

اطمینان بیش از حد مدیریتی، دخالت دولت و تصمیم تامین مالی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران

اکبر سلامی^۱، احمد اصلی زاده^۲، محمدرضا عسگری^۳

^۱ کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام شهرری

^۲ استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام شهرری

^۳ دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام شهرری

چکیده

هدف از این پژوهش تعیین تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی و دخالت دولت بر تصمیم تامین مالی شرکت ها می باشد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. به منظور آزمون فرضیات، از مدل رگرسیونی و الگوی پنل دیتا برای دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ استفاده شد و نمونه ای ۱۳۶ شرکتی را از سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند، به صورت سالانه مورد مطالعه قرارداد. برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews9 استفاده شده است. نتایج نشان می دهند که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تصمیم تامین مالی شرکت تاثیر دارد. با استفاده از متغیرهای عکس نمایه مدیر عامل، تجربه مدیر عامل، ارتباط مدیر عامل، عملکرد مدیر عامل قبلی و مالکیت دولتی بر تصمیم تامین مالی شرکت تاثیر دارد. همچنین نتایج نشان داد ساختار مالکیتی دولت، تعدیلگر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و تصمیم تامین مالی شرکت ها است.

واژه های کلیدی: اطمینان بیش از حد مدیریتی، دخالت دولت، تصمیم تامین مالی، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

یکی از مهم ترین تصمیم های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم های مربوط به تامین مالی است. تامین مالی یکی از اجزاء ضروری عملیات هر واحد تجاری است. اتخاذ سیاست های تامین مالی توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد. با این حال شناخت عوامل موثر بر تصمیم های تامین مالی مدیران از اهمیت بیشتری برخوردار است. عوامل زیادی بر تصمیم گیری تامین مالی مدیران واحد تجاری موثر است که این عوامل را می توان به دو دسته تقسیم کرد: دسته اول، عواملی که مرتبط هستند با ساختار شرکت مانند مشکلات نمایندگی، اندازه شرکت و درماندگی مالی و دسته دوم، عواملی که مرتبط هستند با ویژگی های رفتاری مدیران مانند محافظه کاری و اطمینان بیش از حد. (چاووشی و همکاران، ۱۳۹۴). در مورد عوامل موثر بر ساختار سرمایه، بر روی ویژگی های مختلفی متمرکز شده اند. در این زمینه کار کمی به بررسی ویژگی های رفتاری بر تصمیمات امور مالی پرداخته اند. مدیران به طور خاص بر انتخاب ساختار سرمایه، نقش انکار ناپذیری دارند. در این بین ویژگی های مدیر عامل نیز در تصمیم های تامین مالی شرکت ها تاثیر دارد (کیونگ و همکاران^۱، ۲۰۱۶). مدیرانی که سودآوری خود را بیش از حد تخمین می زنند یا به سودآوری واحد تجاری خوشبین هستند، احساس می کنند بازار سرمایه اوراق سهام آن ها را کمتر از واقع ارزش گذاری می کند از این رو در مواردی که واحد تجاری به تامین مالی نیاز داشته باشد مدیران تامین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می دهند (میرزایی، ۱۳۹۲).

مدیران شرکت ها، با شناخت عوامل موثر بر سرمایه گذاری و با به کارگیری آنها در رسیدن به سطح سرمایه گذاری بهینه، می توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند؛ اما بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می تواند سطح سرمایه گذاری بهینه شرکت را تحت تاثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند "بیش سرمایه گذاری" و یا "کم سرمایه گذاری" منتهی شود. (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳). با توجه به مباحث مطرح شده، پژوهش حاضر در صدد پاسخ به این پرسش است که چگونه اطمینان بیش از حد مدیریتی و ساختار مالکیت شرکت ها، بر تصمیمات تامین مالی شرکت ها تاثیر دارد؟

ادبیات نظری و پیشینه پژوهش**اطمینان بیش از حد مدیریتی**

بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود را می توان اعتقادی بی اساس درباره توانایی های شناختی، قضاوت ها و استدلال شهودی فرد تعریف کرد. مفهوم بیش اطمینانی در مجموعه وسیعی از بررسی ها و آزمایش های روان شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می دهد افراد هم درباره توانایی هایشان در پیش بینی و هم درباره دقت اطلاعات شان، برآوردی بیش از اندازه دارند. همچنین در تخمین احتمالات ضعیف عمل می کنند و اغلب رویدادهایی با احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد را حتمی می دانند. (پمپین، ۲۰۰۶). مدیران بیش اطمینان در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه ای در اختیار دارند و دیگران از آن بی بهره اند، دقت اطلاعات و به تبع آن، سودها و جریان های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می زنند و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. مدیران بیش اطمینان احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان های نقدی شرکت بیشتر از واقعیت تخمین می زنند و آن را برای رویدادهای منفی کمتر از واقعیت ارزیابی می کنند (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸). برخورداری از ویژگی بیش اطمینانی در مدیران بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی ها و بدهی ها تأثیر می گذارد. مدیران بیش اطمینان، بازده آتی پروژه های سرمایه گذاری شرکت را بیشتر برآورد می کنند؛ بنابراین ممکن است شناسایی زیان را به تأخیر بیندازند و برآوردهای خوش بینانه ای در تعیین ارزش دارایی های جاری یا بلندمدت داشته باشند (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳).

^۱ Kiong

دنیل و همکاران^۱ (۱۹۹۸) بیان کردند که تأثیر اطمینان بیش از حد بر اطلاعات شخصی و خصوصی قوی‌تر است و بر اطلاعاتی که به‌طور گسترده نگه‌داری و پذیرفته می‌شوند، ضعیف‌تر است. باورهای مدیریت درباره برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است بر اساس اطلاعات شخصی باشد، در حالی که برای دیگران، باورهای مدیر ممکن است به اطلاعات عمومی‌ای که به‌طور گسترده‌ای در دسترس است، وابسته باشد. اطمینان بیش از حد مدیریت در مورد اول نسبت به دومی تأثیر بیشتری دارد. برای ترکیب این ویژگی اطمینان بیش از حد، باید بین پروژه‌های ابتکاری (پروژه‌هایی که بر اساس اطلاعات شخصی مدیریت ارزیابی می‌شوند) و پروژه‌های رشدی که منعکس‌کننده فرصت‌های رشد^۲ شرکت است و به‌طور عمومی مشاهده می‌شوند و مدیریت درباره آن‌ها هیچ اطلاعات خصوصی ندارد، تفاوت قائل شد (دشماخ و همکاران^۳، ۲۰۱۳). مدیران بیش اطمینان در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند (که دیگران ندارند)، دقت اطلاعات خود و به تبع آن سودها و جریان های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آینده شرکت دارند (بومن^۴، ۲۰۱۴).

مدیران دارای اعتماد بنفس بیش از حد ممکن است به دلیل خوش‌بینی مفرط، اقدام به سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی نمایند که در واقعیت فاقد بازدهی مورد انتظار باشند. از این رو عدم کسب جریان‌های نقدی مورد انتظار ممکن است شرکت را در پرداخت بدهی‌ها و ایفای تعهدات با مشکل مواجه کند و شرکت دچار آشفتگی مالی گردد (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۳). روشهای گوناگونی برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد. پژوهش‌های گذشته معیارهایی نظیر: مدت زمان نگهداری حق اختیارات شرکت به‌وسیله مدیریت، پوشش رسانه‌ای، تفاوت بین سود پیش بینی شده و سود واقعی، فراوانی ادغام و ترکیبهای صورت گرفته به‌وسیله مدیریت شرکت، حقوق نسبی مدیریت شرکت، عملکرد فعلی شرکت، امتیاز خاص شرکت، خرید سهام شرکت و فاصله بین دو حد پیش بینی شده برای سود را مورد استفاده قرار داده‌اند.

ساختار مالکیت

ساختار مالکیت به ترکیب و اجزای تشکیل دهنده سهامداران (اعم از حقیقی و حقوقی) ساختار مالکیت گفته می‌شود که در اداره شرکت سهیم هستند، که آن می‌تواند به اشکال مختلف نمایان شود که شامل: مالکیت دولتی، خصوصی، شرکتی، نهادی، خارجی، مدیریتی و انفرادی یا فامیلی که توزیع حقوق و مسئولیتها بین شرکای مختلف شرکت مثل هیات مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان را مشخص می‌کند (والری و جنکینز^۵، ۲۰۰۶). ساختار مالکیت^۶ از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود زیرا انگیزه و اشتیاق مدیران را تحت تأثیر قرار میدهد و بدین ترتیب در کارآیی هر شرکت مؤثر است. در سالهای اخیر موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروهها و چگونگی مواجهه شرکتها با اینگونه تضادها مطرح شده است که، تحت عنوان "تنوری نمایندگی" بیان می‌شود. یکی از مکانیسم‌های کنترلی بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای می‌باشد، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی^۷ به عنوان مالکین سرمایه می‌باشد. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می‌باشند. تأثیر غیر مستقیم سهامداران نهادی می‌تواند خیلی قوی باشد.

¹ Daniel

² Growth Opportunity

³ Deshmukh et al.

⁴ Bouwman

⁵ Velury & Jenkins

¹ Ownership Structure

² Institutional Investor

ساختار سرمایه

ساختار سرمایه به ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت اشاره دارد که رفتار شرکت را در تامین مالی عملیات کلی و رشد آن نشان می‌دهد و به عنوان یکی از تصمیمات مهم در مدیریت مالی در نظر گرفته شده است. تامین مالی از طریق بدهی شامل صدور اوراق قرضه و یا اوراق بدهی بلندمدت، اجاره و وام بانکی می‌شود. استفاده بیش از حد از بدهی در تامین مالی به علت هزینه ورشکستگی، شرکت‌ها را دچار مخاطره می‌کند. وجوه ناشی از بدهی از طریق بانک‌ها، افراد و موسسات مالی، مثل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه فراهم می‌شود که در اوراق بدهی از جمله اوراق قرضه و غیره سرمایه‌گذاری می‌کنند. تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، شامل سهام عادی می‌شود که هزینه سرمایه بالاتری دارد. چراکه سهامداران در ازای ریسک بیشتری که نسبت به صاحبان بدهی تحمل می‌کنند، خواهان سود بیشتری نیز هستند. نکته قابل توجه این است که ساختار مالی بدهی‌های کوتاه مدت، بلندمدت و همچنین حقوق صاحبان سهام و یا به عبارتی طرف چپ ترازنامه را شامل می‌شود (فتحی، ابزری و حبیبی، ۱۳۹۳).

شرکت دولتی

به شرکتی که حداقل ۵۰ درصد سهام آن به طور مستقیم یا غیر مستقیم متعلق به دولت باشد شرکت دولتی اطلاق می‌شود (قانون محاسبات عمومی کشور).

با توجه به مبانی نظری در این پژوهش بر آن هستیم به این سوالات پاسخ دهیم که چگونه اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تصمیم تامین مالی شرکت تاثیر دارد؟ چرا مالکیت دولتی بر تصمیم تامین مالی شرکت ها تاثیر دارد؟ چه ساختار مالکیتی دولت تعدیلگر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و تصمیم تامین مالی شرکت ها است؟

پیشینه داخلی پژوهش

رامشه و ملانظری (۱۳۹۳) به بررسی بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری پرداختند و سنجه محافظه کاری شرطی مبتنی بر الگوی رگرسیون خان و واتس (۲۰۰۹) و دو سنجه محافظه کاری غیرشرطی مبتنی بر اقلام تعهدی و تفاوت چولگی سود و جریانات نقدی است. نتایج نشان داد بین محافظه کاری شرطی و غیرشرطی با بیش اطمینانی مدیریت رابطه ای منفی و معنادار وجود دارد. به علاوه، یافته ها نشان داد که نظارت خارجی اثر منفی بیش اطمینانی بر محافظه کاری شرطی را کاهش داده، اما اثر مشابه در مورد محافظه کاری غیرشرطی نخواهد داشت.

مرادی و خیرالهی (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مالکیت بر حساسیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که در سطوح پایین، افزایش نااطمینانی موجب افزایش سطح سرمایه گذاری و در سطوح بالاتر، افزایش نااطمینانی، سرمایه گذاری را کاهش می دهد، به عبارت دیگر، نااطمینانی هم موجب افزایش انگیزه های سرمایه گذاری در دوره جاری به موجب افزایش ارزش انتظار و تأخیر در سرمایه گذاری می شود. وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می تواند شرکت ها را در جلب اعتماد سرمایه گذاران و تشویق آنها به سرمایه گذاری یاری دهد.

شاهی (۱۳۹۴) به بررسی بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری پرداخت. نتایج حاصل از برآورد پژوهش شامل ۶۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۹۱ نشان داد، بین محافظه کاری شرطی و غیر شرطی بایش اطمینانی مدیریت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به عبارتی وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیران ارشد سبب کاهش محافظه کاری در فرآیند گزارشگری مالی می شود.

آرمیده و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و هزینه های غیرعادی حسابرسی و نقش تعدیلی مالکیت مدیریتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. فرضیه های پژوهش با استفاده از رگرسیون لجستیک و رگرسیون چندگانه آزمون شده اند و روش تخمینی برای تجزیه و تحلیل داده های پژوهش در رگرسیون

چندگانه، روش داده های تابلویی با اثرات تصادفی بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها بیانگر آن است که بین بیش اطمینانی مدیریت و هزینه های غیرعادی حسابرسی رابطه معنی دار مستقیم وجود دارد، یعنی افزایش بیش اطمینانی مدیریت، هزینه های غیرعادی حسابرسی را افزایش می دهد.

واحدیان و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی اثربیش اطمینانی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی، پرداختند. نتایج آزمون فرضیه ها حاکی از آن است که بین معیار بیش اطمینانی مدیریت با معیارهای خطاهای برآوردی اقلام تعهدی ارتباط مثبت و معنادار و بین بیش اطمینانی مدیریت با معیار هموارسازی سود ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد؛ به عبارت دیگر، وجود خصوصیت بیش اطمینانی در مدیریت منجر به کاهش کیفیت گزارشگری مالی از طریق افزایش هموارسازی سود و کاهش کیفیت اقلام تعهدی می شود.

آقایی و سعیدی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریت با تجدید ارائه صورت های مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه بیانگر آن است که بین اعتماد بیش از حد مدیران و ارائه مجدد صورتهای مالی رابطه مستقیم معنادار وجود دارد؛ یعنی با بیشتر شدن اطمینان بیش از حد مدیران احتمال تجدید ارائه صورتهای مالی نیز افزایش می یابد.

داودی و جنابی (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط میان بیش اطمینانی مدیریت و بازده غیرعادی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد بین اعتماد بیش از حد مدیران و بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

پیشینه خارجی پژوهش

دالمن و همکاران^۱ (۲۰۱۵) در پژوهش های خود به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی در مدیران باعث می گردد که مدیران به بازده آینده سرمایه گذاری های شرکت خود بیش از اندازه خوش بین باشند و معتقد هستند که استفاده از حسابداری محافظه کارانه باعث می شود تا مدیرانی که بیش اعتماد هستند در تشخیص و به تاخیر انداختن پروژه هایی که بازده آنها کمتر هستند بهتر عمل کنند؛ و همچنین آنها اظهار داشتند که نظارت های خارج از سازمان بر عملکرد مدیران می تواند موجب کاهش تعصبات و توهمات مدیریتی شود.

بومن^۲ (۲۰۱۴) بین بیش اطمینانی مدیران و هموارسازی سود رابطه مثبتی وجود دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان در مقایسه با سایر مدیران، به هموارسازی سود بیشتری اقدام می کنند.

چن و همکاران^۳ (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کنترل های داخلی پرداختند. آنها نتیجه گرفتند احتمال حفظ کنترل های داخلی بی اثر در شرکت هایی با مدیران بیش اطمینان، بیشتر است. همچنین در شرکت ها بی با مدیران بیش اطمینان و ساختارهای حاکمیت شرکتی قوی، احتمال حفظ کنترلهای داخلی مؤثر بیشتر است.

چایز و همکاران^۴ (۲۰۱۴) به بررسی اطمینان بیش از حد مدیریتی و اجتناب مالیاتی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد اطمینان بیش از حد مدیریتی بر اجتناب مالیاتی تأثیر مثبت معنا داری می گذارد. از نتایج دیگر اطمینان بیش از حد مدیریتی، نرخ موثر مالیات نقدی ۶.۶۱ درصد کاهش می دهد و بر تفاوت سود حسابداری و سود مشمول مالیات ۱.۵ درصد می افزاید.

دوئلمن، هارویتز و سان^۵ (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد شرکت های که مدیران بیش اطمینانی دارند، برای حسابرسی حق الزحمه کمتری پرداخت می کنند. همچنین مدیران بیش اطمینان با احتمال کمتری از حسابررس متخصص صنعت استفاده می کنند.

¹ Duellman et al

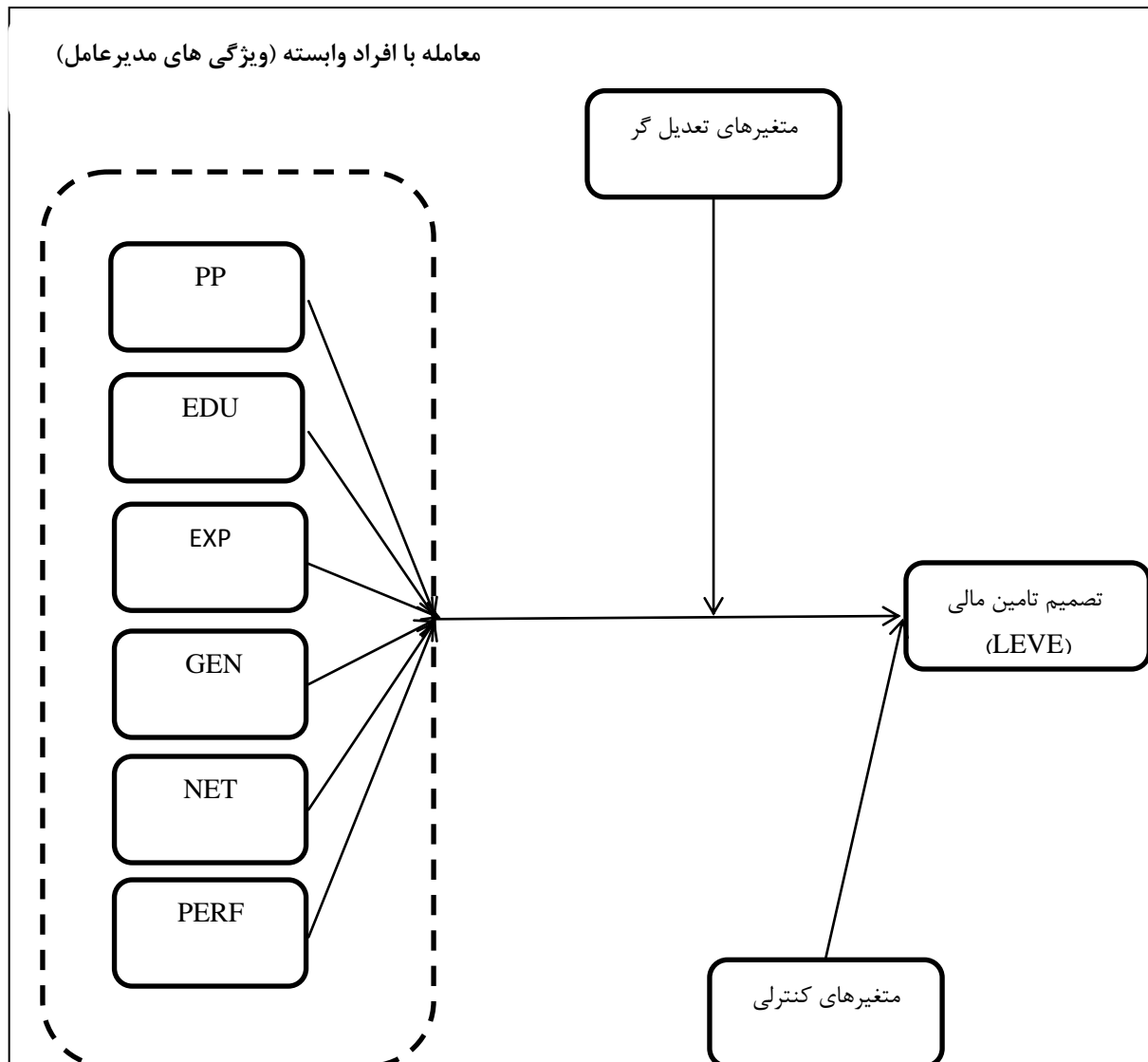
² Bouwman

³ Chen et al

⁴ Chyz, J., Gaertner, F., Kausar, A. & Watson

⁵ Duellman, S., Hurwitz, H. & Sun, Y

با توجه به مرور مبانی نظری و پیشینه پژوهش با الگوبذیری از مدل رگرسیونی کیونگ و همکاران (۲۰۱۶) و با استفاده از مدل ترسیمی به بررسی بین روابط پرداخته شده است.



شکل ۱: مدل ترسیمی پژوهش کیونگ و همکاران (۲۰۱۶)

فرضیه های پژوهش

- ۱- اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تصمیم تامین مالی شرکت تاثیر معناداری دارد.
- ۲- مالکیت دولتی بر تصمیم تامین مالی شرکت ها تاثیر معناداری دارد.
- ۳- ساختار مالکیتی دولت تعدیلگر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و تصمیم تامین مالی شرکت ها است.

روش شناسی پژوهش

با توجه به اینکه نتایج حاصل از پژوهش می تواند در فرایند تصمیم گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی- همبستگی است. به منظور آزمون فرضیات پژوهش، از مدل رگرسیونی با استفاده از داده های تابلویی استفاده شده است. به دلیل با اهمیت بودن نقش شرکتهای پذیرفته شده در بورس در هر کشور، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری انتخاب گردیده است. دلیل انتخاب شرکتهای موجود در

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان شرکتهای مورد آزمون، نظارت ارگان ها و سازمان های مهم اقتصادی مانند وزارت دارایی و بانک مرکزی بر این سازمان می باشد. علاوه بر آن، از آنجایی که صورتهای مالی شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران می بایستی مورد تایید حسابرسان معتمد سازمان بورس قرار گیرند، بنابراین از قابلیت اتکاء بیشتری برخوردارند. از طرف دیگر، از آنجایی که شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار موظفند گزارشهای مالی خود را به شکل یکنواخت ارائه نمایند، لذا از قابلیت مقایسه بیشتری نیز برخوردارند؛ بنابراین، مطلوبترین نهاد برای استخراج اطلاعات مالی شرکتهای جهت به نتیجه رسیدن بهتر پژوهش، سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور انتخاب نمونه تحقیق از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک استفاده شده است. در این روش ابتدا شرایط لازم جهت انتخاب نمونه تعریف شده و سپس نمونه های فاقد شرایط مذکور حذف میگردد. دلیل استفاده از روش مزبور و تعریف چنین شرایطی همگون نمودن نمونه آماری با کل جامعه و امکان تعمیم نتایج حاصل از آزمونها به جامعه آماری میباشد. در انتخاب نمونه آماری به دو موضوع توجه شده است. اول اینکه نماینده مطلوبی از جامعه آماری باشد و دوم این که با متغیرهای اساسی تحقیق تناسب داشته باشد. بر این اساس نمونه آماری تحقیق با توجه به ضوابط ذیل انتخاب گردیده است.

- پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد.
 - نماد معاملاتی شرکت فعال و سهام آنها حداقل یکبار در سال معامله شده باشد.
 - اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
- در این پژوهش با توجه به شرایط متغیرها از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک برای رسیدن به نمونه استفاده گردید. با توجه به اعمال محدودیتهای فوق در بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰، تعداد شرکتهای باقیمانده به ۱۳۶ شرکت مشخص شده اند. روش گردآوری داده ها در دو مرحله مطالعات کتابخانه ای (جهت بررسی جنبه های مختلف تئوریک پژوهش و نقطه نظرات و دیدگاه های محققان پیرامون موضوع پژوهش و به منظور مقایسه آن با نتایج مختلف و پیشینه پژوهش) و مطالعات اسنادی (با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و بررسی صورت های مالی) بوده است. برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews9 استفاده شده است.

متغیرها و مدل های پژوهش

متغیر وابسته

LEVE: نشان دهنده نسبت بدهی به کل داراییهای شرکت است.

متغیرهای مستقل

اعتماد بیش از حد مدیریتی، روشهای گوناگونی برای اندازه گیری اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد. پژوهشهای گذشته معیارهایی نظیر: مدت زمان نگهداری حق اختیارات شرکت به وسیله مدیریت، پوشش رسانه ای، تفاوت بین سود پیشبینی شده و سود واقعی، فراوانی ادغام و ترکیبهای صورت گرفته به وسیله مدیریت شرکت، حقوق نسبی مدیریت شرکت، عملکرد فعلی شرکت، امتیاز خاص شرکت، خرید سهام شرکت و فاصله بین دو حد پیش بینی شده برای سود را مورد استفاده قرار داده اند.

PP: نشان دهنده عکس مشخصات مدیر عامل شرکت است. در صورتی که مدیران در گزارش سالانه، عکس های حدود ۱.۵ صفحه را به خود اختصاص دهند، امتیاز چهار، اگر کمتر از نصف صفحه باشد، امتیاز سه، اگر تصویر مدیر عامل با سایر افراد شرکت باشد، امتیاز دو، در صورتیکه هیچ عکسی نداشته باشد، امتیاز یک، تخصیص داده می شود.

EDU: نشان دهنده میزان تحصیلات مدیر عامل است. برای این متغیر از امتیاز یک تا هفت، استفاده می شود. اگر مدیرعامل در سطح دبیرستان باشد، امتیاز یک؛ اگر فارغ التحصیل از دبیرستان باشد، امتیاز دو؛ اگر در مقطع کارشناسی باشد، امتیاز سه؛ در سطح کارشناسی ارشد، امتیاز چهار؛ در سطح دانشجوی دکتری باشد، امتیاز پنج؛ فارغ التحصیل تحصیلات تکمیلی باشد، امتیاز شش؛ دارای مدک دکتری باشد، امتیاز هفت است.

EXP: نشان دهنده میزان تحصیلات مدیران می باشد، اگر دارای تجربه مدیر عاملی باشد، این متغیر برابر یک، در غیر این صورت برابر صفر است.

GEN: متغیر مجازی برای نشان دادن جنسیت مدیر عامل می باشد. نیک بی و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند که زنان به عنوان مدیر عامل، دارای سطح اعتماد یکسانی برای استفاده از فرصت های سرمایه گذاری در مقایسه با مدیران مرد، هستند. در این پژوهش اگر، مدیر عامل مرد باشد، این متغیر برابر یک، در غیر این صورت برابر صفر است.

NET: نشان دهنده وضعیت ارتباطی اعضای هیئت مدیره می باشد. اگر مدیر عامل با شرکت های دیگر در ارتباط باشد، برابر یک، در غیر این صورت برابر صفر است.

PERF: نشان دهنده وضعیت عملکردی مدیران است. از نسبت جریان نقد عملیاتی به کل داراییها، بدست می آید.

متغیر تعدیلگر

GVO: نشان دهنده ساختار مالکیت دولتی می باشد اگر ۳۰ درصد از بالاترین سهامداران شرکت، وابسته به سازمان های دولتی باشد، این متغیر برابر یک، در غیر این صورت، برابر صفر است.

متغیر کنترلی

OC: نشان دهنده تمرکز مالکیت است؛ که از نسبت ۵ گروه از بزرگترین سهامداران به کل سهام، بدست می آید.

ROA: نشان دهنده بازده دارایی ها می باشد.

R&D: نشان دهنده هزینه های پژوهش و توسعه می باشد که از نسبت هزینه به کل دارایی هابدست می آید.

Tang: عنوان نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی

SIZE: از لگاریتم کل دارایی های شرکت بدست می آید.

GROWTH: نشان دهنده تغییرات فروش شرکت نسبت به سال قبل می باشد.

با الگوپذیری از مدل رگرسیونی کیونگ و همکاران (۲۰۱۶) برای بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر تصمیم تامین مالی، از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$LEVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PP_{it} + \alpha_2 EDU_{it} + \alpha_3 EXP_{it} + \alpha_4 GEN_{it} + \alpha_5 NET_{it} + \alpha_6 PERF_{it} + \alpha_7 GVO_{it} + \alpha_8 OC5_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \alpha_{10} SIZE_{it} + \alpha_{11} TANG_{it} + \alpha_{12} R\&D_{it} + \alpha_{13} GROWTH_{it} + \sum \alpha_i Year_i + \sum \alpha_t Industry_t + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی تاثیر نقش تعدیلگر ساختار مالکیت دولتی از دو مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$LEVE_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 PP_{it} + \lambda_2 EDU_{it} + \lambda_3 EXP_{it} + \lambda_4 GEN_{it} + \lambda_5 NET_{it} + \lambda_6 PERF_{it} + \lambda_7 GVO_{it} + \lambda_8 OC5_{it} + \lambda_9 ROA_{it} + \lambda_{10} SIZE_{it} + \lambda_{11} TANG_{it} + \lambda_{12} R\&D_{it} + \lambda_{13} GROWTH_{it} + \lambda_{14} (PP \times GVO)_{it} + \lambda_{15} (EDU \times GVO)_{it} + \lambda_{16} (EXP \times GVO)_{it} + \lambda_{17} (GEN \times GVO)_{it} + \lambda_{18} (NET \times GVO)_{it} + \lambda_{19} (PERF \times GVO)_{it} + \sum \lambda_i Year_i + \sum \lambda_t Industry_t + \varepsilon_{it}$$

$$LEVE_{it} = \mu_0 + \mu_1 PP_{it} + \mu_2 EDU_{it} + \mu_3 EXP_{it} + \mu_4 GEN_{it} + \mu_5 NET_{it} + \mu_6 PERF_{it} + \mu_7 GVO_{it} + \mu_8 OC5_{it} + \mu_9 ROA_{it} + \mu_{10} SIZE_{it} + \mu_{11} TANG_{it} + \mu_{12} R\&D_{it} + \mu_{13} GROWTH_{it} + \mu_{14} (PP \times DUMGVO)_{it} + \mu_{15} (EDU \times DUMGVO)_{it} + \mu_{16} (EXP \times DUMGVO)_{it} + \mu_{17} (GEN \times DUMGVO)_{it} + \mu_{18} (NET \times DUMGVO)_{it} + \mu_{19} (PERF \times DUMGVO)_{it} + \sum \mu_i Year_i + \sum \mu_t Industry_t + \varepsilon_{it}$$

تجزیه و تحلیل داده ها

الف) آمار توصیفی

تحلیل داده ها در این بخش با محاسبه شاخص های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی از قبیل انحراف معیار، حداکثر و حداقل مقدار متغیرها انجام شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

اندازه شرکت	نرخ بازده دارائی ها	تمرکز مالکیت	اهرم مالی	
۱۳.۱۱۶۸۹	۰.۰۲۸۷۷۸	۸۴.۰۱۵۳۹	۱.۴۳۴۹۸۶	میانگین
۱۳.۲۸۰۴۲	۰.۰۹۶۵۹۰	۸۴.۲۵۰۰۰	۰.۶۶۶۰۱۲	میانه
۱۸.۱۱۵۶۹	۰.۶۲۶۷۸۴	۹۶.۴۱۰۰۰	۵۸.۹۸۹۳۵	ماکزیمم
۷.۷۵۴۴۸۲	-۲.۶۹۹۱۳۹	۷۱.۴۴۰۰۰	۰.۰۱۷۹۶۰	مینیمم
۱.۶۹۳۷۹۳	۰.۴۰۱۳۱۶	۷.۲۳۷۸۱۶	۵.۲۶۷۶۷۸	انحراف معیار
-۰.۴۴۳۸۰۶	-۴.۰۸۵۴۰۳	-۰.۰۰۸۲۶۰	۹.۸۵۲۹۶۲	چولگی
۳.۸۹۰۱۵۴	۲۴.۵۳۲۲۵	۱.۸۳۳۲۶۰	۱۰۵.۸۴۱۹	کشیدگی
۸۱۶	۸۱۶	۸۱۶	۸۱۶	تعداد شرکت
	رشد	پژوهش و توسعه	دارائی مشهود	
	۰.۲۲۶۰۱۵	۰.۰۷۹۱۵۵	۰.۲۸۷۶۵۹	میانگین
	۰.۱۳۶۶۶۳	۰.۰۳۷۶۸۸	۰.۲۵۵۷۰۵	میانه
	۱۶.۳۸۲۹۰	۲.۴۵۶۰۶۹	۰.۹۵۴۸۵۱	ماکزیمم
	-۶.۶۲۵۷۰۹	۰.۰۰۰۰۰۶	۰.۰۰۰۰۲۷۴	مینیمم
	۰.۷۵۹۸۲۷	۰.۲۳۶۵۱۵	۰.۱۹۹۲۵۶	انحراف معیار
	۱۲.۱۴۷۱۴	۸.۱۸۷۱۵۳	۰.۹۶۰۷۷۶	چولگی
	۲۷۲.۸۹۹۳	۷۷.۸۳۷۵۸	۳.۴۵۴۲۹۸	کشیدگی
	۸۱۶	۸۱۶	۸۱۶	تعداد شرکت

ماخذ: یافته های پژوهشگر

طبق جدول ۱ مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد مطالعه نشان می دهد که متغیر دارائی مشهود کمترین انحراف معیار را در اختیار دارد که نشان دهنده پراکندگی کم این متغیر است. متغیر تمرکز مالکیت نیز بیشترین مقدار انحراف معیار را در اختیار دارد و از پراکندگی زیادی برخوردار است به طوری که تفاوت بین مقدار ماکزیمم و مینیمم این متغیر گویای پراکندگی زیاد این متغیر است. طبق جدول ۱ چولگی همه متغیرها به جز متغیرهای تمرکز مالکیت، نرخ بازده دارائی ها و اندازه شرکت مثبت می باشد و همه متغیرها دارای کشیدگی مثبت می باشند.

ب) آزمون مانایی متغیرها (ریشه واحد)

آزمون ریشه واحد یکی از معمول ترین آزمون هایی است که امروزه برای تشخیص مانایی متغیرها مورد استفاده قرار می گیرد. آزمون هایی که در این پژوهش برای بررسی مانایی متغیرها مورد استفاده قرار گرفته اند، عبارتند از: لوین، ایم، پسران و شین، فیشر ADF و فیشر PP. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد داده های تلفیقی در جدول ۲ آورده شده است.

جدول ۲: بررسی مانایی متغیرها (اعداد داخل جدول بیانگر P-Value می‌باشند)

متغیر	لوین	ایم، پسران و شین	فیشرف ADF	فیشرف PP
<i>LEVE</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>PP</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>EDU</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>EXP</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۱۴	۰.۰۰۰۲	۰.۰۰۰۰
<i>GEN</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>NET</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۱	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>PERF</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>GVO</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>OCΔ</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>ROA</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>SIZE</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>TANG</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>R&D</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
<i>GROWTH</i>	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج جدول ۲ نشان دهنده این است که برای تمامی متغیرها نتایج همه آزمون‌ها بیانگر مانا بودن این متغیرها است.

ج) بررسی مدل‌های پژوهش

بررسی مدل اول پژوهش

۱- آزمون F لیمر

به منظور تخمین مدل، در ابتدا باید نوع روش تخمین، مشخص گردد؛ بنابراین، ابتدا برای تشخیص بین اینکه باید از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش داده‌های تلفیقی استفاده شود، آماره F لیمر محاسبه می‌شود.

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر

آزمون	Statistic	d.f	Prob
F	۱.۴۴۴۱۹۵	(۱۳۵, ۴۶۸)	۰.۰۰۲۸
Chi-square	۲۱۴.۸۷۳۸۵۸	۱۳۵	۰.۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه p-value برابر ۰.۰۰۲۸ می‌باشد پس فرضیه صفر این آزمون که بیان‌کننده ترجیح روش پولینگ دیتا بر روش داده‌های تلفیقی است رد می‌شود و تخمین با روش داده‌های تلفیقی ترجیح داده می‌شود و باید عرض از مبدأ برای معادله لحاظ نمود.

۲- آزمون هاسمن

برای تشخیص بین تخمین با اثر ثابت و تخمین با اثر تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون هاسمن

آزمون	Chi-sq. statistic	Chi-sq. d.f	Prob
هاسمن	۲۲.۳۱۵۶۶۳	۱۳	۰.۰۵۰۷

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه p-value آزمون هاسمن برابر ۰.۰۵۰۷ است فرضیه صفر مبتنی بر تخمین معادله به روش اثرات تصادفی پذیرفته شده و فرضیه مقابل آن رد می‌شود، پس مدل باید با استفاده از اثر تصادفی تخمین زده شود.

۳- تخمین مدل اول

در این قسمت از پژوهش با استفاده از داده‌های سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰ برای شرکت‌های مورد مطالعه به بررسی فرضیه اول و دوم پژوهش می‌پردازیم. مدل اول را به صورت زیر تعریف می‌کنیم:

$$LEVE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 EDU_{i,t} + \beta_3 EXP_{i,t} + \beta_4 GEN_{i,t} + \beta_5 NET_{i,t} + \beta_6 PERF_{i,t} + \beta_7 GVO_{i,t} + \beta_8 CS5_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} R\&D_{i,t} + \beta_{13} GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۵: متغیرهای مدل

<i>LEVE</i> : اهرم مالی	<i>PP</i> : عکس نمایه مدیر عامل	<i>EDU</i> : تحصیلات مدیر عامل
<i>EXP</i> : تجربه مدیر عامل	<i>GEN</i> : جنسیت مدیر عامل	<i>NET</i> : ارتباط مدیر عامل
<i>PERF</i> : عملکرد مدیر عامل قبلی	<i>GVO</i> : مالکیت دولتی	<i>CS5</i> : تمرکز مالکیت
<i>ROA</i> : نرخ بازده دارایی‌ها	<i>SIZE</i> : اندازه شرکت	<i>TANG</i> : دارایی مشهود
<i>R&D</i> : پژوهش و توسعه	<i>GROWTH</i> : رشد شرکت	

نتایج حاصل از تخمین معادله به صورت جدول زیر می‌باشد:

جدول ۶: نتایج تخمین مدل اول

p-value	آماره t	ضریب		متغیر
		علامت	اندازه	
۰.۰۰۰۰	-۴.۶۰۱۰۷۸	-	-۰.۰۲۲۸۳۸	PP
۰.۸۴۱۰	۰.۲۰۰۷۲۵	+	۰.۰۰۰۸۲۵	EDU
۰.۰۰۰۰	-۵.۴۵۶۵۰۰	-	-۰.۰۱۷۶۸۹	EXP
۰.۱۸۷۰	-۱.۳۲۱۰۱۷	-	-۰.۰۵۶۴۰۱	GEN
۰.۰۰۰۰	-۵.۶۱۴۲۴۱	-	-۰.۰۱۰۳۳۲	NET
۰.۰۰۹۶	۲.۵۹۹۰۶۵	+	۰.۰۱۶۹۹۵	PERF
۰.۰۰۰۰	۶۸.۵۴۷۰۷	+	۰.۴۷۴۸۱۳	GVO
۰.۰۱۵۶	-۲.۴۲۴۷۱۴	-	-۰.۰۰۰۵۵۴	CS5
۰.۰۰۰۰	۵.۶۳۷۹۱۴	+	۰.۱۵۹۶۶۵	ROA
۰.۰۰۰۰	-۵۱.۰۰۵۰۷	-	-۰.۴۳۳۹۵۱	SIZE
۰.۰۰۰۰	۴.۳۰۹۱۶۰	+	۰.۰۸۸۶۱۹	TANG

۰.۰۰۰۰	۸.۲۳۱۷۶۳	+	۰.۷۳۰۸۳۰	R&D
۰.۸۵۹۴	۰.۱۷۷۱۵۱	+	۰.۰۰۰۳۶۷	GROWTH
۰.۰۰۰۰	۱۸.۲۱۲۷۶	+	۰.۶۳۴۶۳۲	مقدار ثابت
prob(F)= ۰.۰۰۰ $\bar{R}^2 = ۰.۹۴$ $R^2 = ۰.۹۴$ d.w=۱.۶۱				

مأخذ: یافته‌های پژوهش

طبق جدول ضریب تعیین برابر ۰.۹۴ می‌باشد و این مقدار بیان گر این است که تعداد و نوع متغیرهای انتخابی برای توجیه متغیر اهرم مالی در رگرسیون مناسب بوده است و متغیرهای مستقل ذکر شده توانسته اند متغیر وابسته را توجیه کنند. همچنین مقدار آماره احتمال آزمون F برابر با ۰.۰۰۰ می‌باشد که بیانگر خوب بودن برازش مدل مورد بررسی از نظر آماری می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسن در این مطالعه برابر ۱.۶۱ می‌باشد که این مقدار نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی می‌باشد که حالت مطلوب در فرضیات اصلی مربوط به باقیمانده ها می‌باشد.

بررسی مدل دوم پژوهش

۱- آزمون F لیمر

به منظور تخمین مدل، در ابتدا باید نوع روش تخمین، مشخص گردد؛ بنابراین، ابتدا برای تشخیص بین اینکه باید از روش داده های تابلویی استفاده شود یا از روش داده های ترکیبی استفاده شود، آماره F لیمر محاسبه می‌شود.

جدول ۷: نتایج آزمون F لیمر

آزمون	Statistic	d.f	Prob
F	۱.۴۰۷۸۴۶	(۱۳۵,۴۶۲)	۰.۰۰۵۱
Chi-square	۲۱۲.۶۰۰۳۱	۱۳۵	۰.۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه p-value برابر ۰.۰۰۵۱ می‌باشد پس فرضیه صفر این آزمون که بیان کننده ترجیح روش پولینگ دیتا بر روش داده های تلفیقی است رد می‌شود و تخمین با روش داده های تلفیقی ترجیح داده می‌شود و باید عرض از مبدأ برای معادله لحاظ نمود.

۲- آزمون هاسمن

برای تشخیص بین تخمین با اثر ثابت و تخمین با اثر تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است.

جدول ۸: نتایج آزمون هاسمن

آزمون	Chi-sq. statistic	Chi-sq. d.f	Prob
هاسمن	۳۵.۰۹۰۹۵۴	۱۹	۰.۰۱۳۶

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه p-value آزمون هاسمن برابر ۰.۰۱۳۶ است فرضیه صفر مبتنی بر تخمین معادله به روش اثرات تصادفی رد شده و فرضیه مقابل آن پذیرفته می‌شود، پس مدل باید با استفاده از اثر ثابت تخمین زده شود.

۳- تخمین مدل مربوطه

در این قسمت از پژوهش با استفاده از داده‌های سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰ برای شرکت‌های مورد مطالعه به بررسی فرضیه فرعی سوم پژوهش می‌پردازیم. مدل مورد بررسی را به صورت زیر تعریف می‌کنیم:

$$LEVE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 EDU_{i,t} + \beta_3 EXP_{i,t} + \beta_4 GEN_{i,t} + \beta_5 NET_{i,t} + \beta_6 PERF_{i,t} \\ + \beta_7 GVO_{i,t} + \beta_8 CS_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} R\&D_{i,t} \\ + \beta_{13} GROWTH_{i,t} + \beta_{14} (PP_{i,t} \times GVO_{i,t}) + \beta_{15} (EDU_{i,t} \times GVO_{i,t}) + \beta_{16} (EXP_{i,t} \\ \times GVO_{i,t}) + \beta_{17} (GEN_{i,t} \times GVO_{i,t}) + \beta_{18} (NET_{i,t} \times GVO_{i,t}) + \beta_{19} (PERF_{i,t} \\ \times GVO_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج حاصل از تخمین معادله مربوط به فرضیه به صورت جدول زیر می‌باشد:

جدول ۹: تخمین مدل مربوطه

p-value	آماره t	ضریب		متغیر
		علامت	اندازه	
۰.۰۰۰۰۶	۳.۴۶۶۷۳۶	+	۰.۱۵۴۷۸۱	PP
۰.۰۰۰۰۶	-۳.۴۶۰۶۹۴	-	-۰.۱۵۷۶۱۸	EDU
۰.۰۰۰۰۰	۴.۲۳۴۲۹۸	+	۰.۱۱۳۷۰۳	EXP
۰.۰۰۰۰۰	۱۰.۳۴۴۲۷	+	۱۵.۰۳۸۹۲	GEN
۰.۰۰۰۰۰	-۸.۱۴۵۸۱۶	-	-۰.۱۰۱۷۸۱	NET
۰.۸۲۱۹	۰.۲۲۵۱۹۲	+	۰.۰۰۸۱۸۵	PERF
۰.۰۰۰۰۰	۲۵.۶۴۴۳۷	+	۰.۶۷۶۴۶۳	GVO
۰.۰۵۸۳	-۱.۸۹۸۵۱۵	-	-۰.۰۰۰۰۴۲۲	CS5
۰.۰۰۰۰۰	۵.۴۸۰۰۹۴	+	۰.۱۷۰۵۷۱	ROA
۰.۰۰۰۰۰	-۳۸.۶۶۵۹۲	-	-۰.۵۱۳۷۰۳	SIZE
۰.۷۶۲۶	۰.۳۰۲۲۵۵	+	۰.۰۰۰۶۳۴۵	TANG
۰.۰۰۰۰۰	۷.۵۸۹۵۹۰	+	۰.۷۱۶۱۷۹	R&D
۰.۹۸۲۴	۰.۰۲۲۱۰۴	+	۰.۰۰۰۰۰۴۷	GROWTH
۰.۰۰۰۰۰	-۴.۱۱۷۹۷۱	-	-۰.۰۱۴۱۹۶	GOVPP ×
۰.۰۰۰۰۳	۳.۶۶۳۵۹۲	+	۰.۰۱۲۸۴۲	GOVEDU ×
۰.۰۰۰۰۰	-۴.۳۶۸۸۷۹	-	-۰.۰۰۰۸۱۸۹	GOVEXP ×
۰.۰۰۰۰۰	-۱۰.۲۵۶۴۳	-	-۰.۸۲۶۱۷۰	GOVGEN ×
۰.۰۰۰۰۰	۷.۴۵۲۷۵۶	+	۰.۰۰۷۱۸۷	GOVNET ×
۰.۸۰۰۰	-۰.۲۵۳۵۰۷	-	-۰.۰۰۰۰۶۸۹	GOVPERF ×
۰.۰۰۰۰۳	-۳.۶۷۲۳۹۱	-	-۰.۹۶۲۹۹۴	مقدار ثابت
prob(F)= ۰.۰۰۰ $\bar{R}^2 = ۰.۹۶$ $R^2 = ۰.۹۷$ d.w=۲.۴۷				

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همانطور که مشاهده می‌گردد ضریب تعیین این تخمین برابر ۰.۹۷ می‌باشد و این مقدار بیان‌گر این است که تعداد و نوع متغیرهای انتخابی برای توجیه متغیر اهرم مالی در رگرسیون مناسب بوده است و متغیرهای مستقل ذکر شده توانسته‌اند متغیر وابسته را توجیه کنند. مقدار آماره دوربین-واتسن در این مطالعه برابر ۲.۴۷ می‌باشد که این مقدار نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی می‌باشد که حالت مطلوب در فرضیات اصلی مربوط به باقیمانده‌ها می‌باشد.

نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از برازش مدل اول پژوهش نشان می‌دهند که:

- بین متغیرهای عکس نمایه مدیر عامل، تجربه مدیر عامل، ارتباط مدیر عامل، عملکرد مدیر عامل قبلی، مالکیت دولتی شرکت به عنوان متغیرهای مستقل و اهرم مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول این پژوهش که می‌گوید "اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تصمیم‌تأمین مالی شرکت تاثیر دارد" با استفاده از متغیرهای عکس نمایه مدیر عامل، تجربه مدیر عامل، ارتباط مدیر عامل، عملکرد مدیر عامل قبلی و فرضیه دوم این پژوهش که می‌گوید "مالکیت دولتی بر تصمیم‌تأمین مالی شرکت تاثیر دارد" پذیرفته می‌شود.
- بین متغیرهای تحصیلات مدیر عامل، جنسیت مدیر عامل به عنوان متغیرهای مستقل و اهرم مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود ندارد. در نتیجه فرضیه اول این پژوهش که می‌گوید "اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تصمیم‌تأمین مالی شرکت تاثیر دارد" با استفاده از متغیرهای تحصیلات مدیر عامل، جنسیت مدیر عامل، رد می‌شود.

نتایج برازش مدل دوم پژوهش نشان می‌دهند که:

- بین متغیرهای $GOVNET \times$ ، $GOVGEN \times$ ، $GOVEXP \times$ ، $GOVEDU \times$ ، $GOVPP \times$ به عنوان متغیرهای مستقل و اهرم مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود دارد. در نتیجه فرضیه سوم این پژوهش که می‌گوید "ساختار مالکیتی دولت، تعدیلگر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و تصمیم‌تأمین مالی شرکت‌ها است" با استفاده از متغیر عکس نمایه مدیر عامل، تحصیلات مدیر عامل، تجربه مدیر عامل، جنسیت مدیر عامل و ارتباط مدیر عامل، پذیرفته می‌شود.
- بین متغیر $GOVPERF \times$ به عنوان متغیر مستقل و اهرم مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود ندارد. در نتیجه فرضیه سوم این پژوهش که می‌گوید "ساختار مالکیتی دولت، تعدیلگر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و تصمیم‌تأمین مالی شرکت‌ها است." با استفاده از متغیر عملکرد مدیر عامل قبلی رد می‌شود.

به طور کلی نتایج حاصل از برازش مدل اول پژوهش برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش با نتایج کیونگ و همکاران (۲۰۱۶)، وی و همکاران (۲۰۱۱) ولین و همکاران (۲۰۰۵)، آرمیده و همکاران (۱۳۹۵) و نتایج حاصل از برازش مدل دوم پژوهش برای آزمون فرضیه سوم پژوهش با نتایج کیونگ و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد.

پیشنهادهای کاربردی

با توجه به مبانی نظری پژوهش و یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود:

- سرمایه‌گذاران در هنگام اتخاذ تصمیمات خرید و فروش، ترکیب سهامداران، تمرکز مالکیت و میزان مالکیت دولتی را هم به عنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند.
- سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، ساختار مالکیت را در زمان تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری و یا اعطای اعتبار مد نظر قرار دهند.

- به منظور حفظ سلامت مالی و سرمایه گذاری سرمایه گذاران و به ویژه سهامداران عمده، پیشنهاد می شود در تعیین مدیریت شرکت به عنوان رفتاری همچون اطمینان بیش از حد توجه نموده و دست کم بر فعالیت های مدیریت شرکت نظارت بیشتری نمایند.
- وجود اهرم مالی را می توان مکانیزمی برای بدهی بانکی شرکت تلقی نمود و می توان به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد کرد به منظور افزایش بدهی بانکی و افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شرکت ها شرایط استفاده شرکت ها از اهرم مالی در ساختار سرمایه را فراهم نماید.
- وجود میزانی از اهرم (نه به مقدار زیاد) به حفظ منافع سرمایه گذاران و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت کمک می کند، بنابراین می توان به سرمایه گذاران پیشنهاد نمود که در تجزیه و تحلیل شرکت ها به میزان اهرم مالی آنها نیز توجه داشته باشند.

منابع

۱. آرمیده، علی؛ داود فیروزه و امین تقوی، ۱۳۹۵، بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و هزینه های غیرعادی حسابداری و نقش تعدیلی مالکیت مدیریتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و اقتصاد پویا ایران -مالزی، مالزی -جزیره پنانگ دانشگاه USM، مرکز توسعه آموزشهای نوین ایران (متان)، <http://www.civilica.com/Paper-MDEHAMAYESH> -۰۱
- MDEHAMAYESH_۰۱_۱۶۶.html
۲. آقائی، براتعلی و پرویز سعیدی، ۱۳۹۵، بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریت با تجدید ارائه صورت های مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، رشت، دانشگاه لوتران کالیفرنیا، شهرداری رشت، <http://www.civilica.com/Paper-ICAMIB> -۰۲
- ICAMIB_۰۲_۱۷۸.html
۳. چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و میرزائی، محسن، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۸(۲۵)، ۴۱-۲۹.
۴. داودی، فرشاد و محمدحسین جنانی، ۱۳۹۵، بررسی ارتباط میان بیش اطمینانی مدیریت و بازده غیرعادی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی، <http://www.civilica.com/Paper-AMSCONF> -۰۴
- AMSCONF_۰۴_۳۷۱.html
۵. دستگیر، محسن؛ میرکی، فؤاد؛ کاظمی نوری، سپیده. ۱۳۹۳. تأثیر اعتماد بنفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفتگی مالی، بررسی های حسابداری :: بهار ۱۳۹۳، سال اول - شماره ۲، از ۳۷ تا ۵
۶. رامشه منیژه؛ ملانظری مهناز. ۱۳۹۳. بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری، دانش حسابداری : بهار ۱۳۹۳، دوره ۵، شماره ۱۶ ؛ از صفحه ۵۵ تا صفحه ۷۹.
۷. شاهی، ملیحه، ۱۳۹۴، بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری، اولین همایش بین المللی حسابداری، حسابداری مدیریت و اقتصاد، اصفهان، دبیرخانه همایش، <http://www.civilica.com/Paper-CAAME> -۰۱
- CAAME_۰۱_۲۱۸.html
۸. عربصالحی، مهدی؛ هادی امیری، سپیده کاظمی نوری. ۱۳۹۳. بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال ۶، شماره ۲ - (۱۳۹۳) | جلد ۶ شماره ۲ صفحات ۱۱۵-۱۲۸

۹. فتحی، سعید، ابزری، مهدی و حبیبی، سلماز، (۱۳۹۳)، فراتحلیل عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، ۲(۴)، ۷۴-۵۵.
۱۰. قانون محاسبات عمومی کشور، مصوب ۱۳۶۶.
۱۱. محسن میرزائی، ۱۳۹۲. بررسی رابطه اطمینان بیش از حد و سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی
۱۲. مرادی، حسین و فرشید خیرالهی، ۱۳۹۴، بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مالکیت بر حساسیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین المللی اقتصاد کاربردی و تجارت، تهران، شرکت دانش محور ارتاخه، <http://www.civilica.com/Paper-ICAEB-ICAEB-1-104.html>.
۱۳. واحدیان، سعید و یداله تازی وردی، ۱۳۹۵، اثربیش اطمینانی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی، اولین کنفرانس بین المللی دستاوردهای نوین پژوهشی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد، تهران، دفتر کنفدراسیون بین المللی مخترعین جهان در ایران، دانشگاه جامع علمی کاربردی مینو، <http://www.civilica.com/Paper-AMCONF-AMCONF-1-11.html>.
14. Bouwman, C. (2014). Managerial Optimism and Earnings Smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41: 283-303.
15. Chen, S., Lai, S., Liu, C., McVay, S. (2014). Overconfident Managers and Internal Controls. Working paper, National Taiwan University and University of Washington.
- Chyz, J., Gaertner, F., Kausar, A. & Watson, L. (2014). Overconfidence and Aggressive Corporate Tax Policy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2408236>
16. Deshmukh, S., Goel, A. and Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Finance Intermediation*, 22(3), 440-463.
17. Duellman, S., Hurwitz, H. & Sun, Y. (2015). Managerial Overconfidence and Audit Fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2): 148-165.
18. Kiong Irene Wei Ting Hooi Hooi Lean Qian Long Kweh Noor Azlinna Azizan, (2016), "Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 12 Iss 1 pp. 4 – 24
19. Malmendier, U., and G. Tate (2008). "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and The Market's Reaction". *Journal of Financial Economics*, Volume 89, Issue 1, July, pp. 20-43.
20. Malmendier, U., Tate, G. and J. Yan (2011). "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies". *The Journal of Finance*, Volume 66, Issue 5, October, pp. 1687-1733.
21. Pompian, M.M. (2006). Behavioral Finance and Wealth Management, translated by: Ahmad Badri, Kayhan Publishers
22. Velury, U and Jenkins, D. (2006). "Institutional ownership and the quality of earnings". *Journal of Business Research* 59, 1043°1051

Management Overconfidence, Government Involvement and Financial Decision-Making of Companies in Tehran Stock Exchange

Akbar Salami¹, Ahmad Mirzadeh², Mohammad Reza Asgari³
Master in Financial Management, Islamic Azad University of Yadgar-E-Imam Branch, Shahr-E-Ray
Assistant Professor, Islamic Azad University of Yadgar-E-Imam Branch, Shahr-E-Ray
Associate Professor, Islamic Azad University of Yadgar-E-Imam Branch, Shahr-E-Ray

Abstract

The objective of this study is to determine the effect of management overconfidence and government involvement on corporate finance decisions. This research is applied in terms of purpose and in terms of nature is descriptive-correlation. In order to test the hypotheses, the regression model and data panel model for the period of 2011-2016 were used and 136 companies were selected as sample among the companies listed in the Tehran Stock Exchange using systematic elimination method. Eviews9 software was used to analyze the data. The results indicate that management overconfidence affects the financing decision of the company. "According to the variables, manager's profile, manager's experience, manager's relationship, performance of the previous CEO and ownership of the company are influenced by the financing decision of the company. The results show that the government's ownership structure modifies the relationship between management overconfidence and corporate financing decisions.

Keywords: Management Overconfidence, Government Involvement, Financial Decision-Making, Tehran Stock Exchange
