

## بررسی رابطه تصمیمات ساختار سرمایه با بیش اطمینانی مدیران در شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

میثم میرزائی تربزق

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
meysammirzaei08@gmail.com

شماره ۱۱۰ / زمستان ۱۴۰۴ (جلد دوم) / صص ۱۱۷-۱۳۱  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره هشتم)

### چکیده

مطالعات مختلف نشان داده که افراد حرفه ای و مشاغلی که نیاز به تصمیم گیری دارند بیش از دیگران در معرض این تورش قرار دارند. مدیران بیش اطمینان با عدم سرمایه گذاری درست، استفاده بیش از حد از وجوه نقد داخل شرکت و عدم تقسیم آن، هزینه های زیادی را بر سهامداران تحمیل می کنند. در این راستا هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه تصمیمات ساختار سرمایه با بیش اطمینانی مدیران در شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۴۰۳ (۱۴۲ شرکت) می باشد. بدین منظور با استفاده از روش بررسی میدانی و اسنادکاوی، اطلاعات استخراج شده با استفاده از روش های آمار توصیفی و الگوی داده های تابلویی با الگوی رگرسیون چند متغیره مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه نشان داد: بین تصمیمات ساختار سرمایه و بیش اطمینانی مدیران رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. همچنین بین تصمیمات ساختار سرمایه و بیش اطمینانی مدیران در شرکت های خانوادگی رابطه مستقیم معناداری وجود دارد.

**کلمات کلیدی:** تصمیمات ساختار سرمایه، بیش اطمینانی مدیران، شرکت های خانوادگی.

### مقدمه

تصمیمات ساختار سرمایه مدتهاست موضوع مطالعه بوده است. مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳)، و میلر (۱۹۷۷)، ساختار سرمایه شرکت را با توجه به روش های کاهش مالیات نظریه پردازی کردند. گراهام (۲۰۰۰)، دریافت که صدور بدهی می تواند مزایای مالیاتی را دو برابر کند، و شرکت ها موقعیت خود را در عملکرد سود بهره تعیین می کنند تا از بدهی به عنوان منبع تامین مالی استفاده کنند. شرکت ها به دلیل برنامه ریزی مخارج سرمایه ای مورد انتظار، گزینه های رشد پایین یا فرصت های سرمایه گذاری و سطح پایین دارایی برای وثیقه، سیاست های محافظه کارانه در مورد بدهی را ترجیح می دهند. انتخاب بدهی در تصمیمات تامین مالی به عنوان یک سیگنال مثبت توسط گینر و ریورت (۲۰۰۱)، بررسی شده است، که از نظریه ساختار سرمایه بهینه برای صدور بدهی حمایت می کنند. رومانو و همکاران (۲۰۰۱)، استدلال می کنند که عواملی مانند ساختارهای مالکیت ترجیحی، سن و اندازه شرکت، نگرش نسبت به تامین مالی بدهی و سایر موارد بر تصمیمات ساختار سرمایه کسب و کارهای خانوادگی تأثیر می گذارد. نشان داده شده است که جنبه های رفتاری تامین مالی کسب و کار نقش حیاتی در تصمیم گیری های ساختار سرمایه ایفا می کند.

## بیان مساله

سوگیری بیش از حد اعتماد به نفس به خوبی در زمینه روانشناسی ثبت شده است. لاروود و ویتاگر (۱۹۷۷)، بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌ها به‌ویژه مستعد شکل‌گیری تعصب خودخواه هستند، و همچنین دریافته‌اند که اعتماد بیش از حد در بین مدیران ارشد یک امر رایج است. پدیده افراد غالباً ظرفیت خود را برای انجام وظایف محوله اغراق می‌کنند و وجود سوگیری خودخواهانه منجر به برنامه ریزی نادرست برای نتایج آینده می‌شود. به گفته کوریات و همکاران (۱۹۸۰)، افراد وقتی از شواهدی که با پاسخ ترجیحی آنها در تناقض است، غفلت می‌کنند، بیش از حد اعتماد به نفس دارند. مردم اغلب از نتایج مثبت حمایت می‌کنند و پیامدهای نامطلوب را نادیده می‌گیرند. واینستین (۱۹۸۲)، این واقعیت را برجسته می‌کند که افراد بیشتر مستعد به دست آوردن بیش از حد نتایجی هستند که به آنها بسیار متعهد هستند. اگر افراد به کار بسیار متعهد باشند، شدت خطر را برای یک نتیجه کاهش می‌دهند. اعتماد بیش از حد نیز در پیش بینی اجتماعی نقش دارد (دانینگ و همکاران، ۱۹۹۰)، و افراد اغلب در موارد پیش بینی اجتماعی، نرخ پایه را نادیده می‌گیرند.

روسو و شومیکر (۱۹۹۲)، اشاره می‌کنند که مردم اغلب در باورهای خود توجیهی ندارند و باورهای مردم به دلیل اعتماد بیش از حد ریشه دار تحریف می‌شود. اعتماد بیش از حد در تصمیم‌گیری‌های تجاری نقش دارد و کامر و لوالو (۱۹۹۹)، این واقعیت را مستند می‌کنند که اعتماد بیش از حد منجر به ورود بیش از حد به تجارت می‌شود زیرا باعث می‌شود افراد کیفیت رقابت را دست کم بگیرند. گروه‌هایی که در آنها گله افراد دارای تجمیع اطلاعات ضعیفی هستند (برناردو و ولش (۲۰۰۱)). اعتماد بیش از حد پراکندگی در تخمین‌های پیش‌بینی را افزایش می‌دهد و افراد با اعتماد به نفس بیش از حد در درجه اول از مقدار دقیق متغیر مجهول منحرف می‌شوند (جین و کوگان، ۲۰۰۸). اثر بهتر از حد متوسط در تصمیم‌گیری اقتصادی توسط براون و همکاران (۲۰۱۲)، بررسی شده است، که دریافته‌اند افراد احتمال موفقیت نسبی خود را بیش از حد برآورد می‌کنند دلیل آن وزن ناکافی گروه‌های مقایسه است.

لاندیر و تمسر (۲۰۰۹)، به بررسی مخالفت در شرکت‌ها پرداختند و دریافته‌اند که خطاهای رفتاری در طول زمان تداوم می‌یابند. کاهنمن (۲۰۱۱)، در کتاب خود با نام سریع و آرام، اعتماد به نفس بیش از حد را توهم درک و توهم اعتبار در بین افراد توصیف می‌کند. وجود اعتماد بیش از حد بر تصمیمات پرداخت سود سهام تأثیر می‌گذارد، زیرا مدیران عامل با اعتماد بیش از حد، تأمین مالی خارجی را گران می‌دانند. از این رو، مدیران عامل ترجیح می‌دهند سود سهام کمتری را پرداخت کنند (دشموک و همکاران، ۲۰۱۳). علاوه بر این، بانرجی و همکاران (۲۰۱۵)، این واقعیت را مستند می‌کنند که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد شانس بیشتری برای ارتقاء داخلی دارند. مورفی و همکاران (۲۰۱۸)، دریافته‌اند که اعتماد بیش از حد به طور مثبت با موفقیت اجتماعی در زمینه‌های سلامت روان، انگیزه و محبوبیت مرتبط است. یافته‌های این محققان با ادبیات موجود که استدلال می‌کنند اعتماد بیش از حد بر نتایج آینده تأثیر منفی می‌گذارد، در تضاد است. تنی و همکاران (۲۰۱۹)، اعتماد بیش از حد در مورد مسئولیت اجتماعی را بررسی می‌کند. روش ارتباطی مورد استفاده، کلامی یا غیرکلامی، به عنوان متغیر تعدیل‌کننده در نظر گرفته می‌شود. افرادی که به صورت کلامی بیش از حد اعتماد به نفس ابراز می‌کنند، نسبت به افرادی که اعتماد بیش از حد را به صورت غیرکلامی ابراز می‌کنند، مضرت‌تر تلقی می‌شوند. اعتماد بیش از حد غیر کلامی زمانی که به یک ادعای جعلی مربوط می‌شود بسیار بد تلقی می‌شود. مطالعات اندکی بر روی ویژگی‌های مدیران مشاغل خانوادگی متمرکز شده است. دنیسون و همکاران (۲۰۰۴)، مشاغل خانوادگی و غیرخانوادگی را مورد مطالعه قرار دادند و مستند کردند که مشاغل خانوادگی فرهنگ مثبت تری دارند و شرکت‌های خانوادگی عملکرد بهتری دارند. بریس و ریچاردسون (۲۰۰۹)، استدلال می‌کنند که ارزش‌ها/باورهای کسب‌وکار خانوادگی به‌طور قابل‌توجهی با شرکت‌های غیر خانوادگی متفاوت است و چنین ارزش‌ها/باورهایی مزیت‌های رقابتی را برای شرکت‌های خانوادگی به ارمغان می‌آورند. فرانک و پراتا (۲۰۱۸)، تأثیر ویژگی‌ها و ویژگی‌های شخصیتی

بنیان گذار بر عملکرد یک کسب و کار خانوادگی را بررسی کردند و مستند کردند که ویژگی‌های شخصیتی مؤسس بر عملکرد تأثیر می‌گذارد.

ویژگی‌های مدیریتی بر تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارند، به همین دلیل است که حتی شرکت‌های مشابه نیز به دنبال تصمیم‌های متفاوت ساختار سرمایه هستند. هیرشلیفر (۲۰۰۱)، اظهار داشت که مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، عموماً انتظار نتایج خوب را دارند و کارآیی خود را در رسیدن به موفقیت بیش از حد برآورد می‌کنند. مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، میانگین قیمت پرتفوی و حساسیت نوسانات بالاتری دارند و این گونه مدیران عامل مغرضانه مقدار کمتری بدهی وام می‌گیرند. هیتون (۲۰۰۲)، اولین مدلی را ارائه کرد که تعصبات مدیریتی را به تصمیمات مالی مرتبط می‌کند. محقق یک موقعیت را مدل‌سازی کرد و دریافت که یک مدیر خوش‌بین اولویت سفارش نوک زدن استاندارد را نشان می‌دهد. مدل نظری بینش‌هایی در مورد خوش‌بینی و تصمیمات ساختار سرمایه ارائه می‌دهد.

مالمندیر و تیت (۲۰۰۵)، استدلال کردند که اعتماد بیش از حد مدیر عامل منجر به انحراف در سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. محققان بیان کردند که اعتماد بیش از حد مدیران عامل بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و مدیران عاملی که به عنوان اعتماد بیش از حد طبقه‌بندی می‌شوند در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به جریان نقدی حساس‌تر هستند. برتراند و اسکوار (۲۰۰۶)، دریافتند که اثرات ثابت مدیریتی بخش قابل توجهی از ناهمگونی را در تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات مالی و اقدامات سازمانی توضیح می‌دهد. هاگبارث (۲۰۰۸)، اظهار داشت که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، بدهی را به عنوان ارزش کمتری از ارزش بازار در نظر می‌گیرند، زیرا آنها ریسک درآمدهای آتی تولید شده توسط شرکت خود را دست‌کم می‌گیرند. محذب برابری وجود دارد، که به این معنی است که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد ارزش سهام را بیش از حد ارزش‌گذاری می‌کنند. بلیس و همکاران (۲۰۰۸)، استدلال کرد که فرآیند تصمیم‌گیری شرکتی تابع بهترین و بدترین طبیعت انسانی است. این طبیعت انسان است که نسبت به مهارت‌ها، دانش و چشم‌اندازهای خود بیش از حد اعتماد به نفس داشته باشد. هاگبارث (۲۰۰۸)، اشاره کرد که رشد و تعصبات ادراک ریسک مدیر نقش اساسی در درک تصمیمات ساختار سرمایه یک شرکت دارد. او استدلال کرد که مدیران مغرضانه تمایل دارند از تامین مالی بیشتر از بدهی استفاده کنند، زیرا معتقدند شرکت ریسک کمتری دارد (اعتماد بیش از حد). مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، ارزش سهام را بیشتر از بدهی نادرست در نظر می‌گیرند، و آنها بدهی را به سهام ترجیح می‌دهند (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸).

با تکیه بر مطالب فوق پژوهش حاضر در صدد بررسی رابطه تصمیمات ساختار سرمایه با بیش‌اطمینانی مدیران در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؟

### پیشینه پژوهش

موندی و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی یک تحقیق کیفی در مورد تصمیمات ساختار سرمایه مدیران مالی بیش از حد مطمئن مشاغل خانوادگی در هند هاردیپ سینگ موندی، پارمجیت کاور، R.L.N. مورتی پرداختند. رویکرد کیفی تحقیق که با هدف درک یک پدیده معین در میان خبرگان انجام می‌شود، دنبال می‌شود. مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته با ۲۱ مدیر مالی کسب و کارهای خانوادگی که بیش از حد اعتماد به نفس دارند، انجام می‌شود. تجزیه و تحلیل محتوا برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده در مورد تصمیمات ساختار سرمایه در چندین موضوع برای بررسی کامل موضوع در سناریوی هندی استفاده می‌شود. از نظر اولویت برای پول نقد یا بدهی، اکثر مدیران مالی با اعتماد بیش از حد کسب و کارهای خانوادگی موافق بودند که پول نقد منبع ترجیحی تامین مالی نسبت به تامین مالی بدهی است. این

به دلیل رفتار مغرضانه مدیران بیش از حد اعتماد به نفس است که در دسترس بودن کمتر بدهی را دلیلی برای ترجیح پول نقد بر تامین مالی بدهی می دانند. مطالعه حاضر گزارش می دهد که مدیران مالی با اعتماد بیش از حد، تامین مالی کوتاه مدت به بلندمدت را ترجیح می دهند. این مدیران مسائل عملی خاصی مانند شرایط سخت بدهی و برنامه های بازپرداخت غیرقابل انعطاف را که در رابطه با بازار بدهی بلندمدت ایجاد می شود، مطرح می کنند. این مطالعه همچنین نشان می دهد که مدیران مالی بیش از حد اعتماد به نفس به طور کامل از پس انداز مالیاتی استفاده نمی کنند. پاسخ دهندگان عدم دسترسی به بازار بدهی و فقدان تخصص در تصمیم گیری های ساختار سرمایه را به عنوان عوامل این تصمیمات ساختار سرمایه گزارش کردند. علاوه بر این، این مطالعه عوامل مختلفی مانند نقش دولت، بانک مرکزی هند و شیوه های صنعت را در رابطه با تصمیمات ساختار سرمایه بررسی می کند. این مطالعه نشان می دهد که تصمیم های ساختار سرمایه این مدیران مالی بیش از حد اعتماد به نفس به دلیل وجود سوگیری بیش از حد اعتماد ناپهینه است.

دمیرکان و همکاران (۲۰۲۰)، به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر سودآوری و بازده سهام: چشم انداز چرخه عمر یک شرکت پرداختند. ما بررسی می کنیم که چگونه اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر سودآوری و بازده سهام شرکت ها در مراحل مختلف چرخه عمر آنها تأثیر می گذارد. تحقیقات موجود نشان داده است که شخصیت بیش از حد اعتماد به نفس می تواند بر تصمیم گیری مدیر عامل در مورد سرمایه گذاری، گزارش مالی و انتخاب خط مشی های شرکت تأثیر بگذارد. به خوبی شناخته شده است که شرکت ها مراحل چرخه عمر خود را در طول زمان دارند. تحول شرکت با تغییر در عوامل داخلی مانند سرمایه گذاری و تصمیمات مدیریتی و عوامل خارجی مانند تحول صنعت و اقتصاد آغاز می شود. ادبیات قبلی بیان می کند که مراحل چرخه عمر بر تصمیم گیری و سودآوری شرکت ها تأثیر می گذارد. ما متوجه شدیم که شرکت هایی که دارای مدیران اجرایی بیش از حد مطمئن هستند، عملکرد متفاوتی دارند و بسته به چرخه عمر شرکت، بازده غیرعادی دارند. به خصوص اگر مدیران اجرایی بیش از حد اعتماد به نفس داشته باشند، عملکرد بهتری دارند و بازده غیرعادی مثبتی در مراحل رشد، بلوغ و از بین رفتن دارند. ما هیچ نتیجه قابل توجهی برای شرکت ها در مراحل معرفی و کاهش پیدا نکردیم.

بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان «اطمینان مدیران و بازده سهام» به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش از حد مدیران باعث پذیرش ریسک بالاتر، نوسان بازده سهام و بازده تعدیل شده بر اساس ریسک بیشتر شده که این امر منجر به افزایش ارزش شرکت میشود. همچنین آنها با بررسی صنایع مختلف به این نتیجه دست پیدا کردند که مدیران مطمئن باعث ایجاد ارزش در هر دو گروه شرکتهای فعال در صنایع نوآور و شرکتهای فعال در صنایع غیر نوآور میشوند.

کیونگ و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی نقش تعدیل کنندگی مالکیت دولتی بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج آن ها نشان داد که بین فرا اطمینانی مدیریت و مالکیت دولتی با اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد و مالکیت دولتی رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و اهرم مالی را تضعیف می کند.

کیم و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و ریسک سقوط سهام پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که ریسک سقوط سهام در شرکت های دارای مدیران فرا اطمینان بیشتر از سایر شرکت ها است. همچنین نتایج نشان می دهد که اثر اعتماد به نفس کاذب مدیر عامل شرکت در خطر سقوط برای شرکت های با سیاست های حسابداری محافظه کارانه تر بیشتر، کمتر است.

بنکر و همکاران (۲۰۱۳)، با بررسی رابطه خوشبینی مدیریت و رفتار هزینه ها نشان دادند، در صورت افزایش (کاهش) فروش، هرچه خوشبینی (بدبینی) مدیریت بیشتر باشد، میزان افزایش (کاهش) هزینه ها بیشتر می شود و به هنگام افزایش فروش، هرچه پیش بینی تحلیلگران از فروش آتی بیشتر باشد، تعدیلات افزایشی هزینه ها بیشتر می شود.

همچنین، نتایج بیانگر این بود که چشم‌انداز فروش آتی با سطح کنونی چسبندگی هزینه‌ها، مرتبط است. آن‌ها به شواهدی مبنی بر اینکه چسبندگی هزینه‌ها، نتیجه‌ی تصمیم‌های اختیاری مدیران است، دست یافتند. احمد و دوئلمن (۲۰۱۲)، در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی در مدیران باعث می‌گردد که مدیران به بازده آینده سرمایه‌گذاری‌های شرکت خود بیش از اندازه خوشبین باشند و معتقد هستند که استفاده از حسابداری محافظه‌کارانه باعث می‌شود تا مدیرانی که بیش اعتماد هستند در تشخیص و به تأخیر انداختن پروژه‌هایی که بازده آنها کمتر هستند بهتر عمل کنند. و همچنین آنها اظهار داشتند که نظارت‌های خارج از سازمان بر عملکرد مدیران می‌توانند موجب کاهش تعصبات و توهمات مدیریتی شود.

### فرضیه‌های پژوهش

- ✓ اصلی اول: بین تصمیمات ساختار سرمایه و بیش اطمینانی مدیران در شرکت‌های خانوادگی رابطه وجود دارد.
- ✓ فرعی اول: بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و بیش اطمینانی مدیران در شرکت‌های خانوادگی رابطه وجود دارد.
- ✓ فرعی دوم: بین سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیش اطمینانی مدیران در شرکت‌های خانوادگی رابطه وجود دارد.

### روش شناسی پژوهش

به منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «ره‌آورد نوین» و (تدبیر پردا) استفاده خواهد شد. در مواردی که داده‌های موجود در این بانک‌های اطلاعاتی ناقص باشد، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار (وب سایت [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)) مراجعه خواهد شد. روش گردآوری داده‌ها روش کتابخانه‌ای است.

**مرحله اول:** جهت تدوین تاریخچه، ادبیات موضوعی و مبانی نظری تحقیق از مدارک و پایان‌نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها دانشکده مدیریت علوم و تحقیقات و همچنین از مقالات موجود و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است.

**مرحله دوم:** در این تحقیق برای جمع‌آوری اطلاعات مبانی نظری و ادبیات تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است که از کتب لاتین و فارسی، پایان‌نامه‌ها و به خصوص مقالات لاتین مجلات معتبر مالی پایگاه‌های اطلاعاتی بدست خواهد آمد.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. علت انتخاب جامعه آماری امکان دسترسی به داده‌های موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. در این پژوهش نمونه مورد مطالعه از طریق روش حذفی سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب خواهد شد، به این ترتیب که نمونه آماری متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
۲. در دوره (۸ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشند.
۳. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.
۴. سهام آن‌ها در بازار معامله شده باشد.
۵. جزء واسطه‌گران مالی، بانک و لیزینگ نباشد.

در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک ۱۴۲ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمونها انتخاب شدند.

### مدل و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیات پژوهش حاضر بشرح زیر می باشد:

مدل اول

$$\text{managers' overconfidence}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{capital structure decisions}_{it} + \beta_2 \text{CASH}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{ROE}_{it} + \beta_7 \text{ORA}_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل سوم

$$\text{managers' overconfidence}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{capital structure decisions}_{it} + \beta_2 \text{family Firm}_{it} + \beta_3 (\text{capital structure decisions}_{it} * \text{family Firm}_{it}) + \beta_4 \text{CASH}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{ROE}_{it} + \beta_9 \text{ORA}_{it} + \epsilon_{it}$$

### متغیر وابسته

بیش اطمینانی مدیران (managers' overconfidence):

کمپل و همکاران (۲۰۱۱)، نشان دادند که تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها مرتبط با بیش اطمینانی مدیران است. این مطلب نشان می دهد که این تصمیمات ممکن است شامل اطلاع آینده در مورد سطح فرااطمینانی باشد. اولین شاخص مبتنی بر سرمایه گذاری جهت سنجش بیش اطمینانی مدیریت یک متغیر مجازی است که اگر مخارج سرمایه ای در یک دوره معین، تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره بزرگتر از سطح میانه آن صنعت مربوطه در آن سال باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر است. این شاخص مبتنی بر یافته های بن داوید و همکاران (۲۰۱۰)، و مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) است که نشان دادند در شرکت های با مدیران بیش اطمینان، مخارج سرمایه ای بزرگتر است.

### متغیر مستقل

تصمیمات ساختار سرمایه (capital structure decisions):

بیانگر نسبت بدهی شرکت است که متداول ترین تعریف ساختار سرمایه تلقی می شود. و معادل نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش بازار دارایی ها می باشد. برای محاسبه ارزش بازار دارایی ها از جمع ارزش دفتری بدهی ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی استفاده شده است (چندرا، ۲۰۰۱).

### متغیر تعدیل گر

شرکت های خانوادگی (family Firm):

سهامداران حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد یا یکی از اعضای هیئت مدیره خود به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیئت ندیره و اعضای خانواده و فامیل وی حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد (مهرآذرین و همکاران، ۱۳۹۲).

### متغیر کنترلی

CASH: نگهداشت وجه نقد، که به عنوان نقدینگی و اوراق بهادار قابل فروش بوده و با استفاده از کل دارایی های پایان سال مقیاس بندی می شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۰). استدلال بر این است که نقدینگی شرکت می تواند بر اعتبار تجاری اثرگذار باشد، چون نقدینگی بالاتر موجب پوشش بدهی ها و در نتیجه حفظ اعتبار تجاری شرکت می شود.

Size: اندازه شرکت؛ لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها (مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲). استدلال بر این است که شرکت‌های بزرگ برای ارزیابی میزان اعتبار شرکت به میزان دارایی‌های آن توجه ویژه‌ی دارند تا در قبال عدم بازپرداخت بدهی‌ها به آن تکیه کنند.

LEV: اهرم مالی؛ نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (افشاری و همکاران، ۱۳۹۱). استدلال بر این است که هرچه میزان اهرم مالی شرکت بیشتر باشد یعنی بدهی شرکت بیشتر باید شرکت‌ها تمایل کمتری برای معامله با آن شرکت دارند.

CFO: نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها (نمازی و شکرالهی، ۱۳۹۵). استدلال بر این است که جریان نقد عملیاتی شرکت می‌تواند در داد و ستد‌های و معاملات با شرکت‌ها میزان اعتباری تجاری شرکت را نشان دهد.

ROE: (بازده حقوق صاحبان سهام): که از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات به حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید (صالح نژاد و غیور، ۱۳۸۹). شرکت‌های دارای اعتبار تجاری بالاتر چرخه تولیدی بهتری نسب به سایر شرکت‌ها دارند در نتیجه بازدهی حقوق صاحبان بهتری خواهند داشت.

ORA: بازده دارایی: از تقسیم حساب‌های دریافتی بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید (صالح نژاد و غیور، ۱۳۸۹).

## یافته‌های پژوهش

### یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره ۱ آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی	کمترین	بیشترین
بیش اطمینانی مدیران	۱۱۳۶	۰.۵	۰.۵۰۰	۰.۲۵۰	۰	۱	۰	۱
تصمیمات ساختار سرمایه	۱۱۳۶	۴.۳۲۵	۶.۳۵۷	۴۰.۴۱۷	۳.۲۵۸	۲۷.۶۵۳	-۳۱.۹۱۲	۷۳.۱۶۷
شرکت‌های خانوادگی	۱۱۳۶	۰.۵۷۹	۰.۳۳۴	۰.۱۱۲	-۰.۴۵۸	۱.۶۵۷	۰	۱
نگهداشت وجه نقد	۱۱۳۶	۰.۰۴۵	۰.۰۵۴	۰.۰۰۳	۳.۵۱۸	۲۳.۲۴۲	۰.۰۰۰	۰.۵۹۹
اندازه شرکت	۱۱۳۶	۱۴.۵۵۸	۱.۵۲۵	۲.۳۲۶	۰.۸۶۲	۳.۹۳۸	۱۰.۶۷۱	۲۰.۱۸۳
اهرم مالی	۱۱۳۶	۰.۵۴۵	۰.۲۲۲	۰.۰۴۹	۰.۲۱۸	۴.۵۷۸	۰.۰۱۲	۲۰.۷۷
نسبت جریان نقد عملیاتی	۱۱۳۶	۰.۱۲۸	۰.۱۳۵	۰.۰۱۸	۰.۸۳۸	۴.۶۴۰	-۰.۳۴۳	۰.۸۳۳
بازده حقوق صاحبان سهام	۱۱۳۶	۰.۲۸۴	۰.۳۳۰	۰.۱۰۹	-۰.۰۱۳	۱۷.۳۸۱	-۱.۹۵۲	۲.۸۱۲
بازده دارایی	۱۱۳۶	۰.۲۹۶	۰.۱۸۳	۰.۰۳۳	۰.۶۲۷	۲.۷۷۲	۰.۰۰	۰.۸۶۱

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت برابر با (۱۴.۵۵۸) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای تصمیمات ساختار سرمایه برابر با ۶.۳۵۷ و برای نگهداشت وجه نقد ۰.۰۵۴ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. اگر واریانس صفر باشد تمامی نمونه‌ها دارای مقدار یکسانی هستند. هر چه واریانس بزرگتر باشد مقدار پراکندگی مشاهدات بیشتر است. مشاهده می‌شود متغیر تصمیمات ساختار سرمایه دارای بیشترین مقدار واریانس است، بنابراین بیشترین پراکندگی را نسبت به سایر متغیرها دارد.

### آزمون مانایی متغیرها

مطابق ادبیات اقتصاد سنجی لازم است قبل از برآورد مدل، مانایی متغیرها بررسی گردد. برای بررسی وجود ریشه واحد در داده های پانل، می توان از آزمون لیون، لین و چو، آزمون هاریس و... استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول شماره ۲ خلاصه عرضه می گردد.

جدول (۲): آزمون مانایی (هاریس) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
بیش اطمینانی مدیران	-۲۷.۸۴۰	۰.۰۰۰	مانا است
تصمیمات ساختار سرمایه	-۱۸.۷۵۰	۰.۰۰۰	مانا است
شرکت های خانوادگی	-۱۵.۷۰۸	۰.۰۰۰	مانا است
نگهداشت وجه نقد	-۱۳.۶۰۲	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	۹.۵۵۷	۱	مانا نیست
اهرم مالی	-۱۰.۱۹۴	۰.۰۰۰	مانا است
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۲۳.۴۵۸	۰.۰۰۰	مانا است
بازده حقوق صاحبان سهام	-۲۱.۵۹۳	۰.۰۰۰	مانا است
بازده دارایی	-۹.۱۶۱	۰.۰۰۰	مانا است

با توجه به جدول مشاهده می شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست به جز متغیر اندازه شرکت که دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد بوده و مانا نیست.

جدول (۳): نتایج آزمون هم جمع

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	-۱۸.۸۵۰	۰.۰۰۰	جملات خطا مانا هستند
مدل دوم	-۱۸.۶۵۶	۰.۰۰۰	جملات خطا مانا هستند

با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که مدل های رگرسیونی به صورت هم جمع، مانا هستند.

### آزمون تشخیص توزیع نرمال

به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون شاپیرو فرنیسیا استفاده شده است. در این آزمونها هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۵٪ باشد ( $Sig < 5\%$ )، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

مفروضات آزمون به قرار زیر می باشد:

H<sup>۰</sup>: توزیع داده ها نرمال است.

H<sup>۱</sup>: توزیع داده ها نرمال نیست.

نتایج آزمون تشخیص توزیع نرمال در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون شاپیرو ویلک

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
بیش اطمینانی مدیران	-۷.۰۳۷	۱	توزیع نرمال دارد
تصمیمات ساختار سرمایه	۱۴.۰۸۱	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
شرکت های خانوادگی	۱۰.۹۹۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال دارد
نگهداشت وجه نقد	۱۳.۴۸۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

اندازه شرکت	۸۶۵۰	۰.۰۰۰	توزیع نرمال دارد
اهرم مالی	۶.۱۶۴	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نسبت جریان نقد عملیاتی	۸.۳۸۸	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده حقوق صاحبان سهام	۱۱.۶۹۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده دارایی	۸.۳۰۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

طبق نتایج آزمون شاپیرو ویلک مشاهده می شود که سطح معناداری متغیرها کمتر از ۵ درصد می باشد لذا از توزیع نرمال برخوردار نیستند به جز متغیر بیش اطمینانی مدیران که دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد بوده لذا از توزیع نرمال برخوردار هستند.

#### جدول (۵): نتایج آزمون شاپیرو ویلک (برای جملات خطا)

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۲.۹۵۴	۰.۷۴۱	نرمال بودن
مدل دوم	۲.۶۳۲	۰.۴۲۴	نرمال بودن

طبق نتایج آزمون شاپیرو ویلک، سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر نرمال بودن توزیع خطاهای باقی مانده در مدل های رگرسیونی فوق می باشد.

#### آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

به منظور تخمین مدل های پژوهش از تکنیک داده های تلفیقی استفاده شده است. ضرورت استفاده از این تکنیک که داده های سری زمانی و مقطعی را با هم ترکیب می کند، بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم خطی بین متغیرها است. برای این منظور، از آزمون لیمر (چاو) استفاده می شود که آزمون فرضیه ها به صورت زیر تنظیم می شود:

$H_0$ : یکسان بودن عرض از مبدا (داده های تلفیقی)

$H_1$ : ناهمسانی عرض از مبدا (داده های تابلویی)

بعد از انجام آزمون f لیمر (چاو) و انتخاب مدل اثرات ثابت مقطعی برای انتخاب روش آزمون داده ها از بین دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می شود. تحت فرضیه  $H_0$ ، اثرات ثابت و اثرات تصادفی هر دوسازگار هستند ولی روش اثرات ثابت ناکارا است. فرضیه آزمون هاسمن به صورت زیر خواهد بود:

$H_0$ : اثرات تصادفی

$H_1$ : اثرات ثابت

نتایج آزمون F لیمر (چاو) برای فرضیه ی پژوهش ارائه شده است:

#### جدول (۶): نتایج آزمون اف لیمر (چاو) برای مدل های رگرسیونی پژوهش

نام مدل	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۳.۸۴	۰.۰۰۰	داده های تابلویی (پانل دیتا)
مدل دوم	۳.۸۶	۰.۰۰۰	داده های تابلویی (پانل دیتا)

با توجه به جدول چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده های تابلویی (پانل دیتا) در مقابل داده های تلفیقی (پول) مورد پذیرش است.

#### جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۷۱.۰۸	۰.۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدا

مدل دوم	۶۰.۵۵	۰.۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدا
---------	-------	-------	------------------------

با توجه به جدول چون سطح معناداری در هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد اثرات ثابت عرض از مبدا در مقابل اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می گیرند.

### همسانی واریانس در مقادیر خطا

اگر خطاهای رگرسیون ناهمسان باشند اما محقق بدون در نظر گرفتن این موضوع به فرایند برآورد و استنباط ادامه دهد، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ در این حالت، هر چند برآورد گره های OLS هنوز هم ضرایب برآوردی را بدون تورش ارائه می کنند ولی آن ضرایب دیگر حدائل واریانس را نخواهند داشت. نتیجه این خواهد بود که اگر OLS در صورت وجود ناهمسانی به کار رود، انحراف معیار می تواند اشتباه باشد و بنا براین هرگونه استنباطی که صورت گرفته میتواند گمراه کننده باشد. به عبارت دیگر، وقتی خطاها ناهمسان باشند، انحراف معیار عرض از مبدا بسیار بزرگ می شود. انحراف معیار ضرایب شیب نیز به شکل ناهمسانی بستگی دارد. برای مثال اگر واریانس خطاها به شکل مثبتی با مجذور یک متغیر توضیحی در ارتباط باشد، انحراف معیار ضریب آن متغیر، بسیار بزرگ خواهد بود (افلاطونی، ۱۳۹۵).

#### جدول (۸): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۱.۰۰۷	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۶.۵۰۷	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده در هر دو مدل کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل ها رفع گردیده (با روش وزن دهی به داده ها از طریق دستور gls) است.

### خود همبستگی مقادیر خطا

یکی از فرض های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش OLS عدم خود همبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. چون مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می گیرند تصادفی هستند، بنابراین مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند. یعنی، بین مقادیر جملات خطا همبستگی و ترتیب خاصی وجود نداشته باشد و در طول زمان به طور منظم تغییر نکند، زیرا اگر چنین باشد، تغییرات جملات خطا تصادفی نبوده و به مقادیر متغیرهای توضیحی وابسته خواهد بود. همبستگی بین مقادیر خطا ممکن است در بین سال های مختلف و یا در بین مقاطع مختلف وجود داشته باشد (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

#### جدول (۹): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۳.۴۴۰	۰.۰۶۵	عدم وجود خودهمبستگی سریالی
مدل دوم	۳.۵۴۴	۰.۰۶۱	عدم وجود خودهمبستگی سریالی

با توجه به نتایج جدول مشاهده می شود که سطح معناداری آزمون والد ریج در هر دو مدل بیشتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی است.

## آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس (variance inflation factor=VIF) شدت همخطی چندگانه را ارزیابی می کند. در واقع یک شاخص معرفی می گردد که بیان می دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می باشد (سوری، ۱۳۹۴).

جدول (۱۰): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)	تلورانس (1/VIF)
بیش اطمینانی مدیران	۱.۳۴	۰.۷۴۸
نگهداشت وجه نقد	۱.۱۷	۰.۸۵۲
اندازه شرکت	۱.۱۵	۰.۸۶۸
اهرم مالی	۱.۱۵	۰.۸۶۸
نسبت جریان نقد عملیاتی	۱.۱۱	۰.۸۹۹
بازده حقوق صاحبان سهام	۱.۰۵	۰.۹۴۷
بازده دارایی	۱	۰.۹۹۸

جدول (۱۱): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)	تلورانس (1/VIF)
تصمیمات ساختار سرمایه	۳.۴۲	۰.۲۹۲
شرکت های خانوادگی	۲.۹۵	۰.۳۳۹
تصمیمات ساختار سرمایه * شرکت های خانوادگی	۱.۵۱	۰.۶۶۲
نگهداشت وجه نقد	۱.۳۵	۰.۷۴۰
اندازه شرکت	۱.۱۸	۰.۸۴۹
اهرم مالی	۱.۱۷	۰.۸۵۷
نسبت جریان نقد عملیاتی	۱.۱۵	۰.۸۶۸
بازده حقوق صاحبان سهام	۱.۱۱	۰.۸۹۸
بازده دارایی	۱.۰۷	۰.۹۳۴

همانطور که در نتایج آزمون هم خطی در جداول فوق قابل مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۵، تلورانس بیش از ۰.۲ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد.

## فرضیه اول

بین تصمیمات ساختار سرمایه و بیش اطمینانی مدیران رابطه وجود دارد.

جدول (۱۲): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
تصمیمات ساختار سرمایه	۰.۰۲۴	۰.۰۰۶	۳.۸۴	۰.۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۲۹	۰.۷۷۰
اندازه شرکت	۰.۶۸۰	۰.۰۶۷	۱۰.۱۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۹	۰.۰۰۲	۳.۹۰	۰.۰۰۰
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۰.۰۳۱	۰.۰۱۸	-۱.۷۰	۰.۰۸۹

۰.۰۰۰	۵.۶۰	۰.۱۰	۰.۰۵۷	بازده حقوق صاحبان سهام
۰.۰۰۰	۵.۲۶	۰.۰۲۰	-۰.۱۰۶	بازده دارایی
۰.۰۰۳	۲.۹۲	۰.۱۶۷	۰.۴۸۸	عرض از مبدا
سایر آماره های اطلاعاتی				
۷۱ درصد			ضریب تعیین تعدیل شده	
۴۶.۹۴ (۰.۰۰۰)			آماره والد و سطح معناداری آن	
۲.۱۶۵			دوربین واتسون	

طبق نتایج مشاهده می شود که متغیر تصمیمات ساختار سرمایه دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ضریب مثبت است از این رو می توان گفت که بین تصمیمات ساختار سرمایه و بیش اطمینانی مدیران رابطه مستقیم وجود دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشند لذا با متغیر وابسته (بیش اطمینانی مدیران) ارتباط دارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۷۱ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۷۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۶.۹۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون ۲.۱۶۵ می باشد که مابین ۱.۵ و ۲.۵ می باشد و نشان از برازش مطلوب مدل می باشد.

### فرضیه دوم

بین تصمیمات ساختار سرمایه و بیش اطمینانی مدیران در شرکت های خانوادگی رابطه وجود دارد.

#### جدول (۱۳): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
تصمیمات ساختار سرمایه	۰.۰۱۳	۰.۰۰۳	۳.۸۲	۰.۰۰۰
شرکت های خانوادگی	۰.۱۷۷	۰.۰۲۵	۷.۰۸	۰.۰۰۰
تصمیمات ساختار سرمایه * شرکت های خانوادگی	۰.۱۳۶	۰.۰۳۰	۴.۴۴	۰.۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	-۰.۱۴۳	۰.۲۵۳	-۰.۵۷	۰.۵۷۲
اندازه شرکت	۰.۶۸۱	۰.۰۶۵	۱۰.۳۴	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۹	۰.۰۰۲	۳.۸۸	۰.۰۰۰
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۰.۰۳۲	۰.۰۱۸	-۱.۸۲	۰.۰۶۹
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۰۵۶	۰.۰۱۰	۵.۵۷	۰.۰۰۰
بازده دارایی	-۰.۱۰۶	۰.۰۲۰	-۵.۳۳	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	۰.۴۹۱	۰.۱۶۷	۲.۹۳	۰.۰۰۳
سایر آماره های اطلاعاتی				
۷۸ درصد			ضریب تعیین تعدیل شده	
۴۷.۴۹ (۰.۰۰۰)			آماره والد و سطح معناداری آن	
۲.۱۸۰			دوربین واتسون	

طبق نتایج مشاهده می شود که متغیر تصمیمات ساختار سرمایه با اثر تعاملی شرکت های خانوادگی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب مثبت است از این رو می توان گفت بین جریان نقد آزاد و کارایی تخصیصی رابطه مستقیم وجود دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشند لذا با متغیر وابسته (بیش اطمینانی مدیران) ارتباط دارند. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۷۸ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۷۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۷.۴۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون ۲.۱۸۰ می باشد که مابین ۱.۵ و ۲.۵ می باشد و نشان از برازش مطلوب مدل می باشد.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

**فرضیه اول:** بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات ساختار سرمایه رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. به این معنا که هرچه سطح بیش اطمینانی مدیران افزایش می یابد، تمایل آن ها به استفاده از اهرم مالی و منابع تأمین مالی خاص (به ویژه بدهی) افزایش پیدا می کند. مدیران بیش اطمینان به دلیل برآورد خوش بینانه از جریان های نقدی آتی و کم برآورد کردن ریسک ورشکستگی، هزینه بدهی را کمتر از واقع ارزیابی کرده و تصور می کنند که شرکت توان بازپرداخت تعهدات را خواهد داشت. این موضوع باعث می شود تصمیمات ساختار سرمایه از سطح بهینه فاصله گرفته و ریسک مالی شرکت افزایش یابد.

نظریه نمایندگی: بیش اطمینانی نوعی انحراف رفتاری است که باعث می شود منافع مدیران از منافع سهامداران فاصله بگیرد و تصمیمات تأمین مالی الزاماً در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت نباشد. این نظریه تأکید دارد که تصمیم گیری مدیران همیشه عقلایی نیست و سوگیری های شناختی مانند بیش اطمینانی می تواند منجر به انتخاب ساختار سرمایه پرریسک شود. مدیران بیش اطمینان معمولاً اعتقاد دارند سهام شرکتشان کمتر از ارزش واقعی قیمت گذاری شده است؛ بنابراین از انتشار سهام اجتناب کرده و بدهی را ترجیح می دهند. احمد و دولمن (۲۰۱۲)، نشان دادند که مدیران بیش اطمینان نسبت به بازده پروژه ها خوش بینی بیش از حد دارند که این یافته با نتایج پژوهش حاضر همخوانی دارد. هی و همکاران (۲۰۱۹)، نیز گزارش کردند که بیش اطمینانی مدیران با انتخاب منابع تأمین مالی داخلی و افزایش سرمایه گذاری رابطه مثبت دارد. یافته های این پژوهش با نتایج بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶)، مبنی بر افزایش پذیرش ریسک در شرکت های دارای مدیران مطمئن نیز همسو است.

**فرضیه دوم:** بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت های خانوادگی رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج نشان داد که رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت های خانوادگی قوی تر و معنادارتر از سایر شرکت ها است. در شرکت های خانوادگی، تمرکز مالکیت، نفوذ بالای مدیران و ضعف نسبی سازوکارهای نظارتی باعث می شود سوگیری های رفتاری مدیران اثر بیشتری بر تصمیمات مالی داشته باشد. مدیران بیش اطمینان در این شرکت ها آزادی عمل بیشتری برای اتخاذ تصمیمات پرریسک دارند که ممکن است به بیش سرمایه گذاری یا افزایش بدهی منجر شود.

نظریه تمرکز مالکیت تمرکز مالکیت در شرکت های خانوادگی می تواند هم نظارت را تقویت کند و هم زمینه سوءاستفاده مدیریتی را فراهم سازد. نظریه نمایندگی نوع دومتضاد منافع بین سهامداران عمده و سهامداران خرد در این شرکت ها تشدید می شود. نظریه رفتار سازمانی ساختارهای بسته و خانوادگی تمایل به تأیید تصمیمات مدیران را افزایش می دهد. هی و همکاران (۲۰۱۹)، نشان دادند که مشکل سرمایه گذاری بیش از حد در شرکت های دولتی شدیدتر است؛ پژوهش حاضر

این نتیجه را به شرکت‌های خانوادگی نیز تعمیم می‌دهد. یافته‌های این پژوهش با نتایج چن و همکاران (۲۰۱۱)، درباره انحراف از سطح بهینه سرمایه‌گذاری همخوانی دارد.

### پیشنهاد‌های کاربردی

- ✓ مدیران باید پیش از تصمیمات تأمین مالی، از تحلیل‌های مستقل و مبتنی بر سناریو استفاده کنند تا اثر سوگیری‌های رفتاری کاهش یابد.
- ✓ توصیه می‌شود شرکت‌ها از حسابداری محافظه‌کارانه برای کنترل خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیران استفاده کنند.
- ✓ مدیران در شرایط اقتصادی بی‌ثبات، تأمین مالی بلندمدت با ریسک کمتر را در اولویت قرار دهند.
- ✓ سرمایه‌گذاران در ارزیابی شرکت‌ها به ویژگی‌های رفتاری مدیران به‌ویژه بیش‌اطمینانی توجه ویژه داشته باشند.
- ✓ ساختار اهرم مالی شرکت‌ها باید همراه با تحلیل شخصیت و سابقه تصمیم‌گیری مدیران بررسی شود.
- ✓ در شرکت‌های خانوادگی، سهامداران خرد باید نسبت به تصمیمات بدهی حساسیت بیشتری نشان دهند.
- ✓ در انتخاب مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره، شاخص‌های روان‌شناختی و رفتاری مورد توجه قرار گیرد.
- ✓ حضور اعضای مستقل و غیرموظف در هیئت‌مدیره تقویت شود تا اثر بیش‌اطمینانی مدیران تعدیل گردد.
- ✓ بورس اوراق بهادار می‌تواند برای شرکت‌هایی با ریسک رفتاری بالا، محدودیت‌هایی در تأمین مالی پرریسک اعمال کند.
- ✓ تدوین آیین‌نامه‌هایی برای افشای ویژگی‌های مدیریتی و رفتاری مدیران ارشد به‌منظور حفظ حقوق سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود.

### منابع

- ✓ بزرگ اصل، موسی، باباجانی، جعفر، کوه کن، علی، (۱۳۹۸)، تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار.
- ✓ دهداری، حسین، موسوی، سیده زهرا، اشکورجیری، همایون، (۱۳۹۸)، تاثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت و بازده سهام (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت حسابداری، اقتصاد و بانکداری، تهران.
- ✓ رادمرد فرید، نرگس، شاه ولی زاده، عادل، علیپور، سعید، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیریت و ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هشتمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین حسابداری، مدیریت و علوم انسانی در هزاره سوم، تهران.
- ✓ عرب پور دزگیر، پروین، (۱۴۰۱)، بررسی نقش اندازه شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری بر رابطه بین فرااطمینانی و ارتباط ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس مهندسی صنایع، مدیریت، حسابداری و اقتصاد.
- ✓ Ahmed, A.S., Duellman, S., 2013. Managerial overconfidence and accounting conservatism. *J. Account. Res.* 51 (1), 1–30.
- ✓ Banerjee, S., Dai, L., Humphery-Jenner, M. and Nanda, V. (2015), “Top dogs: overconfident executives and new CEO selection”, available at SSRN.
- ✓ Bhandari, G. and R. Deaves. 2006. The demographics of overconfidence. *Journal of Behavioral Finance* 7, 5-11.

- ✓ Camerer, C. and Lovallo, D. (1999), "Overconfidence and excess entry: an experimental approach", *American Economic Review*, Vol. 89 No. 1, pp. 306-318.
- ✓ DeAngelo, H. and Masulis, R.W. (1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 3-29.
- ✓ Demirkan, Sebahattin and Mishra, Birendra K. and Toksoz, Tuba, *The Impact of CEO Overconfidence on Profitability and Stock Return: A Firm's Life Cycle Perspective* (December 2, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3741785> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3741785>
- ✓ Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), "Why are firms unlevered?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 3, pp. 664-682.
- ✓ Gennaioli, N. and Shleifer, A. (2018), *A Crisis of Beliefs: Investor Psychology and Financial Fragility*, Princeton University Press.
- ✓ Graham, J.R. (2000), "How big are the tax benefits of debt?", *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 5, pp. 1901-1941.
- ✓ Hackbarth, D. (2008), "Managerial traits and capital structure decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43 No. 4, pp. 843-881.
- ✓ Jaros, J. and Bartosova, V. (2015), "To the capital structure choice: Miller and Modigliani model", *Procedia Economics and Finance*, Vol. 26, pp. 351-358.
- ✓ Kim, J.-B., Z. Wang, and L. Zhang. 2016. CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research* 33 (4): 1720-49.
- ✓ Koriat, A., Lichtenstein, S. and Fischhoff, B. (1980), "Reasons for confidence", *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory*, Vol. 6 No. 2, p. 107.
- ✓ Li, H. (2020), "Overconfidence and real estate research", Doctoral dissertation, University of Cambridge.
- ✓ Malmendier, U. and Tate, G. (2008), "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89 No. 1, pp. 20-43.
- ✓ Miller, E.M. (1977), "Risk, uncertainty, and divergence of opinion", *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 4, pp. 1151-1168.
- ✓ Mundi, H.S., Kaur, P. and Murty, R.L.N. (2022), "A qualitative inquiry into the capital structure decisions of overconfident finance managers of family-owned businesses in India", *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 14 No. 3, pp. 357-379.
- ✓ Roll, R. (1986), "The Hubris hypothesis of corporate takeovers", *The Journal of Business*, Vol. 59 No. 2, pp. 197-216.
- ✓ Tong, G. and Green, C.J. (2005), "Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies", *Applied Economics*, Vol. 37 No. 19, pp. 2179-2189.
- ✓ Weinstein, N.D. (1982), "Unrealistic optimism about susceptibility to health problems", *Journal of Behavioral Medicine*, Vol. 5 No. 4, pp. 441-460.