

بررسی تاثیر سوءگیری فرا اعتمادی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رودپشتی^۱، شهرام بابالویان^۲
مجید عبدی^۳

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تاثیر سوءگیری اعتماد بیش از حد مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. علاوه بر آن، اثر متغیرهای کنترلی نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری (M/B)، اندازه، دارایی‌های ثابت مشهود و سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها، مورد بررسی قرار گرفته است.

نتایج پژوهش با استفاده از اطلاعات مورد نیاز ۶۹۰ شرکت - سال طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیریت با سطح اطمینان ۹۵ درصد تاثیر مستقیم و

۱- (استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران)

۲- (دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران) sh.babaloo@yahoo.com

۳- (کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علوم اقتصادی و رئیس گروه مالیاتی)

معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد و شرکت‌هایی با مدیران فرا اعتماد، تمایل بیشتری به تامین مالی از محل منابع خارجی دارند. نتایج تحقیق، مؤید این بحث نظری در مالی رفتاری است که مدیران فرا اعتماد، گرایش بیشتری به انتشار بدهی دارند. همچنین یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که از بین متغیرهای کنترلی مورد مطالعه، متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری (MB) و اندازه تاثیر مستقیم و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد.

واژه‌های کلیدی: فرا اعتماد مدیریتی، مالی - رفتاری، ساختار سرمایه، اهرم.

مقدمه

شناخت رفتار و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها بسیار پیچیده و مشکل است؛ چرا که عوامل و متغیرهای گوناگونی این تصمیمات را تحت‌الشعاع خود قرار می‌دهند. از آنجا که این عوامل، متنوع و گوناگون هستند و همچنین نحوه تاثیر آنها بسیار پیچیده و گاهی از اوقات غیرقابل پیش‌بینی است، بنابراین تصمیمات تأمین مالی یا ساختار سرمایه شرکت همانند یک «معمّا» است (قالیباف اصل و بابالویان، ۱۳۹۳).

به طور کلی عوامل تعیین کننده و موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها به دو دسته عوامل درونی (مانند اهرم مالی، جریان نقدی، انعطاف‌پذیری و ...) و عوامل بیرونی (مانند ماهیت صنعت، الزات قانونی، هزینه تامین مالی و ...) تقسیم می‌شود. موضوع نهادهای مالی و ترکیب بهینه عامل سرمایه سال‌ها مورد بحث اندیشمندان مالی بوده است، اما آنچه که باعث شد تا بار دیگر به بحث ساختار سرمایه پرداخته شود، حضور عامل انسانی به معنای خاص آن یعنی وجود سرمایه‌گذاران، تصمیم سازان و تصمیم گیرندگان بود که افرادی با سوگیری‌های خاص رفتاری می‌باشند. (سوفانی و همکاران، ۲۰۱۲).

فرا اعتمادی - به عنوان یکی از سوءگیری‌های رفتاری - یک ویژگی شخصیتی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هریک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳). اکثر مدیرانی که دارای

اعتماد به نفس بالا هستند، نسبت به تصمیمات خود و نتایج آنها علی‌الخصوص در زمینه ساختار سرمایه و بودجه بندی سرمایه‌ای بسیار خوش‌بین هستند. مدیران فرا اعتماد، توانایی خودشان را بیش از اندازه و هزینه‌های آشفته‌گی مالی ۱ شرکت را کمتر از اندازه برآورد می‌کنند. بنابراین به لحاظ تئوریک، یک رابطه مثبتی بین فرا اعتمادی و سطح بدهی (ساختار سرمایه) وجود دارد (توماک، ۲۰۱۳).

در پژوهش حاضر برای نخستین بار در میان پژوهش‌های داخلی، تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون تجربی قرار گرفته است. در ادامه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش پژوهش و نتایج حاصله ارائه شده است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش:

مبانی نظری پژوهش:

ساختار سرمایه یکی از پیچیده‌ترین زمینه تصمیم‌گیری مالی به جهت ارتباط آن با دیگر متغیرهای مالی است. هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه، حداکثر نمودن ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب منابع تأمین مالی بلندمدت می‌باشد. این ترکیب که ساختار بهینه سرمایه نامیده می‌شود، هزینه سرمایه شرکت را حداقل می‌نماید (بریتل ۲ و همکاران، ۲۰۰۸).

در ارتباط با این موضوع که آیا واقعاً یک ساختار سرمایه بهینه وجود دارد، نظریات متفاوتی مطرح شده است. این نظریات همگی به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا شرکت می‌تواند با تغییر در ترکیب منابع مالی مورد استفاده بر ارزش و هزینه سرمایه شرکت اثر بگذارد. در جدول شماره (۱) مهمترین تئوری‌های مطرح در زمینه ساختار سرمایه و مفاهیم آنها ارائه شده است:

ردیف	نام تئوری	مفهوم
۱	تئوری میلر و مودیلیانی	۱- در شرایط بازار سرمایه کامل، اهرم تاثیری بر ارزش شرکت ندارد ۲- با فرض وجود مالیات شرکتی، شرکت‌های اهرمی ارزشمندتر از شرکت‌های غیر اهرمی هستند
۲	تئوری سنتی ساختار سرمایه	تئوری سنتی ساختار سرمایه در حد وسط رویکردهای سود خالص (NI) و سود عملیاتی (NOI) دیوید دوراند قرار داد. این تئوری قائل به ساختار سرمایه بهینه است. ساختاری که در آن هزینه سرمایه شرکت حداقل و ارزش شرکت حداکثر است.
۳	تئوری توازی ^۱	۱- طبق تئوری توازی ایستا، ساختار سرمایه شرکت‌ها براساس تعامل بین مزیت سپر مالیاتی و هزینه‌های آشفتگی مالی تعیین می‌شود. هر شرکتی، نسبت بدهی بهینه خاص خود را دارد. ۲- طبق تئوری توازی پویا، شرکت‌ها یک طیف اهرمی بهینه دارند و اجازه می‌دهند نسبت بدهی‌شان در این طیف بهینه تغییر کند.
۴	تئوری ترجیحی ^۲	طبق این تئوری، مدیران هنگام تامین مالی، منابع داخلی شرکت را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند.
۵	تئوری مبتنی بر هزینه نمایندگی	زمانی که شرکت اهرمی باشد، تضاد منافع بین سهامداران و وام دهندگان رخ می‌دهد. شرکت که دچار آشفتگی مالی می‌شود، این تضاد منافع تقویت شده و هزینه نمایندگی را بر شرکت تحمیل می‌کند.
۶	تئوری زمان‌بندی بازار ^۳	طبق این تئوری، شرکت‌ها زمانی اقدام به انتشار سهام جدید می‌کنند که قیمت سهام بالای ارزش ذاتی آن باشد و در صورتی که احساس کنند قیمت سهام زیر ارزش ذاتی آن است، اقدام به بازخرید سهام می‌کنند.

جدول (۱): تئوری‌های ساختار سرمایه و مفاهیم آنها (قالبیاف اصل و بابالویان، ۱۳۹۳)

1 . trade-off Theory
2 . Pecking Order Theory
3 . Market Timing Theory

روش‌های تامین مالی (ساختار سرمایه) تحت تاثیر عوامل درونی و بیرونی از قبیل فرصت‌های رشد شرکت، سود انباشته، اندازه شرکت، نسبت بدهی و دارایی نامشهود است. تاکنون کسی نتوانسته است ساختار سرمایه مطلوبی را ارائه کند. در عین حال، صرفه‌جویی مالیاتی هزینه بهره، شرکت‌ها را به تامین مالی از طریق بدهی تشویق می‌کند (پارک و کیم، ۲۰۰۹).

علاوه بر عوامل سنتی تعیین کننده ساختار سرمایه، آنچه که باعث می‌شود تا بار دیگر به بحث ساختار سرمایه پرداخته شود، مطرح شدن حضور عامل انسانی و پارادایم جدیدی به نام مالی رفتاری می‌باشد. پیشینه مالی رفتاری تقریباً به اوایل دهه هفتاد باز می‌گردد. این شاخه ترکیبی علوم مالی، که در واقع علوم روانشناسی و بعضاً جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسائل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد، عموماً به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تاکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌باشد (موفته و همکاران، ۲۰۰۷).

کانمن و ریپ تورش‌های رفتاری را به سه دسته «تورش‌های رفتاری، تورش‌های ترجیحی (رجحان) و تورش‌های حاصل از نتایج تصمیم» تقسیم‌بندی می‌کند. پمپین نیز تورش‌های رفتاری را به دو دسته «تورش‌های شناختی و تورش‌های عاطفی» طبقه‌بندی می‌کند. در تحقیق حاضر که به بررسی تورش فرا اعتمادی یا اعتماد بیش از حد مدیریت پرداخته می‌شود؛ در طبقه بندی کانمن در دسته «تورش‌های قضاوتی» و در طبقه‌بندی پمپین در دسته «تورش‌های شناختی» قرار می‌گیرد (فلاح‌پور، ۱۳۹۰).

توصیف عمومی فرا اعتمادی یا اعتماد بیش از حد به خود، در بیان کلی می‌تواند به عنوان یک اعتقاد بی اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مفهوم فرا اعتمادی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایشات روانشناسانه نشان می‌دهد افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند. همچنین در تخمین احتمالات، عملکردی ضعیف دارند و رویدادهایی را که حتمی می‌دانند، غالباً دارای احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد است (جیانگ و همکاران، ۲۰۰۹).

یافته‌های روانشناختی نشان می‌دهد که سوء‌گیری اعتماد بیش از حد باعث می‌شود تا افراد ریسک را کمتر از حد و توانایی‌شان در کنترل پیشامدها را بیش از حد برآورد کنند. در این حالت،

افراد ناخواسته ریسک بیشتری را متحمل می‌شوند و از تئوری تصمیم‌گیری استاندارد ۱ فاصله می‌گیرند. در نتیجه در معرض سطح بالایی از زیان قرار می‌گیرند (توماک، ۲۰۰۹).

مدیران فرا اعتماد یا خوشبین ۲ به دلیل ارزشگذاری بالای پروژه‌ها ترجیح می‌دهند به جای انتشار سهام جدید، اوراق بدهی منتشر کنند یا اقدام به اخذ تسهیلات بانکی کنند و از این طریق مانع شریک شدن سهامداران جدید در سودهای آتی شوند. بنابراین، اعتماد بیش از حد مدیریتی ممکن است موجب افزایش نسبت بدهی شود. هر چند شفرین (۲۰۰۱)، هیتون (۲۰۰۲) و هاکیارد (۲۰۰۸) در خصوص رابطه اعتماد بیش از حد و اهرم به صورت تئوریکي اظهار عقیده کرده‌اند ولی مطالعات تجربه، نتایج ضد و نقیضی را نیز به همراه داشته است (پارک و کیم، ۲۰۰۹).

در حوزه علوم مالی، مطالعات زیادی درباره تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست‌ها و خط‌مشی‌های شرکت درباره مخارج سرمایه‌ای، تقسیم سود سهام، ادغام و تصاحب، چسبندگی هزینه‌ها و ساختار سرمایه انجام شده است که از آن جمله می‌توان به پژوهشگرانی مانند مالمندیر و تیت (۲۰۰۵)، کمپل (۲۰۱۱)، اولیور (۲۰۰۹) و هیرشفلر (۲۰۱۲) اشاره کرد (حیدری، ۱۳۹۳).

مشکل اصلی در بحث تورش اعتماد بیش از حد، نحوه محاسبه و اندازه‌گیری این متغیر است (توماک ۲۰۰۹). در بعضی از تحقیقات از طریق پرسشنامه به سنجش تورش اعتماد بیش از حد پرداخته شده است و در برخی دیگر از تحقیقات از معیارهای کمی استفاده شده است که در جدول (۲)، معیارهای کمی و نحوه محاسبه متغیر اعتماد بیش از حد در مهمترین تحقیقات تجربی انجام شده در این زمینه، ارائه شده است:

نام محققین	موضوع تحقیق	نحوه محاسبه متغیر فرا اعتمادی
مالمندیر و تیت (۲۰۰۵)	فرا اعتمادی و سرمایه‌گذاری شرکتی	شاخص اول بر اساس تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام: اگر در طول سال مالی تعداد روزهای افزایش قیمت سهام بیش از کاهش قیمت سهام شرکت باشد، فرا اعتمادی وجود دارد
کمپل و گالمیر (۲۰۱۱)	خوش بینی مدیر عامل و گردش معاملات	شاخص دوم بر اساس درصد افزایش قیمت سهام: در طول سال مالی اگر افزایش قیمت سهام بیش از درصد کاهش قیمت سهام باشد، فرا اعتمادی وجود دارد.
جیانگ و همکاران (۲۰۰۹)	فرا اعتمادی مدیریت، توسعه شرکت و آشفتگی مالی	تفاوت سود پیش بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی: اگر در طول دوره مورد مطالعه تعداد دفعاتی که مدیریت سود را پیش بینی می‌کند، بیش از تعداد دفعاتی باشد که کمتر از واقع پیش بینی می‌کند، مدیریت دارای اعتماد به نفس بیش از حد خواهد بود
مالمندیر و تیت (۲۰۰۸)	ادغام شرکت‌ها: فرا اعتمادی و واکنش بازار	$SG_{it} = \beta_1 + AG_{it} + \square_{it}$ که در آن AG_{it} و SG_{it} به ترتیب رشد فروش و رشد دارایی در پایان دوره مالی t برای شرکت i است. \square_{it} باقیمانده رگرسیون در پایان دوره مالی t برای شرکت i است که مقدار مثبت این باقیمانده‌ها بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها (اعتماد بیش از حد مدیریتی) و مقدار منفی آن نشانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.
الیور (۲۰۰۵) و توماک (۲۰۱۳)	اثر فرا اعتمادی بر ساختار سرمایه	شاخص احساسات مصرف کنندگان دانشگاه میشیگان Michigan Consumer Sentiment Index data
بن-دئویس و همکاران (۲۰۰۶)	فرا اعتمادی مدیریت و خط‌مشی‌های شرکتی	پیش بینی مدیر عامل از سطح بازده سهام شرکت
سایر پژوهشگران	-----	معیار نگهداری اختیار معامله توسط مدیران ارشد به مدت طولانی یا تا زمان سررسید، میزان حقوق نسبی مدیران ارشد، تعداد دفعات ادغام و تصاحب، عملکرد اخیر شرکت

جدول (۲): نحوه محاسبه متغیر فرا اعتمادی در تحقیقات تجربی انجام شده

پیشینه پژوهش:

موفته و الیور^۱ (۲۰۰۷) به بررسی تاثیر عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در شرکت‌های فرانسوی طی دوره ۲۰۰۴-۱۹۹۵ پرداخت. آنها به این نتیجه رسیدند که عوامل سنتی ساختار سرمایه (اندازه، نسبت M/B، سودآوری و ...) در شرکت‌های فرانسوی معنادار است. همچنین آنها از شاخص احساسات صنعت به عنوان معیار فرا اعتماد مدیریتی استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که فرا اعتماد مدیریتی به طور منفی و معناداری ساختار سرمایه شرکت‌های فرانسوی را توضیح می‌دهد.

الیور (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر فرا اعتماد مدیریتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های آمریکایی طی دوره ۲۰۰۴-۱۹۷۸ پرداخت و از شاخص احساسات مصرف کنندگان دانشگاه میشیگان (CSI) ۲ به عنوان معیار فرا اعتمادی استفاده کردند. نتایج تحقیق نشان داد که فرا اعتمادی مدیریتی بطور قابل ملاحظه‌ای تصمیمات مالی را توضیح می‌دهد و تصدیق کننده این بحث تئوریک در مالی رفتاری است که مدیران فرا اعتماد گرایش بیشتری به انتشار بدهی دارند. همچنین یافته‌های پژوهش نشان داد که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (M/B) بطور قابل ملاحظه‌ای با ساختار سرمایه در ارتباط است.

پارک و کیم (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر فرا اعتماد مدیریتی بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام کره طی دوره ۲۰۰۷-۱۹۸۵ پرداختند و از میانگین ۱۲ ماه گذشته شاخص انجام کسب و کار ۳ (BSI) به عنوان معیار فرا اعتماد مدیریتی استفاده کرد. یافته‌های پژوهش نشان داد که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل به انتشار بدهی بالاتری دارند.

توماک (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر ساختار سرمایه در بورس سهام استانبول طی دوره ۲۰۱۱-۲۰۰۲ پرداخت. در این تحقیق با استفاده مدل رگرسیونی OLS علاوه بر فرا اعتمادی، تاثیر سایر عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه را مورد آزمون قرار داد. نتایج تحقیق وی نشان داد که فرا اعتمادی تأثیری بر ساختار سرمایه ندارد ولی اندازه و سودآوری بر ساختار سرمایه تأثیرگذار است.

ازوزی و جاربوی^۴ (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر احساسات مدیران (خوش بینی، فرا اعتمادی و زیان‌گریزی) بر ساختار سرمایه شرکت‌های تونس پرداختند. آنها برای سنجش تورش‌های رفتاری مدیران، پرسشنامه‌ای را تهیه و بین صد مدیر عامل شرکت‌های تونس پخش کردند. نتایج یافته‌های تحقیق

1 . Mofteh & Oliver

2 . Consumer Sentiment Index (CSI) from the University of Michigan

3 . Business Survey Index (BSI)

4 . Azouzi and Jarbouy

نشان داد که عوامل رفتاری تاثیر بسزایی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد. همچنین یافته‌های تحقیق حاکی از این بود که تحلیل رفتاری گزینه‌های تامین مالی، نشانگر حضور تئوری ترجیحی در بین شرکت‌های تونسی می‌باشد. به عبارت دیگر مدیران ارشد ترجیح می‌دهند ابتدا از محل منابع داخلی تامین مالی کنند؛ دوم از محل انتشار بدهی و سوم از محل انتشار سهام.

با توجه به اینکه در پژوهش حاضر، برای نخستین بار در میان پژوهش‌های داخلی، تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر ساختار سرمایه، مورد آزمون تجربی قرار گرفته است. بنابراین در بخش تحقیقات داخلی به چند مورد از تحقیقات انجام شده در خصوص عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه و نیز تاثیر فرا اعتمادی بر عواملی همچون سیاست تقسیم سود، چسبندگی هزینه‌ها و ... اشاره می‌شود. نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی ۱۰۸ شرکت از صنایع مختلف در دوره زمانی ۱۳۷۵-۱۳۷۹ حاکی از آن است که به طور کلی رابطه مثبتی (اما از لحاظ آماری در حد ضعیف) بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد. به علاوه، ساختار بهینه سرمایه را می‌توان در برخی از صنایع تعیین کرد.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی ۹۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۷ مؤید آن است که سودآوری یکی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه (نسبت بدهی) است و مطابق با تئوری ترجیحی، رابطه منفی معنی‌داری بین این دو متغیر وجود دارد.

کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) با بررسی ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که سودآوری یکی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه است که رابطه منفی و معنی‌داری با آن دارد.

ستایش، کاظم‌نژاد و شفيعی (۱۳۸۸) عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ۳۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ بررسی کردند. آنها با استفاده از الگوریتم ژنتیک به این نتیجه رسیدند که بیشترین سودآوری در ازای استفاده کمتر از اهرم مالی می‌باشد.

حیدری (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه‌های توزیع، فروش و اداری طی دوره ۱۳۹۱-۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و برای آزمون فرضیه‌ها از مدل بسط یافته اندرسون استفاده کرد و به این نتیجه رسید که عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، موجب افزایش چسبندگی هزینه‌ها می‌شود.

عباس زاده و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۱-۱۳۸۵ پرداخت. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش در حالت تلفیقی، از مدل رگرسیون چندگانه استفاده کرد. یافته‌های پژوهش نشان داد که مقوله اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تاثیر مستقیم دارد؛ ولی با افزایش فرصت سرمایه‌گذاری، تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود معکوس می‌شود.

عربصالحی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی طی دوره ۱۳۸۹-۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی می‌شود.

فرضیه تحقیق:

همان‌طور که بیان شد این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط بین اعتماد بیش از حد مدیران و ساختار سرمایه شرکت‌ها است، با توجه به اهداف ذکر شده، فرضیه اصلی پژوهش حاضر به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اصلی: بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به اینکه در این پژوهش، تاثیر متغیرهای مستقل هم بر اهرم دفتري ۱ و هم بر اهرم بازاری ۲ مورد بررسی قرار گرفته است، بنابراین فرضیه‌های فرعی تحقیق به صورت زیر تعریف می‌شود: فرضیه فرعی اول: بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و اهرم دفتري شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و اهرم بازاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش:

تحقیق حاضر براساس دسته‌بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است؛ زیرا به بررسی یک سری از عوامل در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد تا فرضیاتی را رد یا تایید کند. از سوی دیگر این تحقیق به لحاظ روش، از نوع توصیفی - همبستگی می‌باشد. زیر اقدام به مطالعه وجود روابط بین متغیرهای کمی نموده و میزان تاثیرگذاری آنها را می‌سنجد.

قلمرو مکانی پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن شامل یک دوره پنج ساله (از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا انتهای سال ۱۳۹۳) و قلمرو موضوعی آن مالی-رفتاری است.

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند.

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها آخرین روز اسفند ماه باشد.
۲. به منظور همگن بودن اطلاعات، ماهیت فعالیت آنها واسطه‌گری مالی نباشد.
۳. معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از یک سال در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد، بدین منظور که بازده سالانه سهام قابل محاسبه باشد.
۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق در دسترس باشد.

با توجه به شرایط فوق از بین شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۱۳۸ شرکت، دارای شرایط فوق بوده‌اند. بنابراین تعداد نمونه پژوهش حاضر، شامل ۱۳۸ شرکت می‌باشد. به عبارت دیگر، تعداد ۶۹۰ شرکت - سال به عنوان نمونه آماری مورد مطالعه، انتخاب شدند.

داده‌های مورد نیاز پژوهش حاضر از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه آماری، از شبکه کدال و همچنین از نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج گردیده است. برای تحلیل نهایی نیز از نرم افزارهای Eviews و SPSS استفاده شده است.

در پژوهش حاضر برای نخستین بار در میان پژوهش‌های داخلی، تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد آزمون تجربی قرار گرفته است.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آن‌ها :

متغیر مستقل پژوهش، شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی است که به پیروی از جیانگ و همکاران (۲۰۰۹)، پارک و کیم (۲۰۰۹) و عربصالحی و همکاران (۱۳۹۳) و از طریق تفاوت سود پیش بینی شده و سالانه توسط مدیریت و سود واقعی محاسبه می‌شود. اگر در طول دوره مطالعه، تعداد دفعاتی که مدیریت سود را بیش از واقع پیش‌بینی می‌کند، بیش از تعداد دفعاتی باشد که کمتر از واقع پیش‌بینی می‌کند، مدیریت دارای اعتماد به نفس بیش از اندازه خواهد بود و متغیر Confidence مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت برای این متغیر مقدار صفر در نظر گرفته می‌شود.

متغیر وابسته پژوهش، اهرم مالی شرکت است که به پیروی از الیور (۲۰۰۹)، فلنری و رنگان (۲۰۰۶) و شین (۲۰۰۸) به دو صورت در نظر گرفته می‌شود: اهرم به ارزش دفتری (BLEV) و اهرم به ارزش بازاری (MLEV).

$$\text{اهرم دفتری} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهیها}}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

$$\text{اهرم بازاری} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهیها}}{\text{ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام} + \text{ارزش دفتری کل بدهیها}}$$

متغیرهای کنترلی: علاوه بر متغیر مستقل اعتماد بیش از حد مدیریت (Conf)، به پیروی از الیور (۲۰۰۹)، بریتل (۲۰۰۸) و کیم و پارک (۲۰۰۹) متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها (M/B)، اندازه شرکت (Size)، دارایی‌های ثابت مشهود (TNG) و سودآوری (PRF) به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شود.

$$\text{MB} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهیها} + \text{ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

$$\text{Size} = \text{Ln}(\text{ارزش بازار سهام})$$

$$TNG = \frac{\text{داراییهای ثابت مشهود} + \text{موجودی کالا}}{\text{کل داراییها}}$$

$$PFR = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک (EBITDA)}}{\text{کل داراییها}}$$

روش آزمون فرضیه پژوهش

همانطور که در بخش قبل اشاره شد، اگر مدیریت دارای اعتماد به نفس بیش از اندازه باشد، متغیر Confidence مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت برای این متغیر، مقدار صفر در نظر گرفته می‌شود. هر چند متغیر مستقل Confidence بصورت باینری ۱ بوده ولی چون متغیر وابسته LEV به صورت یک متغیر پیوسته است؛ بنابراین می‌توان از رگرسیون چند متغیره استفاده کرد و نیازی به استفاده از رگرسیون لجستیک نیست. روابط زیر مدل رگرسیون چندگانه فرضیات پژوهش را نشان می‌دهد. در روابط اول و دوم زیر، متغیرهای وابسته مدل به ترتیب اهرم دفتری (BLEV) و اهرم بازاری (MLEV) است.

$$BLEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Conf_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \square_{it}$$

$$MLEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Conf_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \square_{it}$$

به پیروی از الیور (۲۰۰۹)، بریتل (۲۰۰۸) و کیم و پارک (۲۰۰۹)، همه متغیرهای مستقل با یک تاخیر یک ساله ۲ در مدل قرار می‌گیرند.

قبل از پرداختن به بحث رگرسیون لازم است نرمال بودن متغیر وابسته مورد بررسی قرار گیرد. در صورتی که متغیر وابسته نرمال باشد در آن صورت می‌توان از روش OLS برای تخمین مدل رگرسیونی استفاده کرد؛ در غیر این صورت باید از دیگر روش‌های آماری مانند کمترین مربعات جزئی (PLS) و ... برای تخمین مدل رگرسیونی استفاده نمود. برای بررسی نرمال بودن متغیرهای وابسته از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده گردید و چون سطح معنی داری آن بزرگتر از ۰.۰۵ بود، بنابراین متغیر وابسته نرمال بوده و از روش آماری OLS برای تخمین مدل‌ها استفاده شده است.

1 . Binary

2 . lagged one year

سپس علایم مناسب بودن شرایط برآوردها یا به عبارتی پیش فرض‌های رگرسیون بررسی شده است. بدین صورت که نرمال بودن پسماندها با استفاده از آزمون جارک- برا، خودهمبستگی پسماندها با استفاده از آزمون دوربین واتسون و ناهمسانی واریانس پسماندها با استفاده از آزمون بروش-پاگان-گودفری مورد بررسی قرار گرفته و در مواردی که نیاز بود، مدل‌های رگرسیونی تصحیح گردید تا پیش فرض‌های آن برقرار شود.

در تحلیل خروجی مدل رگرسیون چندگانه، ابتدا معناداری رگرسیون برازش شده با استفاده از آماره F ، بررسی و پاسخ داده می‌شود (مقدار احتمال F اگر کمتر از $0/05$ باشد، مدل معنادار است). سپس با مشاهده سطح معناداری آزمون t مربوط به ضرایب، مشخص می‌گردد که از بین متغیرهای مورد مطالعه، کدام عوامل بر ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارد و در نهایت با استفاده از معیار ضریب تعیین (R^2)، شدت همبستگی مدل بررسی می‌شود.

یافته‌های پژوهش

نتایج خروجی مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول پژوهش این است که بین اعتماد بیش از حد مدیریتی ($Conf$) و اهرم دفتری ($BLEV$) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. به منظور تعیین میزان تاثیر متغیر مستقل اعتماد بیش از حد و متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته اهرم دفتری، خروجی مدل رگرسیونی چندگانه در جدول (۳) ارائه شده است.

با مراجعه به جدول (۳) ملاحظه می‌شود که سطح معناداری آماره آزمون F ، کمتر از $0/05$ است. از این رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه صفر (فرض صفر بودن تمامی ضرایب) رد می‌شود و حداقل یکی از متغیرهای مستقل پژوهش بر اهرم دفتری تاثیر دارد.

انحراف معیار	سطح معناداری آزمون t	آزمون t	ضرایب	نام متغیر
۱/۱۴	۰/۰۲۱	۲/۰۳۱	۰/۱۸۶	عرض از مبدا
۰/۵۸	۰/۰۰۲	۲/۹۱	۰/۰۷۳	فرا اعتمادی مدیریتی (Conf)
۰/۱۶	۰/۰۰۳	۲/۷۵	۰/۲۶	ارزش ارزش بازاری به دفتری (MB)
۰/۱۸	۰/۰۲۲	۲/۰۱	۰/۰۵۴	اندازه (Size)
۰/۱۲	-۰/۷۰۵	-۰/۵۴	-۰/۰۲۱	دارایی‌های ثابت مشهود (TNG)
۰/۲۰	۰/۳۴۱	۰/۴۱	۰/۲۴	سودآوری (PRF)
مقدار احتمال آماره آزمون $F = ۰/۰۰۱$				
ضریب تعیین تعدیل شده مدل = ۳۳٪				

جدول (۳): نتایج آزمون مدل رگرسیون چندگانه فرضیه فرعی اول

با مشاهده سطح معناداری آزمون t مربوط به ضریب متغیر مستقل اعتماد بیش از حد مدیریت (Conf) ملاحظه می‌شود که رابطه معنادار و مثبت بین اعتماد بیش از حد مدیریت و ساختار سرمایه (اهرم دفتری) وجود دارد. به عبارت دیگر، اعتماد بیش از حد مدیریت تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم دفتری شرکت دارد. در نتیجه فرضیه فرعی اول با سطح اطمینان ۹۵ درصد تحقیق تایید می‌شود.

با مشاهده سطح معناداری آزمون t مربوط به ضرایب متغیرهای کنترلی ملاحظه می‌شود که متغیرهای نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری (MB) و اندازه (Size) تاثیر مثبت و معنی‌داری بر اهرم دفتری شرکت دارد ولی رابطه معناداری بین متغیرهای کنترلی دارایی‌های ثابت مشهود و سودآوری با متغیر وابسته اهرم مالی مشاهده نگردید.

همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۳۳ درصد است و بیانگر این است که ۳۳ درصد ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیر مستقل اعتماد بیش از حد مدیریت و متغیرهای کنترلی مذکور، توضیح داده می‌شود.

نتایج خروجی مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم پژوهش این است که بین اعتماد بیش از حد مدیریتی (Conf) و اهرم بازاری (BLEV) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. به منظور تعیین میزان تاثیر متغیر مستقل اعتماد بیش از حد و متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته اهرم بازاری خروجی، مدل رگرسیونی چندگانه در جدول (۴) ارائه شده است.

نام متغیر	ضرایب	آزمون t	سطح معناداری آزمون t	انحراف معیار
عرض از مبدا	۰/۲۴۲	۱/۹۹۱	۰/۰۲۳	۱/۲۳
فرا اعتمادی مدیریتی (Conf)	۰/۰۷۸	۲/۹۷	۰/۰۰۱	۰/۵۴
ارزش ارزش بازاری به دفتری (MB)	۰/۳۱	۲/۸۳	۰/۰۰۲	۰/۱۸
اندازه (Size)	۰/۰۶۹	۲/۰۴	۰/۰۲۱	۰/۱۵
دارایی‌های ثابت مشهود (TNG)	-۰/۰۳۴	-۰/۶۲	-۰/۷۳۳	۰/۱۳
سودآوری (PRF)	-۰/۲۹	-۱/۸۰	۰/۸۸۸	۰/۱۸
مقدار احتمال آماره آزمون $F = ۰/۰۰۳$				
ضریب تعیین تعدیل شده مدل = ۳۸٪				

جدول (۴): نتایج آزمون مدل رگرسیون چندگانه فرضیه فرعی دوم

با مراجعه به جدول (۴) ملاحظه می‌شود که سطح معناداری آماره آزمون F ، کمتر از ۰/۰۵ است. از این رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه صفر (فرض صفر بودن تمامی ضرایب) رد می‌شود و حداقل یکی از متغیرهای پژوهش اهرم دفتری تاثیر دارد.

با مشاهده سطح معناداری آزمون t مربوط به ضریب متغیر مستقل اعتماد بیش از حد مدیریت (Conf) ملاحظه می‌شود که رابطه معنادار و مثبت بین اعتماد بیش از حد مدیریت و ساختار سرمایه

(اهرم بازاری) وجود دارد. به عبارت دیگر، اعتماد بیش از حد مدیریت تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم بازاری شرکت دارد. در نتیجه فرعی دوم با سطح اطمینان ۹۵ درصد تحقیق تایید می‌شود. با مشاهده سطح معناداری آزمون t مربوط به ضرایب متغیرهای کنترلی ملاحظه می‌شود که متغیرهای نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری (MB) و اندازه (Size) تاثیر مثبت و معنی‌داری بر اهرم دفتری شرکت دارد. ولی رابطه معناداری بین متغیر کنترلی دارایی‌های ثابت مشهود (TNG) و سودآوری (PRF) با متغیر وابسته اهرم مالی مشاهده نگردید. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۳۸ درصد است و بیانگر این است که ۳۸ درصد ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیر مستقل اعتماد بیش از حد مدیریت و متغیرهای کنترلی مذکور، توضیح داده می‌شود. بنابراین متغیر مستقل اعتماد بیش از حد مدیریت (Conf) تاثیر مستقیم و معناداری هم بر اهرم دفتری و هم بر اهرم بازاری دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌های با اعتماد بیش از حد مدیریتی، از نسبت بدهی به دارایی بالاتری برخوردار هستند و مدیران با اعتماد بیش از حد، تمایل بیشتری به تامین مالی از محل منابع خارجی (وام و بدهی) دارند و اعتماد بیش از حد مدیریت موجب افزایش نسبت بدهی می‌شود. در نتیجه، فرضیه اصلی تحقیق با سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. همچنین از بین متغیرهای کنترلی مورد مطالعه، متغیرهای MB و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت، تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

نتیجه‌گیری و بحث:

غیر منطقی بودن مدیریت می‌تواند تاثیر درخور توجهی بر روی سیاست‌ها و خط‌مشی‌های شرکت علی‌الخصوص ساختار سرمایه شرکت داشته باشد. مدیران فرا اعتماد، توانایی خودشان را بیش از اندازه و هزینه‌های آشفته‌گی مالی شرکت را کمتر از اندازه برآورد می‌کنند. در تحقیق حاضر تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۹-۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین اعتماد بیش از حد مدیریت و ساختار سرمایه شرکت با سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مستقیم وجود دارد و شرکت‌های با اعتماد بیش از حد مدیریتی، تمایل بیشتری به تامین مالی از محل منابع خارجی (وام و بدهی) دارند و اعتماد بیش از حد مدیریت، موجب افزایش نسبت بدهی می‌شود. بنابراین نتایج تحقیق، مؤید این بحث ثنوریکی در مالی رفتاری است که مدیران فرا اعتماد، گرایش بیشتری به انتشار بدهی دارند.

نتایج تحقیق حاضر، مشابه یافته‌های تجربی پارک و کیم (۲۰۰۹)، ازوزی و جاربوی (۲۰۱۲)، الیور (۲۰۰۹)، یو و همکاران (۲۰۰۶) است؛ ولی با یافته‌های توماک (۲۰۱۳) و موفته والیور (۲۰۰۷) مطابقت ندارد.

علاوه بر متغیر فرا اعتمادی، تاثیر چهار متغیر کنترلی ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، اندازه، سودآوری و دارایی‌های ثابت مشهود بر ساختار در پژوهش حاضر مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که از بین متغیرهای مذکور، دو متغیر MB و اندازه با سطح اطمینان ۹۵ درصد بر ساختار سرمایه شرکت تاثیرگذار است.

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در صورت مشاهده انحراف مثبت سودهای پیش بینی شده در دوره های متوالی، اقدام به تجدید نظر در نحوه پیش بینی سود و نیز تصمیم‌های تامین مالی خود کنند. همچنین به نظر نگارندگان مقاله حاضر، هنوز موضوعات مختلفی از قبیل موارد زیر در این زمینه وجود دارد که برای انجام پژوهش‌های آتی می‌تواند حائز اهمیت باشد:

✓ در پژوهش حاضر تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریت بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت. به پیروی از ازوزی و جاربوی (۲۰۱۲) علاوه بر اعتماد بیش از حد، تاثیر سوءگیری‌های «خوش بینی» و «زیان‌گریزی» نیز بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.

✓ در پژوهش حاضر از معیار «تفاوت سود پیش بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی» جهت محاسبه اعتماد بیش از حد مدیریت استفاده شده است. پیشنهاد می‌شود از معیارهای دیگری که در پژوهش بیان گردید، به محاسبه این متغیر اقدام گردد.

✓ تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریت بر ساختار سرمایه به تفکیک نوع صنعت و یا به تفکیک شرایط رونق و رکود بورس انجام گیرد.

منابع

- ۱- حیدری، مهدی (۱۹۹۳). «بررسی عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲.
- ۲- رهنمای رودپشتی، فریدون و زندیه، وحید (۱۳۹۱). «مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل»، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی.
- ۳- ستایش، محمدحسین، کاظم‌نژاد مصطفی و محمدجواد شفیعی (۱۳۸۸). «کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۶.
- ۴- عباس زاده، محمدرضا، رستگارمقدم، علی و بیگی، بهزاد (۱۳۹۳). «تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، کنفرانس بین‌المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت.
- ۵- عربصالحی، مهدی، امیری، هادی و کاظمی سپیده (۱۹۹۳). «بررسی تاثیر اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی»، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۶، شماره ۲.
- ۶- فلاح‌پور، سعید و عبداللهی، غلامرضا (۱۳۹۰). «شناسایی و وزن دهی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد AHP فازی»، تحقیقات مالی، دوره ۱۳، شماره ۳۱.
- ۷- قالیباف اصل، حسن و بابالویان، شهرام (۱۳۹۴). «مدیریت مالی پیشرفته». چاپ دوم، انتشارات دانشگاه الزهرا (ناشر مشترک: انتشارات بورس).
- 8- Azouzi, M.A., Jarboui, A. (2012). "CEO Emotional Bias and Capital Structure Choice, Bayesian Network Method", *Journal of Business Excellence and Management*, 2(2), pp. 47-70.
- 9- Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R. (2006). "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1640552 34 .

- 10- Brettel M., M. Kasch, and A. Mueller, (2008). "CFO overconfidence, optimism and corporate financing", Paper presented at the 2008 FMA Annual Meeting.
- 11- Flannery, M. J. and K. P. Rangan, (2006). "Partial adjustment toward target capital structures", *Journal of Financial Economics* 79(3), 469-506.
- 12- Hackbarth, D. (2009). "Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective", *Journal of Corporate Finance*, 15, 389- 411.
- 13- Jiang, F., Zhang, M., Lu, Z., and Chen, C. (2009). "Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial distress", *Economic Research Journal*. 1,131-143.
- 14- Mefteh, Salma, Barry, R. Oliver (2007). "Capital structure choice: the influence of confidence in France", *French Finance Association* (2007).
- 15- Oliver, B.R. (2005). "The Impact of Management Confidence on Capital Structure", Available at SSRN 791924.
- 16- Park, C. And Kim. K. (2009). "The Effect of Managerial Overconfidence On Leverage", *International Business & Economics Research Journal*, Volume 8, Number 12.
- 17- Soufani, K., Tse, T., Cole, O., Aboulamer, A. (2012). "Do Behavioural Biases Explain Capital Structure Decisions?", *European Financial Management Association 2012 Annual Meetings*, June 27-30, Barcelona, Spain.
- 18- Tomak, S. (2013), "The impact of overconfidence on capital structure in Turkey", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(2), pp. 512-518.

