



تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه

مهدی علی نژاد ساروکلائی^۱

مریم صبحی^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۴/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۶/۲۵

چکیده

بیش اعتمادی بعنوان یک مفهوم بین رشته ای، با درجه بندی و احتمال قضاوت در روانشناسی همراه است. مدیران بیش اعتماد را می توان بعنوان مدیران خلاف قاعده تعریف کرد، در مفهوم مالی بیش اعتمادی بعنوان یک برآورد و یا تفسیر از میزان دانش و یا اطلاعات خصوصی تعریف شده است. در این مقاله به بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ارزش دفتری و ارزش بازار ساختار سرمایه پرداخته شده است. در این راستا از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش انتخاب هدفمند ۶۲ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چند متغیره و روش گشتاور تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش حاکی از این است که میزان بیش اعتمادی مدیران تأثیری بر ارزش دفتری ساختار سرمایه ندارد، این در حالی است که در این پژوهش تأثیر بیش اعتمادی بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه مشاهده شد.

واژه‌های کلیدی: بیش اعتمادی مدیران، ارزش دفتری ساختار سرمایه، ارزش بازار ساختار سرمایه.

۱- استادیار گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.

mehdi12may@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات آذربایجان شرقی، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

۱- مقدمه

بیش اعتمادی (خوش بینی) مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه‌های سرمایه گذاری می باشد. (هیتون^۱ ۲۰۰۲؛ مالمیندر و تیت^۲ ۲۰۰۵). در پژوهش های گذشته در این حوزه اثرات بیش اعتمادی در سرمایه گذاری، تامین مالی و سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است (مالمیندر و همکاران ۲۰۰۸ و ۲۰۱۱؛ کوردیرو^۳ ۲۰۰۹؛ دشماخ و همکاران ۲۰۱۰؛ هیرشلیفر و همکاران ۲۰۱۲). بیش اعتمادی در شرایط خاص می تواند منافی هم برای شرکت داشته باشد (گرویس، هیتون و اودن ۲۰۱۱؛ کمپل و همکاران ۲۰۱۱). در مبنای نظری، مدیران بیش اعتماد بعنوان مدیرانی که بطور منظم بازده های آتی از پروژه های شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریان نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویداد های منفی موثر بر جریان نقدی شرکت خود را کمتر از حد واقع برآورد می کند، شناخته می شود (هیتون ۲۰۰۲، مالمیندر و تیت ۲۰۰۵). هیتون (۲۰۰۲) نشان داد که مدیران بیش اعتماد، پروژه هایی با ارزش خالص فعلی منفی را به طور عمد بعنوان سرمایه گذاری هایی با ارزش خالص مثبت در نظر می گیرند. کوردیرو (۲۰۰۹؛ دشماخ و همکاران ۲۰۱۰^۴) نشان دادند که مدیران بیش اعتماد تمایل به پرداخت سود کمتری نسبت به سایر مدیران دارند. همچنین مالمیندر و همکاران (۲۰۱۱) بررسی نموده اند که بیش اعتمادی مدیران منجر به تحریف در سیاست های 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 (هیلاری و هسو^۵ ۲۰۱۱؛ هریبار و یانگ^۶ ۲۰۱۱؛ لایبی و رنکمپ^۷ ۲۰۱۲). یکی از پژوهش هایی که در این زمینه توسط شرنند و زخمن^۸ (۲۰۱۱) انجام شده که به رابطه ی مثبت بین بیش اعتمادی مدیریت و احتمال تقلب در صورت های 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 (وینستن^۹ ۱۹۸۰؛ ایلک^{۱۰} ۱۹۸۵). و این فرضیه عمدتا برای مدیران نیز صدق می کند. کو پر^{۱۱} در سال ۱۹۸۸ بررسی هایی در مورد برخی مدیران آمریکا انجام داد و به این نتیجه رسید که مدیران عمدتا به احتمال موفقیت سایر شرکت ها را تنها ۵۹٪، اما برای شرکت تحت مالکیت خود بیش از ۸۱٪ تصور می کنند، که این بیانگر بیش اعتمادی مدیران می باشد.

به عنوان مثال لندیر و همکاران^{۱۲} در سال ۲۰۰۹ در بررسی که مدیران فرانسوی انجام داده اند به این نتیجه رسیده اند که ۵۶٪ از آنها به حیات و تداوم فعالیت خود، خوش بین می باشند و تنها ۶٪ آن ها نظر منفی نسبت به آینده ی خود داشته اند. مروو و همکاران^{۱۳} در سال ۱۹۸۱ سرمایه گذاری در دارایی های ثابت در صنعت انرژی آمریکا مورد بررسی قرار داده اند، آن ها به این نتیجه رسیدند که مدیران در مورد بهای سرمایه گذاری بیش از اندازه خوش بین هستند، بنابراین، آن ها 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. اولین مطالعاتی که در این زمینه توسط مودیکلانی و میلر در سال

۱۹۵۸ انجام شد، یک دیدگاه تازه ای را برای شناسایی عوامل ساختار سرمایه ایجاد نمود. این پژوهش ها عمدتاً بر هزینه های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و نظایر آن ها تمرکز نمود. تئوری فوق صراحتاً فرض می کند مدیران و سرمایه گذاران، تصمیم گیرندگان منطقی هستند که بدنبال حداکثر سازی مطلوبیت خود می باشند. میرز^۴ (۱۹۹۷) در پژوهشی، تاثیر عواملی را که متعاقب بدهی ایجا می شود، بر استراتژی سرمایه گذاری بهینه سهامداران و مدیران تحلیل نمود. وی چنین بیان کرد که هر چه بدهی بیشتر شود، انگیزه های ائتلاف سهامدار - مدیر در کنترل شرکت، برای سرمایه گذاری در فرصت هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می یابد، زیرا مزایای چنین سرمایه گذاری هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران بر اعتبار دهندگان منتقل می شود. در نتیجه، شرکت هایی که اهرم بالایی دارند - در مقایسه با شرکت هایی که اهرم پایین تری دارند - فرصت های رشد کمتری خواهند داشت. وی در تئوری "سرمایه گذاری کمتر از اندازه" بر تاثیرات نقدینگی تمرکز می کند. شرکت هایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، بدون توجه به ماهیت فرصت های رشد خود، سرمایه گذاری کمتری انجام می دهند. اهرم حاوی هشدار از اطلاعات مدیران درباره فرصت های سرمایه گذاری است. تئوری های ساختار سرمایه بیان می کنند که مدیران شرکت هایی با فرصت رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت های سرمایه گذارشان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می شود. زیرا مدیران شرکت های با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد. چنین نتایجی می تواند در رگرسیون هایی که فرصت رشد را کنترل می کنند، وجود داشته باشد.

بر اساس مطالب فوق این پژوهش به بررسی این موضوع می پردازد که آیا بیش اعتمادی مدیران تاثیری بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

۲- پیشینه پژوهش

در پژوهش انجام شده توسط بالوچندران و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۳) که به بررسی تاثیر بیش اعتمادی بر سیاست تقسیم سود پرداخته اند، به این نتایج دست یافته اند که بین بیش اعتمادی مدیران و تصمیم گیری برای تقسیم سود رابطه ی مستقیم وجود دارد و همچنین سطح تقسیم سود و سرعت تعدیلات سطوح سود هدف زمانی که مدیران از بیش اعتمادی فزونی برخوردار باشند، افزایش می یابد. هرچند این اثر می تواند به میزان بیش اعتمادی مدیران وابسته باشد.

برگ و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۳) در پژوهش خود در مورد بیش اعتمادی و رفتار حسابداری که با توجه به تغییرمدیران، صورت گرفته به این نتیجه دست یافته اند که مدیران بیش اعتماد، کمتر با حسابداری وان بزرگ مواجه هستند. این نتیجه از فرضیه ای است که در آن مدیران بیش اعتماد بطور منظم ارزش شرکت خود را کمتر از ارزش واقعی نشان می داده اند.

احمد و دالمن^{۱۷} (۲۰۱۲) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که، مدیران بیش اعتماد بازده سرمایه گذاری خود را بیش از واقع نشان می دهند، این دلالت بر این دارد که مدیران زیان را با تاخیر شناسایی و بطور معمول از حسابداری محافظه کارانه ی کمتری استفاده می نمایند. گذشته از این نظارت برون سازمانی کمک می کند اثرات آنرا کاهش دهد. با استفاده اندازه گیری در دو حالت محافظه کارانه و غیر محافظه کارانه به این نتیجه رسیده اند که شواهد قوی بر ارتباط منفی بین بیش اعتمادی مدیران و محافظه کاری در حسابداری وجود دارد که نظارت برون سازمانی اثرات آن را کاهش نمی دهد.

در پژوهش انجام شده توسط هری بار و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۲) انجام گرفته به این نتیجه رسیده اند که یک رابطه مثبت بین حق الزحمه حسابرسی و بیش اعتمادی مدیر عامل وجود دارد و همچنین یک ارتباط منفی معنی دار بین بیش اعتمادی مدیر عامل و رتبه بندی اعتباری وجود دارد به اینگونه که بیش اعتمادی مدیر عامل به هزینه های نمایندگی بالاتر از بدهی و ریسک اعتباری بالا مربوط است.

شوارد و زخمن^{۱۹} (۲۰۱۱) در پژوهش خود با عنوان بیش اعتمادی اجرایی در دامنه ی شیب لغزنده ی گزارشگری نادرست مالی به این نتیجه رسیده اند که مدیران بیش اعتمادی که احتمالاً سود خود را بیش از واقع نشان داده اند در مسیر رشد تحریف عمدی قرار می گیرند.

بن دیوید و همکاران^{۲۰} در سال ۲۰۰۷ در پژوهش خود در ارتباط با تاثیر سیاست های شرکت ها با بیش اعتمادی مدیران به این نتیجه دست یافته اند که شرکت هایی که دارای مدیران بیش اعتمادی هستند از نرخ تخفیفات پایین تر نسبت به ارزش جریان نقدی، و سرمایه گذاری بیشتر، استفاده بیشتر از بدهی، و احتمال کمتر پرداخت سود نقدی، و احتمال بیشتر بازخورد سهام استفاده می کنند.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود به بررسی رابطه ی بین اعتماد بیش از حد مدیران و محافظه کاری به این نتیجه رسیده اند که بین بیش اعتمادی مدیران و محافظه کاری رابطه ی معناداری وجود دارد.

کاظمی نوری (۱۳۹۱) در پایان نامه ی خود به این نتیجه دست یافت زمانی که شرکت با محدودیت در تامین مالی خارجی رو به رو است، موضوع حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی داخلی مطرح می گردد و کارایی تصمیمات سرمایه گذاری اهمیت بیشتری پیدا می کند. حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی علاوه بر شرایط بازار و ویژگی های شرکت، تحت تاثیر خصوصیات فردی مدیران مانند اعتماد به نفس بیش از اندازه نیز قرار دارد. مدیران دارای این ویژگی، به دلیل خوش بینی بیش از حد، اقدام به سرمایه گذاری در طرح هایی می نمایند که در واقعیت فاقد جریان نقدی مورد نیاز برای کسب بازده مورد انتظار سهامداران می باشد.

۳- روش پژوهش

این پژوهش، از لحاظ شیوه ی اجرا توصیفی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری مبتنی بر اطلاعات واقعی است. از بعد هدف نیز جزء تحقیقات کاربردی محسوب می شود. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و

مباحث نظری از منابع کتابخانه ای و پایگاه های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع آوری شده است. داده های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به صورت میدانی، عموماً با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین ۳ و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

۴- فرضیه

۴-۱- بیش اعتمادی مدیران بر ارزش دفتری ساختار سرمایه شرکت تاثیر دارد.

۴-۲- بیش اعتمادی مدیران بر ارزش بازار ساختار سرمایه شرکت تاثیر دارد.

۵- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که قبل از فروردین ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۰ نماد آنها متوقف نشده باشند. روش نمونه گیری بر اساس روش انتخاب هدفمند بوده که در نهایت با اعمال شرایط زیر تعداد ۶۲ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند:

۱) برای مقایسه پذیری بیشتر، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.

۲) در طی دوره مورد بررسی توقف فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳) اطلاعات مورد نیاز شرکت ها، در طی دوره مورد بررسی موجود باشد.

۴) جزء بانکها، بیمه ها و شرکتهای سرمایه گذاری نباشند.

۶- مدل های پژوهش

در این پژوهش دو معیار جهت اندازه گیری بیش اعتمادی مدیران استفاده شده است که با توجه به مبانی نظری به شرح زیر است:

دالمن و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهش خود نشان دادند که سرمایه گذاری بیش از حد در مخارج سرمایه گذاری می تواند نشانه ای از بیش اعتمادی مدیران باشد. به همین دلیل در راستای پژوهش آن ها، در این پژوهش از مخارج سرمایه گذاری میانه گرفته و مقادیر بزرگتر از میانه را که بیانگر بیش اعتمادی است عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را که بیانگر عدم بیش اعتمادی است، در نظر گرفته شده است. پس از تشخیص بیش اعتمادی یا عدم بیش اعتمادی مدیران، در مدل ۱ و ۲ قرار گرفته شده است.

طبق نظرجینگ و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۰)، بیش اعتمادی مدیران با توجه به یک مدل رگرسیون چند متغیره شماره ۱ تعیین شده است، به این صورت که جهت محاسبه بیش اعتمادی، رگرسیون برازش شده و مقدار خطای رگرسیون محاسبه می شود. در صورتیکه مقدار خطا مثبت باشد، یک، که به معنای بیش اعتمادی و در غیر اینصورت صفر می باشد که به معنای عدم بیش اعتمادی مدیران تلقی می شود.

(۱)

$$Newinvt = \beta_0 + \beta_1 Grow + \beta_2 Lev + \beta_3 Cash + \beta_4 Age + \beta_5 Size + \beta_6 Return + \beta_7 Sqnewinvt + \sum_{i=1}^{11} \beta_{1i} Industry_i + \sum_{j=1}^3 \beta_{2j} Year_j + \varepsilon$$

فرمول ۱ :

Newinvt: مخارج سرمایه ای + تفاضل تحصیل و فروش اموال، ماشین الات و تجهیزات - استهلاک انباشته.
GROW: رشد درآمد فروش شرکت را که از تفاضل درآمد فروش سال جاری نسبت به سال قبل است نشان می دهد.

LEV: اهرم شرکت، که از تقسیم کل بدهی ها در اول دوره ی مالی به مجموع دارایی ها در اول دوره مالی بدست می آید.

CASH: لگاریتم طبیعی مجموع سرمایه گذاری های کوتاه مدت و وجوه نقد می باشد.

Age: سال ورود شرکت ها به بورس اوراق بهادار را نشان می دهد.

Size: اندازه ی شرکت که از لگاریتم طبیعی دارایی ها محاسبه می شود.

Return: طبق رابطه ۲، با توجه به نوسانات ارزش بازار، سود تقسیم شده و گواهی حق تقدم منتشر شده و افزایش سرمایه محاسبه شده است:

$$r_a = \frac{D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha)}{P_{t-1} + C\alpha} \times 100 \quad (2)$$

رابطه ۲ :

Dt = سود نقدی هر سهم در پایان سال t

Pt = ارزش سهام در پایان سال t

Pt-1 = ارزش سهام در پایان سال t-1

α = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

β = افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود انباشته

C = مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سهامداران

Sqnewinvt: میزان سرمایه گذاری جدید سال قبل می باشد.

Industry و year: بعنوان متغیرهای ساختگی نشان دهنده ی صنعت و سال است.

برای انجام این پژوهش از دو متغیر وابسته که ارزش دفتری و ارزش بازار ساختار سرمایه می باشد استفاده شده است. نسبت ارزش دفتری از نسبت ارزش بازار متفاوت است. ارزش بازار با حرکت به جلو در زمان حال تعیین می شود. در حالی که ارزش دفتری از حسابداری که در حال حاضر اتفاق افتاده تعیین می شود. (فرانک و گیول ۲۰۰۳؛ فاما فرنچ ۲۰۰۳؛ هواکیامن ۲۰۰۶؛ ولچ ۲۰۰۴).

ارزش دفتری ساختار سرمایه (BLEV)

از این ارزش بعنوان یک متغیر وابسته و تجربی استفاده شده و بیان کننده اهرم ارزش دفتری شرکت در زمان حال می باشد و بصورت رابطه ۳ محاسبه می شود:

$$\text{ارزش دفتری ساختار سرمایه} = \frac{\text{ارزش دفتری جمع بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری جمع دارایی ها}} \quad (3)$$

ارزش بازار ساختار سرمایه (MLEV)

برای محاسبه ی ارزش بازار ساختار سرمایه برای شرکت در سال مورد نظر به صورت رابطه ۴ عمل می شود:

$$\text{ارزش بازار ساختار سرمایه} = \frac{\text{ارزش دفتری مجموع بدهی ها}}{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + ارزش دفتری بدهی ها}} \quad (4)$$

پیرو پژوهش انجام شده توسط پارک و کیم (۲۰۰۹)، مدل پژوهش حاضر به شرح مدل ۵ می باشد:

$$\begin{aligned} \text{BLEV}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{CONF}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{MB}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{TNG}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{PRF}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{BLEV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad 1 \\ \text{MLEV}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{CONF}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{MB}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{TNG}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{PRF}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{MLEV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad 2 \end{aligned} \quad (5)$$

فلانبری و رانگان^{۲۶} (۲۰۰۶) کراج^{۲۷} (۲۰۰۷) و شاین^{۲۸} (۲۰۰۸) فرض کرده اند که سرعت تعدیل ارزش دفتری و ارزش بازار ساختار سرمایه را می تواند بوسیله $\theta = 1 - \alpha_6$ اندازه گیری کرد. سرعت تعدیلات اهرم (θ) بین صفر و یک می باشد. وقتی θ نزدیک یک باشد تعدیلات مکرری در اهرم هدف در بلند مدت اتفاق می افتد. و اگر θ صفر و یا نزدیک به صفر باشد تعدیلات اندکی نیاز می شود (پارک و کیم ۲۰۰۹).

۷- متغیر های کنترلی

۷-۱- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)

از این نسبت به عنوان یک متغیر برای نشان دادن رشد فرصت های سرمایه گذاری استفاده شده است. براساس تئوری معاوضه این نسبت ارتباط منفی با اهرم ندارد. لانگ و مالیتز^{۳۰} (۱۹۸۵) نشان دادند که شرکت هایی که فرصت رشد داشته اند اهرم آن ها کوچکتر از میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت

بوده است. شرکت هایی با رشد کمتر در دارایی های ثابت بسیاری از بدهی های شرکت و توانایی بالقوه ی سهامداران را برای برآورد سرمایه گذاری ناکافی و نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری را پوشش می دهد. جنسن و مکلینگ^{۳۱} (۱۹۷۶) نشان دادند که شرکت ها با اهرم بالا مشکل جایگزینی دارایی های ثابت و سرمایه گذاری ناکافی را تجربه می کنند. بنابراین شرکت هایی که رشد می کنند و یا فرصت های سرمایه گذاری دارند، باید اهرم را را افزایش دهند. این نسبت به صورت رابطه ۶ محاسبه میشود:

$$(۶) \quad \text{نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری مجموع دارایی ها}}$$

۲-۷- اندازه شرکت (SIZE)

بر اساس تئوری معاوضه اندازه شرکت تاثیر مستقیمی بر ساختار سرمایه شرکت دارد (فرانک و همکاران^{۳۲} ۲۰۰۳). اندازه شرکت بر روی اهرم ها در هنگام مواجه شدن با خطر غفلت و بهای ورشکستگی تاثیر دارد. لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها بعنوان معادلی برای اندازه گیری اندازه ی شرکت در این پژوهش مورد استفاده قرار می گیرد.

۳-۷- ارزش دارایی های مشهود (TNG)

دارایی های ثابت مشهود وثیقه ای برای گرفتن وام می باشد و انتظار می رود که بدهی ها را پوشش دهد، از آنجایی که می توان آن ها را بعنوان وثیقه متعهد شد، دارایی های ثابت مشهود نسبت به دارایی های نامشهود از عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و ارزش بیشتری در نظر گرفت (پارک و کیم^{۳۳} ۲۰۰۹). دارایی ثابت مشهود برای شرکت را میتوان به صورت رابطه ۷ محاسبه کرد:

$$(۷) \quad \text{ارزش دارایی های مشهود} = \frac{\text{دارایی های ثابت مشهود} + \text{موجودی کالا}}{\text{مجموع دارایی ها}}$$

۴-۷- سود دهی شرکت (PRF)

بر اساس تئوری معاوضه، شرکت هایی که توان سود آوری بالایی دارند بهای ورشکستگی آن ها بسیار کم و اثر سپر مالیاتی بالایی دارند و بنابراین از میزان بدهی بیشتری استفاده می کنند. هر چه سطح تئوری پیش بینی شرکت های سود آور بیشتر باشد اهرم آن ها کمتر خواهد بود. میزوماجلوف (۱۹۸۴) بررسی کرده اند و به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که سود دهی بالایی دارند دارای اهرم پایینی هستند و احتمال می رود که تامین مالی می تواند از منابع داخلی و نه منابع خارجی استفاده شود. سود دهی شرکت به صورت رابطه ۸ محاسبه میشود:

$$\text{سود دهی} = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{مجموع دارایی ها}} \quad (۸)$$

۸- تحلیل فرضیه های پژوهش

بر اساس برآورد مدل ۱، ضریب وقفه متغیر وابسته ۰/۲۷ بوده و در سطح ۵ درصد معنی دار است. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت در سطح ۱ درصد معنی دار بوده و به ترتیب تاثیر منفی و مثبت بر ارزش دفتری ساختار سرمایه دارند. همچنین متغیرهای ارزش دارایی های مشهود و بیش اعتمادی دارای تاثیر مثبت بر ارزش دفتری ساختار سرمایه دارند ولی معنی دار نیستند. از طرف دیگر سود آوری در سطح ۱۰ درصد معنی دار بوده و تاثیر مثبت بر ارزش دفتری ساختار سرمایه دارد. با توجه به نتایج جدول فوق می توان نتیجه گیری نمود زمانی که از خطای رگرسیون مطرح شده توسط جینگ و همکاران^{۳۴} (۲۰۱۰) جهت محاسبه بیش اعتمادی استفاده می شود، در سطح خطای ۵٪ تاثیر معناداری بر ارزش دفتری ساختار سرمایه ندارد. در رابطه ۹ متغیر مستقل بیش اعتمادی از روی مدل رگرسیونی محاسبه شده است.

$$BLEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \alpha_6 BLEV_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (۹)$$

مطابق جدول ۱، آماره‌ی آزمون سارگانداری توزیع χ^2 است، آزمون صفر مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می کند. در نتیجه، اعتبار نتایج جهت تفسیر تأیید می شوند. به عبارت دیگر، نتایج آماره آزمون سارگان دلالت بر عدم رد فرضیه صفر و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده دارد. بنابراین مدل نیازی به متغیرهای ابزاری دیگر ندارد. به طوری که بین متغیرهای ابزاری تعریف شده و اثرات ثابت یا انفرادی شرکت‌ها هیچ گونه همبستگی وجود ندارد. در ادامه به منظور آزمون فرضیه خود همبستگی جملات اختلال از آماره آزمون آرلانو و باند استفاده شده است. ملاحظه می شود که فرضیه صفر مبنی بر نبود خود همبستگی در جملات اختلال تفاضل گیری شده، رد نشده و بنابراین روش آرلانو و باند روشی مناسب برای برآورد پارامترهای مدل و حذف اثرات ثابت است. به بیان دیگر با یک مرتبه تفاضل گیری از جملات اختلال، همبستگی سریالی بین اجزای جملات اختلال رفع شده و جملات اختلال تفاضل گیری شده دارای خودهمبستگی مرتبه اول و دوم نیستند. براساس نتایج آزمون والد، که از توزیع χ^2 برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن و بی معنی بودن تمام ضرایب در سطح معنی داری ۱ درصد رد می شود. در نتیجه اعتبار ضرایب برآوردی تأیید می شود.

جدول ۱- نتایج حاصل از برآورد فرضیه ی اول

سطح احتمال	آماره ی z	ضرایب	متغیرهای توضیحی
۰/۰۳	۲/۰۷**	۰/۲۷	ارزش دفتری ساختار سرمایه (-۱)
۰/۰۱	۲/۴۵**	۰/۶۳۷	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (-۱)
۰/۰۰۰	۴/۲۲*	۰/۱۶	اندازه ی شرکت (-۱)
۰/۳۳	۰/۹۸	۰/۰۹	ارزش دارایی های مشهود (-۱)
۰/۰۶	۱/۸۲***	۰/۳	سود دهی (-۱)
۰/۶	۰/۵۲	۰/۰۲	بیش اعتمادی مدیران (-۱)
۰/۰۰۰	-۳/۵۸	-۱/۶۶	عرض از مبدا
آماره های آزمون مدل			
۰/۰۰۰	-۴/۲۱		آزمون خودهمبستگی مرتبه اول AR(1)
۰/۱۶	-۱/۴۰		آزمون خودهمبستگی مرتبه دوم AR(2)
۰/۰۰۰۰	۸۳/۹۳		آزمون والد (Wald test statistic)
۰/۱۱	۱۷/۲۴		آزمون سارگان (Sargan test statistic)

*, **, و *** به ترتیب معنی داری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می باشد.

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۲- نتایج حاصل از برآورد فرضیه اول

سطح احتمال	آماره ی z	ضرایب	متغیرهای توضیحی
۰/۰۱	۲/۴۸*	۰/۲۹	ارزش دفتری ساختار سرمایه (-۱)
۰/۰۳	-۲/۰۷**	-۰/۵۶	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (-۱)
۰/۰۰۰	۴/۷۲*	۰/۱۷	اندازه ی شرکت (-۱)
۰/۵۹	۰/۵۳	۰/۰۵	ارزش دارایی های مشهود (-۱)
۰/۰۵	۱/۹۳**	۰/۳۱	سود دهی (-۱)
۰/۴۶	۰/۷۳	۰/۰۳	بیش اعتمادی مدیران (-۱)
۰/۰۰۰	-۳/۹۷*	-۱/۸۳	عرض از مبدا
آماره های آزمون مدل			
۰/۰۰۰	-۴/۶		آزمون خودهمبستگی مرتبه اول AR(1)
۰/۳۹	-۰/۸۶		آزمون خودهمبستگی مرتبه دوم AR(2)
۰/۰۰۰۰	۷۹/۰۵		آزمون والد (Wald test statistic)
۰/۱۵	۱۶/۸۹		آزمون سارگان (Sargan test statistic)

منبع: یافته های پژوهشگر

*, **, و *** به ترتیب معنی داری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می باشد.

در رابطه ۱۰ متغیر مستقل بیش اعتمادی را براساس مدل مخارج سرمایه گذاری تعیین شده است.

(۱۰)

$$BLEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{it-1} + \alpha_2 MB_{it-1} + \alpha_3 SIZE_{it-1} + \alpha_4 TNG_{it-1} + \alpha_5 PRF_{it-1} + \alpha_6 BLEV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

بر اساس برآورد مدل ۱، ضریب وقفه متغیر وابسته ۰/۲۹ بوده و در سطح ۱ درصد معنی دار است. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، ارزش بازار به ارزش دفتری، سود دهی و اندازه ی شرکت به ترتیب در سطح ۵ درصد و ۱۰ درصد معنی دار بوده و به ترتیب تاثیر منفی و مثبت بر ارزش دفتری دارند. همچنین متغیرهای ارزش دارایی های مشهود و بیش اعتمادی دارای تاثیر مثبت بر ارزش دفتری دارند ولی معنا دار نیستند. با توجه به نتایج جدول فوق می توان نتیجه گیری نمود زمانی که از میانه مخارج سرمایه گذاری مطرح شده توسط دالمن و همکاران (۲۰۱۲) جهت محاسبه بیش اعتمادی استفاده می شود، در سطح خطای ۵٪ تاثیر معناداری بر ارزش دفتری ساختار سرمایه ندارد.

مطابق جدول ۲ آماره ی آزمون سارگاندارای توزیع χ^2 است، آزمون صفر مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می کند. در نتیجه، اعتبار نتایج جهت تفسیر تأیید می شوند. به عبارت دیگر، نتایج آماره آزمون سارگان دلالت بر معنا دار بودن مدل دارد. بنابراین مدل نیازی به متغیرهای ابزاری دیگر ندارد. به طوری که بین متغیرهای ابزاری تعریف شده و اثرات ثابت یا انفرادی شرکت ها هیچ گونه همبستگی وجود ندارد. در ادامه به منظور آزمون فرضیه خود همبستگی جملات اختلال از آماره آزمون آرلانو و باند استفاده شده است. ملاحظه می شود که فرضیه صفر مبنی بر نبود خود همبستگی در جملات اختلال تفاضل گیری شده، رد نشده و بنابراین روش آرلانو و باند روشی مناسب برای برآورد پارامترهای مدل و حذف اثرات ثابت است. به بیان دیگر با یک مرتبه تفاضل گیری از جملات اختلال، همبستگی سریالی بین اجزای جملات اختلال رفع شده و جملات اختلال تفاضل گیری شده دارای خود همبستگی مرتبه اول و دوم نیستند.

براساس نتایج آزمون والد، که از توزیع χ^2 برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن و بی معنی بودن تمام ضرایب در سطح معنی داری ۱ درصد رد می شود. در نتیجه اعتبار ضرایب برآوردی تأیید می شود.

بر اساس برآورد مدل، ضریب وقفه متغیر وابسته ۰/۰۰۶ بوده و در سطح ۵ درصد معنی دار است. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، ارزش بازار به ارزش دفتری، سود دهی و بیش اعتمادی به ترتیب در سطح ۱۰ درصد و ۱۰ درصد معنی دار بوده و به ترتیب تاثیر منفی، مثبت و منفی بر ارزش بازار دارند. همچنین متغیرهای ارزش دارایی های مشهود دارای تاثیر مثبت بر ارزش بازار دارند ولی معنی دار نیستند. متغیر اندازه شرکت با اینکه معنی دار نیست، ولی به دلیل دارا بودن آماره z بزرگتر از یک وجودش در مدل ضروری است. با توجه به نتایج جدول فوق می توان نتیجه گیری نمود زمانی که از خطای رگرسیون مطرح شده توسط جینگ و همکاران^{۳۵} (۲۰۱۰) جهت محاسبه بیش اعتمادی استفاده می شود، در سطح خطای ۵٪ معناداری تاثیر بیش اعتمادی بر ارزش بازار ساختار سرمایه مشاهده شده است. مطابق جدول ۳ آماره ی

آزمون سارگان دارای توزیع χ^2 است، آزمون صفر مبنی بر همبسته بودن پسماندها بامتغیرهای ابزاری را رد می‌کند. در نتیجه، اعتبار نتایج جهت تفسیر تأیید می‌شوند. به عبارت دیگر، نتایج آماره آزمون سارگان دلالت بر عدم رد فرضیه صفر و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده دارد. بنابراین مدل نیازی به متغیرهای ابزاری دیگر ندارد. به طوری که بین متغیرهای ابزاری تعریف شده و اثرات ثابت یا انفرادی شرکت‌ها هیچ‌گونه همبستگی وجود ندارد. در ادامه به منظور آزمون فرضیه خود همبستگی جملات اختلال از آماره آزمون آرانو و باند استفاده شده است. ملاحظه می‌شود که فرضیه صفر مبنی بر نبود خود همبستگی در جملات اختلال تفاضل‌گیری شده، رد نشده و بنابراین روش آرانو و باند روشی مناسب برای برآورد پارامترهای مدل و حذف اثرات ثابت است. به بیان دیگر با یک مرتبه تفاضل‌گیری از جملات اختلال، همبستگی سریالی بین اجزای جملات اختلال رفع شده و جملات اختلال تفاضل‌گیری شده دارای خودهمبستگی مرتبه اول و دوم نیستند بر اساس نتایج آزمون والد، که از توزیع χ^2 برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن و بی‌معنی بودن تمام ضرایب در سطح معنی‌داری ۱ درصد رد می‌شود. در نتیجه اعتبار ضرایب برآوردی تأیید می‌شود.

جدول ۳- نتایج حاصل از برآورد فرضیه ی دوم

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره‌ی z	سطح احتمال
ارزش بازار ساختار سرمایه (۱-)	۰/۰۰۶	۲/۱۴**	۰/۰۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (۱-)	-۰/۰۸	-۱/۸۳***	۰/۰۷
اندازه ی شرکت (۱-)	۰/۶۷	۱/۳۳	۰/۱۸
ارزش داریابی های مشهود (۱-)	۰/۲۶	۰/۶۱	۰/۵۴
سود دهی (۱-)	۰/۹۸	۱/۸۵**	۰/۰۶
بیش اعتمادی مدیران (۱-)	-۰/۳۸	-۲/۷۱*	۰/۰۰۷
عرض از میدا	۱۸/۴۸	۲/۷۲*	۰/۰۰۷
آماره‌های آزمون مدل			
آزمون خودهمبستگی مرتبه اول AR(1)	-۱/۴۶		۰/۱۴
آزمون خودهمبستگی مرتبه دوم AR(2)	-۰/۴۷		۰/۶۳
آزمون والد (Wald test statistic)	۳۳/۴۹		۰/۰۰۰۰
آزمون سارگان (Sargan test statistic)	۱۶/۷۵		۰/۱۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

*, **, و *** به ترتیب معنی‌داری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشد.

در رابطه (۱۱) متغیر مستقل بیش اعتمادی از روی مدل رگرسیونی محاسبه شده است.

$$MLEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \alpha_6 MLEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

در رابطه ۱۲ متغیر مستقل بیش اعتمادی را براساس مخارج سرمایه گذاری تعیین شده است

$$MLEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \alpha_6 MLEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

بر اساس برآورد مدل، ضریب وقفه متغیر وابسته ۰/۴۴- بوده و در سطح ۵ درصد معنی دار است. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه ی شرکت، سود دهی و بیش اعتمادی به ترتیب در سطح ۱ درصد و ۵ درصد معنی دار بوده و به ترتیب تاثیر مثبت، مثبت و منفی بر ارزش بازار دارند. همچنین متغیر ارزش دارایی های مشهود دارای تاثیر مثبت بر ارزش بازار دارند و لی معنی دار نیست. متغیر ارزش دارایی های مشهود با اینکه معنی دار نیست، ولی به دلیل دارا بودن آماره z بزرگتر از یک وجودش در مدل ضروری است. با توجه به نتایج جدول فوق می توان نتیجه گیری نمود زمانی که از میانه مخارج سرمایه گذاری مطرح شده توسط دالمن و همکاران (۲۰۱۲) جهت محاسبه بیش اعتمادی استفاده می شود، در سطح خطای ۵٪ مشاهده شد که بیش اعتمادی تاثیر معناداری بر ارزش بازار ساختار سرمایه دارد. مطابق جدول ۴ آماره ی آزمون سارگاننداری توزیع χ^2 است، آزمون صفر مبنی بر همبسته بودن پسماندها بامتغیرهای ابزاری را رد می کند. در نتیجه، اعتبار نتایج جهت تفسیر تأیید می شوند. به عبارت دیگر، نتایج آماره آزمون سارگان دلالت بر عدم رد فرضیه صفر و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده دارد. بنابراین مدل نیازی به متغیرهای ابزاری دیگر ندارد. به طوری که بین متغیرهای ابزاری تعریف شده و اثرات ثابت یا انفرادی شرکت ها هیچ گونه همبستگی وجود ندارد. در ادامه به منظور آزمون فرضیه خود همبستگی جملات اختلال از آماره آزمون آرلانو و باند استفاده شده است. ملاحظه می شود که فرضیه صفر مبنی بر نبود خود همبستگی در جملات اختلال تفاضل گیری شده، رد نشده و بنابراین روش آرلانو و باند روشی مناسب برای برآورد پارامترهای مدل و حذف اثرات ثابت است. به بیان دیگر با یک مرتبه تفاضل گیری از جملات اختلال، همبستگی سریالی بین اجزای جملات اختلال رفع شده و جملات اختلال تفاضل گیری شده دارای خودهمبستگی مرتبه اول و دوم نیستند. براساس نتایج آزمون والد، که از توزیع χ^2 برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن و بی معنی بودن تمام ضرایب در سطح معنی داری ۱ درصد رد می شود. در نتیجه اعتبار ضرایب برآوردی تأیید می شود.

جدول ۴- نتایج حاصل از برآورد فرضیه دوم

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره‌ی z	سطح احتمال
ارزش بازار ساختار سرمایه (-۱)	-۰/۴۴	۲۴/۷۸*	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (-۱)	-۳/۱۹	-۲/۹۲*	۰/۰۰۳
اندازه ی شرکت (-۱)	۴۵/۶۸	۳/۹۳*	۰/۰۰۰
ارزش دارایی های مشهود (-۱)	۱۱/۴۱	۳/۷۵	۰/۰۰۰
سود دهی (-۱)	-۱۲/۸۹	-۲/۴۹*	۰/۰۱
بیش اعتمادی مدیران (-۱)	۲/۷۵	۲/۰۰**	۰/۰۴
عرض از مبدا	-۵۶۲/۶۳	-۱۱/۵۴*	۰/۰۰۰
آماره‌های آزمون مدل			
آزمون خودهمبستگی مرتبه اول AR(1)	-۱/۱۵		۰/۲۵
آزمون خودهمبستگی مرتبه دوم AR(2)	-۰/۷۲		۰/۴۷
آزمون والد (Wald test statistic)	۶۹۹/۶۷		۰/۰۰۰۰
آزمون سارگان (Sargan test statistic)	۴/۰۹		۰/۶۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

*, **, و *** به ترتیب معنی‌داری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشد.

۹- بحث و نتیجه‌گیری

نقش بیش اعتمادی بر ساختار سرمایه در پژوهش‌های پیشین که در کشور کره انجام گرفته است، نشان دهنده ی این است که بیش اعتمادی مدیران بر روی ارزش دفتری ساختار سرمایه تأثیر مثبت داشته ولی بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه تأثیری نداشته است (پارک و کیم، ۲۰۰۹). و بر اساس پژوهش انجام شده در کشور ترکیه (توپراک، ۲۰۱۳) مبنی بر تأثیر بیش اعتمادی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها حاکی از آن است که ارتباطی بین بیش اعتمادی مدیران با ساختار سرمایه وجود ندارد، این در حالی است که در این پژوهش رابطه ی تجربی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر روی ارزش دفتری و ارزش بازار ساختار سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفته، و با توجه به نتایج بدست آمده، بیش اعتمادی بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه تأثیر معنی‌داری دارد در حالی که بر روی ارزش دفتری ساختار سرمایه آن تأثیر مشاهده نشد، که نشان دهنده عدم پذیرش فرضیه اول و تایید فرضیه دوم پژوهش است. دلیل این موضوع نیز می‌تواند در این باشد که ارزش دفتری اقلام ترازنامه ناشی از رویدادها و حوادث گذشته هستند، به دلیل برآوردها و تخمین‌هایی که برای محاسبه ی این اقلام استفاده می‌شود چندان قابل اعتماد نمی‌باشند به این دلیل می‌توان عدم تایید فرضیه تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ارزش دفتری ساختار سرمایه شرکت در این پژوهش را به این قضیه مربوط دانست. بیشتر متغیرهای کنترلی (ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه ی شرکت، سود دهی) بطور معناداری بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه

تاثیر ی ندارند، همچنین سرعت تعدیلات ارزش دفتری ساختار سرمایه در این پژوهش برابر با (۰/۲۹-۱) می باشد در حالی که سرعت تعدیلات ارزش بازار ساختار سرمایه برابر با ۰/۵۶ می باشد.

فهرست منابع

- ۱) کاظمی نوری، سپیده، مهدی عربصالحی و هادی امیری، (۱۳۹۱) "تاثیر هزینه های نمایندگی و ذخایر نقدی بر رابطه ی میان اعتماد بنفس بیش از حد مدیران ارشد و حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی-دانشگاه پیام نور استان تهران.
- ۲) ملکیان، اسفندیار، یحیی کامیابی و سیده رقیه میرکاظمی، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیران و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد.
- ۳) نوروش، ایرج و سیما یزدانی، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله ی پژوهش های حسابداری، سال دوم، شماره دوم.
- ۴) حسین نور حسینی نیاکای، (۱۳۹۲)، "رابطه ی حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد.
- 5) Anwer S. Ahmed, Duellman S. (2012), "Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism", Working Paper Series.
- 6) Alicke, Mark (1985) "Global Self -Evaluation as Determined by The Desirability and Controllability of Trait Adjectives", Journal of Personality and Social Psychology NO 49, 1621-1630
- 7) Burg, Valentin, Pierk, J., Scheinert, T. (2013), "Managerial Overconfidence and Accounting Behavior following CEO Turnover", Working Paper Series.
- 8) Balachandaran, Balasingham, Basov, S., Theobald, M. (2013), "Dividend Managerial Overconfidence", Working Paper Series.
- 9) Ben-David, Izhak, Graham, J., Harvey, C. (2007), "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", NBER Working Paper NO. 13711, JEL NO. G30, G31, G32, G, 35
- 10) Brettel, Malte, Kasch, M., Muller, A. (2008), "CFO Overconfidence, Optimism and Corporate Financing", Working Paper.
- 11) Cooper, Arnold, Woo, Carlyon, Dunkelberg, William, (1988), "Entrepreneurs' Perceived Chances for Success", Journal of Business Venturing NO 3, PP. 97-108
- 12) Cordeiro, Leonardo, (2009), "Managerial Overconfidence and Dividend Policy" London Business School.
- 13) Campbell, T Colin, Gallameyer, M., Johnson, Sh et al al, (2011), "CEO Optimism and Forced Turnover", Journal of Financial Economics, NO. 101.
- 14) Deshmukh, Sanajay, Goel, A. (2010), "CEO Overconfidence and Dividend Policy" Working paper, DePaul University.
- 15) Flannery, Mark, Rangan, Kasturi, (2006), "Partial Adjustment Toward Target Capital Structure", Journal of Financial Economics, NO. 79(3), PP. 531-577
- 16) Flath, David, Knoeber, Charles, (1980), "Taxes, Failure Costs and Optimal Industry Capital Structures" Journal of Empirical Test, "Journal of Finance NO 35, PP. 315-342

- 17) Frank, Murray, Goyal, Vidhan, (2003), "Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, NO. 67(2), PP. 217-248
- 18) Hiribar, Paul, Kim, J, Wilson, R, Yang, H, (2012), "Counterparty Responses to Managerial Overconfidence", *business.uiuc.edu*.
- 19) Heaton, J, (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance" *Financial Management* NO. 31, PP. 33-45.
- 20) Hilary, Gilles, Hsu, C, (2011) "Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts" *Journal of Accounting and Economics*, NO. 51, PP. 300-313.
- 21) Hiribar, Paul, Yang, H, (2013), "CEO Overconfidence and Management Forecasting"
- 22) Working Paper, University of Iowa.
- 23) Jiang, wei, Liu, Z, Zhang, M, (2010), "Agency Cost, Top Executives Overconfidence, and Investment-Cash Flow Sensitivity-Evidence Listed Companies in China" Working Paper.
- 24) Libby, Robert, Rennekamp, K, (2012), "Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and The Issuance of Management Forecasts." *Journal of Accounting Research*, NO. 50, PP. 197-231
- 25) Malmendier, Urikel, Tate, G, (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, NO. 60.
- 26) Malmendier, Ulrike, Tate, G, (2008), "Who makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction" *Journal of Financial Economics*, NO. 89.
- 27) Park, Cheonsik, Kim, H, (2009), "The Effect Of Managerial Overconfidence On Leverage". *International Business & Economics Research Journal*. Volume 8, NO. 12.
- 28) Skala, Dorota, (2007), "Overconfidence in Psychology and Finance an Interdisciplinary Literature Review, *Bank in Kredyt Kwiecien*" 4, PP. 33-50.
- 29) Tomak, Serpil, (2013), "The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey" *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 3, NO. 2.
- 30) Weinstein, Neil, D, (1980), "Unrealistic Optimism about Future Life Events" *Journal of Personality and Social Psychology*, NO. 39

یادداشت‌ها

1. heaton
2. Malmendier and Tate
3. cordeiro
4. Deshmuch et al
5. Hilary and Hsu
6. Hiribar and Yang
7. Libby and Rennekamp
8. Schrand and Zechman
9. Weinstein
10. Alicke
11. Cooper et al
12. Landier et al
13. Merrow et al
14. Meyers
15. Balachandran et al
16. Burg et al
17. Ahmed and Dulleman
18. Hiribar et al
19. Schrand and Zechman
20. Ben-David et al
21. Jing et al
22. Frank and Goyal

23. Fama and Fernch
24. Hovakimian
25. Welch
26. Flannery and Rangan
27. Korjan et al
28. Shin
29. Park and Kim
30. Long and Maltiz
31. Jensen and meckling
32. Frank et al
33. Park and kim
34. Jing et al
35. Jing et al