

## بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

کاظم چاوشی<sup>۱</sup>

محمد رستگار<sup>۲</sup>

محسن میرزائی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۳/۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۳/۳/۱۷

### چکیده

یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. تأمین مالی یکی از اجزاء ضروری عملیات هر واحد تجاری است. اتخاذ سیاست‌های تأمین مالی توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد. با این حال شناخت عوامل مؤثر بر تصمیم‌های تأمین مالی مدیران از اهمیت بیشتری برخوردار است. عوامل زیادی بر تصمیم‌گیری تأمین مالی مدیران واحد تجاری مؤثر است که این عوامل را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: دسته اول، عواملی که مرتبط هستند با ساختار شرکت مانند مشکلات نمایندگی، اندازه شرکت و درماندگی مالی و دسته دوم، عواملی که مرتبط هستند با ویژگی‌های رفتاری مدیران مانند محافظه‌کاری و اطمینان بیش از حد. این پژوهش درصدد تجزیه و تحلیل تأثیر یک عامل روانشناسی (اطمینان بیش از حد) بر تصمیم‌های تأمین مالی مدیران واحد تجاری است. برای بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد بر سیاست‌های تأمین مالی از مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی برای ۱۵۷ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ استفاده شده است. نتایج پژوهش که با استفاده از داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت انجام گردید، حاکی از عدم رابطه بین اطمینان بیش از حد و تصمیم‌های مالی می‌باشد. علاوه بر این، رابطه‌ی فرصت‌های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک درماندگی با تصمیم‌های مالی، معنی‌دار است.

واژه‌های کلیدی: سیاست تأمین مالی، اطمینان بیش از حد، مالی رفتاری.

۱- استادیار دانشگاه علوم اقتصادی تهران chavoshi54@yahoo.com

۲- دکتری مالی ma\_rastegar@yahoo.com

۳- کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علوم اقتصادی تهران Mohsen.mirzaee.73@gmail.com

۱- مقدمه

نقش محوری سرمایه در دنیای تجارت امروز، بر هیچ‌کسی پوشیده نیست و چنین نقشی بسیار برجسته و قابل توجه هست. هر شرکتی برای اینکه بتواند کالا یا خدمتی را عرضه نماید، قبل از انجام هرگونه فعالیتی، به سرمایه و منابع مالی نیازمند است تا بتواند دارایی‌های مورد نیاز خود را خریداری نموده و به سرمایه‌گذاری بپردازد. متعاقب بزرگ شدن شرکت‌ها و توسعه فناوری، نیاز به مبالغ هنگفت سرمایه و منابع مالی شدت گرفته و بازارهای متعدد مالی توسعه یافته‌اند. این توسعه به نوبه خود از یکسو تعدد روش‌های تأمین مالی توسط شرکت‌ها را می‌طلبد و از سوی دیگر مدیران را به تعیین راهبرد مناسب در زمینه تأمین مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه شرکت ملزم ساخته است. تهیه یک استراتژی صحیح بر مبنای متغیرهای اقتصادی، بازاریابی، تولید و مالی از مهم‌ترین وظایف مدیریت یک شرکت است. یک استراتژی مناسب مالی توان شرکت در نیل به اهداف را تقویت می‌کند. شرکت باید قادر به تأمین منابع مالی مورد نیاز به منظور تولید محصولات پر فروش باشد تا امکان موفقیت در بلندمدت میسر شود.

به منظور به حداکثر رساندن ارزش شرکت به عنوان یک هدف راهبردی، مدیریت شرکت باید اهداف سه‌گانه‌ای را به شرح زیر مورد توجه قرار دهد:

- اول، تعیین اندازه‌ای مناسب از شرکت و نرخ رشد آتی آن
- دوم، تعیین بهترین ترکیب دارایی‌ها (مصارف و وجوه)

- سوم، تعیین بهترین ترکیب منابع مالی و ساختار

سرمایه

بنابراین مدیران باید بکوشند تا میزان دارایی‌ها و نرخ رشد شرکت را تعیین کنند و بدانند که شرکت در کدام قلم از دارایی‌ها باید سرمایه‌گذاری کرده و برای رسیدن به بهترین بازده برای سهامداران از کدام منبع یا منابع استفاده کند. نکته قابل توجه این است که تصمیم‌های مالی وابسته به هم و متوالی هستند و نباید فقط یک بار و برای همیشه اتخاذ شوند. واحدهای تجاری به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت، نقش اساسی ایفا کند. هر شرکتی در تصمیم‌های تأمین مالی با دو منبع داخلی و خارجی رو به رو است. منابع داخلی شامل وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع خارجی شامل انتشار اوراق بهادار نظیر انتشار سهام، اوراق مشارکت و دریافت تسهیلات مالی از بانک‌ها و غیره هستند.

انتشار سهام، واکنش متفاوت سهامداران را در بر دارد. همچنین، استفاده از وام و استقراض به علت ایجاد مشکلاتی مانند عدم پرداخت به موقع بدهی‌ها، ناتوانی مالی و در نهایت ورشکستگی، اثرات متفاوتی بر قیمت سهام خواهد داشت. منابع خارجی آن دسته از منابعی هستند که شرکت‌ها در صورت عدم کفایت منابع داخلی برای تأمین مالی نیازهای شرکت به وسیله ایجاد بدهی یا انتشار سهام جدید، اقدام به جذب سرمایه می‌نمایند. منظور از ایجاد بدهی، استقراض یا انتشار اوراق مشارکت است که شرکت در قبال آن متعهد می‌شود در زمان‌های معینی، سود تعیین شده و در تاریخ سررسید ارزش

گیری و بررسی تطبیقی یافته‌ها به همراه محدودیت‌های پژوهش ارائه می‌گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. تأمین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری است. بدون دسترسی به منابع تأمین مالی توان رشد واحد تجاری در معرض خطر قرار می‌گیرد، زیرا در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و شرکت‌ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید دارند. انجام پروژه‌های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از سازوکارهای تأمین مالی می‌باشند. منابع تأمین مالی واحد تجاری به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱- منابع مالی داخلی؛ مانند سود انباشته و اندوخته‌ها.

۲- منابع مالی خارجی؛ مانند انتشار اوراق مشارکت، اوراق بهادار.

مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش‌های تأمین مالی استفاده نمایند، تصمیم‌گیری می‌کنند. عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است. علاوه بر این فاکتورها و عوامل موجود در شرکت‌ها، برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جز عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های شرکت به حساب می‌آید (برتراند<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳).

اسمی یا مبلغ وام اخذشده را پردازد. مشخص بودن مبلغ یا نرخ بهره دارندگان اوراق بدهی و اولویت بازپرداخت اصل و فرع آن نسبت به سهام، این اوراق را از دیدگاه سرمایه‌گذاران در ردیف اوراق بهادار دارای ریسک کم قرار می‌دهد و به دلیل ریسک کم، بازده کمتری نیز دارند (جهانخانی و پارساییان، ۱۳۹۰).

موضوع ساختار سرمایه از جمله مسائل داخلی شرکت‌ها محسوب می‌گردد، اما از آنجا که تصمیم‌های تأمین مالی شرکت با محیط پیرامون آن در ارتباط است، بنابراین شرایط و وضعیت بازار سرمایه بر روی تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد. عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است.

مدیرانی که سودآوری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند یا به سودآوری واحد تجاری خوش بین هستند، احساس می‌کنند بازار سرمایه اوراق سهام آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند از این رو در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد مدیران تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

با توجه به موارد ذکرشده، این سؤال مطرح می‌شود که آیا اطمینان بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی واحد تجاری مؤثر است؟

سازمان‌دهی مقاله چنین است که در ابتدا ضمن بیان مبانی نظری، پژوهش‌هایی که پیرامون موضوع پژوهش صورت گرفته است، مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس به بیان روش انجام پژوهش، جامعه و نمونه آماری پرداخته و روش گردآوری اطلاعات و تجزیه و تحلیل نتایج ارائه می‌گردد. در پایان نتیجه-

سرمایه‌گذاران منطقی و ریسک‌گریز در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده بیشتری دارند. درجه ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی، یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم‌گیری افراد به ویژه در بازارهای مالی است. ریسک‌پذیری را می‌توان "انجام هر گونه فعالیتی که دارای حداقل یک نتیجه مبهم و یا نامطمئن باشد" تعریف کرد (قالیباغ، ۱۳۸۹).

روانشناسی مالی در واقع در مقابل پارادایم رفتارهای منطقی سرمایه‌گذاران مطرح شده که اساس و بنیان همه مدل‌های مالی ارائه شده است. تالر<sup>۲</sup> معتقد است گاهی اوقات برای یافتن پاسخی برای معماهای مالی تجربی، ضروری است که این احتمال را بپذیریم که برخی از عامل‌ها در اقتصاد گاهی به طور کامل عقلایی رفتار نمی‌کنند که این، موضوع مالیه رفتاری است. این رویکرد از علم روانشناسی برای درک رفتارهای سرمایه‌گذاران و بازار استفاده شده و جنبه‌های روانشناسی رفتار افراد در بازارهای مالی بررسی می‌شود. تاکنون عوامل رفتاری مختلفی در تصمیم‌گیری‌های مالی مطرح شده است. یکی از مهم‌ترین اختلالات رفتاری تصمیم‌اطمینان بیش از حد است که در ادامه به تشریح آن می‌پردازیم.

اطمینان بیش از اندازه، یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. روانشناسان یک فرد با ویژگی‌های رفتاری فرا اطمینانی را به عنوان فردی تعریف می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است (بیش از آنچه واقعیت دارد). به نظر هاید<sup>۳</sup>، متون مربوط به روانشناسی دو تعریف از اطمینان بیش از اندازه ارائه داده‌اند. نخست برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خوددارند. دوم، افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه که واقعاً هست، می‌بینند.

روانشناسان دریافته‌اند که افراد قابلیت‌هایشان را در خوب انجام دادن وظایفشان، بیش از اندازه تخمین می‌زنند و این تخمین به نسبت اهمیتی که آن وظایف برای شخص دارد، افزایش می‌یابد. روانشناسان همچنین به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم‌گیری و قضاوت به اطلاعات برجسته وزن بیشتری می‌دهند. تحقیقات همچنین نشان داده است مشاغلی که به قضاوت نیاز دارند، بیش از مشاغل دیگر دچار بیش اطمینانی می‌شوند. ضمناً هرچه تخصص افراد بیشتر می‌شود، به میزان بیشتری در معرض بیش اطمینانی قرار می‌گیرند (سعیدی، ۱۳۹۰).

یکی از ریشه‌های وقوع بیش اطمینانی و اصلاح نشدن آن در نتیجه یادگیری، پدیده فرافکنی است. پس از تجربه شکست‌ها، فرد عامل آن را به دیگران نسبت می‌دهد تا کماکان با اعتمادبه‌نفس راهش را ادامه دهد که همین موضوع به بیش اطمینانی دامن می‌زند (هیرشلفر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰). علت وجودی بیش اطمینانی آرامشی است که افراد از آن به دست می‌آورند. حتی پدیده فرافکنی نیز این است که فرد خود را تبرئه می‌کند تا از عذاب وجدان یا احساس ضرر به علل درونی خلاصی یابد. درعین حال افراد موفقیت‌ها را به خود نسبت می‌دهند که این تمایل، بیش اطمینانی را افزایش می‌دهد. ضمناً افراد به دنبال اثبات خود به دیگران نیز هستند تا تحسین آن‌ها را نسبت به خود جلب کنند، بنابراین گاهی در مورد موفقیت‌های قبلی خود در صحبت با دیگران اغراق می‌کنند و این خود از نظر درونی بر آن‌ها اثر گذاشته موجب تشدید پدیده بیش اطمینانی می‌شود. به عبارت دیگر در بیان اغراق‌آمیز موفقیت‌ها، خود فرد بیش از دیگران تحت تأثیر سخنان خود قرار می‌گیرد (سعیدی، ۱۳۹۰).

مدیران احساس می‌کنند بازار سرمایه اوراق سهام آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری نموده است. ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) در پژوهشی ارتباط بین اطمینان بیش از اندازه مدیران و انتخاب تأمین مالی را در شرکت‌های ژاپنی مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که مدیران بیش از حد مطمئن بدهی را به انتشار سهام به صورت عرضه عمومی و محدود ترجیح می‌دهند.

همچنین در ایران پژوهش‌هایی در مورد تصمیم‌های تأمین مالی و ساختار سرمایه و اطمینان بیش از حد انجام شده است که به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود:

محزون (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط میان ویژگی‌های فردی، حرفه‌ای و شخصیتی به بررسی تورش‌های رفتاری متداول در میان سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پرداخته و ارتباط تورش‌های شناسایی شده با ویژگی‌های فردی، حرفه‌ای و شخصیتی هر یک از آزمودنی‌ها را مشخص ساخته است. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در نهادهای مالی نیز در تصمیم‌های خود از تأثیر تورش‌های رفتاری مصون نمی‌باشند و به طور خاص جنسیت، سن، میزان تجربه، سطح تحصیلات، سطح درآمد ماهانه، سطح ثروت و گونه شخصیتی آن‌ها تأثیر معنی‌داری در نشان دادن برخی خطاهای سیستماتیک در قضاوت شامل بیش اطمینانی، توهم کنترل، حسابداری ذهنی، خود کنترلی، خوش بینی، خود تأییدی پس از وقوع، لنگر انداختن و تعدیل و نمایندگی داشته است.

خوش‌طینت و نادای قمی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه رفتار اطمینان بیش از حد و بازده سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج، شواهد ضعیفی در مورد وجود ویژگی رفتاری اطمینان بیش از حد در بین

بیش اطمینانی در زندگی روزمره به دفعات اتفاق می‌افتد و به تبع، در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز ردپای آن مشاهده می‌شود. افراد در مورد صحت قضاوتشان بیش اطمینانی داشته و به سختی ممکن است امکان اشتباه در قضاوتشان را در نظر بگیرند. تحلیل‌گران مالی پس از ارائه گزارش خود به همین علت به سختی از نظر اول خود باز می‌گردند، حتی زمانی که اطلاعات بیشتری به دست آورده‌اند و اطلاعات جدید قضاوت قبلی آن‌ها را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد. به عنوان مثال اگر قضاوت فردی در واقع به احتمال ۷۰٪ درست باشد، وی احتمال صحت قضاوتش را بیش از ۹۵٪ می‌داند (سعیدی، ۱۳۹۰).

اطمینان بیش از اندازه مدیران این است که آن‌ها تخمین بیش از حدی را به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی در انتخاب روش‌های تأمین مالی توسط مدیران شود؛ به گونه‌ای که مدیران همواره تصور می‌کنند که شرکت‌های آن‌ها کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده‌اند (ایشیکاوا و تاکاشی، ۲۰۱۰).

گلستر<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۳) در مورد بیش اطمینانی در مدیران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای نشان دادند که مدیران حرفه‌ای و باتجربه در مقایسه با مدیران غیرحرفه‌ای و بی‌تجربه در انجام بسیاری از وظایف خود، به ویژه شناسایی و تشخیص روند، پیش‌بینی نوسان و تغییر قیمت سهم، از بیش اطمینانی بیشتری برخوردار هستند.

هاکبارث<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که مدیرانی که سودآوری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند، در موارد نیاز به تأمین مالی انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

مشارکت‌کنندگان بازار اوراق بهادار ایران ارائه داده است.

شمس و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با مدل‌های رگرسیون پرابیت ترتیبی و توبیت یک متغیره و چند متغیره نشان می‌دهد که بین تجربه و ریسک‌پذیری مدیران رابطه معنی‌دار معکوس و بین تجربه و رفتار توده‌وار آن‌ها رابطه معنی‌دار مستقیم وجود دارد. همچنین رابطه بین تجربه و بیش اطمینانی بر مبنای نوع بیش اطمینانی متفاوت است، اما در مجموع می‌توان گفت بین تجربه و بیش اطمینانی رابطه معکوس وجود دارد. بدین ترتیب مدیران کم تجربه تر در مقایسه با مدیران باتجربه‌تر از بیش اطمینانی بیشتر و رفتار توده‌وار کمتر برخوردار بوده، ریسک‌پذیرتر می‌باشند و بازده بالاتری کسب می‌نمایند. بنابراین، در کل می‌توان چنین نتیجه گرفت که بین تجربه حرفه‌ای و بازده مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس وجود دارد.

با این وجود، تاکنون پژوهشی در مورد تأثیر اطمینان بیش از اندازه مدیران و تصمیم‌های تأمین مالی انجام نشده است. این پژوهش درصدد است مبتنی بر داده‌های مالی تأثیر اطمینان بیش از اندازه مدیران را بر تصمیم‌های یا سیاست‌های تأمین سرمایه مورد بررسی قرار دهد.

### ۳- فرضیات پژوهش

برای پاسخ به سؤال مطرح‌شده، فرضیه‌های مهم بدین صورت مطرح می‌شود:

بین اطمینان بیش از حد مدیران و سیاست‌های تأمین مالی واحد تجاری رابطه معنی‌داری وجود دارد. فرض صفر و فرض مقابل برای فرضیه فوق به شرح زیر است:

بین اطمینان بیش از حد مدیران و سیاست‌های تأمین مالی واحد تجاری رابطه معناداری وجود ندارد. بین اطمینان بیش از حد مدیران و سیاست‌های تأمین مالی واحد تجاری رابطه معناداری وجود دارد.

#### فرضیه‌های اخص:

- ۱) بین نوسان جریان نقدی عملیاتی و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۲) بین فرصت رشد و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۳) بین مجموع مخارج سرمایه‌ای و تغییرات سرمایه در گردش و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۴) بین نرخ رشد دارایی‌ها و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۵) بین سودآوری و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۶) بین لگاریتم اندازه شرکت و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۷) بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۸) بین بازده غیرعادی انباشته و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۹) بین ریسک درماندگی و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی واحد تجاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق

بهادار تهران می‌باشد؛ به عبارت دیگر این مطالعه درصدد تجزیه و تحلیل تأثیر یک عامل روانشناسی (اطمینان بیش از اندازه) بر تصمیم‌های تأمین مالی مدیران واحد تجاری است. از دیگر اهداف این پژوهش پیش برد ادبیات مربوط به سیاست‌های تأمین مالی و تأثیر رفتار مدیریت بر آن است. انتظار می‌رود با آزمون فرضیه این پژوهش؛ ارتباط و اثری که اطمینان بیش از حد مدیریت بر تصمیم‌های تأمین مالی واحد تجاری دارد مشخص شود. همچنین ارتباط ویژگی‌های روانی مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی موجب پیش برد ادبیات مربوط به مباحث مالی رفتاری و تأمین مالی می‌گردد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. تحقیق توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آن‌ها توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. از بین تحقیقات توصیفی با توجه به اینکه در تحقیق حاضر متغیرهای مستقل و وابسته در گذشته رخ داده است، از نوع تحقیقات پس رویدادی است. در تحقیق پس رویدادی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص که قبلاً وجود داشته یا رخ داده از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن‌هاست، لذا محقق در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده و مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی آن‌ها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عمل است.

همچنین جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با تعدیل این جامعه با قید محدودیت‌های زیر، نمونه آماری مشخص می‌گردد.

(۱) قبل از سال مالی ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشند.

(۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشند.

(۳) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

(۴) شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی به دلیل ماهیت تأمین مالی متفاوت نسبت به سایر شرکت‌ها جزو نمونه انتخابی نباشد.

(۵) داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس باشند.

(۶) بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۵۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ انتخاب شدند.

در این پژوهش به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری از روش کتابخانه‌ای و آرشیو استفاده شده است. همچنین داده‌های مالی این مطالعه از صورت‌های مالی پایان دوره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده، داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم‌افزار Excel اصلاح و طبقه‌بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزار Eviews 7 انجام می‌گیرد.

#### ۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

با توجه به فرضیه پژوهش " بین اطمینان بیش از حد مدیران و سیاست‌های تأمین مالی واحد

تجاری رابطه معنی داری وجود دارد" در این پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$F_{it} = \beta + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 CFV_{it} + \beta_3 Q T_{it} + \beta_4 CPCHWC_{it} + \beta_5 AGR_{it} + \beta_6 Pr_{it} + \beta_7 LFS_{it} + \beta_8 ins_{it} + \beta_9 CASR_{it} + \beta_{10} Z - score_{it} + \varepsilon$$

### متغیر مستقل

اطمینان بیش از حد مدیران<sup>۱</sup> به عنوان متغیر پیش بین یا مستقل تعیین می شود. اطمینان بیش از حد مدیران مطابق پژوهش ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) از طریق اندازه گیری پیش بینی جانب دارانه مدیران محاسبه می شود:

رابطه (۱) میانگین قیمت سهم در شش ماهه دوم (سود هر سهم واقعی - سود هر سهم پیش بینی شده)

علامت مثبت یا منفی پیش بینی جانب دارانه مدیران نشان می دهد که مدیران جانب داری خوش بینانه یا بدبینانه داشته اند.

### متغیر وابسته

سیاست های تأمین مالی شرکت شامل افزایش سرمایه و استقراض است و از رابطه ی زیر به دست می آید:

رابطه (۲) حقوق صاحبان سهام/بدهی های بلند مدت

### متغیرهای کنترل

برای بررسی دقیق تر اثر اطمینان بیش از اندازه مدیران بر سیاست های تأمین مالی از چند متغیر کنترلی که ممکن است بر تصمیم های تأمین مالی مدیران اثرگذار باشد، استفاده می شود. در این

پژوهش با استفاده از پژوهش های قبلی اثر متغیرهای کنترل زیر بررسی می شود:

(۱) نوسان جریان نقد عملیاتی؛ ۹؛ نوسانات جریان نقد عملیاتی از انحراف معیار جریان نقد عملیاتی طی سه سال گذشته به دست می آید.

(۲)  $Q$  توبین ۱۰؛ نشان دهنده فرصت رشد برای واحد تجاری است. این نسبت از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری آن حاصل می شود.

(۳) مجموع مخارج سرمایه ای و تغییرات سرمایه در گردش ۱۱؛ این متغیر نشان دهنده میزان وجوهی است که واحد تجاری برای انجام فعالیت های عملیاتی و سرمایه ای نیاز دارد.

(۴) نسبت نرخ رشد شرکت (دارایی ها) ۱۲؛ این نسبت از تقسیم دارایی های آخر دوره - دارایی های اول دوره بر دارایی های اول دوره شرکت حاصل می شود.

(۵) نسبت سودآوری ۱۳؛ این نسبت از تقسیم سود عملیاتی بر مجموع دارایی های واحد تجاری حاصل می شود.

(۶) لگاریتم اندازه دارایی های شرکت ۱۴ در پایان دوره مالی.

(۷) مالکیت نهادی ۱۵؛ در برگیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار سرمایه گذاران نهادی قرار دارد، است. برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت، در پایان دوره تقسیم می شود.

(۸) بازده غیرعادی انباشته ۱۶ با استفاده از مدل بازار.

۹) Z آلتمن ۱۷؛ ادوارد آلتمن در سال ۱۹۶۸ برای اولین بار اثر ترکیب‌های مختلف نسبت‌های مالی را برای پیش‌بینی در ماندگی مالی شرکت‌ها بررسی کرد. مدلی که او به دست آورد به «Z» «Score معروف است. الگوی آلتمن به این شرح است:

$$Z = \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 \quad (3)$$

در الگوی آلتمن، متغیر مستقل شامل نسبت‌های زیر است:

- نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها
- نسبت سود انباشته به کل دارایی
- نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی
- نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی

• نسبت کل فروش به کل دارایی

#### ۶- یافته‌های پژوهش

##### ۶-۱- آمار توصیفی

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکنندگی از جمله انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است.

بر اساس جدول شماره ۱؛ بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد. در این موارد توزیع داده‌ها چوله به راست است. برای مثال توزیع متغیر بازده غیرعادی چوله به راست است. در برخی متغیرها مقادیر میانگین و میانه نزدیک به هم است که در این موارد توزیع متغیرها متقارن است.

جدول شماره (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۰,۶۴	۰,۶۳	۰,۲۱	۱,۷۵	۱۳,۸۳
اطمینان بیش از حد مدیران	-۰,۰۱	۰,۰۳	۰,۲۷	۰,۳۶	۲۹,۷۱
نوسان جریان نقدی	۲,۲۳	۱۴۸,۰۰۰	۵۸۳,۰۰۰	۹,۸۷	۱۱۸,۳۸
Q توبین	۱,۵۲	۱,۹۱	۳,۷۲	۴,۲۵	۲۴۱,۰۳
مجموع مخارج سرمایه‌ای و تغییرات سرمایه در گردش	۱۸,۱۶۲	-۱۷۷,۰۰۰	۲,۱۱۰,۰۰۰	-۱۱	۱۳۸
رشد دارایی‌ها	۰,۰۳	۰,۱۵	۰,۲۸	۶,۲۹	۸۹,۳۸
سودآوری	۰,۱۳	۰,۱۴	۰,۱۲	۰,۱۸	۲,۷۱
اندازه شرکت	۵,۷۳	۵,۷۸	۰,۵۸	۰,۶۸	۱,۱۶
بازده غیرعادی	-۱,۰۳	۶,۹	۸۰	۴,۲	۳۱,۵۹
سرمایه‌گذاران نهادی	۵۹,۸۵	۵۹,۰۱	۲۶,۲۹	-۰,۲۲	-۱,۱۱
Z آلتمن	۲۱,۷۹۶	-۲۱۳,۰۰۰	۲,۵۳۰,۰۰۰	۱۰,۹۳-	۱۳۷,۶۸

## ۶-۲- برآورد مدل و آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش پیش رو از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در تحلیل پانلی یکی از اساسی‌ترین موضوعات مورد بحث تعیین مقدار عرض از مبدأ است و اینکه مدل بدون عرض از مبدأ برازش گردد یا مدل با عرض از مبدأ. در حالتی که مدل دارای عرض از مبدأ باشد سؤال بعدی مدل با اثرات ثابت و اثرات تصادفی مطرح خواهد گردید. بنابراین رویه انتخاب مدل به شرح زیر است:

مرحله اول: وجود اثرات در مقابل مدل بدون اثرات آزمون می‌گردد (آزمون لیمر).

مرحله دوم: مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت آزمون می‌گردد (آزمون هاسمن). به منظور بررسی اثرات عرض از مبدأ مدل‌ها از آزمون لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون لیمر نشان‌دهنده این است که استفاده از مدل با اثرات به جای مدل ادغام‌شده مناسب‌تر است. همچنین برای پاسخ به این سؤال که مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت با استفاده از آزمون هاسمن بررسی شده است. نتایج آزمون هاسمن نشان داد که مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی مناسب‌تر است از این رو مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل با اثرات ثابت است. نتایج آن در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول شماره (۲): نتایج آزمون مدل رگرسیونی پژوهش

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰,۰۳۶	۰,۲۸۴	۰,۱۲۶	۰,۹۰۰
اطمینان بیش از حد	۰,۰۰۹	۰,۰۱۲	۰,۷۳۸	۰,۴۶۱
نوسان جریان نقدی	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	-۰,۴۲۹	۰,۶۶۸
Qتوبین	۰,۰۰۱	۰,۰۰۱	۰,۵۸۳	۰,۰۴۶۰
ریسک درماندگی	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	-۱,۶۶۱	۰,۰۹۷
اندازه شرکت	۰,۱۱۷	۰,۰۴۸	۲,۴۳۸	۰,۰۱۵
سودآوری	-۰,۶۰۸	۰,۰۵۱	-۱۱,۸۱۷	۰,۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۱,۰۰۵	۰,۳۱۵
رشد دارایی‌ها	۰,۰۱۱	۰,۰۱۰	۱,۰۹۶	۰,۲۷۳
بازده غیرعادی	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۵۲	۰,۶۵۱
AR(1)	۰,۶۸۹	۰,۰۴۳	۱۶,۱۹۰	۰,۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۸۸۲			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۸۴۹			
دوربین واتسون	۲,۰۲۴			
آماره F	۲۶,۷۱۶			
سطح معنی داری آماره F	۰,۰۰۰			

ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) است. یکی از مهم‌ترین عواملی که ممکن است در بروز چنین نتیجه‌ای در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر داشته باشد این است که در طی سال‌های مورد بررسی کشور ایران نرخ‌های تورم بالایی را تجربه نموده است و از طرفی نرخ بهره پرداختی بابت تأمین مالی از طریق بدهی پایین‌تر از نرخ تورم بوده است و همواره تأمین مالی از طریق بدهی در چنین شرایطی سودمند است؛ این امر می‌تواند باعث شود که مدیران بدون توجه به وضعیت آتی خود از طریق استقراض منابع مورد نیاز خود را تأمین کنند. از عوامل دیگری که منجر به این نتیجه‌گیری شده‌اند می‌توان به متفاوت بودن ساختار تأمین مالی در ایران با سایر کشورها اشاره کرد. شرکت‌های که تأمین مالی خود را از طریق افزایش سرمایه انجام می‌دهند با توجه به درصد افزایش سرمایه فقط به اندازه مبلغ اسمی منابع تأمین می‌کنند و قیمت سهم تأثیری بر روی منابعی که شرکت به دست می‌آورد، ندارد. این موضوع باعث می‌شود که اطمینان بیش از حد مدیران تأثیری بر تصمیم‌های تأمین مالی مدیران نداشته باشد.

همان‌طور که در جدول شماره (۲) قابل مشاهده است؛ فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. همچنین میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۸۵ است، یعنی در حدود ۸۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون که یکی از فروض رگرسیون است برابر با ۲/۰۲ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم همبستگی باقیمانده‌ها است.

نتایج مربوط به آزمون معنی‌داری ضرایب متغیرهای مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری متغیر اطمینان بیش از حد برابر با ۰/۴۶ است و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار نیست از این رو فرضیه پژوهش مبنی بر وجود ارتباط معنی‌دار بین اطمینان بیش از حد و سیاست‌های تأمین مالی مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. به عبارتی دیگر اطمینان بیش از حد مدیران تأثیری در سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌های ندارند و تصمیم‌های تأمین مالی به دور از تمایلات جانب‌دارانه و به صورت نسبتاً منطقی اتخاذ شده‌اند. نتایج کسب‌شده مغایر با نتایج به دست آمده از پژوهش‌های انجام‌شده توسط هاگبارث (۲۰۰۸)،

جدول شماره (۳) نتایج فرضیات اخص پژوهش

فرضیه اخص	متغیر مورد بررسی	معنی‌داری	نحوه ارتباط
۱	نوسان جریان نقدی	رد	-
۲	Qتوبین	تأیید	مثبت
۳	مجموع مخارج سرمایه‌ای و تغییرات سرمایه در گردش	حذف به دلیل هم خطی با سایر متغیرها	
۴	رشد دارایی‌ها	رد	-
۵	سودآوری	تأیید	مثبت
۶	اندازه شرکت	تأیید	مثبت

فرضیه اخص	متغیر مورد بررسی	معنی داری	نحوه ارتباط
۷	سرمایه گذاران نهادی	رد	-
۸	بازده غیرعادی	رد	-
۹	ریسک درماندگی	تأیید	مثبت

نتایج به دست آمده نشان دهنده وجود ارتباط مثبت بین سودآوری، ریسک درماندگی، اندازه شرکت و  $Q$  توبین با سیاست‌های تأمین مالی (نسبت بدهی) و میزان استقراض است. این نتایج مشابه نتایج به دست آمده از پژوهش‌های صادقی و همکاران (۱۳۸۴)، نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴)، بیگلر (۱۳۸۵) و ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) است. سایر فرضیه‌های اخص مورد بررسی مورد پذیرش قرار نگرفته‌اند.

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی واحد تجاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. به منظور بررسی و یافتن پاسخ فرضیه مزبور نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری از سیاست‌های تأمین مالی و از طریق اندازه‌گیری پیش‌بینی جانب‌دارانه مدیران مطابق پژوهش ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) به منظور اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیران استفاده شده است. در این مطالعه به منظور کنترل اثرات سایر متغیرها، متغیرهایی نظیر نوسانات جریان نقد عملیاتی، فرصت رشد برای واحد تجاری ( $Q$  توبین)، نرخ رشد شرکت دارایی‌ها، نسبت سودآوری، لگاریتم اندازه دارایی‌های شرکت، مالکیت نهادی، بازده غیرعادی

انباشته و  $Z$  آلمن را به عنوان متغیر کنترلی انتخاب شده است.

بر اساس نتایج این پژوهش اطمینان بیش از حد مدیران تأثیری در سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها ندارند و تصمیم‌های تأمین مالی به دور از تمایلات جانب‌دارانه و به صورت نسبتاً منطقی اتخاذ شده‌اند. نتایج مغایر با نتایج به دست آمده در تحقیقات انجام توسط هاگبارث (۲۰۰۸)، ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) است. یکی از مهم‌ترین عواملی که ممکن است در بروز چنین نتیجه‌ای در کشور ایران تأثیر داشته باشد این است که؛ در طی سال‌های مورد بررسی کشور ایران نرخ‌های تورم بی‌سابقه‌ای را تجربه نموده است و از طرفی نرخ بهره پرداختی بابت تأمین مالی از طریق بدهی بسیار پایین تر از نرخ تورم بوده است و همواره تأمین مالی از طریق بدهی در چنین شرایطی سودمند است؛ این امر می‌تواند باعث شود که مدیران بدون توجه به وضعیت آتی خود از طریق استقراض منابع مورد نیاز خود را تأمین کنند.

همچنین نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان-دهنده وجود ارتباط مثبت بین سودآوری، ریسک درماندگی، اندازه شرکت و  $Q$  توبین با سیاست‌های تأمین مالی (نسبت بدهی) و میزان استقراض است سایر فرضیه‌های اخص مورد بررسی مورد پذیرش قرار نگرفته‌اند.

## فهرست منابع

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Bertrand
- <sup>2</sup>. thaler
- <sup>3</sup>. Hyde
- <sup>4</sup>. Hirshleifer
- <sup>5</sup>. Ishikawa and Takahashi
- <sup>6</sup>. Glaser
- <sup>7</sup>. Hackbartha
- <sup>8</sup>. managerial overconfidence
- <sup>9</sup>. Cash flow volatility
- <sup>10</sup>. Q Tobin's
- <sup>11</sup>. CAPEX plus change in WC
- <sup>12</sup>. Asset grows ratio
- <sup>13</sup>. Profitability
- <sup>14</sup>. Logarithm of firm size
- <sup>15</sup>. institutional
- <sup>16</sup>. Cumulative abnormal stock return
- <sup>17</sup>. Altman Z

- \* سعیدی، علی؛ فرهانیان، سید محمدجواد (۱۳۹۰). "مبانی اقتصاد و مالی رفتاری"، شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس با همکاری دانشگاه علوم اقتصادی.
- \* بدری، احمد (۱۳۸۸). "دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی"، شرکت انتشارات کیهان.
- \* محزون، نیما (۱۳۸۴). "بررسی ارتباط میان ویژگی‌های فردی، حرفه‌ای و شخصیتی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای با انحرافات رفتاری متداول در بازار سرمایه ایران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اقتصادی.
- \* خوش‌طینت، محسن؛ نادی قمی، ولی‌اله (۱۳۸۸). "چارچوب رابطه رفتار اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران با بازده سهام"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۵.
- \* شمس لیالستانی، میر فیض فلاح؛ قالیباف اصل، حسن؛ سرایی نوبخت، سمیرا (۱۳۸۹). "بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲.
- \* Gomes, A., & Phillips, G. (2007). "Why do public firms issue private and public securities?," Working paper.
- \* Hackbarth, D. (2008). "Managerial traits and capital structure decisions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 843-882.
- \* Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). "Overconfident Managers and External Financing Choice", *Review of Behavioral Finance*, 2, 37-58.
- \* Huang, G., & Song F.M. (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". *China Economic Review*, 17, 14-36