

## بررسی تاثیر خودشیفتگی و خوش بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

معصومه خشکبارچی

کارشناسی ارشد رشته مهندسی مالی - مدیریت ریسک، مؤسسه آموزش عالی راهبرد شمال، رشت، ایران. (نویسنده مسئول).

khoshkbarchif@gmail.com

دکتر محمدعلی یوسفی قلعه رودخانی

استادیار گروه حسابداری و مدیریت، مؤسسه آموزش عالی راهبرد شمال، رشت، ایران.

mayosefi1340@rahbordshomal.ac.ir

دکتر لیلا نجار پیشه

استادیار گروه کامپیوتر، مؤسسه آموزش عالی راهبرد شمال، رشت، ایران.

najarpisheh@rahbordshomal.ac.ir

### چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر خودشیفتگی و خوش بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به انجام رسید. جهت انجام این پژوهش تعداد ۱۴۳ شرکت بین سال های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری بررسی گردید. فرضیات پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون ترکیبی در نرم افزار EViews10 تجزیه و تحلیل گردید. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ها با استفاده از روش تخمین EGLS در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد که خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد. خوش بینی مدیر عامل تاثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.

**واژگان کلیدی:** ساختار سرمایه، خودشیفتگی مدیر عامل، خوش بینی مدیر عامل.

### مقدمه

ساختار سرمایه به عنوان مهم ترین عامل مؤثر بر ارزش گذاری شرکت ها مطرح گردیده و درجه بندی شرکت ها نیز از لحاظ اعتباری به ساختار سرمایه آنها وابسته است. مودیگلیانی و میلر<sup>۱</sup> برای اولین بار بحث ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و بیان کردند که تحت مفروضات خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، عدم وجود مالیات بر درآمد و عدم وجود هزینه های ورشکستگی، ارزش شرکت، مستقل از ساختار سرمایه آن است. مودیگلیانی و میلر در سال های بعد، با در نظر گرفتن عامل مالیات بر درآمد شرکت، نظریه اولیه خود را مورد تجدید نظر قرار داده و استدلال نمودند که، با توجه به اینکه بدهی برای شرکت ها سپر مالیاتی ایجاد می کند، پس ترجیحاً از بین منابع مختلف تأمین مالی، از بدهی استفاده می کنند. زیرا استفاده بیشتر از بدهی موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد (اکبری مقدم و پیری، ۱۳۹۰). از سوی دیگر، خودشیفتگی در بین مدیران می تواند اثراتی را بر پیامدهای سازمانی از طریق تأثیر بر انتخاب مدیران در زمینه های چون استراتژی، ساختار و کارمندیابی داشته باشد. طبیعتاً، خودشیفتگی در مقایسه با دیگر خصوصیات شخصی، مدیران را در جهت انجام اقداماتی سوق می دهد که از عرف سرباز زده و در پی توجه و ستایش دیگران هستند و این اقدامات در

<sup>1</sup> Modigliani & Miller

نهایت عملکرد سازمان را تحت تأثیر قرار خواهد داد. خودشیفتگی که به طور گسترده به عنوان یک اختلال شخصیت مورد مطالعه قرار گرفته است، در بین مدیران دارای نشانه‌هایی چون قدرت‌طلبی، خودنمایی، برتری‌جویی، غرور، استثمارطلبی، محق بودن و خودکفایی به خود است (خواجه‌وی و رحمانی، ۱۳۹۷).

هرچه تأمین‌کنندگان مالی ابهام بیشتری برای دستیابی به منابع و بازده مورد انتظارشان داشته باشند، تمایل کمتری به قرض‌دهی خواهند داشت (ولی‌زاده لاریجانی و اثنی‌عشری، ۱۳۹۶). در چنین وضعیتی، با توجه به فشارهایی که مدیران متحمل می‌شوند هدف از اتخاذ تصمیم‌های مالی، خروج سریع‌تر از این شرایط می‌باشد؛ بنابراین انتظار می‌رود در شرایط مالی دشوار، ارتباط عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه، مورد تردید قرار گیرد. به عبارتی، به نظر می‌رسد شرایط درماندگی مالی شرکت‌ها می‌تواند نقش تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین نوسان‌پذیری سود و ساختار سرمایه داشته باشد. از سوی دیگر، یکی از دلایل عدم اتفاق نظر در مباحث ساختار سرمایه، به دلیل نحوه سنجش متغیر ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن می‌باشد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۷).

عوامل تأثیرگذار بر تأمین مالی را می‌توان به دو گروه عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم کرد. عوامل درونی عواملی هستند که از داخل شرکت بر تصمیمات در مورد انتخاب شیوه تأمین مالی تأثیر می‌گذارند. از جمله عوامل درونی تأثیرگذار بر تأمین مالی می‌توان جریان‌های نقدی عملیاتی، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، ماهیت عملیات شرکت و درماندگی مالی را نام برد. از عوامل بیرونی اثرگذار بر نحوه تأمین مالی، می‌توان به شرایط و متغیرهای کلان اقتصادی اشاره کرد (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۴). نوسانات منفی و غیرمنتظره جریان نقدی و یا عدم توانایی شرکت‌ها برای ایجاد جریان‌های نقدی عملیاتی مثبت، ممکن است باعث شود که شرکت‌ها جریان نقدی کافی برای پوشش نیازهای نقدی خود برای حفظ و رشد کسب و کار خود نداشته باشند. هوانگ و ریتز<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، نشان دادند که در مواردی که بنگاه‌ها تقاضای وجوه نقد کوتاه‌مدت دارند، با احتمال زیادی به وسیله اوراق قرضه تأمین مالی می‌کنند. بسیاری از پژوهشگران دریافتند شرکت‌هایی که با ریسک نقدی و درماندگی مالی مواجه هستند از شرکت‌هایی که با این ریسک مواجه نیستند بیشتر اقدام به تأمین مالی از طریق بدهی می‌کنند (هریس و روراک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

خودشیفتگی مدیر عامل با حس شدید علاقه شخصی، تصور اغراق‌آمیز از خود، لاف زدن و میل مداوم به تحسین مشخص می‌شود. خودشیفتگی می‌تواند به قانون‌شکنان انگیزه دهد. خوش‌بینی بیش از حد و درک آنها از بی‌کفایتی دیگران می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های دلسردکننده شود. یک مدیر عامل در یک شرکت وظایف مختلفی دارد که از آن جمله می‌توان به تعیین چشم‌انداز و مأموریت شرکت و استراتژی‌ای که در شرکت انجام می‌شود اشاره کرد. در تصمیم‌گیری برای تعیین و دستیابی به توسعه شرکت، مدیر عامل دارای موقعیت و قدرت قوی است. مدیر عاملی که خودشیفتگی دارد معمولاً تهدیدی برای هر شرکتی است، زیرا او اعتماد به نفس بسیار بالایی دارد و به کارشناسان مالی اعتماد ندارد. بنابراین، آنها همیشه انحرافات مختلفی را برای بهبود تصویر شرکت انجام می‌دهند رفتار خودخواهانه اغلب بر وضعیت محل کار تأثیر می‌گذارد و به اعضای تیم و ذی‌نفعان آسیب می‌رساند (کالبوانا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۳).

یکی از مهم‌ترین مشکلاتی که شرکت‌ها در هنگام تصمیم‌گیری استراتژیک با آن مواجه هستند، همسو کردن ساختار سرمایه با استراتژی شرکت است، زیرا ساختار سرمایه عنصر کلیدی برای مدیریت ارزش شرکت است. ساختار سرمایه تحت تأثیر طیفی از عوامل قرار می‌گیرد، به عنوان مثال: تضادهای بالقوه بین مدیران، مالکان و اعتباردهندگان، ریسک‌های سرمایه‌گذاری، و غیره. درحالی‌که عوامل مالی تعیین‌کننده‌ترین نقش را ایفا می‌کنند، عوامل دیگری نیز بسیار مهم هستند: اندازه هیئت مدیره، تحصیلات، جنسیت و مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره و غیره. لذا در مورد خودشیفتگی

<sup>1</sup> Huang & Ritter

<sup>2</sup> Harris & Roark

<sup>3</sup> Kalbuana

و خوش‌بینی مدیران و تأثیر آنها بر ساختار سرمایه می‌تواند تأثیر بیشتری بر نحوه تصمیم‌گیری مدیر عامل داشته باشد. در نتیجه، عوامل تعیین‌کننده خودشیفتگی و خوش‌بینی نیز تغییر می‌کنند (فدروا<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۴). مسئله این است که خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل می‌تواند تأثیر قابل‌توجهی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد. به عبارت دیگر، رفتار و تصمیمات مدیر عامل که ممکن است تحت تأثیر خودشیفتگی و خوش‌بینی قرار گیرند، می‌تواند به صورت مستقیم یا غیرمستقیم به تغییرات در ساختار سرمایه شرکت منجر شوند. این تغییرات ممکن است شامل افزایش یا کاهش سطح بدهی، افزایش یا کاهش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید، تغییر در ساختار سهام و سهامداران و یا تأثیر بر روند تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت باشند. این موضوع می‌تواند به صورت مستقیم تأثیرگذار بر عملکرد و پایداری شرکت باشد و در نهایت به تغییرات در ارزش شرکت منجر شود. لذا مسئله اصلی پژوهش حاضر پاسخ به این پرسش است آیا خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد؟

### مبانی نظری پژوهش

**خودشیفتگی مدیر عامل:** به طور معمول، در سازمان‌ها مدیران اجرایی خودشیفته پاداش‌های بیشتری برای خود قائل شده و از این طریق موقعیت خود را در سازمان مستحکم می‌کنند. شاخص پاداش نقدی هیأت‌مدیره نیز از تقسیم پاداش نقدی مصوب در جلسه مجمع عمومی بر کل حقوق و دستمزد پرداختی سال مالی شرکت به دست خواهد آمد. داده‌های مربوط به پاداش هیأت‌مدیره بر اساس اقلام مورد گزارش در گردش حساب سود (زیان) انباشته، تصمیمات مجمع عمومی عادی سالانه حقوق صاحبان سهام و یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی استخراج می‌گردد (بنایی قدیم و مجیدی، ۱۴۰۱).

**خوش‌بینی مدیر عامل:** خوش‌بینی در حوزه مالی به این معنی است که مدیر به طور سیستماتیک نتایج آینده یک رویداد را بیش از حد ارزیابی می‌کند. برای اندازه‌گیری خوش‌بینی مدیر عامل مطابق پژوهش فدروا و همکاران (۲۰۲۴)، از اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی هر سهم استفاده شده است. این متغیر به صورت مجازی (۱ و ۰) است. اگر مقدار سود پیش‌بینی شده بیشتر از سود واقعی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ شده است. مازاد سود پیش‌بینی شده به سود واقعی، می‌تواند نشان از خوش‌بینی مدیریت از عملکرد آتی شرکت باشد (فدروا و همکاران، ۲۰۲۴).

### پیشینه پژوهش

حسن‌زاده کوچو و مهدی‌نیا اسبویی (۱۴۰۲)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر اجتناب مالیات پرداختند. یکی از منابع دولت، وصول مالیات از شرکت‌ها است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که شرکت‌ها در تلاشند مالیات بر درآمد خود را کاهش داده یا به تعویق بیندازند. اجتناب مالیاتی از جمله ابزارهایی است که شرکت‌ها ممکن است برای کاهش مالیات در صورت لزوم استفاده کنند. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر اجتناب مالیاتی است. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ده‌ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۱ برای ۹۵ شرکت استخراج و از نرم‌افزار آماری ایویوز<sup>۸</sup> استفاده گردید. پژوهش مزبور از بُعد نتیجه، یک پژوهش کاربردی است. پس از تجزیه و تحلیل‌های آماری، نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که خودشیفتگی مدیران بر اجتناب مالیاتی تأثیر مثبت و معناداری دارد. بدین معنی که هر چه میزان خودشیفتگی مدیران افزایش یابد اجتناب مالیاتی نیز افزایش می‌یابد. فدروا و همکاران (۲۰۲۴)، در پژوهشی با عنوان تأثیر خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه در شرایط پاندمی به بررسی تأثیر خوش‌بینی و خودشیفتگی مدیر

<sup>۱</sup> Fedorova

عامل (مدیر عامل اجرایی) بر ساختار سرمایه شرکت پرداختند. نویسندگان برای بررسی تأثیر خودشیفتگی و خوش بینی بر ساختار سرمایه، رگرسیون، یادگیری ماشین و تحلیل متن را انتخاب کردند. از سه روش برای ارزیابی خودشیفتگی استفاده شد: فرهنگ لغت پیشنهاد شده توسط انگلین، که ما را قادر می‌سازد مؤلفه‌های زیر را ارزیابی کنیم: اقتدار، برتری، غرور و نمایش گرایی. تعداد ضمایر اول شخص مفرد و جمع و تعداد عکس های مدیر عامل نمایش داده می‌شود. تکنیک تخصیص دیریکله پنهان (LDA) به یافتن تفاوت‌ها در لفاظی شرکت‌های مدیران عامل خودشیفته و غیر خودشیفته و یافتن تفاوت‌ها بین موضوعات مصاحبه‌ها و نامه‌های ارائه شده توسط مدیران عامل خودشیفته و غیر خودشیفته کمک کرد. نتایج نشان داد که خودشیفتگی تأثیری جزئی و غیرخطی بر ساختار سرمایه دارد. با این حال، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تأثیر بدبینی و عدم اطمینان در شرایط همه‌گیری وجود دارد، زمانی که مدیران بحران را پیش‌بینی کردند و استراتژی‌های خود را کاملاً تغییر دادند. نتایج نشان داد ارزش‌های متوسط خوش بینی و خودشیفتگی به جنسیت بستگی ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

- ✓ با توجه به مبانی نظری و پیشینه ارائه شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:
- ✓ خودشیفتگی مدیر عامل تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.
- ✓ خوش بینی مدیر عامل تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی و جهت آن پس‌رویدادی می‌باشد. از نظر روش و ماهیت، از نوع توصیفی و همبستگی است. همچنین پژوهش حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی اثبات وجود این رابطه در شرایط کنونی بر اساس داده‌های تاریخی می‌باشد. جامعه پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. روند انتخاب نمونه در جدول (۱) ارائه شده است.

#### جدول (۱): روند انتخاب نمونه

۵۴۶	کل شرکت مورد بررسی در پایان سال ۱۴۰۱
(۷۵)	تعداد شرکت‌هایی که جزه‌لدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۶۹)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.
(۶۵)	تعداد شرکت‌هایی که طی قلمرو زمانی پژوهش، دوره مالی خود را تغییر داده‌اند.
(۹۹)	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۹۵)	تعداد شرکت‌هایی که طی قلمرو زمانی پژوهش، بیش از ۳ ماه توقف فعالیت داشته‌اند.
۱۴۳	نمونه آماری

### مدل فرضیه‌های پژوهش و اندازه‌گیری متغیرها

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۴۳ شرکت به‌عنوان جامعه غربال‌گری شده باقی مانده است. که همه آنها به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

## مدل‌های تحلیلی پژوهش

در این پژوهش از مدل زیر استفاده شده است:

$$CS_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEONAR_{it} + \beta_2 CEOOPT_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 NOI_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \epsilon_{it}$$

که در روابط فوق داریم:

$CS_{it}$  = ساختار سرمایه شرکت  $i$  در زمان  $t$

$CEONAR_{it}$  = خودشیفتگی مدیر عامل شرکت  $i$  در سال  $t$

$CEOOPT_{it}$  = خوشبینی مدیر عامل شرکت  $i$  در زمان  $t$

$ROA_{it}$  = بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در زمان  $t$

$ROE_{it}$  = بازده حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در زمان  $t$

$SIZE_{it}$  = اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$

$NOI_{it}$  = زیان شرکت  $i$  در زمان  $t$

$CASH_{it}$  = نسبت وجه نقد به دارایی شرکت  $i$  در زمان  $t$

## متغیر وابسته

**ساختار سرمایه:** از تقسیم کل بدهی به کل دارایی شرکت به دست می‌آید.

## متغیرهای مستقل

**خودشیفتگی مدیر عامل:** به طور معمول، در سازمان‌ها مدیران اجرایی خودشیفته پاداش‌های بیشتری برای خود قائل شده و از این طریق موقعیت خود را در سازمان مستحکم می‌کنند. شاخص پاداش نقدی هیأت‌مدیره نیز از تقسیم پاداش نقدی مصوب در جلسه مجمع عمومی بر کل حقوق و دستمزد پرداختی سال مالی شرکت به دست خواهد آمد. داده‌های مربوط به پاداش هیأت‌مدیره بر اساس اقلام مورد گزارش در گردش حساب سود (زیان) انباشته، تصمیمات مجمع عمومی عادی سالانه حقوق صاحبان سهام و یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی استخراج می‌گردد (بنایی قدیم و مجیدی، ۱۴۰۱).

**خوشبینی مدیر عامل:** خوشبینی در حوزه مالی به این معنی است که مدیر به‌طور سیستماتیک نتایج آینده یک رویداد را بیش از حد ارزیابی می‌کند. برای اندازه‌گیری خوشبینی مدیر عامل مطابق پژوهش فدروا و همکاران (۲۰۲۴)، از اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی هر سهم استفاده شده است. این متغیر به صورت مجازی (۱ و ۰) است. اگر مقدار سود پیش‌بینی شده بیشتر از سود واقعی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ شده است. مازاد سود پیش‌بینی شده به سود واقعی، می‌تواند نشان از خوشبینی مدیریت از عملکرد آتی شرکت باشد (فدروا و همکاران، ۲۰۲۴).

## متغیرهای کنترلی

**بازده دارایی‌ها:** با استفاده از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

**بازده حقوق صاحبان سهام:** با استفاده از نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

**اندازه شرکت:** از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد.

**زیان شرکت:** یک متغیر مجازی است که اگر شرکت در پایان سال زیان داشته باشد ۱ در غیر این صورت صفر است.

**نسبت وجه نقد:** از تقسیم وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد. در این پژوهش از نرم‌افزار Excel برای محاسبه داده‌های جمع‌آوری شده و از نرم‌افزار Eviews برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها استفاده شد.

### یافته‌های پژوهش

جدول (۲) نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای پژوهش می‌باشد. در این جدول شاخص‌های میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی بیان می‌گردد.

جدول (۲): نتایج آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
CS	۰.۵۲۷	۰.۵۲۶	۱.۸۲۴	۰.۰۳۱	۰.۲۱۴	۰.۴۴۷	۴.۵۸۹
CEONAR	۰.۱۰۱	۰.۱۰۱	۰.۱۱۳	۰.۰۰۰	۰.۰۰۵	-۸.۱۱۹	۱۶۵.۴۶۳
CEOOPT	۰.۲۴۰	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۲۷	۱.۲۱۲	۲.۴۷۰
ROA	۰.۱۶۳	۰.۱۳۶	۰.۶۷۳	-۰.۵۸۱	۰.۱۶۱	۰.۲۴۱	۳.۶۲۱
ROE	۰.۲۵۲	۰.۳۴۱	۶.۸۸۸	-۴۶.۰۷۳	۱.۶۴۲	۲۳.۷۴۲	۶۴۷.۵۱۷
SIZE	۱۵.۲۴۵	۱۵.۰۰۱	۲۱.۵۷۱	۱۱.۳۶۱	۱.۶۸۳	۰.۸۳۵	۴.۱۱۹
NOI	۰.۰۷۹	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۲۷۱	۳.۰۹۸	۱۰.۵۹۹
CASH	۰.۰۴۹	۰.۰۳۳	۰.۵۹۹	۰.۰۰۰۲	۰.۰۵۳	۳.۱۳۷	۲۱.۴۱۷

در این جدول، ضریب کشیدگی متغیرها همگی مثبت بوده و حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند.

### آزمون مانایی

به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل‌ها گردید. آزمون مزبور با استفاده از نرم‌افزار EViews و روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم‌یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلیپس انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیان‌گر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال جدول کوچک‌تر از ۰.۰۵ باشد به احتمال ۹۵٪ فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرها به شرح جدول ۳ است.

جدول (۳): آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

آزمون متغیر	Levin, Lin & Chu		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
CS	-۱۱.۲۳۲	۰.۰۰۰	-۹.۲۱۶	۰.۰۰۰	۳۶۲.۶۷۲	۰.۰۰۱	۴۰۵.۱۲۵	۰.۰۰۰
CEONAR	-۳۰.۸۶۶	۰.۰۰۰	-۹.۳۸۳	۰.۰۰۰	۵۹۵.۵۷۵	۰.۰۰۰	۷۳۰.۵۲۷	۰.۰۰۰
ROA	-۱۵.۴۶۰	۰.۰۰۰	-۹.۷۶۵	۰.۰۰۰	۳۶۰.۳۶۷	۰.۰۰۱	۳۹۸.۶۳۶	۰.۰۰۰
ROE	-۱۹.۳۸۱	۰.۰۰۰	۲.۴۰۸	۰.۰۰۸	۳۶۵.۹۰۵	۰.۰۰۱	۴۲۱.۰۳۸	۰.۰۰۰
SIZE	۱۹.۰۷۱	۰.۰۰۰	۱۸.۴۹۲	۰.۰۰۰	۴۲۵.۰۲۱	۰.۰۰۰	۵۰۱.۳۴۶	۰.۰۰۰
CASH	-۱۷.۰۹۴	۰.۰۰۰	-۳.۶۹۹	۰.۰۰۰	۴۱۴.۴۹۶	۰.۰۰۰	۵۰۳.۶۳۷	۰.۰۰۰

مقدار احتمال آزمون‌ها برای کلیه متغیرهای پژوهش کوچک‌تر از ۰.۰۵ است؛ بنابراین کلیه متغیرهای فوق در سطح مانا قرار دارند.

### آزمون هم‌خطی متغیرها

قبل از برآورد مدل فرضیه‌ها لازم است تا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای پژوهش آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی پیرسون استفاده شده است. جدول ۴ ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتایج آزمون هم‌خطی متغیرها

CASH	NOI	SIZE	ROE	ROA	CEOOPT	CEONAR	CS	Correlatin
							۱.۰۰۰	CS
						۱.۰۰۰	۰.۰۱۹	CEONAR
					۱.۰۰۰	۰.۰۲۰	۰.۱۹۷	CEOOPT
				۱.۰۰۰	-۰.۳۹۹	۰.۰۱۵	-۰.۵۹۰	ROA
			۱.۰۰۰	۰.۲۲۴	-۰.۱۲۴	-۰.۰۱۷	-۰.۱۲۴	ROE
		۱.۰۰۰	-۰.۰۳۳	۰.۲۲۰	-۰.۰۵۹	-۰.۰۰۳	-۰.۰۶۴	SIZE
	۱.۰۰۰	-۰.۰۶۷	-۰.۰۲۰۵	-۰.۴۹۰	۰.۳۱۶	۰.۰۴۱	۰.۳۳۶	NOI
۱.۰۰۰	-۰.۰۷۳	-۰.۰۴۸	۰.۰۴۹	۰.۲۳۰	-۰.۰۶۸	-۰.۰۳۶	-۰.۱۰۸	CASH

با توجه به نتایج جدول ۴ مشخص که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به +۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم‌خطی‌ای میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

### آزمون نرمال بودن خطاهای مدل

بررسی و انجام آزمون مذکور بر اساس آماره جاک برا است. چنانچه سطح احتمال آزمون جاک برا پایین و کمتر از ۰.۰۵ باشد، فرض صفر، یعنی نرمال بودن سری رد می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول (۵): آزمون نرمال بودن خطاهای مدل

نتیجه آزمون	سطح معناداری	آماره	نوع آزمون
نرمال بودن خطاها	۰.۲۴۵	۲.۸۰۸	جاک برا

بر اساس نتایج جدول ۵ سطح معناداری آزمون جاک برا برابر با ۰.۲۴۵ می‌باشد که بزرگ‌تر از ۰.۰۵ است لذا این امر نشان‌دهنده نرمال بودن خطاهای مدل مذکور می‌باشد.

### آزمون همسانی واریانس خطاهای مدل

یکی از پیش‌فرض‌های مدل رگرسیون، ثابت بودن واریانس خطا است. به طوری که با وجود ناهمسانی واریانس در مدل، افزایش یا کاهش در متغیر مستقل، واریانس متغیر وابسته که برابر با واریانس پسماند است تغییر می‌کند. در این پژوهش برای اطمینان از نتایج به‌دست‌آمده، برای بررسی همسانی واریانس‌ها در داده‌های ترکیبی از روش بارتلت استفاده می‌شود. در روش همسانی واریانس بارتلت، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس‌ها در نظر گرفته می‌شود. جدول ۶ نتایج حاصل از آزمون همسانی مدل را نشان می‌دهد.

جدول (۶): آزمون همسانی واریانس خطاهای مدل

نوع آزمون	احتمال آزمون
بارتلت	۰.۰۰۰

با توجه به نتایج جدول ۶ که نشان دهنده مقدار احتمال کوچکتر از ۰.۰۵ است، می توان گفت واریانس خطاها ناهمسان است و فرض صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس مدل رد شده است. برای رفع ناهمسانی واریانس خطاها، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) استفاده خواهد شد.

### آزمون اف لیمر مدل

ابتدا به منظور انتخاب بین روش های داده های تابلویی و داده های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده می شود. اگر احتمال (p-value) محاسبه شده بیشتر از سطح خطای ۰.۰۵ باشد از داده های تلفیقی و در غیر این صورت از داده های تابلویی استفاده خواهد شد. جدول ۷ نتایج حاصل از آزمون F لیمر را نشان می دهد.

جدول (۷): آزمون F لیمر مدل

آماره	Statistic	Prob
Period F	۱۱.۵۰۱	۰.۰۰۰

بر اساس جدول ۷ و با توجه به اینکه احتمال (Prob) به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰.۰۰۰ و کوچکتر از ۰.۰۵ است، لذا به منظور برآورد این مدل از مدل داده های تابلویی استفاده می شود. برای تعیین این امر که در تخمین مدل پژوهش، باید از مدل اثرات ثابت استفاده شود یا اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده می شود.

### آزمون هاسمن

برای مقایسه مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از نظر قدرت توضیح دهندگی، از آزمون هاسمن استفاده می شود فرض صفر در آزمون هاسمن، مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل رگرسیونی می باشد و در مقابل فرض صفر، مدل اثرات ثابت تأیید می گردد. بر اساس نتایج جدول ۸ و با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون کمتر از ۰.۰۵ است، مدل اثرات ثابت تأیید می گردد.

جدول (۸): نتایج آزمون هاسمن

آماره	مقدار	P-Value	نتیجه آزمون
کای دو	۳۱.۴۸۳	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

### نتایج تخمین مدل فرضیه های پژوهش

جدول ۹ نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش را با استفاده از نرم افزار Eviews نشان می دهد.

جدول (۹): نتایج تخمین مدل فرضیه های تحقیق

CS <sub>it</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> CEONAR <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> CEOOPT <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> ROA <sub>it</sub> + β <sub>4</sub> ROE <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>6</sub> NOI <sub>it</sub> + β <sub>7</sub> CASH <sub>it</sub>				
متغیر	Coefficient	خطای استاندارد	آماره t	Prob
CEONAR	۰.۱۳۸	۰.۰۴۲	۳.۲۶۹	۰.۰۰۰
CEOOPT	۰.۰۰۹	۰.۰۰۳	۲.۶۰۴	۰.۰۲۱



ROA	-۰.۶۰۰	۰.۰۲۷	-۲۱.۷۵۲	۰.۰۰۰
ROE	۰.۰۰۳	۰.۰۰۳	۱.۲۱۳	۰.۲۲۵
SIZE	-۰.۰۰۸	۰.۰۰۳	-۲.۲۲۷	۰.۰۲۶
NOI	۰.۰۲۴	۰.۰۱۴	۱.۶۹۵	۰.۰۹۰
CASH	۰.۱۵۷	۰.۰۶۳	۲.۴۸۰	۰.۰۱۳
C	۰.۷۵۴	۰.۰۷۳	۱۰.۱۹۷	۰.۰۰۰
ضریب تعیین = ۰.۷۹۹		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰.۷۸۱		
آماره دوربین واتسون = ۱.۶۰۲		آماره آزمون F = ۵۰.۹۹۷		احتمال آزمون F = ۰.۰۰۰

نتایج مندرج در جدول ۹ نشان می‌دهد که P-value آزمون F برابر با ۰.۰۰۰ می‌باشد که کوچک‌تر از ۰.۰۵ است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل برابر ۰.۷۸۱ است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۷۸ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دوربین-واتسون مدل برابر با ۱.۶۰۲ است و این مقدار بین ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل خود همبستگی وجود ندارد.

**فرضیه اول:** نتایج مندرج در جدول ۹ نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر خودشیفتگی مدیر عامل (۰.۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰.۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰.۱۳۸) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

**فرضیه دوم:** نتایج مندرج در جدول ۹ نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر خوش بینی مدیر عامل (۰.۰۲۱)، کوچک‌تر از ۰.۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰.۰۰۹) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خوش بینی مدیر عامل تاثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه خوش بینی مدیر عامل تاثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادها

بر اساس آنچه در ابتدای مقاله به آن اشاره شد، مسئله اصلی پژوهش پاسخ به این سوال است آیا خودشیفتگی و خوش بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد؟ لذا این پژوهش با هدف پاسخ به این پرسش انجام گرفت. لذا در این بخش نوبت به تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده می‌رسد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی مدل رگرسیونی پژوهش نشان داد، معناداری محاسبه شده برای متغیر خودشیفتگی مدیر عامل، کوچک‌تر از ۰.۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود. لذا با افزایش خودشیفتگی مدیر عامل، میزان بدهی شرکت در ساختار سرمایه افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق نتیجه پژوهش فدروا و همکاران (۲۰۲۴)، است. طبق مبانی نظری پژوهش، خودشیفتگی مدیر عامل می‌تواند تأثیر مخربی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد. زیرا مدیر عامل خودشیفته ممکن است تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری را بر اساس دیدگاه‌ها و اعتقادات شخصی خود

به جای منافع شرکت انجام دهد. این می‌تواند منجر به انتخاب‌های نامناسب در زمینه ساختار سرمایه، افزایش بدهی بیش از حد، انجام سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌آمیز و نادرست، و یا تصمیمات مالی غیربهبینه شود. یک مدیر عامل خودشیفته ممکن است به دلیل خودبینی بالا و افراط در خوش‌بینی، تمایل داشته باشد به افزایش بدهی شرکت به منظور انجام پروژه‌های بزرگ و پرخطر، حتی اگر این تصمیم منجر به افزایش ریسک‌های مالی و کاهش پایداری شرکت شود. بنابراین، خودشیفتگی مدیر عامل می‌تواند تأثیرات منفی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد و به تغییرات نامطلوب در عملکرد و ارزش شرکت منجر شود. بنابراین، مدیران عامل باید از خودبینی و خودشیفتگی خود آگاه باشند و تصمیمات خود را بر اساس منافع و هدف‌های شرکت به جای منافع شخصی انجام دهند.

همچنین نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی مدل رگرسیونی پژوهش نشان داد، معناداری محاسبه شده برای برای متغیر خوش‌بینی مدیر عامل، کوچک‌تر از ۰.۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خوش‌بینی مدیر عامل تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه خوش‌بینی مدیر عامل تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود. لذا با افزایش خوش‌بینی مدیر عامل، میزان بدهی شرکت در ساختار سرمایه افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق نتیجه پژوهش فدروا و همکاران (۲۰۲۴)، است. طبق مبانی نظری پژوهش، خوش‌بینی مدیر عامل نیز می‌تواند تأثیراتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد. اگر یک مدیر عامل خیلی خوش‌بین باشد و به طور غیرمعقول به افزایش سود و رشد شرکت امیدوار باشد، ممکن است تمایل داشته باشد به انجام پروژه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و پرخطر بدون انجام تحلیل‌های دقیق و صحیح. این نوع خوش‌بینی ممکن است منجر به انتخاب تصمیمات مالی نادرست، افزایش بدهی بیش از حد، و یا انجام سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌آمیز شود که در نهایت به کاهش پایداری و ارزش شرکت منجر شود. بنابراین، خوش‌بینی بی‌معقول مدیر عامل نیز می‌تواند تأثیرات منفی بر ساختار سرمایه شرکت داشته باشد. برای جلوگیری از این موضوع، مدیران عامل باید تصمیمات مالی خود را بر اساس تحلیل دقیق و منطقی انجام داده و از خوش‌بینی غیرمعقول خود پرهیز کنند. همچنین، استفاده از مشاوران مالی و حسابداران حرفه‌ای نیز می‌تواند به مدیران عامل کمک کند تا تصمیمات مالی بهینه‌تری انجام دهند و از تأثیرات منفی خوش‌بینی بی‌معقول جلوگیری کنند. خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اهمیت بالایی دارد زیرا تأثیرات آنها می‌تواند بر عملکرد و پایداری شرکت‌ها تأثیر گذار باشد. در ادامه به برخی از اهمیت‌ها و ضرورت‌های تأثیر خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اشاره می‌شود؛ خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل ممکن است منجر به انجام تصمیمات مالی نادرست شود که باعث افزایش بدهی، کاهش سودآوری، و کاهش ارزش سهام شرکت شود. خوش‌بینی بی‌معقول مدیر عامل ممکن است به انجام سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌آمیز و بدون در نظر گرفتن ریسک‌های مالی مناسب منجر شود که باعث افزایش تحمل ریسک شرکت و کاهش پایداری آن شود. خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل ممکن است باعث کاهش انعطاف‌پذیری مالی شرکت شود و در مواقع بحران، شرکت قادر به پاسخگویی به نیازهای مالی خود نباشد. تصمیمات مالی نادرست به دلیل خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل ممکن است باعث کاهش رقابت‌پذیری شرکت در بازار شود و از رقابت با رقبای خود عقب بماند. بنابراین، اهمیت و ضرورت تأثیر خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت‌ها این است که این عوامل می‌توانند تأثیرات قابل توجهی بر عملکرد، پایداری، و ارزش شرکت‌ها داشته باشند. بنابراین، لازم است که مدیران عامل از خودشیفتگی و خوش‌بینی خود پرهیز کنند و تصمیمات مالی خود را بر اساس تحلیل دقیق و منطقی انجام دهند تا از اثرات منفی این عوامل جلوگیری کنند.

بر اساس نتایج فرضیه‌های پژوهش، به هیئت مدیره شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌گردد از رفتار بالقوه ناشی از سطوح بالای خودشیفتگی و خوش‌بینی مدیر عامل و پیامدهای آن آگاه باشند تا بدین وسیله تصمیمات مالی نادرست را در

شرکت کاهش دهند. با توجه به اینکه خودشیفتگی و خوش بینی مدیر عامل میزان بدهی را در ساختار سرمایه شرکت افزایش می دهد به سرمایه گذارانی که ریسک گریز می باشند توصیه می شود در شرکت هایی که مدیران با خودشیفتگی و خوش بینی مدیر عامل بالا دارند، سرمایه گذاری نمایند. بر اساس نتایج فرضیه ها، به هیئت مدیر شرکت ها پیشنهاد می گردد با بکارگیری مکانیزم های کنترلی حاکمیت شرکتی از رفتار زیان بار مدیران با خودشیفتگی بالا بکاهند. همچنین پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان صورت های مالی، و همچنین مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و افرادی که در عزل و نصب مدیران دخالت دارند، از نتایج این پژوهش در جهت افزایش آگاهی خود استفاده کنند. در خصوص محدودیت پژوهش باید گفت از آنجائی که در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک (هدفمند) برای نمونه گیری استفاده شده است و منجر به حذف برخی صنایع منجمله واسطه گری مالی شده است لذا در تعمیم نتایج به کل صنایع باید احتیاط لازم را به عمل آورد. در پایان، به پژوهشگران آتی پیشنهادهای زیر ارائه می شود:

طبق نظریه چرخه عمر، بنگاه ها در طول عمر خود، رفتارها و خصوصیت های مختلفی دارند؛ به این معنا که ویژگی های مالی و اقتصادی هر شرکت، تحت تأثیر مرحله ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد؛ بنابراین، بررسی روابط خودشیفتگی و خوش بینی مدیر عامل با ساختار سرمایه شرکت، در دوره های مختلف چرخه عمر شرکت ها پیشنهاد می شود. با توجه به اینکه دوره های رونق و رکود اقتصادی کشور، همزمان در بسیاری از فعالیت های اقتصادی حاکم بوده و ممکن است که نگرش مدیران را در تصمیم ها تحت تأثیر قرار دهد؛ به نظر می رسد که بررسی روابط این پژوهش در دوره های رکود و رونق اقتصادی شرکت ها، موضوع مناسبی برای پژوهش های آتی باشد.

## منابع

- ✓ اکبری مقدم، بیتاله، پیری، عبدالله، (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت، فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، شماره ۷، صص ۳۱-۳۷.
- ✓ بنایی قدیم، رحیم، مجیدی، حامد، (۱۴۰۱)، تأثیر خودشیفتگی و قدرت مدیر عامل بر کارایی سرمایه گذاری و رشد پایدار سود، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی دانشگاه الزهراء، دوره ۱۰، شماره ۳۸، صص ۲۰۳-۲۲۴.
- ✓ حسن زاده کوچو، محمود، مهدی نیا اسبویی، امین، (۱۴۰۲)، تاثیر خودشیفتگی مدیران بر اجتناب مالیات، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۶، شماره ۸۴، صص ۱-۱۴.
- ✓ حیدری، مهدی، منصورفر، غلامرضا، قاسم زاده، مرتضی، (۱۳۹۷)، نوسان پذیری سود و تصمیم های ساختار سرمایه با نقش تعدیل گری درماندگی مالی، رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری. فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۲۲۷-۲۴۸.
- ✓ خواجوی، شکراله، رحمانی، محسن، (۱۳۹۷)، بررسی اثر خودشیفتگی مدیران بر خطر سقوط قیمت سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۱، شماره ۳۷، صص ۱-۱۵.
- ✓ ولی زاده لاریجانی، اعظم، اثنی عشری، حمیده، (۱۳۹۶)، ساختار سرمایه و سرعت تعدیل آن در چرخه عمر شرکت و نقش سودآوری، فصلنامه راهبر مدیریت مالی، دوره ۹، شماره ۴، صص ۶۹-۹۲.
- ✓ هاشمی، سید عباس، امیری، هادی، مشتاقیان، مهنوش، (۱۳۹۴)، تأثیر جریان های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت و تورم، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۴، صص ۱۹-۳۸.

- ✓ Fedorova, E., Nevredinov, A. and Drogovoz, P. (2024). The impact of CEO narcissism and optimism on capital structure under pandemic conditions. *Review of Behavioral Finance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/RBF-04-2023-0087>.
- ✓ Harris, C. and Roark, S. (2019). Cash flow risk and capital structure decisions. *Finance Research Letters*, 393-397.
- ✓ Huang, R. and Ritter, J.R. (2016). Corporate cash shortfalls and financing decisions, working paper, 1-62.
- ✓ Kalbuana, N., Taqi, M., Uzliawati, L. and Ramdhani, D. (2023). CEO narcissism, corporate governance, financial distress, and company size on corporate tax avoidance. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167550.