



## **Impact of Institutional Ownership on the Relationship between Managers' Overconfidence and Financial Leverage of the Companies Listed in the Tehran Stock Exchange**

**Mousa Bozorg Asl**

Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Management & Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. E-mail: bozorgasl@audit.org.ir

**Jafar Babajani**

Prof., Department of Accounting, Faculty of Management & Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. E-mail: babajani@atu.ac.ir

**Ali Kuhkan**

\*Corresponding author, MSc., Department of Accounting, Faculty of Management & Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. E-mail: kuhkan931@atu.ac.ir

### **Abstract**

**Objective:** The capital structure and financing method and accordingly the factors affecting them are issues that have always been important for companies and stakeholders. The purpose of this paper is to investigate the impact of managers' overconfidence on corporate leverage and the moderating effect of institutional ownership on the relationship between managers' overconfidence and corporate leverage.

**Methods:** The study used a sample of 151 companies listed in the Tehran Stock Exchange for the period 2008-2017. In order to test the research hypotheses, multiple regression was used.

**Results:** The results show that the managers' overconfidence and institutional ownership have a positive and significant impact on the leverage. In addition, the evidence shows that institutional ownership has a negative and significant impact on the relationship between managers' overconfidence and corporate leverage.

**Conclusion:** Managers who are optimistic about the future of the company, while feeling that their stock will not be properly valued by the market due to their optimism, they will seek financing through borrowing when needed. Companies also have different potential opportunities for financing due to the composition of their capital structure. Some companies are more likely to attract more foreign resources than political firms with less size and credibility due to their political

influence, their size and credibility. In addition, with the increase in institutional ownership due to their active oversight, manager decisions will be made to improve company performance and avoid decisions that compromise company performance.

**Keywords:** Capital Structure, Institutional Ownership, Manager's Overconfidence.

**Citation:** Bozorg Asl, B., Babajani, J., & Kuhkan, A. (2019). Impact of Institutional Ownership on the Relationship between Managers' Overconfidence and Financial Leverage of the Companies Listed in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 26(4), 482-498. (in Persian)

Accounting and Auditing Review, 2019, Vol. 26, No.4, pp. 482-498

DOI: 10.22059/acctgrev.2020.262134.1007936

Received: July 16, 2018; Accepted: July 11, 2019

© Faculty of Management, University of Tehran





## تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

موسی بزرگ اصل

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. رایانامه: bozorgasl@audit.org.ir

جعفر باباجانی

استاد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. رایانامه: babajani@atu.ac.ir

علی کوه‌کن

\* نویسنده مسئول، کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. رایانامه: kuhkan931@atu.ac.ir

### چکیده

**هدف:** ساختار سرمایه شرکت‌ها و نحوه تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آن، از موضوع‌های مهمی است که همواره در کانون توجه شرکت‌ها و ذی‌نفعان بوده است. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر اهرم مالی شرکت و تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه یاد شده است.

**روش:** نمونه آماری این پژوهش، ۱۵۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج حاکی از آن است که بیش‌اطمینانی مدیران و مالکیت نهادی، تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی شرکت دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد مالکیت نهادی، رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت را تضعیف می‌کند.

**نتیجه‌گیری:** مدیرانی که به آینده شرکت خوش‌بین هستند، در حالی که احساس می‌کنند به‌واسطه این خوش‌بینی، سهام آنها از طرف بازار به‌طور مناسب ارزشیابی نخواهد شد، در مواقع نیاز به تأمین مالی از طریق استقراض اقدام می‌کنند. همچنین، شرکت‌ها با توجه به ترکیب ساختار سرمایه خود، فرصت‌های متفاوت بالقوای در تأمین مالی به‌دست می‌آورند. برخی از شرکت‌ها با توجه به نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار بیشتر، در مقایسه با شرکت‌های دارای نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار کمتر، توان جذب منابع خارجی بیشتری دارند. علاوه بر این، با افزایش مالکیت نهادی به‌دلیل نظارت فعال آنها، تصمیم‌های مدیر در راستای بهبود عملکرد شرکت خواهد بود و از تصمیم‌هایی که عملکرد شرکت را به‌خطر می‌اندازد، اجتناب می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** ساختار سرمایه، مالکیت نهادی، بیش‌اطمینانی مدیران.

**استناد:** بزرگ اصل، موسی؛ باباجانی، جعفر؛ کوه‌کن، علی (۱۳۹۸). تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۴)، ۴۸۲-۴۹۸.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۸، دوره ۲۶، شماره ۴، صص. ۴۸۲-۴۹۸

DOI: 10.22059/acctgrev.2020.262134.1007936

دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۲۵، پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۲۰

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

امروزه با بزرگ‌شدن شرکت‌ها و توسعه فناوری، نیاز به منابع مالی هنگفت سرمایه شدت گرفته و این موضوع را به یکی از حوزه‌های تصمیم‌گیری اصلی مدیران تبدیل کرده است. مباحث نظری ساختار سرمایه<sup>۱</sup>، در پی رسیدن به حدی از تعادل بین دو منبع اصلی تأمین مالی، یعنی بدهی و حقوق صاحبان سرمایه هستند تا بتواند در آن نقطه، ارزش سهام را به حداکثر رسانده و در مقابل، هزینه منابع تأمین مالی را نیز به حداقل ممکن رساند. ساختار سرمایه نامناسب، همه زمینه‌های فعالیت هر واحد تجاری را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد و سبب می‌شود که مسائلی نظیر افزایش هزینه سرمایه، کاهش ارزش، افزایش ریسک و درنهایت ورشکستگی واحد تجاری رخ دهد (شعری، رحمانی، بولو و ملکی، ۱۳۹۴). بیش‌اطمینانی مدیران<sup>۲</sup>، یکی از مفاهیم بسیار مهم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم در تئوری‌های روان‌شناسی، جایگاه ویژه‌ای دارد. بررسی آثار بیش‌اطمینانی مدیران بر رویه‌های شرکت، شامل رویه‌های حسابداری مهم است. بیش‌اطمینانی می‌تواند به اتخاذ تصمیم‌های نادرست منجر شود و با انحراف از سیاست‌های مناسب سرمایه‌گذاری، تأمین مالی یا حسابداری، هزینه‌های گزافی را بر شرکت تحمیل کند (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳). پژوهش‌های تجربی در زمینه موضوع‌های اقتصادی و مالی، بر این مبنا پایه‌گذاری شده‌اند که مشارکت‌کنندگان بازار، به‌خصوص مدیران، عقلانی و منطقی رفتار می‌کنند؛ اما روان‌شناسان معتقدند که انسان‌ها به‌طور کامل منطقی نیستند. زمانی که افراد در مسائل مالی منطقی رفتار نمی‌کنند، تصمیم‌های آن‌ها به‌سمت کمتر یا بیشتر برآورد کردن رویدادهای آتی سوق پیدا می‌کند. برآورد بیشتر از حد، به اخلاقیات فرد بستگی دارد که در خصوص مدیران، به بیش‌اطمینانی آنها مربوط می‌شود (تینگ، لین، وه و عزیزان<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). مدیران بیش‌اطمینان، در نتیجه این باور که اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند و دیگران از آن بی‌بهره‌اند، دقت اطلاعات و به‌تبع آن، سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش‌ازحد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. مدیران بیش‌اطمینان، 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 (نیکبخت، شعبان‌زاده و کلهر، ۱۳۹۵). لی، ژائو و سونگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) بیش‌اطمینانی را نوعی اشتباه در درجه‌بندی باورها می‌داند. وی معتقد است که چنین افرادی، دقت باورهای خود را بیش‌ازحد برآورد می‌کنند و در مقابل، نوسان فرایندهای پریسک را کمتر از حد تخمین می‌زنند. نافسینگر<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) خاطر نشان کرد که بیش‌اطمینانی مدیران، به‌عنوان محرک تصمیم‌های مالی شرکت، مدیران را به استفاده هرچه بیشتر از بدهی‌ها تشویق می‌کند. هاکبارس<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) نشان داد که مدیرانی که بیش‌ازحد خوش‌بین هستند، تمایل زیادی به استفاده از اهرم مالی و انتشار اوراق بدهی جدید دارند. به‌طور معمول، جوامع خوش‌بین، به‌صرف هزینه و مصرف‌گرایی تمایل زیادی دارند که منابع چنین هزینه‌هایی نیز اغلب از طریق استقراض تأمین می‌شود. بنابراین سؤالی که در اینجا مطرح می‌شود، این است که آیا بیش‌اطمینانی مدیران، میزان اهرم مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶).

از سوی دیگر، زیان‌های وارده و بحران‌های به‌وجود آمده در سایه تصمیم‌گیری‌های اشتباه مدیران شرکت‌ها، لزوم

1. Capital Structure

3. Ting, Lean, Kweh, &amp; Azizan

5. Nofsinger

2. Managers Overconfidence

4. Li, Zhao, &amp; Song

6. Hackbarth

ایجاد سازوکار راهبری شرکتی<sup>۱</sup> خوب را نشان می‌دهد؛ چراکه مدیران شرکت‌ها، تأثیر بسزایی در تعیین مسیر حرکت شرکت‌ها دارند و می‌توانند عامل اصلی موفقیت یا ناکامی شرکت باشند. علی‌رغم نقش مهم سازوکارهای راهبری شرکتی در اقتصاد، تأثیر مداخله‌ای این عوامل بر تصمیم‌های شرکت‌ها مدنظر قرار نگرفته است (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین، هدف اصلی پژوهش حاضر، پاسخ به این پرسش است که آیا مالکیت نهادی، رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

مطالعه حاضر به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش در ایران کمک می‌کند. دلیل اول اینکه، عموماً پژوهش‌های گذشته در زمینه عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها، در ارتباط با نظریه‌های توازن، سلسله‌مراتب و نمایندگی بوده و اغلب برای تحلیل تصمیم‌های تأمین مالی، بر ویژگی‌های اصولی شرکت‌ها تمرکز کرده‌اند (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶). اما با توجه به اینکه در سال‌های اخیر با ورود بحث روان‌شناسی به حوزه مالی و حسابداری، یکی از عوامل شناخته‌شده مؤثر، اطمینان بیش‌ازحد مدیران در این حوزه است، پژوهش‌های اندکی به مطالعه تجربی عوامل رفتاری تعیین‌کننده تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی پرداخته‌اند. دلیل دوم اینکه، نظام راهبری شرکتی در ابتدای قرن بیست‌ویک، به‌عنوان یکی از مباحث بسیار مهم کسب‌وکار مطرح شده است. با توجه به اینکه شرکت‌ها معتقدند که نظام راهبری شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و همچنین زمینه را فراهم می‌آورد تا با تقسیم فرایند تصمیم‌گیری، اتکای بیش از اندازه به مدیران و مسئولیت آنان را محدود کند و چارچوبی را برای ایجاد اعتماد بلندمدت میان شرکت‌ها و تهیه‌کنندگان خارجی سرمایه فراهم آورد، در پژوهش حاضر تلاش شده است با در نظر گرفتن نقش راهبری شرکتی در کاهش آثار سوء عوامل انسانی بر فعالیت‌های شرکت، تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت، بررسی شود.

## مبانی نظری پژوهش

### بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت

هیلاری و هسو<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) معتقدند که اعتماد به نفس بیش‌ازحد، نوعی تعصب شناختی است. بریک و پالمن و والد<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) نیز، اعتماد به نفس کاذب را یک طبقه‌بندی اشتباه در باورها و پیش‌بینی کمتر از حد نوسان‌های فرایندهای ریسک‌دار تعریف کرده‌اند. همچنین آنها به این نکته اشاره کرده‌اند که اعتماد بیش‌ازحد مدیران به این مفهوم است که مدیران اجرایی، توانایی خود را برای تأثیر در احتمال موفقیت پروژه و تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی شرکت‌ها، بیش‌ازحد ارزیابی می‌کنند. بوبکر و مسعود<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) تأکید کردند، در مواقعی که انسان‌ها منطقی نیستند، ممکن است اعتقادات و ترجیح‌های آنها در فرایند تصمیم‌گیری مؤثر باشد. مدیران اجرایی خوش‌بین، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش‌ازحد ارزیابی می‌کنند و باعث می‌شوند نتایج نشت‌گرفته از منابع داخلی کافی آن‌ها محدود شود (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶).

1. Corporate Governance  
3. Brick, Palmon, and Wald

2. Hilary, and Hsu  
4. Boubaker, and Mezhoud

وی، مین و ژیاژینگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) تأیید کردند که مدیران خوش‌بین، به‌طور معمول سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش‌ازحد ارزش‌گذاری می‌کنند و خطرهای مرتبط با آن را دست‌کم می‌گیرند. بنابراین، شرکت‌هایی با مدیران خوش‌بین‌تر، بدهی‌های کمتری خواهند داشت. آن‌ها به این مطلب اشاره کردند که وقتی شرکت‌ها با خطر نقدینگی بالا روبه‌رو می‌شوند، طلبکاران حاضر نیستند به آنها وام اعطا کنند. بر اساس استدلال عبدالله<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، زمانی که شرکت رتبه اعتباری کمی را به خود اختصاص داده باشد، ممکن است اعتباردهندگان از پرداخت وام خودداری کنند. رتبه‌بندی اعتباری پایین زمانی اتفاق می‌افتد که بانکداران بر این باور باشند که شرکت‌ها، پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش‌ازحد ارزیابی می‌کنند. بنابراین، ممکن است اعتباردهندگان زمانی که مدیران خوش‌بین هستند و ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری‌ها را کمتر از حد برآورد می‌کنند، از اعطای اعتبار به شرکت خودداری کنند. فیچیلد<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) بحث‌های بیشتری را درباره تأثیرهای بیش‌اطمینانی مدیران مطرح کرده است. از یک طرف، او به رابطه مثبت بین بیش‌اطمینانی مدیران و بدهی در اجرای کسب‌وکار اشاره کرده است و از سوی دیگر، در مدل دوم خود نشان می‌دهد زمانی که شرکت درگیر پروژه جدید است، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران در کاهش بدهی تأثیر می‌گذارد. بنابراین، مدیران خوش‌بین تصمیم می‌گیرند که میزان بدهی برای پروژه جدید را کاهش دهند، زیرا آن‌ها پروژه جدید را به‌عنوان افزایش ارزش در نظر می‌گیرند. این استدلال با نتایج پژوهش کالس و دنیل و ناوین<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) هم‌راستا است. آنها معتقدند که رابطه مثبت بین ساختار سررسید بدهی‌ها و ساختار دارایی‌های شرکت، ممکن است به دلیل بیش‌اطمینانی مدیران تضعیف شود (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶).

با این حال دیدگاه‌های مخالفی نیز در خصوص رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها وجود دارد. رچنر و دالتون<sup>۵</sup> (۱۹۹۱) معتقدند که مدیران اجرایی خوش‌بین، اغلب از بدهی‌های بیشتر استفاده می‌کنند که نسبت بدهی به دارایی‌های بالایی را نشان می‌دهد. همبریک و کانالا<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) ادعا کردند که سه نشانه، دال بر بیش‌اطمینانی مدیران در تصمیم‌گیری آنها است: یک) آن‌ها تمایل دارند بیشتر سرمایه‌گذاری کنند؛ دو) زمانی که آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، بدهی بیشتری را تقبل می‌کنند؛ سه) آن‌ها با ریسک نکول بیشتری روبه‌رو می‌شوند. در نتیجه، مدیران خوش‌بین، سطح بدهی بیشتر را در قیاس با مدیران منطقی انتخاب می‌کنند. وانگ، چن و یو<sup>۷</sup> (۲۰۱۳) عملکرد سهام بعد از سرمایه‌گذاری اوراق قرضه و صدور سهام را مقایسه کردند و به این نتیجه دست یافتند که خوش‌بینی مدیران به‌طور مثبت و معناداری بر انتخاب بدهی در تایوان تأثیر می‌گذارد (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶). بریک و همکارانش (۲۰۰۶) مدل سلسله‌مراتبی تأمین مالی را برای شاخص داو جونز چین مابین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ تعدیل کردند. نتایج نشان داد که مدیران خوش‌بین، تأمین مالی از طریق بدهی را نسبت به حقوق صاحبان سهام ترجیح می‌دهند. مالمندیر و تیت<sup>۸</sup> (۲۰۰۵) به این نکته اشاره کردند که اولویت مدیران خوش‌بین در تأمین مالی، ابتدا تأمین مالی داخلی، سپس تأمین مالی از طریق بدهی و در نهایت، تأمین مالی از طریق انتشار سهام است. آنها معتقدند که این مسئله به‌طور عمده، به بیش‌اطمینانی مدیران بستگی دارد، آنها توانایی‌های خود را برای بهبود ارزش شرکت در حد بیشتری تصور می‌کنند.

1. Wei, Min, and Jiaxing  
3. Fairchild  
5. Rechner, and Dalton  
7. Wang, Chen, and Yu

2. Abdullah  
4. Coles, Daniel, and Naveen  
6. Hambrick, and Cannella  
8. Malmendier, and Tate

بنابراین، جریان‌های نقدی آتی سرمایه‌گذاری را بیش‌ازحد ارزیابی می‌کنند. همچنین معتقدند که مدیران ارشد خوش‌بین در مقایسه با سایر مدیران، رابطه قوی‌تری بین میزان بدهی و کسری بودجه برقرار می‌کنند. آلمیدا، فریرا و آدامز<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) در مصاحبه‌ای که با مدیران ارشد ایالات متحده انجام دادند به این نتیجه رسیدند که مدیران خوش‌بین، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند و در این راستا بدهی‌های بلندمدت بیشتری را تقبل می‌کنند.

### مالکیت نهادی و اهرم مالی شرکت

کاسیم و همکاران (۲۰۱۲) ادعا کردند که مدیران اجرایی شرکت‌ها از این نکته آگاه‌اند که برای بهبود عملکردشان، تحت نظارت و ارزیابی دقیق نهادهای نظارتی قرار دارند. لی، گریفین، یو و زآ<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) ادعا کردند مالکیت دولتی بر اهرم مالی و بدهی کوتاه‌مدت در مناطق کمتر توسعه‌یافته تأثیر قوی دارد، درحالی‌که آنها تأثیر بسیار قوی‌تری را در دسترسی شرکت به بدهی بلندمدت در مناطق توسعه‌یافته نشان دادند. دیسامساک، پادیال و پسکدو<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) استدلال می‌کنند که تفاوت در نظارت نهادی، چارچوب‌های قانونی و راهبری شرکتی در کشورهای نمونه، ممکن است در تصمیم‌گیری‌های مربوط به تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر داشته باشد. با این حال، هوانگ و سونگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی یا مالکیت نهادی در خصوص شرکت‌های چینی که تأثیر مالیات در تأمین مالی بدهی بلندمدت را در نظر می‌گیرد، اثر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶). عموماً پژوهش‌های پیشین در زمینه عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها، در راستای نظریه توازن، نظریه سلسله‌مراتب و نظریه نمایندگی انجام شده‌اند و اغلب برای تحلیل تصمیم‌های تأمین مالی، بر ویژگی‌های اصولی شرکت‌ها تمرکز کرده‌اند (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین در این قسمت دو تئوری مربوط به تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها بررسی می‌شود.

### تئوری توازن

طبق این نظریه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری موازنه‌ای (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی به‌دست‌آمده از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم نظریه توازن این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه - منفعت، برای نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (جانی، هسلی و بندر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴). نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و ذخیره امنی برای مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره به‌شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است، امکان‌پذیر می‌کند و در نهایت، به کم‌کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقدکردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند. بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهام‌داران، باید مانده وجه نقد شرکت را به‌نحوی تنظیم کند که منافع نهایی به‌دست‌آمده از نگهداری وجه نقد با هزینه‌های نهایی آن برابر شود (اوپلر، پینکویتز، استولز و ویلیامسون<sup>۶</sup>، ۱۹۹۹).

1. Almeida, Ferreira, and Adams  
3. Deesomsak, Paudyal, and Pescetto  
5. Jani, Hoesli, and Bender

2. Li, Griffin, Yue, and Zhao  
4. Huang, and Song  
6. Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson

### نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی

نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی را میرز و مجلوف<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) مطرح کردند. طبق این نظریه، شرکت‌ها تأمین مالی از منابع داخل شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهند. این نظریه بر مبنای این فرض است که افراد داخل شرکت، آگاه‌تر از سهام‌داران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران مجبور می‌شوند که از پروژه‌های سودآور صرف نظر کنند. در این حالت، وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته یا بسیار کم باشد (دروبتز، گرونینگر و هیرشگل<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰).

بنابراین، در بحث تأمین مالی، شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را در وهله اول از منبع سود انباشته؛ در وهله دوم با بدهی‌های کم‌خطر و سپس پرخطر و در وهله آخر با انتشار سهام، تأمین مالی می‌کنند. هدف از رعایت ترتیب یادشده این است که از هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تأمین مالی کاسته شود. در این میان، زمانی که جریان‌های نقد عملیاتی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید کافی هستند، شرکت‌ها بدهی را بازپرداخت کرده، وجه نقد را انباشته می‌کنند و زمانی که برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های جاری، سود انباشته کافی نباشد، شرکت‌ها از مانده وجه نقد انباشته استفاده می‌کنند و اگر نیاز باشد، بدهی به‌وجود می‌آورند. طبق این دیدگاه، به‌واسطه عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نشئت گرفته از تأمین مالی خارجی، سیاست‌های تأمین مالی از نوعی رویه سلسله‌مراتبی، مبنی بر ترجیح منابع داخلی بر خارجی پیروی می‌کنند. در نتیجه، چون مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، به انباشت وجه نقد تمایل دارد تا بتواند در وهله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع نکند (فریرا و ویللا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴).

### پیشینه تجربی پژوهش

حسینی و رحیمیان (۱۳۹۷) در پژوهشی، تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی مدیریت، از دو سنجه مبتنی بر سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بیش‌اطمینانی مدیریت، در ساختار سررسید بدهی تأثیر مثبت معناداری دارد و شرکت‌هایی که مدیران بیش‌اطمینانی دارند 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.

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی، به بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه پژوهش آنها شامل ۱۴۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بود. نتایج نشان داد که هر سه معیار بیش‌اعتمادی مدیران، بر حق‌الزحمه حسابرسی تأثیر مثبت دارد.



پیامد و اثر ریسک گزارشگری مالی که به دلیل بیش‌اطمینانی مدیران پدید می‌آید، سبب می‌شود بین بیش‌اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی ارتباط مثبتی ایجاد شود.

مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳) در پژوهشی، تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، آنان به بررسی ۵۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ پرداختند. نتایج نشان داد که بین بیش‌اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت، ارتباط منفی و معناداری وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که مدیران بیش‌اطمینان تقسیم سود کمتری دارند. همچنین بررسی‌ها نشان داد که با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، مدیر بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بیشتری برآورد می‌کند و سود تقسیمی بیشتری می‌پردازد. از سوی دیگر، جدا از اینکه مدیر شرکت بیش‌اطمینان باشد یا منطقی، با افزایش فرصت‌های رشد، سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کند.

نصیری، بنی‌مهد و احمدزاده (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیر و بیش‌نمایی سود پرداختند. دوره زمانی بررسی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ در نظر گرفته شده است. نتایج این پژوهش نشان داد هر چه بیش‌اعتمادی مدیران افزایش یابد، صورت مدیریت سود از نوع حداکثرسازی سود افزایش می‌یابد. همچنین نتایج بیانگر آن است که رابطه منفی و معناداری بین نسبت بدهی و اندازه شرکت با مدیریت سود از نوع حداکثرسازی سود وجود دارد. رزمجویی، قهرمانی و پرتو نورالهی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش ساختار مالکیت شامل مالکیت نهادی، مالکیت دولتی و مالکیت خصوصی به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده تا تأثیر آنها بر متغیرهای وابسته تأمین مالی از محل انتشار سهام عادی و تسهیلات بانکی بررسی شود. نتایج آماری به‌دست‌آمده از تجزیه و تحلیل داده‌های مربوط به ۱۴۶ شرکت، در سطح اطمینان ۳۱ درصد مبین تأثیر مستقیم مالکیت نهادی و خصوصی و نیز تأثیر معکوس مالکیت دولتی بر میزان تأمین مالی از محل انتشار سهام عادی است. این نتایج نشان می‌دهد مالکیت خصوصی تأثیر معکوس و مالکیت نهادی تأثیر مستقیمی بر میزان تأمین مالی از محل تسهیلات بانکی شرکت‌ها دارد. از سوی دیگر، نتایج تأثیر معناداری از مالکیت دولتی بر میزان تأمین مالی از محل تسهیلات بانکی شرکت‌ها نشان نداد.

کوانگلم، لن و آمیت<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران را بر سررسید بدهی‌های رستوران‌های آمریکایی بررسی کردند. نتایج نشان داد زمانی که شرکت‌ها فرصت رشد بیشتر و جریان نقدی کمی دارند، مدیران بیش‌اطمینان از بدهی بلندمدت بیشتری استفاده می‌کنند.

تینگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأمین مالی شرکت پرداختند. نتایج کار آنها نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأمین مالی شرکت وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که مالکیت دولتی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأمین مالی تأثیر داشته و رابطه منفی بین متغیرهای یاد شده را کاهش می‌دهد.

اسکات، هارویز و سان<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بیش‌اطمینانی مدیران و حق‌الزحمه حسابرسی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنان بدین‌صورت بود که رابطه میان بیش‌اطمینانی مدیران و حق‌الزحمه حسابرسی منفی است؛ بدین معنا که با افزایش بیش‌اطمینانی، میزان حق‌الزحمه کاهش و با کاهش بیش‌اطمینانی مدیران، میزان حق‌الزحمه افزایش می‌یابد.

پرزی و ابوت<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بیش‌اطمینانی مدیران شرکت و تجدید آرائه صورت‌های مالی پرداختند. نتایج پژوهش آنها که شامل بررسی ۷۵ شرکت بود، نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین اعتماد بیش‌ازحد مدیرعامل شرکت و تجدید آرائه صورت‌های مالی وجود دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین مالکیت نهادی و اهرم مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری می‌گذارد.

### روش‌شناسی پژوهش

#### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با در نظر گرفتن محدودیت‌های زیر است:

۱. اطلاعات مالی شرکت در دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد؛
۲. سال مالی شرکت به پایان اسفند ختم شود و در دوره بررسی تغییر سال مالی نداده باشد؛
۳. سهام شرکت از سال ۸۶ تا ۹۵ در بورس اوراق بهادار معامله شده باشد؛
۴. در صورت وجود وقفه معاملات، این وقفه بیش از ۳ ماه نباشد؛
۵. شرکت نباید در گروه شرکت‌های واسطه‌گری مالی باشد.

#### روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی به تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی‌های مهم داده‌ها گفته می‌شود. در این قسمت داده‌های مختلف به‌صورت جدول و نمودار نشان داده‌شده و به‌دنبال آن شاخص‌های مختلف در این زمینه اندازه‌گیری می‌شوند. جدول ۲، آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به‌صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر میانگین، میانه، بیشینه و کمینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده می‌شود. در آزمون داده‌های تلفیقی، قبل از اجرای مدل‌های رگرسیونی باید آزمون

افلیمر (آزمون چاو) به اجرا درآید تا مشخص شود که باید از مدل تجمیعی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده کنیم یا از مدل داده‌های تابلویی. در صورتی که نتایج آزمون چاو نشان دهد مدل‌های تجمیعی مناسب است، نیازی به اجرای آزمون هاسمن نخواهد بود و چنانچه نتایج آزمون چاو گویای مناسب بودن مدل داده‌های تابلویی باشد، باید آزمون هاسمن اجرا شود تا مناسب بودن مدل اثرهای تصادفی و ثابت بررسی شود.

### مدل‌های پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون خطی چندمتغیره است. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم از مدل ۱ و برای آزمون فرضیه سوم از مدل ۲ استفاده خواهد شد که به شرح زیر است (تینگ و همکاران، ۲۰۱۶)

$$LEV_{it} = a_0 + a_1MOC_{it} + a_2IO_{it} + a_3ROA_{it} + a_4SIZE_{it} + a_5TANG_{it} + a_6GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1 \text{ مدل})$$

$$LEV_{it} = a_0 + a_1MOC_{it} + a_2IO_{it} + a_3(MOC \times IO)_{it} + a_4ROA_{it} + a_5SIZE_{it} + a_6TANG_{it} + a_7GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2 \text{ مدل})$$

تعریف متغیرهای هر دو مدل در جدول ۱ مشاهده می‌شود.

جدول ۱. تعریف متغیرهای مدل‌های ۱ و ۲

عنوان متغیر	نوع متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری
اهرم مالی	وابسته	LEV	نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها
بیش‌اطمینانی مدیران	مستقل	MOC	از طریق محاسبه اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی آن به دست می‌آید. چنانچه سود پیش‌بینی شده از سود واقعی بیشتر باشد، به آن عدد ۱ اختصاص می‌یابد که در این صورت مدیر بیش‌اطمینان خوانده می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد و در این صورت مدیر بیش‌اطمینان نیست (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).
مالکیت نهادی	مستقل	IO	درصد مالکیت مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه (حسینی و همکاران، ۱۳۹۱)
بازده دارایی‌ها	کنترلی	ROA	نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها
اندازه شرکت	کنترلی	SIZE	لگاریتم طبیعی دارایی‌ها
نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	کنترلی	TANG	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها
رشد شرکت	کنترلی	GROWTH	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

GROWTH	TANG	SIZE	ROA	MOC	IO	LEV	
۳/۶۴	۰/۲۴	۵/۸۸	۰/۱۱	۰/۵۵	۰/۴۲	۰/۶۱	میانگین
۲/۸۴	۰/۲۳	۵/۸۷	۰/۱۲	۱/۰۰	۰/۴۲	۰/۶۱	میانه
۱۵/۱۶	۰/۷۰	۷/۴۱	۰/۴۴	۱/۰۰	۰/۹۹	۱/۰۹	بیشترین
۰/۲۵	۰/۰۳	۴/۲۷	-۰/۱۲	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۱۸	کمترین
۳/۰۰	۰/۱۴	۰/۵۶	۰/۰۹	۰/۵۰	۰/۲۷	۰/۱۶	انحراف معیار
۱/۳۹	۰/۸۸	۰/۱۶	۰/۶۵	-۰/۲۰	۰/۳۵	-۰/۰۷	چولگی
۴/۶۹	۳/۴۱	۳/۰۹	۳/۶۰	۱/۰۴	۲/۴۴	۳/۰۲	کشیدگی

میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی است و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً روی نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. به طور مثال، میانگین متغیر اهرم مالی ۰/۶۱ است؛ به این معنا که به طور میانگین ۶۱ درصد از دارایی‌های شرکت‌های در دست بررسی، طی دوره زمانی ۱۰ ساله، از طریق بدهی خریداری شده‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، میانه متغیر رشد شرکت ۲/۸۴ است که نشان می‌دهد حدود نیمی از شرکت‌های بررسی شده بیشتر از ۲/۸۴ و نیمی دیگر، کمتر از این میزان رشد کرده‌اند. بیشینه و کمینه به ترتیب نشان‌دهنده بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین داده است. به طور مثال، بیشینه بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۴۴ است؛ یعنی در بین شرکت‌های در دست بررسی در طول ۱۰ سال، بیشترین میزان بازده دارایی‌ها ۴۴ درصد بوده است. همچنین کمینه متغیر بازده دارایی‌ها ۰/۱۲- است که نشان می‌دهد در بین شرکت‌های بررسی شده طی ۱۰ سال، کمترین میزان بازده دارایی‌ها ۱۲ درصد منفی بوده که مفهوم آن، زیان‌ده بودن شرکت مدنظر است. به طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای رشد شرکت ۳/۰۰ و برای بازده دارایی‌ها ۰/۰۹ بوده است که به ترتیب نشان‌دهنده بیشترین و کمترین میزان پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش نسبت به میانگین است. ضریب چولگی بیانگر تقارن توزیع و کشیدگی نیز نشان‌دهنده بلندای توزیع است که در مقایسه با توزیع نرمال سنجیده می‌شود. در صورت نرمال بودن توزیع، باید این ضرایب به سمت صفر میل کند. چنانچه چولگی برابر صفر باشد، توزیع نرمال است. در خصوص کشیدگی، زمانی منحنی نرمال است که کشیدگی آن برابر با ۳ باشد. به طور مثال ضریب چولگی بیش‌اطمینانی مدیران برابر با ۰/۲- است که نشان می‌دهد توزیع متقارن نیست و چولگی توزیع به سمت چپ است. کشیدگی بازده دارایی‌ها برابر با ۳/۶۰ است که نشان‌دهنده کشیدگی مثبت این متغیر است.

شایان ذکر است که به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های استثنایی (پرت) بر نتایج پژوهش، کلیه داده‌های پرت متغیرها حذف شده‌اند. همچنین اعداد تا سطح ۲ رقم اعشار گرد شده‌اند.

در آزمون داده‌های ترکیبی (پانل دیتا) پس از آماده‌سازی متغیرها برای برآورد معادله رگرسیونی، ابتدا آزمون اف لیمر (چاو) برآورد می‌شود تا مشخص شود که برای برآورد معادله رگرسیونی باید از رگرسیون تجمیعی (تلفیقی) استفاده شود یا

از مدل‌های رگرسیونی داده‌های تابلویی. به بیانی دیگر، فرضیه صفر آزمون لیمر مناسب بودن استفاده از مدل‌های رگرسیونی تلفیقی و فرضیه مقابل، مناسب بودن استفاده از مدل‌های تابلویی را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، با توجه به اینکه احتمال آماره برای مدل‌های فرضیه‌ها کمتر از پنج درصد است، می‌توان فرضیه صفر را رد کرد؛ یعنی اثرهای فردی وجود دارد و همه گروه‌ها یکسان نیستند؛ از این رو، به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش، برای هر دو مدل آزمون هاسمن اجرا می‌شود. همان‌طور که نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد، برای مدل‌های پژوهش احتمال آماره خی دو کمتر از سطح معناداری است، به همین دلیل، از مدل اثرهای ثابت ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود.

جدول ۳. نتایج برآورد مدل‌ها

مدل ۲		مدل ۱		متغیر
احتمال آماره t	ضریب	احتمال آماره t	ضریب	
۰/۰۰	۰/۷۱	۰/۰۰	۰/۵۹	عرض از مبدأ
۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۰۲	بیش اطمینانی مدیران
۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۳	۰/۰۶	مالکیت نهادی
۰/۰۰	-۰/۱۹	-	-	مالکیت نهادی × بیش اطمینانی مدیران
۰/۰۰	-۱/۲۲	۰/۰۰	-۰/۹۴	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰	۰/۱۹	۰/۰۲	۰/۰۲	اندازه شرکت
۰/۰۰	۰/۶۵	۰/۰۰	-۰/۱۵	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود
۰/۰۰	-۰/۰۷	۰/۰۰	۰/۰۰	رشد شرکت
۰/۷۴		۰/۵۲		ضریب تعیین
۰/۷۴		۰/۵۲		ضریب تعیین تعدیل شده
۴۶۵/۴۴		۲۰۴/۳۰		آماره F
۰/۰۰		۰/۰۰		احتمال آماره F
۰/۰۰		۰/۰۰		احتمال آماره F
۰/۰۰		۰/۰۰		احتمال آماره خی دو
۰/۰۰		۰/۰۰		احتمال آماره خی دو

با توجه به نتایج مندرج در جدول ۳، مقدار آماره F به دست آمده از مدل ۱ برابر با ۲۰۴/۳۰ است، مقدار این آماره برای مدل ۲ نیز ۴۶۵/۴۴ به دست آمده و سطح خطای متناظر هر یک ۰/۰۰ است، پس می‌توان ادعا کرد که در مجموع مدل‌های ۱ و ۲ معناداری مناسبی دارند. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، در مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش در مدل ۱ بیش از ۵۲ درصد و در مدل ۲ بیش از ۷۴ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. در صورتی که احتمال آماره t کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، می‌توان دریافت که متغیر مدنظر با متغیر وابسته ارتباط معناداری دارد که برای تمام متغیرها صدق می‌کند.

در مدل ۱، متغیر بیش اطمینانی مدیران با متغیر اهرم مالی رابطه‌ای مثبت و معنادار برقرار کرده و ضریب آن ۰/۰۲ به دست آمده است؛ به این معنا که با افزایش یک واحدی بیش اطمینانی مدیران، اهرم مالی شرکت ۰/۰۲ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

همچنین نتایج برآورد مدل ۱ پژوهش نشان می‌دهد که متغیر مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با متغیر اهرم مالی دارد و ضریب آن ۰/۰۶ به دست آمده است، به این معنا که با افزایش یک واحدی مالکیت نهادی، اهرم مالی شرکت ۰/۰۶ واحد افزایش می‌یابد، بنابراین، مالکیت نهادی بر اهرم مالی تأثیرگذار است و هر چه مالکیت نهادی شرکت افزایش یابد، تأمین مالی بیشتری از طریق استقراض انجام می‌دهد، بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

در نهایت با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر تعدیلگر مالکیت نهادی کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت این متغیر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت را تحت تأثیر قرار داده و از آنجا که ضریب متغیر یاد شده منفی است، می‌توان گفت که این رابطه را تضعیف می‌کند، بنابراین، فرضیه سوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

### نتیجه‌گیری

در انتهای مقاله به جمع‌بندی و تفسیر نتایج پژوهش به تفکیک فرضیه‌ها پرداخته شده است.

در فرضیه اول مطرح شد که بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج مدل رگرسیون خطی پژوهش برای متغیر بیش‌اطمینانی مدیران نشان می‌دهد که بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ به این معنا که با افزایش یک واحدی بیش‌اطمینانی مدیران، اهرم مالی شرکت در اینجا نماینده تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است، ۰/۰۲ واحد افزایش می‌یابد. این نتیجه بدان مفهوم است که تصمیم‌های تأمین مالی متأثر از تمایلات جانب‌دارانه مدیران شرکت بوده است. این نتیجه را می‌توان به این موضوع نسبت داد که مدیران خوش‌بین به آینده شرکت، درحالی‌که احساس می‌کنند به واسطه این خوش‌بینی سهام آن‌ها از طرف بازار به طور مناسب ارزشیابی نخواهد شد، در مواقع نیاز به تأمین مالی از طریق استقراض اقدام می‌کنند. نتیجه فرضیه اول پژوهش حاضر با نتایج به دست آمده از پژوهش‌های هاگبارث<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) و ایشیکاوا و تاکاشی<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) همسو است، ولی با نتایج پژوهش چاوشی، رستگار و میرزائی (۱۳۹۴) مغایرت دارد.

در فرضیه دوم مطرح شد که بین مالکیت نهادی و اهرم مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج مدل رگرسیون خطی پژوهش برای متغیر مالکیت نهادی نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و اهرم مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ به بیان دیگر با افزایش یک واحدی مالکیت نهادی، اهرم مالی شرکت که در اینجا نماینده تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است، ۰/۰۶ واحد افزایش می‌یابد، به این معنا که شرکت‌هایی که مالکان نهادی بیشتری در ترکیب سهام‌داران خود دارند، راحت‌تر می‌توانند به استقراض از خارج شرکت اقدام و نیازهای مالی خود را تأمین کنند. شرکت‌ها با توجه به ترکیب ساختار سرمایه خود فرصت‌های متفاوت بالقوه‌ای در تأمین مالی دارند. برخی از شرکت‌ها با توجه به نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار بیشتر، در مقایسه با شرکت‌هایی که از نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار کمتری بهره می‌برند، توان جذب منابع خارجی بیشتری دارند. نتایج فرضیه دوم پژوهش حاضر با نتایج پژوهش مهرانی، مرادی، اسکندر و هاشمی (۱۳۹۴)، تینگ و همکاران (۲۰۱۴) و چان، دانگ و یان<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) همسو است.

در فرضیه سوم مطرح شد که مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری دارد. نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد که متغیر تعدیلگر، رابطه معناداری با اهرم مالی شرکت دارد. ضریب متغیر تعدیلگر موجود در پژوهش، منفی به‌دست آمد، یعنی متغیر یادشده با اهرم مالی شرکت رابطه معکوسی برقرار کرده است. بنابراین می‌توان گفت که با افزایش مالکیت نهادی، رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت کاهش می‌یابد و به بیانی دیگر، افزایش مالکیت نهادی، این رابطه را تضعیف می‌کند. این یافته مطابق با فرضیه نظارت فعال مالکان نهادی بر تصمیم‌های اتخاذ شده از سوی مدیران است. در واقع، با افزایش مالکیت نهادی، به‌دلیل نظارت فعال آنها، مدیر شرکت در جهت بهبود عملکرد شرکت تصمیم می‌گیرد و از تصمیم‌هایی که عملکرد شرکت را به خطر می‌اندازد، اجتناب می‌کند. شایان‌ذکر است که نتایج فرضیه سوم با نتایج پژوهش تینگ و همکاران (۲۰۱۴) همسو است.

### پیشنهاد‌های پژوهش

بر اساس آزمون فرضیه‌ها و یافته‌های پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، هنگام مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌ها، به عامل ترکیب سهام‌داران (به‌خصوص اندازه مالکان نهادی شرکت‌ها) نیز توجه کنند و همچنین مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار و افرادی که در عزل و نصب مدیران دخالت دارند، می‌توانند از نتایج این پژوهش در جهت افزایش آگاهی خود استفاده کنند.

افزون بر این، با اجرای هر پژوهش، راه به‌سوی مسیر جدید باز می‌شود و ادامه راه مستلزم اجرای پژوهش‌های دیگری است. بنابراین، موضوع‌های زیر برای پژوهش‌های بعدی پیشنهاد می‌شود:

۱. طبق نظریه چرخه عمر، مؤسسه‌ها و بنگاه‌ها در طول عمر خود، رفتارها و خصوصیت‌های مختلفی دارند؛ به این معنا که ویژگی‌های مالی و اقتصادی هر شرکت، تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (انواری، صدر و ودیعی، ۱۳۹۳)؛ بنابراین، بررسی روابط یاد شده در پژوهش حاضر، در دوره‌های مختلف چرخه عمر شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود؛
۲. با توجه به اینکه دوره‌های رونق و رکود اقتصادی کشور، هم‌زمان در بسیاری از فعالیت‌های اقتصادی حاکم بوده و ممکن است که نگرش مدیران را در تصمیم‌ها تحت تأثیر قرار دهد؛ به نظر می‌رسد که بررسی روابط این پژوهش در دوره‌های رکود و رونق اقتصادی شرکت‌ها، موضوع مناسبی برای پژوهش باشد؛
۳. گزارش مالی میان‌دوره‌ای، اغلب مبنایی اساسی برای اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی است (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۹۶) و اطلاعات مفیدی در رابطه با شرایط مالی برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان فراهم می‌آورد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۹۶)، بنابراین، اجرای پژوهش حاضر با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای شرکت‌ها، نتایج خوبی به‌دست می‌دهد.

### منابع

انواری، علی‌اصغر؛ صدر، علیرضا؛ ودیعی، محمدحسین (۱۳۹۳). بررسی رابطه چرخه عمر شرکت‌ها و نقد شوندگی سهام شرکت‌ها. *راهبرد مدیریت مالی*، ۲(۶)، ۲۵-۱.

چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ میرزائی، محسن (۱۳۹۴). اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶ (۱)، ۸۹-۱۰۶.  
رامشه، منیژه؛ ملانظری، مهناز (۱۳۹۳). بیش‌اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری. مجله دانش حسابداری، ۵ (۱۶)، ۵۵-۷۹.

رمجویی، پژمان؛ قهرمانی، علیرضا؛ پرتو نورالهی، سمیه (۱۳۹۴). تأثیر ساختار مالکیت بر روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس بین‌المللی پژوهش در علوم و تکنولوژی، تهران، مؤسسه سرآمد همایش کارین. قابل دسترس در [https://www.civilica.com/Paper-CRSTCONF01-CRSTCONF01\\_821.html](https://www.civilica.com/Paper-CRSTCONF01-CRSTCONF01_821.html)

شعری، صابر؛ رحمانی، علی؛ بولو، قاسم؛ محسنی، بهرام (۱۳۹۴). انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه. دانش حسابداری مالی، ۲ (۵)، ۷۳-۸۷.

کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۹۶). استانداردهای حسابداری. (نشریه ۱۶۰) چاپ بیست و هفتم، تهران، سازمان حسابرسی.

مشایخ، شهناز؛ بهزادپور، سمیرا (۱۳۹۳). تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۴)، ۴۸۵-۵۰۴.

مهرانی، ساسان؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی؛ هاشمی، میرمحمد جواد (۱۳۹۴). مالکیت نهادی و انعطاف‌پذیری مالی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۸)، ۴۳-۵۶.

نصیری، سلاله؛ بنی مهد، بهمن؛ احمدزاده، حمید (۱۳۹۵). بیش‌اعتمادی مدیر و بیش‌نمایی سود. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۹ (۳۰)، ۵۵-۶۵.

نیکبخت، محمدرضا؛ شعبان‌زاده، مهدی؛ کلهر، کوروش (۱۳۹۵). بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۲ (۱)، ۱۷۱-۱۸۹.

## References

- Abdullah, S.N. (2004). Board composition, CEO duality and performance among Malaysian listed companies. *Corporate Governance*, 4 (4), 47-61.
- Accounting Standard Setting Committee (2017). *Accounting Standards*. Tehran, Audit Organization. (in Persian)
- Almeida, H., Ferreira, D. & Adams, R.B. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18 (4), 1403-1432.
- Anvari, A., Sadr, A., & Vadiie, M. (2014). Studying the Relationship between Corporate life Cycle and Stock Liquidity of Companies. *Journal of Financial Management Strategy*, 2(3), 1-25. (in Persian)
- Boubaker, A., & Mezhoud, M. (2011). Impact of managerial ownership on operational performance of IPO firms: French context", *International Journal of Management Science and Engineering Management*, 6 (3). 191-197.
- Brick, I.E., Palmon, O., & Wald, J.K. (2006). CEO compensation, director compensation and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3), 403-423.



- Chan, K.S., Dang, V.Q.T., & Yan, I.K.M. (2012). Chinese Firms' Political Connection, Ownership, and Financing Constraints, *Economics Letters*, 115 (2), 164-167.
- Chavoshi, K., Rastegar, M., & Mirzaee, M. (2015). Examination of the relation between Managerial Overconfidence and financing Policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Security Analysis* (Financial Studies), 8 (25), 29-41. (in Persian)
- Coles, J.L., Daniel, N.D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79 (2) .431-468.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region", *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (4), 387-405.
- Drobtz, W., Gruninger, M., & Hirschvogel, S. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34 (9), 2168-2184.
- Fairchild, R. (2009). Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life-cycle debt sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, 6 (3), 35-42.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (4), 843-882.
- Hambrick, D.C. and Cannella, A. (2004). CEOs who have COOs: contingency analysis of an unexplored structural form. *Strategic Management Journal*, 25 (10), 959-979.
- Hasani Alghar, M., Rahimian, N (2018). The Effect of Managerial Overconfidence on Debt Maturity Structure in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Asset Management & Financing*, 6 (1), 89-106. (in Persian)
- Hilary, G., & Hsu, C. (2011). Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3), 300-313.
- Huang, G., & Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economic Review*, 17 (1), 14-36.
- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). Overconfident Managers and External Financing Choice. *Review of Behavioral Finance*, 2 (1), 37-58.
- Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2004). *Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts*. available at [www.ssrn.com,id=563863](http://www.ssrn.com,id=563863).
- Kwanglim, S., Ellen Eun Kyoo, K., Amit, S. (2017). Examining the determinants of long-term debt in the US restaurant industry: Does CEO overconfidence affect debt maturity decisions? *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29 (5), 1501-1520.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2011). National culture and capital structure decisions: evidence from foreign joint ventures in China. *Journal of International Business Studies*, 42 (4), 477-503.
- Li, Z.L., Zhao, H.P. and Song, Y.F. (2009). Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of pecking-order. *IEEE 16th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management* (IE&EM 2009), pp. 1496-1500.

- Majluf, A. N., & Myers, E. B. (1984). Capital Structure and Firm Performance: A New a Proach to Testing Agency Ttheory and a Plication to the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance*, (30), 1065-1102.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60 (6), 2661-2700.
- Mashayekh, S., Behzadpur, S. (2015). The effect of managers' overconfidence on dividend policy in the firms listed in Tehran stock market. *Accounting and Auditing Review*, 21 (4), 485-504. (in Persian)
- Mehrani, S., Moradi, M., Eskandar, H., Hashemi, M. (2015). Institutional Ownership and Financial flexibility. *The Financial Accounting and Auditing Research*, 7 (28), 43-56. (in Persian)
- Nasiri, M., Bani Mahd, B., Ahmadzade, H. (2016). Managerial Overconfidence and Earnings Overstatement. *Managemant Accounting*, 9 (30), 55-65. (in Persian)
- Nikbakht, M., Shaabanzadeh, M., Kalhor, K. (2015). Investigating the Effect of Managers' Overconfidence on Audit Fees in firms listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management and Accounting Studies*, 2 (1), 171-189. (in Persian)
- Nofsinger, J. (2003). Social mood and financial economics. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 144-160.
- Opler T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and R. Williamson (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52 (1), 3-46.
- Presley, T., Abbott. L. (2013). AIA submission: CEO overconfidence and the incidence of financial restatement. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29 (1), 74-84.
- Rameshrh, R., Molanzari, M. (2014). Manageral Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Knowledge*, 5 (16), 55-79. (in Persian)
- Razmjuei, P., Chahremani, A., Partov Nurollahi, S. (2015). The Impact of Ownership Structure on the Financing Methods of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *International Conference on Research in Science and Technology*, Tehran, Karine Research Institute . [https://www.civilica.com/Paper-CRSTCONF01-CRSTCONF01\\_821.html](https://www.civilica.com/Paper-CRSTCONF01-CRSTCONF01_821.html)
- Rechner, P.L., & Dalton, D.R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12 (2), 155-160.
- Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11 (2), 148-165
- Sheri, S., Rahmani, A., Bolu, C., Mohseni, B. (2015). Financial flexibility and the Financial leverage adjustment speed of companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *A Quarerly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, 2 (2), 73-88. (in Persian)
- Ting, I, Lean, H, Kweh, Q, Azizan, N. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12 (1), 4-24.

- Wang, C.Y., Chen, Y.F., & Yu, C.W. (2013). Managerial optimism and post-financing stock performance in Taiwan: a comparison of debt and equity financing. *Economics Letters*, 119 (3), 332-335.
- Wei, J., Min, X., & Jiaying, Y. (2011). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: analysis based on China's listed companies. *China Finance Review International*, 1 (3), 262-279.

