

## Investigating the effect of board gender diversity on the relationship between managers' overconfidence and corporate financing in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Farshid Ahmadi Farsani<sup>1</sup>, Parvaneh Torabi Dehkordi<sup>2</sup>

Received: October 3, 2024

Accepted: December 20, 2024

### Abstract

**Purpose:** One of the most important decisions that managers make during their tenure is determining the sources of financing required for investment projects. Due to the advantages and disadvantages of each financing source and the impact of company characteristics on company financing methods, determining the optimal financing mix is one of the most challenging decisions for managers.

**Methodology:** This study investigates the impact of board diversity on the relationship between managerial overconfidence and corporate financing. The statistical population of this research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period of 2015 to 2022. For this purpose, the information related to 105 companies have been selected as a statistical sample using the targeted elimination method. To test the research hypotheses, multivariate regression method was used.

**Findings:** The findings of this research show that there is a positive and significant relationship between managerial overconfidence and corporate financing decisions. Also, the gender diversity of board members weakens the positive relationship between managerial overconfidence and corporate financing decisions.

**Originality:** Managers with overconfidence tend to use more debt in the capital structure of their companies. This means that these managers are overconfident in their abilities to manage and make the company profitable, and as a result, instead of using internal resources or issuing new shares, they turn to borrowing and debt to secure financial resources.

**Keywords:** Corporate financing, gender diversity, managers' overconfidence.

**JEL Classification:** M41.

---

1. Assistant Professor of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (mohammaddiba038@gmail.com)  
2. Department of Accounting, Payame Noor University, Shahrekord, Iran.

**Cite this paper:** Last name, first letter of the name., Last name, first letter of the name., Last name, first letter of the name. (2024). Title of the article. *Journal of Accounting & Financial Transparency*, 2(3), 00-00. [In Persian]

 <https://doi.org/00.00000/aft.0000.0000000.0000>



## بررسی تأثیر تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تأمین مالی شرکت در

## شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

فرشید احمدی فارسانی<sup>۱</sup>، پروانه ترابی دهکردی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۳۰

## چکیده

**هدف:** یکی از مهم‌ترین تصمیماتی که مدیران در طول مدیریت خود اتخاذ می‌کنند، تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت طرح‌های سرمایه‌گذاری است. به سبب مزایا و معایب هریک از منابع تأمین مالی و تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر شیوه‌های تأمین مالی شرکت، تعیین ترکیب بهینه تأمین مالی یکی از چالش‌برانگیزترین تصمیمات مدیران است.

**روش‌شناسی:** پژوهش حاضر سعی دارد تا تأثیر تنوع هیئت‌مدیره بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تأمین مالی شرکت‌های از ۱۳۹۵ لغایت ۱۴۰۱ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نماید. بدین منظور اطلاعات مربوط به ۱۰۵ شرکت نیز با استفاده از روش حذف هدفمند به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیده‌اند. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است.

**یافته‌ها:** یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، تنوع جنسیتی اعضای هیأت‌مدیره منجر به تضعیف رابطه مثبت بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها می‌گردد.

**دانش افزایی:** مدیران با بیش اطمینانی تمایل دارند از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه شرکت‌های خود استفاده کنند. این بدان معناست که این مدیران به توانایی‌های خود در مدیریت و سودآوری شرکت بیش از حد اطمینان دارند و در نتیجه، برای تأمین منابع مالی به جای استفاده از منابع داخلی یا انتشار سهام جدید، بیشتر به استقراض و بدهی روی می‌آورند.

**کلیدواژه‌ها:** بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی شرکت، تنوع جنسیتی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** M41.

۱. استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (mohammaddiba038@gmail.com)

۲. گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور شهرکرد، شهرکرد، ایران.

استاد: احمدی فارسانی، فرشید، و ترابی دهکردی، پروانه. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تأمین مالی شرکت در شرکت‌های بورس اوراق

بهادار تهران. حسابداری و شفافیت مالی، ۲(۳)، ۰۰-۰۰.

## مقدمه

پژوهش‌های آکادمیک به طور گسترده بر شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیمات مالی مدیران عامل و سایر مدیران ارشد متمرکز است. عوامل بسیاری بر تصمیمات مالی مدیران تأثیرگذار است که این عوامل در یک دسته‌بندی کلی به دو دسته عوامل داخلی و خارجی تقسیم‌بندی می‌شوند (گاردیگیو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). به استثنا عوامل برون‌زا و خاص شرکت، تصمیمات تأمین مالی شرکت بر اساس ویژگی‌های رفتاری مدیران شکل می‌گیرد. تصمیمات مدیران ارشد معمولاً تحت تأثیر طیفی از سوگیری‌های شناختی است (کورتلینگ<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). طبق پژوهش‌های تجربی، یکی از این سوگیری‌ها تعیین‌کننده اصلی تصمیمات مدیریتی در مورد موقعیت مالی بیش اطمینانی مدیران شرکت‌ها است (ژنگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). اعتماد بیش‌ازحد یک سوگیری شناختی است که نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیمات مالی دارد (بورکهارد<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). یکی از مهم‌ترین تصمیمات متخذه توسط مدیران شرکت‌ها، تصمیمات تأمین مالی است. اولین تئوری ساختار یافته در مورد تصمیمات تأمین مالی شرکت، قضیه معروف مودیلیانی-میلر است (مودیلیانی و میلر<sup>۵</sup>، ۱۹۶۳) که اشاره می‌کند در غیاب هزینه‌های مبادله و اصطکاک بازار، شرکت‌ها باید به طور مطلوب تأمین مالی بدهی را انتخاب کنند. در مقابل، تئوری علامت‌دهی (راس<sup>۶</sup>، ۱۹۷۷) بیان می‌کند که مدیران نسبت به سرمایه‌گذاران به اطلاعات بیشتری در مورد شرکت دسترسی دارند. از این‌رو، در بازار با اطلاعات نامتقارن، مدیران ارزش واقعی شرکت را می‌دانند. اقدامات و سیاست‌های اتخاذ شده توسط شرکت به طور ناقص این اطلاعات را به بازار منتقل می‌کند. از این نظر، سیاست تقسیم سود شرکت، برنامه‌های تأمین مالی و پروژه‌های سرمایه‌گذاری، در میان سایر معیارها، اطلاعاتی را که قبلاً توسط مدیران به صورت خصوصی نگهداری می‌شد، به سرمایه‌گذاران علامت می‌دهند (راس، ۱۹۷۷). از سوی دیگر، پژوهش‌های دانشگاهی به طور فزاینده‌ای به تأثیر تنوع هیئت‌مدیره و سایر جنبه‌های حاکمیت شرکتی بر ماهیت و کیفیت فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت‌ها توجه می‌کنند. بسیاری از پژوهش‌های پیشین معتقدند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیریت را می‌توان توسط هیئت‌مدیره کاهش داد (کاسبار<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). یکی از مهم‌ترین تصمیماتی که مدیران در طول مدیریت خود اتخاذ می‌کنند، تعیین تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت طرح‌های سرمایه‌گذاری است. تنوع جنسیتی در هیات مدیره می‌تواند بر تصمیمات مالی و عملیاتی تأثیر بسزایی داشته باشد چرا که زنان از لحاظ اخلاقی و فرهنگی دارای تفاوت‌های معناداری با مردان هستند که این امر می‌تواند در تصمیمات آن‌ها نمود پیدا کند. تصمیم‌گیری در خصوص نحوه تأمین مالی، یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت‌ها است. این تصمیمات می‌تواند تأثیرات قابل توجهی بر عملکرد و ارزش شرکت داشته باشد. بیش اطمینانی به تمایل مدیران به توانایی‌ها و مهارت‌های خود و همچنین دست کم گرفتن ریسک‌ها و چالش‌ها اشاره دارد. مدیران بیش از حد مطمئن ممکن است تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های پرریسک داشته باشند. این موضوع می‌تواند منجر به افزایش بدهی شرکت و در نهایت ورشکستگی آن شود. با عنایت به مراتب یاد شده

1. Gurdgiev

2. Korteling

3. Zheng

4. Burkhard

5. Modigliani & Miller

6. Ross

7. Kasbar

می‌توان گفت بیش اطمینانی مدیران می‌تواند بر تصمیمات مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد، مخصوصاً در مواقعی که مدیران ارشد تصمیم به تأمین مالی از طریق منابع خارجی می‌گیرند یا سعی در استفاده از ساختارهای مالی پیچیده‌تر می‌کنند. بیش اطمینانی ممکن است به تصمیم‌گیری‌های پر ریسک بیانجامد که می‌تواند منجر به نتایج مالی نامطلوب برای شرکت شود. از سوی دیگر، تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره ممکن است به بالا بردن کیفیت تصمیم‌گیری‌ها و کاهش احتمال خطا به واسطه تعدیل بیش اطمینانی کمک کند. افزایش تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره می‌تواند افق‌های گسترده‌تری از دیدگاه‌ها و تجربیات را به ارمغان بیاورد که به این ترتیب، کیفیت بررسی و تصمیم‌گیری‌های مالی را افزایش می‌دهد؛ بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر پاسخ به این سؤالات است که بین بیش اطمینانی و تصمیمات تأمین مالی چه رابطه‌ای وجود دارد؟ و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره چه تأثیری بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی دارد؟

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### انواع تأمین مالی از لحاظ نوع منبع

علی‌رغم تمامی انتقادات مطرح علیه صورت‌های مالی، این صورت‌ها همچنان به عنوان یکی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و طیف وسیعی از ذینفعان شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. مدیران به سبب وجود انگیزه‌های مختلف تلاش می‌کنند که با دستکاری در صورت‌های مالی عملکرد خود را پوشش دهند. با این حال دستکاری در صورت‌های مالی موجب می‌شود که این صورت‌ها حاوی اطلاعات قابل اتکا و به موقع نباشند و گمراهی سرمایه‌گذاران و دیگر کاربران صورت‌های مالی را به همراه خواهد داشت. کاهش کیفیت صورت‌های مالی به دلیل اقدامات مدیریت شرکت‌ها، موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به وجود اطلاعات محرمانه بین مدیران و سایر ذینفعان شرکت‌ها بر می‌گردد در واقع در صورتی که مدیران حاوی اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر ذینفعان شرکت‌ها باشند، گفته می‌شود که در شرکت عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. یکی از مهم‌ترین نتایج وجود عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت کاهش کیفیت صورت‌های مالی است. هرچه کیفیت صورت‌های مالی در سطح پایین‌تری قرار داشته باشد، تصمیم‌گیری‌های مالی و عملیاتی ذینفعان شرکت‌ها می‌تواند به سمت تصمیمات غیر بهینه سوق پیدا کند (فخاری و همکاران، ۱۳۹۲). در واقع صورت‌های مالی با کیفیت می‌بایست حاوی ویژگی‌های قابلیت اتکا و مربوط بودن باشند. صورت‌های مالی که از قابلیت اتکا کافی برخوردار نباشند نمی‌توانند مبانی برای تصمیم‌گیری‌های مالی و اقتصادی قرار گیرند چرا که به منظور اتخاذ تصمیم‌گیری‌های مالی و اقتصادی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیازمند اطلاعات قابل اتکا است. به دلیل وجود هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع موجود بین مدیران و ذینفعان شرکت‌ها قابلیت اتکا صورت‌های مالی همواره مورد تردید قرار گرفته می‌شود در واقع مدیران با دستکاری در صورت‌های مالی موجب کاهش قابلیت اتکا صورت‌های مالی را فراهم می‌آورند. سرمایه‌گذاران و ذینفعان شرکت‌ها نیز همواره نگران دستکاری‌های مدیران در صورت‌های مالی هستند و به همین منظور نیز مکانیسم‌های نظارتی بسیاری در این سال‌ها جهت نظارت بر عملکرد مدیران ایجاد گردیده است.

به اعتقاد فرانک<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۳) مدیران خودشیفته بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌هایشان را بیش از حد برآورد می‌کنند و تمایل بیشتر به سرمایه‌گذاری دارند. در نتیجه آنان همیشه تئوری سلسله مراتبی را رعایت نمی‌کنند. هاکیبارث<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) معتقد است زمانی که مدیران بازده سرمایه‌گذاری‌هایشان را در سطح بالایی ارزیابی می‌کنند، آن‌ها در خصوص تجزیه و تحلیل درآمدهای با سهامداران محافظه‌کارتر می‌شوند و بیشتر تمایل دارند که بدهی را نسبت به بدهی کاهش دهند. تینگ<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۵) نیز معتقد است بین بیش اطمینانی مدیران و نسبت‌های بدهی شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در همین راستا بن دیوید<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۷) بیان می‌کنند مدیران دارای بیش اطمینانی، سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند و همچنین به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت نسبت به پروژه‌های کوتاه‌مدت بیشتر علاقه‌مند هستند. لاندیر<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۹) معتقد است مدیران دارای بیش اطمینانی قراردادهای کوتاه‌مدت را ترجیح می‌دهند و مدیران منطقی قراردادهای بلندمدت را در اولویت قرار می‌دهند. اگر مدیران دارای بیش اطمینانی منابع داخلی کافی برای سرمایه‌گذاری داشته باشند و سازو و کارهای نظارتی نظیر حاکمیت شرکتی و بازار سرمایه مشخص نباشد، آن‌ها به صورت ذاتی بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌هایشان را بیشتر برآورد می‌کنند. اگر منابع داخلی کافی نداشته باشند، آن‌ها تمایلی به انتشار سهام جدید ندارند چرا که ارزش سهام خود در بازار را کمتر از حد واقعی می‌دانند. در نتیجه سرمایه‌گذاری‌های خود را محدود می‌کنند. بیش اطمینانی مدیران می‌تواند مشکلات کم‌وبیش سرمایه‌گذاری ایجاد نماید، به‌ویژه در بازارهایی که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی خارجی و داخلی مناسبی ایجاد نگردیده است (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

### بیش اطمینانی

افراد خودشیفته انسان‌هایی شناخته می‌شوند که نسبت به خود حس بسیار مثبت ولی شکننده‌ای دارند (کرانیس<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). انجمن روان‌پزشکی آمریکا<sup>۷</sup> (۱۹۹۴) بیان می‌کند که این‌چنین افرادی نیاز به تحسین بیش از حد دارند ولیکن احساس آن‌ها نسبت به خود بسیار شکننده است. آن‌ها تقریباً همیشه نیاز به تحسین و توجه دارند و البته انگیزه‌های زیادی نیز برای به دست آوردن تشویق دیگران دارند (والس<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۲).

### تأثیر بیش اطمینانی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت

برخی مطالعات پیشین نشان می‌دهد که بیش اطمینانی مدیران اغلب با برداشت‌های مغرضانه همراه است و در نتیجه منجر به تصمیمات تأمین مالی بهینه نمی‌شود. با این حال، اگر بیش اطمینانی همیشه برای ارزش شرکت مضر است، این سوال مطرح می‌شود که چرا شرکت‌ها مدیران بیش از حد مطمئن را استخدام می‌کنند؟ این مسئله به عنوان «معمای مدیر بیش از حد مطمئن» شناخته می‌شود (هرشیرفر و همکاران، ۲۰۱۲). تأثیر حضور زنان در هیئت‌مدیره بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت مورد توجه فراوانی در مطالعات اخیر قرار گرفته است. حضور زنان در هیئت‌مدیره می‌تواند به‌عنوان یک عامل مهارکننده عمل کند که ممکن است بیش اطمینانی مدیران را

<sup>1</sup>. Frank

<sup>2</sup>. Hackbarth

<sup>3</sup>. Ting

<sup>4</sup>. Ben-David

<sup>5</sup>. Landier

<sup>6</sup>. Kernis

<sup>7</sup>. American Psychiatric Association

<sup>8</sup>. Wallace

کاهش دهد و در نتیجه تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت را بهبود ببخشد (چوی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). یکی از دلایلی که مطرح می‌شود این است که زنان تمایل به ارزیابی دقیق‌تر ریسک و اتخاذ رویکردهای محتاطانه‌تر در تصمیم‌گیری‌های مالی دارند. این مسئله می‌تواند به کاهش تمایلات ریسک‌پذیر مدیران بیش اطمینان منجر شود و تصمیمات مالی متعادل‌تری اتخاذ شود، کاهش‌دهنده پتانسیل نتایج منفی ناشی از سرمایه‌گذاری‌های پر ریسک یا استراتژی‌های تأمین مالی نامناسب است (کومار و همکاران، ۲۰۲۰). علاوه بر این، حضور زنان در هیئت‌مدیره ممکن است به افزایش تنوع دیدگاه‌ها و تجربیات منجر شود که امکان بررسی جامع‌تر پیشنهادها، تأمین مالی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورد. این تنوع می‌تواند به ایجاد تعادل و کاهش تأثیر تصمیم‌گیری‌های بیش‌ازحد متمرکز در دست یک مدیر بیش اطمینان کمک کند. همچنین، زنان در هیئت‌مدیره ممکن است ارتباطات و شبکه‌های متفاوتی داشته باشند که می‌تواند منابع جدید اطلاعات و دیدگاه‌های تازه را وارد فرآیند تصمیم‌گیری کند. این موضوع نه تنها می‌تواند بینش‌های گوناگونی را به مباحث مالی بیاورد، بلکه می‌تواند به پرسش و ارزیابی دقیق‌تر پیشنهادها، مدیریتی و خط‌مشی‌های پیشنهادی کمک کند (گاردیگیو و همکاران، ۲۰۲۳).

#### بیش اطمینانی و سرمایه‌گذاری‌های شرکت

بیش اطمینانی یک رفتار غیرمنطقی است که هنگام تصمیم‌گیری‌های تجاری مدیران تمایل به اظهار و نمایش آن دارند. اقتصاددانان معتقدند نماینده‌ها معمولاً رفتار منطقی دارند. ولیکن بر اساس بسیاری از مطالعات تجربی روان‌شناختی نشان می‌دهند که برخی مردم هنگام ارزیابی مهارت‌هایشان اغراق می‌کنند. به بیانی دیگر، برخی مردم درگیر بیش اطمینانی هستند (هی و همکاران، ۲۰۱۹). سونسون (۱۹۸۱) نیز معتقد است برخی مردم فکر می‌کنند که بیش از حد متوسط عاقل هستند. نقش رهبری مدیران در افزایش بیش اطمینانی آنان مؤثر است چرا که آنان حق کنترل شرکت را دارند. به بیانی دیگر، مدیران هنگامی که به سمت مدیرعامل ارتقا پیدا می‌کنند، بیش اطمینانی آنان افزایش پیدا می‌کند (گوئل و همکاران، ۲۰۰۸). برخی مطالعات پیشین نشان می‌دهد که بیش اطمینانی مدیران هنگام تصمیمات سرمایه‌گذاری، به مشکلات بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (هیتون، ۲۰۰۲). این مطالعات تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر ساختار سرمایه، تأمین مالی خارجی (صدور سهام یا بدهی) و دیگر روش‌های تأمین مالی تمرکز دارد (شرفین، ۲۰۰۱). ولیکن تاکنون به تأثیر بیش اطمینانی بر تأمین مالی از منابع داخلی توجهی نداشته‌اند (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

طاهری و همکاران (۱۴۰۲) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و اجتناب مالیاتی با نقش تعدیل‌گری ویژگی‌های کمیته حسابرسی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مطابق با پیش‌بینی نظریه نمایندگی بین بیش اطمینانی مدیران و اجتناب مالیاتی شرکت، رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌های دارای مدیران بیش اطمینان، از اجتناب مالیاتی بیشتری برخوردار هستند. همچنین، نتایج نشان داد ویژگی‌های کمیته حسابرسی، رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و اجتناب مالیاتی شرکت را تضعیف می‌کند.

صفی پور افشار و همکاران (۱۴۰۰) در مطالعه به بررسی رابطه میان بیش اطمینانی مدیران بر تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بوده است که بیش اطمینانی مدیریت بر میزان

<sup>۱</sup>. Choi

تأمین مالی داخلی تأثیر می‌گذارد و تأمین مالی داخلی نیز با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری مدیران در ارتباط است. همچنین، مدیران بیش اطمینان با افزایش تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند.

شمسی و جهان‌شاد (۱۳۹۸) در مطالعه‌ای با عنوان تأثیر بیش اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای بر شاخص‌های ریسک و بهره‌وری سرمایه پرداختند. نتایج آنها نشان داد که بیش اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای بر انحراف بازده سهام تأثیر معناداری ندارد. اما بیش اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری بر انحراف بازده سهام تأثیر مثبت معناداری دارد. این بدان معناست که شرکت‌های دارای مدیران بیش اطمینان مبتنی بر سرمایه‌گذاری، در معرض میزان قابل توجهی از ریسک قرار می‌گیرند و بیشتر در پروژه‌های پرمخاطره سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین بیش اطمینانی مدیران (مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری) بر انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی و بهره‌وری سرمایه تأثیر معناداری ندارد.

حسینی و القار و رحیمیان (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقد شوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها نشان داد میزان جریان‌های نقدی تأثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد، زیرا ارزان‌تر از منابع تأمین مالی خارجی بوده، مدیران کنترل بیشتری بر آن دارند. از این‌رو، تغییرات جریان‌های نقدی ممکن است به تغییرات میزان سرمایه‌گذاری و بروز حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی منجر شود. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در دوره زمانی مورد بررسی، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی شده است.

مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها نشان داد که ویژگی‌های شخصیتی مدیران، از عوامل مهم تصمیم‌گیری مدیران در خصوص سیاست تقسیم سود به شمار می‌رود. ی. همچنین بررسی‌ها نشان داد با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، مدیر بیش اطمینان جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را برآورد می‌کند و سود تقسیمی بیشتری را می‌پردازد. از سوی دیگر، جدا از اینکه مدیر بیش اطمینان باشد یا منطقی، مدیر شرکت با فرصت‌های رشد بالاتر سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کند.

گاردیگیو و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره بر رابطه بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی پرداختند. جامعه آماری آنان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار آمریکا در بازه زمانی سال‌های ۲۰۱۱ الی ۲۰۱۹ می‌باشد. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که بین بیش اطمینان مدیران و تأمین مالی از طریق بدهی رابطه منفی و معناداری وجود دارد و حضور زنان در هیئت‌مدیره منجر به تضعیف رابطه یاد شده می‌گردد.

لین<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین شدت رقابت و مسئولیت‌های اجتماعی شرکت با توجه به نقش اعتماد بیش از حد پرداختند. نمونه آماری آنان شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار آمریکا در بازه زمانی ۱۹۹۵ الی ۲۰۱۵ هست. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که بین شدت رقابت در بازار و مسئولیت‌های اجتماعی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد ولیکن بیش اطمینانی مدیران منجر به تضعیف این رابطه می‌شود.

یانگ<sup>۲</sup> و کیم (۲۰۲۰) در پژوهشی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و دست‌کاری در جریان‌های وجوه نقد عملیاتی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری آنان شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه کره جنوبی می‌باشد. یافته‌های آنان حاکی از آن است که بین بیش اطمینانی مدیران و دست‌کاری در جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به این معنی که با افزایش بیش اطمینانی مدیران، دست‌کاری در جریان‌های نقدی شرکت افزایش پیدا می‌کند.

چن و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بیش اطمینانی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس تایوان پرداختند و بیان کردند بیش اطمینانی مدیرعامل وجه نقد را افزایش می‌دهد. تأثیر بیش اطمینانی در میان شرکت‌هایی که تابع یک مشکل کم سرمایه‌گذاری هستند مشخص‌تر است. اثر کاذب بیش از حد در بین شرکت‌های دارای محدودیت مالی مشخص‌تر است. تأثیر اعتماد به نفس کاذب در میان شرکت‌ها با فرصت‌های رشد بالا مشخص‌تر است.

میترا و همکاران (۲۰۱۹) در بررسی رابطه بیش اطمینانی با هزینه‌های حسابرسی شرکت‌های آمریکایی یک رابطه مثبت معنی‌دار بین بیش اطمینانی مدیریتی و حواله‌نامه حسابرسی سازگار با دیدگاه مبتنی بر ریسک طرف عرضه قیمت‌گذاری حسابرسی را نشان دادند. همچنین آنان نشان می‌دهند نظارت قوی‌تر هیئت‌مدیره تقاضا برای حسابرسی‌های با کیفیت بالاتر را افزایش می‌دهد تا خطر گزارش دهی شرکت‌های با اعتماد بیش از حد را کاهش دهد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر رابطه مثبت بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد چرا که انتظار می‌رود نتایج پژوهش حاضر بتواند به حل مسائل در بازار سرمایه کمک کند. در واقع انتظار می‌رود که نتایج پژوهش حاضر بتواند برای طیف وسیعی از فعالان بازار سرمایه نظیر، تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران، دولت، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، اعتبار دهندگان، حساب‌رسان و تفکر جویان مالی و حسابداری کاربرد داشته باشد. و از لحاظ نوع داده‌ها در زمره مطالعات کمی قرار می‌گیرد. چراکه داده‌های پژوهش حاضر از صورت‌های مالی واحدهای تجاری نمونه، منتشرشده در پایگاه‌های اطلاعاتی جمع‌آوری می‌گردد و

<sup>۱</sup>. Lin

<sup>۲</sup>. Young



با استفاده از فایل اکسل مرتب و طبقه‌بندی می‌گردند. همچنین از لحاظ زمان اجرا زمره پژوهش‌های پس رویدادی قرار می‌گیرد. چراکه در پژوهش‌های پس رویدادی، بازه زمانی پژوهش شامل سال‌های مالی گذشته می‌باشد. به بیانی دیگر، بازه زمانی پژوهش حاضر دربرگیرنده اطلاعات صورت‌های مالی شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و یادداشت‌های توضیحی در سال‌های مالی گذشته می‌باشد و برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شد.

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، غیر از شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بیمه و بانک‌ها؛ که نوع فعالیت آن‌ها تفاوت اساسی با بقیه شرکت‌ها دارد، است. نمونه آماری این پژوهش ۱۰۵ شرکت نیز با استفاده از روش حذف هدفمند به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیده‌اند. داده‌های این پژوهش پس از انجام پردازش‌های اولیه در نرم‌افزار اکسل، به وسیله نرم‌افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون و برای تعیین همبستگی متغیرها از ضریب همبستگی استفاده شد. با توجه به اینکه اطلاعات مربوط به شرکت‌های فعال بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۸ ساله تعریف شده، روش مورد استفاده این پژوهش، پنل دیتا است.

جدول ۱: روش حذف سیستماتیک

ردیف	شرح	تعداد شرکت
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در پایان سال ۱۴۰۱	۶۶۴
۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار فعال نبوده‌اند.	۹۱
۳	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۹۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند.	۸۷
۴	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.	۴۰
۵	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.	۸۳
۶	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته‌اند و شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در ناقص بوده است.	۵۸
۸	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شدند.	۳۵۹
۹	تعداد شرکت‌های عضو پژوهش	۱۰۵

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

مدل‌های رگرسیونی به پیروی از گاردیگو و همکاران (۲۰۲۳) به شرح زیر تدوین می‌شوند:

$$Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 Overcon_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Profit_{it} + \beta_4 Grow_{it} + \beta_5 Liq_{it} + \beta_6 Flex_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 Overcon_{it} + \beta_2 Gender_{it} + \beta_3 (Gender_{it} * Overcon) \quad \text{مدل (۲)}$$

**متغیر وابسته**

Debt: تصمیمات تأمین مالی شرکت

به پیروی از گاردگیو و همکاران (۲۰۲۳) این متغیر برابر است با نسبت جمع کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت هر چه این نسبت بیشتر باشد به این معنی است که مدیران تأمین مالی از طریق بدهی را به تأمین مالی از طریق سرمایه ترجیح می‌دهند.

**متغیر مستقل**

Overcon: بیش اطمینانی مدیران

به منظور بیش اطمینانی به پیروی از احمد و همکاران (۲۰۱۳) از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$TAG = a_0 + a_1SG + \varepsilon_i$$

که در آن:

TAG: رشد جمع دارایی‌های سال جاری در مقایسه با سال قبل

SG: رشد فروش سال جاری نسبت به سال قبل در هر شرکت

$\varepsilon_i$ : خطای مدل که نشان‌دهنده بیش اعتمادی مدیر است.

برای همگن شدن داده‌ها در سطح همه مشارکت‌ها، متغیرهای مدل بر جمع دارایی‌ها تقسیم شده است. این مدل توسط (احمد و دوئلمن ۲۰۱۳) برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیر ارائه شده است. مبانی نظری این مدل بر این پایه استوار است که رشد دارایی‌ها باید تابعی از رشد فروش باشد، آن بخش از رشد دارایی‌ها که تابعی از فروش نیست، ناشی از رفتار متهورانه و ریسک‌پذیری مدیر هست که در مقادیر خطای مدل قرار می‌گیرد.

**متغیر تعدیلگر**

Gender: تنوع هیئت‌مدیره، یک متغیر دوجویی است در صورتی که حداقل یکی از اعضای هیئت‌مدیره زن باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به این متغیر تعلق می‌گیرد.

**متغیرهای کنترلی**

به پیروی از گاردگیو و همکاران (۲۰۲۳) متغیرهای کنترلی به شرح زیر تدوین می‌شوند:

SIZE: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

PROFIT: بازده دارایی‌ها که برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها

Grow: رشد فروش شرکت که برابر است با نسبت درآمد فروش شرکت به درآمد فروش سال قبل

LiQ: نسبت جاری که برابر است با نسبت جمع دارایی جاری به بدهی جاری

Flex: انعطاف‌پذیری مالی که برابر است با نسبت وجوه نقد به کل دارایی‌های شرکت

**یافته‌های پژوهش**

بر اساس جدول ۲ میانگین تأمین مالی شرکت‌ها نشان دهنده عدد ۰/۵۳۵ می‌باشد به این معنی که مدیران شرکت‌های نمونه تمایل بیشتری به تأمین مالی از طریق بدهی دارند چرا که به ازای هر واحد دارایی در شرکت‌های نمونه ۵۳

درصد بدهی وجود دارد. در واقع، تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها بیشتر به سمت استفاده از بدهی در ساختار سرمایه سوق پیدا می‌کند. میانگین بیش اطمینانی نشان دهنده عدد ۰/۰۵۷- می‌باشد هرچه این عدد بیشتر باشد، نشان دهنده بیش اطمینانی بیشتر مدیران است. میانگین انعطاف‌پذیری مالی نشان دهنده عدد ۰/۰۹۸ می‌باشد به این معنی که حدود ۹ درصد دارایی‌های شرکت‌های نمونه در سال‌های مورد بررسی را وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تشکیل می‌دهند. هرچه این عدد بیشتر باشد، انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها بیشتر می‌گردد. میانگین رشد فروش شرکت‌های نمونه نشان دهنده عدد ۰/۳۶۷ می‌باشد به این معنی که شرکت‌های نمونه در سال‌های مورد بررسی ۳۶ درصد رشد فروش داشته‌اند. میانگین نقدینگی شرکت‌ها نشان دهنده عدد ۱/۶۶۶ می‌باشد به این معنی که دارایی‌های جاری در شرکت‌های نمونه حدود ۱/۶ برابر بدهی‌های جاری می‌باشند. هرچه این عدد بیشتر باشد توانایی شرکت در ایفای تعهدات کوتاه‌مدت خود بیشتر است. میانگین سودآوری شرکت نشان دهنده عدد ۱۸ درصد است به این معنی که مدیران شرکت‌های نمونه توانسته‌اند به ازای هر واحد دارایی تحت اختیار، ۱۸ درصد سود کسب نمایند. میانگین اندازه شرکت‌های نمونه نشان دهنده عدد ۱۵/۲۴۴ می‌باشد. هر چه این عدد بیشتر باشد، اندازه شرکت مورد بررسی نیز بزرگتر است. سایر آماره‌های توصیفی در جدول ۲ ارائه گردیده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
تأمین مالی شرکت	DEBT	۰/۵۳۵	۰/۵۳۴	۰/۸۶۸	۰/۲۰۰	۰/۱۸۷	-۰/۰۲۸	۲/۱۴۵
بیش اطمینانی	OVERCAN	-۰/۰۵۷	-۰/۱۶۲	۰/۸۸۵	-۰/۴۸۹	۰/۳۶۹	۱/۱۱۸	۳/۵۴۶
انعطاف‌پذیری مالی	FELX	۰/۰۹۸	۰/۰۴۱	۰/۵۲۴	۰/۰۰۶	۰/۱۳۳	۲/۱۵۱	۶/۷۹۳
رشد شرکت	GROW	۰/۳۶۷	۰/۴۰۰	۱/۳۲۶	-۰/۹۱۴	۰/۵۸۲	-۰/۶۰۴	۳/۱۳۷
نقدینگی شرکت	LIQ	۱/۶۶۶	۱/۴۹۱	۳/۴۲۱	۰/۶۹۲	۰/۷۰۲	۱/۰۲۷	۳/۴۵۸
سودآوری	PROFIT	۰/۱۸۶	۰/۱۶۱	۰/۵۰۰	-۰/۰۰۸	۰/۱۴۶	۰/۶۵۵	۲/۵۰۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۲۴۴	۱۵/۰۳۷	۱۸/۵۱۸	۱۲/۹۸۹	۱/۴۱۲	۰/۶۰۸	۲/۸۹۴

### آزمون‌های فروض کلاسیک مدل‌های رگرسیونی

فرض اول: میانگین خطاها صفر است.

به طور معمول، عدم برقراری این فرض می‌تواند ناشی از عدم وجود عرض از مبدأ در مدل رگرسیون باشد. اگر در مدل رگرسیون، عرض از مبدأ وجود داشته باشد، این فرض عموماً برقرار است و نیازی به آزمون نیست، چرا که وجود عرض از مبدأ موجب می‌شود تا میانگین متغیر وابسته و میانگین مقادیر برازش شده مدل، تقریباً یکسان باشد (افلاطونی، ۱۳۹۷). بنابراین از آن جایی که در هر مدل پژوهش حاضر عرض از مبدأ وجود دارد، این فرض برقرار است.

فرض دوم: واریانس خطاها مقدار ثابتی دارد (آزمون ناهمسانی واریانس)

یکی دیگر از فروض کلاسیک آزمون ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی این موضوع از آزمون بروش پاگان گادفری استفاده شده است. باتوجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسأله‌ی استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، درمورد وجود یا عدم وجود ناهمسانی

واریانس تحقیق شود. نتایج حاصل از جدول ۳ بیانگر این موضوع است که احتمال آماره  $\chi^2$  در تمامی مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد بین متغیرهای پژوهش ناهمسانی وجود دارد. با عنایت به این که یکی از روش‌های رفع مشکل ناهمسانی واریانس، تخمین مدل‌های پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته است، مدل‌های این پژوهش نیز با استفاده از روش مذکور تخمین زده می‌شوند.

جدول ۳. حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس و نتایج آزمون دوربین-واتسون

آزمون ناهمسانی واریانس	آماره $\chi^2$	سطح معناداری	دوربین واتسون
مدل (۱)	۸/۴۱	۰/۰۰۰	۱/۵۸۰
مدل (۲)	۶/۳۸	۰/۰۰۰	۲/۰۶۰

فرض سوم: بین باقیمانده‌ها خود همبستگی وجود ندارد (آزمون دوربین واتسون، خود همبستگی سریالی) به پیروی از افلاطونی (۱۳۹۷)، به منظور ارزیابی خود همبستگی سریالی (ارزیابی عدم وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل) از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. در صورتی که مقدار دوربین واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار داشته باشد، مشکل خود همبستگی سریالی در باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

#### نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

در این پژوهش برای تعیین هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از عامل تورم واریانس استفاده شده است. در صورتی که عامل تورم واریانس (VIF) بیش از ۱۰ باشد، مشکل هم خطی بین متغیرها وجود دارد. نتایج هم خطی در جدول ۴ نشان می‌دهد که بیشترین عامل تورم واریانس، ۴/۲۵ است. بنابراین مطابق با جدول ۴ مقدار عامل تورم واریانس بیانگر نبود مشکل هم خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش می‌باشد.

جدول ۴. نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

مدل (۱)		مدل (۲)	
متغیرها	عامل تورم واریانس	متغیرها	عامل تورم واریانس
OVERCAN	۱/۱۴۵	OVERCAN	۱/۲۳۲
SIZE	۱/۱۷۲	BDG	۱/۰۴۱
PROFIT	۱/۳۴۴	BDG*OVERCAN	۱/۱۲۴
GROW	۱/۴۱۵	SIZE	۱/۱۷۳
LIQ	۱/۲۷۸	PROFIT	۱/۳۴۵
FELX	۱/۴۹۱	GROW	۱/۴۱۵
C	NA	LIQ	۱/۲۸۰
		FELX	۱/۴۹۳
		MVB	-

برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون تحلیلی - ترکیبی استفاده شده است. با توجه به ساختار ترکیبی داده ها، برای بررسی ترکیب پذیری از آزمون چاو و برای بررسی وجود اثر ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. اگر سطح معناداری آزمون چاو زیر ۰/۰۵ است. بنابراین برای برآورد مدل از روش داده های پانل استفاده می شود و اگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ باشد برای برآورد مدل از داده های پول استفاده می گردد. نتایج بررسی در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. انتخاب الگوی مناسب برآورد مدل

مدل ها	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه	روش تایید شده
مدل (۱)	آزمون چاو	۲/۴۸۰	۰/۰۰۰	رد H صفر	روش داده های تابلویی
	آزمون هاسمن	۱۲۹/۲۳۰	۰/۰۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت
مدل (۲)	آزمون چاو	۲/۵۱۰	۰/۰۰۰	رد H صفر	روش داده های تابلویی
	آزمون هاسمن	۱۳۱/۵۳۰	۰/۰۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت

فرضیه اول پژوهش بیان می کند که بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول ۶ بین بیش اطمینانی و تصمیمات تأمین مالی شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به این معنی که مدیران دارای بیش اطمینانی از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه استفاده می کنند. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۸ درصد رد نمی شود.

جدول ۶. نتایج حاصل از برآورد آزمون فرضیه اول

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
بیش اطمینانی	OVERCAN	۰/۰۶۲	۰/۰۲۶	۱/۹۹۴	۰/۰۱۹
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۲۸	۰/۰۰۶	-۵/۰۶۷	۰/۰۰۰
سودآوری	PROFIT	-۰/۳۳۵	۰/۰۷۷	-۴/۳۲۶	۰/۰۰۰
رشد شرکت	GROW	۰/۰۹۱	۰/۰۱۹	۴/۸۳۲	۰/۰۰۰
نقدینگی شرکت	LIQ	-۰/۰۹۵	۰/۰۱۷	-۵/۵۲۴	۰/۰۰۰
انعطاف پذیری مالی	FELX	-۰/۲۴۰	۰/۰۴۹	-۴/۸۷۴	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	۱/۲۴۴	۰/۰۹۱	-۱۳/۶۷۴	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۹۰	آماره F	۴۸/۲۴۰	
دوربین واتسون		۱/۵۸۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

در بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، سودآوری، رشد شرکت، نقدینگی شرکت و انعطاف پذیری مالی دارای رابطه معنادار با تصمیمات تأمین مالی شرکت ها می باشد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می دهد، کمتر از ۰/۰۵ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان کننده این مطلب است که تقریباً ۲۹ درصد از تغییرات

متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

جدول ۷. نتایج حاصل از برآورد آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
بیش اطمینانی	OVERCAN	۰/۰۵۸	۰/۰۲۴	۱/۹۸۳	۰/۰۱۹
جنسیت اعضای هیات مدیره	BDG	-۰/۰۵۵	۰/۰۲۵	-۲/۱۶۶	۰/۰۳۱
ضریب تعاملی جنسیت اعضای هیات مدیره و بیش اطمینانی	BDG*OVERCAN	-۰/۱۲۱	۰/۰۶۲	-۱/۹۵۸	۰/۰۴۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۱۳	۰/۰۱۱	-۱۰/۴۷۴	۰/۰۰۰
سودآوری	PROFIT	-۰/۱۱۹	۰/۱۰۷	-۱/۱۰۸	۰/۲۶۸
رشد شرکت	GROW	۰/۰۹۶	۰/۰۱۶	۵/۸۹۳	۰/۰۰۰
نقدینگی شرکت	LIQ	۰/۰۱۱	-۰/۰۲۵	۰/۴۵۰	۰/۶۵۳
انعطاف‌پذیری مالی	FELX	-۰/۲۳۷	۰/۰۴۵	-۵/۲۹۸	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	۲/۳۸۴	۰/۱۵۴	۱۵/۴۴۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۲۰	آماره F	۷/۶۹۰	
دوربین واتسون		۲/۰۶۰	احتمال آماره F		۰/۰۰۰

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی شرکت دارد. با توجه به نتایج جدول ۷، ضریب تعاملی تنوع جنسیتی در هیات مدیره و بیش اطمینانی دارای رابطه منفی و معنادار با تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. با عنایت به ضرایب متغیر مستقل و حاصل ضریبی می‌توان گفت که تنوع جنسیتی هیات مدیره منجر به تضعیف رابطه مثبت بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۵۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

مدیران با بیش اطمینانی تمایل دارند از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه شرکت‌های خود استفاده کنند. این بدان معناست که این مدیران به توانایی‌های خود در مدیریت و سودآوری شرکت بیش از حد اطمینان دارند و در نتیجه، برای تأمین منابع مالی به جای استفاده از منابع داخلی یا انتشار سهام جدید، بیشتر به استقراض و بدهی روی می‌آورند. این رفتار می‌تواند به دلیل اعتقاد مدیران به توانایی بازپرداخت بدهی‌ها از طریق عملکرد بهتر شرکت در آینده باشد،

اگرچه ممکن است با افزایش ریسک مالی و مشکلات احتمالی در بازپرداخت بدهی‌ها همراه باشد. مدیران بیش اطمینان تمایل دارند تصمیمات تأمین مالی ریسک‌پذیرتری بگیرند، مانند اتکای بیشتر به بدهی به جای سرمایه یا انتخاب پروژه‌های سرمایه‌ای با ریسک بالا. آنان تصور می‌کنند که می‌توانند با عملکرد خود، ارزش شرکت را حتی در شرایط نامطلوب افزایش دهند. از سوی دیگر، مطالعات مختلفی وجود دارد که نشان می‌دهند مدیران بیش اطمینان گرایش دارند که در مواقع فرصت‌های رشد، از تأمین مالی بدهی استفاده کنند و زمانی که شرکت‌ها دارای نقدینگی بیشتری هستند، احتمال تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری‌های پر ریسک بیشتر است و تنوع جنسیتی هیات مدیره منجر به تضعیف رابطه مثبت بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تنوع جنسیتی در هیات مدیره می‌تواند تأثیر مثبتی بر تصمیمات مالی شرکت داشته باشد، به ویژه در کاهش اثرات منفی بیش اطمینانی مدیران. به عبارت دیگر، حضور اعضای هیات مدیره با جنسیت‌های مختلف باعث کاهش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران می‌شود و رابطه مثبت بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات تأمین مالی را تضعیف می‌کند. این تنوع به نوعی تعادل و کنترل بیشتری در فرآیند تصمیم‌گیری وارد می‌کند، زیرا دیدگاه‌ها و تجربیات مختلفی را در نظر می‌گیرد که می‌تواند به ارزیابی دقیق‌تر و جامع‌تری از ریسک‌ها و فرصت‌ها منجر شود. در نتیجه، شرکت‌ها ممکن است کمتر به استقراض و بدهی متکی شوند و استراتژی‌های مالی متعادل‌تری را انتخاب کنند. حضور زنان در هیئت‌مدیره می‌تواند به‌عنوان یک عامل مهارکننده عمل کند که ممکن است بیش اطمینانی مدیران را کاهش دهد و در نتیجه تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت را بهبود ببخشد. با عنایت به یافته‌های فرضیه اول پژوهش مبنی بر تاثیر مثبت بیش اطمینانی بر استفاده از بدهی بیشتر در ساختار سرمایه به مدیران توصیه می‌شود تا در فرآیند تصمیم‌گیری‌های مالی خود، از ابزارها و روش‌های کاهش ریسک استفاده کنند. به عنوان مثال، می‌توانند کمیته‌های مالی مستقل و متشکل از اعضای هیات مدیره با دیدگاه‌ها و تخصص‌های متنوع تشکیل دهند تا تصمیمات به دقت بررسی و ارزیابی شود. همچنین، استفاده از مشاوران مالی خارجی و اعمال مکانیزم‌های کنترل داخلی قوی‌تر می‌تواند به جلوگیری از تأثیرات منفی بیش اطمینانی کمک کند. مدیران باید به ارزیابی دقیق ریسک‌های مرتبط با بدهی‌ها بپردازند و از پیش‌بینی‌های محافظه‌کارانه‌تری استفاده کنند تا از به وجود آمدن مشکلات احتمالی در بازپرداخت بدهی‌ها و افزایش ریسک مالی جلوگیری شود.

با عنایت به یافته‌های فرضیه دوم پژوهش و تاثیر جنسیت اعضای هیات مدیره در تضعیف اثر مثبت بیش اطمینانی بر استفاده از بدهی بیشتر در ساختار سرمایه به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تا به منظور بهبود تصمیمات مالی و کاهش ریسک، تنوع جنسیتی را در ترکیب هیات مدیره خود افزایش دهند. این اقدام می‌تواند با جذب و انتصاب زنان و افرادی با پیشینه‌ها و دیدگاه‌های مختلف به دست آید. همچنین، ایجاد فضایی که در آن همه اعضا بتوانند نظرات و نگرانی‌های خود را آزادانه بیان کنند، می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های متعادل‌تر و دقیق‌تر منجر شود. با این رویکرد، شرکت‌ها می‌توانند از مزایای دیدگاه‌های متنوع بهره‌مند شده و در مقابل تصمیمات مالی بیش از حد ریسک‌پذیر محافظت شوند.

پژوهش، حاضر با استفاده از داده‌های ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ انجام شده است و در بردارنده همه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران نیست. لذا، در تسری

نتایج حاصل از آن به کل جامعه و دوره قبل و بعد از بازه زمانی مذکور باید جانب احتیاط رعایت گردد. استفاده از سایر شیوه های اندازه گیری متغیرهای کلیدی این پژوهش نظیر بیش اطمینانی مدیران می تواند منجر به تفاوت در نتایج گردد. به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت، بانکها و مؤسسات سرمایه گذاری، این گروه شرکتها از نمونه آماری حذف شدند. هم چنین، شرکت هایی که اطلاعات مالی آنها نیز در بازه زمانی پژوهش در دسترس نبودند، در نمونه در نظر گرفته نشدند.

### فهرست منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۷). *اقتصادسنجی در پژوهش های مالی و حسابداری با نرم افزار EViews*. انتشارات ترمه.
- حساس یگانه، یحیی، شعری، صابر، و خسرو نژاد، سید حسین. (۱۳۸۷). رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی ها، اندازه شرکت با مدیریت سود. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۶(۲۴)، ۷۹-۱۱۵. doi: 20.1001.1.28210166.1387.6.24.4.1
- حسینی القار، مسعود، و رحیمیان، نظام الدین. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱(۶)، ۸۹-۱۰۶. doi: 10.22108/amf.2017.21350
- شمسی، فاطمه، و جهانشاد، آریتا. (۱۳۹۸). تأثیر بیش اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه گذاری و مخارج سرمایه ای بر شاخص های ریسک و بهره وری سرمایه. *راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۷)، ۱۰۴-۱۲۰. doi: 10.22051/jfm.2018.19679.1650
- صفی پور افشار، مجتبی، و رئیسی، لیلا. (۱۴۰۰). بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و بهره وری سرمایه گذاری. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۴۸)، ۱۸۵-۲۰۱. doi: 10.22103/jak.2021.17397.3459
- طاهری، ماندانا، و جلیلی، محمد. (۱۴۰۲). اجتناب مالیاتی شرکتها و تبیین رابطه آن با بیش اطمینانی مدیران ویژگی های کمیته حسابرسی. *پژوهشنامه مالیات*، ۳۱(۵۷)، ۲۹-۵۰. doi: 10.61186/taxjournal.31.57.2
- عرب صالحی، مهدی، امیری، هادی، و کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی. *پژوهش های حسابداری مالی*، ۶(۲۰)، ۱۱۵-۱۲۸. doi: 20.1001.1.23223405.1393.6.2.8.0
- فخاری، حسین، سلمانی، داوود، و دارایی، محمدرضا. (۱۳۹۲). بررسی اثرات تحریم های اقتصادی بر عملکرد شرکت های دانش بنیان کشور. *سیاست علم و فناوری*، ۱۹(۱)، ۱۶-۱. doi: 20.1001.1.20080840.1392.5.3.2.4
- Aflatooni, A. (2018). *Econometrics in accounting and finance using EViews*. Termehbook [In Persian]
- Arabsalehi, M., Amiri, H. and kazemi Noori, A. D. (2014). The effect of top executives' overconfidence on the investment cash flow sensitivity. *Financial Accounting Research*, 6(2), 115-128. doi: 20.1001.1.23223405.1393.6.2.8.0 [In Persian]
- Burkhard, B., Sirén, C., van Essen, M., Grichnik, D., & Shepherd, D. A. (2022). Nothing ventured, nothing gained: a meta-analysis of CEO overconfidence, strategic risk taking, and performance. *Journal of Management*, 49(8), 014920632211102. doi: 10.1177/01492063221110203



- Fakhari, H., Salmani, D. and Daraei, M. R. (2013). The impact of economic sanctions on the knowledge-based companies in Iran. *Journal of Science and Technology Policy*, 6(1), 1-17. doi: 20.1001.1.20080840.1392.5.3.2.4 [In Persian]
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. doi: 10.1086/467037
- Frank, M., and V. Goyal, (2003), Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217–48. doi: 10.1016/S0304-405X(02)00252-0
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), 2737–2784. doi: 10.1111/j.1540-6261.2008.01412.x
- Gurdgiev, C., & Ni, Q. (2023). Board diversity: moderating effects of CEO overconfidence on firm financing decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 37, 100783. doi: 10.1016/j.jbef.2022.100783
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(4), 843-881. doi: 10.1017/S002210900001437X
- Hasani Alghar, M. & Rahimian, N. (2018). The effect of managerial overconfidence on debt maturity structure in listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 6(1), 89-106. doi: 10.22108/amf.2017.21350 [In Persian]
- Hassas Yeganeh, Y., Sheri, S. & Khosrownejad, H. (2008). Corporate governance mechanisms, debt ratio, firm size and earnings management. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 6(24), 79-115. doi: 20.1001.1.28210166.1387.6.24.4.1 [In Persian]
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47(2), 501–510. doi: 10.1016/j.ribaf.2018.09.010
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33. doi: 10.1515/9781400829125-022
- Jain, T., & Zaman, R. (2019). When Boards Matter: The case of corporate social irresponsibility. *British Journal of Management*, 31(2). doi: 10.1111/1467-8551.12376
- Korteling, J.E., Toet, A. (2022). *Cognitive biases*. In: *encyclopedia of behavioral neuroscience*, second Ed. pp. 610–619
- Lin, Y., Hu, S., & Chen, M. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523–546. doi: 10.1016/j.pacfin.2004.12.003
- Mitra, S., Jaggi, B., & Al-Hayale, T. (2018). Managerial overconfidence, ability, firm-governance and audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(3), 841–870. doi: 10.1007/s11156-018-0728-3
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40. doi: 10.2307/3003485
- Safipour Afshar, M., Raeisi, L. (2022). Management over-confidence, internal financing and investment efficiency, *Journal of Accounting Knowledge*, 13(48), 185-201. doi: 10.22103/jak.2021.17397.3459 [In Persian]
- Shamsi, F., & Jahanshad, A. (2019). The effect of managers' overconfidence based on investment and capital expenditure on risk indexes and capital productivity. *Journal of Financial Management Strategy*, 4(7), 104-120. doi: 10.22051/jfm.2018.19679.1650 [In Persian]

Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 113-126. doi: 10.1111/j.1745-6622.2001.tb00443.x

Taheri M, Jalili M. (2023). Tax avoidance and its relationship with manager overconfidence and audit committee characteristics. *Journal of Tax Research*, 31(57) :29-50. doi: 10.61186/taxjournal.31.57.2 [In Persian]

Yang, D., & Kim, H. (2020). Managerial overconfidence and manipulation of operating cash flow: Evidence from Korea. *Finance Research Letters*, 32, 101343. doi: 10.1016/j.frl.2019.101343

Zheng, X., Zhou, Y., & Iqbal, S. (2022). Working capital management of SMEs and managerial approaches in COVID-19: Implications for economic development & policy. *Economic Analysis and Policy*. doi: 10.1016/j.eap.2022.08.006