

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت

دوره ۱۱، شماره سه، پاییز ۱۴۰۰، صص ۵-۲۸

بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه در شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی بشکوه<sup>۱</sup> و عرفان فرشاد<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۵/۱۶ و تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۰/۱۶

چکیده

عوامل زیادی بر تصمیم‌گیری تأمین مالی مدیران واحد تجاری مؤثر است که این عوامل را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد. گروه اول، عواملی که مرتبط با ساختار شرکت مانند مشکلات نمایندگی، اندازه شرکت و درماندگی مالی و دسته دوم، عواملی که مرتبط با ویژگی‌های رفتاری مدیران مانند محافظه‌کاری و بیش‌اطمینانی مدیران هستند. این پژوهش در صدد تجزیه و تحلیل تأثیر یک عامل روانشناسی (بیش‌اطمینانی مدیران) بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه واحد تجاری است. این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و در زمره پژوهش‌ها توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. جامعه آماری پژوهش شامل ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بوده است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد، بیش‌اطمینانی مدیران اثر منفی و معناداری بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه دارد. همچنین، مالکیت دولتی تأثیر معناداری بر انحراف از ساختار بهینه سرمایه ندارد. علاوه بر این، مالکیت دولتی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و انحراف از ساختار بهینه سرمایه را تعدیل نمی‌کند.

**کلمات کلیدی:** بیش‌اطمینانی مدیران، دخالت دولت، انحراف از ساختار سرمایه بهینه.

<sup>۱</sup>نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. آدرس پست الکترونیکی:

[Beshkoooh@gmail.com](mailto:Beshkoooh@gmail.com)

<sup>۲</sup>کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی غزالی، قزوین، ایران.

بحران‌های مالی اخیر جهانی اهمیت ساختار سرمایه و زمانی منابع شرکت را برای ثبات مالی مورد تأکید قرار داده و به تدوین‌کنندگان قوانین و استانداردها گذاران خاطر نشان می‌سازد که در حال حاضر چارچوب مناسبی برای تطابق زمانی منابع وجود ندارد (سگورا و سوارزا، ۲۰۱۰؛ تارولو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). پژوهش‌ها نشان می‌دهد که ساختار سرمایه شرکت، زمینه‌های پیش‌بحران را برای بحران‌های مالی جهانی آماده ساخته است (هوانگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۶؛ هرایبر و یونگ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵؛ کولانیسکی و لی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳؛ هال<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲).

بنگاه‌های اقتصادی برای حفظ قدرت رقابت اقتصادی، رشد و توسعه خود نیازمند تامین منابع جهت خرید ماشین‌آلات و تجهیزات هستند. یکی از روش‌های تامین مالی، استفاده از بدهی (عمدتاً بدهی بلندمدت) است. ساختار سرمایه بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران تأثیرگذار است (مالمیندر و تیت<sup>۷</sup>، ۲۰۰۵؛ ۲۰۰۸). بنابراین، تصمیم‌گیری در مورد سطح بدهی و تنظیم سررسید بدهی امری حیاتی است (هال و مورفی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۲). ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین پارامتر موثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح شده است (حاجی‌ها و اخلاقی، ۱۳۹۳). محیط متغیر و متحول امروزی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته است.

اغلب شرکت‌ها به نوعی از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. ساختار بدهی، (منظور از ساختار بدهی در ادبیات مالی ساختار زمانی سررسید بدهی‌ها است) و یکی از شاخص‌های مهم تعیین‌کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می‌شود (مادان<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷). از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی، برای بقای تجاری شرکت حیاتی هستند (احمد<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). آبور<sup>۱۱</sup> و همکاران (۲۰۰۷) بیان می‌دارند که سطوح بالاتر بدهی ریسک ورشکستگی را افزایش می‌دهد، از سوی دیگر علاوه بر تضاد موجود بین سهامداران و مدیران، تضاد منافی نیز بین سهامداران و اعتباردهندگان وجود دارد. اعتباردهندگان ترجیح می‌دهند که مدیران پروژه‌هایی را که ریسک اندک دارند، انجام دهند. انحراف از ساختار بهینه سرمایه اشاره به زمانی دارد که مدیران بتوانند هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برسانند (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶).

با این حال انتخاب ساختار بدهی ساده نیست و تصمیم‌گیری اشتباه منجر به هدایت شرکت به بحران و ورشکستگی می‌گردد. مطالعات انجام شده در این رابطه نشان می‌دهد که رابطه بین ساختار بدهی

## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۷

و ارزش شرکت در پژوهش‌ها بسیاری مورد بررسی قرار گرفته است (آبور، ۲۰۰۵؛ ۲۰۰۷). همچنین، ساختار مالکیت و بدهی (کسپدس<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۰؛ بوبکین و آرکو<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۹؛ سو<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۰، فلمینگ<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۵) در پژوهش‌ها قبلی بررسی شده است. اما پژوهش‌ها چندانی درباره انحراف از ساختار سرمایه بهینه (و به خصوص در ایران) انجام نشده که نشان دهد بیش‌اطمینانی مدیران چگونه می‌تواند انحراف از ساختار سرمایه بهینه اثرگذار باشد؟ لذا این پژوهش به بررسی تاثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه شرکت‌ها می‌پردازد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ادبیات موجود یک رابطه معنادار بین بیش‌اطمینانی مدیران و (۱) سیاست‌های تأمین مالی خارجی (تیتمن و ولس<sup>۱۶</sup>، ۱۹۸۸؛ بانرجی<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۸؛ وانگ<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۲؛ کوهن و لی<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۳) و (۲) ریسک و عملکرد تأمین‌کنندگان مالی خارجی (راونسکراپ<sup>۲۰</sup>، ۱۹۸۳؛ کالوانی و نارایانداس<sup>۲۱</sup>، ۱۹۹۵؛ پیرسی و لاین<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۶؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۱۴) و (۳) کیفیت گزارشگری مالی تأمین‌کنندگان (رامان و شهرور<sup>۲۳</sup>، ۲۰۰۸؛ هوی<sup>۲۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۲) نشان می‌دهند. با این حال مطالعات کمی به بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و انحراف از ساختار سرمایه بهینه پرداخته است. این پژوهش با هدف پر کردن این شکاف در ادبیات مالی صورت می‌پذیرد.

اطمینان بیش از حد، یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روان‌شناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. روان‌شناسان دریافته‌اند افراد توانایی‌های شان را در انجام درست وظایف، بیش از اندازه برآورد می‌کنند و این تخمین بیش از اندازه با اهمیتی که شخص برای وظایف قائل است، رابطه مستقیم دارد. همچنین روان‌شناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم‌گیری و قضاوت، به اطلاعات برجسته، وزن بیشتری می‌دهند. بررسی آثار اطمینان بیش از حد مدیران بر رویه‌های شرکت، شامل رویه‌های حسابداری، از آن رو اهمیت دارد که اطمینان بیش از حد می‌تواند به اتخاذ تصمیم‌های نادرست و سیاست‌های نامناسب سرمایه‌گذاری، تأمین مالی یا حسابداری منجر شود و هزینه‌های سنگینی را بر شرکت تحمیل کند (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴).

مدیران بیش‌اطمینان در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند و دیگران از آن بی‌بهره‌اند، دقت اطلاعات و به تبع آن، سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. مدیران بیش‌اطمینان

## ۸ / ..... بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف از سافتار سرمایه ...

احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند و آن را برای رویدادهای منفی کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کنند (خدای پور و همکاران، ۱۳۹۴). برخورداری از ویژگی بیش‌اطمینانی در مدیران بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها تأثیر می‌گذارد. مدیران بیش‌اطمینان، بازده آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیشتر برآورد می‌کنند. بنابراین ممکن است شناسایی زیان را به تأخیر بیندازند و برآوردهای خوش‌بینانه‌ای در تعیین ارزش دارایی‌های جاری یا بلندمدت داشته باشند (کانینگس<sup>۲۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). مدیران بیش‌اطمینان در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند (که دیگران ندارند)، دقت اطلاعات خود و به تبع آن سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آینده شرکت دارند (بوکپین و آرکو<sup>۲۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهند که انحراف از ساختار سرمایه بهینه می‌تواند متأثر از عوامل رفتاری باشد (احمد و دوئل من<sup>۲۷</sup>، ۲۰۱۳). پژوهش‌های اخیر توجسان را بر مشکل نمایندگی بین سهامداران و مدیران با بررسی اینکه چگونه مدیران، تصمیم‌ها تأمین مالی شرکت را در سطح شخصی تحت تأثیر قرار می‌دهد. مطالعات اخیر در غالب تئوری اقتصاد نئوکلاسیک و چشم‌انداز مالی رفتاری به این موضوع تمرکز کرده‌اند. لذا محرک و انگیزه اصلی این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا و تا چه حد بیش‌اطمینانی مدیران، انحراف از ساختار سرمایه بهینه آنرا تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در ادبیات مالی رفتاری شرکت، اطمینان بیش از حد مدیریتی اغلب برای غلو کردن (دست بالا گرفتن) عملکرد مالی آتی شرکت طراحی شده‌اند (مالمندیر و تیت<sup>۲۸</sup>، ۲۰۰۸). این به این دلیل است که آنها عموماً خروجی خوب رو انتظار دارند یا آنها درباره میزان موفقیت خود غلو می‌کنند (هارون<sup>۲۹</sup>، ۲۰۱۴). از لحاظ نظری و تجربی، اطمینان بیش از حد تأثیر مهم و قابل توجهی را بر تصمیم‌گیری‌های شرکت نشان می‌دهد. برای مثال، ریچاردسون<sup>۳۰</sup> (۲۰۰۶) ابتدا از رویکرد اطمینان بیش از حد برای شرح پدیده‌های مشاهده شده در فرایند ترکیب و ادغام شرکت‌ها استفاده کرد. اگرچه از واژه اطمینان بیش از حد به طور واضح در کار خود استفاده نمرده است، ولی واژه غرور مدیریتی وی همسطح واژه اطمینان بیش از حد در مطالعه ما به کار رفته است. نظریه غرور وی نشان می‌دهد که مدیران با اطمینان بیش از حد، دلگرمی زیادی از مزایای مورد انتظار ناشی از ترکیب و ادغام شرکت‌ها را پیش‌بینی کرده که در نتیجه این باعث برآورد بیشتر از آنچه مورد انتظار است، از موفقیت آتی خواهد شد.

## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۹

به طور مشابه، هیتون<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۲) از یک مدل ساده برای ترسیم مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد برای مدیران با اطمینان بیش از حد استفاده کرد. هک بارس<sup>۳۲</sup> (۲۰۰۸) نشان داد که مبانی درک رشد و خطر، عوامل مهمی در توضیح تصمیم‌ها ساختار سرمایه همچون اهرم مالی و صدور بدهی هستند. وی معتقد است که در مقایسه با مدیران بی‌طرف، مدیران "مغرضانه" تمایل دارند تا از تأمین مالی بدهی بالاتری استفاده کنند، زیرا آنها اعتقاد دارند که شرکت سودآورتر و ریسک کمتری دارد. مالمیندر و تیت (۲۰۰۸) به طور تجربی دریافتند که مدیر عامل با اطمینان بیش از حد، احتمال کمتری دارد تا به جای بدهی، از انتشار سهام در زمان نیاز به منابع مالی خارجی استفاده کنند. زیرا آنها بر این باورند که این باعث ارزش‌گذاری کم حقوق صاحبان سهام نسبت به بدهی خواهد شد و آن می‌تواند منجر به افزایش اهرم مالی شرکت شود.

پژوهش‌های بسیاری نشان می‌دهند که مدیران با اطمینان بیش از حد نسبت به انتشار بدهی گرایش دارند تا رعایت تئوری توازن پایدار، در انتخاب ساختار سرمایه (لی<sup>۳۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۹؛ هک بارس، ۲۰۰۸). این پژوهش استدلال می‌کند که مدیران با اطمینان بیش از حد بر این باورند که آنها می‌توانند ارزش سهامدار را با ایجاد بدهی‌های کوتاه‌مدت بالا ببرند. زیرا مدیران با اطمینان بیش از حد، احتمال اینکه آنها می‌توانند بدهی‌های کوتاه‌مدت را با هزینه‌های کمتر در زمان رسیدن اخبار مناسب در آینده، مجدداً تأمین مالی کنند، غلو می‌کند. در این پژوهش، ما شواهدی را فراهم خواهیم کرد که مدیران با اطمینان بیش از حد، تمایل به یک نسبت بالاتر بدهی در افق کوتاه‌مدت (یک تا سه سال) دارند. مدیرانی که سودآوری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند یا به سودآوری واحد تجاری خوش‌بین هستند، احساس می‌کنند بازار سرمایه اوراق سهام آنها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند. از این رو در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد مدیران تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

با وجود نقش با اهمیتی که دولت در اقتصاد ایفا می‌کند (به خصوص در اقتصادهای کشورهای در حال توسعه به‌ویژه ایران)، تحقیقات کمی درباره نقش دولت‌ها در تصمیم‌ها تأمین مالی شرکت‌ها انجام شده است. لین و همکاران (۲۰۰۵) تأکید کردند که مالکیت دولتی اثر قوی‌تری بر اهرم کوتاه‌مدت شرکت دارد. هونگ و سونگ (۲۰۰۶) نشان دادند که مالکیت دولتی تأثیر قابل توجهی بر ساختار سرمایه شرکت‌های چینی دارد. به طور کلی، به نظر می‌رسد که دولت از طریق کنترل بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه قادر است تا در تصمیم‌ها تأمین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد.

## ۱۰ / ..... بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر انحراف از سافتار سرمایه ...

اسکالا<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۸) نشان داد ویژگی‌های رفتاری مدیران، مانند اطمینان بیش از حد آنها جنسیت، نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های شرکت در خصوص امور مالی، تقسیم سود و حاکمیت شرکتی بازی می‌کند.

وی<sup>۳۵</sup> و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی ارتباط بین اطمینان بیش از اندازه مدیران و انتخاب تأمین مالی را در شرکت‌های ژاپنی مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که مدیران بیش از حد مطمئن بدهی را به انتشار سهام به صورت عرضه عمومی و محدود ترجیح می‌دهند. مالمندیر و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد نسبت و انتشار بدهی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که مدیران با اطمینان بیش از حد نسبت به انتشار بدهی گرایش دارند تا رعایت تئوری توازن پایدار، در انتخاب ساختار سرمایه.

ایشیکاوا و تاکاشی<sup>۳۶</sup> (۲۰۱۱) به طور تجربی دریافتند که مدیر عامل با اطمینان بیش از حد، احتمال کمتری دارد تا به جای بدهی، از انتشار سهام در زمان نیاز به منابع مالی خارجی استفاده کند زیرا آنها بر این باورند که این باعث ارزش‌گذاری کم حقوق صاحبان سهام نسبت به بدهی خواهد شد و آن می‌تواند منجر به افزایش اهرم مالی شرکت شود.

احمد و دوئلمن (۲۰۱۳) نشان دادند اطمینان بیش از حد مدیریت موجب کاهش محافظه کاری مشروط و نامشروط می‌شود و نظارت بیرونی قوی، رابطه بین این دو متغیر را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

لیو و لو<sup>۳۷</sup> (۲۰۱۵) به بررسی ۵۰۰ مدیر اجرایی فوربس پرداخته‌اند و دریافته‌اند که مدیران اجرایی با اعتماد به نفس دارای یک افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری در جریان نقدی بوده و اهرم مالی کمتری داشته‌اند.

تینگ<sup>۳۸</sup> و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیران، دخالت دولت و تصمیم‌های تأمین مالی شرکت پرداختند. شواهد پژوهش آنها نشان داد که بیش اطمینانی مدیران رابطه منفی با تصمیم‌های تأمین مالی شرکت دارد. به علاوه، درجه بالاتر بیش اطمینانی مدیران با اهرم مالی بالاتری همراه است. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که با افزایش درصد مالکیت دولتی، اثر منفی بیش اطمینانی مدیران بر تصمیم‌های تأمین مالی شرکت را کاهش می‌دهد.

گامس و فیلیپس<sup>۳۹</sup> (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیر عامل و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های فرانسوی در سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که

## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۱

شرکت‌هایی که دارایی مدیران با اطمینان کاذب (بیش از حد) هستند، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌مدت دارند.

خدمای پور و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و محافظه‌کاری حسابداری پرداختند. فرضیه‌ها به کمک الگوی رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی آزمون می‌شوند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد هر یک از مقیاس‌های به کاررفته برای اطمینان بیش از حد مدیریت، بر هر دو نوع محافظه‌کاری مشروط و نامشروط اثر منفی معنادار می‌گذارد. همچنین بر اساس یافته‌های پژوهش، برخی سازوکارهای نظارت بیرونی می‌تواند اثر منفی اطمینان بیش از حد مدیریت بر محافظه‌کاری نامشروط را کاهش دهد. عرب صالحی و هاشمی (۱۳۹۴) دریافتند اطمینان بیش از حد مدیران ارشد سبب افزایش اجتناب مالیاتی در فرایند گزارشگری مالی می‌شود.

چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های بورسی پرداختند. نتایج پژوهش که با استفاده از داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت انجام گردید، حاکی از عدم رابطه بین اطمینان بیش از حد و تصمیم‌های مالی می‌باشد. علاوه بر این، رابطه‌ی فرصت‌های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک در ماندگی با تصمیم‌های مالی، معنی‌دار است. نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و حق‌الزحمه حسابرسی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد هر سه معیار بیش اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی تأثیر مثبت دارد. پیامد واثرریسک گزارشگری مالی که به دلیل بیش‌اطمینانی مدیران پدید می‌آید، سبب ایجاد ارتباط مثبت بین بیش‌اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی می‌شود.

حسینی‌قار و رحیمیان (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر سررسید بدهی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بیش‌اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری بر ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش‌اطمینان، با انتخاب درصد بالاتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

به منظور دستیابی به اهداف پژوهش و بر مبنای پیشینه‌های نظری و تجربی ارائه شده، فرضیه‌های زیر تدوین و آزمون گردیده است:

## ۱۲ / ..... بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف از سافتار سرمایه ...

فرضیه اول: اطمینان بیش از حد مدیران اثر معناداری بر انحراف از ساختار بهینه سرمایه دارد.  
فرضیه دوم: مالکیت دولتی تأثیر معناداری بر انحراف از ساختار بهینه سرمایه دارد.  
فرضیه سوم: مالکیت دولتی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و انحراف از ساختار بهینه سرمایه را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌ها شبه تجربی در حوزه پژوهش‌ها اثباتی حسابداری می‌باشد و از حیث هدف، از نوع پژوهش‌ها کاربردی می‌باشد. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس‌رویداردی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن همبستگی می‌باشد. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکت‌ها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی رگرسیون چندگانه تابلویی مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مزبور از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نسخه ۹ نرم‌افزار EViews استفاده گردید.

جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، می‌باشند. شرایط زیر برای انتخاب جامعه آماری به روش غربالگری لحاظ گردیده است:

۱. تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۹۰ و تا پایان سال ۱۳۹۵ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.

۲. اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد و سهام آنها مورد معامله مستمر قرار گرفته باشد.

۳. به منظور افزایش قابلیت مقایسه پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴. شرکت مورد نظر جزء شرکت‌ها سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها و ... نباشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۹۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ به عنوان جامعه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۵۷۶ مشاهده (سال- شرکت) مورد آزمون قرار گرفته شده است.



الگو و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های آماری زیر استفاده شده است:

مدل (۱)

$$CSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssetsGrowth_{it} + \beta_2 GVO_{it} + \beta_3 OC\Delta_{it} + \beta_4 ROA_{it} \\ + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 YEAR_{it} \\ + \beta_9 INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$CSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssetsGrowth_{it} + \beta_2 GVO_{it} + \beta_3 OC\Delta_{it} + \beta_4 ROA_{it} \\ + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} \\ + \beta_8 (AssetsGrowth_{it} * GVO_{it}) + \beta_9 YEAR_{it} \\ + \beta_{10} INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته و نحوه محاسبه آن

در این پژوهش انحراف از ساختار بهینه سرمایه متغیر وابسته است که در این پژوهش از رابطه زیر استفاده شده است:

$$CSD_{it} = (TD_{it}/TA_{it}) - Optimal CS_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در آن:

$CSD_{it}$ : انحراف از ساختار سرمایه بهینه

$TD_{it}$ : مجموع بدهی‌ها

$TA_{it}$ : مجموع دارایی‌ها

$Optimal CS_{it}$ : نسبت بدهی بهینه است. در این تحقیق میانگین نسبت بدهی صنعت به عنوان نسبت بهینه در نظر گرفته شده است.

متغیر مستقل و نحوه محاسبه آن

در این پژوهش، بیش‌اطمینانی مدیران ( $AssetsGrowth_{it}$ ) متغیر مستقل است که برای اندازه‌گیری آن از متغیر ساختگی استفاده شده است. اگر باقی مانده رگرسیون رشد کل دارایی‌ها بر رشد فروش (مال‌مدیر و همکاران، ۲۰۱۱) بزرگ‌تر از صفر باشد، به این متغیر عدد یک تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت به آن عدد صفر داده می‌شود (هونگ و سونگ، ۲۰۰۶). یکی از نشانه‌های مدیران خوش بین این است که در مقایسه با فروش شرکت، سرمایه‌گذاری بیش از حدی در دارایی‌ها انجام می‌دهند:

$$AssetGrowth_{it} = \beta_0 + \beta_1 SaleGrowth_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

متغیر تعدیل‌کننده (مداخله‌گر) و نحوه محاسبه آن

در این پژوهش مالکیت دولتی ( $GVO_{it}$ )، متغیر تعدیل‌گر است که برابر است با درصد مالکیت متعلق به دولت و نهادهای دولتی.

متغیر کنترلی و نحوه محاسبه آن

۱- سهامداران کنترل‌کننده ( $OC\omega_{it}$ ): برابر است با درصد مالکیت ۵ سهامدار عمده و بزرگ شرکت.

۲- نرخ بازده دارایی‌ها ( $ROA_{it}$ ): نمایانگر نسبت سود خالص به دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  و شاخصی برای محاسبه نرخ بازده دارایی‌ها می‌باشد.

۳- اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): متغیر اندازه شرکت، که برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ .

۴- نسبت دارایی مشهود به دارایی ( $TANG_{it}$ ): نسبت دارایی مشهود به دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ .

## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۵

۵- رشد شرکت ( $GROWTH_{it}$ ): برابر است فروش در سال  $t$  منهای فروش در سال  $t-1$  تقسیم بر فروش در سال  $t-1$ .

۶- اثرات تصادفی سال ( $YEAR_{it}$ ): یک متغیر مجازی است و برای در نظر گرفتن اثرات سال وارد مدل رگرسیونی خواهد شد.

۷- اثرات تصادفی نوع صنعت ( $INDUSTRY_{it}$ ): بیانگر نوع صنعت می‌باشد که به صورت یک متغیر مجازی سنجیده شده است.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است.

جدول ۱- توصیف داده‌های پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
انحراف از ساختار سرمایه بهینه	-۷۰.۴۳۷۳	-۰.۵۱۷	۰.۷۱۵۰۰۰	-۲۸۹.۶۹۲	۲۵.۴۷۷۰۸	-۷.۸۴۳۳۵	۷۳.۵۵۳۸۰
اطمینان بیش از حد مدیران	۰.۴۴۰۹۷۲	۰	۱	۰	۰.۴۹۶۹۳۵	۰.۲۳۷۷۷۴	۱.۰۵۶۵۳۶
مالکیت دولتی	۰.۲۰۷۹۱۳	۰.۰۶۰۰۰۰	۰.۹۹۹۹۰۰	۰	۰.۲۷۳۸۸۱	۱.۲۷۹۵۳۱	۳.۴۴۰۱۴۰
سهامداران کنترل کننده	۰.۷۹۹۳۳۸	۰.۸۴۳۰۰۰	۱.۴۵۰۰۰۰	۰.۰۹۳۲۰۰	۰.۱۶۷۴۸۰	-۱.۴۲۱۷۸	۶.۰۹۹۶۶۹
بازده دارایی‌ها	۰.۱۲۲۷۵۹	۰.۱۰۳۴۰۰	۰.۶۲۱۶۰۰	-۰.۳۷۰۲	۰.۱۲۹۱۶۰	۰.۷۵۶۵۱۹	۴.۷۵۸۲۴۰
اندازه شرکت	۱۳.۸۵۳۳۵	۱۳.۷۶۵۶۰	۱۷.۹۲۹۹۰	۱۰.۱۶۶۵۰	۱.۳۲۰۰۱۴	۰.۲۷۰۲۵۹	۳.۲۵۴۵۵۰
نسبت دارایی‌های مشهود	۰.۲۶۹۷۴۷	۰.۲۲۳۵۶۰	۰.۸۰۰۵۱۰	۰.۰۱۹۳۵۰	۰.۱۸۰۰۱۵	۰.۸۵۶۰۴۷	۲.۹۷۷۵۸۰
رشد شرکت	۰.۱۶۰۶۲۰	۰.۱۴۳۳۰۰	۴.۶۵۱۴۰۰	-۱	۰.۴۱۶۱۷۶	۲.۸۰۹۳۰۳	۲۸.۶۰۸۸۵

ماخذ: یافته‌های تحقیق

میانگین محاسبه شده برای متغیر ساختار سرمایه بهینه نشان می‌دهد که به طور میانگین نسبت اهرم مالی (بدهی به دارایی) شرکت‌ها از میانگین نسبت بدهی صنعت کمتر است؛ که البته ۳۰ مشاهده

## ۱۶ / ..... بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف از سافتار سرمایه ...

شامل شرکت‌های (نساجی بجنورد، مگسال و ...) در برخی مقاطع ساختار سرمایه کاملاً بهینه داشته‌اند. شرکت تکین کو در سال ۹۱ کمترین نسبت اهرم مالی به صنعت را داشته است؛ اما شرکت بهنوش در سال ۹۴ بالاترین نسبت اهرم مالی نسبت به صنعت مورد فعالیت خود را در اختیار دارد. میانگین اطمینان بیش از حد مدیران نشان می‌دهد که ۴۴ درصد شرکت‌ها (۲۵۴ مشاهده) دارای مدیران فرااطمینان هستند. میانگین مالکیت دولتی نشان از حضور ۲۰ درصدی دولت و سازمان‌های مرتبط با آن در بازار بورس تهران دارد. میانگین بازده دارایی‌ها بیانگر این موضوع است که به طور متوسط ۱۲ درصد از ارزش دارایی‌های شرکت‌ها به سود منجر می‌شوند. میانگین رشد شرکت بیانگر این موضوع است که به طور متوسط شرکت‌ها در طی دوره مورد بررسی ۱۶ درصد رشد را تجربه کرده‌اند. همچنین بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر انحراف از ساختار سرمایه بهینه و کمترین آن مربوط به متغیر بازده دارایی‌ها می‌باشد.

### آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. در ابتدا قبل از برازش الگو، میزان همخطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از طریق آزمون تورم واریانس مورد بررسی قرار گرفت. تجربیات عملی حاکی از این است که اگر عامل تورم واریانس بزرگتر از عدد ۵ باشد، مبین وجود یک اخطار احتمالی است و در صورتی که بزرگتر از ۱۰ باشد، یک اخطار جدی را یادآور می‌شود و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت همخطی چندگانه به صورت ضعیفی برآورد شده‌اند. نتایج این آزمون حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل است. برای بررسی عدم وجود خود همبستگی متغیرهای مستقل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره باید نزدیک ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده‌ها و اگر نزدیک به ۴ شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده‌های متوالی است. به طور کلی اگر آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، می‌توان

## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۷

فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت. نتایج این آزمون نیز بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی است.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر (چاو) و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون چاو (F لیمر)		
نتیجه آزمون	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	مدل
روش تابلویی-اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۹/۷۱۰	۰/۰۰۰	۲۰/۰۶۶	مدل اول آزمون
روش تابلویی-اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۲/۱۰۸	۰/۰۰۰	۲۰/۰۲۶	مدل دوم آزمون

ماخذ: یافته‌های تحقیق

برای انتخاب مدل تحلیل داده، داده‌ها می‌توانند به صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشند، باید مشخص شود که از نوع تابلویی (Pooling) هستند یا تلفیقی (Panel)؟ بدین منظور از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این دو آزمون، برای آن دسته از مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود که معمولاً نتایج حاصل از این دو آزمون با یکدیگر سازگار می‌باشند. از سوی دیگر، برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. با توجه به اینکه الگوی استفاده شده در این پژوهش از نوع تابلویی (Pooling) می‌باشند، نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که باید از روش اثرات ثابت استفاده کرد.

۱۸ / ..... بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر انحراف از ساختار سرمایه ...

جدول ۳- نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی اول و دوم پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون (t)	سطح معنی داری	آماره VIF
بیش اطمینانی مدیران	-۰.۲۴۳۹۳۰	۰.۰۷۲۹۴۰	-۳.۳۴۴۲۷۵	۰.۰۰۰۹	۱.۶۶۶۶۱۸
مالکیت دولتی	-۰.۰۱۰۳۸۴	۰.۴۶۲۲۴۹	-۰.۰۲۲۴۶۴	۰.۹۸۲۱	۱.۱۳۰۸۴۴
سهامداران کنترل کننده	-۰.۰۷۶۱۲۹۳	۰.۸۳۵۳۵۷	-۰.۹۱۱۳۳۹	۰.۳۶۲۷	۱.۰۹۹۵۳۳
بازده دارایی‌ها	۱.۰۲۸۲۳۵	۰.۵۴۲۰۴۸	۱.۸۹۶۹۴۶	۰.۰۵۸۶	۱.۲۹۱۸۲۷
اندازه شرکت	۳.۰۴۳۶۴۰	۰.۲۲۶۸۴۱	۱۳.۴۱۷۵۳	۰.۰۰۰۰	۱.۳۴۹۰۳۸
نسبت دارایی‌های مشهود	-۱.۱۹۴۸۰۰	۰.۶۰۷۹۸۶	-۱.۹۶۵۱۷۷	۰.۰۵۰۱	۱.۴۰۳۶۶۵
رشد شرکت	-۰.۱۸۳۰۳۰	۰.۱۰۲۴۷۶	-۱.۷۸۶۰۸۰	۰.۰۷۴۹	۱.۵۷۳۲۲۸
سال	-۰.۳۸۱۰۸۲	۰.۰۹۵۴۸۱	-۳.۹۹۱۱۹۱	۰.۰۰۰۱	۱.۲۴۶۲۷۱
صنعت	۰.۴۴۱۰۴۰	۰.۳۷۶۲۷۸	۱.۱۷۲۱۱۱	۰.۲۴۱۹	۱.۱۴۷۲۱۲
عرض از مبدأ	-۴۸.۱۸۹۳۶	۳.۵۱۳۴۴۹	-۱۳.۷۱۵۶۹	۰.۰۰۰۰	-
اتو رگرسیون مرتبه اول	۰.۶۹۸۲۸۵	۰.۰۴۰۱۹۶	۱۷.۳۷۲۱۹	۰.۰۰۰۰	-
ضریب تعیین: ۰/۸۷	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۶	آماره آزمون F: ۱۳۷/۰۹۱	سطح معنی داری: ۰/۰۰۰	آماره دوربین واتسون: ۲/۱۲۹	

ماخذ: یافته‌های تحقیق

فرضیه اول این پژوهش به این صورت مطرح شد که اطمینان بیش از حد مدیران اثر معناداری بر انحراف از ساختار بهینه سرمایه دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۳) ارائه شده است. سطح معناداری متغیر اطمینان بیش از حد مدیران از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۰۰) است و وجود ارتباط منفی (ضریب منفی، ۰/۲۴-) و معنادار آن با انحراف از ساختار سرمایه بهینه تأیید می‌شود. لذا فرضیه اول تأیید می‌شود و نتایج آن با تحقیق تینگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

فرضیه دوم این پژوهش به این صورت مطرح شد که مالکیت دولتی تأثیر معناداری بر انحراف از ساختار بهینه سرمایه دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول (۳) ارائه شده است. سطح معناداری متغیر مالکیت دولتی از سطح خطای ۵ درصد بیشتر (۰/۹۸۲) است و عدم وجود ارتباط معنادار آن با

## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۹

انحراف از ساختار سرمایه بهینه تأیید می‌شود. لذا فرضیه دوم تأیید نمی‌شود و نتایج آن با تحقیق تینگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت ندارد.

جدول ۴- نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی سوم پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون (t)	سطح معنی‌داری	آماره VIF
بیش‌اطمینانی مدیران	-۰.۱۴۰۱۰۴	۰.۰۵۱۵۷۳	-۲.۷۱۶۶۴۱	۰.۰۰۶۹	۲.۳۲۸۸۷۸
مالکیت دولتی	۰.۲۳۶۶۸۹	۰.۳۱۵۲۰۱	۰.۷۵۰۹۱۲	۰.۴۵۳۲	۲.۱۲۷۵۳۷
سهامداران کنترل کننده	-۱.۱۸۳۴۲۱	۰.۹۷۱۳۴۵	-۱.۲۱۸۳۳۲	۰.۲۲۳۹	۱.۱۰۰۱۱۷
بازده دارایی‌ها	۰.۳۹۹۵۹۴	۰.۸۶۱۹۸۸	۰.۴۶۳۵۷۲	۰.۶۴۳۲	۱.۳۰۲۶۸۹
اندازه شرکت	۲.۵۵۲۳۲۳	۰.۳۰۶۳۰۵	۸.۳۳۲۶۰۷	۰.۰۰۰۰	۱.۳۵۲۳۵۸
نسبت دارایی‌های مشهود	-۰.۷۸۵۷۶۲	۰.۶۳۹۸۹۷	-۱.۲۲۷۹۵۱	۰.۲۲۰۲	۱.۴۱۹۵۸۵
رشد شرکت	-۰.۰۶۲۳۹۹	۰.۱۰۱۹۴۹	-۰.۶۱۲۰۵۶	۰.۵۴۰۹	۱.۵۷۳۲۶۲
مالکیت دولتی × بیش‌اطمینانی مدیران	-۰.۰۹۱۷۷۳	۰.۱۸۶۸۶۲	-۰.۴۹۱۱۳۰	۰.۶۲۳۶	۲.۵۹۹۷۱۳
سال	-۰.۲۹۳۹۷۴	۰.۱۷۱۶۶۳	-۱.۷۱۲۵۰۶	۰.۰۸۷۶	۱.۲۴۶۲۷۵
صنعت	۰.۳۲۲۹۸۹	۰.۰۱۸۸۸۲	۱۷.۱۰۵۵۸	۰.۰۰۰۰	۱.۱۴۷۴۳۵
عرض از مبدأ	-۴۱.۱۷۶۸۰	۳.۵۸۰۶۱۱	-۱۱.۴۹۹۹۴	۰.۰۰۰۰	
اتو رگرسیون مرتبه اول	۰.۶۷۸۷۲۹	۰.۰۴۹۸۸۵	۱۳.۶۰۵۸۳	۰.۰۰۰۰	
ضریب تعیین: ۰/۸۷	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۶	آماره آزمون F: ۱۳۷/۷۲۰	سطح معنی داری: ۰/۰۰۰	آماره دوربین واتسون: ۲/۰۳۳	

ماخذ: یافته‌های تحقیق

فرضیه سوم این پژوهش به این صورت مطرح شد که مالکیت دولتی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و انحراف از ساختار بهینه سرمایه را تعدیل می‌کند. معناداری متغیر ضرب مالکیت دولتی (نسبت مالکیت دولتی) در اطمینان بیش از حد مدیران از سطح خطای ۵ درصد بیشتر (۰/۶۲۳۶) است و عدم وجود ارتباط معنادار آن با انحراف از ساختار سرمایه بهینه تأیید می‌شود. لذا فرضیه سوم تأیید نمی‌شود و نتایج آن با تحقیق تینگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت ندارد.

## ۲۰ / ..... بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر انحراف از سافتار سرمایه ...

### نتیجه گیری و پیشنهاد

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی مدیران بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه اثر منفی و معناداری دارد. به عبارتی، در شرکت‌های که مدیران دارای اطمینان کاذب هستند، انحراف از ساختار سرمایه بهینه پایین‌تر است. نتایج این یافته با نتایج تینگ و همکاران (۲۰۱۶) مغایر است. نتایج آن‌ها نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی رابطه منفی و معنی‌داری با سطح اهرم مالی شرکت‌ها دارد. پیش‌تر در بورس اوراق بهادار تهران عدم رابطه معنادار میان فرا اطمینانی مدیران و ساختار سرمایه شرکت‌ها تأیید شده بود (به عنوان مثال، نمازی و شیرزاد، ۱۳۹۵؛ چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴). اما تفاوت این پژوهش با پژوهش تینگ و همکاران (۲۰۱۶) طرح انحراف ساختار بهینه سرمایه است. این یافته نشان می‌دهد که مدیران فرا اطمینان سطح بدهی‌های شرکت را در سطح میانگین صنعت در نظر می‌گیرند. چرا که در این صورت می‌توان بیان نمود بین بیش اعتمادی مدیران و انحراف سطح بهینه ساختار سرمایه رابطه منفی وجود دارد

نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش نشان داد که بین درصد مالکیت دولتی و انحراف از ساختار سرمایه بهینه ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج این یافته با نتایج تینگ و همکاران (۲۰۱۶) مغایر است. آن‌ها نشان دادند که حضور مالکان دولتی باعث افزایش اهرم مالی شرکت‌ها می‌شود. لی و همکاران (۲۰۰۹) تأکید کردند که مالکیت دولتی اثر قوی‌تری بر اهرم کوتاه مدت شرکت دارد. هوانگ و سونگ (۲۰۰۶) نشان دادند که مالکیت دولتی تأثیر قابل توجهی بر ساختار سرمایه شرکت‌های چینی دارد. اما این نتیجه را می‌توان با برخی تحقیقات داخلی مانند (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۲) هم راستا دانست. وی بیان نمود که مالکیت دولتی اثری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها ندارد. لذا به طور کلی می‌توان بیان نمود از آنجائیکه مالکان دولتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثرگذار نیستند، انحراف از ساختار بهینه سرمایه را نیز تحت تأثیر قرار نخواهند داد. محقق معتقد است عدم تأثیرگذاری به دلیل عدم تفاوت معنادار در تصمیم‌ها ساختار سرمایه بین شرکت‌های تحت نفوذ



## فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۲۱

مالکان دولتی و سایر شرکت‌ها طی سالیان اخیر با شد؛ که شفافیت‌های ایجاد شده در سیستم بانکداری کشور در سال‌های اخیر را نمی‌توان بی‌تأثیر دانست.

نتایج حاصل از فرضیه سوم نشان داد که مالکیت دولتی رابطه معنادار بین بیش‌اطمینانی مدیران و بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد که می‌توان دلیل آنرا ساختار مالکیت عمدتاً دولتی شرکت‌های بورسی دانست. نتایج این یافته با نتایج تینگ و همکاران (۲۰۱۶) مغایر است. آن‌ها نشان دادند که مالکان دولتی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و انحراف از ساختار بهینه سرمایه را تعدیل می‌کنند. در راستای نتیجه‌گیری فرضیه دوم، این نتیجه را می‌توان از استنباط فرضیه قبل مورد بررسی قرار داد که زمانی که مالکیت دولتی به تنهایی اثرگذار بر انحراف از ساختار بهینه سرمایه نیست، قادر نخواهد بود بر رابطه میان بیش اعتمادی مدیران و انحراف از ساختار بهینه سرمایه به طور مستقیم اثرگذار باشد. ضمن اینکه در فرضیه اول نشان داده شد که مدیران فرا اطمینان ایرانی انحراف ساختار بهینه سرمایه را کاهش داده‌اند؛ لذا از دیدگاه حاکمیت شرکتی نیز، مالکان دولتی احتمالاً این موضوع را منفی ارزیابی نخواهند کرد تا بتوان تأثیرگذاری غیر مستقیم حضور مالکان دولتی را بر رابطه میان بیش اعتمادی مدیران و انحراف از ساختار بهینه سرمایه مطرح نمود.

پیشنهادهای کاربردی این پژوهش را می‌توان به صورت زیر خلاصه کرد:

۱- با توجه به رابطه منفی میان فرااطمینانی مدیران و انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه، اگر چه می‌توان این موضوع را مثبت ارزیابی کرد؛ اما همان‌گونه که در نتیجه‌گیری فرضیه اول مطرح شد، این عامل تابع شرایطی بوده است که نگارنده معتقد است که با در نظر گرفتن مورد اول بیان شده، در مجموع بیش اعتمادی مدیران منجر به انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه در بلندمدت خواهد شد. لذا پیشنهاد می‌شود اعضای هیئت مدیره در انتخاب مدیر عامل توجه لازم را مبذول فرمایند.

۲- به مدیران عامل و اعضای هیئت مدیره پیشنهاد می‌شود که از ادبیات این پژوهش در راستای افزایش درک خود نسبت به موضوع بیش اعتمادی و تأثیر آن بر تصمیم‌ها مالی و در نهایت ارزش شرکت، استفاده نمایند.

## ۲۲ / ..... بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف از سافتار سرمایه ...

۳- به مالکان دولتی پیشنهاد می‌شود که فرا اطمینانی مدیران را در نظر گیرند؛ چرا که عدم بررسی همه جانبه منجر به انحراف در تصمیم‌های مالی بهینه خواهد شد.

۴- به تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود به نتایج این پژوهش توجه نمایند.

در حوزه پژوهشی به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که در موضوعات زیر به پژوهش بپردازند:

۱- بررسی نقش تعدیل‌کننده اثربخشی کنترل‌های داخلی بر رابطه میان بیش‌اعتمادی مدیران و ساختار بهینه سرمایه.

۲- بررسی نقش تعدیل‌کننده هزینه سرمایه بر رابطه میان بیش‌اعتمادی مدیران و ساختار بهینه سرمایه.

۳- بررسی رابطه غیر خطی میان بیش‌اعتمادی مدیران و ساختار بهینه سرمایه.

۴- بررسی رابطه کوتاه‌مدت و بلندمدت مالکیت دولتی و ساختار بهینه سرمایه.

۵- بررسی نقش میانجی حاکمیت شرکتی بر رابطه میان بیش‌اعتمادی مدیران و ساختار بهینه سرمایه.

### یادداشت‌ها

۱- Segura and Suarez

۲- Tarullo

۳- Huang

۴- Hribar and Yang

۵- Kolasinski and Li

۶- Hall

۷- Malmendier and Tate

۸- Hall and Murphy

۹- Madan

۱۰- Ahmed

۱۱- Abor

۱۲- Cespedes

۱۳- Bokpin and Arko

۱۴- Su

۱۵- Fleming

۱۵- Titman and Wessels

۱۶- Banerjee

۱۷- Wang

۱۸- Cohen and Li

۲۱- Kalwani and Narayandas

۲۲- Piercy and Lane

۲۳- Raman and Shahrur

۲۴- Hui

۲۵- Konings

۲۶- Bokpin & Arko

۲۷- Ahmed and Duellman

۲۸- Malmendier and Tate

۲۹- Haron

۳۰- Richardson

۳۱- Heaton

۳۲- Hackbarth

۳۳- Li

۳۴- Skala

۳۵- Wei

۳۶- Ishikawa & Takahashi

۳۷- Liu and Lu

۳۸- Ting

۳۹- Gomes & Phillips

### منابع

- ۱- حیدری، علی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و نوع صنعت. دانش حسابداری مالی، شماره ۶، ۴۰-۵۵.
- ۲- حاجیها، زهره؛ اخلاقی، حسنعلی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت. حسابداری مدیریت، ۱۷(۲)، ۷۴-۵۹.
- ۳- حسنی‌القار، مسعود و رحیمیان، نظام‌الدین. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، شماره ۶، ۳۰-۵۴.
- ۴- چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمّد، میرزایی، محسن. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست تأمین مالی. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۲۵، ۲۹-۴۱.
- ۵- خدای پور، احمد؛ دری، مصطفی و پور اسماعیلی، احمد. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران و محافظه کاری. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲، ۲۰۲-۱۸۳.
- ۶- مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا. (۱۳۹۳). تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، ۴۵۸-۵۰۴.
- ۷- عرب صالحی، مهدی و هاشمی، مهدی. (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر اجتناب مالیاتی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، ش ۱، ۸۵-۱۰۴.
- ۸- نمازی، محمد و شیرزاد، جلال. (۱۳۹۵). بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۴، ۷۵-۹۵.
- ۹- نمازی، محمد؛ حاجیها، زهره؛ چناری، حسن. (۱۳۹۶). تأثیر ساختار سررسید بدهی بر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی. تحقیقات حسابداری مالی و حسابرسی، ۳۴(۹)، ۳۰-۱.
- ۱۰- نیکبخت، محمد رضا؛ شعبان زاده، مهدی و کلهر، کورش. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر حق الزحمه حسابرسی. مطالعات مدیریت و حسابداری، شماره ۱، ۱۸۹-۱۷۱.
- ۱۱- Abor, J. (۲۰۰۷). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *The International Journal of effective Board Performance*, ۷(۱), ۸۳-۹۲.
- ۱۲- Abor, J. (۲۰۰۵). The effect of capital structure on profitability: empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, ۶(۵), ۴۳۸-۴۴۵.

- ۱۳- Ahmed, G., Sheikh, N., Wang, Z. (۲۰۱۱). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, ۳۷(۲), ۱۱۷-۱۳۳.
- ۱۴- Ahmed, A.S., Duellman, S. (۲۰۱۳). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, ۵۱(۱): ۱-۳۰.
- ۱۵- Arab Salehi, M., and Hashemi, M. (۲۰۱۴). The effect of excessive management assurance on tax avoidance. *Accounting and Auditing Reviews*, Vol. ۲۲, pp. ۱, pp. ۸۰-۱۰۴ [In Persian].
- ۱۶- Banerjee, S., Dasgupta, S., Kim, Y. (۲۰۰۸). Buyer-supplier relationships and the stake- holder theory of capital structure. *Journal of Finance*. ۶۳(۴), ۲۵۰۷-۲۵۵۲.
- ۱۷- Bokpin, G.A., & Arko, A. C. (۲۰۰۹). "Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana". *Studies in Economics and Finance*, ۲۶(۴), ۲۴۶-۲۵۶
- ۱۸- Chavoshi, K., Rastegar, M., Mirzaie, M. (۲۰۱۴). Investigate the relationship between the excessive assurance of managers and the choice of financing policy. *Financial knowledge of securities analysis*, No. ۲۵, pp. ۲۹-۴۱ [In Persian].
- ۱۹- Cespedes, J., Gonzalez, M. Molina, C.A. (۲۰۱۰). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, ۶۳(۳), ۲۴۸-۲۵۴.
- ۲۰- Cohen, D.A., Li, B. (۲۰۱۳). Why do Firms Hold Less Cash? The University of Texas at Dallas *Working paper*.
- ۲۱- Dhaliwal, D., Michas, P.N., Naiker, V., Sharma, D. (۲۰۱۴). Major Customer Reliance and Auditor Going-Concern Decisions. University of Arizona Working Paper.
- ۲۲- Fleming, G., Heaney, R., McCosker, R. (۲۰۰۵). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific Basin Finance Journal*, ۱۳(۶), ۲۹-۵۲
- ۲۳- Gomes, A., & Phillips, G. (۲۰۱۷). Why do public firms issue private and public securities? Working paper.
- ۲۴- Hall, T.W. (۲۰۱۲). The collateral channel: evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate and Finance*, ۱۸ (۳), ۵۷۰-۵۸۳
- ۲۵- Hall, B.J., Murphy, K.J. (۲۰۰۲). Stock options for undiversified executives. *Journal of Accounting and Economics*, ۳۳ (۱), ۳-۴۲.
- ۲۶- Hajiha, Z., Akhlaghi, H.A. (۲۰۱۴). Investigating the Impact of Board Characteristics on company debt maturity structure. *Management Accounting*, ۱۷(۲), ۷۴-۵۹ [in perian].
- ۲۷- Haron, R. (۲۰۱۴). Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, ۱۰(۱), ۲۳-۳۸
- ۲۸- Hackbarth, D. (۲۰۰۸). Managerial traits and capital structure decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۴۳, ۸۴۳-۸۸۲.
- ۲۹- assanialaghar, M., and Rahimian, N. (۲۰۱۶). Investigating the Effectiveness of Management Assurance on the Maturity Maturity Structure of Tehran Stock Exchange. *Asset and Financing Management*, No. ۶, pp. ۳۰-۵۴ [In Persian].
- ۳۰- Heydari, A. (۲۰۱۳). Investigate the relationship between more confidence in management and the type of industry. *Financial Accounting Knowledge*, No. ۶, pp. ۵۵-۴۰ [In Persian].
- ۳۱- Heaton, J.B. (۲۰۰۲). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, ۳۱, ۳۳-۴۵.
- ۳۲- Hui, K.W., Klasa, S., Yeung, P.E. (۲۰۱۲). Corporate suppliers and customers and accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, ۵۳(۲), ۱۱۵-۱۳۵ .

- ۳۳- Huang, G., & Song F.M. (۲۰۰۶). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, ۱۷, ۱۴-۳۶.
- ۳۴- Huang, H., Lobo, G., Wang, C., Xie, H. (۲۰۱۶). Customer concentration and corporate tax avoidance, *Journal of Banking and Finance*, ۷۲ (۴), ۱۸۴-۲۰۰.
- ۳۵- Hribar, P., Yang, H., (۲۰۱۵). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, ۳(۱), ۲۰۴-۲۲۷.
- ۳۶- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (۲۰۱۱). Overconfident Managers and External Financing Choice, *Review of Behavioral Finance*, ۲, ۳۷-۵۸
- ۳۷- Khoddampour, A., Dari, M., Pour Esmaeili, A. (۲۰۱۴). Investigating the effect of excessive trust and conservatism. *Accounting and Auditing Reviews*, No. ۲, pp. ۲۰۲-۱۸۳ [In Persian].
- ۳۸- Konings, J., Rizov, M., Vandenbussche, H. (۲۰۰۹). Investment and financial constraints in transition economies: micro evidence from Poland, the Czech Republic, Bulgaria and Romania. *Econ. Lett.* ۷۸, ۲۵۳-۲۵۸.
- ۳۹- Kolasinski, A.C., Li, X. (۲۰۱۳). Do strong boards and trading in their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from corporate acquisitions by over CEOs. *Administrative Science Quarterly*, ۴۸ (۴), ۱۱۷۳-۱۲۰۶.
- ۴۰- Kalwani, M.U., Narayandas, N. (۱۹۹۵). Long-term manufacturer-supplier relationships: do they pay off for supplier firms? *Journal of Marketing*, ۵۹(۸), ۱-۱۶.
- ۴۱- Liu, Q., Lu, Z. (۲۰۱۵). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: a tunneling perspective. *J. Corp. Finance* ۱۳, ۸۸۱-۹۰۶.
- ۴۲- Li, Z.L., Zhao, H.P. and Song, Y.F. (۲۰۰۹). Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of Pecking-order. *Journal of Accounting Research*, ۳۳(۳): ۱۰-۴۰.
- ۴۳- Lin, Y., Hu, S. and Chen, M. (۲۰۰۵). Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*. ۱۳, ۵۲۳-۵۴۶.
- ۴۴- Malmendier, U., Tate, G. (۲۰۰۵). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, ۶۰(۶), ۲۶۶۱-۲۷۰۰.
- ۴۵- Madan, K. (۲۰۰۷). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, ۱۹(۵), ۳۹۷-۴۱۴.
- ۴۶- Malmendier, U., and Tate, G. (۲۰۰۸). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. ۸۹, ۲۰-۴۳.
- ۴۷- Malmendier, U., Kren, L., Kerr, J.L. (۲۰۱۰). The effects of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance. *Account. Bus. Res.* ۲۷, ۲۹۷-۳۰۹.
- ۴۸- Mashayekh, Sh., Behzadpour, S. (۲۰۱۳). The effect of managers' greater assurance on the dividend policy of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, No. ۴, pp. ۵۰۴-۴۵۸ [In Persian].
- ۴۹- Namazi, M., Shirzad, J. (۲۰۱۵). Investigating the Relationship between Capital Structure and Profitability of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, No. ۱۴, pp. ۷۵-۹۵ [In Persian].
- ۵۰- Namazi, M., Hajiha, Z., Chenari, H. (۲۰۱۷). Effect of debt maturity structure on accruals-based earnings management, *Financial Accounting and Audit Research*, ۳۴(۹), pp. ۱-۳۰. [in perian]

- ۵۱- Nikbakht, M R., Shabanzadeh, M., Kalhor, K. (۲۰۱۵). Investigating the Effectiveness of Management Assurance on Audit Fees. *Management and accounting studies*, No. ۱, pp. ۱۸۹-۱۷۱ [In Persian].
- ۵۲- Piercy, N., Lane, N. (۲۰۰۶). The underlying vulnerabilities in key account management strategies. *European Management Journal*, ۲۴(۹), ۱۵۱-۱۶۲.
- ۵۳- Raman, K., Shahrur, H. (۲۰۰۸). Relationship-specific investments and earnings management: evidence on corporate suppliers and customers. *The Accounting Review*, ۸۳(۶), ۱۰۴۱-۱۰۸۱.
- ۵۴- Richardson, S. (۲۰۰۶). Over-investment of free cash flow. *Reviews Accounting Studies*, ۱۱, ۱۵۹-۱۸۹.
- ۵۵- Ravenscraft, D. (۱۹۸۳). Structure-profit relationships at the line of business and industry level. *Review of Economics and Statistics*, ۶۵(۳), ۲۲-۳۱.
- ۵۶- Ting, I.W.K., Lean, H.H., Kweh, Q.L., Azizan, N.A. (۲۰۱۶). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, ۱۲(۱), ۴ - ۲۴.
- ۵۷- Tarullo, D. (۲۰۰۹). Regulatory Reform, Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., October ۲۹.
- ۵۸- Titman, S., Wessels, R. (۱۹۸۸). The Determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, ۴۳(۴), ۱-۱۹.
- ۵۹- Skala, D. (۲۰۰۸). Overconfidence in psychology and finance – an interdisciplinary literature review. *Bank i Kredyt*, ۳۳-۵۰.
- ۶۰- Segura, A. and Suarez, J. (۲۰۱۰). Liquidity shocks, roll-over risk and debt maturity, available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ۶۱- Su, L.D. (۲۰۱۰). Ownership structure, corporate diversification and capital structure: Evidence from China's publicly listed firms. *Management Decision*, ۴۸(۲), ۳۱۴-۳۳۹.
- ۶۲- Wang, J. (۲۰۱۲). Do firms' relationships with principal customers/suppliers affect shareholders' income? *Journal of Corporate Finance*, ۱۸(۲), ۸۶۰-۸۷۸.
- ۶۳- Wei, J., Min, X. and Jiaying, Y. (۲۰۰۹). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: Analysis based on China's listed companies. *China Finance Review International*, ۱(۳), ۲۶۲-۲۹.

## **Investigating the Effectiveness of Managerial Overconfidence on Deviation from Optimal Capital Structure in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange**

**Mehdi Beshkough<sup>۱</sup> and Erfan Farshad<sup>۲</sup>**

### **Abstract**

There are many factors affecting the decision making of corporate finance managers, which can be divided into two groups. In the first group, the factors associated with corporate structure, such as agency problems, corporate size and financial distress, and the second category, are factors related to the behavioral characteristics of managers such as conservatism and more trustworthiness of managers. This research seeks to analyze the effect of a psychological factor (more trust of managers) on the deviation from the optimal capital structure of the business unit. This research is a descriptive-correlational research in terms of purpose, applied research. The statistical population of the study consisted of ۹۶ companies listed in the Tehran Stock Exchange between ۲۰۱۱ and ۲۰۱۶. To test the hypotheses of the research, multiple linear regression model has been used. The results of this study showed that more managers' confidence has a negative and significant effect on the deviation from optimal capital structure. Also, government ownership has no significant effect on the deviation from the optimal capital structure. In addition, state ownership does not modify the relationship between excessive managers' perceptions and deviations from the optimal capital structure.

**Key words:** Managerial overconfidence, government intervention, Deviation from optimal capital structure.

---

<sup>۱</sup>Corresponding Author, Associate Professor in Accounting, Qazvin University, Qazvin, Iran. Email Address: Beshkoooh@gmail.com.

<sup>۲</sup>M.S in Accounting, Ghazali Institute Of Higher Education of Qazvin unit, Qazvin, Iran.

