

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل کنندگی تمرکز مالکیت

رضا فلاح^۱، زهرا مشایخ پول^۲، محمد قزوینی پور^۳

تاریخ پذیرش ۱۴۰۰/۱۰/۲۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۰۱

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل کنندگی تمرکز مالکیت می‌باشد. این پژوهش برحسب هدف از نوع کاربردی و بر حسب نحوه گردآوری داده‌ها از نوع توصیفی و از گروه همبستگی می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش، ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸) می‌باشد. جهت انتخاب نمونه آماری و به منظور بررسی دقیق‌تر اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قابلیت اتکای بیشتر، نمونه‌های انتخابی، به روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌گردد. نتایج فرضیه اول حاکی از آنست که رابطه بین متغیر بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۰۳۶۷) تایید شده و با توجه به مثبت بودن آماره تی این رابطه مستقیم می‌باشد. نتایج فرضیه دوم نیز، تاثیر متغیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۰۲۳۴) تایید شده و با توجه به منفی بودن آماره تی این تاثیر معکوس می‌باشد.

کلمات کلیدی: بیش اعتمادی مدیران، جریان نقد آزاد، تمرکز مالکیت

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، ایران (نویسنده و مسئول مکاتبات)

(rezafallah@iauc.ac.ir)

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، ایران

(zahramashyekh1992@gmail.com)

۳- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، ایران (mgh817801@gamil.com)

۱- مقدمه

سهامداران هر شرکت را افراد و مؤسساتی با علایق، اهداف، افقهای سرمایه‌گذاری و توانایی‌های مختلف تشکیل می‌دهند. با توجه به پیچیدگی‌هایی که در اداره امور شرکتها وجود دارد، از سهامداران انتظار نمی‌رود در اداره امور شرکت مسئولیتی به عهده گیرند. نفوذ سهامداران در شرکتها فقط در مجامع عمومی امکان پذیر است و در مواردی از جمله: تصویب صورتهای مالی، انتخاب اعضای هیأت مدیره و بازرس قانونی، اصلاح اساسنامه شرکت، تصویب معاملات فوق العاده و... متمرکز می‌باشد (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، ۱۳۸۵). از طرفی برخی از ساختارهای سرمایه‌ای به بعضی از سهامداران این امکان را می‌دهد که به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیتی که در شرکت دارند دسترسی داشته باشند. همه این موارد ممکن است بر عملکرد یک شرکت تأثیرگذار باشد، چرا که بسیاری از سرمایه‌گذاران در بررسی هزینه فایده اعمال حقوق مالکیت خود ممکن است به این نتیجه برسند که با میزان معقولی از تحلیل و استفاده از حقوق خود می‌توانند به بازده مالی و رشد سرمایه بیشتری دست پیدا کنند (یحیایی و همکاران، ۱۳۹۸).

در سال‌های اخیر توجه به نقش مالکان نهادی به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی در نظارت بر مدیریت شرکت افزایش یافته است و تحقیقات زیادی در زمینه ویژگی‌های مالکان نهادی انجام شده است (مک کونل و سرواس^۴، ۱۹۹۰). مالکان نهادی را میتوان سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتهای بیمه، و شرکتهای سرمایه‌گذاری تعریف کرد (بوشی^۵، ۱۹۹۸). این مسئله بدین دلیل است که مالکان نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیریت شرکت را دارند (مانکز و مینو^۶، ۱۹۹۵). مالکان نهادی میتوانند از طریق نظارت مستمر و اثربخش، توانایی مدیران در مدیریت سود را محدود سازند. هر چند استفاده از این قدرت توسط مالکان نهادی تابعی از تعداد سهام تملک شده آنها است. اگر درصد سهام مالکان نهادی زیاد باشد، قابلیت فروش آن کاهش خواهد یافت و طبعاً برای مدت زمان بیشتری نگهداری می‌شود. در چنین وضعیتی مالکان نهادی انگیزه بیشتری جهت جمع‌آوری

⁴ Mc Konell & Servas

⁵ Boshi

⁶ Mankens & Mino

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

اطلاعات، نظارت بر عملکرد مدیریت و ایجاد فشار جهت دستیابی به عملکرد بهتر خواهند داشت. به علاوه آنها در وضعیت فوق‌علاقمند به سودآوری اصولی شرکت هستند و نسبت به مدیریت سود و پنهانکاری عملکرد واقعی مدیریت محتاط خواهند بود. اگر مالکان نهادی درصد سهام کمی را در تملک داشته باشند، در صورت نارضایتی از عملکرد مدیریت از شرکت خارج می‌شوند. بنابراین انگیزه کمتری برای اعمال کنترل بر عملکرد شرکت خواهند داشت. در این وضعیت، حتی ممکن است مدیریت جهت بهبود سودآوری جاری شرکت تحت فشار قرار گیرد و از مدیریت سود استفاده نماید (چانگ و همکاران^۷، ۲۰۲۰).

با توجه به اهمیت مطالب بیان شده در پژوهش حاضر بدنبال پاسخگویی به این سوال ها هستیم که آیا بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد رابطه معنادار دارد؟ و آیا تمرکز مالکیت بر این رابطه تاثیر دارد یا خیر؟

۲- مبانی نظری

در راستای تحلیل ارزش ایجاد شده برای سهامداران، جریان‌های نقد شرکت از اهمیت خاصی برخوردار است. مدیران می‌توانند از طریق شناسایی فرصت‌های رشد مناسب، وجوه مذکور را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری و به این ترتیب باعث افزایش ثروت سهامداران خود گردند. علاوه بر این، تعداد زیادی از شرکت‌ها سطح دارایی‌های نقدی خود را افزایش داده‌اند. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آتی آن را نشان دهد (ژانگ^۸، ۲۰۱۹).

ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌تواند در کشورها مختلف متفاوت باشد در امریکا و ژاپن بخش اعظم سهام شرکت‌ها متعلق به موسسات مالی، دلالتان سهام، سایر شرکت‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. در ایران ساختار مالکیت شرکت‌ها عمدتاً متشکل از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بنیادها و نهادها و سازمان‌های دولتی، سایر شرکت‌ها و سهامداران

⁷ Chang et al.

⁸ Zhang

فصلنامه کنکاش مدیریت و حسابداری، جلد ۲، شماره ۲، تابستان ۱۴۰۱

جزء می‌باشد. با توجه به درصد تشکیل ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌توان به این نتیجه رسید که دارندگان سهام در ایران از افق دید بلند مدت برخوردارند (یحیایی و همکاران، ۱۳۹۸).

یکی از عواملی که مدیریت معمولاً با آن مواجه هستند تعیین عوامل ساختار سرمایه می‌باشد. تصمیم‌گیری اشتباه ممکن است منجر به آشفتگی مالی و در نهایت ورشکستگی شود (اریوتیس و همکاران^۹، ۲۰۰۷). داموداران^{۱۰} (۲۰۰۱) بیان می‌کند که تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه ثابت و ایستا نیست، لیکن در طول چرخه عمر شرکت پویا می‌باشد. او فرض می‌کند که میزان بدهی شرکت‌ها باید در مرحله اولیه و رشد پایین باشد، در نتیجه شرکت‌ها نیاز دارند برای پروژه‌های جدید انعطاف‌پذیر باشند، و نقش نظم و انضباط در بدهی پایین است (فایرچیلد^{۱۱}، ۲۰۰۷). در اکثر تحقیقات علمی موجود به ویژگی‌های بنیادی در توضیح ساختار سرمایه استناد کردند، درحالی‌که نقش عوامل انسانی را نادیده گرفته است، مخصوصاً ویژگی‌های شخصیتی مدیران که ممکن است در تعیین ساختار سرمایه نقش داشته باشد. زوییل^{۱۲} (۱۹۹۶) بیان کرد که در تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه نقش مدیران یک واقیعت انکار ناپذیر است (تینگ و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۶).

یکی از عوامل شخصیتی مدیران که می‌تواند در تصمیم‌گیری آن‌ها موثر باشد وجود اعتماد به نفس بیش از حد یا همان بیش اطمینانی می‌باشد. بیش اعتمادی مدیران می‌تواند بر روی سیاست‌های شرکت، از قبیل ادغام و اکتساب (فریس و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۳)، سیاست تقسیم سود (دشماخ و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۳)، سرمایه‌گذاری و تامین مالی (مالمیندر و تیت، ۲۰۱۱) تاثیر گذار باشد. بیش اطمینانی مدیران می‌تواند بر روی تصمیم‌گیری درباره تعیین اهرم مالی اثرگذار باشد. مدیران بیش اطمینان ممکن است نسبت به مدیران منطقی

⁹ Eriutus et al.

¹⁰ Damudaran

¹¹ Fir Child

¹² Zobil

¹³ Ting et al

¹⁴ Fris et al.

¹⁵ Doshmakh et al.

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

بدهی کمتری را انتخاب کنند. اما، شیف‌رین^{۱۶} (۱۹۹۹) اعتقاد دارد که بیش اعتمادی باعث می‌شود که مدیران در تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه، بدهی زیاد قبول کنند فایرچیلد (۲۰۰۷) اعتماد به نفس بیش از حد منجر می‌شود که مدیران شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری، بیشتر از تامین مالی از طریق بدهی استفاده کنند و بیشتر مالکیت را اداره کنند. اکوالتلی و هاگبارس^{۱۷} (۲۰۰۸) نشان دادند که مدیرانی که میزان بدهی بالا انتخاب می‌کنند اغلب آن‌ها خوش‌بین و بیش‌اطمینان هستند. براساس شواهد تجربی موجود در ارتباط با رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیریت و تصمیم‌گیری درباره بدهی شرکت، یک روند ثابتی وجود ندارد. اکثریت تحقیقات روانشناسی تأیید کردند که مردم می‌توانند غیرعقلانی (غیرمنطقی) باشند، هنگامیکه تصمیم‌گیری می‌کنند و این می‌تواند شامل مدیر یک شرکت هم باشد (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶).

بر اساس تحقیقات انجام شده یکی از عواملی که می‌تواند اطمینان بیش از حد مدیران را کنترل کند شاخص‌های حاکمیت شرکتی همچون ویژگی‌های مدیرعامل، می‌باشد. به بیان پارادس (۲۰۰۵)، نقش جدید حاکمیت شرکتی کنترل کردن ویژگی‌های شخصیتی مدیریت از قبیل بیش‌اعتمادی یا خوش‌بینی است. بن و محمد (۲۰۱۲) تأثیر دوگانگی وظایف مدیرعامل بر روی خوش‌بینی مدیریت را مورد آزمون قرار دادند و آن‌ها بیان کردند که جدایی وظیفه مدیرعامل و وظیفه رئیس هیات مدیره می‌تواند توانایی خوش‌بینی در مدیریت را کاهش دهد (باکار و همکاران^{۱۸}، ۲۰۱۳). مدیران تمایل به رشد شرکت بیش‌از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، افزایش منابع تحت کنترل مدیران، افزایش قدرت و افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت. با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران و سهامداران، می‌توان انتظار داشت که وجود جریان‌های نقد مازاد در داخل شرکت، منجر به سرمایه‌گذاری این مبالغ در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه باعث اتلاف این منابع شود (ریچاردسون^{۱۹}، ۲۰۰۸). بر اساس تئوری نمایندگی جنسن و مک‌لینگ^{۲۰} (۱۹۷۶) به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت تضاد منافع بین مدیر و مالک

¹⁶ Shifrin

¹⁷ Ecoalenti & Hakbars

¹⁸ Bakar et al.

¹⁹ Richardsun

²⁰ Jensen & MC Ling

فصلنامه کنکاش مدیریت و حسابداری، جلد ۲، شماره ۲، تابستان ۱۴۰۱

اجتناب‌ناپذیر است زیرا هرکدام در پی به حداکثر رساندن منافع خود هستند. به دلیل وجود چنین تضاد منفعی مالکان باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع نماینده را با خود همسو کنند (زهیرول^{۲۱}، ۲۰۱۰).

نگهداشت نامناسب جریان نقدآزاد در شرکت، می‌تواند موجب ناکارآمدی مدیریت منابع از طریق دسترسی آسان افراد کنترل‌کننده شرکت به این منابع نقدی شود. به‌ویژه دسترسی به وجه نقد مازاد بر نیاز فعالیت‌های عادی شرکت، ریسک استفاده از این وجوه توسط سهامداران کنترل‌کننده که تأثیر چشمگیری بر تصمیم‌های شرکت دارند را افزایش می‌دهد. امروزه پراکندگی مالکان در شرکت‌های سهامی باعث شده که رابطه آنها با شرکت را به سختی بتوانیم در قالب مالکیت سنتی تجسم کنیم. سهامداران این شرکتها به جز استحقاق دریافت بخشی از درآمد و منافع شرکت مطابق با سهم خود، در سایر موارد از حقوق چندانی برخوردار نیستند. این موضوع تعارض بین مالکان و مدیران را نشان می‌دهد و ماحصل این تعارض چیزی جز خدشه دار شدن حق مالکیت سهامداران نیست. به این ترتیب، مشخص می‌شود که سهامداران شرکتهای سهامی عام آنچنان پراکنده شده‌اند که فاقد قدرت و اشتیاق لازم برای اصلاح و محدود کردن سمت و سویی هستند که مدیران این شرکتها در پیش می‌گیرند. در نتیجه، به علت دورافتادن مالکیت از کنترل در این شرکتها، نخستین شواهد در مورد تأثیرپذیری عملکرد شرکت از مالکیت و کنترل به دست می‌آید.

۳- پیشینه پژوهش

محمدزاده (۱۳۹۹)، در مقاله ای به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این پژوهش، برای مطالعه اثر تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام شرکتها از روش داده‌های تلفیقی ایستا و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی استفاده شد. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنی‌دار بین دو عامل تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام بوده است.

²¹ Zahirul

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

محمدی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی، به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهشی حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود هرگونه رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است.

مدانلو جویباری و خادم‌لو (۱۳۹۸)، در مقاله‌ای به بررسی تمرکز مالکیت، مدیریت سود و نقدشوندگی سهام پرداختند. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد. تعداد بسیاری از پژوهشات به بررسی تأثیرات عوامل مختلف بر نقدشوندگی سهام پرداخته‌اند. نتایج بررسی روابط بین متغیرها نشان داد تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد. همچنین سایر نتایج نشان داد که مدیریت سود تأثیر منفی و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد.

جاکی و ژنگ^{۲۲} (۲۰۱۹)، به بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت (درصد سهام بلوکی در دست سهامداران) و نقدشوندگی سهام پرداختند. با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۵۷۶ شرکت آمریکایی ۱۷۰۱ شرکت از NYSE ۳۲۳، شرکت از AXEX و ۲۸۱۲ شرکت از NASDAQ به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنها بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود.

یانگ و همکاران^{۲۳} (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان توسعه نهادی، مالکیت دولتی و وجه نقد نگهداری شده شرکت به بررسی چگونگی توسعه نهادی و تأثیر مالکیت دولت در میزان وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها در شرکت‌های چین پرداختند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌ها در استانهای با توسعه نهادی بیشتر، ذخیره وجه نقد بیشتر نسبت به استانهای با توسعه نهادی کمتر (شرکت‌های کنترل دولتی) نگهداری می‌کنند. علاوه بر این، اثر مثبت بین توسعه نهادی و نگهداری وجه نقد برای شرکت‌های با کنترل غیردولتی برجسته‌تر است. یافته‌ها نشان می‌دهند که موسسات کوچک توسعه یافته تهدیدی از لحاظ هزینه‌های سیاسی برای شرکت‌های با کنترل غیر دولتی هستند. در نتیجه وجه نقد بیشتری میان شرکت‌ها نگهداری می‌کنند. تجزیه و تحلیل‌های بعدی ثابت کردند تأثیر توسعه نهادی

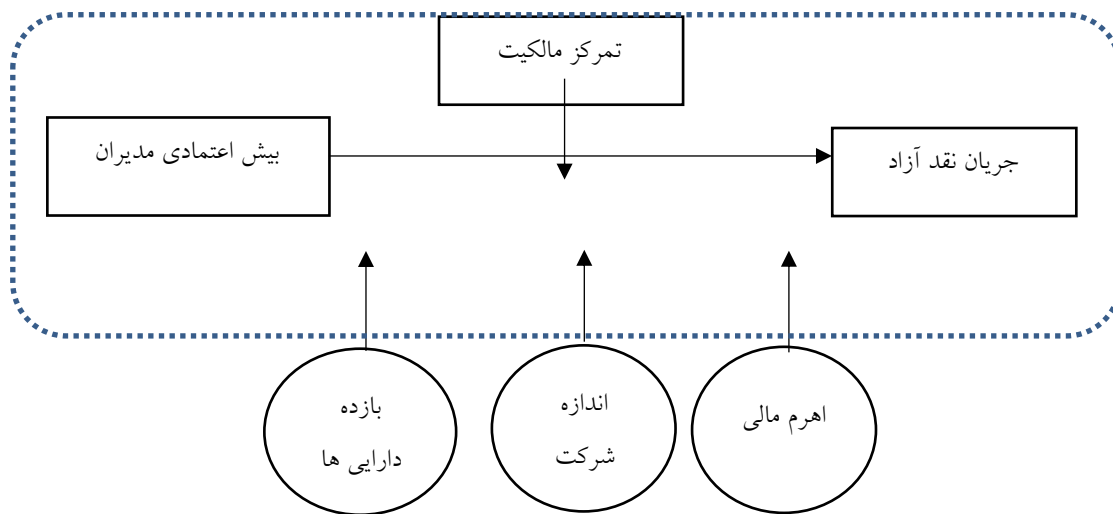
²² Jacoby & Steven

²³ Yang et al.

فصلنامه کنکاش مدیریت و حسابداری، جلد ۲، شماره ۲، تابستان ۱۴۰۱
 بر نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌های کنترل غیر دولتی که با ارتباطات سیاسی بنا شده،
 ضعیف است. بنابراین، این تحقیق نشان می‌دهد که یک راه حیاتی از طریق ارتباطات
 سیاسی سودمند برای شرکت‌های کنترل غیردولتی در جهت کاهش خطر هزینه سیاسی
 وجود دارد.

ریهاب و لطفی^{۲۴} (۲۰۱۹)، در مقاله خود رابطه بین بیش اعتمادی مدیریت و
 تصمیم‌گیری بدهی شرکت‌های تونس را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان
 داد که رابطه بین مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد و نسبت به سطح بدهی مثبت است.
 به عبارت دیگر مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد احتمال درماندگی مالی را پایین
 می‌آورند و سطوح بالاتری از بدهی را انتخاب می‌کنند اگر آن‌ها "منطقی" باشند.

۴- مدل مفهومی



شکل ۱؛ مدل مفهومی پژوهش

۵- فرضیه های پژوهش

- ۱- بین بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- تمرکز مالیات بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد تاثیر دارد.

۶- روش تحقیق

²⁴ Rihab & Lotfi

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه های پژوهش با بکارگیری روش های آماری مناسب، از استدلال استقرای در تعمیم نتایج استفاده شده است. نرم افزار مورد استفاده جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها (مدل رگرسیون چندگانه)، نسخه نرم افزار Eviews می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. جهت انتخاب نمونه آماری و به منظور بررسی دقیق تر اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ و قابلیت اتکای بیشتر، نمونه های انتخابی، با توجه به اعمال محدودیت‌های زیر (به روش حذف سیستماتیک) انتخاب می‌گردد:

۱. پایان سال مالی مطابق با پایان اسفندماه باشد.
۲. قبل از سال ۹۳ در بورس پذیرفته شده باشند.
۳. به دلیل وجود متغیر بازده سهام شرکت ها بیش از ۶ ماه وقفه عملیاتی نداشته باشند.
۴. شرکت در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری با واسطه‌گری‌های مالی شامل: بیمه و بانک نباشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق ۸۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

جدول ۱؛ غربالگری جامعه آماری (نمونه گیری در پژوهش حاضر)

عنوان	تعداد
کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۹۷	۴۸۸
به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی آنها پایان اسفند ماه نباشد.	۱۱۶
بعد از سال ۹۴ در بورس پذیرفته شده باشد.	۱۰۵
جز شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری باشد.	۹۷
اطلاعات مورد نیاز قابل دسترسی نباشد.	۸۹
تعداد شرکت های نمونه	۸۱

۶-۱- مدل رگرسیونی پژوهش

مدل فرضیه اول

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Overconfidence_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CON_{i,t} \times Overconfidence_{i,t} + \beta_2 Overconfidence_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۶-۲- نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته:

CFC: جریان وجوه نقد آزاد: در این پژوهش یک متغیر وابسته می باشد که شامل خالص وجوه نقد پس از کسر از سود تقسیمی نقدی و مالیات پرداختنی را جریان وجوه نقد آزاد می نامند (ملکی و همکاران، ۱۳۹۹).

متغیر مستقل:

Overconfidence: بیش اعتمادی مدیران: متغیر مستقلی است که بیش اعتمادی مدیران را اندازه گیری می کند که با تفاوت بین پیش بینی فروش مدیریت و نتایج واقعی شرکت آ در سال t اندازه گیری می شود (علی نژاد ساروکلانی و صبحی، ۱۳۹۵).

متغیر تعدیلگر:

CON: تمرکز مالکیت: درصد تمرکز مالکیت، مجموع درصد سهامدارانی که دارای بیش از ۵٪ از سهام شرکت می باشند (آزادی و محمدی، ۱۳۹۴).

متغیر کنترلی:

ROA_{i,t}: بازده دارایی ها که برابر است با سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه

LEV_{i,t}: اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی های کل به درآمدهای کل

SIZE_{i,t}: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم دارایی های کل

۷- یافته های پژوهش

بر اساس ادبیات اقتصاد سنجی داده های تابلویی، قبل از تخمین مدل لازم است با استفاده از آماره آزمون F لیمر همگنی داده ها و در نتیجه استفاده از روش تخمین داده های تابلویی مورد آزمون قرار گیرد. همچنین به منظور انتخاب روش تخمین مناسب از بین روش با اثرات ثابت و تصادفی باید از آماره آزمون هاسمن استفاده شود.

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

عامل تورم واریانس، شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع این شاخص بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. به عنوان یک قاعده تجربی، هرچه مقدار این عامل از عدد ۲ بیشتر باشد، میزان هم خطی نیز افزایش یافته و در نتیجه مدل رگرسیون را برای پیش بینی نامناسب جلوه دهد. بنابراین هرچه مقدار عامل تورم واریانس برای یک متغیر مستقل بیشتر باشد، نتیجه گرفته می‌شود که آن متغیر نقش زیادی در مدل، نسبت به بقیه متغیرها ندارد.

جدول ۲؛ آزمون عامل تورم واریانس ها (VIF)

متغیرهای پژوهش	نماد	ضریب	مقدار VIF
جریان نقد آزاد	CFC	۰,۰۰۰۲۶۴	۵,۹۰۹۳۸۰
بیش اعتمادی مدیران	OCF	۰,۰۰۰۴۵۴	۲,۶۸۷۸۴۷
تمرکز مالکیت	CON	۰,۰۰۲۸۳۶	۳,۴۹۴۵۵۵
اهرم مالی	LEV	۰,۰۰۰۲۲۱	۶,۳۰۵۸۸۱
اندازه شرکت	SIZE	۳,۳۶	۷,۵۳۱۴۷۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۳,۸۹	۱,۰۷۴۴۰۵

آماره عامل تورم واریانس (VIF) میزان همخطی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد و مقدار مجاز VIF کمتر از ۱۰ می‌باشد و از آنجایی که مقادیر جدول (۲)، کمتر از ۱۰ می‌باشد، در نتیجه بین متغیرهای پژوهش، همخطی وجود ندارد.

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به این منظور، از آزمون‌هایی نظیر لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون دیکی فولر می‌توان استفاده نمود. به منظور انجام این تحلیل، از آزمون ایم، پسران و شین و لوین، لین، چو استفاده می‌شود. نتیجه این آزمون در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول ۳؛ آزمون مانایی

متغیرهای پژوهش	نماد	لوین، لین، چو		ایم، پسران و شین	
		آماره t	معناداری	آماره t	معناداری

۰,۰۰۰۰	-۷,۹۹۶۰۰	۰,۰۰۰۰	-۳۴,۱۸۴۱	CFC	جریان نقد آزاد
۰,۰۰۰۰	-۱۱,۶۳۵۷	۰,۰۰۰۰	-۴۹,۶۹۴۴	OCF	بیش اعتمادی مدیران
۰,۰۰۰۰	-۷,۴۵۳۴۲	۰,۰۰۰۰	-۴۰,۰۲۸۵	CON	تمرکز مالکیت
۰,۰۰۰۰	-۱۴,۰۹۱۰	۰,۰۰۰۰	-۶۳,۰۱۴۹	LEV	اهرم مالی
۰,۰۰۰۰	-۵,۲۱۳۱۳	۰,۰۰۰۰	-۱۲,۲۸۷۹	SIZE	اندازه شرکت
۰,۰۰۶۸	-۲,۴۶۷۵۴	۰,۰۰۰۰	-۱۸,۶۰۳۷	ROA	بازده دارایی ها

با توجه به جدول شماره (۳)، مقدار سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند

آزمون مدل فرضیه اول پژوهش:

برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول ۴؛ آزمون چاو برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل بدون اثرات یا تلفیقی مناسب است	۹,۸۰۲۱۷۲	۰,۰۰۱۴	رد

مقدار احتمال برابر با (۰,۰۰۱۴) است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل تلفیقی شده رد می‌شود و مدل با اثرات (یا اثرات تصادفی یا ثابت) مناسب است. پس از آزمون هاسمن استفاده می‌نماییم.

جدول ۵؛ آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

فرض صفر	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اثرات تصادفی مناسب است	۶,۷۴۰۶۸۹	۰,۰۱۳۳	رد

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با (۰,۰۱۳۳) است بنابراین فرض صفر رد می‌شود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است (یعنی مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجحتر است).

برازش مدل با اثرات ثابت:

جدول ۶؛ برازش مدل پژوهش فرضیه اول

$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Overconfidence_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$
متغیر وابسته: جریان نقد آزاد

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

متغیر	شاخص	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنادار
بیش اعتمادی مدیران	OCF	۰,۰۱۰۹۳۳	۰,۰۶۵۰۹۹	۲,۱۶۷۹۴۰	۰,۰۳۶۷
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۷۲۱۲۵	۰,۰۴۵۴۲۱	-۱,۵۸۷۹۱۶	۰,۱۱۳۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۱۲۲۶	۰,۰۰۸۸۳۷	-۰,۱۳۸۷۴۶	۰,۸۸۹۷
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰,۰۰۲۰۹۷	۰,۰۱۸۷۲۵	-۰,۱۱۱۹۹۳	۰,۹۱۰۹
آماره F		۹,۶۴۴۴۵۷		ضریب تعیین	۰,۵۸۶۴۰۳
				ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۵۷۳۵۳۳
احتمال آماره F		۰,۰۰۱۰۸۶		مقدار دوربین - واتسون	۱,۷۱۱۷۵۸

در جدول ارائه شده، مدل با اثرات ثابت برآورد شده است. مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰,۰۰۱۰۸۶ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰,۵۸۶۴۰۳ یعنی در حدود ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۷۱۱۷۵۸ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد). رابطه بین متغیر بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۰۳۶۷) تایید شده و با توجه به مثبت بودن آماره تی این رابطه مستقیم می‌باشد.

آزمون مدل فرضیه دوم پژوهش:

برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول ۷؛ آزمون چاو برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل بدون اثرات یا تلفیقی مناسب است	۱۳,۸۰۳۳۳۲	۰,۰۰۹۹	رد

مقدار احتمال برابر با (۰,۰۰۹۹) است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل تلفیقی شده رد می‌شود و مدل با اثرات (یا اثرات تصادفی یا ثابت) مناسب است. پس از آزمون هاسمن استفاده می‌نماییم.

جدول ۸؛ آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

فرض صفر	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه آزمون

مدل اثرات تصادفی مناسب است	۸,۵۹۲۴۸۸	۰,۰۱۰۱	رد
----------------------------	----------	--------	----

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با (۰,۰۱۰۱) است بنابراین فرض صفر رد می‌شود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است (یعنی مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجحتر است).

برازش مدل دوم با اثرات ثابت:

جدول ۹: برازش مدل پژوهش فرضیه دوم

$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CON_{i,t} \times Overconfidence_{i,t} + \beta_2 Overconfidence_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: جریان نقد آزاد					
متغیر	شاخص	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنادار
تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بیش اعتمادی و جریان نقد	CON*OVERCONFIDENCE	-۰,۵۴۰۷۵۱	۰,۶۷۴۷۸۵	-۱,۸۰۱۳۶۸	۰,۰۲۳۴
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۶۹۳۱۸	۰,۰۴۵۵۷۶	-۱,۵۲۰۹۲۹	۰,۱۲۹۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۱۱۵۸	۰,۰۰۸۸۴۱	-۰,۱۳۰۹۷۶	۰,۸۹۵۹
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰,۰۰۲۳۱۸	۰,۰۱۸۷۳۶	-۰,۱۲۳۷۰۸	۰,۹۰۱۶
آماره F		۷,۶۴۳۵۴۳		ضریب تعیین	۰,۸۳۸۰۰۰
				ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۸۲۴۴۳۱
احتمال آماره F		۰,۰۰۶۵۹۷		مقدار دوربین-واتسون	۱,۹۰۸۰۸۵

در جدول ارائه شده، مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰,۰۰۶۵۹۷ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰,۸۳۸۰۰۰ یعنی در حدود ۸۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین و واتسون برابر با ۱,۹۰۸۰۸۵ است.

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد).

۸- تفسیر نتایج و پیشنهادات

فرضیه اول: رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد تایید شده و در نتیجه فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج این تحقیق با نتایج پژوهش قلی زاده و همکاران (۱۳۹۹) همسو می‌باشد. قلی زاده و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود به بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیران بر دستکاری جریان نقد عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بیش اعتمادی مدیران بر دستکاری جریان نقد عملیاتی تأثیر مستقیم و معناداری دارد و مدیران بیش اطمینان ممکن است به دلیل بیش اطمینانی که به سودآوری آینده واحد تجاری دارند به مدیریت سود اقدام کنند. علاوه بر این، گفتنی است مدیران بیش اطمینان به دلیل این باور که آنها اطلاعات ویژه ای در اختیار دارند، دقت اطلاعات خود و به تبع آن، سودها و جریان های نقدی واحد تجاری را بیش از حد تخمین می زنند و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آینده شرکت در ذهن پیرورانند. گفتنی است مدیریت سود به طور در خور ملاحظه ای، تحت تأثیر انتظارات درباره سودهای آینده است و بیش اطمینانی مدیریت در این انتظارات اثر می گذارد.

فرضیه دوم: تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که تاثیر تمرکز مالیات بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران با جریان نقد آزاد تایید شده و در نتیجه فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتایج این تحقیق با نتایج پژوهش رضایی و مرادی (۱۳۹۸) و مهرافزون و طالب (۱۳۹۷) همسو می‌باشد. رضایی و مرادی (۱۳۹۸) در پژوهش خود به بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت ها پرداختند. ساختار بدهی از شاخص های مهم تعیین کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می‌شود. از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکتها حیاتی هستند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بین سر رسید بدهی های کوتاه مدت و میان مدت با فرا

اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین سر رسید بدهی بلند مدت با فرا اطمینانی مدیریت رابطه منفی و معناداری وجود دارد و تمرکز مالکیت بر رابطه سر رسید بدهی کوتاه مدت و بلند مدت با فرا اطمینانی مدیریت تاثیر معناداری نداشت و تمرکز مالکیت بر رابطه سر رسید بدهی میان مدت با فرا اطمینانی مدیریت تاثیر معناداری نداشت. مهرافزون و طالب (۱۳۹۷) در پژوهش خود به بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتیجه بررسی ها در سطح کل شرکت ها مشخص نمود تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری دارد.

بر مبنای یافته‌های حاصل از این پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱- با توجه به تاثیر مستقیم معیارهای مختلف بیش اعتمادی مدیران بر میزان جریان‌های نقدی عملیاتی، به نظر می‌رسد پیش بینی هزینه‌های عملیاتی در شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتماد بیش از حد نسبت به سایر شرکتها، سخت و در نتیجه دقت پیش بینی سود هم پایین است. لذا، به سهامداران به ویژه سهامداران عمده و نهادی شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌شود که به منظور افزایش کارایی تصمیم‌گیری در خرید و فروش سهام شرکتها به مقوله بیش اعتمادی مدیران به لحاظ علم روانشناسی نیز توجه نمایند.

۲- نتایج پژوهش حاضر نشان داد که متغیر تمرکز مالکیت می‌تواند نقش مهمی را در عملکرد شرکت ایفا کنند. با عنایت به اینکه لزوم توجه به مکانیسم‌های راهبری شرکتی در آیین نامه نظام راهبری شرکتی بورس تهران نیز مورد تأکید قرار گرفته است، لذا لازم است دولت و شرکت‌ها با درکی صحیح از مقوله راهبری شرکتی، نسبت به ایجاد یک ساختار مالکیت مناسب که منجر به بهبود عملکرد آنها خواهد شد، اقدام کنند. نتایج این مطالعه نشان داد که مالکیت نهادی در کل و در اکثر صنایع مورد بررسی، موجب استفاده غیرکارا از دارایی‌ها می‌شود، لذا بهتر است که سهام این شرکت‌ها در اختیار سایر مؤسسات قرار گیرد.

همچنین پیشنهادهایی برای پژوهشگران آینده به شرح زیر ارائه می‌شود:

بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد آزاد در شرکت‌ها با نقش تعدیل ...

۱. بررسی سایر متغیرها مانند ویژگی‌های موسسه حسابرسی را بر رابطه فوق بسنجند.

۲. به جای متغیر بیش اعتمادی مدیران از سایر ویژگی‌های مدیران مانند جنسیت سطح تحصیلات و تجربه نیز می‌توان استفاده کرد.

۹- منابع

رضایی فرزین و مرادی مریم (۱۳۹۸) تاثیر مالکیت بر رابطه بین فرااطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت‌ها، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۲، شماره ۴۳، ص ۱۵۷-۱۴۳ مدانلو جویباری، علیرضا و خادم‌لو، عمار (۱۳۹۸) بررسی تمرکز مالکیت، مدیریت سود و نقدشوندگی سهام، اولین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری.

محمدزاده، فاطمه (۱۳۹۹) بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، دوره: ۶، شماره: ۱:

محمدی شاپور قالیباف اصل حسن و مشکی مهدی (۱۳۹۸) نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، ص ۸۸-۶۹

مهرافزون، امیر و طالب قصابی، مهدی (۱۳۹۷). بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های کاربردی در مدیریت و حسابداری، دوره: ۳، شماره: ۱۰

یحیایی، رجبعلی؛ نعمتی، رامین و جواد، مسعودی (۱۳۹۸). مطالعه رابطه ساختار مالکیت و هزینه فرصت وجه نقد با هزینه حقوق صاحبان سهام، کنفرانس ملی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی، کازرون، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کازرون.

Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R & D investment behavior. *Accounting Review*, 73(10), 305-334.

Chang, J., & Sun, C. (2020). The relation between earning information, earnings management and corporate governance in the pre – and post – sox periods. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(6), 180-361

Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 22, No. 3, Pp. 440-463.

Jensen, M . (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp329-423.

McConnell, John J., and Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value" *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

- Rihab, H., and Lotfi, M. (2019). Motives for Corporate Cash Holdings: the CEO Optimism Effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 47 No. 3, Pp. 669-732.
- Zhang, J. (2019). The Relationship Between Working Capital Management And The Corporate Cash Holdings, University of Eastern Finland, Faculty of Social Sciences and Business Studies, Master's thesis: 67 p. Available at: <http://epublications.uef.fi>.