۰۰۰۲	۷۰۰۱	۰۰۰۰۰
مدیران ماهر * محدودیت های مالی	۰۰۰۰۵	۰۰۰۰۰	۱۲۰۸۵	۰۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰۰۰۰۵	۰۰۰۰۰	۸۰۴۷	۰۰۰۰۰
اهرم مالی	۰۰۱۶۲	۰۰۰۰۳	۴۱۰۳۴	۰۰۰۰۰
ارزش شرکت	۰۰۲۴۳	۰۰۰۰۵	۴۳۰۹۴	۰۰۰۰۰
بازده دارایی ها	-۰۰۰۰۲	۰۰۰۰۰	-۲۱۰۳۰	۰۰۰۰۰
عرض از مبدا	۱۰۰۳۸	۰۰۰۰۸	۱۲۱۰۳۳	۰۰۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۹۴ درصد	دوربین واتسون		۲۰۱۷
آماره فیشر	۲۰۰۳۳	سطح معناداری آماره فیشر		۰۰۰۰۰

مشاهده می شود که اثر تعاملی مدیران ماهر \* محدودیت های مالی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب مثبت می باشد از این رو می توان گفت که محدودیت های مالی بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۹۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

### فرضیه سوم

فرصت های رشد بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

#### جدول (۱۵): تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مدیران ماهر	۰۰۰۰۵	۰۰۰۰۰	۱۰۰۸۰	۰۰۰۰۰

فرصت های رشد	۰.۰۱۲	۰.۰۰۲	۵.۱۶	۰.۰۰۰
مدیران ماهر * فرصت های رشد	-۰.۰۴۵	۰.۰۰۱	-۲۳.۶۱	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	-۰.۰۵	۰.۰۰۰
اهرم مالی	-۰.۰۱۱	۰.۰۰۳	-۳.۸۳	۰.۰۰۰
ارزش شرکت	۰.۰۰۰	۰.۰۰۴	۰.۰۳	۰.۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰.۱۶۲	۰.۰۰۳	۵۰.۷۱	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	۰.۲۴۳	۰.۰۰۴	۵۳.۶۵	۰.۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۹۶ درصد	دوربین واتسون		۲.۱۷
آماره فیشر	۱۶.۲۲	سطح معناداری آماره فیشر		۰.۰۰۰

مشاهده می شود که اثر تعاملی مدیران ماهر \* فرصت های رشد دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که فرصت های رشد بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۹۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

توانایی مدیریت و تامین مالی به مجموعه مهارت‌ها و دانش‌هایی اشاره دارد که یک مدیر برای برنامه‌ریزی، سازماندهی، هدایت و کنترل منابع مالی یک سازمان به منظور دستیابی به اهداف مالی و اقتصادی آن سازمان نیاز دارد. این شامل تصمیم‌گیری در مورد چگونگی تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع مالی به بهترین شکل ممکن است. فرصت‌های رشد و تامین مالی به معنای شناسایی و بهره‌برداری از موقعیت‌هایی است که به کسب‌وکارها و افراد کمک می‌کند تا با جذب سرمایه، توسعه یابند و به اهداف مالی خود دست یابند. این فرصت‌ها می‌توانند در قالب سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نوآورانه، استفاده از ابزارهای مالی نوین مانند تأمین مالی جمعی، و یا جذب سرمایه‌گذاری خارجی باشند. در این راستا این پژوهش به بررسی تأثیر مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه با نقش تعدیل گر محدودیت های تامین مالی و فرصت های رشد می‌پردازد. در این پژوهش، جامعه مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۴ تا سال ۱۴۰۳ (تعداد ۱۴۲ شرکت) می‌باشد. فرضیه های پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره با داده‌های پنل مورد آزمون و بررسی قرار گرفت.

**فرضیه اول:** مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد.

متغیر مدیران ماهر دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدیران ماهر بر تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر مستقیم معناداری دارد. در این راستا آندرو و همکاران (۲۰۱۳)، اقدام به بررسی رابطه توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ کردند و آنها نیز همانند دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳)، متغیرهای حسابداری را به عنوان معیار اندازه گیری توانایی مدیریت به کار بردند و به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهش خود تحت عنوان کمی کردن توانایی مدیریت برای اولین بار اقدام به طراحی الگویی کردند که با استفاده از متغیرهای حسابداری، توانایی مدیریت را به صورت کمی اندازه گیری میکند آنها از الگوی تحلیل پوششی داده ها برای اندازه گیری کارایی شرکت

استفاده کرده و در مرحله بعدی با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و کنترل ویژگیهای ذاتی شرکت، اقدام به تفکیک توانایی مدیریت و کارایی ذاتی شرکت نمودند. حاجیها و قیلاوی (۱۳۹۰)، به سنجش توانایی مدیریت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند در این پژوهش برای ارزیابی توانایی های مدیریت با استفاده از داده های مالی از روش ریاضی تحلیل پوششی داده ها استفاده شده است و به این نتیجه رسیدند که تحلیل پوششی داده ها ابزار قدرتمند مدیریتی در ارزیابی عملکرد واحدهای تصمیم گیرنده است.

**فرضیه دوم:** محدودیت های مالی بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد. اثر تعاملی مدیران ماهر \* محدودیت های مالی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب مثبت می باشد از این رو می توان گفت که محدودیت های مالی بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد. توانایی مدیریت و محدودیت مالی دو عامل مهم در عملکرد یک شرکت هستند. توانایی مدیریت به مهارت ها و دانش مدیران در اداره شرکت و اتخاذ تصمیمات مالی صحیح اشاره دارد. محدودیت مالی به موانعی اشاره دارد که یک شرکت برای تأمین منابع مالی لازم برای سرمایه گذاری ها و عملیات خود با آن مواجه است. آندو و همکاران (۲۰۱۴)، اقدام به بررسی رابطه توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول دوره بحران مالی سال ۲۰۰۸ کردند. آنها متغیرهای حسابداری را به عنوان اندازه گیری توانایی مدیریت بکار بردند و به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد و در طول بحران سال مالی ۲۰۰۸ مدیران توانا تر منابع، شرکت بدهی ها و مخارج سرمایه-ای را نسبت به مدیران دارای توانایی پایین تر بصورت کارا تری به کار برده اند. دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهش خود تحت عنوان کمی کردن توانایی مدیریت برای اولین بار اقدام به طراحی الگوی کردند که با استفاده از متغیرهای حسابداری توانایی مدیریت را به صورت کمی اندازه گیری می کند آنها الگوی تحلیل پوششی دادهها برای اندازه گیری کارایی شرکت استفاده کرده و در مرحله بعد با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و کنترل ویژگی های ذاتی شرکت اقدام به تفکیک توانایی مدیریت و کارایی شرکت نمودند. اریلیچ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سرمایه گذاری در دوران بحران مالی پرداختند. نتایج نشان میدهد که رابطه مثبت بین توانایی مدیریتی و سرمایه گذاری شرکتی وجود دارد. در نهایت، بازار سهام سرمایه گذاری های دوره بحران را مثبت ارزیابی میکند اما این اثر تنها در میان شرکتهایی که با توانایی مدیریتی بالا قبل از بحران مشخص میشوند مشهود است به طور کلی، نتایج با این دیدگاه سازگار است که توانایی مدیریتی بالا به کاهش مشکلات سرمایه گذاری کم در طول بحران کمک می کند که در طول بحران مالی ارزش شرکت را افزایش می دهد.

**فرضیه سوم:** فرصت های رشد بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد. اثر تعاملی مدیران ماهر \* فرصت های رشد دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که فرصت های رشد بر رابطه مدیران ماهر و تصمیمات تامین مالی سرمایه تأثیر معناداری دارد. فرصت های رشد و توانایی مدیریت دو جنبه کلیدی در پیشرفت شغلی و شرکت هستند. فرصت های رشد به افراد امکان می دهند تا مهارت ها و دانش خود را توسعه دهند و در شغل خود پیشرفت کنند. توانایی مدیریت نیز به افراد کمک می کند تا تیم ها و پروژهها را به طور مؤثر رهبری و هدایت کنند. در این راستا زهید و همکاران (۲۰۲۳)، به بررسی توانایی مدیریت و تصمیمات تامین مالی سرمایه: هدایت شرکت های چینی از طریق محدودیت های تامین مالی و فرصت های رشد از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ پرداختند. این مهارت مدیریتی با تامین مالی بدهی قابل توجهی مرتبط است. مدیرانی که مهارت های مدیریتی بالایی دارند، احتمالاً از منابع مالی بیشتری برخوردار خواهند بود، زیرا می توانند آینده اقتصادی شرکت های خود را پیش بینی کنند و با درایت اطلاعات خصوصی را منتقل کنند، نابرابری اطلاعات را کاهش داده و شهرت خود را افزایش دهند. علاوه بر این، نویسندگان همچنین نشان می دهند که شرکت هایی با منابع مالی محدود و

فرصت‌های رشد، این رابطه را قوی‌تر می‌کنند. ساختار سرمایه و یافته‌های مهارت مدیریتی تحت تأثیر مشخصات جایگزین، عوامل حذف شده، سوگیری گروه صنعتی و درون زایی قرار نمی‌گیرند. همچنین تسای و همکاران (۲۰۲۱)، تحقیقی با عنوان توانایی مدیریت، محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آنان در تحقیق خود نشان دادند که توانایی مدیریت منجر به کاهش محدودیت‌های مالی و افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد می‌شود. به مدیران شرکتها پیشنهاد می‌شود با اتخاذ تصمیمات درست حاکمیتی سعی در افزایش فرصت‌های رشد در شرکت باشند تا منجر به جلب توجه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری شود. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در بررسی شرکتها برای سرمایه‌گذاری، شرکت‌های دارای مدیران ماهر را در الویت سرمایه‌گذاری قرار دهند. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود بر اساس معیاری جامع شرکت‌های بورسی را از جهت مدیران ماهر رتبه بندی و در قالب گزارشی افشا کنند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود سعی در بررسی شرکتها برای سرمایه‌گذاری، به محدودیت‌های تامین مالی شرکت نیز توجه داشته باشند. به حساب‌برسان پیشنهاد می‌شود در انجام حسابرسی نسبت به شرکت‌های دارای محدودیت مالی حساسیت بیشتری داشته باشند.

## منابع

- ✓ ابراهیمی، آیت اله، سلگی، محمد، وجودی نوبخت، آرمین، (۱۴۰۱)، بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی، نشریه: پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، دوره ۳، شماره ۳، صص ۱۰۳-۱۳۵.
- ✓ چهارسوقی، کمال، خاکبازان، احسان، (۱۳۹۷)، یکپارچه سازی تصمیمات مالی و فیزیکی در یک زنجیره تامین مبتنی بر ارزش، نشریه: مدل سازی در مهندسی، دوره ۱۶، شماره ۵۴، صص ۲۲۷-۲۳۹.
- ✓ حسن ملکی، علیرضا، (۱۴۰۱)، بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد، تحلیل بازار سرمایه، شماره ۶، صص ۱۴۰-۱۶۳.
- ✓ شکرخواه جواد، قاصدی دیزجی، کیوان، (۱۳۹۵)، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران، نشریه: مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۵۱، صص ۷۹-۱۱۱.
- ✓ فتاحی، یاسین، (۱۴۰۲)، توانایی مدیریت و اعتبار تجاری: با تأکید بر نقش رتبه‌بندی اعتباری و محدودیت مالی، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، شماره ۲۲، صص ۹۳-۱۲۶.
- ✓ کچولی، محمد، (۱۳۹۵)، نقش اطلاعات مالی و حسابداری جهت تصمیمات مربوط به تامین، تخصیص و کنترل منابع اقتصادی در اختیار مدیران، همایش: کنفرانس بین المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- ✓ Baik, B., Choi, S. and Farber, D.B. (2020), "Managerial ability and income smoothing", The Accounting Review, Vol. 95 No. 4, pp. 1-22.
- ✓ Barnea, A., Haugen, R.A. and Senbet, L.W. (1980), "A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework", The Journal of Finance, Vol. 35 No. 5, pp. 1223-1234.
- ✓ Chen Yangyang a, Qingyuan Li b, Jeffrey Ng c, Chong Wang (2021). Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership. Volume 69, August 2021, 102041.

- ✓ Cheung, K.T.S., Naidu, D., Navissi, F. and Ranjeeni, K. (2017), "Valuing talent: do CEOs' ability and discretion unambiguously increase firm performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 42, pp. 15-35.
- ✓ Cox, J.S. (2017), "Managerial ability, growth opportunities, and IPO performance", *Managerial Finance*, Vol. 43 No. 4, pp. 488-507. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2016-0218>
- ✓ Custodio, C. and Metzger, D. (2014), "Financial expert CEOs: CEO' s work experience and firm' s financial policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 114 No. 1, pp. 125-154.
- ✓ Demerjian, P., Lev, B. and McVay, S. (2012), "Quantifying managerial ability: a new measure and validity tests", *Management Science*, Vol. 58 No. 7, pp. 1229-1248.
- ✓ Demerjian, P., Lewis-Western, M. and McVay, S. (2020), "How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability?", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 35 No. 2, pp. 406-437.
- ✓ Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983), "Separation of ownership and control", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26 No. 2, pp. 301-325.
- ✓ Flannery, M.J. (1986), "Asymmetric information and risky debt maturity choice", *The Journal of Finance*, Vol. 41 No. 1, pp. 19-37.
- ✓ Hayes, R.M. and Schaefer, S. (1999), "How much are differences in managerial ability worth?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27 No. 2, pp. 125-148.
- ✓ Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- ✓ Kaplan, S.N., Klebanov, M.M. and Sorensen, M. (2012), "Which CEO characteristics and abilities matter?", *The Journal of Finance*, Vol. 67 No. 3, pp. 973-1007.
- ✓ Khan, M.K., Naeem, K. and Xie, M. (2022), "Does managerial ability transform organization from the inside out? Evidence from sustainability performance of financially constrained firms in an emerging economy", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 25 No. 2, pp. 897-910.
- ✓ Khoo, J. and Cheung, A. (2022), "Managerial ability and debt maturity", *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 18 No. 1, 100295.
- ✓ Lee Chien-Chiang a, Chih-Wei Wang a, Wan-Chien Chiu b, Te-Sheng Tien (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. Volume 57, May 2018, Pages 65-76.
- ✓ Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261-297.
- ✓ Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 2, pp. 147-175.
- ✓ Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, pp. 187-221.
- ✓ Robichek, A.A. and Myers, S.C. (1966), "Problems in the theory of optimal capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 1 No. 2, pp. 1-35.
- ✓ Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 23-40.
- ✓ Smith, C.W. Jr. and Watts, R.L. (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32 No. 3, pp. 263-292.
- ✓ Tsai, J.F, Mai.N. T & Bui.D.G. (2021). Managerialability, financial constraints, and the value of cash holding, *Applied Economics Letters*, DOI:10.1080/13504851.2020.1870917.

- ✓ Ying He a, Cindy Chen b, Yue Hu (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. Volume 47, January 2019, Pages 501-510.
- ✓ Zahid, R.M.A., Saleem, A. and Maqsood, U.S. (2023), “ESG performance, capital financing decisions, and audit quality: empirical evidence from Chinese state-owned enterprises”, Environmental Science and Pollution Research, Vol. 30, pp. 44086-44099.

