

Investigating the Effect of Managers' Overconfidence on Companies' Financing Working Procedures

*Yadegar Mohamadi**
*Esfandiar Mohamadi***
*Gharibeh Esmaeli Kia****

Abstract

Objective: One of the most important decisions of corporate managers is how to finance economic enterprises, which play an important role in the continuation and growth of their profitability. Numerous factors can affect companies' financing decisions, including the personality traits of senior managers. The purpose of this article is to investigate the effect of excessive self-confidence of managers on companies' financing working procedures in Tehran Stock Exchange.

Method: The statistical population of this research is the companies listed in Tehran Stock Exchange and its statistical sample includes data of 139 companies during the seven-year period 2011-2017. The sampling method is systematic removal and the method used for estimating the model is multivariate regression method using estimation of combined data with fixed effects.

Findings: The results showed that there is an inverse and significant relationship between excessive self-confidence of managers and financing through internal resources of the company, so that increasing self-confidence of managers reduces financing through internal resources of the company, so that increasing self-confidence of managers reduces financing through internal resources of the company. There is also a significant and direct relationship between managers' overconfidence and financing out of company, so that high self-confidence leads the corporate managers toward extra-organizational financing, and thus the amount of out-of-company financed resources increases.

Conclusion: Overconfidence causes managers to fail to act rationally and misinterpret their accepted risk level. For this reason, overconfident managers may, contrary to expectations, be inclined to this type of financing despite the risk of out-of-company financing, and ultimately cause to increase the company's financial costs and reduce its profitability.

Keywords: *Overconfidence, Internal Financing, Extra-Organizational Financing.*

JEL Classification: M41, G11, G17.

Citation: Mohamadi, Y., Mohamadi, E., Esmaelikia, Gh. (2020). Investigating the effect of managers' overconfidence on companies' financing working procedures. *Journal of Development and Capital*, 5(1), 205-226.

Journal of Development and Capital, Vol. 5, No.1, Ser. 8, 205-226

* PhD in Financial Management, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran.

** Associate Professor of Management, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran.

*** Assistant Professor of Accounting, Ilam University, Ilam, Iran.

Corresponding Author: Esfandiar Mohamadi (Email: e.mohamadi@ilam.ac.ir).

Submitted: 27 November 2019

Accepted: 22 April 2020

DOI: 10.22103/jdc.2020.15014.1086

بررسی اثر بیش اعتمادی مدیران بر راهکارهای تأمین مالی شرکت‌ها

یادگار محمدی*
اسفندیار محمدی**
غریبه اسماعیلی کیا***

چکیده

هدف: یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیران شرکت‌ها، نحوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که نقش بسزایی در استمرار و رشد سودآوری آن‌ها دارد. عوامل متعددی می‌تواند بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها مؤثر باشد، از جمله این عوامل ویژگی‌های شخصیتی مدیران ارشد است. هدف این مقاله بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران بر راهکارهای تأمین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۱۳۹ شرکت طی دوره هفت‌ساله ۱۳۹۶-۱۳۹۰ است. روش نمونه‌گیری، حذف سیستماتیک بوده و روش مورداستفاده برای برآورد الگو، روش رگرسیون چندمتغیره با استفاده از تخمین داده‌های تلفیقی با اثرات ثابت است.

یافته‌ها: نتایج نشان داد که رابطه معکوس و معناداری میان اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران و تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت وجود دارد به طوری که با افزایش اعتمادبه‌نفس مدیران از تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت کاسته می‌شود. همچنین رابطه مستقیم و معناداری میان اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران و تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت وجود دارد به طوری که بالا بودن اعتمادبه‌نفس مدیران شرکت را به سمت تأمین مالی برون‌سازمانی سوق داده و در نتیجه میزان منابع تأمین‌شده از خارج از شرکت افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری: بیش اعتمادی باعث می‌شود که مدیران منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته‌شده خود را نادرست تعبیر و تفسیر کنند. به همین دلیل مدیران بیش اطمینان ممکن است برخلاف انتظار، با وجود ریسک در تأمین مالی خارج از شرکت، متمایل به این نوع از تأمین مالی گردند؛ و در نهایت باعث افزایش هزینه‌های مالی شرکت و کاهش سودآوری آن گردند.

واژه‌های کلیدی: اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، تأمین مالی داخلی، تأمین مالی خارج از سازمان.

توسعه و سرمایه، دوره پنجم، شماره ۱، پیاپی ۸، صص. ۲۰۵ تا ۲۲۶

* دکتری گروه مدیریت مالی، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی، ایلام، ایران.

** دانشیار گروه مدیریت، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی، ایلام، ایران.

*** استادیار گروه حسابداری، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: اسفندیار محمدی (رایانامه: e.mohamadi@ilam.ac.ir).

تاریخ دریافت: ۹۸/۹/۶ تاریخ پذیرش: ۹۹/۲/۳

طبقه‌بندی JEL: M41، G11، G17.

استناد: محمدی، یادگار؛ محمدی، اسفندیار؛ اسماعیلی‌کیا، غریبه. (۱۳۹۹). بررسی اثر بیش اعتمادی مدیران بر راهکارهای تأمین مالی شرکت‌ها. *توسعه و سرمایه*، ۵(۱)، ۲۲۶-۲۰۵.

مقدمه

یکی از دغدغه‌های همیشگی مدیران مالی شرکت‌ها بحث تأمین مالی است. به دلیل اهمیت بالای تأمین به‌صرفه منابع مالی موردنیاز شرکت‌ها برای تداوم فعالیت و رشد ایشان، تحقیقات بسیاری در راستای یافتن راهکارهای مناسب برای تأمین مالی بهینه و عوامل مؤثر بر تأمین مالی شرکت‌ها انجام شده و نظریه‌های بسیاری ارائه شده و توسعه دانش و نظریه‌های مرتبط با این امر نیز مورد اقبال همیشگی مراجع حرفه‌ای مالی و حسابداری است (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۷). بر پایه نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی، مدیران شرکت‌ها جهت تأمین مالی منابع موردنیاز خود جهت سرمایه‌گذاری و افزایش ظرفیت‌های عملیاتی شرکت، ابتدا به منابع داخلی رجوع می‌نمایند که اغلب به دلیل عدم تکاپوی منابع داخلی شرکت، برای تأمین کسری وجوه موردنیاز ناگزیر به استفاده از منابع برون‌سازمانی روی می‌آورند. تأمین مالی برون‌سازمانی عمدتاً از دو منبع اخذ وام و صدور سهام میسر است که استفاده از استقراض به دلیل قابل کسر بودن هزینه بهره برای مقاصد مالیاتی و ارزان‌تر بودن نرخ بهره پرداختی، نسبت به صدور سهام ارجحیت دارد که وجود مقادیر متنابعی از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت‌ها مؤید این امر است. با این حال افراط در این امر باعث افزایش ریسک ورشکستگی شرکت می‌شود چراکه ممکن است، شرکت نتواند سطح فروش و سودآوری فعلی را در آینده حفظ کند درحالی‌که مجبور به پرداخت اقساط وام‌هایش است (تهرانی، ۱۳۹۱).

لذا هرچند مطابق نظریه سلسله‌مراتب، منابع مالی داخلی در اولویت استفاده توسط شرکت‌ها است؛ اما اینکه مدیران واحد تجاری از کدام‌یک از روش‌های تأمین مالی استفاده نمایند، به عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و ... بستگی دارد. علاوه بر این فاکتورها و عوامل، برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جز عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های شرکت به حساب می‌آیند (برتراند شور^۱، ۲۰۰۳).

مدیران ارشد هر سازمان که تصمیمات آن‌ها موفقیت و حیات سازمان را متأثر می‌سازد، تحت تأثیر عوامل درونی و شخصیتی خود قرار دارند، در این خصوص یکی از جدی‌ترین مواردی که تصمیمات مدیران سازمان‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد مسئله اعتماد به نفس بیش‌از حد مدیران ارشد شرکت‌ها است (ویتاکر^۲، ۱۹۹۹). اطمینان به نفس بیش‌از حد مدیریت یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است (احمدی و همکاران، ۱۳۹۸).

در سال‌های اخیر مطالعاتی انجام پذیرفته که اذعان دارد عوامل رفتاری چون اعتماد به نفس بیش‌از حد مدیران ارشد می‌توانند منجر به ائتلاف منابع مالی داخلی گردد (هوانگ^۳ و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین بیش‌اطمینانی مدیران می‌تواند به اتخاذ تصمیم آینده نادرست منجر شده و با انحراف از سیاست‌های مناسب تأمین مالی، هزینه‌های گزافی بر شرکت تحمیل نماید (ساعدی و همکاران، ۱۳۹۸).

از این رو با توجه به اهمیت موضوع در این مقاله تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت‌ها بر سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شده است. یکی از جنبه‌های متفاوت این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های دیگر این است که به بررسی تأثیر یک ویژگی غیر معمول و خاص مدیران بر راهکارهای تأمین مالی شرکت‌ها پرداخته است، لذا علاوه بر اینکه به غنی شدن ادبیات تحقیق در این زمینه کمک خواهد کرد اهمیت کنترل و نظارت بر رفتارهای مدیران شرکت‌ها، خصوصاً در بازارهای سرمایه‌ای که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد را نشان می‌دهد.

مبانی نظری

یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیران شرکت‌ها، نحوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که نقش بسزایی در استمرار و رشد سودآوری آن‌ها دارد. توانایی بنگاه‌ها در دستیابی به منابع مالی داخل و خارج از بنگاه به منظور سرمایه‌گذاری و اجرای طرح‌های توسعه‌ای آن از عوامل اصلی رشد سودآوری محسوب می‌شود (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۹۲). شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی مواجه هستند. در یک بازار سرمایه کامل که حساسیت مالی در آن وجود ندارد، منابع داخلی و خارجی جایگزین‌های کاملی هستند و تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت جدا از انتخاب‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن اتخاذ می‌شود؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها می‌توانند همیشه تأمین مالی خارجی را با هزینه‌ای معادل هزینه سرمایه خودشان، انجام دهند (مودیگلیانی و میلر^۴، ۱۹۵۸)؛ اما با توجه به اطلاعات نامتقارن و مشکلات نمایندگی فرض عدم نقص بازار، غیرواقع بینانه است بنابراین در صورت وجود نقص‌های بازار سرمایه، منابع وجوه داخلی و خارجی نمی‌توانند کاملاً جایگزین یکدیگر باشند (علی آقایی و همکاران، ۱۳۹۴). لذا مدیران ممکن است از یک سو بدون توجه به هزینه‌های پنهان به دلیل دسترسی آسان‌تر، تمایل بیشتری به استفاده از منابع مالی داخلی شرکت از خود بروز دهند و از سویی دیگر به دلایلی از جمله مزیت مالیاتی هزینه بهره پرداختنی برای تسهیلات دریافتی و همچنین عدم تعهد به افزایش دائمی وجوه برای سرمایه‌گذاری بلندمدت تأمین مالی خارج از شرکت را ترجیح دهند (فرید و همکاران، ۱۳۹۷). هرچند به دلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید، امکان افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن کاهش بازده سهام ممکن می‌گردد (میرلوحی و همکاران، ۱۳۹۶).

به اعتقاد مایرز^۵ (۱۹۸۴) هنگامی که شرکت، تأمین مالی درون‌سازمانی را به تأمین مالی برون‌سازمانی و تأمین مالی از محل استقراض را به تأمین مالی از طریق انتشار سهام ترجیح می‌دهد، ساختار سرمایه شرکت بر اساس الگوی نظریه سلسله‌مراتب شکل می‌گیرد. در نظریه سلسله‌مراتب، فرض بر آن است که تا زمانی که تأمین مالی از طریق استقراض به صرف شرکت است، شرکت هیچ‌گاه سهام جدیدی را منتشر نخواهد کرد. بر اساس این نظریه، میان اهرم و جریان نقد رابطه منفی وجود دارد. این نظریه بر اولویت‌بندی در انتخاب منابع ساختار سرمایه مبتنی است و جریان نقد ایجادشده در داخل سازمان، انتخاب نخست برای تأمین مالی به حساب می‌آید. در این راستا، انتخاب بعدی شرکت‌ها ترجیح بدهی به انتشار سهام در تأمین مالی است. به عبارتی، نظریه سلسله‌مراتب بیان می‌کند که شرکت‌ها در تأمین منابع مالی موردنیازشان سلسله‌مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله‌مراتب نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی است. در مقابل این نظریه، طبق نظریه توازن، هیچ

ترکیب بدهی به حقوق صاحبان سهام هدف که از قبل تعریف شده باشد، وجود ندارد، زیرا دو نوع حقوق مالکانه وجود دارد: داخلی و خارجی، یکی در اولویت اول و دیگری اولویت آخر. از این رو نسبت بدهی هر شرکت، نیازهای انباشته آن شرکت برای تأمین مالی خارجی را منعکس می‌کند. بر اساس این نظریه، شرکت‌ها برای منابع تأمین مالی خود نظیر جریان نقد ایجاد شده در داخل و بدهی و سهام، نوعی توازن برقرار می‌کنند. لذا بین جریان نقد و استقراض شرکت، رابطه مثبت وجود دارد و شرکت‌ها از استقراض پرهیز نمی‌کنند، زیرا هزینه بهره استقراض برای آن‌ها منفعت مالیاتی دارد و آن‌ها بین منفعت مالیاتی و مخارج بهره استقراض توازن برقرار می‌کنند. (مرادی و همکاران، ۱۳۹۳).

به نظر جفرسون^۶ (۲۰۰۱) این که چگونه شرکت‌ها ترکیبی از بدهی و سرمایه را در ساختار سرمایه خود انتخاب می‌کنند، بستگی به عوامل مختلفی از جمله دیدگاه‌ها و اهداف مدیران دارد. ادبیات مالی چشم‌اندازهای متفاوتی را در مورد چگونگی اتخاذ تصمیمات تأمین مالی مدیران فراهم می‌کند (جفرسون، ۲۰۰۱). مدیران شرکت‌ها مانند سایر افراد جامعه تفاوت‌های فردی، استعداد، انگیزه‌ها، رغبت‌ها و تمایلات مخصوص به خود دارند و از نگرش، دانش و نظام ارزشی متفاوتی برخوردارند. این تفاوت‌ها گرچه به ظاهر ممکن است جزئی باشد، هنگامی که از فرآیندهای واسطه‌شناختی افراد عبور می‌کنند. به تفاوت‌های بسیار بزرگ و نتایج رفتاری کاملاً متفاوت می‌انجامد. چنین تفاوت‌هایی عمدتاً از تفاوت‌های ناشی از شخصیت^۷ هر یک از افراد سرچشمه می‌گیرد (نادریان و همکاران، ۲۰۰۸).

بیش اعتمادی یکی از تورش‌های رفتاری است که افراد به آن مبتلا هستند، بیش اعتمادی باعث می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک را کمتر از حد تخمین بزند. این تورش رفتاری همچنین باعث می‌شود احساس کنیم روی مسائل کنترل داریم، در حالی که ممکن است در واقع این گونه نباشد (فالنبراج^۸، ۲۰۰۹). روانشناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم‌گیری و قضاوت، به اطلاعات برجسته، وزن بیشتری می‌دهند؛ بنابراین، مدیران بیش اطمینان به‌طور نظام‌مندی بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند یا به بیانی، احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زنند (هیتون، ۲۰۰۲).

به‌طور کلی می‌توان گفت اطمینان بیش از حد، رفتار ریسک‌پذیری را تحت تأثیر قرار می‌دهد، زیرا مدیران منطقی سعی می‌کنند با پذیرش حداقل میزان ریسک، حداکثر بازدهی را کسب کنند، در حالی که مدیران دارای فرا اطمینانی منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته شده خود را نادرست تعبیر و تفسیر می‌کنند (ساعدی و همکاران، ۱۳۹۸). در نتیجه، مدیران بیش اطمینان تمایل به درک اشتباه از پروژه‌های در جریان با ارزش فعلی خالص منفی به‌عنوان ایجاد ارزش دارند. آن‌ها همچنین نمی‌توانند به‌طور منطقی به فرایند بازخورد منفی در مورد پروژه‌ها عمل کنند و پس از مشاهده بازخورد منفی، مدیرعامل بیش اطمینان تمایل به چشم‌پوشی بازخورد منفی دارد و هنوز هم معتقدند که این پروژه‌ها دارای آینده امیدوارکننده هستند. این ابراز از اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل منجر به ادامه دادن به پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی برای مدت طولانی می‌شود (احمدی و همکاران، ۱۳۹۸). چنین مدیری به بیش‌نمایی ارزش‌داری‌ها و کم‌نمایی

ارزش بدهی‌ها تمایل دارد. این مسائل ساختار سرمایه شرکت و به تبع آن سیاست‌های تأمین مالی شرکت از منابع مالی داخلی یا منابع خارج از شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. (اسکات، ۱۳۹۰).

در سال‌های اخیر مطالعاتی انجام پذیرفته که مؤید این دیدگاه بوده و اذعان دارد مدیران همواره به صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و مدیرانی که دارای بیش اعتمادی هستند اکثراً نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها بخصوص درزمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین بوده (کوپر و همکاران، ۱۹۸۸) و تحت تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیر عقلایی اتخاذ کنند؛ که تأثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت دارد (بیکر و همکاران، ۲۰۰۷). پژوهش‌ها نشان می‌دهند که عوامل رفتاری چون اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران ارشد بر ناکارایی سرمایه‌گذاری‌ها تأثیرگذار است و می‌توانند منجر به اتلاف منابع داخلی گردد (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۱).

یکی از مهم‌ترین برداشت‌ها از نتایج این مطالعات این است که مدیران بیش اطمینان به دلیل خوش‌بینی بیش‌ازحد، ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش‌بینی کرده و از این‌رو، بسیاری از پروژه‌ها را بیشتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری کرده و حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی^۱ منفی سرمایه‌گذاری کند. همچنین مطابق نظریه سلسله‌مراتب، هرچند منابع مالی داخلی در اولویت استفاده توسط شرکت‌ها است؛ اما وقتی مدیریت شرکت به منابع مالی داخلی زیادی دسترسی داشته باشد این منابع مالی مازاد را به دلایلی از جمله خطر اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌نماید که دارای بازده کافی نبوده و حتی زیان ده باشند که منجر به اتلاف منابع می‌گردد (مل مندیرو و همکاران، ۲۰۰۵).

از سوی دیگر در زمان عدم دسترسی شرکت به منابع مالی داخلی، توانایی یک بنگاه در دسترسی به تأمین مالی خارجی عاملی کلیدی در توسعه، رشد و بقاء آن است. طبق مطالعه آگیون^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۷)، دسترسی بنگاه‌ها به تأمین مالی خارجی قدرت رقابت‌پذیری آن‌ها را افزایش می‌دهد. با این حال مدیران بیش اطمینان اعتقاد دارند که تأمین مالی خارج از شرکت هزینه‌بر بوده و این موضوع باعث کاهش تمایل آن‌ها برای استفاده از تأمین مالی آتی خارج از شرکت و اتکای آن‌ها بر منابع داخلی برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌شود.

لذا تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام‌یک از روش‌های تأمین مالی استفاده نمایند، از عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، در ماندگی مالی و... تأثیرپذیر است. علاوه بر این فاکتورها و عوامل موجود در شرکت‌ها، برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جز عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های شرکت به حساب می‌آید (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴).

بنابراین طبق مبانی نظری گفته‌شده، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران، به دلیل تمایل آن‌ها به انجام سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌تواند باعث استفاده بیش‌ازحد آن‌ها از منابع مالی داخلی گردیده و از سوی دیگر به دلیل محدودیت منابع مالی داخلی و عدم تکاپوی آن‌ها برای پوشش نیازهای مالی شرکت‌ها، مدیران بیش اطمینان را وادار به استفاده بیش‌ازحد از منابع مالی خارج از سازمان نماید. به همین دلیل فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر بیان شده‌اند:

فرضیه اول: اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت تأثیر دارد.
فرضیه دوم: اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت تأثیر دارد.

پیشینه تحقیق

استولز^{۱۲} و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «بیش اطمینانی مدیران و مدیریت سود»، به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و شیوه‌های ذخیره زیان در صنعت بیمه اموال و بدهی‌ها در ایالات متحده پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۱-۲۰۱۴ در ۳۱۷ شرکت در ایالات متحده آمریکا انجام گرفته و تحلیل‌ها با استفاده از روش رگرسیون چندگانه انجام شده است. شواهد قوی وجود دارد که نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیران اجرایی به طور قابل توجهی با ذخایر نسبتاً کم هزینه‌ها ارتباط دارد و به درآمدهای گزارش شده نسبتاً بالا منجر می‌شود. این یافته با پیش‌بینی‌های نظری مطابقت دارد که نشان می‌دهد مدیران با اطمینان بیش از حد، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد ارزیابی کرده و زیان‌ها را دست کم گرفته‌اند.

یانگ^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۹) طی بازه زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۵ با بررسی داده‌های ۲۴۸ شرکت در بورس شانگهای چین به بررسی روابط بین بیش اعتمادی مدیران، کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی پرداختند نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بیش اعتمادی مدیران منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری) می‌گردد. همچنین بیش اعتمادی مدیران در زمان دسترسی به منابع مالی داخلی منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌گردد.

فوستر^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۶) طی بازه زمانی ۲۰۱۱-۲۰۰۲ در تحقیقی اثر اعتماد به نفس بیش از اندازه مدیران بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها را با در نظر گرفتن میزان سطح مالکیت دولتی بررسی کردند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بیش اعتمادی مدیران تأثیر معنادار و منفی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت دارد هر چند سطح مالکیت دولتی بالاتر می‌تواند این اثر منفی را تا حدودی تعدیل نماید. بررسی‌های بیشتر نشان داد که بیش اعتمادی مدیران منجر به اهرم مالی پایین‌تر می‌گردد که این مسئله نیز نشان‌دهنده تمایل بیشتر مدیران بیش اعتماد به استفاده از منابع مالی داخلی شرکت در انجام سرمایه‌گذاری‌ها است.

باهاراتی^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان اعتماد به نفس مدیریت و بازده سهام بیان می‌کنند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت‌ها همیشه به عنوان یک عامل منفی تلقی نمی‌شود چون موفقیت شرکت‌هایی که دارای مدیران بیش اعتماد هستند از سایر شرکت‌ها بیشتر است زیرا آن‌ها برای تداوم فعالیت‌های شرکت خود دوره طولانی‌تری اختصاص می‌دهند، این گونه مدیران در رابطه با هزینه‌های سرمایه‌گذاری بسیار امیدوار بوده و به فروش سهام فکر نمی‌کنند. بنابراین شروع به سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند و از تأمین‌های مالی داخلی بیشتری استفاده می‌کنند. آن‌ها همچنین به فکر توسعه و گسترش و نوآوری‌های بیشتر هستند که این عوامل موجب می‌شود شرکت آن‌ها ارزش بیشتری کسب کند و بازده آن شرکت افزایش یابد.

دشماخ^{۱۶} و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی اثر بیش اعتمادی مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت را بررسی کردن آن‌ها به این نتیجه رسیدند که مدیران دارای اعتماد بیش از حد به دلیل اینکه دارای تأمین مالی خارجی به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت را پرهزینه می‌دانند، در صورت نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر در آینده، سود نقدی کمتری تقسیم می‌کنند، همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های دارای رشد کمتر و وجوه نقد کمتر، این رابطه منفی شدیدتر است. این بررسی نشان می‌دهد که مدیران بیش اعتماد برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها، بیشتر بر تأمین مالی داخلی اتکا دارند.

جیانگ^{۱۷} و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیقی اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس چین بر ساختار سررسید بدهی‌ها را با استفاده از ۳۹۶۹ داده (شرکت - سال) طی دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۰۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که بیش اعتمادی مدیران بر تصمیمات مالی شرکت‌های مؤثر بوده و ارتباط معناداری بین بیش اعتمادی مدیران و ساختار بدهی‌ها برقرار است.

ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) در پژوهشی ارتباط بین اطمینان به نفس بیش از اندازه مدیران و تصمیمات تأمین مالی را با بررسی داده‌های ۹۵۵۵ سال-شرکت ژاپنی طی بازه زمانی ۲۰۰۸-۱۹۹۸ 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.

مل مندیرو و همکاران (۲۰۰۸) در بررسی رفتار مدیران دریافتند که خصوصیات شخصی آن‌ها، به ویژه اعتماد بیش از حد مدیریتی، ممکن است به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود و این مدیران خوش بین به طور معناداری حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد به ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. نتایج آن‌ها نشان داد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

ساعدی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهش خود با عنوان «بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر بازده و ریسک غیر سیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران» با بررسی داده‌های ۱۴۲ شرکت با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی طی دوره هشت ساله ۱۳۹۵-۱۳۸۸، نشان دادند که مدیران بیش اعتماد هم باعث افزایش بازده سهام می‌شوند و هم ریسک بیشتری تقبل می‌کنند. آن‌ها دلیل این مسئله را سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و رفتار جسورانه آن‌ها در به حداقل رساندن منابع مالی راکد شرکت و استفاده حداکثری از منابع مالی خارج از شرکت می‌دانند.

فرید و همکاران (۱۳۹۷) به «بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت» با استفاده از داده‌های ۸۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۰ پرداختند آن‌ها در این فرضیه‌های تحقیق را با تکنیک آماری رگرسیون داده‌های ترکیبی، مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. علاوه بر این نوع تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد.

دموری و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادر تهران» داده‌های ۷۵ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ با تکنیک آماری رگرسیون داده‌های تابلویی مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سیاست‌های تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. علاوه بر این سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی اثر بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی را با استفاده از داده ۱۲۷ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد از یک سو رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود داشته و از سوی دیگر بیش اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان‌های نقدی عملیاتی جاری را در شرکت ذخیره می‌کنند. این یافته‌ها مطابق با این دیدگاه است که مدیران بیش اطمینان هزینه‌های تأمین مالی آتی خارج از شرکت را بیش از اندازه تلقی می‌کنند بنابراین، سعی می‌کنند با نگهداری وجه نقد، سرمایه‌گذاری‌های پیش رو را از منابع داخلی شرکت تأمین مالی کنند.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان «تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفستگی مالی» به بررسی داده‌های ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۳ پرداختند، نتایج بررسی فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که میزان آشفستگی مالی شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دارای اعتماد به نفس بیش از حد هستند به‌طور معناداری بیشتر از آشفستگی مالی شرکت‌هایی است که مدیران آن‌ها فاقد اعتماد به نفس بیش از حد هستند که این نتیجه، نشان‌دهنده تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت است.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۳) طی مقاله‌ای با عنوان بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی نمونه‌ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مطالعه شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد طی دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شده است.

با وجود پژوهش‌های متعددی که در حوزه بیش اعتمادی مدیران و تأمین مالی انجام شده، پژوهشی که به صورت مستقیم به بررسی رابطه هم‌زمان این پارامترها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته باشد، مشاهده نشد. با این وجود، در اینجا به پاره‌ای از پژوهش‌های تجربی پرداخته شد که به نحوی با موضوع پژوهش ارتباط پیدا می‌کردند. افزون بر این، برخی از پژوهش‌ها به منظور ایجاد پشتوانه برای به کارگیری متغیرهای این پژوهش بیان شده است.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت از نوع توصیفی-همبستگی است. زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می‌کند. از نظر هدف نیز از نوع

پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود. هدف پژوهش‌های کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. قلمرو موضوعی پژوهش بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر تأمین مالی در شرکت‌ها است که جزء حوزه پژوهش‌های مدیریت مالی و حسابداری مالی محسوب می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

با توجه به اینکه داده‌های پژوهش حاضر از نوع ترکیبی است، برای انتخاب بین داده‌های تابلویی با اثرها و بدون اثرها از آزمون F لیمر استفاده شده است. در صورت انتخاب داده‌های تابلویی با اثرها از آزمون هاسمن استفاده می‌شود تا مشخص شود اثرها تصادفی هستند یا ثابت. همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل اثر و روابط بین متغیرهای نمونه از آزمون F فیشر، آزمون معناداری t و ضریب تعیین تعدیل شده استفاده شده است. برای آزمون خودهمبستگی از آماره دورین - واتسون استفاده می‌شود. در نهایت برای محاسبه متغیرهای پژوهش و انجام آزمون‌های بالا از نرم‌افزار صفحه گسترده Excel و Eviews استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. نمونه انتخابی به صورت حذفی انتخاب می‌گردند به این معنی که همه شرکت‌ها مورد بررسی قرار خواهند گرفت و شرکت‌هایی به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند که تمامی شرایط زیر را دارا باشند:

- (۱) حداقل در ابتدای سال ۱۳۹۰ به عضویت بورس اوراق بهادار تهران درآمده باشند.
- (۲) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، دوره مالی شرکت‌ها، منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- (۳) اطلاعات مالی آن‌ها از جمله صورت‌های مالی و گزارش فعالیت‌های هیئت مدیره در دسترس باشد.
- (۴) شرکت‌ها از نوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه به دلیل ماهیت متفاوت آن‌ها نباشند.
- (۵) وقفه معاملاتی بیشتر از ۴ ماه نداشته باشند.

با اعمال شرایط فوق فهرست نهایی شامل ۱۳۹ شرکت به دست آمد و بر این اساس اطلاعات مربوط به نمونه در طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ (۹۷۳ سال - شرکت) در دسترس قرار گرفت.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آن‌ها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آن‌ها پرداخته می‌شود. الگوهای استفاده شده در این تحقیق برگرفته از مقاله وان^{۱۸} و همکاران (۲۰۰۴) و یانگ^{۱۹} و همکاران (۲۰۱۹) است: برای آزمون فرضیه اول تحقیق که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر تأمین مالی داخلی می‌پردازد از مدل (۱) استفاده می‌شود.

$$Intern = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \sum Control + \varepsilon \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه دوم که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر تأمین مالی خارج از سازمان می‌پردازد از مدل (۲) استفاده می‌شود.

$$External = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \sum Control + \varepsilon \quad (2)$$

متغیرهای وابسته

تأمین مالی خارج از سازمان

تأمین مالی خارج از سازمان

$$external = ND_{i,t} = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

تأمین مالی داخل سازمان

$$INTERN_{i,t} = \frac{\text{نسبت سود انباشته}}{\text{نسبت سود انباشته}} = \frac{\text{سود انباشته}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

متغیرهای مستقل

اعتماد به نفس بیش از حد

Confidence = $OC_{i,t}$: معیار اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت‌ها بوده و به پیروی از هوانگ^{۲۰} و

همکاران (۲۰۱۱) از طریق تفاوت سود پیش‌بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی محاسبه می‌شود. اگر در طول دوره مورد مطالعه تعداد دفعاتی که مدیران سود را بیش از واقع پیش‌بینی می‌کنند بیشتر از تعداد دوره‌های باشد که سود را کمتر از واقع پیش‌بینی می‌کنند مدیریت دارای اعتماد بیش از اندازه بوده و متغیر OC مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترلی

$EPS_{i,t}$ = سود هر سهم

$CF_{i,t}$ = عبارت است از جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال t تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال t

$TOP10_{i,t}$ = مجموع درصد سهام ده سهامدار عمده

$Growth_{i,t-1}$ = نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که از محاسبه نرخ رشد درآمد سالانه شرکت i در

سال t-1 به دست می‌آید.

$Lev_{i,t-1}$ = اهرم مالی شرکت i در سال t-1 بوده و میزان توانایی مالی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها را نشان می‌دهد.

$Cash_{i,t-1}$ = وجه نقد نگهداری شده شرکت بوده و برابر است با مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت‌های شرکت

i در سال t-1 تقسیم بر میانگین دارایی‌ها در سال t-1 که میزان نقدینگی و توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت را نشان

می‌دهد.

$Size_{i,t-1}$ = لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ است. از این متغیر می‌توان برای کنترل ریسک استفاده کرد. اندازه شرکت یک عامل مهم است که سیاست بدهی شرکت‌ها و در نتیجه ریسک شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. $Return_{i,t-1}$ = بازده سالانه سهام شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با مجموع تفاوت قیمت سهام، سود نقدی هر سهم، حق تقدم و سهام جایزه در یک دوره مالی تقسیم بر قیمت اول دوره مالی $Age_{i,t-1}$ = لگاریتم طبیعی سال‌های فعالیت شرکت است.

$MBV_{i,t-1}$ = برابر است با نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری سهام شرکت

$ROA_{i,t-1}$ = نسبت سود عملیاتی بر جمع دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ است.

یافته‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مطالعه شده و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. در این بخش، وضعیت داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی بررسی می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که میانگین تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت به عنوان یکی از متغیرهای وابسته تحقیق ۰/۱۶۱ و میانه آن ۰/۱۵۴ است. انحراف معیار این متغیر ۰/۱۶۹ و چولگی و کشیدگی آن به ترتیب ۰/۳۹- و ۴/۰۶۱ است. در حالی که میانگین تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت به عنوان دیگر متغیر وابسته تحقیق برابر با ۰/۵۶۸ بوده و میانه و انحراف معیار آن به ترتیب ۰/۵۸۰ و ۰/۱۷۷ است. با توجه به اینکه در محاسبه هر دو متغیر در مخرج کسر از مجموع کل دارایی‌ها استفاده شده است لذا این موضوع نشان می‌دهد که به طور کلی میزان استفاده شرکت‌ها از تأمین مالی خارج از شرکت از تأمین مالی داخلی بیشتر است. همچنین میانگین، میانه و انحراف از معیار متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران به ترتیب ۰/۴۶۰، ۰/۰۰۰ و ۰/۴۹۸ است. بررسی‌های بیشتر در خصوص متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که بیشترین میزان میانگین، میانه و انحراف معیار مربوط به متغیر سود هر سهم است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق

متغیر	متغیرها و تعداد مشاهدات		شاخص‌های مرکزی					شاخص‌های پراکندگی	
	میانگین	انحراف معیار	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	میانگین	انحراف معیار
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	۰/۱۶۱	۰/۱۵۴	۰/۱۶۹	۰/۰۳۹-	۴/۰۶۱	۰/۳۹۳-	۰/۶۱۹	Intern	۹۷۳
تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت	۰/۵۶۸	۰/۵۸۰	۰/۱۷۷	۰/۳۲۵-	۲/۴۵۵	۰/۱۴۵	۰/۹۱۲	External	۹۷۳
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	۰/۴۶۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸	۰/۱۵۸	۱/۰۲۵	۰	۱	OC	۹۷۳
سود هر سهم	۰/۸۲۳	۰/۴۵۱	۱۱۲۷	۲/۴۲۳	۱۰/۳۴۱	-۵۱۹	۶۳۲۹	EPS	۹۷۳
جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۰/۱۴۷	۰/۱۲۵	۰/۱۵۱	۰/۸۱۱	۴/۳۹۴	-۰/۲۰۳	۰/۶۵۸	CF	۹۷۳

متغیرها و تعداد مشاهدات		شاخص‌های مرکزی					شاخص‌های پراکندگی		متغیر
متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	انحراف استاندارد	سهمی	سهمی	سهمی	سهمی	
مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده	TOP10	۹۷۳	۷۸/۲۸	۸۳/۰۰	۱۷/۷۸	-۱/۴۱۱	۴/۹۷۹	۱۴/۰۸	
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	Growth	۹۷۳	۰/۱۸۹	۰/۱۵۴	۰/۳۲۸	۰/۹۸۱	۵/۲۴۹	-۰/۴۷۱	
اهرم مالی	Lev	۹۷۳	۰/۵۷۰	۰/۵۸۵	۰/۱۷۳	-۰/۳۷۰	۲/۵۰۲	۰/۱۴۷	
وجه نقد نگهداری شده شرکت	Cash	۹۷۳	۰/۰۶۸	۰/۰۴۲	۰/۰۷۵	۲/۱۷۰	۷/۸۵۳	۰/۰۰۱	
اندازه شرکت	Size	۹۷۳	۱۴/۰۳۳	۱۳/۸۳۰	۱/۵۳۹	۰/۸۷۸	۳/۹۶۱	۱۱/۰۹۰	
بازده سالانه سهام شرکت	Return	۹۷۳	۰/۴۹۱	۰/۲۰۳	۰/۸۷۸	۲/۰۵۸	۷/۷۶۲	-۰/۴۹۸	
عمر شرکت	Age	۹۷۳	۳/۵۴۸	۳/۶۶۳	۰/۴۰۰	-۰/۵۶۳	۲/۲۹۳	۲/۵۶۴	
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	MBV	۹۷۳	۲/۶۰۳	۲/۱۲۶	۱/۷۵۱	۲/۲۴۵	۹/۷۳۲	۰/۵۱۶	
بازده دارایی‌ها	ROA	۹۷۳	۰/۱۴۵	۰/۱۲۶	۰/۱۲۷	۰/۶۲۵	۳/۵۵۱	-۰/۱۴۸	

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته تحقیق

روش حداقل مربعات معمولی بر این فرض استوار است که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال است و توزیع غیر نرمال آن‌ها منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها می‌شود. در مطالعه حاضر موضوع فوق از طریق آماره جارکیو- برا^{۲۱} مورد بررسی قرار می‌گیرد. داده‌های جدول ۲ بیانگر این است که متغیرهای وابسته تحقیق از توزیع نرمال برخوردار نیست. برای نرمال‌سازی داده‌ها از تابع انتقال تابع جانسون بهره گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون جارکیو- برا بعد از فرآیند نرمال‌سازی داده‌ها به شرح جدول ۳ است. با توجه به نتایج از آنجایی که بعد از نرمال‌سازی داده‌ها سطح اهمیت آماره جارکیو- برا متغیرهای وابسته تحقیق به بالاتر از ۰/۰۵ افزایش پیدا کرده بنابراین متغیرهای وابسته بعد از فرآیند نرمال‌سازی، دارای توزیع نرمال هستند.

جدول ۲. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته تحقیق

متغیر	آماره جارکیو- برا	سطح اهمیت
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	۴۵/۹۱۱	۰/۰۰۰۰
تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت	۲۹/۱۸۳	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۳. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال‌سازی

متغیر	آماره جارکیو- برا	سطح اهمیت
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	۱/۰۸۶	۰/۵۸۰۷
تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت	۲/۹۵۰	۰/۲۲۸۷

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

در این مطالعه برای آزمون مانایی متغیرها از آماره «لویین لین و چو» بهره گرفته شده است. بررسی مقادیر آماره‌های آزمون لویین، لین و چو و سطح معناداری آن‌ها جدول ۴ نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح ۹۵ درصد مانا هستند. از این رو نیازی به آزمون هم جمعی نبوده و مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت.

جدول ۴. آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

سطح معناداری	آماره محاسبه شده	متغیر
۰/۰۰۰۰	-۳۸/۸۹۰	تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت
۰/۰۰۰۰	-۲۵/۳۳۵	تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت
۰/۰۰۰۰	-۶/۱۴۷	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران
۰/۰۰۰۰	-۱۱۷/۸۱	سود هر سهم
۰/۰۰۰۰	-۷۱/۹۹۵	جریان نقد حاصل از جریان‌های نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰۰	-۱۶۸/۵۶	مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده
۰/۰۰۰۰	-۵۰/۸۹۶	فرصت‌های سرمایه گذاری
۰/۰۰۰۰	-۱۷/۵۰۳	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰	-۴۹/۹۷۳	وجه نقد نگهداری شده شرکت
۰/۰۰۰۰	-۳۳۳۲/۸	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	-۲۲/۹۰۱	بازده سالانه سهام شرکت
۰/۰۰۰۰	-۷۰/۵۸۴	عمر شرکت
۰/۰۰۰۰	-۴۸/۵۵۸	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
۰/۰۰۰۰	-۳۶/۱۵۰	بازده دارایی‌ها

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها

در پژوهش حاضر از آزمون دوربین - واتسون برای تشخیص وجود یا عدم وجود خودهمبستگی استفاده شده است. با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل‌ها مشخص شد این مدل‌ها دارای خودهمبستگی نیستند. نتایج در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. آزمون عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها

آماره دوربین واتسون	حدود عدم خودهمبستگی	مدل
۱/۶۶۱	$1/5 < DW < 2/5$	مدل فرضیه ۱
۱/۹۲۷	$1/5 < DW < 2/5$	مدل فرضیه ۲

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

یکی از فرضیه‌های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس باقیمانده‌ها است. برای بررسی این فرض در این پژوهش از آزمون بارتلت استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌ها است که اگر مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد می‌شود. با توجه به نتایج آزمون بارتلت و سطح معناداری آن که در جدول شماره ۶ به دست آمده برای مدل فرضیه اول تحقیق همسانی واریانس‌ها تأیید می‌گردد در مورد

مدل فرضیه دوم تحقیق از آنجا که سطح معناداری از ۰/۰۵ کمتر است، لذا فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای رفع این مشکل از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای مدل دوم استفاده شده است.

جدول ۶. بررسی ناهمسانی واریانس مدل

مدل	آماره پارتلت	نتیجه آزمون
مدل فرضیه ۱	(۰/۵۱۳۵)	همسانی واریانس‌ها
مدل فرضیه ۲	(۰/۰۱۴۹)	ناهمسانی واریانس‌ها

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

همان‌طور که در جدول ۷ مشاهده می‌شود، با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که سطح معناداری این آزمون برای همه مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، همسانی عرض از مبدأها رد شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین با توجه به نتایج حاصل از آزمون هاسمن، از آنجایی که مقدار معناداری این آزمون برای همه مدل‌ها نیز کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین در برآورد مدل‌ها لازم است روش اثرات ثابت بکار برده شود.

جدول ۷. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل فرضیه اصلی ۱	آزمون F لیمر	F	۳/۹۹۲	۰/۰۰۰	داده‌های پانل با اثرات ثابت
	آزمون هاسمن	χ^2	۴۹/۴۱۰	۰/۰۰۰	
مدل فرضیه اصلی ۲	آزمون F لیمر	F	۱/۴۷۶	۰/۰۱۰	داده‌های پانل با اثرات ثابت
	آزمون هاسمن	χ^2	۷۵/۱۷۱	۰/۰۰۰	

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق به صورت زیر بیان شده است:

«اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت تأثیر دارد.»

طبق جدول شماره ۸، با در نظر گرفتن نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن، برای آزمون این فرضیه از رویکرد داده‌های تابلویی با آثار ثابت استفاده شده است.

در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جار کوجرا بعد از فرآیند نرمال‌سازی گویای آن است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند همچنین میزان آماره دوربین-واتسون نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص مدل است.

نتایج بررسی‌ها در جدول شماره ۸ نشان می‌دهد که با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به طور هم‌زمان بین متغیر مستقل با متغیر وابسته

رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۹۴ است که نشان می‌دهد ۹۴ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. همچنین سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران» کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن منفی است بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت رابطه معکوس و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت وجود دارد به طوری که با افزایش اعتماد به نفس مدیران، تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت کاهش می‌یابد. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که تأمین مالی داخلی دارای رابطه مستقیم و معناداری با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت است یعنی هر چه سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت بیشتر باشد تأمین مالی داخلی نیز بیشتر خواهد شد. بررسی‌های بیشتر با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل نشان می‌دهد که متغیرهای سود هر سهم، بازده سالانه سهام شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها، رابطه‌ای مثبت و معنادار با تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت و متغیرهای جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با آن رابطه‌ای منفی و معنادار هستند. رابطه منفی فرصت سرمایه‌گذاری با تأمین مالی داخلی می‌تواند ناشی از عدم کفایت منابع مالی داخلی برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها باشد.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل فرضیه ۱ تحقیق

متغیر وابسته: تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P -Value	VIF
ضریب ثابت	۰/۰۴۵	۰/۸۳۴	۰/۴۰۴۳	-
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	-۰/۰۰۷	-۶/۰۳۷	۰/۰۰۰۰	۱/۳۷۶
سود هر سهم	۰/۰۰۰۱	۱۰/۲۱۵	۰/۰۰۰۰	۱/۷۹۶
جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	-۰/۰۴۳	-۶/۵۱۵	۰/۰۰۰۰	۱/۳۲۶
مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده	۰/۰۰۰۲	۱/۱۲۳	۰/۲۶۱۴	۱/۰۹۴
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۰۲۴	-۴/۹۸۵	۰/۰۰۰۰	۱/۴۹۴
اهرم مالی	-۰/۱۵۰	-۱۲/۷۹۳	۰/۰۰۰۰	۱/۲۲۴
وجه نقد نگهداری شده شرکت	۰/۰۷۲	۳/۷۴۷	۰/۰۰۰۲	۱/۱۲۱
اندازه شرکت	۰/۰۱۴	۲/۳۴۶	۰/۰۱۹۲	۲/۹۲۱
بازده سالانه سهام شرکت	۰/۰۰۵	۶/۳۰۲	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۹
عمر شرکت	-۰/۰۳۲	-۱/۱۱۹	۰/۲۶۳۴	۳/۰۲۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۶	-۶/۲۷۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۹۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۶۵۴	۲۲/۵۸۴	۰/۰۰۰۰	۲/۵۹۲
ضریب تعیین مدل ۰/۹۴۳۶				
آماره F مدل (P -Value)	۹۱/۷۳۱ (۰/۰۰۰۰)	آماره Jarque-Bera (P -Value)	۱۹/۹۵۷ (۰/۰۰۰۰)	
آماره بارتلت (P -Value)	۳/۲۷۱ (۰/۵۱۳۵)	آماره دورین واتسن	۱/۶۶۱	

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق به صورت زیر بیان شده است:

«اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت تأثیر دارد.»

طبق جدول شماره ۹، با در نظر گرفتن نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن، برای آزمون این فرضیه نیز از رویکرد داده‌های تابلویی با آثار ثابت استفاده شده است.

در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جارکو- برا بعد از فرآیند نرمال‌سازی گویای آن است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند همچنین میزان آماره دوربین- واتسون نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص مدل است. در مورد مدل این فرضیه از آنجا که سطح معناداری آماره بارتلت از ۰/۰۵ کمتر است، لذا وجود همسانی واریانس رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای رفع این مشکل از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

جدول ۹. نتایج برآورد مدل فرضیه ۲ تحقیق

متغیر وابسته: تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	VIF
ضریب ثابت	۰/۶۳۴	۵/۴۹۳	۰/۰۰۰۰	-
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	۰/۰۰۵	۲/۲۹۷	۰/۰۲۱۹	۱/۳۳۷
سود هر سهم	-۰/۰۰۰۱	-۲/۱۳۱	۰/۰۳۳۴	۱/۷۱۸
جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۰/۰۰۳	۰/۳۴۷	۰/۷۲۸۰	۱/۳۶۳
مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده	۰/۰۰۱	۴/۷۲۳	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۲
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۶	۰/۸۵۲	۰/۳۹۴۳	۱/۶۱۹
اهرم مالی	۰/۳۵۵	۸/۰۴۳	۰/۰۰۰۰	۱/۲۴۴
وجه نقد نگهداری شده شرکت	-۰/۰۸۸	-۲/۵۰۸	۰/۰۱۲۳	۱/۲۷۴
اندازه شرکت	-۰/۰۱۴	-۱/۳۸۱	۰/۱۶۷۴	۲/۵۲۱
بازده سالانه سهام شرکت	-۰/۰۰۱	-۰/۶۴۱	۰/۵۲۱۵	۱/۰۷۵
عمر شرکت	-۰/۰۳۳	-۰/۹۴۷	۰/۳۴۳۷	۲/۶۶۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۱۴	۱۰/۴۹۶	۰/۰۰۰۰	۱/۱۷۲
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰/۴۷۸	-۱۸/۲۹۰	۰/۰۰۰۰	۲/۶۰۳
ضریب تعیین مدل ۰/۹۳۶۱				
آماره F مدل	۸۰/۳۴۴	آماره Jarque-Bera	۱۷/۷۷۸	
(P-Value)	(۰/۰۰۰۰)	(P-Value)	(۰/۰۰۰۱)	
آماره بارتلت	۱۲/۳۴۸	آماره دوربین واتسن	۱/۹۲۷	
(P-Value)	(۰/۰۱۴۹)			

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به طور هم‌زمان بین متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر $0/93$ است که نشان می‌دهد 93 درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. با توجه به نتایج، ارائه شده در جدول ۹ و سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران» می‌توان گفت رابطه مستقیم و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت وجود دارد به طوری که بالا بودن اعتماد به نفس مدیران شرکت را به سمت تأمین مالی برون‌سازمانی سوق داده و در نتیجه میزان منابع تأمین شده از خارج از شرکت افزایش می‌یابد. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان 95 درصد تأیید می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که وجه نقد نگهداری شده در شرکت رابطه منفی و معناداری با تأمین مالی خارج از شرکت دارد یعنی با کاهش سطح وجه نقد شرکت، تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت افزایش می‌یابد. بررسی‌های بیشتر با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل نشان می‌دهد که متغیرهای اهرم مالی، مجموع درصد 10 سهامدار عمده و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه‌ای مثبت و معنادار با تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت و متغیر نرخ بازده دارایی‌ها با آن دارای رابطه منفی و معنادار است. با توجه به اینکه اهرم مالی شرکت به نوعی نشان‌دهنده میزان استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت است لذا رابطه مثبت اهرم مالی با تأمین مالی خارج از شرکت مطابق با تئوری‌های نظری مربوطه است.

بحث و نتیجه‌گیری

شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی مواجه هستند. طبق نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی شرکت، تأمین مالی درون‌سازمانی را به تأمین مالی برون‌سازمانی ترجیح می‌دهد، باین حال این وضعیت تا زمانی می‌تواند صادق باشد که تصمیمات تأمین مالی مدیران کاملاً عاقلانه و به‌دوراز هرگونه سوگیری باشد. یکی از عواملی که می‌تواند باعث رفتار ریسک‌پذیرانه مدیران گردد و تصمیمات منطقی آن‌ها را تحت شعاع قرار دهد ویژگی‌های شخصیتی مدیران و از مهم‌ترین آن‌ها اعتماد به نفس بیش از حد به عنوان یکی از تورش‌های رفتاری است. به دلیل اهمیت این موضوع در پژوهش حاضر به بررسی رابطه بیش اعتمادی به عنوان یک ویژگی شخصیتی مدیران و سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است.

در فرضیه اول تحقیق تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت بررسی شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از تخمین داده‌های تلفیقی به روش رگرسیون با اثرات ثابت نشان می‌دهد که رابطه معکوس و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی وجود دارد به این مفهوم که با افزایش اعتماد به نفس مدیران، تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت کاهش می‌یابد. این مسئله می‌تواند ناشی از این امر باشد که مدیران بیش اعتماد، میل به انجام مخارج و سرمایه‌گذاری بیشتر دارند و به دلیل عدم کفایت منابع مالی داخلی، مجبور به استفاده از منابع مالی خارج از شرکت می‌گردند. این نتایج تضمینی برای پیش‌بینی‌های تئوری است که بیان کرده بودند که اعتماد به نفس بیش از حد باعث ایجاد رفتار جسورانه در مدیران گردیده و باعث می‌شود که آن‌ها به دلیل اعتماد بیش از حد به

تصمیمات خود حتی در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی نیز سرمایه‌گذاری نمایند. (هیتون، ۲۰۰۲ و مل مندیرو همکاران، ۲۰۰۵) نتایج به دست آمده از تحلیل این فرضیه مطابق با نتیجه پژوهش فوستر و همکاران (۲۰۱۶) و ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) بوده و مغایر با نتایج پژوهش‌های باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) و همچنین دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) مبنی بر اولویت و اهمیت منابع مالی داخلی در تأمین مالی شرکت‌ها است. علاوه بر این بررسی‌های بیشتر در خصوص نتایج این فرضیه نشان می‌دهد که متغیرهای سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، سود هر سهم، اندازه شرکت، بازده سالانه سهام شرکت، نرخ بازده دارایی‌ها با تأمین مالی داخلی رابطه مستقیم و معنادار و همچنین متغیرهای جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، دارای رابطه معکوس و معنادار با تأمین مالی داخلی هستند.

در فرضیه دوم تحقیق تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت بررسی شده است. نتایج بررسی‌های در خصوص نتایج این فرضیه نیز نشان می‌دهد که رابطه مستقیم و معنادار میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت وجود دارد به طوری که بالا بودن اعتماد به نفس مدیران، شرکت را به سمت تأمین مالی برون‌سازمانی سوق داده و در نتیجه میزان منابع تأمین شده از خارج شرکت افزایش می‌یابد. این نتیجه با توجه به هزینه‌های بهره پرداختی برای تأمین مالی خارج از سازمان می‌تواند به دلایلی از جمله ریسک‌پذیری بالای مدیران بیش اعتماد و رفتار جسورانه آن‌ها در به حداقل رساندن منابع مالی را کد شرکت و استفاده حداکثری از منابع مالی خارج از شرکت و کمبود منابع مالی داخلی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جهت پیشبرد اهداف شرکت‌ها باشد. نتیجه این فرضیه با نتیجه تحقیقات ساعدی و همکاران (۱۳۹۸). مطابقت داشته و با نتیجه تحقیق کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۶) مغایر است. همچنین بررسی‌های بیشتر در خصوص متغیرهای کنترلی این فرضیه نشان داد که مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده، اهرم مالی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارای رابطه مستقیم و معنادار و متغیرهای سود هر سهم، وجه نقد نگهداری شده شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها دارای رابطه معکوس و معنادار با تأمین مالی خارج از سازمان هستند.

با توجه به نتایج پژوهش به طور کلی به استفاده کنندگان از گزارش‌های مالی از جمله هیئت مدیره شرکت‌ها و اعتباردهندگان توصیه می‌گردد علاوه بر بررسی اطلاعات مالی شرکت‌ها سایر متغیرهای مهم از جمله ویژگی‌های شخصی مدیران را نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و این نکته را مدنظر داشته باشند که هر چند مطابق با نظریه سلسله مراتب تأمین مالی مایرز (۱۹۸۴) اولویت تأمین مالی برای پیشبرد برنامه‌ها و امور شرکت‌ها منابع مالی داخلی هستند اما بیش اعتمادی باعث می‌شود که مدیران منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته شده خود را نادرست تعبیر و تفسیر کنند. به همین دلیل مدیران بیش اطمینان ممکن است برخلاف انتظار، با وجود ریسک در تأمین مالی خارج از شرکت، متمایل به این نوع از تأمین مالی گردند؛ و در نهایت باعث افزایش هزینه‌های مالی شرکت و کاهش سودآوری آن گردند.

طی انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده و تازه تری از یک موضوع نمایان می شود که می تواند نقطه آغازینی برای مطالعات بعدی باشد. با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و محدودیت های آن، پیشنهاد های زیر برای انجام پژوهش های بعدی پیشنهاد می شود.

۱- اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر عملکرد، سود، ساختار سرمایه و سایر متغیر های مالی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

۲- با توجه به جایگاه خاص حوزه مالی رفتاری در مباحث علمی، سایر ویژگی های شخصیتی مدیران و تأثیر آن ها بر شرکت ها به عنوان یک موضوع بین رشته ای توسط محققین اقتصاد، مالی، روانشناسی و... مطالعه گردد.

۳- با توجه به اینکه بانک ها و سایر شرکت های واسطه گری مالی از نمونه ی پژوهش حذف شده بودند، پیشنهاد می شود در آینده تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران را در این گروه از شرکت ها بررسی کنند.

۴- بررسی مجدد موضوع پژوهش با در نظر گرفتن نوع صنعت.

یادداشت ها:

1. Bertrand and Schoar
2. Whitaker
3. Huang
4. Modigliani & Miller
5. Myers
6. Jefferson
7. Personality
8. Fahlenbrach
9. Scott
10. NPV
11. Agkion
12. Stölzle
13. Ying
14. Foster
15. Bharati
16. Deshmuch
17. Jiang
18. Wen
19. Ying
20. Huang, Jiang, Liu & Zhang
21. Jarque- Bera

منابع

- احمدی، محمد رمضان؛ قلمبر، محمد حسین؛ درسه، سید صابر. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۱(۴۱)، ۱۲۳-۹۳.
- اسکات، ویلیام. (۱۳۹۰). *تئوری حسابداری مالی*، جلد اول، (چاپ سوم). ترجمه علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه.
- تهرانی، رضا (۱۳۹۱). *مدیریت مالی*، تهران، انتشارات نگاه دانش.
- جعفری صمیمی، احمد؛ خزائی، ایوب؛ منتظری شور کجالی، جلال. (۱۳۹۲). بررسی اثر روش تأمین مالی بر رشد سودآوری بنگاه ها در ایران. *فصلنامه علمی - پژوهشی راهبرد اقتصادی*، ۲(۷)، ۱۰۶-۸۱.
- چاوشی، کاظم و رستگار، محمد و میرزائی، محسن (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۸(۲۵)، ۴۱-۲۹.
- حساس یگانه، حبیبی؛ مرفوع، محمد؛ نقدی، معصومه. (۱۳۹۶). رابطه دقت پیش بینی سود با کارایی سرمایه گذاری. *فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۴(۵۴)، ۶۵-۴۵.
- دستگیر، محسن؛ میرکی، فواد؛ کاظمی نوری، سیده. (۱۳۹۳). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر آشفستگی مالی. *بررسی های حسابداری*، ۱(۲)، ۵۱-۳۷.

- دموری، داریوش؛ قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۲۳(۶)، ۱۷۵-۱۵۷.
- ساعدی، رحمان؛ رضاییان، وحید (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر بازده و ریسک غیر سامانمند سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۱)، ۱۰۰-۷۹.
- عرب صالحی، مهدی؛ امیری، هادی؛ کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۶(۲۰)، ۱۲۸-۱۱۵.
- علی آقایی، محمد؛ احمدی گورجی، جلیل. (۱۳۹۴). بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیر سیاسی. *دانش حسابداری مالی*، ۲(۳)، ۲۲-۱.
- فرید، داریوش؛ قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۸)، ۱۲۶-۱۰۳.
- کاشانی پور، محمد؛ محمدی، منصور. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگر داشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹(۳)، ۳۲-۱۷.
- کردستانی، غلامرضا؛ نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده روش‌های تأمین مالی ساختار سرمایه آزمون تجربی نظریه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. *تحقیقات مالی*، ۱۰(۲۵)، ۹۰-۷۳.
- مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی؛ الهائی سحر، مهدی. (۱۳۹۳). حساسیت منابع تأمین مالی برون‌سازمانی به جریان نقدی تحت محدودیت مالی: با تأکید بر اثر جانشینی دارایی‌های ثابت. *فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۲(۴)، ۱۲۶-۱۱۱.
- میرلوحی، سید مجتبی؛ تهرانی، مصطفی؛ لطفی سیاهکل رودی، امیر؛ قسطنین رودی، معصومه. (۱۳۹۶). بررسی ساختار سرمایه و تأثیر آن بر بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۵(۲۰)، ۱۹۶-۱۷۳.

References

- Aghaee, M., Ahmadi gvrajy, J. (2015). Examine the sensitivity of investment to internal Financing and borrowings, political and non political companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 2(3), 1-22 [In Persian].
- Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee, A., Manova, K. (2007). Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity Enhancing Investment, Unpublished Manuscript. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, No. 11349.
- Ahmadi, M.R., Khlambar, M.H., Dorsah, S.S. (2019). Investigating the impact of confidence criteria over senior managers on the risk of falling stock prices in listed companies of Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting and Auditing Research*, 11(41), 93-123 [In Persian].
- Arabsalehi, M., Amiri, H., Kazemi Noori, A. (2014). The Effect of Top Executives' Overconfidence on the Investment-Cash Flow Sensitivity. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(2), 115-128 [In Persian].
- Baker, M., Ruback, R. & Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, New York, Elsevier, 86-145.
- Berry-Stölzle, T. R., Eastman, E. M., Xu, J. (2018). CEO overconfidence and earnings management: Evidence from property-liability insurers' loss reserves. *North American Actuarial Journal*, 22(3), 380-404.
- Bertrand, M., Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Journal of Economics*, 18(4), 1169-1208.
- Bharati, R., Doellman, T., Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(1), 89-110.

- Chavoshi, K., Rastegar, M., Mirzaee, M. (2015). Examination of the Relation between Managerial Overconfidence and Financing Policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 8(25), 29-41 [In Persian].
- Cooper, A. C., Woo, C. Y., Dunkelberg, W. C. (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of business venturing*, 3(2), 97-108.
- Damoori, D., Ghadakfroshan, M. (2019). Financial Policies and Investment Efficiency in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 6(4), 157-175. [In Persian].
- Dastgir, M., Miraki, F., Kazemi Noori, S. (2014). The Impact of Top Executives Overconfidence on Financial Distress. *Journal of Iranian Accounting Review*, 1(2), 37-51. [In Persian].
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- eskandar, H., moradi, M., Elhaei sahar, M. (2014). Sensitivity of external finance resources to cash flow under financial constraints: replacement role of tangible fixed assets. *Asset Management and Financing*, 2(4), 111-126 [In Persian].
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
- Farid, D., Ghadakfroushan, M. (2019). Effect of type of finance on investment efficiency with an emphasis on company value. *Journal of Investment Knowledge*, 7(28), 103-126. [In Persian].
- Foster, F.D., Kalev, P.S., Ting, I.W.K., Lean, H.H., Kweh, Q.L., Azizan, N.A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 4-24.
- Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity-Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 261-277.
- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of Behavioral Finance*, 2(1), 37-58.
- Jafari Samimi, A., Khazaei, A., Montazeri Shur Kachali, J. (2013). The impact of financing method on profitability growth among Iranian. *Journal of Economic Strategy*, 2 (7), 81-106 [In Persian].
- Jefferson, S. (2001), When Raising Funds, Start-ups Face the Debt vs. Equityquestion [Online]. Available: www.pacific.bizjourn.
- Jiang, W., Xiao, M., You, J. (2011). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms. *China Finance Review International*, 3(1), 262-279.
- Kashanipour, M., Mohamadi, M. (2017). Investigating the relationship between managerial overconfidence with cash holding and cash-flow sensitivity of cash. *Journal of Financial Accounting Research*, 9(3), 17-32 [In Persian].
- Kurdistan, Gh.; Najafi Omran, M. (2008). Determinants of debt ratio: the static trade-off and pecking order theories. *Financial Research Journal*, 10(25), 73-90 [In Persian].
- Malmendier, U., Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence. *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U., Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Mirlohi S M, Tehrani M, Lotfi Siahkalroodi A, Ghostin Roodi M.(2017). Investigating the Capital Structure and its impact on stock returns of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 5(20),173-196 [In Persian].

- Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *National Bureau of Economic Research*, 13(2), 187-221.
- Naderian-Jahromi, M. and Amirhosseini, S.E. (2008). Studying the relation between sport manager's personality and demographic characteristics with their job skills. *Olympic*, 11(4), 105-114.
- Saedi, R., Rezaein, V. (2019). The effect of the manager's excessive self-confidence on stock returns and unsystematic stock risk given the dual role of managing director: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(1), 79-100 [In Persian].
- Scott, W. (2011). Theory of financial accounting, volume I, (Third Edition). Translated by Ali Parsaian, Tehran: Terme Publications [In Persian].
- Tehrani, R. (2012). Financial management, Tehran, Negah Danesh Publications.[In Persian].
- Whitaker, R.B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-132.
- Yeganeh, Y., Marfou, M., Naqdi, M. (2017). The relation between earnings forecast accuracy and investment efficiency. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(54), 45-65 [In Persian].
- Ying, H., Chen, C., Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.