



## مدل علی تصمیم‌گیری مدیران با زمینه مالی: بررسی اثرات مستقیم و غیرمستقیم بر افزایش دارایی‌های مالی شرکت

مریم طباطبائی<sup>۱</sup>

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران

اکرم راعی دهقی

کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران

زهرا معصومی بیلندی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران

محمدحسین فتحه

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۳۰ تیر ۱۴۰۴؛ تاریخ پذیرش: ۱ اردیبهشت ۱۴۰۵)

این پژوهش به بررسی تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر گرایش شرکت به مالی‌سازی با تأکید بر نقش میانجی اعتماد به نفس بیش‌ازحد و محدودیت تأمین مالی می‌پردازد. جامعه آماری شامل شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است که پس از غربالگری، ۱۴۷۵ مشاهده سال-شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. روش پژوهش کاربردی و از نوع رگرسیون داده‌های پانل است. نتایج نشان می‌دهد پیشینه مالی مدیرعامل به‌طور مستقیم موجب افزایش سطح مالی‌سازی شرکت‌ها می‌شود. با این حال، اعتماد به نفس بیش‌ازحد نیز نقش میانجی معناداری در رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی ایفا نمی‌کند. این یافته نشان می‌دهد که در بستر نهادی و ساختاری شرکت‌های مورد بررسی، تصمیمات مربوط به مالی‌سازی بیش از آنکه متأثر از سوگیری‌های رفتاری مدیران باشد، تحت تأثیر قیود اقتصادی و ساختاری قرار دارد. در مقابل، شواهد حاکی از آن است که محدودیت تأمین مالی به‌عنوان یک قید اقتصادی، نقش تعیین‌کننده‌ای در تعدیل مسیر اثرگذاری پیشینه مالی مدیرعامل ایفا می‌کند. همچنین در شرکت‌های بزرگ با جریان‌های نقدی عملیاتی پایین، رابطه میان پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی معکوس شده و ماهیتی منفی به خود می‌گیرد. این پژوهش با به چالش کشیدن دیدگاه غالب مبنی بر نقش یکنواخت و تقویت‌کننده تجربه مالی مدیران در مالی‌سازی، نشان می‌دهد که اثر ویژگی‌های مدیریتی ماهیتی اقتضایی، غیرخطی و وابسته به شرایط نقدینگی شرکت دارد. همچنین این نتایج بر ضرورت هم‌راستاسازی انتخاب مدیران ارشد با وضعیت مالی و محدودیت‌های نقدینگی شرکت تأکید داشته و بیان می‌کند که اتکای صرف بر سوابق مالی مدیرعامل، بدون توجه به قیود ساختاری، می‌تواند به تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب منجر شود. این یافته‌ها می‌تواند برای هیئت‌مدیره‌ها، سیاست‌گذاران حاکمیت شرکتی و نهادهای ناظر بازار سرمایه در طراحی سازوکارهای کنترل و ارزیابی مدیران مورد استفاده قرار گیرد.

**واژه‌های کلیدی:** پیشینه مالی مدیرعامل، مالی‌سازی شرکت، اعتماد به نفس بیش‌ازحد، محدودیت تأمین مالی.

<sup>1</sup> m.tabatabaeian@pnu.ac.ir

## مقدمه

در دهه‌های اخیر، مالی‌سازی شرکت‌ها به یکی از روندهای اساسی در اقتصاد جهانی تبدیل شده است. این پدیده به معنای افزایش وابستگی بنگاه‌ها به فعالیت‌های مالی به جای فعالیت‌های تولیدی است و پیامدهای عمیقی برای ساختار سرمایه، رشد بلندمدت و پایداری شرکت‌ها به همراه دارد. شواهد تجربی نشان می‌دهد که گرچه مالی‌سازی می‌تواند در کوتاه‌مدت منابع نقدی و انعطاف مالی بیشتری برای شرکت‌ها فراهم کند، اما در بلندمدت با کاهش سرمایه‌گذاری واقعی، افت بهره‌وری و تضعیف رشد اقتصادی همراه است [۲۸]. این مسئله به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه، با توجه به محدودیت‌های نهادی و نیاز مبرم به رشد تولید و اشتغال، از اهمیت دوچندانی برخوردار است و مالی‌سازی را به یک موضوع راهبردی فراتر از یک انتخاب صرفاً مالی تبدیل می‌کند.

برخلاف رویکردهای سنتی که گرایش شرکت‌ها به فعالیت‌های مالی را عمدتاً حاصل عوامل بیرونی نظیر شرایط اقتصادی، ساختار بازار و محدودیت‌های نهادی می‌دانند، پژوهش‌های نوین بر نقش تعیین‌کننده ویژگی‌های فردی مدیران ارشد، به‌ویژه مدیرعامل، در شکل‌دهی تصمیمات راهبردی شرکت تأکید دارند [۱۰]. در این دیدگاه، تصمیمات مالی شرکت صرفاً واکنشی به محیط نیست، بلکه بازتابی از تجربیات، ترجیحات و چارچوب‌های شناختی مدیران است. از این منظر، شناخت ویژگی‌های مدیرعامل می‌تواند به درک دقیق‌تری از مسیر تخصیص منابع، سطح ریسک‌پذیری و جهت‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود.

نظریه سلسله‌مراتب عالی که توسط همبریک و میسون (۱۹۸۴) مطرح شد، مبنای نظری این رویکرد رفتاری را فراهم می‌کند. این نظریه بیان می‌کند که تصمیمات کلان سازمانی، بازتابی از ارزش‌ها، تجربیات و پیشینه مدیران ارشد است. بر این اساس، پیشینه مالی مدیرعامل به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های شناختی-تجربی، می‌تواند ترجیحات راهبردی شرکت را به‌طور معناداری تحت تأثیر قرار دهد و در تبیین گرایش شرکت به مالی‌سازی نقش کلیدی ایفا کند [۱۵].

در همین راستا، شواهد تجربی بین‌المللی نشان می‌دهد مدیرانی که سابقه فعالیت در نهادهای مالی یا تحصیلات مرتبط دارند، گرایش بیشتری به نگهداری دارایی‌های مالی و تخصیص منابع به فعالیت‌های مالی از خود نشان می‌دهند [۱]. مطالعه پیشگام کاستودیو و متزگر<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) نشان داد که این مدیران، به‌واسطه تسلط بیشتر بر ابزارهای مالی و دسترسی به شبکه‌های نهادی، سیاست‌هایی اتخاذ می‌کنند که منجر به افزایش سهم دارایی‌های مالی در ترازنامه شرکت می‌شود [۱۰]. همچنین، پژوهش کنگ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۵) شواهدی ارائه می‌کند مبنی بر اینکه پیشینه مالی مدیرعامل با افزایش سطح مالی‌سازی و کاهش نسبی سرمایه‌گذاری واقعی همراه است [۱۷]. این یافته‌ها، اهمیت تحلیل درونی‌تر تصمیمات مالی و توجه به عوامل رفتاری مدیران را برجسته می‌سازد.

<sup>1</sup> Custódio & Metzger

<sup>2</sup> Kang

علاوه بر اثر مستقیم پیشینه مالی مدیرعامل، ادبیات نظری و تجربی بر نقش سازوکارهای میانجی در این رابطه تأکید دارد. یکی از این سازوکارها، محدودیت تأمین مالی است که دسترسی شرکت به منابع خارجی را محدود کرده و می‌تواند شرکت‌ها را به سمت فعالیت‌های مالی کوتاه‌مدت سوق دهد. پژوهش لی<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۱) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که با محدودیت‌های شدید تأمین مالی مواجه‌اند، تمایل بیشتری به کسب بازده از طریق دارایی‌های مالی دارند. در این چارچوب، مدیران دارای پیشینه مالی ممکن است با اتخاذ سیاست‌های خاص تأمین مالی و مدیریت نقدینگی، به‌طور غیرمستقیم بر شدت این محدودیت‌ها و در نتیجه بر مالی‌سازی شرکت اثر بگذارند.

سازوکار میانجی دیگر، ویژگی‌های رفتاری مدیرعامل، به‌ویژه اعتماد به نفس بیش‌ازحد است. این ویژگی می‌تواند منجر به بیش‌برآورد بازده مورد انتظار و ارزیابی نادرست ریسک شود و در نتیجه، تمایل مدیران به تصمیمات مالی جسورانه و پرریسک را افزایش دهد [۲۰]. شواهد تجربی نشان می‌دهد مدیران بیش‌اعتماد، فرصت‌های مالی را خوش‌بینانه‌تر ارزیابی کرده و نقش فعال‌تری در تصمیمات مالی شرکت ایفا می‌کنند [۱۶].

با وجود گسترش این ادبیات در سطح بین‌المللی، در فضای پژوهشی ایران بررسی نظام‌مند اثر پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی‌سازی شرکت‌ها، به‌ویژه با در نظر گرفتن هم‌زمان سازوکارهای میانجی رفتاری و ساختاری، همچنان محدود است. اگرچه برخی مطالعات داخلی به نقش بیش‌اعتمادی مدیران در تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند، اما تعامل پیچیده میان پیشینه مالی مدیرعامل، محدودیت‌های تأمین مالی و ویژگی‌های رفتاری در فرآیند مالی‌سازی، کمتر به‌صورت تجربی و یکپارچه بررسی شده است.

بر این اساس، پژوهش حاضر با بهره‌گیری از چارچوب نظری نظریه سلسله‌مراتب عالی و ادبیات مالی رفتاری، به بررسی اثر پیشینه مالی مدیرعامل بر سطح مالی‌سازی شرکت‌های ایرانی می‌پردازد و نقش میانجی محدودیت تأمین مالی و اعتماد به نفس بیش‌ازحد را به‌طور هم‌زمان مورد آزمون قرار می‌دهد. انتظار می‌رود نتایج این پژوهش، علاوه بر توسعه ادبیات مالی رفتاری در ایران، شواهد کاربردی معتبری برای سیاست‌گذاران، سهامداران و هیأت‌مدیره در زمینه انتصاب مدیران، طراحی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و پایش رفتارهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها فراهم آورد.

### پیشینه و مبانی نظری

با وجود تحولات اقتصادی طی دوره‌های اخیر، مالی‌سازی به یکی از پدیده‌های مهم و تأثیرگذار در اقتصاد جهانی و نظام‌های مالی بنگاه‌ها تبدیل شده است. مفهوم مالی‌سازی به‌طور کلی به افزایش سهم فعالیت‌های مالی نسبت به فعالیت‌های تولیدی در ساختار اقتصادی شرکت‌ها اشاره دارد [۲۸]. در این فرایند، بنگاه‌ها به جای تمرکز صرف بر تولید و توسعه بازارهای واقعی، به کسب بازده از دارایی‌های مالی، اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های غیرعملیاتی گرایش پیدا می‌کنند [۲۴].

<sup>1</sup> Li

در تبیین پدیده مالی سازی، چندین نظریه بنیادی می توانند چارچوب نظری معناداری فراهم کنند. نخست، نظریه نمایندگی مطرح می کند که در غیاب هم راستایی منافع مدیران و مالکان، مدیران ممکن است تصمیماتی اتخاذ کنند که بیشتر در راستای منافع شخصی خودشان باشد تا منافع ذی نفعان شرکت [۱۵]. بر همین اساس، چنانچه مدیران انگیزه هایی برای افزایش بازدهی کوتاه مدت داشته باشند یا بخواهند کارنامه مدیریتی خود را بهتر نشان دهند، ممکن است گرایش بیشتری به فعالیت های مالی کوتاه مدت داشته باشند [۳۴]. این نگاه با یافته های حاصل از بررسی ویژگی های فردی مدیران همچون اعتماد به نفس بیش از حد، پیشینه مالی و محدودیت های تأمین مالی سازگار است.

از سوی دیگر، نظریه سلسله مراتب عالی بیان می کند که تصمیمات استراتژیک شرکت ها، بازتابی از ویژگی های روان شناختی، تجربی و شناختی مدیران ارشد هستند. این نظریه به خوبی توجیه می کند که چگونه پیشینه مالی مدیرعامل می تواند به تغییر جهت راهبردهای سرمایه گذاری شرکت و افزایش سهم دارایی های مالی منجر شود [۱۲]. همچنین در چارچوب نظریه سرمایه انسانی، سوابق تحصیلی و حرفه ای مدیران، سرمایه ای دانسته می شود که قابلیت ارتقاء عملکرد سازمانی را دارد. از این منظر، پیشینه مالی مدیرعامل نوعی سرمایه انسانی تخصصی است که باعث بهبود شناخت از ابزارهای مالی و بازار سرمایه شده و مسیر دسترسی شرکت به منابع مالی متنوع را تسهیل می کند [۲۳] و می تواند خوانایی صورت های مالی را نیز بیافزاید [۴].

افزون بر این، نظریه های رفتاری همچون نظریه تصمیم گیری رفتاری<sup>۱</sup>، نقش ویژگی های روانی مانند بیش اطمینانی را در انحراف از تصمیمات عقلایی برجسته کرده اند [۱۶]. این نظریه ها بیان می کنند که مدیران بیش اطمینان معمولاً تمایل دارند توانمندی خود را بیش از حد واقعی برآورد کنند و ریسک های مالی را کمتر از واقعیت ارزیابی نمایند، که این امر ممکن است به مالی سازی بیش از حد و ناکارآمد منجر شود [۲۰].

در این میان، یکی از عواملی که در مطالعات اخیر به عنوان پیش ران مالی سازی مورد توجه قرار گرفته، ویژگی های فردی مدیران ارشد به ویژه مدیرعامل است. مطالعه تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر تصمیمات مالی شرکت از سوی کستودیو و متزگر (۲۰۱۴) [۱۲] به روشنی نشان داد که مدیرانی که تجربه فعالیت در نهادهای مالی یا تحصیلات مالی دارند، تمایل بیشتری به استفاده از ابزارهای مالی و تأمین مالی مبتنی بر بازار دارند. این مدیران، به واسطه دانش تخصصی، درک بهتری از ریسک ها و فرصت های مالی داشته و با بهره گیری از مهارت های تحلیلی خود، بیشتر به سوی سرمایه گذاری در دارایی های مالی، افزایش نقدشوندگی دارایی ها، و بهره برداری از بازارهای سرمایه روی می آورند. مطالعه کنگ و همکاران (۲۰۲۵) [۱۷] نیز نشان داد که مدیرعاملانی با سابقه مالی، گرایش بیشتری به افزایش سهم دارایی های مالی در ترازنامه شرکت ها دارند. این نتیجه بیانگر آن است که پیشینه مالی نه تنها بر ساختار سرمایه شرکت، بلکه

<sup>1</sup> Behavioral Decision Theory

بر ماهیت عملکرد و سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک آن نیز اثرگذار است. پژوهش کیو و فانگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) [۲۳] نیز نشان می‌دهد که این اثر به‌مرور زمان و با افزایش مدت تصدی مدیرعامل تشدید می‌شود. اما در کنار متغیرهای عینی مانند سوابق شغلی، ابعاد روان‌شناختی تصمیم‌گیری مدیران نیز نقش مهمی در فرآیند مالی‌سازی ایفا می‌کند. از جمله آن‌ها، اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیران است که به‌عنوان یکی از ویژگی‌های رفتاری مؤثر در نظریه نمایندگی و روان‌شناسی مالی شناخته شده است. بر اساس یافته‌های هاو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۳) [۱۶] و مشایخ و مرشدی (۲۰۲۰) [۲۰]، مدیران بیش‌اطمینان تمایل دارند توانایی‌های خود را بیش‌ازحد واقعی برآورد کرده و نسبت به ریسک‌های مالی خوش‌بینانه عمل کنند. این رفتار باعث می‌شود که آن‌ها منابع شرکت را به سمت سرمایه‌گذاری‌های پرریسک یا دارایی‌های مالی با بازدهی نامطمئن سوق دهند. در همین راستا، پژوهش ژانگ و یانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) [۳۵] تأکید دارد که بیش‌اطمینانی می‌تواند رابطه میان ویژگی‌های مدیریتی و تصمیمات مالی را تشدید کند و در برخی موارد حتی منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری شود. همچنین تحقیق بتول<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۱) [۱۱] با تمرکز بر نقش ادراک ریسک نشان می‌دهد که بیش‌اطمینانی می‌تواند با کاهش توجه به محدودیت‌های مالی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیرعملیاتی را افزایش دهد.

در عین حال، محدودیت تأمین مالی نیز یکی دیگر از متغیرهای تعدیل‌گر مهم در رابطه میان پیشینه مالی و مالی‌سازی شرکت‌هاست. پژوهش‌های انجام‌شده توسط لی<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۲۱) [۲۰] و ژانگ<sup>۶</sup> (۲۰۲۴) [۳۴] بیانگر آن است که شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی کمتری مواجه‌اند، ظرفیت بالاتری برای مشارکت در فعالیت‌های مالی دارند. از این رو، اگر مدیرعاملی با پیشینه مالی بتواند با کاهش محدودیت‌های تأمین مالی، شرکت را از تنگنای اعتباری خارج کند، احتمال بیشتری برای افزایش فعالیت‌های مالی‌سازی وجود دارد. در این زمینه، پژوهش تجانینگروم و ریزکیانتو<sup>۷</sup> (۲۰۲۰) [۳۱] با تأکید بر تعامل میان ویژگی‌های رفتاری و متغیرهای ساختاری، نشان داده است که اعتماد به نفس زیاد مدیران در شرکت‌هایی که دارای محدودیت تأمین مالی هستند، می‌تواند منجر به تخصیص نادرست منابع و کاهش بهره‌وری سرمایه‌گذاری شود. همچنین بررسی ژانگ (۲۰۲۴) [۳۴] نیز نشان می‌دهد که محدودیت‌های مالی بسته به زمینه نهادی و ساختار بازار، می‌تواند رابطه میان ویژگی‌های مدیران و مالی‌سازی را تعدیل کرده و شدت آن را کاهش یا افزایش دهند.

در نهایت باید تأکید کرد که شواهد تجربی معتبر، چه در کشورهای توسعه‌یافته و چه در اقتصادهای در حال گذار، به‌صورت فزاینده‌ای بر نقش پیشینه مالی مدیرعامل در تصمیمات مالی تأکید دارند. این در

<sup>1</sup> Qi & Fang

<sup>2</sup> Hao

<sup>3</sup> Zhang & Yang

<sup>4</sup> Batool

<sup>5</sup> Li

<sup>6</sup> Zhang

<sup>7</sup> Tejaningrum & Rizkianto

حالی است که بررسی این موضوع در فضای اقتصادی ایران و در ترکیب با سازوکارهای روان‌شناختی و ساختاری، می‌تواند درک بهتری از عوامل اثرگذار بر گرایش شرکت‌ها به مالی‌سازی فراهم سازد و شکاف مهمی در ادبیات داخلی را پوشش دهد [۲، ۳، ۶].

علاوه بر ویژگی‌های فردی مدیرعامل، ویژگی‌های زمینه‌ای شرکت، نظیر اندازه و میزان جریان نقدی عملیاتی، می‌توانند بر شدت تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر تصمیمات مالی‌سازی اثرگذار باشند. در شرکت‌های بزرگ با جریان نقدی محدود، مدیران دارای پیشینه مالی تمایل بیشتری به استفاده از ابزارهای مالی برای کسب بازده کوتاه‌مدت دارند. از منظر نظریه نمایندگی، ساختارهای بزرگ‌تر با نظارت ضعیف‌تر می‌توانند زمینه‌ساز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران شوند. همچنین در چارچوب تئوری منبع‌محور<sup>۱</sup>، مدیران مالی‌محور در شرکت‌های بزرگ ممکن است منابع موجود را به سمت مالی‌سازی سوق دهند. شواهد تجربی نیز حاکی از آن است که در شرکت‌های بزرگ و دارای نقدینگی پایین، اثر مثبت پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی‌سازی تقویت می‌شود. سویی و چن<sup>۲</sup> (۲۰۲۵) [۲۹]، ژانگ (۲۰۲۴) [۳۴] و کیو و فانگ (۲۰۲۳) [۲۳] نیز تأکید کردند که افق تصمیم‌گیری مدیران در شرکت‌های بزرگ و دارای نقدینگی پایین، کوتاه‌مدت‌تر شده و این امر مالی‌سازی را به‌عنوان ابزار کنترل نوسانات مالی تشدید می‌کند. با توجه به ادبیات نظری و یافته‌های تجربی پیش‌گفته، می‌توان انتظار داشت که ویژگی‌های فردی و حرفه‌ای مدیرعامل، از جمله پیشینه مالی، اعتماد بیش‌ازحد و محدودیت‌های تأمین مالی، در تصمیمات مرتبط با مالی‌سازی شرکت نقشی تعیین‌کننده ایفا کنند. بر این اساس، فرضیات پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردند:

فرضیه اول: پیشینه مالی مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر مالی‌سازی شرکت دارد.  
فرضیه دوم: اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیرعامل بر پیشینه مالی و مالی‌سازی شرکت اثر میانجی معناداری می‌گذارد.

فرضیه سوم: محدودیت تأمین مالی بر پیشینه مالی و مالی‌سازی شرکت اثر میانجی معناداری می‌گذارد.  
فرضیه چهارم: تأثیر مثبت پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی‌سازی شرکت، در شرکت‌های بزرگ با جریان نقدی عملیاتی پایین، قوی‌تر است.

### روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های پانل سال-شرکت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ استفاده شده است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که پس از حذف سیستماتیک شرکت‌های دارای داده‌های ناقص یا ویژگی‌های نامتجانس طی ده سال و حذف مشاهدات دارای داده‌های مفقود در متغیرهای کلیدی، تعداد نهایی مشاهدات قابل استفاده در برآورد مدل‌ها به ۱۴۷۵ رسید.

<sup>۱</sup> Resource-Based View (RBV)

<sup>۲</sup> Sui & Chen

به‌منظور بررسی نقش متغیرهای میانجی در رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی شرکت، مطابق پژوهش‌های کاویان و آقاجانی (۱۴۰۳) [۶] و رشیدی‌باغی (۱۳۹۷) [۲] از روش تحلیل میانجی‌گری مبتنی بر چارچوب بارون و کنی<sup>۱</sup> استفاده شد. این روش شامل چند مرحله است که ابتدا تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته (مدل ۱) و سپس تأثیر متغیر مستقل بر متغیر میانجی (مدل‌های ۲-۱ و ۳-۱) بررسی می‌شود. در گام بعدی، هر دو متغیر مستقل و میانجی به طور همزمان در مدل وارد شده و تأثیر آن‌ها بر متغیر وابسته ارزیابی می‌گردد (مدل‌های ۲-۲ و ۳-۲). در این چارچوب، افزایش معنادار ضریب تعیین ( $R^2$ ) پس از ورود متغیر میانجی به عنوان شاهدهی مکمل بر وجود اثر میانجی‌گری در نظر گرفته می‌شود. مدل فرضیه اول (اثر مستقیم پیشینه مالی مدیرعامل) و فرضیه چهارم (اثر مستقیم پیشینه مالی مدیرعامل در شرکت‌های بزرگ با جریان نقد عملیاتی کم):

$$FINRATIO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOFIN_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

مدل‌های فرضیه دوم (میانجی‌گری اعتماد به نفس بیش‌ازحد):

۱. اثر پیشینه مالی بر اعتماد به نفس:

$$overconf_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CEOFIN_{it} + \gamma_2 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲-۱)}$$

۲. اثر هم‌زمان پیشینه مالی و اعتماد به نفس بر مالی‌سازی:

$$FINRATIO_{it} = \delta_0 + \delta_1 CEOFIN_{it} + \delta_2 overconf_{it} + \delta_3 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲-۲)}$$

مدل‌های فرضیه سوم (میانجی‌گری محدودیت تأمین مالی):

۱. اثر پیشینه مالی بر محدودیت تأمین مالی:

$$finconst_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CEOFIN_{it} + \gamma_2 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳-۱)}$$

۲. اثر هم‌زمان پیشینه مالی و محدودیت مالی بر مالی‌سازی:

$$FINRATIO_{it} = \delta_0 + \delta_1 CEOFIN_{it} + \delta_2 finconst_{it} + \delta_3 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳-۲)}$$

به‌منظور اجرای مدل‌های رگرسیونی تحقیق، لازم است متغیرهای اصلی به‌صورت دقیق تعریف و شیوه سنجش آن‌ها مشخص شود. نحوه محاسبه هر متغیر با بهره‌گیری از ادبیات پیشین و با توجه به داده‌های در دسترس در بازار سرمایه ایران تنظیم و در جدول زیر ارائه شده‌است.

جدول ۱- اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

| منبع               | نوع متغیر    | عنوان                        | شاخص اندازه‌گیری                                                                                                                         |
|--------------------|--------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kang et al. (۲۰۲۵) | متغیر وابسته | مالی‌سازی شرکت<br>$FINRATIO$ | نسبت دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها: (دارایی‌های مالی تجاری + دارایی‌های مشتقه + خالص وام‌ها و پیش‌پرداخت‌های اعطایی + دارایی‌های مالی) |

<sup>1</sup> Baron & Kenny

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                            |                  |                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------|
| نگهداری شده تا سررسید + دارایی‌های مالی برای فروش + املاک سرمایه‌گذاری خالص) ÷ کل دارایی‌ها                                                                                                                                                                                                                                                |                                            |                  |                                         |
| اگر مدیرعامل دارای هرگونه سابقه اجرایی یا تحصیلی در حوزه مالی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰                                                                                                                                                                                                                                             | پیشینه مالی مدیرعامل<br><b>CEOFIN</b>      | متغیر مستقل      | <b>Custódio &amp; Metzger</b><br>(۲۰۱۴) |
| $GORWTH ROA_{it} = \theta_0 + \theta_1 GROWTH REVE_{it} + \theta_i + \theta_t + \varepsilon_{it}$<br>که در آن <b>GORWTH ROA</b> رشد کل دارایی‌ها و <b>GROWTH REVE</b> رشد درآمد عملیاتی است. در شرکت‌هایی که باقیمانده رگرسیون آنها بالاتر از میانه صنعت بود، مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد (۱) و سایر شرکت‌ها ۰ در نظر گرفته شدند  | اعتماد به نفس بیش از حد<br><b>overconf</b> | متغیر میانجی اول | <b>Kang et al.</b> (۲۰۲۵)               |
| $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$<br>که در آن <b>Size</b> لگاریتم کل دارایی‌ها و <b>Age</b> سن شرکت است. در این پژوهش، به منظور تفکیک شرکت‌ها از نظر شدت محدودیت تأمین مالی، مقادیر کمتر و بیشتر از میانه شاخص <b>SA</b> به ترتیب به عنوان شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی پایین و بالا طبقه‌بندی شده‌اند. | محدودیت تأمین مالی<br><b>finconst</b>      | متغیر میانجی دوم | <b>Zhang</b><br>(۲۰۲۴)                  |
| لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | اندازه شرکت <b>SIZE</b>                    | متغیر کنترلی     | <b>Kang et al.</b> (۲۰۲۵)               |
| مجموع بدهی‌ها ÷ مجموع دارایی‌ها                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | نسبت بدهی به دارایی <b>LEV</b>             | متغیر کنترلی     | <b>Kang et al.</b> (۲۰۲۵)               |
| سود پس از کسر مالیات ÷ خالص دارایی‌ها                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | بازده خالص دارایی <b>ROA</b>               | متغیر کنترلی     | <b>Hao et al.</b><br>(۲۰۲۳)             |
| دارایی‌های جاری ÷ بدهی‌های جاری                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | نسبت جاری <b>CR</b>                        | متغیر کنترلی     | <b>Kang et al.</b> (۲۰۲۵)               |
| دارایی‌های نامشهود ÷ کل دارایی‌ها                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | دارایی‌های نامشهود <b>INTAN</b>            | متغیر کنترلی     | <b>Zhang</b><br>(۲۰۲۴)                  |

|                                                                  |                                     |                 |                                      |
|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------|--------------------------------------|
| تغییر حقوق صاحبان سهام ÷ حقوق صاحبان سهام<br>در ابتدای دوره      | نرخ انباشت<br>سرمایه <b>CAP-ACC</b> | متغیر<br>کنترلی | <b>Chen et al.</b> (۲۰۲۴)            |
| تغییر در سود هر سهم ÷ تغییر در <b>EBITDA</b>                     | اهرم مالی <b>FLEV</b>               | متغیر<br>کنترلی | <b>Custódio &amp; Metzger</b> (۲۰۱۴) |
| لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت‌مدیره                             | اندازه هیئت‌مدیره<br><b>BDSIZE</b>  | متغیر<br>کنترلی | <b>Arab et al.</b> (۲۰۲۱)            |
| تعداد مدیران مستقل ÷ کل اعضای هیئت‌مدیره                         | درصد مدیران<br>مستقل <b>INDIR</b>   | متغیر<br>کنترلی | <b>Arab et al.</b> (۲۰۲۱)            |
| اگر مدیرعامل همزمان رئیس هیئت‌مدیره باشد ۱،<br>در غیر این صورت ۰ | دوگانگی نقش <b>DUAL</b>             | متغیر<br>کنترلی | <b>Hambrick &amp; Mason</b> (۱۹۸۴)   |

## یافته‌های پژوهش

برای درک مقدماتی از ویژگی‌های داده‌ها، شاخص‌های آماری متغیرهای اصلی پژوهش محاسبه شد که در جدول ۲ نشان داده شده است:

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| انحراف استاندارد | کمترین | بیشترین | میان  | میانگین |                         |
|------------------|--------|---------|-------|---------|-------------------------|
| ۰/۲۰۳            | ۰      | ۲/۱۸۸   | ۰/۲۵۵ | ۰/۲۹۱   | مالی‌سازی شرکت          |
| ۰/۴۹۸            | ۰      | ۱       | ۱     | ۰/۵۴۵   | سابقه مالی              |
| ۰/۴۹۹            | ۰      | ۱       | ۱     | ۰/۵۱۸   | اعتماد بیش از حد مدیران |
| ۰/۳۲۳            | -۳/۰۰۲ | ۰/۹۸۲   | ۰/۴۴۴ | ۰/۴۲۲   | محدودیت تأمین مالی      |
| ۰/۰۳۹            | ۰/۳    | ۰/۶۰۰   | ۰/۶   | ۰/۵۹۵   | درصد هیئت‌مدیره مستقل   |
| ۰/۲۷۲            | ۳      | ۷       | ۵     | ۴/۹۸۷   | اندازه هیئت‌مدیره       |
| ۰/۷۱۱            | ۴/۸۳۳  | ۹/۰۸۹   | ۶/۴۶۹ | ۶/۵۶۶   | اندازه شرکت             |
| ۱/۹۹۹            | ۰/۱۵۵  | ۴۷/۰۶۸  | ۱/۳۸۱ | ۱/۷۴۸   | نسبت جاری               |
| ۰/۰۰۳            | -۰/۰۱۴ | ۰/۰۴۵   | ۰     | ۰/۰۰۱   | اهرم مالی               |
| ۰/۵              | ۰      | ۱       | ۰     | ۰/۴۸۹   | دوگانگی                 |
| ۰/۰۰۶            | ۰      | ۰/۰۵۶   | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۳   | دارایی نامشهود          |
| ۰/۳۲۳            | ۰/۰۱۷  | ۴/۰۰۲   | ۰/۵۵۵ | ۰/۵۵۷   | نسبت بدهی به دارایی     |

|       |         |        |      |       |               |
|-------|---------|--------|------|-------|---------------|
| ۴/۸۴۰ | -۷۹/۸۷۲ | ۷۶/۱۴۲ | ۱/۲  | ۱/۴۶۱ | انباشت سرمایه |
| ۰/۱۷۶ | -۱/۱۹۱  | ۰/۶۸۱  | ۰/۱۲ | ۰/۱۳۳ | بازده دارایی  |

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد میانگین مالی‌سازی شرکت‌ها ۰/۲۹۱ است که بیانگر سهم قابل توجه دارایی‌های مالی در ساختار دارایی شرکت‌ها و وجود گرایش به مالی‌سازی است. متغیر سابقه مالی مدیرعامل با میانگین ۰/۵۴۵ نشان می‌دهد حدود نیمی از مدیران نمونه دارای پیشینه مالی بوده‌اند که حاکی از ناهمگونی در تجربه حرفه‌ای مدیران است. همچنین، متغیر اعتماد بیش‌ازحد مدیران که به‌صورت دوحالته تعریف شده، دارای میانگین ۰/۵۱۸ است و نشان می‌دهد که توزیع مدیران دارای اعتماد به نفس بیش‌ازحد در نمونه پژوهش نسبتاً متوازن است و هر دو الگوی رفتاری (مدیران بیش‌اعتماد و غیربیش‌اعتماد) سهم قابل توجهی از مشاهدات را به خود اختصاص داده‌اند. محدودیت تأمین مالی نیز با میانگین ۰/۴۲۲ نشان‌دهنده اختلاف شرکت‌ها در میزان دسترسی به منابع مالی است و اهمیت این متغیر را به‌عنوان یک کانال اقتصادی در تصمیمات مالی برجسته می‌سازد. متغیرهای کنترلی مربوط به ساختار شرکت، حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های مالی (از جمله اندازه شرکت، اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، نقدینگی، اهرم مالی و بازده دارایی‌ها) از پراکندگی مناسبی برخوردارند که بیانگر ناهمگونی شرکت‌ها از نظر ساختاری و عملکردی است.

در مجموع، آمارهای توصیفی وجود تفاوت‌های معنادار در ویژگی‌های مدیریتی و ساختار مالی شرکت‌ها را تأیید کرده و استفاده از مدل‌های رگرسیونی داده‌های پانل را برای آزمون فرضیه‌های پژوهش توجیه می‌کند.

پیش از آزمون فرضیات پژوهش، مفروضات اولیه مدل‌های رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت. در گام نخست، نتایج آزمون جاک-برا برای متغیرهای اصلی نشان‌دهنده نرمال نبودن توزیع آن‌ها بود (سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۱). در نتیجه، برای رفع این مشکل از رویکرد تبدیل کاکس-باکس استفاده شد (یعقوبی و همکاران، ۱۴۰۲). در ادامه، آزمون ریشه واحد فیشر برای بررسی مانایی متغیرها به‌کار گرفته شد. نتایج این آزمون نشان داد اغلب متغیرها در سطح مانا هستند و تنها متغیرهای عملکرد مدیرعامل و رشد درآمد با یک مرتبه تفاضل مانا شدند؛ بنابراین، مدل‌ها از نظر ایستایی داده‌ها فاقد مشکل هستند. برای اطمینان از استقلال خطاها، از آزمون دوربین-واتسون استفاده شد که مقادیر آماره آن برای تمامی مدل‌ها بین ۱/۸ تا ۲/۱ قرار داشت و حاکی از عدم خودهمبستگی میان اجزاء خطا بود. همچنین، آزمون ناهمسانی واریانس بر مبنای روش پرورش-پاگان انجام شد که سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۱ در تمامی مدل‌ها نشان‌دهنده وجود ناهمسانی واریانس بود. لذا، تخمین‌ها با استفاده از روش‌های مقاوم نسبت به واریانس ناهمسان انجام شده است. از آنجا که داده‌های پژوهش به صورت پانل نامتوازن گردآوری شده‌اند (یعنی تعداد مشاهدات برای شرکت‌ها یکسان نیست)، تمامی تحلیل‌ها و آزمون‌های انجام‌شده با در نظر گرفتن ساختار نامتوازن داده‌ها انجام گرفت تا از بروز خطا در تخمین‌ها جلوگیری شود و نتایج از روایی لازم برخوردار باشند.

در نهایت، آزمون **F** برای بررسی معناداری کلی مدل‌ها انجام شد که در تمامی موارد مقدار سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۱ بوده و تأییدکننده برازش مناسب مدل‌های رگرسیونی است. همچنین، نتایج آزمون هاسمن نشان داد که آماره  $\chi^2$  برای مدل‌های ۱ تا ۳-۲، به‌ترتیب با مقادیر ۵۵/۹۱، ۱۲۲/۹۶، ۷۲/۲۳، ۳۸/۱۵ و ۵۶/۰۷ در سطح ۵ درصد معنادار است ( $p < ۰/۰۵$ ) که در نتیجه مدل اثرات ثابت انتخاب شد. با توجه به تأیید مفروضات آماری مورد نیاز برای اجرای رگرسیون، در ادامه نتایج مدل‌های برآوردشده به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش در جداول ۳ الی ۶ ارائه می‌شود.

برای بررسی تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی‌سازی شرکت، فرضیه ۱ به شرح زیر آزمون شد:

### جدول ۳- نتایج تخمین فرضیه اول

| مدل (۱) متغیر وابسته: مالی‌سازی شرکت |                |                        |            | vif   | نام متغیر            |
|--------------------------------------|----------------|------------------------|------------|-------|----------------------|
| سطح معنی‌داری                        | آماره <b>t</b> | خطای استاندارد         | مقدار ضریب |       |                      |
| ۰/۰۰۰                                | ۵/۸۳۲          | ۰/۰۴۹                  | ۰/۲۸۷      | ۱/۰۴۱ | پیشینه مالی مدیرعامل |
| ۰/۰۰۵                                | ۲/۷۵۷          | ۰/۶۷۸                  | ۱/۸۷۰      | ۱/۰۵۵ | درصد مدیران مستقل    |
| ۰/۸۵۶                                | ۰/۱۸۱          | ۰/۰۹۱                  | ۰/۰۱۶      | ۱/۰۵۴ | اندازه هیئت‌مدیره    |
| ۰/۰۰۰                                | ۷/۹۸۲          | ۰/۰۴۲                  | ۰/۳۳۷      | ۱/۱۹۷ | اندازه شرکت          |
| ۰/۰۵۹                                | ۰/۰۵۳          | ۰/۰۱۳                  | ۰/۰۰۷      | ۱/۲۴۱ | نسبت جاری            |
| ۰/۲۷۶                                | ۱/۰۸۹          | ۰/۰۴۹                  | ۰/۰۵۴      | ۱/۷۷۸ | اهرم مالی            |
| ۰/۰۰۰                                | ۱۰/۸۷۷         | ۰/۰۹۹                  | ۱/۰۸۷      | ۱/۰۴۵ | دوگانگی نقش          |
| ۰/۲۷۰                                | -۱/۱۰۳         | ۳/۶۹۹                  | -۴/۰۸۱     | ۱/۰۴۲ | دارایی‌های نامشهود   |
| ۰/۰۰۰                                | -۳/۸۹۹         | ۷/۹۸۸                  | -۳۱/۱۴۷    | ۱/۳۵۷ | نسبت بدهی به دارایی  |
| ۰/۶۴۴                                | ۰/۴۶۱          | ۰/۰۰۵                  | ۰/۰۰۲      | ۱/۰۱۳ | نرخ انباشت سرمایه    |
| ۰/۰۰۰                                | ۷/۵۹۱          | ۰/۱۹۸                  | ۱/۵۰۴      | ۱/۹۶۴ | بازده دارایی         |
| ۱/۸۳۴                                |                | آماره دوربین واتسون    | کنترل شد   |       | سال و صنعت           |
| ۰/۲۳ (۰/۲۲/۴)                        |                | ضریب تعیین (تعدیل شده) | ۱۴۷۵       |       | تعداد مشاهدات        |

|           |        |                    |       |
|-----------|--------|--------------------|-------|
| آماره فیش | ۱۹/۶۰۷ | معناداری آماره فیش | ۰/۰۰۰ |
|-----------|--------|--------------------|-------|

نتایج نشان داد که پیشینه مالی مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر مالی سازی شرکت دارد (ضریب = ۰/۲۸۷، سطح معناداری  $> ۰/۰۱$ ) و فرضیه اول مورد تأیید است. این نتیجه، شرط اول بررسی فرضیه های دوم و سوم است.

برای بررسی فرضیه دوم و ارزیابی نقش میانجی متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل در رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی سازی شرکت بر اساس رویکرد بارون و کنی، تأیید نقش میانجی مستلزم طی چهار گام تحلیلی است. گام نخست: تأثیر مستقیم متغیر مستقل بر متغیر وابسته (مدل ۱)، گام دوم: تأثیر متغیر مستقل بر متغیر میانجی (مدل ۱-۲) و گام سوم: تأثیر هم زمان متغیر مستقل و میانجی بر متغیر وابسته (مدل ۲-۲).

#### جدول ۴- نتایج تخمین فرضیه دوم

| نام متغیر                    | مدل (۲-۱) متغیر وابسته: اعتماد به نفس |         |               | مدل (۲-۲) متغیر وابسته: مالی سازی |         |               |
|------------------------------|---------------------------------------|---------|---------------|-----------------------------------|---------|---------------|
|                              | مقدار ضریب                            | آماره Z | سطح معنی داری | مقدار ضریب                        | آماره t | سطح معنی داری |
| اعتماد به نفس بیش از حد      | -۰/۰۷۹                                | -۰/۹۸۲  | ۰/۳۲۶         | -۰/۰۰۹                            | -۰/۲۱۲  | ۰/۸۳۲         |
| پیشینه مالی مدیرعامل         | ۲/۸۱                                  | ۱/۹۲۸   | ۰/۰۵۴         | ۰/۰۳۱                             | -۰/۸۵۲  | ۰/۳۹۴         |
| درصد مدیران مستقل            | ۰/۰۲۳                                 | -۰/۱۸۶  | ۰/۸۵۳         | ۰/۰۱۴                             | ۱/۰۶۷   | ۰/۲۸۶         |
| اندازه هیئت مدیره            | ۰/۳۳۱                                 | ۴/۹۲۱   | ۰/۰۰۰         | ۰/۰۰۵                             | ۰/۱۶۷   | ۰/۸۶۷         |
| نسبت جاری                    | ۰/۰۳۷                                 | -۰/۷۲۹  | ۰/۴۶۶         | -۰/۰۱۶                            | -۰/۷۳۷  | ۰/۴۶۱         |
| اهرم مالی                    | -۳/۱۵۲                                | -۰/۱۲۳  | ۰/۹۰۲         | ۷/۳۷۴                             | ۰/۶۴۷   | ۰/۵۱۸         |
| دوگانگی نقش                  | -۰/۰۷۵                                | -۰/۹۳۲  | ۰/۳۵۱         | ۰/۰۱۴                             | ۰/۳۸    | ۰/۷۰۴         |
| دارایی های نامشهود           | -۲۷/۷۶                                | -۴/۸۹۹  | ۰/۰۰۰         | ۱/۳۳۱                             | ۰/۵۱۱   | ۰/۶۰۹         |
| نسبت بدهی به دارایی          | ۰/۷۵۵                                 | ۲/۸۹۴   | ۰/۰۰۴         | ۰/۳۶۲                             | ۳/۲۲۷   | ۰/۰۰۱         |
| نرخ انباشت سرمایه            | ۰/۲۱۴                                 | ۴/۵۹۴   | ۰/۰۰۰         | -۰/۰۵۳                            | -۴/۳۹۱  | ۰/۰۰۰         |
| بازده دارایی                 | -۴/۴۶۷                                | ۸/۵۶۶   | ۰/۰۰۰         | ۰/۲۸۹                             | ۱/۷۳۶   | ۰/۰۸۳         |
| سال و صنعت                   | کنترل شد                              |         |               | کنترل شد                          |         |               |
| تعداد مشاهدات                | ۱۴۷۵                                  |         |               | ۱۴۷۵                              |         |               |
| آماره LR - فیش               | ۲۸۲/۴۳                                |         |               | ۱۳۶/۴۲۹                           |         |               |
| معناداری آماره               | ۰/۰۰۰                                 |         |               | ۰/۰۰۰                             |         |               |
| آماره دوربین واتسون          | -                                     |         |               | ۲/۱۷۶                             |         |               |
| ضریب تعیین / شبه (تعدیل شده) | ٪۱۸                                   |         |               | ٪۶۳ (٪۶۳)                         |         |               |

به دلیل دامی بودن متغیر وابسته در مدل (۲-۱)، از روش لاجیت استفاده شد و نتایج حاکی از عدم معناداری رابطه پیشینه مالی مدیرعامل با اعتماد به نفس بیش از حد است (ضریب = -۰/۰۷۹، سطح معناداری = ۰/۳۲۶). در مدل (۲-۲)، نیز نتایج نشان می دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل تأثیر

معناداری بر مالی‌سازی شرکت ندارد (ضریب =  $0/009$ ، سطح معناداری =  $0/832$ ). همچنین، پیشینه مالی مدیرعامل در حضور متغیر میانجی اثر معناداری بر مالی‌سازی شرکت نشان نمی‌دهد (ضریب =  $0/031$ ، سطح معناداری =  $0/394$ ). همچنین نتایج نشان می‌دهد که با ورود متغیر دامی اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد به مدل، معناداری برخی متغیرهای کنترلی کاهش یافته است؛ امری که می‌تواند به ماهیت گسسته این متغیر و محدودیت آن در انتقال شدت ویژگی‌های رفتاری مدیران مرتبط باشد.

با توجه به عدم معناداری رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و اعتماد به نفس بیش‌ازحد در گام دوم و همچنین عدم معناداری متغیر میانجی در مدل نهایی، اگرچه با ورود متغیر میانجی، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل افزایش یافته و به  $63$  درصد رسیده است، اما این افزایش به‌تنهایی نشان‌دهنده وجود اثر میانجی معنادار نیست.

برای بررسی فرضیه سوم و ارزیابی نقش میانجی متغیر محدودیت تأمین مالی در رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی شرکت نیز از گام استفاده شد. گام نخست: تأثیر مستقیم متغیر مستقل بر متغیر وابسته (مدل ۱)، گام دوم: تأثیر متغیر مستقل بر متغیر میانجی (مدل ۱-۳) و گام سوم: تأثیر متغیر میانجی بر متغیر وابسته، همراه با کنترل متغیر مستقل (مدل ۲-۳).

جدول ۵- نتایج تخمین فرضیه سوم

| نام متغیر            | مدل (۳-۱) متغیر وابسته: محدودیت تأمین مالی |           |               | مدل (۳-۲) متغیر وابسته: مالی‌سازی |           |               |
|----------------------|--------------------------------------------|-----------|---------------|-----------------------------------|-----------|---------------|
|                      | مقدار ضریب                                 | آماره $t$ | سطح معنی‌داری | مقدار ضریب                        | آماره $t$ | سطح معنی‌داری |
| محدودیت تأمین مالی   |                                            |           |               |                                   |           |               |
|                      |                                            |           |               | $-1/087$                          | $1/877$   | $0/000$       |
| پیشینه مالی مدیرعامل | $0/076$                                    | $2/926$   | $0/003$       | $0/287$                           | $5/832$   | $0/000$       |
| درصد مدیران مستقل    | $0/480$                                    | $1/597$   | $0/110$       | $1/870$                           | $2/757$   | $0/005$       |
| اندازه هیئت‌مدیره    | $-0/005$                                   | $-0/124$  | $0/900$       | $0/016$                           | $0/181$   | $0/856$       |
| اندازه شرکت          | $0/047$                                    | $2/465$   | $0/013$       | $0/337$                           | $7/982$   | $0/000$       |
| نسبت جاری            | $0/101$                                    | $1/614$   | $0/000$       | $0/007$                           | $0/053$   | $0/059$       |
| اهرم مالی            | $-2/257$                                   | $4/258$   | $0/000$       | $0/054$                           | $1/089$   | $0/276$       |
| دوگانگی نقش          | $-0/075$                                   | $-2/854$  | $0/004$       | $-4/081$                          | $-1/103$  | $0/270$       |

|                        |            |        |            |             |        |       |
|------------------------|------------|--------|------------|-------------|--------|-------|
| دارایی‌های<br>نامشهود  | ۳/۶۳۱-     | ۱/۹۰۶- | ۰/۰۵۶      | ۳/۱۴۷<br>-۱ | ۳/۸۹۹- | ۰/۰۰۰ |
| نسبت بدهی به<br>دارایی | ۹/۹۳۶      | ۲/۵۰۲  | ۰/۰۱۲      | ۰/۰۰۲       | ۰/۴۶۱  | ۰/۶۴۴ |
| نرخ انباشت<br>سرمایه   | ۰/۰۰۵      | ۲/۴۲۹  | ۰/۰۱۵      | ۱/۵۰۴       | ۷/۵۹۱  | ۰/۰۰۰ |
| بازده دارایی           | ۰/۳۵۰      | ۳/۷۱۱  | ۰/۰۰۰      | ۱/۸۷۰       | ۲/۷۵۷  | ۰/۰۰۵ |
| سال و صنعت             | کنترل شد   |        | کنترل شد   |             |        |       |
| تعداد مشاهدات          | ۱۴۷۴       |        | ۱۴۷۵       |             |        |       |
| آماره فیش              | ۴۷۰/۴۸۶    |        | ۱۹/۶۰۷     |             |        |       |
| معناداری آماره<br>فیش  | ۰/۰۰۰      |        | ۰/۰۰۰      |             |        |       |
| آماره دوربین<br>واتسون | ۲/۱۰۸      |        | ۱/۸۳۴      |             |        |       |
| ضریب تعیین             | ٪۷۹(٪۷۸/۸) |        | ٪۲۳(٪۲۲/۴) |             |        |       |

در مدل ۱-۳، اثر پیشینه مالی مدیرعامل بر محدودیت تأمین مالی (متغیر میانجی) بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد این رابطه معنادار است (ضریب = ۰/۰۷۶،  $p=۰/۰۳$ ). در نتیجه، شرط دوم برقرار است. در مدل ۲-۳، هر دو متغیر پیشینه مالی و محدودیت تأمین مالی وارد مدل شدند. نتایج نشان می‌دهد محدودیت تأمین مالی اثر منفی و معناداری بر مالی‌سازی دارد (ضریب = ۱/۰۸۷-،  $p<۰/۰۱$ ). متغیر پیشینه مالی نیز همچنان مثبت و معنادار باقی مانده است. بنابراین، شرط سوم نیز برقرار است. گام چهارم: بررسی کاهش در ضریب متغیر مستقل پس از ورود متغیر میانجی. با مقایسه ضرایب مشاهده می‌شود که ضریب متغیر پیشینه مالی قبل از ورود متغیر میانجی برابر با ۰/۲۸۷ و بعد از ورود آن نیز بدون کاهش باقی مانده است (۰/۲۸۷). بنابراین، با وجود معناداری متغیر میانجی، تغییری در ضریب متغیر مستقل مشاهده نشده است. از این‌رو، یافته‌ها حاکی از آن است که محدودیت تأمین مالی به‌عنوان کانال اقتصادی مکمل، رابطه بین پیشینه مالی مدیرعامل و مالی‌سازی را به‌صورت معنادار تحت تأثیر قرار می‌دهد و فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌گردد، اما با توجه به حفظ معناداری متغیر مستقل در حضور میانجی، میانجی‌گری در این مدل جزئی تلقی می‌شود.

علاوه بر این، مدل مختص شرکت‌های بزرگ با جریان نقدی پایین نیز تحلیل شد که نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است. شرکت‌های بزرگ به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که اندازه آن‌ها بالاتر از میانه نمونه است. جریان نقدی پایین بر اساس چارک اول جریان نقد عملیاتی تعریف شده است و کاهش تعداد مشاهدات در آزمون فرضیه چهارم ناشی از اعمال این محدودیت‌های نمونه‌ای است.

## جدول ۶- نتایج تخمین فرضیه چهارم

| مدل (۱) متغیر وابسته: مالی سازی شرکت |                     |           |               | نام متغیر            |
|--------------------------------------|---------------------|-----------|---------------|----------------------|
| مقدار ضریب                           | خطای استاندارد      | آماره t   | سطح معنی داری |                      |
| -۰/۱۷۴                               | ۰/۰۶۷               | -۲/۵۸۹    | ۰/۰۰۹         | پیشینه مالی مدیرعامل |
| ۰۶/۲۵۳                               | ۲/۲۸۱               | -۰/۱۰۸    | ۴/۹۱۱         | درصد مدیران مستقل    |
| ۱/۰۲۰                                | ۰/۲۰۰               | ۰/۱۰۳     | ۰/۹۱۷         | اندازه هیئت مدیره    |
| ۰/۱۰۹                                | ۰/۰۵۵               | ۱/۹۶۳     | ۰/۰۵۰         | اندازه شرکت          |
| -۰/۰۸۲                               | ۰/۰۱۰               | -۷/۷۸۸    | ۰/۰۰۰         | نسبت جاری            |
| ۰/۱۵۶                                | ۰/۰۶۳               | ۲/۴۶۹     | ۰/۰۱۴         | اهرم مالی            |
| -۰/۰۳۶                               | ۰/۱۰۹               | -۰/۳۲۷    | ۰/۷۴۴         | دوگانگی نقش          |
| ۰/۴۲۸                                | ۷/۴۵۴               | ۰/۰۵۷     | ۰/۹۵۴         | دارایی های نامشهود   |
| ۱۹/۸۸۱                               | ۹/۳۰۶               | ۲/۱۳۶     | ۰/۰۳۳         | نسبت بدهی به دارایی  |
| ۰/۰۰۳                                | ۰/۰۰۲               | ۱/۶۲۱     | ۰/۱۰۵         | نرخ انباشت سرمایه    |
| -۰/۴۴۹                               | ۰/۱۸۴               | -۲/۴۳۴    | ۰/۰۱۵         | بازده دارایی         |
| کنترل شد                             | آماره دوربین واتسون | ۱/۹۹۸     |               | سال و صنعت           |
| ۸۷۶                                  | ضریب تعیین          | ۴۷۷(۴۶/۳) |               | تعداد مشاهدات        |
| ۴۵/۵۹۱                               | معناداری آماره فیشر | ۰/۰۰۰     |               | آماره فیشر           |

نتایج نشان می‌دهد اثر پیشینه مالی مدیرعامل در این شرکت‌ها معکوس و معنادار است. درواقع پیشینه مالی مدیرعامل در شرکت‌های بزرگ و با جریان نقدی کم، مالی سازی شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین، در فرضیه چهارم پژوهش باوجود معناداری مدل، تأثیر مثبت پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی سازی شرکت تأیید نمی‌شود.

## بحث و نتیجه‌گیری

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که پیشینه مالی مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر مالی سازی شرکت‌ها دارد. به بیان دیگر، مدیرانی که سابقه فعالیت در نهادهای مالی، بانک‌ها، مؤسسات سرمایه‌گذاری یا حوزه‌های مرتبط دارند، تمایل بیشتری به تخصیص منابع شرکت به دارایی‌های مالی نشان می‌دهند. این گرایش می‌تواند ناشی از مهارت‌ها، شبکه‌های ارتباطی و شناخت عمیق‌تر این مدیران از بازارهای مالی باشد که آنان را به بهره‌گیری از فرصت‌های مالی، در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های عملیاتی، سوق می‌دهد. از منظر نظری، این یافته با نظریه سلسله‌مراتب عالی هم‌راستا است که بر نقش ویژگی‌های شناختی،

رفتاری و تجربی مدیران ارشد در تصمیم‌گیری‌های کلان شرکت تأکید دارد و با نتایج مطالعات پیشین از جمله کاستودیو و متزگر (۲۰۱۴) [۱۲] و کنگ و همکاران (۲۰۲۵) [۱۷] مطابقت دارد.

این نتیجه، با برجسته‌سازی نقش ویژگی‌های فردی و تجربی مدیرعامل، به‌ویژه پیشینه مالی، بینش تازه‌ای نسبت به ساختار تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه می‌کند. برخلاف بسیاری از پژوهش‌های پیشین که عمدتاً بر متغیرهای ساختاری یا مالی درون‌شرکتی تمرکز داشته‌اند، یافته حاضر نشان می‌دهد که ویژگی‌های فردی مدیرعامل نیز می‌تواند به‌عنوان یکی از عوامل کلیدی در شکل‌گیری جهت‌گیری‌های مالی شرکت ایفای نقش کند. بر این اساس، توصیه می‌شود در فرآیند انتخاب مدیرعامل، توجه بیشتری به سوابق مالی و تخصص‌های مرتبط صورت گیرد. با این حال، در شرکت‌هایی که مدیران دارای پیشینه مالی قوی هستند، هیئت‌مدیره باید سازوکارهای کنترلی مناسبی برای نظارت بر تخصیص منابع به دارایی‌های مالی طراحی کند تا از افزایش بیش‌ازحد مالی‌سازی جلوگیری شود؛ از جمله از طریق تعریف معیارهای عملکردی مبتنی بر نسبت سرمایه‌گذاری مالی به عملیاتی.

در آزمون فرضیه دوم، ابتدا مدل نخست اثر پیشینه مالی مدیرعامل بر اعتماد به نفس بیش‌ازحد را بررسی کردیم. نتایج نشان داد که پیشینه مالی مدیرعامل تأثیر معناداری بر بروز اعتماد به نفس بیش‌ازحد ندارد. این یافته بیانگر آن است که تجربه و تخصص مالی لزوماً به شکل‌گیری سوگیری بیش‌اعتمادی در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی منجر نمی‌شود. به عبارت دیگر، اعتماد به نفس بیش‌ازحد را نمی‌توان صرفاً پیامد سوابق حرفه‌ای مدیران دانست؛ بلکه این ویژگی رفتاری محصول تعامل پیچیده‌ای از عوامل فردی، شناختی و محیطی است. این نتیجه نشان‌دهنده محدودیت فرضیات ساده‌شده برخی تفسیرهای رفتاری نظریه سلسله‌مراتب عالی است، که تجربه و تخصص مدیران را به‌طور مستقیم با سوگیری‌های رفتاری پیوند می‌دهند. در واقع، سازوکارهای نهادی، چارچوب‌های حاکمیت شرکتی و محدودیت‌های محیطی می‌توانند نقش بازدارنده‌ای در بروز رفتارهای مبتنی بر بیش‌اعتمادی ایفا کنند. این یافته با شواهد نظری همسوست که نشان می‌دهد اعتماد به نفس بیش‌ازحد محصول تعامل عوامل فردی، شناختی و محیطی و نه صرفاً تجربه حرفه‌ای است [۲، ۳].

در مرحله بعد، اثر هم‌زمان پیشینه مالی و اعتماد به نفس بیش‌ازحد بر مالی‌سازی شرکت بررسی شد. نتایج حاکی از آن است که اعتماد به نفس بیش‌ازحد تأثیر معناداری بر مالی‌سازی ندارد و اثر پیشینه مالی نیز با ورود این متغیر دیگر معنادار نیست. این یافته نشان می‌دهد که در چارچوب اندازه‌گیری حاضر، اعتماد به نفس بیش‌ازحد توان تبیینی مستقلی برای رفتار مالی‌سازی شرکت‌ها ندارد و اثر ویژگی‌های رفتاری مدیران به‌صورت اقتضایی و زمینه‌محور بروز می‌کند. این نتایج با مطالعاتی مانند هاو و همکاران (۲۰۲۳) و رشیدی‌باغی (۲۰۱۸) همسوست که اثر بیش‌اعتمادی مدیران عمدتاً در تصمیمات سرمایه‌گذاری واقعی و کارایی سرمایه‌گذاری نمود پیدا می‌کند، نه لزوماً در جهت‌گیری‌های مالی‌سازی، اما با مطالعاتی مانند بتول و همکاران (۲۰۲۱) و تجانینگروم و ریزکیانتو (۲۰۲۰) ناهمسو است که احتمالاً ناشی از تفاوت در بستر نهادی، نوع تصمیم و روش سنجش است.

عدم تأیید نقش میانجی اعتماد به نفس بیش‌ازحد، در کنار تأیید رابطه مستقیم پیشینه مالی مدیرعامل با مالی‌سازی در فرضیه اول، نشان می‌دهد که اثر تجربه مالی مدیران الزاماً از مسیر سوگیری‌های رفتاری منتقل نمی‌شود، بلکه می‌تواند عمدتاً از کانال‌های ساختاری و اقتصادی شکل گیرد. از منظر نظری، عدم معناداری نقش میانجی اعتماد به نفس بیش‌ازحد را می‌توان با ترکیب نظریه نمایندگی، نظریه نهادی و ادبیات مالی‌سازی توضیح داد. در محیط‌های با محدودیت مالی شدید و نظارت‌های قوی، حتی مدیران با ویژگی‌های رفتاری بالقوه مخاطره‌آمیز نیز تحت قیود ساختاری تصمیم می‌گیرند و مالی‌سازی بیش از آنکه بازتاب سوگیری فردی باشد، تابع منابع، سیاست‌های کنترلی و الزامات بقاست [۲۴، ۲۱، ۱۶]. از لحاظ آماری نیز هرچند ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل با ورود اعتماد به نفس بیش‌ازحد افزایش یافته است، اما عدم معناداری ضرایب کلیدی نشان می‌دهد نقش میانجی تأیید نمی‌شود.

این یافته نشان می‌دهد که نمی‌توان به‌صورت پیش‌فرض و خطی، ویژگی‌های تجربی مدیران را از طریق کانال‌های رفتاری به پیامدهای کلان مالی شرکت پیوند داد. در واقع اثر ویژگی‌های مدیریتی، به‌ویژه متغیرهای رفتاری، ماهیتی اقتضایی و زمینه‌محور دارد و به نحوه سنجش و بستر نهادی وابسته است [۱۳، ۲۸]. عدم تأیید فرضیه دوم همچنین هشدار می‌دهد که اتکا به روابط مستقیم میان ویژگی‌های مدیریتی و پیامدهای سرمایه‌گذاری، بدون توجه به سازوکارهای میانجی و شرایط اقتضایی، می‌تواند ساده‌انگارانه باشد و مسیر تحلیل را از تبیین‌های صرفاً رفتاری به سمت سازوکارهای ساختاری و قیود مالی سوق می‌دهد و زمینه را برای بررسی محدودیت‌های تأمین مالی به‌عنوان کانال میانجی جایگزین در فرضیه سوم فراهم می‌سازد.

برای آزمون فرضیه سوم، دو مدل رگرسیونی طراحی و برآورد شد. در مدل نخست، تأثیر پیشینه مالی مدیرعامل بر سطح محدودیت‌های تأمین مالی شرکت بررسی گردید. نتایج نشان داد که پیشینه مالی مدیرعامل با افزایش محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها ارتباط معنادار دارد. این یافته برخلاف برخی انتظارات نظری است که پیش‌بینی می‌کنند مدیران با تجربه مالی، با تسلط بیشتر بر بازارهای مالی، قادر به کاهش موانع تأمین مالی باشند. در مقابل، یافته حاضر نشان می‌دهد که مدیرانی با پیشینه مالی، در عمل ممکن است ساختارهای محافظه‌کارانه‌تری در تأمین مالی اتخاذ کنند؛ از جمله تمرکز بیشتر بر منابع داخلی و پرهیز از افزایش بدهی. این الگو رفتاری می‌تواند به محدود شدن دسترسی شرکت به منابع مالی بیرونی و در نتیجه، افزایش سطح محدودیت مالی منجر شود. این نتایج با یافته‌های پژوهش ژانگ (۲۰۲۴) [۳۰] و هاو و همکاران (۲۰۲۳) [۱۳] هم‌راستا است.

در مدل دوم، رابطه میان محدودیت تأمین مالی و سطح مالی‌سازی شرکت‌ها بررسی شد. یافته‌ها نشان داد که محدودیت‌های مالی با کاهش معنادار مالی‌سازی همراه است؛ به‌گونه‌ای که با افزایش محدودیت تأمین مالی، تمایل شرکت‌ها به تخصیص منابع به دارایی‌های مالی کاهش می‌یابد. این نتیجه منطقی به نظر می‌رسد، زیرا در شرایط کمبود نقدینگی، شرکت‌ها ناگزیرند منابع محدود خود را به فعالیت‌های عملیاتی اصلی اختصاص دهند و امکان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت یا سفته‌بازانه کاهش می‌یابد. از منظر نظری، این یافته با تئوری نمایندگی هم‌راستا است؛ چرا که محدودیت منابع، امکان

پیگیری منافع شخصی یا رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در قالب مالی سازی را کاهش می دهد. همچنین، بر اساس تئوری منبع محور، کمبود منابع می تواند منجر به اولویت یافتن فعالیت های اصلی و مولد شرکت شود.

در مجموع، نتایج این دو مدل نشان دهنده وجود یک سازوکار غیرمستقیم و دومارحله ای است: اگرچه پیشینه مالی مدیرعامل با افزایش محدودیت های مالی شرکت همراه است، اما همین محدودیت ها به نوبه خود موجب کاهش سطح مالی سازی می شوند. بنابراین، اثر نهایی پیشینه مالی مدیرعامل بر مالی سازی از طریق متغیر میانجی محدودیت تأمین مالی تضعیف می شود. این یافته دیدگاه خطی رایج در ادبیات را به چالش می کشد؛ دیدگاهی که معمولاً مدیران دارای تجربه مالی را عامل تقویت مالی سازی می داند. در مقابل، نتایج نشان می دهد که در بسترهای مالی محدود، همین مدیران می توانند به طور غیرمستقیم نقشی بازدارنده در مالی سازی ایفا کنند.

بر این اساس، پیشنهاد می شود در فرآیند انتخاب مدیرعامل در شرکت هایی که با محدودیت تأمین مالی مواجه اند، صرفاً به سوابق مالی توجه نشود، بلکه توانایی مدیر در ایجاد توازن میان ساختار مالی، نیازهای نقدی و اهداف عملیاتی نیز مدنظر قرار گیرد. همچنین، در چنین شرکت هایی، سیاست های جبران خدمات مدیران باید بر بهبود جریان های نقدی عملیاتی و مدیریت کارآمد منابع محدود متمرکز شود تا اثر محافظه کارانه پیشینه مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری تقویت گردد.

به منظور بررسی اثرات اقتضایی ویژگی های ساختاری شرکت، مدل پژوهش بر روی زیرنمونه ای از شرکت های بزرگ با جریان های نقدی عملیاتی پایین برآورد شد. نتایج نشان داد که برخلاف انتظار اولیه فرضیه چهارم، پیشینه مالی مدیرعامل در این شرکت ها اثری منفی و معنادار بر مالی سازی دارد. این یافته نشان می دهد که اثر ویژگی های فردی مدیران، از جمله پیشینه مالی، به شدت وابسته به بستر سازمانی است و در شرایط خاص می تواند جهت متفاوتی به خود بگیرد.

بر اساس نظریه سطوح بالای مدیریت، اگرچه تصمیمات راهبردی شرکت بازتابی از ویژگی های شناختی و تجربی مدیران است، اما این بازتاب پذیری در خلأ شکل نمی گیرد و تحت تأثیر قیود ساختاری و محیطی تعدیل می شود. در شرکت های بزرگ با جریان نقدی محدود، وجود ساختارهای کنترلی رسمی تر، نظارت نهادی قوی تر و حساسیت بالاتر نسبت به ریسک نقدینگی موجب می شود حتی مدیران دارای پیشینه مالی نیز رویکردهای محتاطانه تری در تخصیص منابع اتخاذ کنند. در چنین شرایطی، تجربه مالی مدیرعامل نه به افزایش گرایش به دارایی های مالی، بلکه به کنترل ریسک و احتیاط در تخصیص منابع منجر می شود.

افزون بر این، بر مبنای منطق جانشینی میان سرمایه گذاری های واقعی و مالی، محدودیت جریان های نقدی می تواند اولویت بندی منابع را به نفع فعالیت های عملیاتی مولد تغییر دهد. مدیران دارای پیشینه مالی، به واسطه درک عمیق تر از پیامدهای کمبود نقدینگی، ممکن است مالی سازی را به عنوان عاملی تشدیدکننده ریسک تلقی کرده و از تخصیص منابع محدود به دارایی های مالی اجتناب نمایند. این تفسیر با شواهد ارائه شده در پژوهش های کنگ و همکاران (۲۰۲۵) [۱۷]، ژانگ (۲۰۲۴) [۳۴]، کاویان و

آقاجانی (۱۴۰۳) [۶] و رشیدی‌باغی (۱۳۹۷) [۲] هم‌راستا است که نشان می‌دهند محدودیت‌های مالی و شرایط اقتضایی می‌توانند اثر ویژگی‌های مدیریتی را تضعیف یا معکوس کنند.

در بستر نهادی اقتصاد ایران، ناپایداری بازارهای مالی، محدودیت ابزارهای پوشش ریسک و عدم اطمینان‌های کلان اقتصادی می‌تواند این رفتار محتاطانه را تشدید کند و مالی‌سازی را در شرکت‌های بزرگ با نقدینگی پایین به منبع بالقوه افزایش ریسک تبدیل نماید. از این رو، نتایج نشان می‌دهد که تبیین اثر پیشینه مالی مدیرعامل بدون توجه هم‌زمان به وضعیت نقدینگی و ویژگی‌های ساختاری شرکت می‌تواند گمراه‌کننده باشد. در چنین شرکت‌هایی، پیشینه مالی مدیرعامل نقشی بازدارنده در مالی‌سازی ایفا کرده و تخصیص منابع را به‌سوی فعالیت‌های عملیاتی محتاطانه‌تر هدایت می‌کند. بنابراین، سیاست‌های یکسان در تشویق مالی‌سازی بدون توجه به وضعیت نقدینگی شرکت‌ها می‌تواند ناکارآمد یا حتی زیان‌بار باشد و لازم است چارچوب‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به‌صورت اقتضایی طراحی شوند. علاوه بر این، یافته‌های حاضر بُعد جدیدی به ادبیات مالی‌سازی شرکتی می‌افزاید. برخلاف رویکردهای خطی که رابطه‌ای مستقیم و یک‌سویه میان سابقه مالی مدیرعامل و میزان مالی‌سازی فرض می‌کنند، این مطالعه نشان می‌دهد که این رابطه نه خطی و نه همگن است، بلکه به‌شدت تحت تأثیر سازوکارهای رفتاری و قیود ساختاری قرار دارد. این امر ایجاب می‌کند که سیاست‌های حاکمیت شرکتی، انتخاب مدیران و ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری، بر مبنای رویکردی اقتضایی و مبتنی بر شواهد تجربی طراحی شوند، نه بر مفروضات کلی درباره مزایای پیشینه مالی مدیران. بر این اساس، به شرکت‌هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه‌اند توصیه می‌شود حتی در صورت بهره‌مندی از مدیرعامل با سابقه مالی قوی، صرفاً به این ویژگی اتکا نکنند و در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، احتیاط بیشتری لحاظ نمایند. هیئت‌مدیره شرکت‌ها نیز باید در فرآیند انتخاب مدیرعامل، تطابق ویژگی‌های فردی وی با ساختار مالی و جریان نقدی شرکت را به دقت ارزیابی کنند. همچنین نهادهای ناظر بازار سرمایه می‌توانند در تدوین دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی، تفاوت‌های ساختاری شرکت‌ها را مدنظر قرار داده و راهکارهایی متناسب با بافت مالی آن‌ها ارائه دهند.

در نهایت، این پژوهش با وجود دستاوردهای مهم، با محدودیت‌هایی نیز همراه است؛ از جمله تمرکز بر شرکت‌های بورسی ایران، استفاده از داده‌های سالانه و نادیده‌گرفتن برخی متغیرهای رفتاری و سازمانی. پژوهش‌های آتی می‌توانند با گسترش دامنه زمانی و جغرافیایی، استفاده از داده‌های با تناوب بالاتر و به‌کارگیری روش‌های پویا مانند GMM، به درک عمیق‌تری از پویایی‌های رابطه میان ویژگی‌های مدیریتی و مالی‌سازی شرکت‌ها دست یابند.

#### فهرست منابع

۱. پیرایش‌راد، متین، حاجی‌ها، زهره، صفا، مژگان، غلامی جمکرانی، رضا. (۱۴۰۲). «تأثیر مسئولیت اجتماعی بر رابطه سواد مالی و نگرش نسبت به پول با رفاه مالی». *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴۸)، ۸۳-۱۰۰.

۲. رشیدی‌باغی، علی. (۱۳۹۷). «نقش عدم اطمینان محیطی، محدودیت مالی و محافظه‌کاری حسابداری در محدود کردن پیامدهای عملکردی ناشی از اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران». **«بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»**، ۳۴۷، (۳)، ۳۶۶-.
۳. صفی‌پور افشار، مجتبی، رئیسی، لیلا. (۱۴۰۱). «بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری». **«مجله دانش حسابداری»**، ۱۱۳(۱)، ۱۸۵-۲۰۱.
۴. عبدی، مصطفی، کاظمی علوم، مهدی. (۱۴۰۴). «بررسی تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر خوانایی گزارشگری مالی». **«مطالعات حسابداری و حسابرسی»**، ۱۵(۵۷)، مقاله ۵۳۳۲۵۷۳.
۵. عرب حسینی، سیده زهرا، غلامرضا پور، محمدجواد. (۱۴۰۰). «بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مالی شرکت». **«راهبرد مدیریت مالی»**، ۹(۳)، ۱۲۳-۱۴۰.
۶. کاویان، مهدی، آقاجانی، محمدحسین. (۱۴۰۳). «بررسی تأثیر تخصص مالی مدیرعامل بر عملکرد مالی و کارایی سرمایه‌گذاری». **«چشم‌انداز حسابداری و مدیریت»**، ۷(۹۳)، ۳۱۱-۳۲۸.
۷. یعقوبی اول‌ریایی، مهدی، حسین‌زاده، علیرضا، رضایی فخرآباد، حمیده. (۱۴۰۲). «مروری بر نرمال‌سازی داده‌ها به کمک تبدیلات باکس-کاکس». **«دومین کنفرانس بین‌المللی دانشجویان علوم پایه ایران»**.
8. Abdi, M., Kazemi Olum, M. (2025). "Investigating the Effect of CEO Financial Knowledge on Financial Reporting Readability." **Accounting and Auditing Studies**, 15(57), Article e232573. (In Persian)
9. Arab Hosseini, Z. Z., Gholamrezapour, M. J. (2021). "The Relationship Between CEO Power and Financial Leverage." **Financial Management Strategy**, 9(3), 123-140. (In Persian)
10. Bo, H., Driver, C., Lin, H. C. M. (2014). "Corporate Investment During the Financial Crisis: Evidence from China." **International Review of Financial Analysis**, 35, 1-12.
11. Batool, A., Awan, T., Chughtai, S. (2021). "Impact of CEO Overconfidence on Corporate Financing Decision with Mediating Role of Risk Perception." **Business Review**, 16(2), 77-95.
12. Custódio, C., Metzger, D. (2014). "Financial Expert CEOs: CEO's Work Experience and Firm's Financial Policies." **Journal of Financial Economics**, 114(1), 125-154.
13. Gong, C. M., Gong, P., Jiang, M. (2023). "Corporate Financialization and Investment Efficiency: Evidence from China." **Pacific-Basin Finance Journal**, 79, Article 102045.
14. Gu, Y., Zhang, W., Sha, L., Wang, L. (2024). "Corporate Financialization and Green Innovation: Moderating Role of CEO's Individual Characteristics." **Chinese Management Studies**, 18(4), 1130-1148.
15. Hambrick, D. C., Mason, P. A. (1984). "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers." **Academy of Management Review**, 9(2), 193-206.
16. Hao, Y., Li, J., Cui, X., Ni, J. (2023). "CEO Experience, Managerial Overconfidence and Investment Efficiency: Evidence from a Natural Experiment in China." **Pacific-Basin Finance Journal**, 80, Article 102083.
17. Kang, D., Xu, J., Tong, Q., Li, J. (2025). "CEO Financial Background and Corporate Financialization." **Finance Research Letters**, 71, Article 106382.
18. Kaveian, M., Aghajani, M. H. (2024). "The Impact of CEO's Financial Expertise on Financial Performance and Investment Efficiency." **Accounting and Management Perspective**, 7(93), 311-328. (In Persian)

19. Klinge, T. J., Fernandez, R., Aalbers, M. B. (2021). "Whither Corporate Financialization? A Literature Review." **Geography Compass**, 15(9), Article e12588.
20. Li, K., Xia, B., Chen, Y., Ding, N., Wang, J. (2021). "Environmental Uncertainty, Financing Constraints and Corporate Investment: Evidence from China." **Pacific-Basin Finance Journal**, 70, Article 101665.
21. Longjie, X., Anfeng, Z. (2017). "The Impact of Managers' Overconfidence on Corporate Investment." **International Journal of Social Science and Humanity**, 7(2), 109–114.
22. Mashayekh, S., Morshedi, F. (2020). "Managerial Overconfidence, Internal Financing and Investment." **Iranian Journal of Finance**, 4(4), 102–125. (In Persian)
23. Qi, B., Fang, P. (2023). "Dynamic Changes in Corporate Financialization During CEO Tenure." **Finance Research Letters**, 58, Article 104456.
24. Rabinovich, J., Reddy, N. (2025). "Corporate Financialization: A Conceptual Clarification and Critical Review of the Literature." **Review of Political Economy**, 1–26.
25. Rad, M., Hajihā, Z., Safa, M., Gholami Jamkarani, R. (2023). "The Effect of Social Responsibility on the Relationship Between Financial Literacy and Attitude Toward Money with Financial Well-Being." **Accounting and Auditing Studies**, 12(48), 83–100. (In Persian)
26. Rashidi Baghi, A. (2018). "Environmental Uncertainty, Financial Constraints, and Accounting Conservatism in Moderating Performance Outcomes of Managerial Overconfidence." **Review of Accounting and Auditing**, 25(3), 347–366. (In Persian)
27. Safipour Afshar, M., Raeisi, L. (2022). "Managerial Overconfidence, Internal Financing and Investment Efficiency." **Danesh-e Hesabdari (Accounting Knowledge)** 13, (1)185 –201. (In Persian)
28. Stockhammer, E. (2004). "Financialisation and the Slowdown of Accumulation." **Cambridge Journal of Economics**, 28(5), 719–741.
29. Sui, X., Chen, G. (2025). "Does CEO Decision Horizon Matter in Corporate Financialization? Evidence from China." **Applied Economics**, 1–16.
30. Tao, L., Chen, L., Li, K. (2021). "Corporate Financialization, Financing Constraints, and Environmental Investment." **Sustainability**, 13(24), Article 14040.
31. Tejaningrum, A. P., Rizkianto, E. (2020). "Managerial Overconfidence and Corporate Investment." **Proceedings of the 35th IBIMA Conference** ,Seville, Spain.
32. Wang, L., Li, R., Zhao, R. (2025). "The Impact of CEO Narcissism on Corporate Financialization." **International Journal of Financial Studies**, 13(1), Article 39.
33. Yaghoubi Olriabi, M., Hosseinzadeh, A., Rezaei Fakhrabad, H. (2023). "A Review on Data Normalization Using Box-Cox Transformations." **The 2nd International Conference of Iranian Students in Basic Sciences**. (In Persian)
34. Zhang, L. (2024). "Executive Financial Background, Financing Constraints, and Corporate Financialization." **Academic Journal of Business & Management**, 6(5), 288–294.
35. Zhang, Y. L., Yang, Z. W. (2018). "Research on the Relationship Between CEO's Overconfidence and Corporate Investment Financing Behavior." **Journal of Modeling and Optimization**, 10(1), 8–14.



## **A Causal Model of Decision-Making by Financially Experienced Managers: Analyzing the Direct and Indirect Effects on Corporate Financial Asset Growth**

**Maryam Sadat Tabatabaeian<sup>1</sup>©**

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

**Akram Raei Dehaghi**

M.Sc. in Accounting, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

**Zahra Masoumi Bilondi**

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management & Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

**Mohammad Hossein Fatheh**

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management & Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

(Received: July 21, 2025; Accepted: April 21, 2026)

This study examines the effect of the CEO's financial background on firms' propensity toward financialization, with particular emphasis on the mediating roles of managerial overconfidence and financing constraints. The sample consists of non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2014–2023. After data screening, 1,475 firm-year observations were retained for analysis. The study employs panel data regression techniques within an applied research framework. The findings indicate that a CEO's financial background has a direct and positive effect on the level of corporate financialization. However, managerial overconfidence does not play a significant mediating role in the relationship between the CEO's financial background and financialization. This result suggests that, within the institutional and structural context of the firms examined, financialization decisions are driven more by economic and structural constraints than by managerial behavioral biases. In contrast, financing constraints emerge as a key economic mechanism that significantly shapes and moderates the transmission channel through which a CEO's financial background affects corporate financialization. Moreover, in large firms with low operating cash flows, the relationship between the CEO's financial background and financialization becomes negative. By challenging the prevailing view that managerial financial experience uniformly amplifies corporate financialization, this study demonstrates that the impact of managerial characteristics is contingent, non-linear, and highly dependent on firms' liquidity conditions. The results further highlight the importance of aligning executive selection with firms' financial positions and liquidity constraints, cautioning against reliance on managerial financial experience alone without considering structural limitations. These findings offer valuable implications for boards of directors, corporate governance policymakers, and capital market regulators in designing effective mechanisms for managerial evaluation and oversight.

**Keywords:** CEO Financial Background, Corporate Financialization, Managerial Overconfidence, Financial Constraints.

---

<sup>1</sup> m.tabatabaeian@pnu.ac.ir© (Corresponding Author)