

تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر روش‌های تأمین مالی

دکتر عباس قدرتی زوارم

گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه فنی حرفه ای، شیروان، ایران. (نویسنده مسئول).
Abbas.ghodratizoeram@gmail.com

دکتر محمد نوروزی

گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و تربیت بدنی، مدرس دانشگاه گنبدکاووس، گنبدکاووس، ایران.
Mohammad_n488@yahoo.com

علیرضا مالدار

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی اشراق، بجنورد، ایران.
alirezamaldar70@gmail.com

زهرا ماهری سردشت

دانشگاه علوم پزشکی مشهد، مشهد، ایران.
maheryz1244@gmail.com

چکیده

در این تحقیق سعی داریم تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم. جامعه آماری کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. برای این منظور ابتدا شرکت‌هایی که یکی از اهداف افزایش سرمایه‌شان مشخص نموده و سپس یکسری فاکتورهایی که در هر شرکت بررسی نماییم. این فاکتورها می‌تواند موارد زیر باشد: اهرم مالی، افزایش سرمایه، بیش اطمینانی، مالکیت نهادی. ابتدا مراجعه به سایت سازمان بورس اوراق بهادار و در آنجا با بررسی شرکت‌هایی که یکی از اهداف افزایش سرمایه‌شان، اصلاح ساختار مالی بوده، شرکت‌هایی را واجد شرایط بودند انتخاب گردید. و بعد در میان شرکت‌های انتخاب‌شده، شرکت‌هایی که دارای شرایط تعدیلی جامعه آماری بود بررسی شد، درنهایت ۱۶۷ شرکت برگزیده گردید. بعد از انتخاب شرکت‌ها، برای محاسبه متغیرها، اطلاعات را از سه صورت مالی اصلی: ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج گردید. با توجه به آزمون فرضیه‌ها مشخص گردید اهرم مالی و افزایش سرمایه بعد از اصلاح ساختار سرمایه (بافت مالی) تفاوت معناداری دارد و در بقیه متغیرها چنین رابطه معناداری مشاهده نگردید.

واژگان کلیدی: بیش اعتمادی مدیران، مالکیت نهادی، اهرم مالی، تأمین مالی.

مقدمه

امروزه تصمیمات تأمین مالی جزء تصمیمات مهم شرکت‌ها می‌باشد. تعیین ترکیب بهینه این ساختار که بر ریسک و بازدهی سهامداران تأثیر می‌گذارد از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد. در نتیجه شرکت‌ها قصد دارند با ایجاد ساختار مطلوب سرمایه، ثروت سهامداران (حقوق صاحبان سهام) را حداکثر نمایند. در این راستا هر شرکت با توجه به خطمشی و عواملی که در نظر می‌گیرند به این عمل می‌پردازد؛ این عوامل که بر فرآیند مدیریت تأمین مالی تأثیر می‌گذارند محیط عملیاتی مدیریت مالی را تشکیل می‌دهند و عبارتند از نوع شرکت، بازارهای مالی و عوامل اقتصادی و اجتماعی از جمله

رشد اقتصاد، نرخ تورم، تغییرات نرخ بهره، سیکل‌های اقتصادی، قوانین و مقررات دولتی و مالیات که بر فعالیت‌های شرکت تاثیر می‌گذارند (قالیباف اصل، ۱۳۸۸). هدف از این تحقیق این است که ببینیم آیا با اصلاح ساختار سرمایه (مالی) شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با توجه به دستورالعمل سازمان بورس (که نباید نسبت‌های بدهی از درصد مشخصی بیشتر باشد) بورس به هدفش که، بهبود وضعیت کلی شرکت‌ها به نحویکه منافع سهامداران تأمین شود و ریسک کلی شرکت کاهش یابد دست یافته است یا خیر؟

هدف اصلی از تصمیمات تأمین مالی، ایجاد ترکیبی مناسب از منابع وجوه بلندمدت، به منظور حداقل سازی هزینه سرمایه شرکت و از آن طریق، حداکثر کردن ارزش شرکت می‌باشد. این ترکیب، تأمین مالی بهینه نامیده می‌شود (مدرس و عبدالله زاده، ۱۳۸۷). برای توضیح ترکیب منابع تأمین مالی شرکت نظریه‌های متعددی پدید آمده است. در واقع، انتخاب تأمین مالی شرکت‌ها، شاید، بیشترین زمینه موضوع تحقیق در امور مالی در چند دهه گذشته به دنبال مقاله تاثیر گذار میلر و مودیلیانی (۱۹۵۸) باشد که موضوع ارتباط بین انتخاب مالی و ارزش شرکت‌ها را مطرح کردند. هرچند هیچ نظریه پذیرفته‌شده جهانی در مورد انتخاب نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام^۱ وجود ندارد، ولی در دو دهه اخیر چندین نظریه ظهور پیدا کرده که ساختار سرمایه شرکت را توضیح می‌دهد. این نظریه‌ها به‌طور ویژه خصوصیات سطح شرکتی را در نظر می‌گیرند و تحت نظر عوامل کلان اقتصادی می‌بودند. این تئوری‌ها، شامل تئوری سلسله مراتبی^۲، تئوری جریان پول آزاد^۳، تئوری علامت سرمایه^۴، تئوری سبک و سنگین^۵، تئوری نمایندگی^۶، تئوری تنظیم وقت بازار (پنجره فرصت‌ها)^۷ می‌باشند و این واقعیت را شامل می‌شوند که ساختار سرمایه به‌طور ارادی از سوی مدیران انتخاب می‌گردد (بوکبین، ۲۰۰۹). در نتیجه این واقعیت که مقوله تأمین مالی در شرکت‌ها برای مدیران، صاحبان سهام، بستنکاران و ... دارای اهمیت می‌باشد، ما را بر این داشت تا موضوع ارتباط بین ساختار سرمایه شرکت و شاخص‌های عملکردی، نقدینگی و بازار را در قبل و بعد از اصلاح ساختار مالی بررسی نماییم.

پیشینه تجربی پژوهش

فان و شین (۲۰۱۱) باهدف تمرکز بر شرکت‌های تولیدی تایوانی بودجه‌ای که عمل می‌کنند در سرزمین چین، برای تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر تصمیم‌گیری بودجه‌ای قبل و بعد از عرضه اولیه عمومی شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد مراجعات اولیه، تغییرهای درصدی شاخص سهام، نوسانات نرخ ارز قبل از عرضه اولیه عمومی دارد ارتباط منفی با نرخ بدهی بعد از عرضه اولیه عمومی. سن شرکت‌های عرضه اولیه عمومی دارد ارتباط مثبت با نرخ بدهی بعد از عرضه اولیه عمومی. این نتایج همچنین پیدا کرد که نوسانات نرخ بهره قبل و بعد از عرضه اولیه عمومی ندارد اثر مستقیم بر استراتژی‌های مالی شرکت‌ها بعد از عرضه اولیه عمومی، اما ممکن است به‌طور غیرمستقیم مورد تاثیر قرار دهد استراتژی‌های مالی شرکت‌ها را بعد از عرضه اولیه عمومی از طریق مراجعات اولیه.

ال-آجمی و همکاران (۲۰۱۲) در یک مطالعه موردی در ۵۳ شرکت در عربستان سعودی در سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۰۷ به این نتایج رسیدند که ساختار سرمایه شرکت‌ها به‌طور مثبتی مؤثر است از سوددهی، اندازه، فرصت‌های رشدی و مالکیت

^۱ - کل بدهی / حقوق صاحبان سهام (درصد) - این نسبت هرچه بالا باشد میزان استفاده از بدهی بالا بوده و ریسک شرکت بالاست و اگر شرکت بخواهد در آینده مجدداً قرض بگیرد، وام دهندگان یا به او قرض نمی‌دهند یا در صورت تمایل به قرض دادن نرخ های بهره بالایی از شرکت خواهند گرفت.

^۲ Pecking Order Theory

^۳ Free Cash Flow Theory

^۴ Capital Signaling Theory

^۵ Trade-off Theory

^۶ Agency Theory

^۷ Market Timing Theory (Windows of Opportunities)

موسسه‌ای و به طور منفی مؤثر است از مالکیت دولتی، مالکیت خانوادگی، ریسک بازار، پرداخت سود سهام تقسیمی و نقدینگی سهام دارد.

بوکپین (۲۰۱۳) باهدف بررسی عوامل کلان اقتصادی بر تصمیمات ساختار سرمایه پرداخت که به‌طور عمده نشان می‌دهد تاثیر عوامل اقتصاد کلان بر ساختار سرمایه با متغیرهای اندازه‌گیری ساختار سرمایه در اکثر موارد فرق می‌کند. اعتبارات بانکی در انتخاب ساختار سرمایه شرکت‌ها بسیار حائز اهمیت است. یافته‌های این تحقیق همچنین حاکی از رابطه منفی قابل توجهی بین تولید ناخالص داخلی (GDP) سرانه و انتخاب ساختار سرمایه است. از طرف دیگر تورم تأثیرات مثبتی بر انتخاب نسبت بدهی کوتاه‌مدت بر حقوق صاحبان سهام می‌نهد. به‌رحال توسعه بازار سهام در پیش‌بینی تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها کم‌اهمیت است و انتظارات نرخ بهره فزاینده تاثیر مثبتی بر شرکت‌ها می‌نهد تا بدهی‌های درازمدت را با بدهی‌های کوتاه‌مدت بر حقوق صاحبان سهام جایگزین کند. بسیاری از متغیرهای کنترل از قبیل دارائی محسوس، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارائی‌ها و کیوتوبین عوامل مهم پیش‌بینی سرمایه‌گذاری شرکتی به شمار می‌رفتند. نتایج این مطالعه به‌طور کلی از ادبیات موجود در مورد تاثیر مجموعه فرصت سرمایه‌گذاری، سوددهی (پرتفوی)، توسعه بازار سهام، تورم، نرخ بهره، تولید ناخالص داخلی سرانه و اعتبارات بانکی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها پشتیبانی می‌کنند.

فرچید و همکاران (۲۰۱۴) در مقاله خود به تجزیه و تحلیل ارتباط بین رقابت بازار محصول (اندازه‌گیری شده توسط کیوتوبین) و ساختار سرمایه شرکت‌های برگزیده چینی. آن‌ها مطالعه کردند یک مجموعه داده تلفیقی نامتعادل از ۱۰۴۱۶ شرکت در ۱۲ صنعت از سال ۲۰۰۶-۱۹۹۴. آن‌ها با به‌کارگیری چندین روش تجربی، پیدا کردند که تفاوت‌های قابل توجهی بین نسبت بدهی و رقابت بازار محصول در سرتاسر صنایع متفاوت وجود دارد. نتایج نشان داد که ارتباط بین اهرم مالی و رقابت بازار محصول، یک ارتباط غیرخطی (سهمی یا مکعب) می‌باشد و وابسته است به نوع صنعت، اندازه و فرصت‌های رشد شرکت. نتایج سیستم GMM نشان می‌دهد که شرکت‌های چینی تمایل به تنظیم نسب اهرم مالی از طریق زمان می‌باشند. به‌طور کلی، اثرات ثابت و ارزیابی GMM تشخیص داد یک ارتباط خطی و معکوس بین شدت رقابت و نسبت اهرم مالی.

لی و رینهارت (۲۰۱۵) باهدف بررسی اینکه آیا مدل‌های تعدیل هدف ساختار سرمایه موجود قادر هستند، تعیین کنند آیا شرکت‌ها تعدیل می‌دهند ساختار سرمایه‌شان را به‌سوی یک هدف نامشهود (ناملموس)؟ یافته‌های تحقیق نشان داد که مدل‌های تعدیل هدف ساختار سرمایه موجود قادر نیستند تا تعیین نمایند که آیا شرکت‌ها تعدیل می‌کنند ساختار سرمایه‌شان به‌سوی یک هدف یا نه. آن‌ها ممکن به موقع نشان دهند رفتار تعدیل هدف را هنگامی که ساختار سرمایه‌شان به‌طور واقعی دور است از هدفشان.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۹۵) در تحقیق خود با عنوان بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه (آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی) به بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه با در نظر گرفتن نظریه‌های موازنه ایستا و سلسله مراتبی که عواملی همچون اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، ریسک سود، سودهای تقسیمی، قابلیت مشاهده دارایی‌ها، سودآوری و صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی را بر ساختار سرمایه مؤثر در نظر می‌گیرند. و به این نتیجه رسیدند که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت معناداری و بین صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار رابطه منفی معناداری وجود دارد که مطابق با نظریه موازنه ایستا است. و بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین بین نوسان پذیری سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار و بین نسبت پرداخت سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری برخلاف پیش‌بینی‌های دو مدل موازنه ایستا و سلسله

مراتبی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. و نیز بین قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بین سودآوری شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

علوی (۱۳۹۵) در تحقیق خود به بررسی بعضی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۵-۱۳۷۹ پرداخت. متغیرهای بکار رفته در این تحقیق شامل اندازه شرکت، دارائی‌های مشهود، درصد پرداخت سود سهام، سودآوری، ریسک تجاری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم عملیاتی و قیمت سهام به‌عنوان متغیرهای مستقل و اهرم مالی به‌عنوان متغیر وابسته می‌باشد. از آزمون فرضیه‌های تحقیق این نتیجه به دست آمد که بین متغیرهای مستقل: اندازه، ریسک تجاری و اهرم عملیاتی با اهرم مالی رابطه مستقیم معنی-داری وجود دارد و بین متغیرهای مستقل: دارائی‌های ثابت مشهود، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، درصد پرداخت سود سهام و قیمت سهام با اهرم مالی رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد.

قربانیا (۱۳۹۵) در تحقیق خود در پاسخ به این سؤال بود آیا تغییرات ساختار سرمایه با تغییرات سودآوری همراه بوده است یا خیر؟ و ارتباط بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها و شناسایی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیمات ساختار سرمایه و شیوه‌های تأمین مالی را بررسی نماید. در این تحقیق رابطه بین متغیر وابسته نرخ بازده حقوق صاحبان سهام را با متغیرهای مستقل: نسبت بدهی به دارائی‌ها، بدهی جاری به دارائی‌ها، بدهی بلندمدت به دارائی‌ها و نسبت حقوق صاحبان سهام به دارائی‌ها بررسی گردید.

کیمیگری و عینعلی (۱۳۹۵) در این تحقیق با عنوان ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه سعی کردند تا به بررسی دقیق و کامل ادبیات موضوع، متغیرهای اثرگذار را شناسایی و با استفاده از الگوریتم کاهش داده Forward Stepwise و ابزارهای اقتصادسنجی، مدل مناسبی ارائه دهند. بدین منظور با استفاده از تکنیک غربال‌گری، تعداد ۷۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران انتخاب گردید و اثرات متغیرهای ارائه‌شده در تئوری توزان، تئوری سلسله‌مراتب گزینه‌های تأمین مالی، تئوری هزینه‌های نمایندگی و تئوری زمان‌سنجی بازار طی دوره ۱۳۸۴-۱۳۸۰ مورد بررسی قرار گرفت. در نهایت برای کل نمونه و همچنین هر کدام از صنایع، مدل رگرسیونی که بهترین برازش را از داده‌های موجود به دست می‌دهد، ارائه شده است.

بابایی زکلیکی و احمدوند (۱۳۹۵) در تحقیق خود با عنوان تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران بررسی تاثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آن‌ها بر عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری نهایی تحقیق شامل ۵۶ شرکت در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۹ است که سهام آن‌ها به‌طور فعال در بورس معامله شده است. شرکت‌های مورد بررسی برحسب نوع سهامدار عمده آن‌ها در گروه‌های بخش خصوصی، نیمه‌خصوصی، شبه‌دولتی، دولتی و نمادها طبقه‌بندی شده‌اند. بررسی‌ها با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون نشان می‌دهد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم‌افزایی آن‌ها در تاثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت است. اما به دلیل محدودیت پایین بودن حجم نمونه آماری، روابط بین متغیرهای ساختار مالکیت و عملکرد شرکت از لحاظ آماری معنادار نبودند. همچنین نسبت حقوق صاحبان سهام تحت تاثیر عامل صنعت می‌باشد، اما صنایع مورد مطالعه از نظر شاخص P/E تفاوت معناداری با یکدیگر نداشته‌اند. یافته نهایی تحقیق مؤید آن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت مثرالثرم بوده است، به عبارتی دولت به‌عنوان یک ارگان کنترلی در بهبود بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. همچنین عملکرد شرکت-

های موردبررسی بیشتر تحت تاثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اینکه متأثر از اقدامات و تصمیمات مدیریتی باشد.

فرضیه پژوهش

فرضیه اول: بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی در شرکتها ارتباط معناداری دارد.
فرضیه دوم: بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از افزایش سرمایه شرکتها ارتباط معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری دادهها از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته انجام گرفته است. از نظر روش تحلیل دادهها نیز تحقیق همبستگی است، زیرا پژوهش حاضر در پی یافتن رابطه بین متغیرهای پژوهش در یک جامعه آماری است. دادههای پژوهش از لوحهای فشرده آرشبو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری گردید. در نهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز نسخه یازدهم و استاتا برای تجزیه و تحلیل دادهها استفاده شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است. نمونه انتخابی پژوهش در نگاره (۱) خلاصه شده است.

پس از اعمال محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۱۶۷ شرکت و ۱۵۰۳ مشاهده (سال-شرکت) به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

جدول (۱): پراکندگی شرکتها بر اساس صنعت

پراکندگی شرکتها بر اساس نوع صنعت			
۱	پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی، شیمیایی، لاستیک و پلاستیک	۴۰	۲۴٪
۲	مواد و محصولات دارویی	۲۳	۱۴٪
۳	فلزات اساسی و محصولات فلزی	۲۰	۱۲٪
۴	سیمان، آهک و گچ	۲۰	۱۲٪
۵	خودرو و ساخت قطعات	۱۶	۱۰٪
۶	محصولات کانی، غیرفلزی و سایر معادن	۹	۵٪
۷	زراعت و خدمات وابسته	۸	۵٪
۸	کاشی و سرامیک	۶	۴٪
۹	مواد غذایی (شامل قند و شکر)	۵	۳٪
۱۰	ماشین‌آلات، تجهیزات و دستگاه‌های برقی	۵	۳٪
۱۱	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات	۵	۳٪
۱۲	محصولات کاغذی	۴	۲٪
۱۳	رایانه	۲	۱٪
۱۴	سایر	۴	۲٪
	جمع	۱۶۷	۱۰۰٪

الگوی رگرسیونی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش متغیر مستقل:

بیش اعتمادی مدیران به‌عنوان متغیر مستقل تعیین می‌شود. به‌این‌ترتیب که ابتدا نسبت سرمایه‌گذاری شرکت در دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده، سپس اقدام به محاسبه میانه این نسبت به تفکیک صنایع می‌گردد. در نهایت شرکت‌هایی که نسبت مربوط به آن‌ها بیشتر از میانه صنعت مربوطه باشد به‌عنوان مدیران با بیش اعتمادی شناسایی می‌شوند و مشاهده‌ها با استفاده از متغیر مجازی صفر و یک از هم جدا می‌شوند. در نتیجه مقدار یک برای مدیران با اطمینان بیش‌ازحد و مقدار صفر برای مدیران دیگر (عقلایی و یا باکم اطمینانی) در نظر گرفته می‌شود.

متغیر وابسته:

روش‌های تأمین مالی شرکت شامل افزایش سرمایه و استقراض (اهرم مالی) است. بیشتر شرکت‌ها برای تأمین مالی از بدهی استفاده می‌کنند. با این کار، شرکت اهرم مالی‌اش را افزایش می‌دهد و بدون نیاز به اینکه مالکان جدیدی به شرکت اضافه شوند، وجه موردنیاز برای توسعه عملیات تجاری شرکت تأمین می‌شود. با توجه به فرمول زیر می‌توان محاسبه کرد:

حقوق صاحبان سهام / بدهی‌های بلندمدت

متغیرهای کنترل:

برای بررسی دقیق‌تر اثر اطمینان بیش‌ازاندازه مدیران بر سیاست‌های تأمین مالی از چند متغیر کنترلی که ممکن است بر تصمیم‌های تأمین مالی مدیران اثرگذار باشد، استفاده می‌شود. در این پژوهش با استفاده از پژوهش‌های قبلی اثر متغیرهای کنترل زیر بررسی می‌شود:

۱- نسبت رشد شرکت (دارایی‌ها)، این نسبت از تقسیم دارایی‌های آخر دوره - دارایی‌های اول دوره بر دارایی‌های اول دوره شرکت حاصل می‌شود.

۲- نسبت سودآوری، این نسبت از تقسیم سود عملیاتی بر مجموع دارایی‌های واحد تجاری حاصل می‌شود.

۳- مالکیت نهادی، دربرگیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی قرار دارد، است. برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت، در پایان دوره تقسیم می‌شود.

۴- Z آلتمن ۱۷، ادوارد آلتمن در سال ۱۹۶۸ برای اولین بار اثر ترکیب‌های مختلف نسبت‌های مالی را برای پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌ها بررسی کرد. مدلی که او به دست آورد به Z-score معروف است.
الگوی آلتمن به شرح زیر است:

$$Z = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$$

در الگوی آلتمن، متغیر مستقل شامل نسبت‌های زیر است:

- نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها.
- نسبت سود انباشته به کل دارایی.
- نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی.
- نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی.
- نسبت کل فروش به کل دارایی.

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

جدول (۲): جدول آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
اهرم عملیاتی	۰/۱۵۱۲	۱/۲۷	۱۰/۸۴۰۳	-۵۸/۸۹	۲۳/۴
افزایش سرمایه	۰/۶۷۹	۰/۶۷۵	۰/۱۷۰۱	۰/۳۲	۱/۱۳
رشد شرکت	۰/۶۰۲۲	۰/۶۳۵۰	۰/۲۳۷۶	۰/۱۱	۰/۹۴
سودآوری	۰/۳۶۴۵	۰/۳۳	۰/۶۰۶۹	-۲/۵	۱/۹۷
مالکیت نهادی	۰/۱۱۶۷	۰/۰۹۵	۰/۱۰۱۱	-۰/۱۷	۰/۴۲

در جدول‌های آمار توصیفی بالا شاخص‌های میانگین و میانه حد وسط متغیرها و شاخص انحراف معیار میزان پراکندگی داده‌ها را اطراف میانگین نشان می‌دهد و هر قدر میزان انحراف معیار بیشتر باشد، میزان پراکندگی داده‌ها اطراف میانگین بیشتر بوده و این زمینه وجود داده‌های پرت بیشتری یا نامتعارف را ایجاد می‌کند.

آزمون فرضیه‌ها

فرضیه ۱: بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه معناداری دارد.

برای آزمون فرضیه اول می‌توان فرضیه صفر و فرضیه مقابل را به صورت زیر بنویسیم:

H_0 : بین بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه معناداری ندارد.

H_1 : بین بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه معناداری دارد.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

برای آزمون این فرضیه از آزمون t نمونه‌های زوج شده استفاده می‌کنیم. با توجه به داده‌ها نتایج زیر به دست می‌آید:

جدول (۳): آزمون t نمونه‌های زوج شده

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری
-۱/۸۲۳	۴۱	۰/۰۷۶

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون t نمونه‌های زوج شده برابر با ۰/۰۷۶ به دست آمده است و بزرگ‌تر از ۰/۰۵ شده است می‌توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد نمی‌شود. بنابراین فرضیه اول تأیید نمی‌شود، یعنی اینکه بین بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه معناداری دارد. تفاوت معنی داری وجود ندارد، البته با توجه به میانگین‌ها ملاحظه می‌کنید با توجه به سطح خطای ۰/۰۵ این تفاوت معنادار نمی‌باشد، هر چند مقدار سطح معنی داری آزمون (۰/۰۷۶) خیلی از ۰/۰۵ بزرگ‌تر نمی‌باشد و فرضیه اول در سطح خطای ۰/۱ با اطمینان ۹۰٪ تأیید می‌شود.

فرضیه ۲: بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از افزایش سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری دارد.

برای آزمون فرضیه دوم می‌توان فرضیه صفر و فرضیه مقابل را به صورت زیر بنویسیم:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

H₀: بین بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از افزایش سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری ندارد.
H₁: بین بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از افزایش سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری دارد.
برای آزمون این فرضیه از آزمون t نمونه‌های زوج شده استفاده می‌کنیم. با توجه به داده‌ها نتایج زیر به دست می‌آید:

جدول (۴): آزمون t نمونه‌های زوج شده

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری
۰/۱۴۷	۴۱	۰/۸۸۴

با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون t نمونه‌های زوج شده برابر با ۰/۸۸۴ به دست آمده و بزرگ‌تر از ۰/۰۵ شده، می‌توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد نمی‌شود، پس بنابراین فرضیه دوم تأیید نمی‌شود، یعنی اینکه بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از افزایش سرمایه شرکت‌ها با اطمینان ۹۵ درصد تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.

نتیجه‌گیری پژوهش

در این تحقیق سعی داریم تاثیر بیش اعتمادی مدیران بر روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم. برای این منظور ابتدا شرکت‌هایی که یکی از اهداف افزایش سرمایه‌شان مشخص نموده و سپس یکسری فاکتورهایی که در هر شرکت بررسی نماییم. این فاکتورها می‌تواند موارد زیر باشد: اهرم مالی، افزایش سرمایه، بیش اطمینانی، مالکیت نهادی. ابتدا مراجعه به سایت سازمان بورس اوراق بهادار و در آنجا با بررسی شرکت‌هایی که یکی از اهداف افزایش سرمایه‌شان، اصلاح ساختار مالی بوده، شرکت‌هایی را واجد شرایط بودند انتخاب گردید. و بعد در میان شرکت‌های انتخاب‌شده، شرکت‌هایی که دارای شرایط تعدیلی جامعه آماری بود بررسی شد، در نهایت ۱۰۰ شرکت برگزیده گردید. بعد از انتخاب شرکت‌ها، برای محاسبه متغیرها، اطلاعات را از سه صورت مالی اصلی: صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج گردید.

جدول (۵): نتیجه‌گیری از فرضیه‌های تحقیق

فرضیه	آزمون آماری	نتیجه آزمون
بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه معناداری دارد.	آزمون t نمونه‌های زوج شده	رد فرضیه
بیش اطمینانی مدیران با روند استفاده از افزایش سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری دارد.	آزمون t نمونه‌های زوج شده	رد فرضیه

منابع

- ✓ احمدپور، احمد، عظیمیان معز، امیر حسین، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط رشد دارایی‌ها با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی (رویکرد اسلامی - ایرانی)، سال ۱۲، شماره ۴۶، صص ۲۷-۴۲.
- ✓ امامی، اسدالله، (۱۳۸۶)، حقوق مالکیت معنوی، جلد اول، تهران، نشر میزان، صص ۲۳-۴۶.
- ✓ جهانخانی، علی، نوفرستی، محمد، قراگوزلو، فرهنگ، (۱۳۸۸)، بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم انداز مدیریت بازرگانی، دوره ۸، دوره ۳۰، صص ۱۰۵-۱۲۳.
- ✓ جونز، چارلزپی، (۱۳۸۴)، مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه تهرانی، رضا، نوربخش، عسگر، انتشارات نگاه دانش، چاپ دوم.
- ✓ چاوشی، کاظم، رستگار، محمد، میرزائی، محسن، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۸، شماره ۲۵، صص ۲۹-۴۱.

- ✓ حساس یگانه، یحیی، حسنی القار، مسعود، مرفوع، محمد، (۱۳۹۴)، بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۳، صص ۳۶۳-۳۸۴.
- ✓ حیدری، مهدی، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۷۲.
- ✓ خدای پور، احمد، دری سده، مصطفی، پور اسماعیلی، آزاده، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریت بر محافظه‌کاری با در نظر گرفتن نظارت بیرونی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشکده‌ی مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۱۸۳-۲۰۲.
- ✓ رامشه، منیژه، ملانظری، مهناز، (۱۳۹۳)، بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری، مجله دانش حسابداری، سال ۵، شماره ۱۶، صص ۵۵-۷۹.
- ✓ رضایی، فرزین، قاسمی، رحیم، (۱۳۹۱)، نقش توزیع وجه نقد و اندازه شرکت بر خطای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی و آزاد، پژوهش حسابداری، دوره ۲، شماره ۱، صص ۳۹-۵۸.
- ✓ سینایی، حسنعلی، رشیدی زاد، فاطمه، (۱۳۸۹)، بررسی ارتباط تغییرات سهم بازار با ارزش گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۵۹، صص ۳۱-۴۶.
- ✓ فخاری، حسین، یوسف نژاد، صادق، (۱۳۸۵)، بررسی رابطه ریسک نظام‌مند و رشد سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۳، صص ۸۹-۱۰۹.
- ✓ فلاح شمس لیاستانی، میرفیض، قالیباف اصل، حسن، نوبخت سرایی، سمیرا، (۱۳۸۹)، بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده وار، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۲۵-۴۲.
- ✓ کرمی، غلامرضا، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۴، صص ۸۱-۱۰۰.
- ✓ محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن، مشکی، مهدی، (۱۳۸۸)، بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، شماره ۲۸، صص ۶۹-۸۸.
- ✓ مشایخ، شهناز، بهزادپور، سمیرا، (۱۳۹۳)، تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۸۵-۵۰۴.
- ✓ مشایخی، بیبا، افتخاری، وحید، پروایی، اکبر، (۱۳۹۲)، بررسی معیارهای مختلف رشد دارایی‌ها در پیش‌بینی بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران (با در نظر گرفتن رویکرد تحلیل عاملی)، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۱۹، صص ۹۹-۱۱۲.
- ✓ نمازی، محمد، (۱۳۸۴)، بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۱۴۷-۱۶۴.
- ✓ نمازی، محمد، حلاج، محمد، ابراهیمی، شهلا، (۱۳۸۸)، تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۸، صص ۱۳۸-۱۳۰.
- ✓ Agrawal A., C. R. Knoeber. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." Journal of Financial and Quantitative Analysis (1996); 31: 377-397.
- ✓ Ahmed, A. and Duellamann S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. Journal of Accounting Research. 51 (1).

- ✓ Alchian, A.A. (1950). Uncertainty, evolution, and economic theory. *Journal of Political Economy*, 58 (3): 211–221.
- ✓ Anderson, U., Kadous, K., and Koonce, L. (2004). The role of incentives to manage earnings and quantification in auditors' evaluations of management-provided information. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 23, No. 1, pp. 11–27.
- ✓ Arabsalehi, M. & Hashemi, M. (2015). The Effect of Managerial Overconfidence on Tax Avoidance. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 22(1): 85-104. (in Persian)
- ✓ Arbaugh, J.B. & Camp, S.M. (2000). Management growth transitions: theoretical perspectives and research directions. In: Sexton, D., Landstrom, H. (Eds.), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Oxford, UK, Wiley- Blackwell.
- ✓ Arbaugh, J.B. & Camp, S.M. (2000). Management growth transitions: theoretical perspectives and research directions. In: Sexton, D., Landstrom, H. (Eds.), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Oxford, UK, Wiley- Blackwell.
- ✓ Baumol, W.J. (1958). On the theory of oligopoly. *Economica*, 25 (99):187–198.
- ✓ Bedard, J.C. & Johnstone, K.M. (2004). Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions. *The Accounting Review*, 79 (2): 277-304.
- ✓ Ben-David, I., Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2010). Managerial miscalibration, Working paper, Duke University.
- ✓ Bikki, J. (1980). Further Evidence on the Accuracy of Management Forecasts Vis-à-vis Analysts Forecasts, *The Accounting Review*. Vol.55 No. 1, pp: 96-101
- ✓ Blankley, A.I., Hurtt, D.N. & MacGregor, J.E. (2012). Abnormal audit fees and restatements. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 31 (1): 79-96.
- ✓ Bouwman, C. (2014). Managerial Optimism and Earnings Smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41: 283-303.
- ✓ Campbell, T. C., Galleyer, M.; Johnson S.A., Rutherford, J., and Stanley, B.W. (2011). CEO Optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics* 101: 695–712.
- ✓ Charles, S., Glover, S. & Sharp, N. (2010). The association between financial reporting risk and audit fees before and after the historic events surrounding SOX. *Journal of Financial Economics*, 29 (1): 15-39.
- ✓ 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>.
- ✓ Coad, A. (2007). Testing the principle of 'growth of the fitter': the relationship between profits and firm growth. *Structural Change and economic dynamics*, 18 (3): 370-386.
- ✓ Coad, A. (2007). Testing the principle of 'growth of the fitter': the relationship between profits and firm growth. *Structural Change and economic dynamics*, 18 (3): 370-386.
- ✓ Cohen, J., Gaynor, L.M., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2011). The impact of auditor judgments of CEO influence on audit committee independence. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 30 (4): 129-147.
- ✓ Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: cause and consequences. *Journal of political Economy* 93, 1155-1177.
- ✓ Deshmukh, S., Goel, A., and Howe, K. (2010). CEO Overconfidence and dividend policy, Working Paper, DePaul University.
- ✓ Dhaliwal, D., Lamoreaux, P., Lennox, C. & Mauler, L. (2014). Management influence on auditor selection and subsequent impairments of auditor independence during the post-SOX period. *Contemporary Accounting Research*, 32(2): 575-607.
- ✓ Duellman, S., Hurwitz, H. & Sun, Y. (2015). Managerial Overconfidence and Audit Fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2): 148-165.

- ✓ Elsayed, kh., Wahba, H., (2013). Reinvestigating the relationship between ownership structure and inventory management: a corporate governance perspective, *International Journal of production Economics*.
- ✓ Fama, Eugene F., and Jensen, Michael C. (1983). "Organizational Forms and Investment Decisions." *Managerial Economics Research Center Working Paper no. MERC 83-03*. Rochester, N.Y.: University of Rochester, Graduate School of Management, 1983.
- ✓ Fischhoff, B. (1994). Acceptable risk: A conceptual proposal. *Risk: Health, Safety & Environment*, 1, 1-28.
- ✓ Foroghi, D. & Nokhbeh-fallah, Z. (2014). The effect of managerial overconfidence on conditional and unconditional conservatism. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(19): 27-44. (in Persian)
- ✓ Fosberg. R. H. (2004). agency problems and debt financing: leadership structure effect. *Corporate governance international journal of business in society*. 4 (1). 31. 38.
- ✓ Fung, S., Gul, F. & Krishnan, J. (2012). City-level auditor industry specialization, economies of scale, and audit pricing. *The Accounting Review*, 87(4): 1281-1307.
- ✓ Gervais, S., Heaton, J.B., and Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *Journal of Finance*, 66: 1735-77.
- ✓ Gray, Philip., Johnson, Jessica (2011), The Relationship Between Asset Growth And The Cross-Section Of Stock Returns, *Journal of Banking & Finance*, no.35.
- ✓ Gupta, V.K. (1981). Minimum efficient scale as a determinant of concentration: a reappraisal. *The Manchester School*, 49(2): 153-164
- ✓ Hambrick, D. & Mason, P. (1984). Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9 (2): 193-206.
- ✓ Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31: 33-45.
- ✓ Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31: 33-45.
- ✓ Heidari, M. (2014). Examining managerial overconfidence behavioral explanation effect on cost stickiness: comparison with economic and agency theory based factors. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(2): 151-172. (in Persian)
- ✓ Hsieh, T., Bedard, J. C. & Johnstone, K. M. (2014). CEO Overconfidence and Earnings Management during Shifting Regulatory Regimes. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41 (9-10): 1243-1268.
- ✓ Hunton, J.; R. Libby; and C. Mazza. (2006) "Financial Reporting Transparency and Earnings Management." *The Accounting Review* 81, Pp: 135-57.
- ✓ Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
- ✓ Johnson, E., Kuhn, J.R., Apostolu, B. & Hassell, J.M. (2013). Auditor perceptions of client narcissism as a fraud attitude risk factor. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 32 (1): 203-219.
- ✓ Kannan, Y., Skantz, T.R. & Higgs, J.L. (2014). The Impact of CEO and CFO Equity Incentives on Audit Scope and Perceived Risk as Revealed through Audit Fees. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 33 (2): 111-139.
- ✓ Kim, J. B., Wang, Z. & Zhang, L. (2014). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk, Working Paper, Available: [Http://www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ✓ Kim, Y., Li, H. & Li, S. (2014). CEO Equity Incentives and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*, 32(2): 608-638.
- ✓ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106:pp.1113-1155.

- ✓ Lee, S. (2013). The relationship between growth and profit: evidence from firmlevel panel data, *Structural Change and Economic Dynamics*, 28: 1-11.
- ✓ Lee, S. (2013). The relationship between growth and profit: evidence from firmlevel panel data, *Structural Change and Economic Dynamics*, 28: 1-11.
- ✓ Li, X, Y Becker and D Rosenfeld (2012). "Asset Growth and Future Stock Returns: International Evidence" *Financial Analysts Journal* Volume 68 - Number 3.
- ✓ Libby, R., and Rennekamp, K. (2012). Self-serving attribution bias, overconfidence, and the issuance of management forecasts. *Journal of Accounting Research*, 50: 197– 231.
- ✓ Lin, Y.-H., Hu, S.-Y., & Chen, M.-S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *PacificBasin Finance Journal*, 13 (5): 523-546.
- ✓ Malmendier, U., and Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 60: 2661–700.
- ✓ Malmendier, U., and Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 60: 2661–700.
- ✓ Malmendier, U.; G. Tate; and Yan, J. (2011). Overconfidence and early life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66: 1687– 733.
- ✓ Markman, G.D. & Gartner, W.B. (2002). Is Extraordinary Growth Profitable? A Study of Inc. 500 High Growth Companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(1): 65-75.
- ✓ Marris, R. (1964). *The economic theory of managerial capitalism* (Vol. 258). Basic Books, London: Macmillan.
- ✓ Mashayekh, M. & Behzadpur, S. (2015). The Effect of Managers' Overconfidence on Dividend Policy in the Firms Listed in Tehran Stock Market. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21 (4): 485-504. (in Persian)
- ✓ Meyers, S., (1977). "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 5 , 147-175.
- ✓ Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford Univer-sity Press, New York.
- ✓ Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*, translated by: Ahmad Badri, Kayhan Publishing.