

تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت ها

فرزین رضایی^۱

مریم مرادی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۳/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۰/۲۷

چکیده

ساختار بدهی از شاخص‌های 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. در این مقاله، تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در بازه زمانی بین سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. در همین راستا بدهی ها به سه دسته بدهی های کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت طبقه بندی شده و تأثیر فرا اطمینانی بر آنها آزموده شد. نتایج بررسی ۷۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران 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 تأثیر معناداری نداشت و تمرکز مالکیت بر رابطه سر رسید بدهی میان مدت با فرا اطمینانی مدیریت تأثیر معناداری داشت.

واژه‌های کلیدی: فرا اطمینانی، سررسید بدهی، تمرکز مالکیت.

۱- دانشیار حسابداری گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول) Farzin.rezaei@qiau.ac.ir

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. maryammoradi1385@gmail.com

۱- مقدمه

دارایی و یا نسبت کل بدهی‌ها به دارایی‌ها ملاک اندازه‌گیری آن قرار می‌دهند. (فونگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۷). با تمرکز مالکیت بیشتر، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و عملکرد شرکت بهبود پیدا می‌کند (محمد آزادی، ۱۳۹۴). تمرکز مالکان چه با نقش فعال در هیأت مدیره و چه با نقش غیرفعال در هیأت مدیره که انتظار تأثیرگذاری آن را دارند موجب هدایت تصمیمات مدیران از حالت رفتار تورش دار به رفتار عقلایی می‌گردد. به نظر می‌رسد رهیافت کنترل تصمیمات تأمین مالی مدیران به کمک ساختار مالکان متمرکز با هزینه نمایندگی کم همراه باشد. ساختار سررسید بدهی‌ها متأثر از عوامل سطح صنعت و انحصاری هر شرکت، تأثیر شده است (هانگ^۳ و همکاران، ۲۰۱۶). با توجه به ویژگی رفتاری فرا اطمینانی در مدیران از یک سو و لزوم انجام تصمیم در خصوص موضوعات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی و با توجه به لزوم محدود نمودن تأثیر هزینه نمایندگی، این تحقیق به دنبال توضیح تأثیرگذاری نقش تمرکز مالکیت بر تورش رفتاری فرا اطمینانی مدیران در انتخاب گزینه‌های تأمین مالی با سررسید زمانی متفاوت (کوتاه مدت/میان مدت/بلند مدت) می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

رویکرد های مالی رفتاری

پیشینه‌ی مالی رفتاری به طور تقریبی به اوایل دهه‌ی ۷۰ باز می‌گردد. این شاخه‌ی ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و گاهی جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد و تأکید آن بیشتر با تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران مالی است. بطور خلاصه ابعاد رویکرد مالی رفتاری به شرح زیر می‌باشد: خطاهای ادراکی و مالی رفتاری، مالی رفتاری و فرضیات رفتاری، تورش‌های رفتاری (سوگیری‌های رفتاری) (ولی‌خانی، ۱۳۹۴).

فرا اطمینانی یا اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، یکی از رایج‌ترین رویکردهای روان‌شناختی برای رفتار سهامداران و مدیران اجرایی است (کرستوف^۱، ۲۰۱۷). فرا اطمینانی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران است که بر ریسک‌پذیری تأثیر دارد. مدیران فرا اطمینان به دلیل اعتمادبه‌نفس کاذب، بازده‌های آتی بیشتری از اجرای پروژه‌ها و اقدامات سرمایه‌گذاری و تأمین واحد تجاری برآورد می‌کنند. از این‌رو، ممکن است احتمال وقوع و تأثیر شوک‌های مثبت جریان‌های نقدی آتی حاصل از این تصمیمات را بیشتر برآورد کنند و در مقابل برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. آنان بر این باورند واحدهای تجاری تحت مدیریت آنها در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده و از این‌رو در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد، انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند (حسینی و رحیمیان، ۱۳۹۶). در واقع مدیران فرا اطمینان به دلیل قابلیت پذیرش سطح بالاتر خطر در تصمیمات تأمین مالی هنگام اتخاذ و اخذ منابع مالی از نظریه توازی ایستا استفاده می‌کنند. استفاده از منابع مالی از محل اخذ تسهیلات بانکی (بهره دار) و انتشار اوراق مشارکت و سهام از جمله ابزارهای تأمین مالی پر خطر تلقی می‌گردد، درحالی‌که منابع مالی ارزان قیمت‌تری نیز برای تأمین مالی وجود دارد. مدیران فرا اطمینان به دلیل اولویت در انجام تصمیمات سرمایه‌گذاری تلاش می‌کنند منابع مالی متناسب با سودآوری هر پروژه را تطبیق دهند و هرگاه منافع حاصل از اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری بر کلیه مخارج انجام طرح از جمله طرح اخذ منابع مالی آن برتری داشت از همان منبع تأمین مالی استفاده می‌کنند، فارغ از اینکه آن منبع تأمین مالی ارزان‌ترین راه برای تأمین مالی نباشد. شرکت‌ها برای تأمین مالی خود از ترکیب سهام و بدهی استفاده می‌کنند که از آن به‌عنوان ساختار سرمایه شرکت یاد می‌شود و نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به دارایی‌ها یا نسبت بدهی‌های بلندمدت به

سود مدیریت و اشتباه یا تقلب در گزارشگری نیز آزمون کردند(رامشه، ۱۳۹۳).

فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی ها

اکثر شرکت ها از بدهی در خرید دارایی های خود استفاده می کنند. ساختار بدهی یک شاخص اصلی تعیین کننده از موفقیت شرکت در نتیجه رشد پایدار آنها است (مادام^۷، ۲۰۰۷). بنابراین، تصمیم گیری به سمت ایجاد بدهی با هدف بقای کسب و کار حیاتی است (شیخ احمد و وانگ^۸، ۲۰۱۱). با این حال، تنظیم ساختار بدهی آسان نیست و یک تصمیم اشتباه ممکن است منجر به بحران و ورشکستگی شرکت شود. بر اساس سررسید بدهی در ساختار مالی شرکت ها به بلندمدت (با سررسید بیش از یک سال) و کوتاه مدت (سررسید کمتر از یک سال) تقسیم شده اند(ترا^۹، ۲۰۱۱). مدیران فرا اطمینان احتمال موفقیت شرکت خود را بیش از اندازه ارزیابی می کنند. به این ترتیب مدیران فرا اطمینان معتقدند که آنها اطلاعات خصوصی مثبتی دارند که بازار هنوز نمی داند. هنگامی که یک شرکت اطلاعات خصوصی مثبت در مورد چشم انداز خود دارد، اوراق بهادار خود را نادرست قیمت گذاری می کند. این قیمت گذاری نادرست برای بدهی های بلندمدت بیشتر از بدهی های کوتاه مدت است و بر این اساس، مدیران فرا اطمینان تلاش می کنند با انتشار بدهی های کوتاه مدت، اشتباه قیمت گذاری خود را جبران کنند. بنابراین مدیران فرا اطمینان معتقدند با استفاده از بدهی های کوتاه مدت که هزینه کمتری هم دارند می توانند تأمین مالی بکنند(هانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

مدیران فرا اطمینان بدهی کوتاه مدت و میان مدت را به بدهی بلند مدت و بدهی بلند مدت را به انتشار سهام ترجیح می دهند. شرکت هایی با نوسان سود بالا بیشتر به سمت بدهی های بلند مدت می روند ولی ممکن است که مدیران برای متعادل کردن ساختار سرمایه و کاهش هزینه های مورد انتظار، بدهی کوتاه مدت را ترجیح دهند.

یکی از مهم ترین منابع تقسیم بندی تورش های رفتاری تقسیم بندی سه گانه ی کانمن و ریپ^۴ می باشد، که عبارتند از:

(الف) تورش های قضاوتی:

۱) خطای اطمینان بیش از حد یا فرا اطمینانی

۲) خطای خوش بینی و بدبینی

۳) خطای پس بینی

۴) خطای واکنش افراطی به وقایع تصادفی

(ب) تورش های ترجیحی،

(ج) تورش های حاصل از نتایج تصمیم.

فرا اطمینانی مدیریت

فرا اطمینانی^۵ یکی از مهم ترین یافته های علم روانشناسی در حوزه ی قضاوت و تصمیم گیری است. پژوهشگران دریافتند که افراد قابلیت های خود را در خوب انجام دادن وظایف خود، بیش از اندازه برآورد کرده و این تخمین بیش از اندازه، با اهمیتی که آن وظایف برای شخص دارد، افزایش می یابد. همچنین، روانشناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم گیری و قضاوت به "اطلاعات برجسته" وزن بیشتری می دهند. افراد در مورد اخباری که به نظر آنها درست می آید، بدون توجه به موثق بودن منبع، اطمینان کرده و بر اساس آن، به نتیجه گیری های با اطمینانی اقدام می کنند. آن ها به اطلاعاتی که با باورهای خودشان سازگار است، وزن بیشتری می دهند و به اطلاعاتی می بالند که باورهای خودشان را حمایت می کند و اطلاعاتی که با باورهایشان همخوانی ندارد را از بین می برند(جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۸). یکی از اولین کاربردهای این مفهوم در ادبیات مالی توسط رل^۶ (۱۹۸۶) مطرح شد. وی بیان می کند فرا اطمینانی مدیریت یکی از علل درگیر شدن مدیران در فرآیندهای سرمایه گذاری نامناسب برای شرکت های هدف است. هیتون (۲۰۰۲) نشان داد مدیران خوش بین، پروژه ها و حقوق صاحبان سهام شرکت را بیش ارزش گذاری می کنند. پژوهش های اخیر در حسابداری مفاهیم فرا اطمینانی را برای پیش بینی های

که عملکرد شرکت را برای سهامداران حداکثر می نماید (دنیس^{۱۲} و مک کونل^{۱۳}، ۲۰۰۳). همانطور که جنسن (۱۹۹۳) ساختار مالکیت را به عنوان یکی از سازکارهای درونی سازمانی موثر می داند. بنابراین در این تحقیق به دنبال تاثیر تمرکز مالکیت بر فرا اطمینانی هستیم.

کنترل سهامداران عمده بر اداره امور را تمرکز مالکیت گویند (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۸۹). در واقع تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می شود که میزان قابل توجهی از سهام شرکت در دست سهامداران عمده بوده و نشان دهنده آن است که چه درصدی از سهام شرکت به عده‌ی محدودی تعلق دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸). با جدا شدن مالکیت از مدیریت شرکت‌ها، احتمال می رود که مدیران در جهت افزایش منافع خود بجای حداکثر کردن منافع سهامداران، بکوشند و این منفعت طلبی مدیران با بزرگ تر شدن شرکت‌ها افزایش یابد (هارت و مور^{۱۴}، ۱۹۹۵). بنابراین، اگر ساز کارهای حکومتی مانند وضع قانون حمایت از سهامداران و یا تمرکز مالکیت وجود داشته باشد، تصمیمات ضعیف سرمایه گذاران کمتر خواهد شد (لسکاوایان و اسپاتارینو^{۱۵}، ۲۰۱۱).

صبحی (۱۳۹۵)، در تحقیق خود با موضوع بیش اعتمادی مدیران و ساختار سرمایه، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران دریافت که میزان بیش اعتمادی مدیران تأثیری بر ارزش دفتری ساختار سرمایه ندارد، در حالی که تأثیر بیش اعتمادی بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه معنادار یافت شد.

تومارک^{۱۶} (۲۰۱۳)، در تحقیق خود به عنوان تأثیر فرا اطمینانی مدیران بر ساختار سرمایه در شرکت‌های ترکیه ای به این نتیجه دست یافت که رابطه مبهمی بین فرا اطمینانی و اهرم بدهی وجود دارد. و نمی توان رابطه دقیقی بین این دو موضوع تبیین کرد.

تمرکز مالکیت و سررسید بدهی‌ها

مطالعات اخیر در زمینه حاکمیت شرکتی بر نحوه برخورد شرکت‌ها با سهامداران عمده و همچنین در

حسنى القار (۱۳۹۶)، در پژوهشی به عنوان بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای اندازه گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو جنبه مبتنی سوگیری مدیران در پیش بینی سود و تصمیمات سرمایه گذاری مدیران استفاده کرده است. نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری بر ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بالاتری از بدهی کوتاه مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه تری اتخاذ می کنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی دارد.

هاکبارث^{۱۷} (۲۰۰۸) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که مدیرانی که سودآوری خود را بیش از حد تخمین می زنند، در موارد نیاز تأمین مالی انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می دهند.

معین نژاد (۱۳۹۵) در تحقیقی به عنوان بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافت که رابطه منفی معنی داری بین نسبت بدهی و سررسید بدهی در سود خالص و جریان نقدی عملیاتی در شرکت با اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد.

تمرکز مالکیت و فرا اطمینانی مدیریت

طبق نظریه نمایندگی، مدیران ممکن است تصمیماتی اتخاذ نمایند که هدف آن بهینه نمودن ثروت و یا حداقل نمودن ریسک و خطرپذیری خودشان به قیمت از دست رفتن سرمایه مالکان باشد. در راستای کنترل این وضعیت، ساز و کارهای متعددی برای محدود کردن تضاد نمایندگی، تحت عنوان «حاکمیت شرکتی» پیشنهاد شده است (گارسیا سانچز^{۱۱}، ۲۰۱۰؛ ۳۱۱). حاکمیت شرکتی عبارت است از مجموعه ساز و کارهایی که مدیران علاقه مند به نفع شخصی خویش را ترغیب به اتخاذ تصمیماتی می کند

پاداش مدیریت بر ساختار سررسید بدهی ها تأثیر می‌گذارد.

حاجیها (۱۳۹۲)، در تحقیقی به‌عنوان بررسی ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت به این نتیجه رسید که بین اندازه هیأت مدیره و ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ساختار بدهی رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد.

لو^{۲۷} (۲۰۱۶) در تحقیقی به‌عنوان ارتباط غیرخطی تمرکز مالکیت با اهرم بدهی به چنین نتیجه‌ای دست‌یافت که ارتباطی U شکل ضعیفی بین اهرم مالی و تمرکز مالکیت وجود دارد.

۳- فرضیه های پژوهش

اول: رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی کوتاه مدت مثبت و معنادار است.

دوم: رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی میان مدت مثبت و معنادار است.

سوم: رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی بلند مدت منفی و معنادار است.

چهارم: تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی کوتاه مدت تأثیر معنادار دارد.

پنجم: تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی میان مدت تأثیر معنادار دارد.

ششم: تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی بلند مدت تأثیر معنادار دارد.

۴- روش تحقیق تحقیق

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت هاست، لذا روش تحقیق استفاده شده توصیفی از نوع همبستگی است و از آنجا که از اطلاعات گذشته استفاده شده است از نوع تحقیقات پس رویدادی محسوب می‌شود. همچنین با توجه به کاربرد یافته های پژوهش در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ماهیت

طول سه دهه‌ی اخیر مقدار قابل‌توجهی از تحقیقات بر سررسید بدهی‌ها تمرکز دارند (بن‌نصر^{۱۷}، ۲۰۱۵؛ فکسیو^{۱۸}، ۲۰۰۲؛ پالیگورا^{۱۹}، ۲۰۰۹). پورتو^{۲۰} (۱۹۹۹) در تحقیق خود گزارش داد که تمرکز مالکیت در کشورهای توسعه یافته بالا است. همچنین کلاسن^{۲۱} (۲۰۰۰) در تحقیق خود نشان داد که ۶۶ درصد کشورهای آسیای شرقی بوسیله سهامداران عمده اداره می‌شوند. مطالعات اخیر نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی ارتباط U شکلی وجود دارد (براسلری^{۲۲}، ۲۰۱۲). اساسی‌ترین مشکل نمایندگی در شرکت‌ها بین سهامداران عمده (کنترل‌کنندگان شرکت) و سرمایه‌گذاران خارجی است. این وضعیت می‌تواند به‌طور بالقوه بر تصمیمات تأمین مالی شرکت تأثیر بگذارد (براسلری، ۲۰۱۲).

تأمین مالی بوسیله بدهی هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد، اما به هر حال شرکتی که اهرم مالی بالایی دارد با ریسک ورشکستگی بالایی روبرو است. همچنین ممکن است سهامداران عمده از بدهی‌ها به نفع خود استفاده کنند (پالیگورا و خو^{۲۳}، ۲۰۱۲).

مالکیت متمرکز ممکن است به موضوع تضاد منافع بین سهامداران اکثریت و اقلیت منجر شود. در واقع سهامداران عمده با کنترل شرکت ممکن است ترجیحات شخصی خود را تحمیل کنند، حتی اگر این خواسته‌ها بر خلاف کسانی که، سهامدار اقلیت هستند، اجرا شود. لو (۲۰۱۶) در تحقیقی به عنوان ارتباط غیرخطی تمرکز مالکیت با اهرم بدهی به چنین نتیجه‌ای دست‌یافت که ارتباطی U شکل بین اهرم مالی و تمرکز مالکیت وجود دارد و با افزایش میزان کنترل مالکان بیشتر شده و از مقدار بدهی‌ها کاسته می‌شود.

نتایج تحقیق داتا^{۲۴} و همکاران (۲۰۰۵) نشان داد تمرکز مالکیت بر سررسید بدهی تأثیر دارد. هارفورد و ژائو^{۲۵} (۲۰۰۸)، نشان دادند که هیئت‌مدیره قوی با سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت رابطه دارد. براکمن^{۲۶} و همکاران (۲۰۱۰)، به چنین نتیجه رسیدند که انگیزه

تحقیق (۸۶-۹۵) عدم تغییر در دوره مالی داشته باشند. ۴-وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند. ۵-اطلاعات در دسترس و کامل باشند. ۶-ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در طی بازه زمانی تحقیق، مثبت باشد. ۷-در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشند. در نهایت با اعمال شرایط فوق تعداد ۷۹ شرکت حائز شرایط بوده و به عنوان نمونه انتخاب گردید. جهت جمع آوری داده ها از صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران از سایت کدال و نرم افزار ره آورد نوین استفاده شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده ها از نسخه نرم افزار E-Views 9 به آزمون فرضیات پرداخته شد.

پژوهش حاضر کاربردی است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۰ ساله از سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ به عنوان نمونه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در این تحقیق برای نمونه گیری از روش غربالگری استفاده شد. با توجه به عدم دسترسی به اطلاعات مالی شرکت ها برای جمع آوری اطلاعات محدودیت هایی به این شرح اعلام شد: ۱-شرکتهای غیرتولیدی نباشند. به دلیل تفاوت در ماهیت عملکردی شرکتهای تولیدی از سایرین، شرکتهای بیمه، سرمایه گذاری، هلدینگ، بانکها، واسطه گری های مالی و... از دامنه تحقیق کنار گذاشته می شوند. ۲-دوره مالی گزارشگری شرکتهای نمونه منتهی به 13xx/12/29 هر سال باشد. ۳-در طی دوره

جدول ۱- تعریف متغیرهای عملیاتی

نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
وابسته	کوتاه مدت	DM_1	بدهی کوتاه مدت با سررسید (کمتر از یکسال) تقسیم بر کل بدهی ها (هانگ، ۲۰۱۶)
	میان مدت	DM_2	بدهی میان مدت با سررسید (یک تا ۳ سال) تقسیم بر کل بدهی ها (هانگ، ۲۰۱۶)
	بلند مدت	DM_3	بدهی بلند مدت با سررسید (بیش از ۳ سال) تقسیم بر کل بدهی ها (هانگ، ۲۰۱۶)
مستقل	فرا اطمینانی	OVER	به شرح ذیل جدول حاضر (رضایی و محمدی نسب، ۱۳۹۵)
	عقلایی	logic	به شرح ذیل جدول حاضر (رضایی و محمدی نسب، ۱۳۹۵)
مداخله گر	تمرکز مالکیت	CON	$CON = \sum (S_i)^2$ درصد مالکیت اشخاص حقوقی (آزادی و محمدی، ۱۳۹۴) S_i
	اهرم مالی	Lev	$LEV = \frac{TD}{TA}$ TD: ارزش دفتری کل بدهی های شرکت ندر پایان سال t TA: ارزش دفتری کل داراییهای شرکت (رضایی و شلتوکچی، ۱۳۹۳)
	اندازه شرکت	size	Size=Ln(S) S: فروش خالص شرکت ندر پایان سال t (هانگ، ۲۰۱۶)
کنترلی	درجه ریسک مالی	DFL	$DFL = \frac{\% \Delta NI}{\% \Delta EBIT}$ (هانگ، ۲۰۱۶) $\frac{\% \Delta NI}{\% \Delta EBIT} = \frac{NI_t - NI_{t-1}}{EBIT_t - EBIT_{t-1}}$ NI: سود خالص

نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
	خطر ورشکستگی	ZSD	$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 0.99 X_5$ <p> X_1: سرمایه در گردش به کل دارایی ها X_2: سودوزیان انباشته به کل دارایی ها X_3: سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها X_4: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به کل بدهی ها X_5: فروش خالص به کل دارایی ها </p> <p>شرکت های با امتیاز Z بالا معمولاً کیفیت اعتباری بالا دارند و بنابراین قادر به گرفتن قرض بلند مدت هستند. این متغیر توسط متغیر مجازی نمایندگی می شود که اگر امتیاز Z بیش از ۱.۸۱ باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر ۰ مقدار می گیرد. (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۳)</p>
	نوسانات سود	EV	$X = \frac{EBITDA}{ATA}$ $STD(X) = EV = \sqrt{\frac{\sum (X_i - \bar{x})^2}{N-1}}$ <p> $STD(X)$: انحراف استاندارد متغیر X EBITDA: سود قبل از کسر مالیات و بهره و استهلاک ATA: متوسط جمع داراییها طی دو سال متوالی (هانگ، ۲۰۱۶) </p>
	سود غیر عادی	ABE	$ABE = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{P_t}$ <p>(هانگ، ۲۰۱۶)</p>
	سررسید دارایی	AM	$AM = \sum \left(\frac{CA}{CGS} + \frac{PPE}{DEP} \right)$ <p> CA: دارایی های جاری PPE: دارایی ثابت مشهود CGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته (هانگ، ۲۰۱۶) DEP: هزینه استهلاک </p>
	فرصت های سرمایه گذاری (رشد)	MTB	$MTB = \frac{MVE}{BVE}$ <p> MVE: ارزش بازار سهام BVE: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (هانگ، ۲۰۱۶) </p>

۵- نحوه اندازه گیری تورش فرا اطمینانی و رفتار عقلایی:

در ابتدا اختلاف سود هر سهم پیش بینی شده طی سه ماهه اول سال مالی و سود هر سهم واقعی در پایان سال مالی را محاسبه و با نماد A نشان می دهیم. سپس اختلاف مخارج سرمایه ای شرکت و مخارج سرمایه ای صنعت را محاسبه و با نماد B نشان می دهیم.

$A = EEPS - AEPS$
 $B = FCapex - Icapex$

EEPS: سود هر سهم پیش بینی شده طی سه ماهه اول سال مالی، AEPS: سود هر سهم واقعی در پایان سال مالی، FCapex: مخارج سرمایه ای شرکت، ICapex: مخارج سرمایه ای صنعت

$$FCapex = \frac{TFA_{it} - TFA_{it-1}}{TA_{it}}$$

$$ICapex = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N FCapex_{it}$$

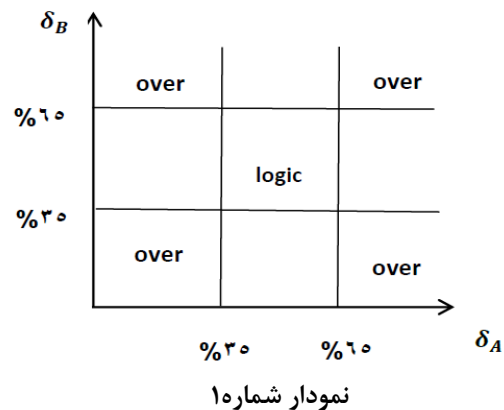


سال شرکت در محدوده بین ۰/۳۵-۰/۶۵ از جهت انحراف معیار مقادیر A و B قرار گیرند، رفتار مدیران در آن سال شرکت رفتار عقلایی بوده است و اگر در حد فاصل انحراف معیار A و B (۰/۳۵-۰/۶۵) یا حد فاصل انحراف معیار B (۰/۶۵-۰/۱۰۰) یا حد فاصل انحراف معیار A (۰/۳۵-۰/۶۵) و انحراف معیار B (۰/۶۵-۰/۱۰۰) باشد رفتار مدیران در آن سال شرکت دارای تورش رفتاری از نوع فرا اطمینانی خواهد بود. گام ششم: نماد logic به معنای رفتار عقلایی مدیران است. اگر شرکتی در سالی از تحقیق در محدوده رفتار عقلایی به شرح فوق قرار گیرد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر انتساب داده می شود. در واقع این متغیر مجازی دو ارزشی است. گام هفتم: نماد over به معنای رفتار فرا اطمینانی مدیران است که اگر شرکتی در سالی از تحقیق در یکی از محدوده های رفتار فرا اطمینانی به شرح گام پنجم قرار گیرد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر انتساب داده می شود. این متغیر نیز یک متغیر مجازی دو ارزشی است.

۶- آمار توصیفی

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. با توجه به جدول میانگین سهامداران عمده (تمرکز مالکیت) ۰,۱۹ است. تحقیقات گذشته نشان داده اند که تمرکز مالکیت موجب نظارت موثر بر فعالیت های مدیران شده و بهبود عملکرد شرکت را منجر خواهد شد. میانگین اهرم مالی شرکت ۰,۵۸ می باشد یعنی حدود ۰,۵۸ کل دارایی ها را بدهی ها تشکیل دادند. متوسط فرصت رشد ۲,۱۸ است، این نشان دهنده آن است که ارزش بازار سهام تقریباً بیش از دو برابر ارزش دفتری سهام می باشد و سهام شرکت در دوره تحقیق رشد نسبتاً خوبی داشته است. پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن ها نسبت به میانگین است. از مهم

TFA_{it} : جمع دارایی های ثابت مشهود شرکت i در سال t ام، TFA_{it-1} : جمع دارایی های ثابت مشهود شرکت i در سال t-1 ام، TA_{it} : جمع دارایی های شرکت i ام در سال t ام



برای اندازه گیری فرا اطمینانی از یک جدول توافقی دو متغیره که با نمادهای A و B به شرح فوق، استفاده می شود. گام اول: بعد از محاسبه مقدار A برای هر سال شرکت، انحراف معیار مقدار A را بصورت چرخشی برای هر سال شرکت طی قلمرو زمانی برای هر صنعت جداگانه محاسبه می شود. برای اندازه گیری انحراف معیار مقدار A از چیدمان مقدار A برای سال جاری به همراه سه سال قبل استفاده گردید. در واقع انحراف معیار مقدار A بصورت چرخشی با دوره های زمانی ۴ ساله اندازه گیری شد. گام دوم: بعد از محاسبه مقدار B برای هر سال شرکت، انحراف معیار مقدار B بصورت انحراف معیار چرخشی با دوره های زمانی ۴ ساله در هر صنعت مشابه گام اول اجرا می شود. گام سوم: بعد از مرتب سازی داده های پردازش شده گام اول از بزرگترین به کوچکترین در سطح ۰/۳۵ و ۰/۶۵ انحراف معیار مقدار A نقاط تفکیک کننده محاسبه می شود. گام چهارم: بعد از مرتب سازی داده های پردازش شده گام دوم، از بزرگترین به کوچکترین در سطح ۰/۳۵ و ۰/۶۵ انحراف معیار مقدار B نقاط تفکیک کننده محاسبه می شود. (همانند گام سوم). گام پنجم: طبق نمودار شماره یک در صورتیکه مقادیر مشاهده شده هر

مانایی از طریق آزمون لوین، لین چو آزمون شد. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵٪ همگی پایا می باشند.

تفاوت معناداری بین بدهی کوتاه مدت و میان مدت و بلند مدت وجود دارد بنابراین شرکتها تمایل مفرط در داشتن بدهی کوتاه مدت ندارند بلکه اقتضایی عمل می کنند.

ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. بیشترین انحراف معیار مربوط به سررسید دارایی (۱۱,۱۰۴) و کمترین انحراف معیار مربوط به نوسانات سود می باشد (۰,۰۵۷) که نشان می دهد نسبت سررسید دارایی در دوره تحقیق دارای بیشترین نوسان و نوسانات سود دارای کمترین نوسان بوده است.

جدول ۲- آمار توصیفی

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
کوتاه مدت	DM_1	۷۹۰	۰,۸۷۴	۰,۱۱۷	-۱,۸۳۸	۶,۷۶۴	۰,۳۳۱	۰,۹۹۹
میان مدت	DM_2	۷۹۰	۰,۰۱۷	۰,۰۷۵	۲,۸۹۳	۱۴,۳۲۳	۰	۰,۵۹۲
بلند مدت	DM_3	۷۹۰	۰,۰۷۰	۰,۰۶۸	۲,۲۱۷	۹,۴۵۷	۰	۰,۴۶۶
فرا اطمینانی	<i>over</i>	۷۹۰	۰,۴۷۱	۰,۴۹۹	۰,۱۲۲	۱,۰۱۵	۰	۱
تمرکز مالکیت	<i>con</i>	۷۹۰	۰,۱۹۲	۰,۲۳۷	۱,۲۶۳	۳,۸۹۰	۰,۰۰۰۰۱۹	۱
اهرم مالی	<i>lev</i>	۷۹۰	۰,۵۸۶	۰,۱۹۳	-۰,۳۶۰	۲,۵۸۶	۰,۰۲۴۹	۰,۹۹۷
اندازه شرکت	<i>size</i>	۷۹۰	۲۷,۲۴۳	۱,۴۶۶	۰,۵۷۶	۳,۸۶۱	۲۲,۷۱۵	۳۲,۷۵۲
درجه ریسک مالی	<i>DFL</i>	۷۹۰	۱,۰۶۴	۵,۱۲۷	۱,۵۰۶	۲۱,۲۸۸	-۳۰,۶۴۸	۳۶,۹۵۱
خطر ورشکستگی	<i>ZSD</i>	۷۹۰	۰,۶۸۵	۰,۴۶۵	-۰,۷۹۶	۱,۶۳۳	۰	۱
نوسانات سود	<i>EV</i>	۷۹۰	۰,۰۶۲	۰,۰۵۷	۲,۸۷۵	۱۵,۵۶۹	۰,۰۰۱	۰,۵۲۴
سود غیر عادی	<i>ABE</i>	۷۹۰	-۰,۰۶۴	۰,۲۳۸	-۲,۹۳۷	۱۴,۹۴۴	-۱,۵۹۰	۰,۳۹۴
سررسید دارایی	<i>AM</i>	۷۹۰	۱۴,۲۹۴	۱۱,۱۰۴	۳,۰۱۶	۱۴,۶۳۰	۲,۳۷۲	۹۰,۸۱۳
فرصت‌های رشد	<i>MTB</i>	۷۹۰	۲,۱۸۸	۲,۱۸۸	-۰,۲۴۱	۱۹,۱۸۱	-۱۶,۱۴۰	۱۵,۵۵۶

جدول ۳- نتایج آزمون پایایی لوین-لین و چو

متغیر	<i>over</i>	<i>con</i>	<i>lev</i>	<i>size</i>	<i>DFL</i>	<i>ZSD</i>	<i>EV</i>	<i>ABE</i>	<i>AM</i>	<i>MTB</i>
آماره	-۱۴,۷۰	-2017,3	-15,71	-8,68	-25,27	-10,91	-19,67	-14,30	-14,60	-16,15
احتمال	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
نتیجه	پایا	پایا	پایا	پایا	پایا	پایا	پایا	پایا	پایا	پایا

جدول ۴- نتایج تفاوت معنادار بین سررسید بدهی ها

نوع بدهی	cod	N	Mean Rank
کوتاه مدت	1	790	1541.22
میان مدت	2	563	510.05
بلند مدت	3	783	603.20
Chi-Square 1407.706		Asymp. Sig. .000	

۷- آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی کوتاه مدت مثبت و معنادار است.

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می رفت که، رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی کوتاه مدت (DM_1) مثبت و معنادار باشد؛ برای تحقیق این امر باید سطح معناداری متغیر (*over*) برای گروه مستقل شرکت های فرا اطمینان کمتر از ۵٪ باشد؛ که، با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر فرا اطمینان کمتر از ۵٪ است و لذا دلیلی برای رد این فرضیه وجود نداشته و در سطح ۹۹٪ این فرضیه پذیرفته می شود. ضریب متغیر (*over*) نشان می دهد که فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی کوتاه مدت شرکت ها رابطه مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی میان مدت مثبت و معنادار است.

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می رفت که، رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی میان مدت (DM_2) مثبت و معنادار باشد؛ برای تحقیق این امر باید سطح معناداری متغیر (*over*) برای گروه مستقل شرکت های فرا اطمینان کمتر از ۵٪ باشد؛ با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر فرا اطمینان کمتر از ۵٪ است و لذا دلیلی برای رد این فرضیه وجود نداشته و در سطح ۹۹٪ این فرضیه پذیرفته می شود. ضریب متغیر (*over*) نشان می دهد

که فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی میان مدت شرکت ها رابطه مثبت و معناداری دارد.

فرضیه سوم: رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی بلند مدت منفی و معنادار است.

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می رفت که، رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی بلند مدت (DM_3) منفی و معنادار باشد؛ برای تحقیق این امر باید سطح معناداری متغیر (*over*) برای گروه مستقل شرکت های فرا اطمینان کمتر از ۵٪ باشد؛ با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر فرا اطمینان کمتر از ۵٪ است و لذا دلیلی برای رد این فرضیه وجود نداشته و در سطح ۹۹٪ این فرضیه پذیرفته می شود.

فرضیه چهارم: تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سر رسید بدهی کوتاه مدت تأثیر معنادار دارد.

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می رفت که، تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت (*over*) با سر رسید بدهی کوتاه مدت (DM_1) تأثیر معناداری دارد؛ برای تحقیق این امر باید سطح معناداری متغیر (*over*) و (*conXover*) برای گروه مستقل شرکت های فرا اطمینان کمتر از ۵٪ باشد؛ با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر فرا اطمینان کمتر از ۵٪ نمی باشد؛ لذا در سطح اطمینان ۹۹٪ این فرضیه پذیرفته نمی شود.

جدول ۵- نتایج فرضیه ها

$DM_i = \alpha_0 + \alpha_1 over + \alpha_2 \sum control + \varepsilon_{it}$						
فرضیه سه		فرضیه دو		فرضیه یک		نماد
سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	
۰,۴۶۱	۰,۰۴۸	۰,۰۰۰	-۰,۳۴۳	۰,۹۷۳	۰,۰۰۲	<i>c</i>
۰,۰۰۰	-۰,۲۸۶	۰,۰۰۰	۰,۶۸۲	۰,۰۰۰	۰,۳۳۴	<i>over</i>
۰,۱۲۱	-۰,۰۶۵	۰,۷۹۶	۰,۰۱۲	۰,۶۶۴	-۰,۰۲۰	<i>con</i>
۰,۰۷۶	-۰,۰۷۷	۰,۲۵۱	-۰,۰۵۵	۰,۹۷۰	-۰,۰۰۲	<i>lev</i>
۰,۰۰۰	-۰,۴۰۰	۰,۱۹۱	-۰,۰۸۹	۰,۰۰۰	۰,۴۱۲	<i>size</i>
۰,۱۸۸	۰,۰۴۲	۰,۱۷۵	۰,۰۴۸	۰,۰۰۳	-۰,۱۰۵	<i>AM</i>
۰,۰۳۰	-۰,۰۶۳	۰,۰۵۸	۰,۰۶۱	۰,۹۶۵	۰,۰۰۱	<i>EV</i>

$$DM_i = \alpha_0 + \alpha_1 over + \alpha_2 \sum control + \varepsilon_{it}$$

فرضیه سه		فرضیه دو		فرضیه یک		نماد
سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	
۰,۰۰۱	۰,۰۸۰	۰,۳۲۰	-۰,۰۲۹	۰,۲۳۷	-۰,۰۳۴	ABE
۰,۴۱۷	-۰,۰۳۰	۰,۳۳۹	-۰,۰۳۸	۰,۳۸۲	۰,۰۳۵	MTB
۰,۰۸۱	۰,۱۳۴	۰,۷۰۱	-۰,۰۳۳	۰,۰۰۶	-۰,۲۳۴	ZSD
۰,۳۳۶	۰,۰۲۳	۰,۶۴۵	-۰,۰۱۲	۰,۳۷۳	۰,۰۲۴	DFL
مقدار		مقدار		مقدار		
۰,۶۱۶		۰,۵۳۳		۰,۵۲۶		R ²
۰,۵۶۸		۰,۴۷۵		۰,۴۶۷		R ² تعدیل شده
۱,۵۰۲		۱,۵۱۰		۱,۵۰۴		D_W
(۰,۰۰۰)۱۲,۷۷۵		(۰,۰۰۰)۹,۱۰۹		(۰,۰۰۰)۸,۸۵۰		سطح معناداری (آماره F فیشر)
(۰,۰۰۰)۱۱,۶۶۸		(۰,۰۰۰)۵,۳۴۸		(۰,۰۰۰)۹,۱۰۶		سطح معناداری (آماره F لیمر)
(۰,۰۰۰)۴۰,۱۷۰		(۰,۰۰۰)۵۵,۴۲۳		(۰,۰۰۴)۲۵,۵۴۹		سطح معناداری (H آهاسمن)

با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر فرا اطمینان کمتر از ۵٪ می باشد؛ ضریب متغیر (over) نشان می دهد که فرا اطمینانی رابطه مثبت با سررسید بدهی میان مدت دارد. اما در اثر اضافه نمودن تمرکز مالکیت، رابطه فرا اطمینانی و سررسید بدهی میان مدت از وضعیت مستقیم به معکوس تبدیل شده است. لذا در سطح اطمینان ۹۹٪ این فرضیه پذیرفته می شود.

فرضیه پنجم: تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی میان مدت تأثیر معنادار دارد.

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می رفت که، تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت (over) با سررسید بدهی میان مدت (DM₂) تأثیر معناداری داشته باشد؛ برای تحقیق این امر باید سطح معناداری متغیر (over) و (conXover) کمتر از ۵٪ باشد؛ که،

جدول ۶- نتایج فرضیه ها

$$DM_i = \alpha_0 + \alpha_1 over + \alpha_2 con + \alpha_3 conXover + \alpha_4 \sum control + \varepsilon_{it}$$

فرضیه ششم		فرضیه پنجم		فرضیه چهارم		نماد
سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	
۰,۴۲۸	-۰,۰۵۶	۰,۰۰۰	-۰,۳۵۴	۰,۴۰۹	-۰,۰۶۷	c
۰,۵۷۹	۰,۰۳۳	۰,۰۰۰	۰,۶۷۸	۰,۲۹۶	۰,۰۶۹	over
۰,۶۳۸	-۰,۰۲۳	۰,۱۰۹	۰,۰۸۲	۰,۱۹۷	۰,۰۷۱	con
۰,۲۴۶	-۰,۰۶۵	۰,۰۰۳	-۰,۱۶۹	۰,۱۶۲	-۰,۰۸۸	conXover
۰,۸۹۰	-۰,۰۰۶	۰,۲۹۰	-۰,۰۰۵	۰,۷۷۱	۰,۰۱۵	lev
۰,۰۰۲	-۰,۰۲۵	۰,۲۰۳	-۰,۰۸۷	۰,۲۲۰	۰,۱۱۵	size
۰,۰۲۰	۰,۰۸۲	۰,۱۴۹	۰,۰۵۱	۰,۳۷۸	-۰,۰۳۵	AM
۰,۴۳۳	-۰,۰۲۵	۰,۰۵۶	۰,۰۶۱	۰,۱۱۰	۰,۰۶۰	EV
۰,۶۵۳	۰,۰۱۳	۰,۳۴۲	-۰,۰۲۷	۰,۶۱۷	-۰,۰۱۶	ABE
۰,۸۹۷	-۰,۰۰۵	۰,۲۵۳	-۰,۰۴۶	۰,۵۶۸	۰,۰۲۶	MTB
۰,۰۸۴	۰,۱۴۵	۰,۵۸۶	۰,۰۴۶	۰,۹۰۶	۰,۰۱۱	ZSD

$DM_i = \alpha_0 + \alpha_1 over + \alpha_2 con + \alpha_3 conXover + \alpha_4 \sum control + \varepsilon_{it}$						
فرضیه ششم		فرضیه پنجم		فرضیه چهارم		نماد
سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	سطح اطمینان	ضرایب	
۰,۰۱۱	۰,۰۶۸	۰,۷۷۷	-۰,۰۰۷	۰,۱۰۲	-۰,۰۴۹	DFL
مقدار		مقدار		مقدار		
۰,۶۵۵		۰,۵۳۹		۰,۶۰۵		R^2
۰,۵۶۰		۰,۴۸۱		۰,۵۲۹		R^2 تعدیل شده
۱,۵۸۶		۱,۵۲۱		۱,۵۰۹		D_W
(۰,۰۰۰)۱۱,۵۸۳		(۰,۰۰۰)۹,۲۰۸		(۰,۰۰۰)۷,۳۵۵		سطح معناداری (آماره F فیشر)
(۰,۰۰۰)۵,۵۳۴		(۰,۰۰۰)۵,۴۰۱		(۰,۰۰۰)۶,۰۹۰		سطح معناداری (آماره F لیمر)
(۰,۰۰۰)۴۴,۶۲۳		(۰,۰۰۰)۶۷,۹۰۶		(۰,۰۰۶)۲۵,۸۰۹		سطح معناداری (H آهاسمن)

(۲۰۱۶) چن شو و چن لی لی (۲۰۰۹) و یو و همکاران (۲۰۰۶) مطابقت داشته و با یافته‌های گرهام و هاروی (۲۰۰۷) و فنگ لی (۲۰۱۰) مطابقت ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه نشان می‌دهد که فرضیه چهارم، پنجم و ششم تحقیق به استثنای فرضیه پنجم رد شده اند. تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی میان مدت تأثیرگذار بوده است و رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی میان مدت تضعیف کرده است. یافته‌های تحقیق با یافته‌های دالیوال و وانگ (۱۹۹۲) و جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) مطابقت دارد.

در نتیجه رابطه مثبت و معنی‌داری بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی کوتاه مدت شرکت‌ها وجود دارد. که بین سررسید بدهی‌های کوتاه مدت و میان مدت با فرا اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین سررسید بدهی بلندمدت با فرا اطمینانی مدیریت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت رابطه بین سررسید بدهی میان مدت با فرا اطمینانی مدیریت را تضعیف می‌کند.

بر اساس یافته‌های تحقیق مدیران فرا اطمینان به سمت بدهی‌های کوتاه مدت و میان مدت می‌روند و کمتر از بدهی‌های بلندمدت استفاده می‌کنند، با تمرکز مالکیت می‌توان از اقدام مدیران در جهت تأمین مالی به وسیله بدهی‌های کوتاه مدت جلوگیری کرده و

فرضیه ششم: تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی بلند مدت تأثیر معنادار دارد.

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می‌رفت که، تمرکز مالکیت بر رابطه فرا اطمینانی مدیریت (over) با سررسید بدهی بلند مدت (DM_3) تأثیر معناداری داشته باشد؛ برای تحقیق این امر باید سطح معناداری متغیر (over) و ($conXover$) کمتر از ۰.۵٪ باشد؛ که، با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر فرا اطمینان کمتر از ۰.۵٪ نمی‌باشد؛ لذا این فرضیه پذیرفته نمی‌شود.

جمع بندی و پیشنهادات

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق که با استفاده از رگرسیون چند گانه در بازه زمانی ۱۰ ساله (۹۵-۸۵) متشکل از ۷۹ شرکت عضو بورس اوراق بهادر به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردیده بود و بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت‌ها آزمون می‌کند گویای این مطلب است؛ بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم، رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی کوتاه مدت و میان مدت مثبت و معنادار بوده است و رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی بلندمدت منفی و معنادار بوده است. نتایج تحقیق با یافته‌های هانگ و همکاران

مالکیت و سرمایه‌بر میزان هموارسازی سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه حسابداری مالی. سال دوم، شماره ۸، صص ۷۵-۹۴

* جهانخوانی، علی؛ نوفرستی، محمد و فرهنگ قراگوزلی (۱۳۸۸). بررسی اطمینان بیش‌ازاندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه چشم اندازه مدیریت، ۳؛ ۱۵۰-۱۲۳

* حسنی القار، مسعود و رحیمیان، نظام الدین (۱۳۹۶). "بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی. دوره ۵، فروردین ۹۶

* رامشه، منیژه و ملانظری، مهناز (۱۳۹۳). "بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری". مجله دانش حسابداری. سال پنجم. ش ۱۶، بهار، صص ۷۹-۵۵

* علی خانی، رضیه؛ مهدی مران جوری و بنت الهدی آزادی خواه، ۱۳۹۵، بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و سررسید بدهی شرکت‌ها، دومین کنفرانس بین المللی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد، تهران، موسسه آموزش عالی صالحان، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، https://www.civilica.com/Paper-ACONF02-ACONF02_043.html

* محمدآزادی، زهرا و محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۴). "مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حق الزحمه حسابرسی". فصلنامه دانش حسابرسی. سال چنانزدهم، شماره ۶۰

* معین نژاد، بهراد، (۱۳۹۵)، "بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر سررسید بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پنجمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای

با تمرکز مالکیت بیشتر آن‌ها رو سوق به تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت داد. در کشور ما بدلیل اینکه منابع تأمین مالی بیشتر شرکت ها از طریق شرکت های دولتی صورت می‌گیرد و تحت سیاست های دولتی عمل می کنند به همین خاطر اعمال حاکمیت شرکتی و تمرکز مالکیت نتوانسته است آنچنان بر وضعیت تصمیم گیری مدیران فرا اطمینان تأثیر گذار باشد. یافته های حاصل از تحقیق حاضر نشان می دهد که تمرکز مالکیت در اصلاح تئور رفتار هیأت مدیره در هنگام تصمیمات مالی موثر نمی باشد. ضمناً این نتیجه در تأمین مالی میان مدت مورد استثنا قرار گرفت.

در این تحقیق یکی از مولفه های سوگیری های رفتاری بر تصمیمات تأمین مالی شرکت، مورد ارزیابی قرار گرفت. پیشنهاد می گردد سایر اجزاء آن از جمله خوش بینی، خود اسنادی که از نظر مفهوم به فرا اطمینانی نزدیک تر می باشد با سررسید بدهی های شرکتها مورد بررسی قرار گیرد.

در این تحقیق رابطه فرا اطمینانی مدیریت با سررسید بدهی شرکتها مورد بررسی قرار گرفت. پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی رابطه فرا اطمینانی مدیریت با گزینش بین بدهی و سهام بررسی شود.

یکی از محدودیت های این تحقیق، عدم امکان دسترسی به اطلاعات سایر سهامداران در مورد ترکیب مالکیت آنها در شرکتها موجود نیست.

فهرست منابع

* اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیانتدیلیمی، زهرا. (۱۳۸۸). "تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علوم مدیریت ایران. شماره ۵

* بادآورنهنندی، یونس؛ برادران حسن‌زاده، رسول؛ بلوری، امین و محمودزاده باغبانی، سعید. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار

- maturity structure of corporate debt. *J. Financ.* 60 (5), 2333–2350.
- * de La Bruslerie, H. and I. Latrous (2012). "Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a trade-off hypothesis on French firms." *Journal of Multinational Financial Management* 22(4): 111-130.
 - * Dhaliwal, D., Wang, S., (1992). "The effect of book income adjustment in the 1986 alternative minimum tax on corporate reporting". *Journal of Accounting and Economics* 15(1), 7-26
 - * Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, L., 2003. Debt and Expropriation. www.ssrn.com.
 - * Feng L, 2010. Managers' Self-Serving Attribution Bias and Corporate Financial Policies.
 - * Hackbarth, D. (2008). "Managerial traits and capital structure decisions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 843–882.
 - * Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review*, 85, 567–585.
 - * Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31: 33–45.
 - * Jensen, M., & Meckling, W. (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, PP. 305-360.
 - * Lo, H.-C., et al. (2016). "Nonlinear association between ownership concentration and leverage: The role of family control." *International Review of Financial Analysis* 46(Supplement C): 113-123.
 - * Lskavyan, V. and M. Spatareanu (2011). "Shareholder protection, ownership concentration and FDI." *Journal of Economics and Business* 63(1): 69-85.
 - * Madan K, 2007. An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management* 19: 397-414
 - * Paligorova, T., Xu, Z., 2009. Complex Ownership and Capital Structure. Working Papers 09-12, Bank of Canada.
 - * Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business* 59: 197–216.
 - مدیران و حسابداران گلستان، https://www.civilica.com/Paper-CAFM05-CAFM05_066.html
 - * حاجیه‌ها، زهرا و اخلاقی، حسنعلی. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر ویژگی هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت" فصلنامه پژوهشی حسابداری مدیریت. سال ۶، شماره ۷. ص ۵۹-۷۴
 - * صیچی، مریم و علی‌نژاد ساروکلائی، مهدی. (۱۳۹۵). "تاثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه". پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. سال ۸، شماره ۳۱. ص ۹۳-۱۰۹
 - * معین‌نژاد، بهراد، ۱۳۹۵، بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه‌ای مدیران و حسابداران گلستان، https://www.civilica.com/Paper-CAFM05-CAFM05_066.html
 - * Ahmed Sheikh N and Wang Z, 2011. Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance* 37:117-133
 - * Ben-Nasr, H., et al. (2015). "Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity." *Journal of Corporate Finance* 35(Supplement C): 265-285.
 - * Brockman, P., Martin, X., Unlu, E., 2010. Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. *J. Financ.* 65, 1123–1161.
 - * Chen S, Chen L, 2009. The effect of managerial overconfidence on listed companies' capital structure and debt maturity structure. pp.1348-1353. *Management Science and Engineering International Conference*. 14-16 Sept, Moscow, Russia
 - * Christoph Merkle. (2017). "Financial overconfidence over time: Foresight, hindsight, and insight of investors". *Journal of Banking and Finance* 84 (2017) 68–87.
 - * Datta, S., Iskandar-Datta, M., Raman, K., 2005. Managerial stock ownership and the

- * Ronghong Huang, Kelvin Jui Keng Tan, Robert W. Faff.(2016).” CEO overconfidence and corporate debt maturity”. Journal of Corporate Finance 36 (2016) 93–110.
- * Serpil Tomak.(2013).” The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey”. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3, No. 2, 2013, pp.512-518
- * Terra, P. (2011). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. European Business Review 23: 45-70.
- * Thi Phuong Vy Le, Thi Bich Nguyet Phan.(2017)” Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country”. Research in International Business and Finance 42 (2017) 710–726
- * Velury, U and D, Jenkins (2006). “Institutional ownership and the quality of earnings”, Journal of Business Research, 59, 1043- 1051

یادداشت‌ها

- ¹ Christoph Merkle
- ² Phuong
- ³ Huang
- ⁴ Kahneman and Riepe
- ⁵ Overconfidence
- ⁶ Roll
- ⁷ Madan
- ⁸ Wang
- ⁹ Terra
- ¹⁰ Hackbartha
- ¹¹ Garcia-Sanchez
- ¹² Denis
- ¹³ Mc Connell
- ¹⁴ Hart & Moore
- ¹⁵ Lskavyan and Spatareanu
- ¹⁶ Tomak
- ¹⁷ Ben-Nasr
- ¹⁸ Faccio
- ¹⁹ Paligorova
- ²⁰ Porta
- ²¹ Claessens
- ²² Bruslerie
- ²³ Xu
- ²⁴ Datta
- ²⁵ Harford and Zhao
- ²⁶ Brockman
- ²⁷ Lo