

مباحث بررسی تاثیر اعتماد به نفس مدیران بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرزاد آقایی

ایران، مازندران، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد جویبار، کارشناسی ارشد مدیریت دولتی گرایش بودجه مالی عمومی

چکیده:

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تصمیمات ساختار سرمایه می باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ در بورس فعالیت داشته اند. جهت تعیین حجم نمونه مناسب از این جامعه، از روش حذف سیستماتیک و اعمال محدودیت های نمونه گیری ۱۰۰ شرکت انتخاب شده اند. همچنین کلیه مراحل در نرم افزار ایویوز EViews با آزمون رگرسیون پانل انجام گرفته است. در نهایت نتایج نشان داد که اعتماد به نفس مدیرعامل بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت ها تاثیر دارد.

کلید واژه: اعتماد به نفس مدیران، تصمیمات ساختار سرمایه، بورس اوراق بهادار

مقدمه

ساختار سرمایه عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی های خود از آن استفاده می کند (دیمیتریس و ماریا^۱، ۲۰۱۰). به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت، ساختار سرمایه می گویند (قالیباف اصل، ۱۳۸۴). در بررسی ساختار سرمایه شرکتها تلاش می شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آنها در تامین مالی فعالیتها و سرمایه گذاری های مورد نیاز، تبیین شود (مایرز^۲، ۲۰۰۱؛ بروین و همکاران^۳، ۲۰۰۶). همچنین می توان گفت که هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران آن است (نوو، ۱۳۸۱). با توجه به نیاز شرکتها در تامین سرمایه های مورد نیاز انجام طرح های تجاری و سرمایه گذاری خود، به وجوه نقد، تامین این منابع و به دست آوردن وجوهی که کمترین هزینه های مالی و بیشترین انعطاف پذیری را برای شرکت در برداشته باشد، از اهمیت خاصی برخوردار است. لذا ترکیب این وجوه که ساختار سرمایه نامیده می شود، از جمله عواملی است که می تواند به طور مؤثر بر ادامه فعالیت های شرکت و ارزش شرکت، اثرگذار باشد. بنابراین به طور معمول بخش اعظمی از تصمیم های مدیران مالی درباره همین موضوع است (دیمیتریس و ماریا^۴، ۲۰۱۱). از سویی دیگر با گسترش روز افزون فعالیت های اقتصادی و تجاری و سهامی شدن شرکتها و جدایی مدیریت از مالکیت، واحدهای تجاری متحمل هزینه هایی هستند که ناشی از تعارض میان اهداف و منافع مالکان و مدیران و نابرابری اطلاعاتی موجود میان افراد یاد شده است. لذا با توجه به این موضوع و یادآوری این نکته که تصمیم گیری در رابطه ساختار سرمایه از وظایف اصلی مدیران است عوامل تشکیل دهنده این ساختار اعم از بدهی و یا حقوق صاحبان سهام، باید با در نظر گرفتن تعارض ها و تفاوت های میان مدیران و اعتباردهندگان و سهام داران، در نظر گرفته شود. در بین

¹ Dimitris & Maria

² Myers

³ Brounen

⁴ Dimitris, M. A. and Maria,

تمام نظریات مطرح شده در حوزه ساختار سرمایه، سه نظریه توازن، سلسله مراتبی و حرکت همگام با بازار، بیشترین توجه را به خود جلب کرده اند. نظریه اینرسی نیز به عنوان جدیدترین نظریه ساختار سرمایه علاوه بر بیان نتایج جدید، نتایج نظریه حرکت همگام با بازار را تأیید کرد. نظریات سلسله مراتبی، حرکت همگام با بازار و اینرسی، به وجود یک ساختار سرمایه هدف اعتقادی ندارند؛ بنابراین از دید این نظریه ها مدیران برای تغییر اهرم، در مسیری مشخص تلاش نخواهند کرد. به اعتقاد مایرز^۱ (۱۹۸۴)، براساس نظریه توازن برای هر شرکت، ساختار سرمایه هدف یا یک نسبت بدهی هدف می توان تعریف کرد (مایرز، ۱۹۸۴).

ساختار سرمایه (اهرم)، مالی چگونگی تامین مالی داراییهای شرکت را نشان میدهد معمولاً شرکتها از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام تامین مالی میکنند و تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه و تامین مالی از نظر تأثیری که بر هزینه های مالی، ریسک ثروت سهامداران ارزش شرکت و قیمت سهام به دنبال دارد حائز اهمیت است در خصوص انتخاب بهترین گزینه تامین مالی، عوامل متعددی دخیل میباشند که مهمترین آنها مخارج تامین مالی است (بیگلر، ۱۳۸۵).

افراد ممکن است به سرعت، شخصیت و خصوصیات بارز شخصیتی را از ظاهر صورت یک فرد درک کنند. در همین راستا، مطالعات علوم روانشناسی دو نقش اساسی را که در مغز انسان ایفا کرده است، مشخص می کند: اعتماد به نفس صورت که بعنوان درک یک شخص قابل اعتماد از توانایی، نیکوکاری و یکپارچگی فرد معتمد تعریف می شود، بر اساس ظاهر صورت فرد و تصمیم گیری های مربوط به اعتماد با ایجاد پاسخ های مستقل به محرک های عاطفی برداشت می شود. مطابق با این یافته ها در علوم روانشناسی، مطالعات قبلی در محیط شغلی ثابت کرده است که اعتماد به نفس فرد ممکن است بر فرآیند تصمیم گیری بعدی، در فعالیت های مالی، دفاع حقوقی و نقاط کاری مختلف تأثیر بگذارد. (تین شیه^۲ و همکاران، ۲۰۱۹). استانداردهای حسابرسی هیئت نظارت بر حسابداری شرکت های عمومی با گسترش این مفهوم، در یک حسابرسی، حسابرسان را ملزم به برقراری ارتباط با مدیریت می دانند تا خطرات سوء استفاده از موارد را ارزیابی کنند. این ارتباط شامل تعامل چهره به چهره بین حسابرسان و مدیران شرکت ها می باشد. در طول تعامل اولیه و متعاقب آن، حسابرسان می توانند درک خود از اعتماد به نفس مدیران افزایش داده و چنین برداشت هایی را در تصمیم گیری بعدی خود به کار گیرند. اگرچه، شک و تردید حرفه ای حسابرسان و دقت در روند حسابرسی ممکن است حسابرسان را وادار کند تا روی اعتماد به نفس مدیران تمرکز نکنند. در عوض، حسابرسان ممکن است برای ارزیابی اعتماد به نفس مدیران و خطرات احتمالی حسابرسی، در درجه اول به سایر شواهد متکی باشند (تین شیه و همکاران، ۲۰۱۹).

از آنجا که مدیران بیش اطمینان بازده مورد انتظار پروژه های سرمایه گذاری شرکت را بیشتر از واقعیت تخمین می زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقعیت ارزیابی می کنند، ممکن است سبب افزایش ریسک گزارشگری مالی برای حسابرسان شوند. برای مثال، شراند و زچمن^۳ (۲۰۱۲) دریافتند به دلیل چشم انداز خوش بینانه مدیران بیش اطمینان نسبت به سود دوره های آتی، احتمال پیش بینی اشتباه آنها بیشتر است. در زمینه شناخت و ارزیابی حسابرسان از ویژگی های شخصیتی مدیران نیز جانسون و همکارانش دریافتند بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و برآورد ریسک حسابرسی،

¹ Myers

² Tien-Shih

³ Scherand, C.M. & Zechman, S.L

ارتباط مثبتی برقرار است. بنابراین، اگر حسابرس این ویژگی شخصیتی مدیران را تشخیص دهد و ریسک گزارشگری مالی را بیش از حد برآورد کند.

اگرچه شواهد تجربی مبنی بر اینکه اعتماد به نفس مدیران با رفتار واقعی ارتباط دارد با هم آمیخته شده اند، مطالعات روانشناسی اثبات کردند که افراد تمایل دارند اعتماد کمتری به مدیری با اعتماد به نفس پایین داشته باشند. بنابراین، حسابرسان ممکن است اعتماد کمتری به اطلاعات کسب و کار ارائه شده توسط مدیران عامل شرکت ها با اعتماد به نفس پایین داشته باشند، و بر این اساس، ریسک حسابرسی بالاتری را برای چنین مشتریانی درک می کنند و نیاز به هزینه بالاتری دارند. بنابراین، ما این فرضیه را مطرح می کنیم که حسابرسان مبلغ بالاتری را به شرکت های مشتری با مدیرعامل های با اعتماد به نفس پایین و اعلام می کنند تا خطر بالاتر حسابرسی را جبران کنند. پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سوال اساسی است که آیا اعتماد به نفس مدیران بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد یا خیر؟

مبانی نظری

تعریف ساختار سرمایه و اهمیت آن

تعریف های گوناگون توسط افراد مختلف در مورد ساختار سرمایه بیان شده است که به چند مورد از آنها اشاره می شود. ساختار سرمایه شامل ترکیب بدهی ها و حقوق صاحبان سهام است که به عنوان منابع تامین مالی شرکت از آنها استفاده می شود (آنتونیو و همکاران^۱، ۲۰۰۲). ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت ها برای تامین مالی درازمدت دارایی هاست، این ساختار شامل بدهی های بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی است (کوهر و راحول^۲، ۲۰۰۷). ساختار سرمایه عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی های خود از آن استفاده می کند (دیمیتریس و ماریا^۳، ۲۰۱۰). به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت، ساختار سرمایه می گویند (قالیباف اصل، ۱۳۸۴). در بررسی ساختار سرمایه شرکتها تلاش می شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آنها در تامین مالی فعالیتها و سرمایه گذاری های مورد نیاز، تبیین شود (مایرز^۴، ۲۰۰۱؛ برونن و همکاران^۵، ۲۰۰۶). همچنین می توان گفت که هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران آن است (نوو، ۱۳۸۱). با توجه به نیاز شرکتها در تامین سرمایه های مورد نیاز انجام طرح های تجاری و سرمایه گذاری خود، به وجوه نقد، تامین این منابع و به دست آوردن وجوهی که کمترین هزینه های مالی و بیشترین انعطاف پذیری را برای شرکت در برداشته باشد، از اهمیت خاصی برخوردار است. لذا ترکیب این وجوه که ساختار سرمایه نامیده می شود، از جمله عواملی است که می تواند به طور مؤثر بر ادامه فعالیت های شرکت و ارزش شرکت، اثرگذار باشد. بنابراین به طور معمول بخش اعظمی از تصمیم های مدیران مالی درباره همین موضوع است (دیمیتریس و ماریا^۶، ۲۰۱۱). از سویی دیگر با گسترش روز افزون فعالیت های اقتصادی و تجاری و سهامی شدن شرکت ها و جدایی مدیریت از مالکیت، واحدهای تجاری متحمل هزینه هایی هستند که ناشی از تعارض میان اهداف و منافع مالکان و

¹ Antoniou & et al

² Kohher M. and S. Rahul

³ Dimitris & Maria

⁴ Myers

⁵ Brounen

⁶ Dimitris, M. A. and Maria,

مدیران و نابرابری اطلاعاتی موجود میان افراد یاد شده است. لذا با توجه به این موضوع و یادآوری این نکته که تصمیم گیری در رابطه ساختار سرمایه از وظایف اصلی مدیران است عوامل تشکیل دهنده این ساختار اعم از بدهی و یا حقوق صاحبان سهام، باید با در نظر گرفتن تعارضها و تفاوت های میان مدیران و اعتباردهندگان و سهامداران، در نظر گرفته شود. در بین تمام نظریات مطرح شده در حوزه ساختار سرمایه، سه نظریه توازن، سلسله مراتبی و حرکت همگام با بازار، بیشترین توجه را به خود جلب کرده اند. نظریه اینرسی نیز به عنوان جدیدترین نظریه ساختار سرمایه علاوه بر بیان نتایج جدید، نتایج نظریه حرکت همگام با بازار را تأیید کرد. نظریات سلسله مراتبی، حرکت همگام با بازار و اینرسی، به وجود یک ساختار سرمایه هدف اعتقادی ندارند؛ بنابراین از دید این نظریه ها مدیران برای تغییر اهرم، در مسیری مشخص تلاش نخواهند کرد. به اعتقاد مایرز^۱ (۱۹۸۴)، براساس نظریه توازن برای هر شرکت، ساختار سرمایه هدف یا یک نسبت بدهی هدف می توان تعریف کرد (مایرز، ۱۹۸۴).

مفهوم اهرم هدف و سرعت تعدیل ساختار سرمایه

بسیاری از پژوهش های انجام شده براساس نظریه توازن پویا، سرعت تعدیل ساختار سرمایه را به سمت ساختار هدف بررسی کرده اند. برآورد سرعت تعدیل ساختار سرمایه، بررسی دو فرضیه مشترک است. اول اینکه آیا مطابق پیش بینی نظریه توازن، شرکت ها نسبت اهرم هدف دارند و یا براساس پیش بینی سایر نظریه ها، مدیران برای دستیابی به یک اهرم هدف مشخص، کوشش می کنند و دوم اینکه آیا شرکت ها، ساختار سرمایه را به سمت ساختار هدف تعدیل می کنند. نتایج پژوهش های انجام شده درباره رفتار اهرم در طول زمان، نشان دهنده وجود اهرم هدف (ثابت یا متغیر در طول زمان) و حرکت اهرم با سرعت های مختلف به سمت هدف و نیز نبود اهرم هدف و رفتار تصادفی اهرم است. بدین ترتیب سه الگوی اصلی بر اساس مبانی نظری پژوهش برای رفتار اهرم در نظر گرفته شده است:

الف) الگوی اهرم هدف ثابت: در این الگو فرض می شود شرکت ها اهرم هدف ثابت دارند و در طول زمان، تعدیل اهرم با سرعت مشخصی به سمت هدف انجام می شود (لمون و همکاران^۲، ۲۰۰۸).

ب) الگوی اهرم هدف متغیر: در این الگو فرض می شود شرکت ها اهرم هدفی دارند که در طول زمان متغیر خواهد بود و تعدیل اهرم با سرعت مشخصی به سمت آن هدف انجام می شود (فلانری و رانجان^۳، ۲۰۰۶؛ هواکیمیان^۴، ۲۰۰۱).
روش تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی می باشد زیرا، به توسعه دانش کاربردی در یک زمینه ی خاص می پردازد و می تواند مورد استفاده مدیران، تحلیل گران، سرمایه گذاران، قانون گذاران، حسابرسان و پژوهشگران قرار بگیرد. از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی می باشد؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر، رابطه ی بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون تعیین می کند. در این پژوهش، از مدل رگرسیون چند متغیره برای بررسی ارتباط بین متغیرها استفاده شده است. جهت جمع آوری داده های پژوهش از نرم افزار Excel و جهت تحلیل داده ها از نرم افزار Eviews 8 استفاده شده است.

¹ Myers

² - Lemmon

³ - Flannery, M. J. & Rangan

⁴ - Hovakimian

- جامعه آماری شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ می باشند که حجم نمونه نهایی به روش غربالگری پس از اعمال محدودیت های زیر تعیین می گردد:
- ۱- اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی تحقیق، برای آنها در دسترس باشد.
 - ۲- دست کم از سال ۱۳۹۶ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند.
 - ۳- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - ۴- جزء موسسه های مالی، سرمایه گذاری و بانک ها نباشد.
 - ۵- در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته اند.

کل شرکت ها	شرکت های حذفی	شرح نمونه گیری
۵۵۰		شرکت های پذیرفته شده و فعال در بورس تا پایان سال ۱۴۰۰
	۱۰۰	اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس نبوده است.
	۱۲۰	شرکت هایی که از سال ۱۳۹۶ تا سال ۱۴۰۰ در بورس حضور نداشته اند.
	۸۰	شرکت هایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده است.
	۷۰	جزء شرکت های هلدینگ، بیمه و سرمایه گذاری بوده اند.
	۸۰	شرکت هایی که در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی داشته اند.
(۴۵۰)		مجموع شرکت هایی که معیار نمونه گیری را احراز نکردند.
۱۰۰		مجموع شرکت هایی که به عنوان نمونه انتخاب شدند.

مدل تحقیق

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده های مستخرج از صورت های مالی شرکت ها به تحلیل رابطه همبستگی در آنها می پردازد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی قلمداد میشود.

در این تحقیق به منظور آزمون فرضیه تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$TDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Confidence_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 B/M_{i,t}$$

اندازه گیری متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته:

تصمیمات ساختار سرمایه (TDA): ستایش و همکاران، (۱۳۹۰) ساختار سرمایه را ادعای کلی به داراییهای شرکت معرفی میکنند. ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده، عمومی، سرمایه گذاری خصوصی بدهی بانکی بدهی، تجاری قراردادهای اجاره بدهی، مالیاتی بدهیهای مزایای بازنشستگی پاداش معوق برای مدیران و کارکنان سپردههای حسن انجام کار تعهدات مرتبط با کالا و سایر بدهیهای احتمالی میدانند این متغیر از نسبت کل بدهی به کل دارایی بدست می آید (نجفی مقدم، ۱۳۹۶).

متغیر مستقل:

اعتماد به نفس مدیرعامل (*confidence*): این متغیر از طریق تفاوت سود پیش بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی محاسبه می شود. به عبارتی اگر در طول مورد مطالعه تعداد دفعاتی که مدیریت سود را بیش از واقع پیش بینی کند مدیریت دارای اعتماد به نفس و مقدار یک می گیرد و در غیر این صورت برای این متغیر مقدار صفر در نظر گرفته می شود (دارایی و محسن زاده گنجی، ۱۳۹۶).

متغیرهای کنترلی:

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم ارزش دفتری دارایی های شرکت معرف اندازه شرکت است.

$B/Mi,t$: ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام

Roa : بازده دارایی ها که برابر است با سود خالص تقسیم بر دارایی ها

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{دارایی ها}}$$

بررسی نتایج

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
تصمیمات ساختار سرمایه	TDA	500	0.65	0.62	0.87	0.02	0.19
اعتماد به نفس مدیرعامل	$Confidence$	500	0.71	0.68	1	0	0.46
اندازه شرکت	size	500	13.544	13.421	20.18	11.01	1.611
بازده دارایی ها	Roa	500	0.14	0.12	0.63	-0.07	0.11
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	500	4.51	4.24	36.02	0.99	0.34

جدول (۱) مربوط به آمار توصیفی متغیرها می باشد. برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. تعداد کل مشاهدات سال-شرکت ۵۰۰ مورد می باشد. مقدار میانگین نشان دهنده معدل متغیر مورد نظر با توجه به تعداد نمونه می باشد و میانه نشان می دهد که ۵۰ درصد داده ها پایین تر از این مقدار و ۵۰ درصد بالاتر از آن قرار دارند. مقدار انحراف معیار نشان دهنده متوسط نوسان از میانگین داده ها می باشد و چولگی چوله به راست و یا چوله به چپ را نشان می دهد. همانگونه که نتایج آمار توصیفی نشان می دهد، میانگین و میانه متغیرها در شرکت های نمونه تقریباً نزدیک به هم است. همچنین با توجه به انحراف معیار متغیرها می توان چنین نتیجه گیری نمود که شرکت های نمونه از پراکندگی و تنوع فعالیت برخوردارند.

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش:

همانطور که در فصل سه اشاره شد، لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک

متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیرماناست و در غیر این صورت متغیر، نامانا خواهد بود.

فرضیه های مربوط به مانایی متغیرها به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \text{متغیر ناماناست} \\ H_1: \text{متغیر ماناست} \end{cases}$$

مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل اول" و "روی تفاضل دوم" می تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها "در سطح" کمتر از ۵٪ می باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتیکه بیشتر از ۵٪ باشد، نامانا است.

نتایج آزمون مانایی در جدول درج گردیده است. بر اساس آزمون «دیکی-فولر تعمیم یافته»^۱ و آزمون «فیلیپس-پرون»^۲ چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^۳ بوده اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. همانگونه که در جدول (۴-۱۰) ملاحظه می شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم جمعی^۴ وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی دار ضرایب به صورت کاذب است.

جدول (۲): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	آزمون دیکی فولر			متغیرها
	احتمال	آماره	نماد	
مانا	0.0000	-12.421	<i>TDA</i>	تصمیمات ساختار سرمایه
مانا	0.0000	-8.4254	<i>Confidence</i>	اعتماد به نفس مدیرعامل
مانا	0.0000	-11.3105	<i>size</i>	اندازه شرکت
مانا	0.0000	-9.4985	<i>Roa</i>	بازده دارایی ها
مانا	0.0000	-9.7541	<i>MB</i>	ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

نتایج حاصل از رگرسیون

اعتماد به نفس مدیران بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر دارد.

در جدول (۴-۱۰)، مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰.۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰.۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲.۱۲ می باشد که این مقدار،

1-Augmented Dickey-Fuller
2-Phillips-Perron
3-Stationarity
1Cointegration test

عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۳۷٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی مدل نشان می دهد که متغیراندازه شرکت و بازده دارایی ها رابطه مثبت با تصمیمات ساختار سرمایه شرکت دارد.

نتایج فرضیه اول:

نتایج نشان می دهد که با توجه به احتمال آماره t (سطح معناداری) متغیر اعتماد به نفس مدیرعامل که کمتر از ۵ درصد می باشد بین دو متغیر رابطه معنادار وجود دارد همچنین ضریب اعتماد به نفس مدیرعامل برابر با ۰.۲۰۲۹۲۱- بوده که نشان دهنده تأثیر معکوس اعتماد به نفس مدیرعامل بر تصمیمات ساختار سرمایه می باشد، و همچنین با توجه به احتمال آماره t ضریب متغیر اعتماد به نفس مدیرعامل در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می باشد. با توجه به تفاسیر بالا می توان بیان نمود، بین اعتماد به نفس مدیرعامل با تصمیمات ساختار سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. بنابراین می توان اینگونه بیان کرد ، با ۱ درصد افزایش در اعتماد به نفس مدیرعامل ، تصمیمات ساختار سرمایه به میزان ۲۰ درصد کاهش می یابد در نهایت فرضیه اول تایید می گردد.

جدول (۳): نتایج تخمین مدل اول پژوهش

$TDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Confidence_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 B/M_{i,t}$					
متغیر وابسته: تصمیمات ساختار سرمایه					
روش: رگرسیون حداقل مربعات معمولی (تابلویی - اثرات ثابت)					
دوره زمانی: ۱۳۹۶-۱۴۰۰ تعداد مشاهدات: ۵۰۰					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	1.246580	0.351119	3.550305	0.0004
اعتماد به نفس مدیرعامل	$Confidence$	-0.024529	0.049022	-0.500372	0.0171
اندازه شرکت	size	0.202921	0.261701	0.775335	0.0120
بازده دارایی ها	Roa	0.662344	0.205412	3.224459	0.0013
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	0.730186	0.771585	0.946346	0.3447
ضریب تعیین تعدیل شده	۳۷۰.				
دوربین-واتسون	۲.۱۲				
آماره F	9.401				
احتمال (F آماره)	0.000000				

نتیجه گیری

در این قسمت با استفاده از تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در فصل قبل به تفسیر نتایج به دست آمده پرداخته می شود. در این تحقیق به بررسی تأثیر اعتماد به نفس مدیرعامل بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. بیش اعتمادی خوش بینی مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژهای سرمایه گذاری میباشد بیش اعتمادی در شرایط خاص میتواند منفی هم برای شرکت داشته باشد. مدیران بیش اعتماد بعنوان مدیرانی که بطور منظم بازده های آتی از پروژههای شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریان نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویدادهای منفی موثر بر جریان نقدی شرکت خود را کمتر از حد واقع برآورد کند، شناخته میشود. مدیران بیش اعتماد، پروژه هایی با ارزش خالص فعلی منفی را به طور عمد بعنوان سرمایه گذاری هایی با ارزش خالص مثبت در نظر میگیرند. مدیران بیش اعتماد تمایل به پرداخت سود کمتری نسبت به سایر مدیران دارند. بیش اعتمادی مدیران منجر به تحریف در سیاستهای مالی شرکت می شود. پژوهش های اخیر در حسابداری به بررسی کاربرد بیش اعتمادی مدیران بر پیش بینی سود گزارش اشتباه یا تقلب پرداخته است. محققان به رابطه ی مثبت بین بیش اعتمادی مدیریت و احتمال تقلب در صورتهای مالی پی برده اند و همچنین نشان دادند که نظارت درون سازمانی و برون سازمانی از طریق مکانیزم حاکمیت شرکتی قادر به کاهش این اثر نیست به گونه ای متفاوت بسیاری از مطالعات روان شناختی بحث نموده اند که مردم عادی تمایل به بیش اعتمادی دارند. مدیران در مورد بهای سرمایه گذاری بیش از اندازه خوش بین هستند بنابراین آنها گاهی اوقات بها را کمتر از ارزش نشان می دهند اما بهای واقعی بیش از دو برابر می باشد. محتوای اصلی تئوری ساختار سرمایه به تشریح وجود ساختار سرمایه بهینه می پردازد. هر چه بدهی بیشتر شود، انگیزه های ائتلاف سهامدار - مدیر در کنترل، شرکت برای سرمایه گذاری در فرصتهایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می یابد زیرا مزایای چنین سرمایه گذاریهایی حداقل تا حدی به جای سهامداران بر اعتبار دهندگان منتقل میشود در نتیجه شرکتهایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت هایی که اهرم پایین تری دارند فرصتهای رشد کمتری خواهند داشت. شرکتهایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، بدون توجه به ماهیت فرصتهای رشد خود سرمایه گذاری کمتری انجام میدهند اهرم حاوی هشدار از اطلاعات مدیران درباره فرصتهای سرمایه گذاری است تئوریهای ساختار سرمایه بیان می کنند که مدیران شرکت هایی با فرصت رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند زیرا اگر آنها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند قادر نخواهند بود از مزایای فرصتهای سرمایه گذاریشان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می شود زیرا مدیران شرکتهای با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد با توجه به این موضوعات انتظار می رود اعتماد به نفس مدیرعامل بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر گذار باشد با توجه به نتایج این تحقیق، این موضوع تایید گردیده است. نتایج تحقیق حاضر همسو با تحقیق تین شیه و همکاران (۲۰۲۰) کیشنیک و موسوی (۲۰۱۹) ژیانگ و همکاران (۲۰۱۸) کریشنان و وانگ (۲۰۱۵) می باشد.

محدودیت های پژوهش

همیشه انجام تحقیقات علمی با مشکلات و محدودیتهایی همراه است که باعث می شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. این پژوهش نیز به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله پژوهش، از این امر مستثنی نیست. لذا در این قسمت با ارائه محدودیت های پژوهش، سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج پژوهش با

آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند پژوهش قضاوت عادلانه ای داشته باشد. در این راستا این پژوهش دارای برخی محدودیت های ذاتی و همچنین محدودیت های ناشی از شرایط مکانی و زمانی بوده که به شرح زیر قابل ذکر است :

۱. در این تحقیق همه واحدهای تجاری عضو نمونه آماری از بین شرکت هایی که در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته اند به صورت نمونه ای انتخاب شده اند ؛ بنابراین لازم است در تعمیم نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق به تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با احتیاط عمل شود.

۲. در انتخاب نمونه ها شرایط خاص اعمال گردیده که در تعمیم دهی نتایج به سایر شرکت ها، باید جانب احتیاط رعایت شود. هم چنین، به دلیل در نظر نگرفتن اثرات خاص هر صنعت، ممکن است نتایج در هر صنعت متفاوت باشد.

۳. این تحقیق برای شرکت های فعال بین سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ انجام پذیرفت و داده ها برای این بازه زمانی و برای این شرکت ها دارای اعتبار هستند، در حالی که در صورت تغییر شرایط اقتصادی، سیاسی و قانونی این نتایج می تواند بسیار متفاوت باشد.

۴. در نهایت، در این دوره از نظر سیاسی دوران تغییر دولت و در نتیجه تغییرات اساسی در شرایط کلان اقتصادی می باشد که باید به این موضوع نیز توجه گردد.

پیشنهادهای پژوهش

پیشنهادهای مورد نظر از نتایج پژوهش

نتایج این تحقیق می تواند به منظور استفاده مدیران ، سهامداران ، اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران و همه ذینفعان با توجه به وضعیت کشور ایران مفید واقع گردد. بنابراین پیشنهادات زیر ارائه می شود :

- به نهادهای قانون گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران ، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران و ... پیشنهاد می شود به روابط بین اعتماد بیش از حد مدیران و ساختار سرمایه شرکت ها توجه کنند.
- به استفاده کنندگان از گزارش های مالی پیشنهاد می شود علاوه بر بررسی اطلاعات مالی شرکت ها سایر متغیرهای مهم از جمله ویژگیهای شخصیتی مدیران را نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند. همچنین این نکته را مد نظر داشته باشند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد و به تبع آن کاهش کارایی سرمایه گذاری می کرده این مسئله می تواند بر هدف حداکثر نمودن ثروت سرمایه گذاران موثر باشد.

پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

۱. پیشنهاد می شود بر اساس نوع صنعت روابط بین اعتمادی مدیران و ساختار سرمایه شرکت مورد آزمون قرار گیرد.
۲. پیشنهاد می گردد تحقیق حاضر به صورت مقایسه ای در صنایع مختلف بررسی گردد.
۳. این پژوهش از سایر شاخص های ارزیابی تصمیمات ساختار سرمایه استفاده شود.

منابع

۱. احمدپور، احمد و احمد جعفری صمیمی و حمزه گل محمدی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ویژگی های شرکت بر روی ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی. شماره: ۱. فصل: بهار. صفحه: ۱۸-۳۰.
۲. اعتمادی حسین و حسن فرج زاده دهکردی. (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سود و ساختار سرمایه بر محافظه کاری سود. نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره: ۱۳. صفحه: ۱۵-۳۴.

۳. آقایی، محمدعلی؛ ویسی حصار، ثریا. (۱۴۰۰). اثر روابط سیاسی دولت بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت‌ها. حسابداری و منافع اجتماعی. ۱۱(۳)، ۳۰-۱.
۴. پورمحمدیان، میترا (۱۴۰۱). بررسی تاثیر ساختار هیات مدیره بر ساختار سرمایه شرکت با توجه به نقش تعدیلگر تنوع جنسیتی در هیات مدیره. مطالعات نوین کاربردی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ۱۵(۴)، ۵۶-۳۹.
۵. حساس یگانه، یحیی؛ حسنی القار، مسعود؛ مرفوع، محمد (۱۳۹۴) بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی، بررسی های حسابداری و حسابرسی- شماره ۳، دوره ۲۲، صص ۳۶۳-۳۸۴.
۶. قالیباف اصل، حسن (۱۳۸۴)، مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها، چاپ دوم، تهران: انتشارات پوران پژوهش؛
۷. نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری چاپ نشده، دانشگاه تهران.
۸. نوو، ریموند پی (۱۳۸۱)، مدیریت مالی (جلد دوم)، ترجمه و اقتباس علی جهانخانی و علی پارسائیان، چاپ هفتم، تهران: انتشارات سمت؛

9. Auerbach A.J., and M.A. King (1983), "Taxation, Portfolio Choice, and Debt-Equity Ratios: A General Equilibrium Model", *Quarterly Journal of Economics*, 98 (4);

10. Brounen D., A. de Jong and K. Koedijk (2006), "Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence", *Journal of Banking & Finance*, 30 (5);

Dimitris M. and P. Maria, Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 17, No. 34, 2010, pp. 621-632

11. Dimitris, M. A. and Maria, P. B. (2011). "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance". *Journal of Banking and Finance*. (34) , 621-632.

12. itman, S. , 1984, The Effects of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics* 13, 137-151.

13. Kayo, EK & Kimura, H. (2011). 'Hierarchical determinants of capital structure'. *Journal of Banking and Finance*. vol. 35: 358-371.

14. Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2019). Operating leases, operating leverage, operational inflexibility and sticky costs. *Finance Research Letters*, 31.

15. Kohher M. and S. Rahul, Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance, *Journal of Financial And Strategic Decisions*, Vol. 50, No. 3, 2007, pp. 23-36

16. Kohher, M and Rahul, B. (2007). "Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance". *Journal of Financial and Strategic Decisions*, (3) , 23-36.

17. Krishnan, G. V., & Wang, C. (2015). The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 139-160.

18. Lemmon M, Roberts M, Zender J. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structures. *J. Finance* 63: 1575-1608.

19. Li, T., Munir, Q., & Abd Karim, M. R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21.

20. Lin, J., ur Rehman, R., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2018). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance?. *Management Decision*, 58(1), 164-181.

21. Majluf, A. N. and Myers, E. B. (1984). Capital Structure and Firm Performance: A New a Proach to Testing Agency Ttheory and a Plication to the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance* (30): 1065-.

22. Matthias, B. and Lawrenz, J. (2005). "Informational Asymmetry Between Managers and Investors in the Optimal Capital Structure Decision". www.ssrn.com.

23. Miller M.H. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, 32 (2)

24. Modigliani F., and M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48 (3);

25. Mromar D., and I. Lancarski (2002), "Traditional, Modern and New Approach to Finance", Working Paper, Faculty of Economics, University of Ljubljana, Slovenia. Available at SSRN: <http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/Hamburg%20Papers/Mramor.pdf>
26. Myers S. (1984). The capital structure puzzle. *J. Finance* 39: 575-592.
27. Myers S.C. (2001), "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2);
28. Myers S.C. (2003), "Financing of Corporations", G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (eds.) *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1A), Elsevier;
29. Shah, A. , & and Hijazi, T. (2004). The Determinants of Capital Structure of Stock Exchange-listed Nonfinancial Firms in Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 43: 4 Part 2, pp. 605–618.
30. Titman, S. and R. Wessels. 1988. "The determinants of capital structure choice". *Journal of Finance*, 43 (1): 1–19.
31. Toy, N. , A. Stonehill, L. Remmers, R. Wright, and T. Beekhuisen (1974) A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 875–88