

## Research Paper

## The mediating role of capital structure on relationship between managers' overconfidence and company's efficiency: with an emphasis on window analysis method

Mohammad Javad Zare Bahnamiri\*<sup>1</sup> , Saeedeh Delazar<sup>2</sup> 

<sup>1</sup> Associate Prof. of Accounting, Faculty of Economics & Administrative Science, Qom University, Qom, Iran

<sup>2</sup> MSc. of Accounting, Faculty of Economics & Administrative Science, Qom University, Qom, Iran



10.22080/JEM.2024.25613.3863

**Received:**

June 17, 2023

**Accepted:**

February 13, 2024

**Available online:**

August 17, 2024

**Keywords:**

Overconfident, Capital Structure, Firm Efficiency, Window analysis

### Abstract

**Objective:** One of the most important decisions of company managers is the one about combining and how to finance companies, that plays an important role in company's operation and efficiency. Decisions of financing can be affected by different factors. One of these factors is manager's personality trait. The main purpose in this article is to study the effects of managers' overconfidence on company's efficiency with considering the relevancy of intermediacy capital structure. **Method:** Statistical population in this research is the accepted companies in Tehran's Stock Exchange and its statistical sample includes 229 company data in a period of 6 years (2016-2020). Sampling method is systematic removal and the used method for sample estimation is firm multivariate regression. **Findings:** The study's results have shown that in relevancy, overconfidence and company's efficiency with mediation of capital structure, there is no strong relation between manager's overconfidence and company's efficiency, and there is a strong reverse relation between capital structure and company's efficiency. This issue represents the complete mediation role of capital structure in this study, in other word all the effects of manager's overconfidence are applied on company's inefficiency by capital structure. **Conclusion:** Overconfidence makes managers not to make logical decisions and interpret their risk level properly. That's why the overconfident managers may use more debts in capital structure, despite the risk of financing from out of company. This issue makes the company's financial costs to grow and company's efficiency to descend

\*Corresponding Author: Mohammad Javad Zare Bahnamiri

**Address:** Faculty of Economics & Administrative Science, Qom University, Qom, Iran

**Tel:** 09111179607

**Email:** [mj.zare@qom.ac.ir](mailto:mj.zare@qom.ac.ir)

## Extended Abstract

### 1. Introduction

Account of corporate function as the main subject in all the big concerns of the organization, the most important questions in the organization, the consideration of the investment, the credibility of the executives and governments, why the company with a better acting part would have a brighter future and would have a clearer future. (Arza & Seifi,2020).

The information relating to the work and efficiency of the companies for companies and other companies contains useful information and helps companies find their own processes to improve the use of most of the company's knowledge (Ebrahim poor Azbari, Akbari& Rasht Abadi,2018).

The value of these operations is in the department, the ability to produce the work of the stewards, and the ability to produce the effect of their work by means of the work of their hands to the cause, with the Wegenda, the time, and the function of free will (Izadi nia,2005).

The productivity value of these things is the key to the choosing of investors to find suitable opportunities for investment, and therefore the principles working on the company's productivity.

It is necessary to take into account the number of decisions that are decided in organizations and the efficiency of a whole set, and therefore directors as the highest decision in the organization, are the most deeply rooted to the task of one company, and, naturally, the forces that lead to it are like their qualities (Haji Ebrahimi & Eskandar,2019, poorzamani and Karimi,2010).

His advice, as a matter of fact, is, of course, the most striking of our kind, the

most difficult of our kind. There will be more influence on the decisions of a man - when corporate ceos have more confidence.

The overconfidence in these situations makes it more likely that you will be in danger of making the decisions less likely that this task will bring the management to higher levels of trust than the structure of capital (Momeni, Taheri, Sadeghi, 2017). According to our recorded accounts, we have been investigating the growth of funds in trust to more directors and efficiency in the firm.

### 2. Research Methodology

The statistical society is, companies accepted in Tehran stock exchange, , and the research period is between 2016 to 2020. The study of editions, background notes, and research had been used in search of Internet research, which found the information both Latin and Farsi and, as well as the Farsi thesis. In this research, the 229 companies are selected by a systematic elimination method from the statistical society and the method used for model estimation, is robust multi-variable regression. The use of window - assessing research is to compute its efficiency.

### 3. Research Findings

The study showed that relationship of companies Overconfidence of managers and productivity, trustworthy has a negative effect on productivity, that is, managers overconfidence decreases the productivity of the company. And then, in the relationship of the company's overconfidence and productivity noted that managers overconfidence has a positive and meaningful effect on capital structure. Therefore, managers overconfidence causes the more use of liability in capital structure of the company.

Finally, in the company's overconfidence and productivity relationship with the mediation of capital structure noted that, there is no meaningful effect between managers overconfidence and companies' productivity that shows the complete mediation role of capital structure. And in other words, managers overconfidence effects companies' productivity via capital structure.

#### 4. Conclusion

As mentioned earlier, the purpose of this study was investigating the relationship between managers overconfidence and companies' productivity, with the emphasis of capital structure mediation role.

#### Reference

- Irza, A. & Seyfi, F. (2020). The effect of financial risks on the efficiency of Tehran Stock Exchange companies, *Journal of Financial knowledge of securities analysis*, 13(45), PP. 1-13(In persian).
- Ibrahimpour Azbari, M. & Akbari, M. & Rafii Rashtabadi, F. (2018). The effect of environmental uncertainty, production flexibility and operational efficiency on firm performance: the moderating role of operational absorptive capacity, *Journal of Industrial management studies*, 16(49), PP. 37-66(In persian).
- Izdi Nia, N. (2005). Criticism on the accounting standards of performance evaluation and proposal of standards of added economic value and free cash flows for reporting the vibrations of the commercial unit, *Journal of Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan*, 17(1) (In persian).
- Haji Ebrahimi, M. & Iskandar, H. (2019). Investigating the impact of management overconfidence on risk-taking and company performance, *Journal of Experimental accounting research*, 9(1), PP. 340-365(In persian).
- Pourzamani, Z. & Karimi, A. (2010). The impact of effective risk management and intellectual capital on the performance level of companies, *Journal of Financial knowledge of securities analysis*, 3(6), PP. 1-18(In persian).
- Momeni Taheri, Y. & Sadeghi, S. (2020). The relationship between capital structure and financial performance with an emphasis on business cycles: an analysis of equity-oriented and debt-oriented firms.,



Journal of Economic modeling,  
11(38), PP. 137-156(In persian).

علمی پژوهشی

# نقش میانجیگری ساختار سرمایه بر رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران و کارایی شرکت: با تاکید بر روش تحلیل پنجره ای

محمدجواد زارع بهنمیری<sup>۱\*</sup>، سعیده دل آذر<sup>۲</sup> ID

<sup>۱</sup> دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران  
<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران



10.22080/JEM.2024.25613.3863

## چکیده

زمینه و هدف: یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیران شرکت‌ها، تصمیم در مورد ترکیب و چگونگی تامین مالی شرکت‌ها است که نقش بسزایی در عملکرد و کارایی شرکت دارد. عوامل متعددی می‌تواند بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها اثر بگذارد، از جمله این عوامل، ویژگی‌های شخصیتی مدیران ارشد است. هدف این مقاله بررسی تاثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر کارایی شرکت با در نظر گرفتن رابطه میانجیگری ساختار سرمایه است. روش: جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۲۲۹ شرکت طی دوره پنج ساله ۱۳۹۵-۱۳۹۹ است. روش نمونه‌گیری، حذف سیستماتیک بوده و روش مورد استفاده برای برآورد الگو، روش رگرسیون چند متغیره مستحکم است. یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان داد در رابطه، بیش‌اعتمادی و کارایی شرکت با میانجیگری ساختار سرمایه، بین بیش‌اعتمادی مدیران و کارایی شرکت رابطه معناداری وجود ندارد و بین ساختار سرمایه و کارایی شرکت رابطه منفی و معنادار برقرار است که این امر بیانگر نقش میانجیگری کامل ساختار سرمایه در این پژوهش است و به عبارتی تمامی اثر بیش‌اعتمادی مدیران از طریق ساختار سرمایه بر روی کارایی شرکت اعمال می‌گردد. نتیجه‌گیری: بیش‌اعتمادی باعث می‌شود مدیران منطقی عمل نکرده و سطح ریسک خود را به درستی تفسیر نکنند. به همین دلیل مدیران بیش‌اعتماد ممکن است، با وجود ریسک تامین مالی از خارج شرکت، باز هم از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه شرکت استفاده کنند. همین امر موجب افزایش هزینه‌های مالی شرکت شده و کاهش کارایی شرکت می‌شود.

تاریخ دریافت:

۲۷ خرداد ۱۴۰۲

تاریخ پذیرش:

۲۴ بهمن ۱۴۰۲

تاریخ انتشار:

۲۷ مرداد ۱۴۰۳

کلیدواژه‌ها:

بیش‌اعتمادی مدیران، ساختار سرمایه، کارایی شرکت، تحلیل پنجره‌ای

\* نویسنده مسئول: محمد جواد زارع بهنمیری

آدرس: دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران

تلفن: ۰۹۱۱۱۱۷۹۶۰۷

ایمیل: [mj.zare@qom.ac.ir](mailto:mj.zare@qom.ac.ir)

## ۱ مقدمه

تصمیماتی که در سازمان‌ها اتخاذ و اجرا می‌شود در آخر عملکرد و کارایی یک مجموعه را شکل می‌دهد، بنابراین مدیران به عنوان بالاترین رکن تصمیم‌گیری در سازمان‌ها، از اثرگذارترین عوامل بر روی کارایی یک شرکت می‌باشند و طبیعتاً عواملی که بر تصمیمات مدیران اثر می‌گذارد مانند ویژگی‌های شخصیتی آنان باید به دقت بررسی گردد (حاجی ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۸؛ پورزمانی و کریمی، ۱۳۸۹). ویژگی‌های شخصیتی به عنوان مجموعه سازمان‌یافته و واحدی متشکل از خصوصیات نسبتاً ثابت و پایدار در افراد می‌باشد که بر روی هم، یک فرد را از سایر افراد متمایز می‌کند (خطیری و همکاران، ۱۳۹۸). در واقع ویژگی‌های شخصیتی زیربنای نظام رفتاری افراد را تشکیل می‌دهد و تفاوت در ویژگی‌های شخصیتی در هر فرد موجب می‌شود که افراد در موقعیتی یکسان، رفتارهای متفاوتی داشته باشند (روغنی‌زاده ۱۳۹۵؛ ۹۶). اطمینان بیش از حد مدیران، به عنوان یکی از مهمترین ویژگی‌های شخصیتی و مفاهیم مالی رفتاری مدرن به شمار می‌رود که اصل و اساس آن موضوعات روانشناختی است و از این جهت که بر رفتار و نوع تصمیمات مدیر اثر گذار است، حائز اهمیت می‌باشد (آزاد، کامیابی و خلیل پور، ۱۳۹۹؛ طاهری عابد و همکاران، ۱۳۹۷؛ خرمی و جمکرانی، ۱۳۹۵). از دید روانشناسان، فردی بیش‌اعتماد است که به دقت بودن اطلاعات، دانش و مهارت خود اطمینان دارد و آن‌ها را بیش از واقعیت در نظر می‌گیرد، همچنین خطرات و ریسک‌ها کمتر از واقعیت در نظر می‌گیرد و فکر می‌کند بر مسائل مختلف و رویدادها کنترل دارد، در صورتی که ممکن است اینطور نباشد (نصیری پوردری و همکاران، ۱۳۹۵). همچنین زمانیکه مدیران شرکت‌ها دارای اعتماد به نفس بیشتری باشند، قدرت نفوذ بالاتری خواهند داشت. مدیران بیش اعتماد در این مواقع احتمال موفقیت را بیش از حد تخمین می‌زنند و خطر نتایج تصمیم‌گیری را دست‌کم می‌گیرند که این

ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به عنوان موضوع اصلی در تمام تجزیه و تحلیل‌های سازمانی از مهمترین مباحث مورد توجه سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان، مدیران و دولت‌ها است، شرکتی که عملکرد بهتری دارد آینده روشن‌تری هم خواهد داشت (ارضا و صیفی، ۱۳۹۹). ارزیابی عملکرد در بعد سازمانی عموماً به معنی اثربخشی فعالیت‌ها می‌باشد. منظور از اثربخشی مقدار دستیابی به هدف‌ها و برنامه‌ها با خصوصیت کارا بودن فعالیت‌ها و عملیات است در واقع ارزیابی عملکرد از منظر نحوه استفاده از منابع به عنوان شاخص‌های کارایی بیان می‌گردد (ایزدی‌نیا، ۱۳۸۴). مفهوم کارایی یعنی یک واحد اقتصادی به چه اندازه از منابع خود در مسیر تولید، نسبت به برترین عملکرد در مقطعی از زمان، استفاده نموده است (بختیاری و همکاران، ۱۳۹۳؛ کوشافر و همکاران، ۱۳۹۶). کارایی شرکت‌ها به دلیل اهمیت آن در ارزیابی عملکرد همواره مورد توجه پژوهشگران قرار داشته است و از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (ارضا و صیفی، ۱۳۹۷) چرا که می‌تواند معیاری مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای یافتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و تشکیل سبد سهام باشد همچنین پاسخ به سوالات مهمی مانند اینکه واحدهای اقتصادی تا چه اندازه در جهت افزایش منافع سهامداران خود کوشیده‌اند، بانک‌ها و موسسات اعتباری در اعطای تسهیلات به شرکت‌ها چه شاخص‌هایی را در نظر می‌گیرند، مالکان شرکت‌ها در پرداخت پاداش به مدیران چه ابعادی را در نظر می‌گیرند و هزاران سوال دیگر را می‌توان با بررسی کارایی و عملکرد شرکت‌ها به صورتی مناسب پاسخ داد (باسیدور<sup>۱</sup> و همکاران، ۱۹۹۷) در نتیجه عوامل اثرگذار بر کارایی نیز دارای اهمیت ویژه‌ای می‌باشد (دیدار و همکاران، ۱۳۹۶؛ ارضا و صیفی، ۱۳۹۹). به عنوان مثال یافته‌های تحقیق دیدار و همکاران (۱۳۹۰) بیانگر تأثیر مثبت و معنادار سرمایه فکری بر کارایی شرکت‌ها می‌باشد. بطور کلی

<sup>1</sup> Bacidore



منابع می‌شود چرا که مجبور به پرداخت اقساط در زمان مقرر می‌باشد (مومنی طاهری و صادقی، ۱۳۹۶). بنابراین با تأثیری که بیش‌اعتمادی مدیر می‌تواند بر روی ترکیب ساختار سرمایه شرکت داشته باشد و در نتیجه باعث تغییر در کارایی شرکت گردد، برای بررسی دقیق این موضوع، در این پژوهش از شاخص بیش‌اعتمادی مدیر به عنوان یک ویژگی مهم اثرگذار بر رفتار مدیران و ساختار سرمایه به عنوان یک متغیر میانجی استفاده شده و تأثیر آن را بر کارایی شرکت مورد بررسی قرار گرفته است، لازم به ذکر است که برای بررسی بهتر کارایی از روش تحلیل پنجره‌ای استفاده شده است تا بتوان از این طریق به سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی برای شناخت عوامل موثر بر کارایی شرکت جهت تصمیم‌گیری‌های مالی کمک نمود. در ادامه، مبانی نظری پژوهش، پیشینه، فرضیه‌ها، روش‌شناسی، یافته‌های پژوهش و در پایان پیشنهادهایی ارائه می‌گردد.

## ۲ مرور ادبیات

در طول چند دهه اخیر، پژوهشگران دانشگاهی در زمینه‌های مختلف تجارت برای پاسخ به این سؤال که "آیا مدیران واقعاً حائز اهمیت هستند؟" تلاش کرده‌اند. در بطن این بحث دو نظریه مختلف در خصوص اینکه چطور و چگونه مدیریت بر یک شرکت تأثیر می‌گذارد وجود دارد. از یک طرف، نظریه اقتصادی نئوکلاسیک نشان می‌دهد که مدیران جزء همگن و قابل تعویض سازمان هستند. علاوه بر این، ویژگی‌های فردی، تعصبات و تصمیم‌گیری آن‌ها در نهایت تأثیر بسیار کمی (اگر تأثیری وجود داشته باشد) بر شرکت به عنوان یک کل دارد. از طرفی مخالفان این نظریه از جمله همریک<sup>۱</sup> و میسون<sup>۲</sup> (۱۹۸۲) معتقدند که مدیران رده بالا و ویژگی‌های فردی آن‌ها برای نتایج شرکت‌های بزرگ بسیار مهم هستند (سای<sup>۳</sup> و ویلیامز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). در تئوری رده بالا، ویژگی‌های فردی مدیران در

امر مدیران را به تامین مالی بدهی بیشتر سوق می‌دهد در واقع یک مدیر بیش اعتماد تمایل بیشتری به داشتن سطوح بالاتر از بدهی و افزایش هزینه‌ها دارد و این موضوع استدلال‌های نظری در امور مالی رفتاری را در رابطه با تمایل مدیران بیش‌اعتماد به صدور بدهی بیشتر تأیید می‌کند. با توجه به این مطلب می‌توان به اهمیت و تأثیر بیش‌اعتمادی مدیر بر ساختار سرمایه پی برد. ساختار سرمایه به عبارت ساده یعنی؛ انتخاب ترکیبی از بدهی و سهام که به عنوان یکی از تصمیمات استراتژیک در اداره شرکت‌ها محسوب می‌شود (مومنی، طاهری، صادقی، ۱۳۹۶). یکی از مهمترین دلایل عدم موفقیت شرکت‌ها مربوط به تامین مالی نامناسب یا ناکافی و نبود یا عدم کفایت سرمایه‌گذاری آن‌ها است. چرا که صاحبان این شرکت‌ها ممکن است ترکیب نامناسبی از منابع برای تامین مالی (ترکیب بدهی و سرمایه) را به کار گیرند یا حتی ممکن است برای تامین مالی به عرضه‌کنندگان منابعی که کار کردن با آن‌ها در دسرفرین باشد، مراجعه کنند. یا اینکه از منابعی استفاده کنند که تعهدات و محدودیت‌های نقدینگی زیادی را بر شرکت تحمیل نماید. بنابراین، کاستی‌های موجود ممکن است باعث انجام سرمایه‌گذاری به شکل نامناسبی شود که خطری برای ادامه‌ی حیات شرکت باشد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰). وجود مقادیر زیادی بدهی در ساختار سرمایه، ریسک ورشکستگی و درماندگی مالی شرکت را افزایش می‌دهد در نتیجه ممکن است هزینه‌های هنگفتی به شرکت تحمیل شود، چرا که ممکن است شرکت نتواند وضعیت فعلی خود را در آینده حفظ کند در حالی‌که مجبور به پرداخت اقساط بدهی می‌باشد و اثر منفی و معناداری بر کارایی شرکت داشته باشد (جوادی و فتاحی، ۱۳۹۵). از طرف دیگر وجود مقادیر زیادی بدهی در ساختار سرمایه، نوعی محدودیت بر وجوه آزاد شرکت است که مانع از انجام هزینه‌های غیر ضروری و هدر رفت

<sup>3</sup> Seay

<sup>4</sup> Williams

<sup>1</sup> Hambrick

<sup>2</sup> Mason

که از کدام یک از روش‌های تامین مالی استفاده کنند، تصمیم‌گیری می‌کنند. عوامل زیادی چون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره در تصمیم‌گیری مدیران یک واحد تجاری در مورد این موضوع موثر است، اما نباید از تاثیر برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران برای تصمیم‌گیری در این رابطه چشم پوشید (برترند و اسکوار، ۲۰۰۳). زمانیکه که شرکت‌ها به دنبال تامین مالی هستند، ممکن است تصور کنند هزینه‌های انتشار سهام از هزینه ایجاد بدهی بیشتر است؛ بنابراین تامین مالی با بدهی را ترجیح می‌دهند. علاوه بر این مدیران بیش‌اعتماد ممکن است منطقی رفتار نکنند و سطح ریسک پذیرفته شده را به درستی تخمین نزنند بنابراین باتوجه به رفتار جسورانه مدیران بیش‌اعتماد در به حداقل رساندن منابع مالی راکد شرکت و استفاده حداکثری از منابع مالی خارج شرکت و کمبود منابع مالی داخلی شرکت (محمدی و همکاران، ۱۳۹۹)، تمایل بیشتری به تامین مالی با بدهی پیدا می‌کنند؛ زیرا آنان به علت مثبت‌نگری غیر واقع‌بینانه، اعتقاد دارند اغلب شرکت‌ها سودآورند و یا ریسک کمی دارند (هاکبارث، ۲۰۰۸). همچنین مالمندیر و همکاران در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیران بیش‌اعتماد، به تامین مالی با بدهی بیشتر از انتشار سهام تمایل دارند؛ زیرا معتقدند ارزش سهام کمتر از بدهی هست و این امر به اهرم بیشتر منجر می‌شود و اینگونه بیش‌اعتمادی یک مدیر بر ساختار سرمایه یک شرکت اثر می‌گذارد (هوانگ<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۶؛ مالمندیر<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین مدیران ارشد به عنوان نماینده مالکان، می‌توانند با تجزیه و تحلیل و درک اهداف سازمان تحت مسئولیت خود، منابع محدود را به بهترین نحو مورد استفاده قرار دهد و در انتخاب‌هایی چون تحصیل دارایی‌ها و مخارج تحقیق و توسعه،

تصمیم‌های استراتژیک آن‌ها نقش زیادی دارد و انتخاب‌های مهم در شرکت از ویژگی‌های ذاتی تصمیم‌گیرندگان، از جمله مدیر عامل نشئت می‌گیرد (هامبریک و ماسون، ۱۹۸۲). در نظریه‌های مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلانی دارند و دائماً به دنبال به حداکثر رساندن مطلوبیت خود می‌باشند (هاکبارث<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). اما محققان تجربی معتقد هستند که گاهی برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال را پذیرفت که امکان دارد تصمیم‌گیرندگان رفتار کاملاً عقلانی نداشته باشند؛ به عبارتی دیگر، ویژگی‌های شخصیتی، روانشناختی و رفتاری مدیران جز عوامل مهم و تاثیرگذار در تصمیم‌گیری‌ها به حساب آید (برترند<sup>۲</sup> و اسکوار<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). با توجه به این مطلب، بررسی ویژگی‌های شخصیتی مدیران می‌تواند گره‌گشای یافتن علل مشکلات بدون جواب مالی و سازمانی باشد. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی یک فرد، بیش‌اعتمادی است. بیش‌اعتمادی، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی جدید است که هم در نظریه‌های مالی و هم در نظریه‌های روانشناسی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از دید روانشناسان، فردی دارای ویژگی‌های رفتاری بیش‌اعتمادی است که به دقت بودن اطلاعات، دانش و مهارت خود اطمینان دارد و آن‌ها را بیش از واقعیت در نظر می‌گیرد، همچنین خطرات و ریسک‌ها کمتر از واقعیت در نظر می‌گیرد و فکر می‌کند بر مسائل مختلف و رویدادها کنترل دارد، در صورتی که ممکن است اینطور نباشد (نصیری پوردری و همکاران، ۱۳۹۵). بنابراین این خصیصه شخصیتی بسیار بر روی تصمیم‌گیری‌های یک مدیر اثرگذار است (فلاح شمس و همکاران، ۲۰۱۰). یکی از مهم‌ترین تصمیم‌ها برای مدیران یک واحد تجاری، تصمیم‌های مربوط به تامین مالی است. در واقع تامین مالی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری می‌باشد (ایشیکاوا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰). این مدیران واحد تجاری هستند که درباره این موضوع

<sup>4</sup> Ishikawa<sup>5</sup> Huang<sup>6</sup> Malmendie<sup>1</sup> Hackbarth<sup>2</sup> Bertrand<sup>3</sup> Schoar



مسائلی است که مدیران بنگاه‌های اقتصادی در تصمیم‌گیری‌های مالی با آن مواجه هستند (سندرا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰). می‌توان ساختار سرمایه را ترکیب منابع مالی شرکت دانست، که بر عملکرد و کارایی شرکت اثرگذار است (ستایش و غیوری مقدم، ۱۳۹۹). ادبیات نظری ساختار سرمایه، در پی رسیدن به حدی از تعادل میان دو منبع اصلی تأمین مالی یعنی بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌باشد که بتواند در آن نقطه، ارزش سهام شرکت را به حداکثر برساند و در مقابل، هزینه منابع تأمین مالی را نیز به حداقل ممکن کاهش دهد. ساختار سرمایه مورد توجه بسیاری از تحلیلگران قرار دارد (ستایش و غیوری مقدم، ۱۳۹۹)، شرکت‌ها برای داشتن ساختار سرمایه بهینه باید برنامه‌ریزی مناسبی داشته باشند و به گونه‌ای برنامه‌ریزی کنند که قادر باشند میزان بهره‌وری از موجودی نقد را بیشینه کرده و باعث ارزش‌آفرینی شوند و از منابع متفاوت تأمین مالی خود یعنی ابزار بدهی (بدهی‌های بهره‌دار) و ابزار سرمایه (سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته)، به شکلی مطلوب و کارآمد استفاده کنند، در غیر اینصورت در بلندمدت دچار مشکل می‌شوند (وکیلی‌فرد و فیض‌آبادی، ۱۳۹۴). در واقع واحد کارا یعنی شرکتی که ساختار سرمایه بهینه (ترکیب بهینه‌ای از ابزار بدهی و ابزار سرمایه) دارد که موجب عملکرد مطلوب شرکت شده و سرانجام منجر به ارزش‌آفرینی می‌شود (وکیلی‌فرد و فیض‌آبادی، ۱۳۹۴). هدف مدیریت ساختار سرمایه بیشینه‌کردن ثروت سهامداران یا دستیابی به ساختار بهینه سرمایه‌ای است که هزینه سرمایه را کمینه می‌کند. بنابراین، اهرم مالی یا ساختار سرمایه باید از بعد تأثیر آن بر ارزش شرکت مورد بررسی و ارزیابی قرار گیرد. اگر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت اثرگذار باشد، مدیران شرکت به دنبال ساختار سرمایه‌ای خواهند بود که هزینه سرمایه را به حداقل و در نتیجه ارزش شرکت را به حداکثر برساند (ستایش و

تأثیرگذار باشد (چن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). بر اساس نظریه همبریک و ماسون (۱۹۸۲)، خروجی‌های شرکت مانند انتخاب‌های راهبردی و سطوح عملکرد به میزان زیادی تحت تأثیر ویژگی‌های مدیران قرار می‌گیرند و به عبارتی این ویژگی‌های شخصیتی می‌تواند سبب افزایش کارایی شرکت شده و باعث استفاده درست از منابع واحد اقتصادی گردد و در نتیجه وضعیت گسترده اقتصادی به سبب جلوگیری از هدر رفت منابع و تولید اشتغال پایدار بهبود می‌دهد (لورتی<sup>۲</sup> و گریس<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). بیش‌اعتمادی در مدیران در نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها تأثیرگذار است. همچنین بیش‌اعتمادی آنان، موجب برآورد سیستماتیک یا بیش از واقع متوسط جریان‌های نقدی و بازده‌آتی ناشی از فعالیت‌های شرکت؛ همچون سرمایه‌گذاری، ادغام، اکتساب، تأمین مالی و پرداخت سود سهام شده و نتایجی که حاصل از آن فعالیت‌ها است را با درجه خاصی از نبودن عقلانیت همراه می‌نماید (مالامیندر و همکاران، ۲۰۱۱). مدیران بیش اعتماد، بازده‌های آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند، بنابراین ممکن است شناسایی زیان را به تاخیر انداخته و برآوردهای خوش‌بینانه در تعیین ارزش دارایی‌های جاری یا بلند مدت داشته باشند و بر اثر انتخاب پروژه نامناسب و ناکارا، منابع موجود را در زمینه نادرست استفاده کنند و آن‌ها را هدر دهند که در اینصورت، شرکت به سمت سرمایه‌گذاری بیش از حد (سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی) یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد (بر اثر از دست دادن منابع به دلیل سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و از دست دادن فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب با ارزش فعلی خالص مثبت) سوق داده می‌شود و به این ترتیب کارایی شرکت تحت تأثیر قرار گیرد (چن و لین<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). تعیین ساختار سرمایه بهینه یکی از مهمترین و بحث بر انگیزترین

<sup>4</sup> Lin<sup>5</sup> Sandra<sup>1</sup> Chen<sup>2</sup> Leverty<sup>3</sup> Grace

"مشکل این است که چگونه مدیران را تشویق کنیم تا به جای سرمایه‌گذاری و جوه نقد آزاد به نرخ بازده کمتر از هزینه سرمایه و یا استفاده از این جوه در فعالیت‌های غیر موثر سازمانی، میزان جوه آزاد موجود در شرکت را اعلام کنند؛ بنابراین برای مقابله با ورشکستگی و کاهش استفاده نادرست از جوه نقد توسط مدیران، نسبت بدهی بالا می‌تواند به عنوان ابزاری نظام‌بخش به کار گرفته شود (گروسمن<sup>۵</sup>، ۱۹۸۲). از این طریق می‌توان مدیران را تحت فشار قرار داد تا جهت بازپرداخت بدهی‌ها جوه نقد شرکت را آزاد نگه دارند، در چنین شرایطی، وجود بدهی می‌تواند تاثیر مثبت بر روی ارزش شرکت داشته باشد و در نهایت کارایی را در استفاده از منابع موجود بهبود بخشد (جنسن، ۱۹۸۶).

### ۳ پیشینه پژوهش

#### پژوهش‌های خارجی

یان لی و همکاران (۲۰۰۹)، با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها، کارایی تکنیکی شرکت‌های زغال سنگ در چین را اندازه‌گیری نمودند، سپس به بررسی رابطه بین کارایی و ساختار سرمایه پرداخته و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و کارایی تکنیکی رابطه معکوس وجود دارد و شرکت‌های مورد بررسی باید نسبت بدهی خاصی را در نظر گیرند چون اگر نسبت بدهی از آن نسبت تعیین شده بیشتر گردد، کارایی تکنیکی کاهش می‌یابد.

چو<sup>۶</sup> و لای<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با موضوع بیش‌اعتمادی مدیران، داد و ستد و عملکرد، نشان دادند که مدیران با اعتماد بیش از حد نسبت به مدیران فاقد اعتماد بیش از حد، تمایل بیشتری به داد و ستد دارند. همچنین رابطه مثبتی بین بیش‌اعتمادی مدیران و عملکرد شرکت وجود دارد.

غیوری مقدم، (۱۳۹۹). چند نظریه در رابطه با ساختار سرمایه وجود دارد که مهم‌ترین آن‌ها، نظریه سلسله مراتبی است، این نظریه استدلال می‌کند که انتخاب نامطلوب ساختار سرمایه بر این موضوع دلالت دارد که؛ در میان منابع تأمین مالی، سود انباشته بر بدهی و بدهی بر انتشار سهام برتری دارد و در صورتی که یک شرکت تأمین مالی درون‌سازمانی را بر تأمین مالی برون‌سازمانی و در شرایط تأمین مالی برون‌سازمانی، تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سرمایه ترجیح دهد می‌گویند که آن شرکت از نظریه سلسله مراتبی برای تعیین ساختار بهینه سرمایه استفاده نموده است. به عبارتی، هر چه یک شرکت سودآورتر باشد، اهرم کمتری دارد زیرا برای تأمین منابع مورد نیاز خود به جای استفاده از بدهی، از منابع حاصل از سودهای خود استفاده می‌نماید (یان‌لی<sup>۱</sup> و چاون‌ژ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). طبق تئوری‌های ساختار سرمایه، مدیران شرکت‌هایی با فرصت رشد بالا، میزان بدهی خارجی خود را زیاد نمی‌کنند، زیرا در این صورت نمی‌توانند از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌هایی که انجام داده‌اند، بهره ببرند و این امر منجر به ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم می‌شود، بنابراین باید اهرم کمتری انتخاب کنند. ساختار سرمایه به اشکال متفاوتی می‌تواند بر روی کارایی شرکت اثر گذار باشد برای مثال تئوری هزینه نمایندگی بر مبنای این ایده شکل گرفته که علایق مدیران شرکت و سهامداران لزوماً هم‌جهت نیستند (مایرز<sup>۳</sup>، ۱۹۹۷). جنسن<sup>۴</sup> و همکاران (۱۹۷۶)، در تحقیقات خود بر اهمیت هزینه نمایندگی تاکید نمودند. هزینه نمایندگی از جدایی بین مالکان و کنترل‌کنندگان شرکت ناشی می‌شود. طبق این تئوری مدیران تمایل دارند تا منافع خود را بیشتر از ارزش شرکت افزایش دهند. این موضوع ما را به تحقیقات جنسن (۱۹۸۶)، در خصوص "تئوری جوه نقد آزاد" راهنمایی می‌کند. جنسن می‌گوید که:

<sup>5</sup> Grossman

<sup>6</sup> Chu

<sup>7</sup> Lai

<sup>1</sup> Yan-li

<sup>2</sup> Chuan-zhe

<sup>3</sup> Myers

<sup>4</sup> Jensen

از آن است که شرکت‌هایی با ساختار سرمایه مطلوب، بازده بالایی دارند و سطح نگهداری وجوه نقد در شرکت‌ها با کارایی رابطه منفی دارد. همچنین شرکت‌هایی که از اهرم مالی بیشتری استفاده تمایل کمتری به نگهداری وجوه نقد دارند و نگهداری وجوه نقد تا حدودی نشان‌دهنده رابطه بین اهرم مالی و کارایی شرکت می‌باشد و این موضوع استفاده از منابع مالی بدهی را توصیه می‌کند چرا که با به کارگیری موثر وجوه نقد آزاد، که ممکن است مورد استفاده نابجا یا سواستفاده مدیریت قرار گیرد، کارایی شرکت را افزایش می‌دهد.

دسوزا و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری: شواهد داده‌های تابلویی صنعت مخابرات در ایالات متحده، دریافتند تامین مالی از طریق بدهی، زمانی که به عنوان منبع تامین مالی در نظر گرفته شود، همیشه منجر به ریسک مالی می‌شود. با این حال، همچنین منبعی برای افزایش سودآوری امری عادی است. یافتن ترکیب صحیح سهام بدهی همیشه چالش برانگیز بوده است. در نمونه مورد بحث صنعت مخابرات در ایالات متحده، نسبت کل بدهی به کل دارایی به طور غیرعادی بالا مشاهده شد. بنابراین، به بررسی اثر ساختار سرمایه (CapSt) بر سودآوری شرکت‌ها پرداختند. با در نظر گرفتن داده‌های سالانه صنعت مخابرات از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۰ در ایالات متحده، داده‌های مقطعی نامتعادل (داده‌های تابلویی) شامل ۴۲۱ مشاهدات سالانه شرکت برای ۷۲ شرکت با استفاده از مدل‌های رگرسیون پانل تلفیقی، تحلیل تک متغیره، همبستگی و آمار توصیفی مورد مطالعه قرار گرفت. آنها تأثیر CapSt (کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (TLsTA) و کل حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها (TETA)) را بر سودآوری (بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)) شرکت‌های مخابراتی آزمایش کردند. نتایج نشان می‌دهد که نسبت TLsTAs تأثیر قابل توجهی بر

پیکولینا<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) با بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیریت بر عملکرد شرکت‌های شمال آمریکا طی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۰۵ نشان داد، بیش‌اعتمادی مدیران تأثیری مثبت بر عملکرد شرکت دارد.

آندرو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت تاثیر مثبت و معناداری بر روی عملکرد شرکت دارد. یعنی شرکت‌هایی که مدیران تواناتری دارند در دوره‌های بحرانی، با سرمایه‌گذاری بیشتر، سود بیشتری برای شرکت به دست می‌آورند. و اگر روند سودآوری مناسب نباشد، از ابزارهای تأمین مالی بدهی به نحوه مناسب بهره می‌گیرند. در نتیجه مدیریت تواناتر منجر به عملکرد بهتر شرکت، افزایش سودآوری، استفاده مناسب از منابع و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت می‌گردد.

هان<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌های بیمه ایالت متحده آمریکا نشان دادند که شرکت‌های بیمه با مدیران با اعتماد بیش از حد، ریسک را با افزایش استفاده از بیمه اتکایی محدود می‌کنند و بیش اعتمادی مدیران دارای رابطه منفی با ریسک‌پذیری و ارتباط مثبت با عملکرد شرکت است.

ختک و عالیشاه (۲۰۲۰) با بررسی تاثیر توانمندی‌ها و ظرفیت مدیریت عالی بر کارایی شرکت از طریق کسب منابع نشان دادند که، نقش توانمندی‌های مدیریت عالی در جذب منابع و کارایی نادیده گرفته شده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که توانمندی‌های مدیریت به شکل قابل توجهی راه شرکت‌ها را در دستیابی به منابع تسهیل کرده و کارایی آن‌ها را افزایش می‌دهد.

گوآ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهش خود به بررسی تاثیر اهرم مالی بر کارایی شرکت با نقش واسطه‌ای نگهداری پول نقد پرداختند، نتایج این پژوهش حاکی

<sup>3</sup> Han

<sup>4</sup> Goa

<sup>1</sup> Picculina

<sup>2</sup> Andrew

داشته است. مدیران کوتاه‌بین با کاهش هزینه‌هایی که هدف از متحمل شدن آن‌ها کسب منافع در بلند مدت است باعث کاهش ارزش شرکت می‌گردند. البته باید گفت که با بالا بردن سطح نظارت بر مدیریت می‌توان این نوع سرفه‌های مدیریت را کم کرد.

ارضا و صیفی (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان تاثیر ریسک‌های مالی بر کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند که هدف از انجام این مقاله بررسی تاثیر ریسک‌های اعتباری، عدم نقدشوندگی و بازار که از جمله مهمترین ریسک‌های مالی واحد تجاری محسوب می‌شود، بر کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بوده است. برای محاسبه ریسک عدم نقدشوندگی از معیار آمیهود بهره گرفته شد؛ ریسک بازار با معیار ارزش در معرض خطر شرطی محاسبه شد و ریسک اعتباری با شناسایی ۳۱ شاخص موثر و با کمک مدل تاپسیس مشخص شد. برای بررسی تاثیر ریسک‌های مالی بر کارایی شرکت‌ها نیز از مدل رگرسیون پانل دیتا GMM استفاده شد نتایج این پژوهش حاکی از آن است که میان سه معیار در نظر گرفته برای کارایی، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار معیار مناسب‌تری جهت ارزیابی کارایی شرکت‌ها می‌باشد.

قوچانی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان تاثیر عملکرد کارکنان بر بهبود کارایی شرکت برتر فعال در حوزه مخابرات کشور افغانستان، و جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها از طریق پرسشنامه و با پرسش‌های بسته به این نتیجه رسیدند که توانمندسازی کارکنان، رضایت شغلی کارکنان و رعایت اصول در سازمان بر بهبود کارایی شرکت مخابراتی روشن تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد. در نتیجه می‌توان ادعا نمود که عملکرد کارکنان تاثیر مثبت و معنی‌داری بر بهبود کارایی شرکت برتر فعال در حوزه مخابرات کشور افغانستان داشته است.

هنرمندی و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه محدودیت مالی و کارایی شرکت با

ROA دارد و TETAS تاثیر قابل‌توجهی بر ROA دارد. با این حال، TLSTAS و TETAS هیچ تاثیری بر ROE ندارند.

مندی (۲۰۲۳)، در پژوهشی تحت عنوان تاثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر تصمیمات ساختار سرمایه: شواهد از S&P BSE 200 به تاثیر اعتماد بیش از حد مدیران را بر تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های هندی پرداخت. این مطالعه روی شرکت‌ها بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۵ انجام گرفته است، یافته‌های این مطالعه اهمیت سوگیری رفتاری مدیر عامل شرکت را برای درک بهتر تصمیمات ساختار سرمایه برجسته می‌کند. این مطالعه نشان داد که مدیران عامل با اعتماد بیش از حد، تامین مالی از طریق بدهی را به تامین مالی از طریق سهام سهام ترجیح می‌دهند و چنین مدیران عامل بیش از حد اعتماد به نفس، بدهی کوتاه مدت را به بدهی بلند مدت ترجیح می‌دهند.

## پژوهش‌های داخلی

دیدار و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر سرمایه فکری موجود در شرکت‌ها بر کارایی آن‌ها با نظر گرفتن ساختار سرمایه به عنوان متغیر تعدیل کننده پرداختند، در این پژوهش برای اندازه‌گیری ارزش سرمایه فکری از مدل پالیک و برای سنجش کارایی از روش تحلیل پوششی داده‌ها استفاده گردیده است. یافته‌های این پژوهش بیانگر تاثیر مثبت و معنادار سرمایه فکری بر کارایی شرکت‌ها و تاثیر منفی و معنادار ساختار سرمایه بر کارایی شرکت‌ها بوده است.

حمزه دیدار و همکاران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که کوتاه‌بینی مدیریت بر کارایی شرکت‌ها، اثر منفی و معناداری دارد و همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده بر اثر کوتاه‌بینی مدیریت بر کارایی

پژوهش نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر مشترک و معناداری دارد. با نتایج بدست آمده مشخص شد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثر مستقیم و مثبت دارد اما ویژگی‌های شرکتی بر اهرم مالی و ساختار سرمایه اثری معکوس و منفی دارد.

قدرتی زوارم و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر روش‌های تامین مالی، تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر روش‌های تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ را مورد بررسی قرار دادند و سپس با روش حذف سیستماتیک ۱۶۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب کردند. نتایج این تحقیق نشان می‌داد که بیش‌اعتمادی مدیران با روند استفاده از اهرم مالی و افزایش سرمایه رابطه معناداری دارد.

علیپور و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری مضاعف بر درماندگی مالی شرکت‌ها، به بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری مضاعف بر روی شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ پرداختند. در این پژوهش ۱۲۲ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه‌ی مثبت و معنادار بیش‌اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری مضاعف با درماندگی مالی شرکت وجود دارد. بطور کلی، نتایج حاصل شده از فرضیه‌ها حاکی از این است که مدیران بیش‌اعتماد توانایی‌های خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند بدین معنی که، هر چه افراد اطلاعات بیشتری در مورد چیزی داشته باشند و یا در آن مهارتی داشته باشند خوش‌بینی‌شان افزایش می‌یابد. اگر این افراد در پروژه‌ها دخیل باشند و یا سهمی داشته باشند نتایج را خوشبینانه و ریسک پروژه را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند در نتیجه پروژه‌هایی که بر روی آنها

استفاده از مدل تحلیل پوششی داده‌های شبکه ای در بورس اوراق بهادار تهران. به این نتیجه رسیدند که رابطه کارایی و محدودیت تامین مالی منفی و معنادار می‌باشد.

شاه غیبی و سلطان پناه (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان بررسی طبقه بندی شده کارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر مبنای تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها، کارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طبقات مختلف با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها مورد سنجش قرار دادند. داده‌های مورد نیاز پژوهش از صورت‌های مالی ۲۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در کل صنایع برای دوره زمانی ۱۴۰۰-۱۳۹۸ گردآوری شده است. با بررسی مطالعات انجام شده جهت محاسبه کارایی شرکت‌ها از سه متغیر ورودی شامل، سرمایه در گردش، قیمت هر سهم و نسبت کل بدهی به کل دارایی و نیز چهار متغیر خروجی شامل، نسبت بدهی جاری به کل بدهی، سود تقسیمی هر سهم، سود هر سهم و نسبت بازده جمع دارایی استفاده کردند. یافته‌های این تحقیق نشان داد که تمامی شرکت‌های کارا در صنایع مورد مطالعه از نوع کارای ضعیف می‌باشند.

صبوری و کریم‌پور (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان بررسی اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) به بررسی نقش عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر صورت همزمان بر ساختار سرمایه پرداختند. این مطالعه با هدف تعیین اثرات مشترک عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است. جهت تحلیل فرضیه‌های پژوهش، جامعه آماری را از بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ و به مدت ۵ سال انتخاب نموده و شامل شرکت‌های بورسی بوده‌اند که نمونه آماری با روش حذفی و به تعداد ۹۰ شرکت انتخاب شد. یافته‌های



قضاوت‌ها و تصمیمات مدیران، بر تصمیم‌گیری‌های مربوط تامین مالی و ترکیب ساختار سرمایه نقش بسزایی دارد. مدیران بیش‌اعتماد ارزش و سودآوری واحد تجاری خویش را بیش از واقعیت تخمین می‌زنند و احساس می‌کنند بازار سرمایه سهام آنها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند، از این رو زمانی که واحد تجاری نیاز به تامین مالی داشته باشد، تامین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند (حسنى القار و رحيميان، ۱۳۹۷). همچنين تامین مالی از طریق بدهی را به دلیل قابل کسر بودن هزینه بهره برای مقاصد مالیاتی و ارزان‌تر بودن نرخ بهره ترجیح می‌دهند و هزینه انتشار سهام را بیشتر می‌پندارند (محمدی و همکاران، ۱۳۹۹). بنابراین باتوجه به مطالب فوق فرضیه دوم به شکل زیر مطرح می‌گردد؛

- فرضیه ۲: بیش‌اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه شرکت اثر معنادار دارد.

با توجه به اینکه مدیران بالاترین رکن تصمیم‌گیری در شرکت‌ها هستند و با اهمیت‌ترین تصمیمات را اتخاذ می‌کنند، عواملی که بر تصمیمات مدیر اثر می‌گذارد بسیار مهم است مانند ویژگی‌های شخصیتی، یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی که بر تصمیم‌گیری و قضاوت مدیر اثر می‌گذارد، بیش‌اعتمادی است. یک مدیر بیش‌اعتماد به علت دید و برآوردهای غیر واقع‌بینانه، ریسک‌پذیری بالاتر و تمایل به استفاده حداکثری از منابع خارجی، در هنگام نیاز به تامین مالی، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه دارد (حسنى القار و رحيميان، ۱۳۹۷). وجود مقادیر زیادی بدهی در ساختار سرمایه، ریسک ورشکستگی و درماندگی مالی شرکت را افزایش می‌دهد چرا که ممکن است شرکت نتواند وضعیت مطلوب فعلی را در آینده حفظ کند در حالی‌که موظف به پرداخت اقساط می‌باشد، در نتیجه ممکن است هزینه‌های هنگفتی به شرکت تحمیل شود (جوادی و فتاحی، ۱۳۹۵). از طرفی وجود مقادیر زیادی بدهی در ساختار سرمایه، نوعی محدودیت بر وجوه آزاد شرکت است که مانع

سرمایه‌گذاری کلان صورت می‌گیرد، باتوجه به ارزش فعلی خالص منفی نهایتاً سرمایه شرکت را به هدر داده، که ممکن است منجر به درماندگی مالی شود. تأثیر سرمایه‌گذاری مضاعف نیز بر درماندگی مالی شرکت‌ها مثبت ارزیابی شده است.

## فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب عنوان شده در مبانی نظری و پیشینه تحقیق، برای بررسی موضوع پژوهش در این بخش به شرح فرضیه‌های این پژوهش می‌پردازیم؛

بیش‌اعتمادی مدیران به عنوان یک ویژگی شخصیتی مهم می‌تواند باعث شود که فرد رفتار و تصمیم‌گیری کاملاً عاقلانه و منطقی نداشته باشد به عبارت دیگر فرد بیش‌اعتماد دانش، توانایی و مهارت خود را بیش از واقع تخمین می‌زند. همچنین احتمال وقوع و تأثیر رویدادهای مثبت را بیشتر و احتمال وقوع و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع در نظر می‌گیرند و دید غیر واقع‌بینانه و خوش‌بینانه‌ای به مسائل دارد. همین امر موجب می‌شود مدیر بیش‌اعتماد جسورانه‌تر عمل کند و در پروژه‌های پر ریسک‌تری سرمایه‌گذاری نماید و بازده این پروژه‌ها را بیش از واقع و احتمال شکست را کمتر از واقع برآورد کند. بنابراین ممکن است با زیاده روی در بکارگیری منابع یا استفاده نادرست از منابع باعث کاهش کارایی شرکت شود (حسنى القار و رحيميان، ۱۳۹۷). از طرفی مدیران بیش‌اعتماد ریسک‌پذیری بالاتری دارند و می‌توانند از منابع شرکت حداکثر استفاده را انجام دهند مثلاً امکان اینکه در پروژه‌های نوآورانه سرمایه‌گذاری کنند و به موفقیت‌های ابتکاری دست یابند هم وجود دارد (حاجی ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۶). بنابراین باتوجه به مطالب فوق فرضیه اول به شکل زیر مطرح می‌گردد؛

- فرضیه ۱: بیش‌اعتمادی مدیران بر کارایی شرکت اثر معنادار دارد.

یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیران در شرکت‌ها، تصمیمات مربوط به چگونگی تامین مالی شرکت است. بیش‌اعتمادی به عنوان عاملی اثرگذار بر



و اگر متغیر یا متغیرهای مستقل (در اینجا بیش‌اعتمادی) در معادله سوم تأثیر معناداری بر متغیر وابسته نداشته باشد اثر میانجی‌گری کامل ایجاد می‌شود و در نهایت آزمون سوبل نیز به جهت تأیید این رابطه مورد تحلیل قرار خواهد گرفت.

### جمع‌آوری داده‌ها

جامعه آماری در پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و دوره زمانی تحقیق بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. برای مطالعه ادبیات، مباحث نظری و پیشینه پژوهش از روش متن کاوی و جستجوی اینترنتی استفاده شده است که این اطلاعات از کتاب‌ها، مجلات، مقالات لاتین و فارسی و همچنین پایان‌نامه‌های فارسی استخراج شده است. در این پژوهش، نمونه به روش حذف سیستماتیک از جامعه‌ی آماری، انتخاب شده است. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که دارای معیارهای زیر باشند:

۱. شرکت‌ها باید در طول دوره مالی تداوم فعالیت داشته باشند.
۲. اطلاعات مالی مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در مورد آن شرکت‌ها، در طول دوره زمانی پژوهش در دسترس باشند.
۳. دوره مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ماه هرسال ختم شود.
۴. در طول دوره پژوهش تغییر در دوره مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی، قابل مقایسه باشند.
۵. جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، موسسات مالی و بیمه‌ها نباشند. به دلیل اینکه در آمد

از انجام هزینه‌های غیر ضروری می‌شود و می‌تواند به نفع شرکت باشد (گوآ و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین باتوجه به مطالب فوق فرضیه سوم به شکل زیر مطرح می‌گردد؛

- فرضیه ۳: بیش‌اعتمادی مدیران از طریق ساختار سرمایه شرکت بر کارایی شرکت اثر معنادار دارد.

## ۴ روش‌شناسی پژوهش

روش این پژوهش از نوع استقرایی - قیاسی و پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد و روش آماری آن علی - همبستگی است. برای آزمون تأثیر میانجی‌گری ساختار سرمایه بر رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران و کارایی شرکت، طبق روش بارون<sup>۱</sup> و کنی<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) و لاهیری<sup>۳</sup> و کدیا<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) انجام شده است. اثر متغیر میانجی باید سه شرط، به شرح زیر را داشته باشد؛

۱. متغیر یا متغیرهای مستقل باید در یک رگرسیون مستقل بر متغیر وابسته پژوهش تأثیر داشته باشد
۲. متغیر یا متغیرهای مستقل باید بر متغیر میانجی تأثیر داشته باشد
۳. متغیر میانجی باید در یک رگرسیون متشکل از متغیر میانجی و متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته پژوهش تأثیر داشته باشد

با برقراری سه شرطی که در بالا توضیح داده شد باید توجه داشت که؛

اگر تأثیر متغیر مستقل (بیش‌اعتمادی) بر متغیر وابسته (کارایی) در معادله سوم کمتر از معادله اول باشد، می‌توان نتیجه گرفت نقش اثر میانجی‌گر ایجاد گردیده است (یعنی ضریب تأثیر کمتر باشد) و اثر متغیر میانجی جزئی خواهد بود.

<sup>3</sup> Lahiri

<sup>4</sup> Kadia

<sup>1</sup> Baron

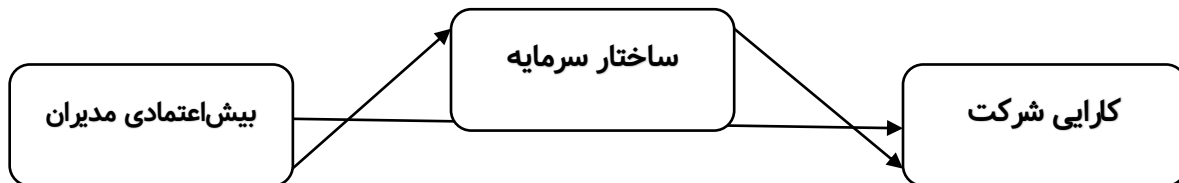
<sup>2</sup> Kenny

با توجه به محدودیت‌های ذکر شده، تعداد شرکت‌های نمونه به ۲۲۹ شرکت رسید.

## متغیرها و مدل پژوهش

اصلی این موسسات حاصل از سرمایه‌گذاری می‌باشد و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها است و به طور کلی از لحاظ نوع فعالیت تفاوت دارند، لذا از تحقیق حذف خواهند شد.

مدل مفهومی پژوهش



## تعریف عملیاتی متغیرها

### متغیر وابسته: کارایی

برای اندازه‌گیری کارایی از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) روش تحلیل پوششی داده‌ها استفاده شده است.

**کارایی شرکت:** برای محاسبه کارایی شرکت در ابتدای کار با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) کارایی شرکت در هر صنعت محاسبه می‌شود. این روش، خروجی محور بوده و هدف به حداکثر رساندن خروجی می‌باشد. متغیرهای ورودی و خروجی تحلیل پوششی داده‌ها به شرح زیر می‌باشد:

$$\text{MAX } V = \frac{S}{v_1 \text{ COGS} + v_2 \text{ SG\&A} + v_3 \text{ FA} + v_4 \text{ CA} + v_5 \text{ IN}}$$

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته

SG&A: هزینه‌های عمومی و اداری و توزیع و فروش

FA: دارایی‌های ثابت

CA: دارایی‌های جاری

IN: دارایی‌های نامشهود

S: فروش و درآمد

## تدوین مدل

طبق مدل بارون و کنی جهت بررسی اثر میانجی‌گری و به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیونی زیر به کاررفته است:

**معادله (۱):** برای بررسی فرضیه اول از مدل زیر استفاده می‌کنیم؛

$$\text{Firm Efficiency}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONF}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{MBV}_{it} + \beta_5 \text{NDTS}_{it} + \beta_6 \text{SG}_{it} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon_{it}$$

**معادله (۲):** برای بررسی فرضیه دوم از مدل زیر استفاده می‌کنیم

$$\begin{aligned} \text{Capital Structure}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{CONF}_{it} + \beta_2 \text{MB}_{it} \\ &+ \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{TNG}_{it} \\ &+ \beta_5 \text{PRF}_{it} + \beta_6 \text{CR}_{it} \\ &+ \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{NDTS}_{it} \\ &+ \beta_9 \text{DPR}_{it} + \beta_{10} \text{INTAN}_{it} \\ &+ \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

**معادله (۳):** برای بررسی فرضیه سوم از مدل زیر استفاده می‌کنیم؛

$$\text{Firm Efficiency}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONF}_{it} + \beta_2 \text{CAPS}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{MBV}_{it} + \beta_6 \text{NDTS}_{it} + \beta_7 \text{SG}_{it} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon_{it}$$

و نصراللهی، ۱۳۹۱). همچنین در این روش فرض می‌گردد که هیچگونه تغییر روشی در هیچکدام از پنجره‌ها وجود ندارد البته این مشکل با کاهش عرض پنجره‌ها کاهش پیدا می‌کند البته جهت اعتبار بخشیدن به تحلیل پنجره‌ای، عرض پنجره باید به گونه‌ای انتخاب شود که نادیده گرفتن تغییرات روشی منطقی باشد (اکبری، ۱۳۸۶) الگو تحلیل‌پوششی داده‌ها (DEA) به طور کلی امکان مقایسه ایستا را ایجاد می‌کند. در روش تحلیل پنجره‌ای فرض می‌شود که با چشم‌پوشی از روند تغییر بهره‌وری بنگاه‌ها، ترکیب بین مشاهدات سری زمانی و مقطعی با یک دوره زمانی معقول که در آن امکان تغییر در بهره‌وری را ناچیز فرض می‌کنند (معمولا بین سه تا پنج سال) وجود دارد، این ترکیب امکان گسترش پیدا کردن مشاهدات را فراهم می‌کند. در بیشتر پژوهش‌هایی که در این زمینه صورت گرفته است، از پنجره‌های سه تا پنج سال استفاده گردیده است زیرا در رابطه با اندازه و تعریف پنجره‌ها هیچ نوع تئوری یا منطق خاصی وجود ندارد (رجبی و نصراللهی، ۱۳۹۱).

### متغیر مستقل: بیش‌اعتمادی

برای اندازه‌گیری این متغیر از سه مدل به شرح زیر استفاده شده است:

(۱) سرمایه‌گذاری بیش از حد: به وضعیتی اطلاق می‌شود که مدیرعامل بیش تر از منابع موجود اقدام به سرمایه‌گذاری یا خرید دارایی سرمایه‌ای می‌نماید.

$$\frac{\Delta \text{Asset}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta \text{Sales}_{i,t}}{\text{Sales}_{i,t-1}} + \varepsilon$$

که با میزان خطای معادله ( $\varepsilon$ ) فوق نمایش داده می‌شود؛ بدین صورت که عدد (۱) برای شرکت‌هایی که خطای بدست آمده آن‌ها (رگرسیون سال-صنعت) از میانه صنعت بیشتر باشد و عدد (۰) برای شرکت‌هایی که خطای معادله‌ی آن‌ها کمتر از میانه صنعت باشد. مدیران بیش اعتماد تمایل بیشتری به

همه موارد آورده شده در بالا، از متن صورت‌های مالی استخراج می‌گردد.

در این معادله به جای هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه‌های اجاره عملیاتی در مدل اصلی از هزینه‌های عمومی، فروش و اداری استفاده شده است، زیرا هزینه‌های یاد شده توسط شرکت‌های جامعه ما گزارش نمی‌شود. همچنین هیچ یک از شرکت‌ها سرفصلی تحت عنوان سرفصلی خریداری شده نداشتند که از مدل مربوطه حذف گردید (کوشافر و همکاران، ۱۳۹۶).

**تحلیل پنجره‌ای:** اساس کار تحلیل پنجره‌ای، بر میانگین متحرک استوار است (یو، ۱۹۹۲) و برای بررسی روند عملکرد کارایی بنگاه‌ها در طول یک دوره زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در روش تحلیل پنجره‌ای عملکرد هر DMU طی زمان طوری ارزیابی می‌گردد که گویی در هر دوره زمانی دارای ماهیتی متفاوت است. از سویی دیگر، امکان تمایز بین کارایی خالص فنی و کارایی مقیاس را فراهم می‌کند. همچنین این روش از آنجایی که باعث ایجاد درجه آزادی بزرگتری برای نمونه می‌شود، برای اندازه‌گیری کارایی نمونه‌های کوچک بسیار مناسب است. روش پنجره‌ای برای اولین بار توسط چارنز تحت عنوان تحلیل پنجره‌ای معرفی شد. در این روش هر پنجره از بنگاه‌های مورد نظر در تعداد مشخصی از سال‌های مورد بررسی تشکیل شده است که از سال پایه شروع و به اندازه طول هر پنجره که ۳ یا ۵ سال (در این پژوهش طول پنجره ۵ سال است) است، ادامه می‌یابد. در این روش، مقادیر کارایی هر بنگاه در هر سال محاسبه و سپس میانگین کارایی محاسبه شده در این پنجره، مقدار کارایی آن بنگاه در آن پنجره نام می‌گیرد. با انتقال پنجره به دوره جدید (حذف سال پایه و اضافه شدن یک سال به سال روند عملکردی انتهایی پنجره) مقادیر کارایی در پنجره جدید برای بنگاه‌ها قابل محاسبه است و نهایتاً هر بنگاه با مقایسه مقادیر کارایی هر پنجره در طی دوره با سایر بنگاه‌های مورد ارزیابی و مقایسه قرار می‌گیرد (رجبی

<sup>1</sup> Yue

۲۰۰۸، ۲۰۰۵؛ بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۳؛ بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۳؛ دشماک و همکاران، ۲۰۱۳).

### متغیر میانجی: ساختار سرمایه

در پژوهش حاضر ساختار سرمایه به عنوان متغیر میانجی انتخاب شده است. با توجه به مباحث مطرح شده در مبانی نظری، نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به عنوان ساختار سرمایه تعریف می‌شود (محمدی و همکاران، ۱۳۹۹؛ علی‌نژاد سارو کلایی و صبحی، ۱۳۹۵)؛

### اهرم مالی (LEV):

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

### متغیرهای کنترلی:

در این پژوهش با توجه به مدل‌های ارائه شده لازم بود تاثیر این متغیرها نیز کنترل شود؛

### اندازه (SIZE)

انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ بهتر از تکنولوژی بهره بگیرند و از مدیریت بهتری داشته باشند بنابراین اثر این متغیر بر کارایی احتمالاً مثبت می‌باشد. اما از سوی دیگر، شرکت‌های بزرگ‌تر ممکن است دچار ناکارایی‌های ناشی از مدیریت سلسله مراتبی بوده شوند و هزینه‌های بیشتری را متحمل شوند. همچنین طبق تئوری معاوضه اندازه شرکت اثری مستقیم بر ساختار سرمایه شرکت دارد (فرانک<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۳). اندازه شرکت بر روی اهرم‌ها در هنگام مواجه شدن با خطر غفلت و بهای ورشکستگی تاثیر دارد. مطابق پژوهش‌های مارگاریتیس<sup>۵</sup> و سیلیکای<sup>۶</sup> (۲۰۰۷) و (۲۰۱۰)، ناکا بروس (۲۰۰۶) و بوزس و دیا<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) لگاریتم فروش به عنوان معیار اندازه‌گیری در نظر گرفته شده است.

سرمایه‌گذاری دارند (مالمن‌دیر و تاته<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵، ۲۰۰۸؛ بن دیوید<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). در معادله فوق :

$\Delta Asset_{i,t}$ : تغییرات جمع کل دارایی‌ها نسبت

به سال گذشته.

$\Delta Sales_{i,t}$ : تغییرات جمع کل فروش نسبت به

سال گذشته.

(۲) نسبت جمع بدهی‌ها به جمع حقوق

صاحبان سهام (D/E): عدد (۱) وقتی که

نسبت بدست آمده بیشتر از میانگین

صنعت باشد و عدد (۰) زمانی که حاصل

نسبت کمتر از میانگین صنعت باشد.

مدیرعاملی که بیش‌اعتمادی دارد، ریسک

پذیر بوده و برای تامین مالی از طریق منابع

خارجی که همان بدهی می‌باشد اقدام

می‌کند تا اینکه از منابع سهامداران استفاده

نماید (مالمن‌دیر، ۲۰۱۱).

$$\frac{TDebt}{TEquity}$$

(۳) نسبت سود نقدی بر قیمت بازار سهام:

مدیران بیش اعتماد تمایلی به تقسیم سود

نقدی ندارند و این منابع را برای پیشبرد

اهداف خود در شرکت نگه می‌دارند

(بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۳؛ دشماک<sup>۳</sup> و

همکاران، ۲۰۱۳). عدد (۱) برای زمانی که

حاصل نسبت مذکور صفر می‌شود و عدد

(۰) برای سایر اعداد.

پس از محاسبه هر یک از مدل‌های فوق، موردی

حائز بیش‌اعتمادی خواهد بود که حداقل در دو مورد

از مدل‌ها عدد (۱) را دریافت کرده باشد. به عبارت

دیگر هر سال-شرکت که حداقل در دو مورد از

مدل‌های اندازه‌گیری بیش‌اعتمادی، با توجه به معیار

تعریف شده عدد (۱) را دریافت کرده باشد، عدد (۱)

و در غیر این صورت عدد (۰) (مالمن‌دیر و تاته

<sup>5</sup> Margaritas

<sup>6</sup> Silica

<sup>7</sup> Dia

<sup>1</sup> Tate

<sup>2</sup> Ben David

<sup>3</sup> Dashmak

<sup>4</sup> Frank

### نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)

جنسن و مکلینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) بیان کردند که شرکت‌هایی با اهرم بالا تجربه مشکل جایگزینی دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری ناکافی را خواهند داشت. بنابراین شرکت‌هایی که رشد دارند و یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیدا می‌کنند، مجبورند اهرم را افزایش دهند. این نسبت به صورت رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها}}$$

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = تعداد سهام منتشر شده \* قیمت سهام

### ارزش دارایی‌های مشهود (TNG)

همانطور که می‌دانید دارایی‌های ثابت مشهود وثیقه‌ای برای دریافت وام هستند و بنابراین انتظار می‌رود که بتوانند بدهی‌ها را پوشش دهد، این دارایی‌ها نسبت به دارایی‌های نامشهود از عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و ارزش بیشتری برخوردارند زیرا به عنوان وثیقه دریافت وام مورد استفاده قرار می‌گیرند (پارک<sup>۲</sup> و کیم<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). دارایی ثابت مشهود برای یک شرکت را می‌توان به صورت رابطه زیر محاسبه کرد:

$$\text{ارزش دارایی‌های مشهود} = \frac{\text{ارزش دارایی‌های ثابت مشهود}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

### سود دهی شرکت (PRF)

بطور کلی، انتظار می‌رود که سودآوری تاثیر مثبتی بر کارایی داشته باشد؛ زیرا شرکت‌های سودآورتر معمولاً از مدیریت بهتری برخوردارند و از این رو، انتظار بر این است که کاراتر باشند. همچنین طبق تئوری معاوضه، شرکت‌هایی که توانایی سودآوری

بالایی دارند، از بدهی بیشتری نیز استفاده می‌نمایند زیرا بهای ورشکستگی بسیار پایین و اثر سپر مالیاتی بالایی دارند. همچنین میرز<sup>۴</sup> و ماجلوف<sup>۵</sup> (۱۹۸۴) به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که سودآوری بالایی دارند دارای اهرم پایین‌تری هستند. سود دهی شرکت به صورت رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{سود قبل از بهره و مالیات} = \frac{\text{سود دهی}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

۱. **صرفه جویی مالیاتی (NTDS):** نسبت هزینه‌های اداری عمومی فروش به فروش کل (سرلک و همکاران، ۱۳۹۴)

۲. **رشد فروش (SG):** نسبت تغییرات فروش به فروش سال قبل (دموری و باساد، ۱۳۹۶)

۳. **نسبت جاری (CR):** نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری (حاجب و همکاران، ۱۳۹۳)

۴. **نسبت دارایی‌های نامشهود (ارزش دفتری ارائه شده در ترازنامه) به سرمایه (INTAN)** (حاجب و همکاران، ۱۳۹۳)

۵. **درصد سود تقسیمی (DPR):** نسبت میزان سود تقسیم شده بین سهام داران به سود خالص شرکت (دموری و باساد، ۱۳۹۶)

در قسمت بعدی به بررسی یافته‌های پژوهش می‌پردازیم.

## ۵ یافته‌های پژوهش

### آماره‌های توصیفی

جدول (۱) بیانگر مقدار شاخص‌های آماره‌های توصیفی داده‌های مورد استفاده در پژوهش برای

<sup>4</sup> Mirz  
<sup>5</sup> Majlov

<sup>1</sup> Meckling  
<sup>2</sup> Park  
<sup>3</sup> Kim

متوسط حدود ۲۷٪ از دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی را تشکیل می‌دهد که وثیقه‌ای برام وام گرفتن هستند و انتظار می‌رود بدهی‌ها را پوشش دهد. سود دهی شرکت‌ها نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌ها حدود ۱۴٪ از دارایی‌های خود، سود و بازده به دست می‌آورند. نسبت جاری شرکت‌های نمونه به طور میانگین عدد ۱,۳۹۱ را نشان می‌دهد این پارامتر بیانگر این است که حدوداً متوسط شرکت‌ها توانایی تسویه بدهی‌های جاری خود را با دارایی‌های جاری و به صورت آبی دارا می‌باشند و از وضعیت خوبی برخوردارند. همچنین فروش شرکت‌های موجود در نمونه به طور متوسط حدود ۲۳٪ درصد رشد داشته است.

شرکت‌های مورد مطالعه است. میانگین بیش‌اعتمادی مدیران (متغیر مستقل پژوهش) که ۰,۳۶۵ می‌باشد نشان‌دهنده این است که حدود ۳۷٪ درصد از شرکت‌های مورد بررسی دارای مدیران بیش اعتماد هستند. ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه به طور میانگین، به میزان ۵۸٪ از بدهی تشکیل شده است. همچنین متغیر اندازه شرکت، که از طریق لگاریتم فروش شرکت‌ها محاسبه شده است، میانگین ۱۴,۵۶۶ و انحراف معیار ۱,۸۰۸ است که بیانگر این موضوع است که شرکت‌های مورد مطالعه از نظر اندازه نزدیک به هم بوده و پراکندگی جامعه نسبت به میانگین کم می‌باشد. دارایی‌های ثابت مشهود شرکت‌های موجود در نمونه به طور

جدول (۱) - آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
کارایی	۰,۶۵۹۳۷۶۳	۰,۶۷۲۱	۰,۹۹۳۹	۰,۰۰۷۷	۰,۱۵۶۷۳۸۷	-۰,۷۰۳۰
ساختار سرمایه (LEV)	۰,۵۸۴۰۱۸۶	۰,۵۵۸۶	۱,۵۲۳۵۷۳	۰,۰۳۱۴۳۰۶	۰,۲۶۳۴۲۵۱	۰,۶۱۳۲
رشد فروش (SG)	۰,۲۲۷۴۸	۰,۲۰۴۴	۰,۹۸۳۴۳۱۳	-۰,۵۷۱	۰,۲۴۹۶۴۳۲	۰,۷۰۱۱
فرصت رشد سرمایه‌گذاری (MB)	۵,۷۹۵۸۹۱	۳,۴۶۸۸	۱۸,۹۹۶۷۱	۰,۱۵۷۱۳۹۶	۵,۴۵۷۸۳۱	۱,۲۹۸۱
ارزش دارایی‌های مشهود (TNG)	۰,۲۶۶۱۰۹۹	۰,۲۰۸۵	۰,۸۷۷۸۹۲۳	۰,۰۱۰۷۷۰۲	۰,۲۰۱۵۷۰۶	۰,۹۰۳۰
سود دهی شرکت (PRF)	۰,۱۴۶۸۴	۰,۱۲۱۷	۰,۵۹۹۴۰۹۳	-۰,۳۷۵۱۶۸	۰,۱۶۳۲۴۲۷	۰,۲۲۵۰
نسبت جاری (CR)	۱,۳۹۱۹۱۸	۱,۳۲۲۰	۱,۹۹۷۰۸۵۰	۰,۵۰۰۵۴۵۴	۰,۴۲۰۳۹۲۶	۰,۷۰۱۷۵
نسبت دارایی نامشهود (INTAN)	۰,۰۲۴۵۶۳۵	۰,۰۰۴۴	۳,۸۵۲۹۵۹	۰	۰,۲۰۸۳۳۴	۹,۷۷۹۸
درصد سود تقسیمی (DPR)	۰,۰۰۱۵۵۳۲	۰,۰۰۰۲	۰,۰۸۶۲۰۶۹	۰	۰,۰۰۴۵۳۲	۰,۹۰۳۰



۰,۱۶۴۷	۱,۸۰۸۵۰۳	۱۰,۱۲۱۳۸	۱۸,۹۶۹۵۱	۱۴,۴۵۷۰	۱۴,۵۶۶۸۳	اندازه شرکت (SIZE)
۳,۴۸۵۷	۰,۰۹۲۸۱۴۷	۰,۰۰۱۷۰۲۳	۰,۷۹۱۲۴۶۵	۰,۰۶۷۶	۰,۰۹۰۹۶۵۸	صرفه جویی مالیاتی (NTDS)

شده‌اند از جدول فراوانی و درصد فراوانی استفاده می‌کنیم، در این پژوهش تنها متغیر بیش‌اعتمادی متغیری دو ارزشی می‌باشد. جدول مزبور به شرح زیر ارائه شده است:

بیش‌اعتمادی		
نبودن	بودن	
۰	۱	
۷۲۷	۴۱۸	فراوانی
۶۳,۴۹	۳۶,۵۱	درصد فراوانی

باید توجه داشت که برای تحلیل آمار توصیفی متغیرهای دو ارزشی، نمی‌توان از شاخص‌های مرکزی و پراکندگی استفاده نمود. بر همین اساس، برای متغیرهایی که به صورتی دو ارزشی اندازه‌گیری

## نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

### آزمون فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از نتایج ارائه شده در جدول (۲) استفاده می‌گردد. که در آینده به بررسی نتایج آزمون فرضیه مورد نظر پرداخته می‌شود.

با توجه به نتایج جدول فوق و طبق مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش برای متغیر بیش‌اعتمادی، ۶۳,۴۹ درصد مشاهدات در طول دوره پژوهش، فاقد مدیران بیش‌اعتماد و ۳۶,۵۱ درصد مشاهدات دارای مدیران بیش‌اعتماد بوده‌اند.

جدول (۲)- مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول-رابطه بیش‌اعتمادی مدیران و کارایی شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
بیش‌اعتمادی	-۰,۰۳۱۸۳۵۵	-۲,۵۶	۰,۰۱۱
رشد فروش	۰,۱۰۰۵۶۲۵	۴,۸۱	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۴۰۳۱۹۹	۷,۲۳	۰,۰۰۰
دارایی ثابت مشهود	-۰,۰۸۴۳۱۰۷	-۲,۲۰	۰,۰۲۹
نسبت جاری	-۰,۰۳۴۰۲۰۲	-۴,۰۵	۰,۰۰۰
نسبت دارایی‌های نامشهود	۰,۰۳۵۳۶۴۹	۲,۲۴	۰,۰۲۶
اثر سال و صنعت		کنترل شد	
ضریب تعیین		۰,۴۰۲۳	
سطح معناداری کل		۰,۰۰۰۰۰	
F statistics		۱۵,۵۲	

دارد به عبارت دیگر بیش‌اعتمادی موجب کاهش کارایی شرکت می‌شود. بنابراین شرط اول میانجیگری (تاثیر داشتن متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته) برقرار است.

### آزمون فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از نتایج ارائه شده در جدول (۳) استفاده می‌گردد. که در ادامه به بررسی نتایج آزمون فرضیه مورد نظر پرداخته می‌شود.

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری کل برابر با ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و به دلیل اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و به این معنی است که مدل در حالت کلی معنادار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۴۰٪ از تغییرات متغیر وابسته مدل به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. با توجه به جدول (۲)، ضریب و سطح معناداری بیش‌اعتمادی به ترتیب ۰,۰۳۱۸- و ۰,۰۱۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بیش‌اعتمادی رابطه منفی و معنادار با کارایی شرکت

جدول (۳)- مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم-رابطه بیش‌اعتمادی مدیران و ساختار سرمایه

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
بیش‌اعتمادی	۰,۱۰۹۱۳۳۶	۶,۲۱	۰,۰۰۰
فرصت رشد سرمایه‌گذاری	-۰,۰۰۱۶۳۳۶	-۰,۶۵	۰,۵۱۷
دارایی ثابت مشهود	-۰,۲۴۳۹۹۷۸	-۳,۶۵	۰,۰۰۰
سود دهی شرکت	-۰,۹۶۳۴۳۶۳	-۱۲,۰۶	۰,۰۰۰
نسبت جاری	-۰,۰۲۲۰۴۹۴	-۱,۷۷	۰,۰۷۸
دارایی نامشهود	۰,۴۶۱۲۲۶	۰,۹۶	۰,۳۴۰
درصد سود تقسیمی	-۰,۴۷۴۴۶۸۳	-۰,۲۱	۰,۸۳۳
اندازه شرکت	۰,۲۳۷۶۲۶	۲,۴۲	۰,۰۱۶
صرفه جویی مالیاتی	۰,۰۶۵۸۱۴	۰,۴۳	۰,۶۶۶

کنترل شد	اثر سال و صنعت
۰,۳۹۵۶	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰	سطح معناداری کل
۲۳,۷۵	F statistics

شرکت است به عبارت دیگر بیش‌اعتمادی موجب افزایش استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت می‌شود. بنابراین شرط دوم میانجیگری (تاثیر داشتن متغیر مستقل بر روی متغیر میانجی) برقرار است.

### آزمون فرضیه سوم

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از نتایج ارائه شده در جدول (۴) استفاده می‌گردد. که در ادامه به بررسی نتایج آزمون فرضیه مورد نظر پرداخته می‌شود.

با توجه به جدول (۳) مشاهده می‌شود که، سطح معناداری کل برابر با ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و به دلیل اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و به این معنی است که مدل در حالت کلی معنادار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۳۹,۵۶٪ از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. با توجه به جدول (۳)، ضریب و سطح معناداری بیش‌اعتمادی به ترتیب ۰,۱۰۹۱ و ۰,۰۰۰ می‌باشد که بیانگر رابطه مثبت و معنادار بیش‌اعتمادی با ساختار سرمایه

### جدول (۴)- مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم-رابطه بیش‌اعتمادی مدیران و کارایی شرکت با میانجیگری ساختار سرمایه

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
بیش‌اعتمادی	-۰,۰۱۷۸۹۲	-۱,۴۸	۰,۱۴۲
ساختار سرمایه	-۰,۰۷۴۱۸۳۳	-۲,۱۴	۰,۰۳۳
رشد فروش	۰,۰۸۵۷۹۰۲	۴,۱۵	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۴۰۴۵۰۱	۷,۳۰	۰,۰۰۰
دارایی ثابت مشهود	-۰,۰۹۱۹۱۹۳	-۲,۳۴	۰,۰۲۰
نسبت جاری	-۰,۰۳۶۹۲۳۶	-۴,۳۴	۰,۰۰۰
دارایی نامشهود	۰,۰۴۲۶۱۹۳	۲,۱۶	۰,۰۳۲
اثر سال و صنعت		کنترل شد	
ضریب تعیین		۰,۴۱۴۵	
سطح معناداری کل		۰,۰۰۰۰	
F statistics		۱۳,۱۷	

معنادار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۴۱,۴۵٪ از تغییرات متغیر وابسته مدل به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. همچنین در جدول (۴) مشاهده

با توجه به جدول (۴)، سطح معناداری کل برابر با ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و به دلیل اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و به این معنی است که مدل در حالت کلی

است). نکته قابل توجه در اینجا، وجود رابطه میانجیگری کامل است چراکه با وارد شدن متغیر میانجی به مدل، متغیر مستقل فاقد رابطه معنادار با متغیر وابسته گردید. در نهایت با انجام آزمون سوبل نقش میانجی ساختار سرمایه در رابطه بیش‌اعتمادی و کارایی شرکت تایید می‌شود.

می‌شود که، ضریب و سطح معناداری بیش‌اعتمادی به ترتیب ۰،۱۷۹- و ۰،۱۴۲ می‌باشد که بیانگر عدم وجود رابطه معنادار اعتمادی و کارایی شرکت است. همچنین ضریب و سطح معناداری ساختار سرمایه به ترتیب ۰،۷۴۱۸- و ۰،۳۳۳ است که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار ساختار سرمایه و کارایی شرکت می‌باشد (شرط سوم میانجیگری نیز برقرار

#### جدول (۵) - نتیجه آزمون سوبل کارایی شرکت

نوع آزمون	آماره	انحراف معیار	احتمال
سوبل	-۲،۰۲۲۸۱۸۰۲	۰،۰۰۴۰۰۱۹۷	۰،۰۴۳۰۹۱۹۱
آرویان	-۱،۹۹۹۷۵۸۶۲	۰،۰۰۴۰۴۸۱۲	۰،۰۴۵۵۲۶۳۳
گودمن	-۲،۰۴۶۶۹۳۹۶	۰،۰۰۳۹۵۵۲۹	۰،۰۴۰۶۸۸۱۴

منفی و معنادار برقرار است و نشان می‌دهد که بیش‌اعتمادی مدیران می‌تواند کارایی شرکت را کاهش دهد. چرا که با توجه به آنچه در ادبیات نظری بیان شد، یک مدیر بیش‌اعتماد احتمال و تاثیر رویدادهای مثبت را بیش از واقع و احتمال وقوع تاثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع در نظر می‌گیرد. همچنین فرد بیش‌اعتماد مهارت و اطلاعات خود را بیش از واقع می‌پندارد و معتقد است اطلاعاتی در دست دارد که دیگران ندارند این موارد باعث می‌شوند مدیر بیش‌اعتماد از منابع شرکت به درستی و بهینه استفاده نکند و در پروژه‌های زیادی سرمایه‌گذاری کند که حتی پروژه‌های پر ریسکی باشند چون توقع بازده بالاتری دارد و احتمال شکست پروژه‌ها را کمتر از واقع تخمین می‌زند و این موضوع سبب تحمیل هزینه‌های گزاف به شرکت و از دست رفتن فرصت‌های خوب سرمایه‌گذاری می‌گردد (چن و لین، ۲۰۱۲). همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار بین بیش‌اعتمادی مدیران و ساختار سرمایه بود که نشان می‌دهد مدیران بیش‌اعتماد تمایل بیشتری به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت دارند. زمانیکه شرکت‌ها به دنبال تامین مالی هستند، امکان دارد بپندارند که هزینه‌های انتشار سهام از هزینه ایجاد بدهی بیشتر می‌باشد و از

با توجه به آماره و احتمال در آزمون سوبل، ذکر شده در جدول ۵ که به ترتیب برابر با ۲،۰۲۲۸- و ۰،۴۳۱ است، بنابراین احتمال کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و فرض صفر عدم وجود اثر غیر مستقیم رد می‌شود و در نتیجه وجود اثر غیر مستقیم بیش‌اعتمادی بر کارایی معنادار خواهد بود و نقش میانجی ساختار سرمایه در رابطه بین بیش‌اعتمادی و کارایی شرکت تایید می‌شود.

## ۶ بحث و نتیجه‌گیری

همان‌گونه که بیان شد هدف از پژوهش حاضر بررسی اثر بیش‌اعتمادی بر کارایی شرکت، با تأکید بر نقش میانجیگری ساختار سرمایه بوده است. برای بررسی موضوع پژوهش، سه فرضیه مطرح گردید؛ فرضیه اول به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی و کارایی شرکت، فرضیه دوم به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی و ساختار سرمایه و فرضیه سوم به تأثیر میانجیگری ساختار سرمایه بر رابطه بین بیش‌اعتمادی و کارایی شرکت پرداخته شده است. بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول این پژوهش، بین بیش‌اعتمادی مدیران و کارایی شرکت رابطه معناداری وجود دارد که به نوعی مشابه نتایج پژوهش هان و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد. با توجه به نتایج، بین بیش‌اعتمادی و کارایی شرکت رابطه

همچنین تمایل مدیر بیش‌اعتماد در استفاده حداکثری از منابع مالی خارج شرکت، در هنگام نیاز به تامین مالی، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه دارد و این موضوع باعث انحراف از سیاست‌های تامین‌مالی صحیح و بهینه برای شرکت می‌شود. وجود مقادیر زیادی بدهی در ساختار سرمایه، ریسک ورشکستگی و درماندگی مالی شرکت را افزایش می‌دهد و این احتمال وجود دارد که شرکت نتواند سطح فروش و سودآوری فعلی خود را در آینده حفظ کند در حالیکه مجبور پرداخت اقساط بدهی در زمان مقرر می‌باشد، در نتیجه ممکن است هزینه‌های هنگفتی به شرکت تحمیل شود و کارایی شرکت کاهش پیدا کند. وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و بیش‌اعتمادی همانند پژوهش ماگاریتس و پیسلاکی<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) می‌باشد. بررسی متغیرهای کنترلی استفاده شده در پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای رشد فروش، اندازه شرکت، دارایی ثابت مشهود، نسبت جاری و نسبت دارایی‌های نامشهود بر کارایی شرکت اثر معنادار دارند. همچنین متغیرهای فرصت رشد سرمایه‌گذاری، دارایی ثابت مشهود و اندازه شرکت نیز بر ساختار سرمایه اثر معنادار را نشان می‌دهند. با توجه به نتایج به دست آمده به اعضای هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که برای کمک به دستیابی به کارایی و عملکرد مطلوب شرکت حتماً به بررسی ویژگی‌های شخصیتی و روانشناختی مدیران با استفاده از افراد متخصص در این حوزه بپردازند. همچنین با تعیین سیاست‌های تامین مالی مناسب برای شرکت می‌توانند تا حدودی مدیران را از تصمیم‌گیری‌های غیر بهینه باز دارند و با بررسی عملکرد مدیران در این حوزه، انتخاب‌های شخصی را به حداقل برسانند.

طرفی تامین‌مالی از طریق بدهی نوعی علامت مثبت به منظور آینده خوب شرکت محسوب می‌شود، بنابراین تامین مالی با بدهی را ترجیح می‌دهند همچنین مدیران بیش‌اعتماد که گاهی رفتار منطقی ندارند و سطح ریسک پذیرفته شده را به درستی تخمین نمی‌زنند و باتوجه به رفتار جسورانه مدیران بیش‌اعتماد در به حداقل رساندن منابع مالی راکد شرکت و استفاده حداکثری از منابع مالی خارج شرکت دارند برای رفع کمبود منابع مالی داخلی شرکت، تمایل بیشتری به تامین مالی با بدهی پیدا می‌کنند و بدهی بیشتری را در ساختار سرمایه خود اتخاذ می‌کنند (محمدی و همکاران، ۱۳۹۹). نتایج این پژوهش مطابق با یافته‌های پژوهش‌های پیشین در کشور کره است که در آن بیش‌اعتمادی بر روی ساختار سرمایه تاثیر مثبت داشته است (پارک و کیم، ۲۰۰۹) و همچنین نتایج مطابق با پژوهش محمدی و همکاران (۱۳۹۹) نیز هست که در آن مدیر بیش‌اعتماد تامین مالی با بدهی را ترجیح داده و میزان بدهی بیشتری را در ساختار سرمایه اعمال می‌نمایند. فرضیه سوم پژوهش به بررسی تأثیر میانجیگری ساختار سرمایه بر رابطه بین بیش‌اعتمادی بر کارایی شرکت پرداخته است. نتایج آزمون رگرسیون و بی‌معنا شدن تأثیر بیش‌اعتمادی بر کارایی شرکت و منفی و معنادار شدن رابطه ساختار سرمایه و کارایی شرکت، نشان‌دهنده نقش میانجیگری کامل ساختار سرمایه بر رابطه بین بیش‌اعتمادی بر کارایی شرکت می‌باشد، به عبارتی دیگر تمامی اثری که بیش‌اعتمادی مدیران بر روی کارایی شرکت دارد، از طریق انتخاب ساختار سرمایه‌ای که انجام می‌دهند بر روی کارایی شرکت اثر می‌گذارد و یک رابطه میانجیگری کامل را ایجاد می‌کند. در این حالت مدیران بیش‌اعتماد به علت برآوردهای غیر واقع‌بینانه‌ای که دارند و عموماً ارزش و سودآوری شرکت خود را بیش از واقع می‌پندارند و

<sup>1</sup> Pislaki

## منابع

- Akbari, N. (2007). Application of multi-indicator ranking and decision-making methods, Tehran, Organization of Municipalities and Villages of the country (In persian).
- Alinejad Saruklai, M. & Sobhi, M. (2016). The effect of managers' overconfidence on capital structure, *Journal of Financial accounting and audit research*, 8 (31), PP. 93-109 (In persian).
- Azad, R. & Kamyabi, y. & Khalilpour, M. (2020). Managers' behavioral characteristics and stock liquidity, *Journal of Financial accounting and audit research*, 12 (45), pp. 191-214 (In persian).
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997). The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts Journal*, 53 (3), 11-20.
- Bakhtiari, S. & Dehghani Zadeh, M. & Hosseinipour, M. (2014). An analysis of labor productivity and efficiency in the cooperative sector: a case study of industrial cooperatives in Yazd province, *Journal of Management and development process*, 89(28), PP. 45-74(In persian).
- Baron, R.M., and D.A. Kenny. (1986). The moderator/mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51, 1173-1182.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial Miscalibration\*. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584. doi: 10.1093/qje/qjt023
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*. 118(4): 301-330.
- Chen, Y., Podolski, E. J., & Veeravaghavan, M. (2015). Does managerial ability facilitate corporate innovative success?. *Journal of empirical finance*, 34, 313-326.
- Chen, I. Ju., & Lin, S. (2012). Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm? 2nd Annual International Conference on Accounting and Finance (AF 2012). *Procedia Economics and Finance*. 2:73 - 80.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The accounting review*, 88(2), 463-498.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463. doi: 10.1016/j.jfi.2013.02.003
- Didar, H. & Mansoorfar, GH. & Rahimi, GH. (2013). The effect of



- intellectual capital on the efficiency of companies by examining the effect of capital structure as a moderating variable on companies listed on the Tehran Stock Exchange., The 11th National Accounting Conference of Iran, 13(53), PP. 85-163(In persian).
- Fallahshams, M., Ghalibaf Asl, H., & Nobakht Saraei, S. (2010). The impact of experience on risktaking, overconfidence and herding of investment companies' managers. *Journal of Securities Exchange*, 12: 25-42 (in Persian).
- Grossman, S. J., Hart, O. (1982). *Corporate financial structure and managerial incentives. The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press.
- Habibniya, H., Dsouza, S., Rabbani, M. R., Nawaz, N., & Demiraj, R. (2022). Impact of capital structure on profitability: panel data evidence of the telecom industry in the United States. *Risks*, 10(8), 157.
- Hashemi, A. & Akhlaghi, H. (2020). The effect of financial leverage, dividend policy and profitability on the future value of the company, *Journal of Financial Accounting Quarterly*, 2(6), PP. 38-49(In persian).
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 43 (4): 843-882.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1982, August). The Organization as a Reflection of Its Top Managers. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 1982, No. 1, pp. 12-16). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Haji Ebrahimi, M. & Iskandar, H. (2019). Investigating the impact of management overconfidence on risk-taking and company performance, *Journal of Experimental accounting research*, 9(1), PP. 340-365(In persian).
- Han, S. , Lai, G. C. , Ho, C. L. (2015). CEO confidence or overconfidence? The impact of CEO overconfidence on risk taking and firm performance in the U. S. Property-Liability insurance companies, *World risk and insurance economics congress*
- Huang, R., Tan, K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*. (36): 93-110.
- Irza, A. & Seyfi, F. (2018). The effect of working capital management on the efficiency of Tehran Stock Exchange companies, *Journal of Financial management strategy*, 6(4), PP. 131-156(In persian).
- Irza, A. & Seyfi, F. (2020). The effect of financial risks on the efficiency of Tehran Stock Exchange companies, *Journal of Financial knowledge of securities analysis*, 13(45), PP. 1-13(In persian).

- Ibrahimpour Azbari, M. & Akbari, M. & Rafii Rashtabadi, F. (2018). The effect of environmental uncertainty, production flexibility and operational efficiency on firm performance: the moderating role of operational absorptive capacity, *Journal of Industrial management studies*, 16(49), PP. 37-66(In persian).
- Izdi Nia, N. (2005). Criticism on the accounting standards of performance evaluation and proposal of standards of added economic value and free cash flows for reporting the vibrations of the commercial unit, *Journal of Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan*, 17(1) (In persian).
- Javadi, N. & Fatahi, S. (2016). Investigating the impact of managers' bonuses on the capital structure and financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal Financial management strategy*, 4 (3), PP. 69-94(In persian).
- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- Jensen, M., Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305- 360.
- Khatiri, M. & Taghipurian, Y. & Gholami Jamkarani, R. (2019). Personality characteristics, managers' financial intelligence and company performance, *Journal of Accounting knowledge*, 6(3), PP. 141-165(In persian).
- Khorrami, D. & Gholami Jamkarani, R. (2016). Mechanisms of corporate governance system and managerial optimism, *Journal of Accounting knowledge*, 7(27), PP. 159-182(In persian).
- Kushafar, M. & Noravesh, I. & Mashayekhi, B (2017). Measuring the efficiency and ability of management based on financial criteria, *Journal of Knowledge of management accounting and auditing*, 6(23), PP. 187-202(In persian).
- Lahiri, S., and B.L. Kedia. (2009). The effects of internal resources and partnership quality on firm performance: An examination of Indian BPO providers. *Journal of International Management* 15(2): 209- 224.
- Leverly, J. T., & Grace, M. F. (2012). Dupes or incompetents? An examination of management's impact on firm distress. *Journal of Risk and Insurance*, 79(3), 751-783.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European financial management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO

- overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733. doi: 10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x
- Margaritis, D and Psillaki, M. Capital Structure and Firm Efficiency, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9) & (10), 1447-1469, November/December 2007, 0306-686X doi: 10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x
- Mohammadi, Y. & Mohammadi, I. & Ismaili Kia, GH (2020). Investigating the effect of managers' overconfidence on companies' financing solutions, *Journal of Development and capital*, 5(1), PP. 205-226(In persian).
- Momeni Taheri, Y. & Sadeghi, S. (2020). The relationship between capital structure and financial performance with an emphasis on business cycles: an analysis of equity-oriented and debt-oriented firms., *Journal of Economic modeling*, 11(38), PP. 137-156(In persian).
- Mundi, H. S. (2023). Impact of CEO overconfidence on capital structure decisions: evidence from S&P BSE 200. *Vision*, 27(1), 63-78.
- Myers, S. (1977). "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5 (4): 147-175.
- Nasiri Pourdari, S. & Bani Mahd, B. & Ahmadzadeh, H. (2016). Manager's overconfidence and profit maximization, *Journal of Management Accounting*, 9(30), PP. 55-65(In persian).
- Park, Cheonsik, Kim, H. (2009), "The Effect Of Managerial Overconfidence On Leverage". *International Business & Economics Ressearch Journal*. Volume 8, NO.12.
- Pourzamani, Z. & Karimi, A. (2010). The impact of effective risk management and intellectual capital on the performance level of companies, *Journal of Financial knowledge of securities analysis*, 3(6), PP. 1-18(In persian).
- Rajabi, I. & Nasralhi, KH. (2012). The use of data window analysis in analyzing the stability and efficiency of commercial banks in Iran, *Journal of Improve management*, 6(3), PP. 179-214(In persian).
- Roghanizadeh, M. (2016). Factors, behavioral characteristics and personality type affecting the investor's decision in the stock exchange, *Journal of Economics studies, financial management and accounting*, 6(2), PP. 92-103(In persian).
- Sandra, L. (2010). "Capital Structure Decision: The Use of Preference

- Share and Convertible Debt in The UK”, Available at:  
<http://ssrn.com/>. [Online][19 June 2016]
- Seay, R., & Williams, T. (2012). The Role of managerial ability in auditor changes: Does efficiency matter. Electronic copy available at:  
<http://ssrn.com/abstract,2126684>.
- Sajjadi, H. & Mohammadi, K. & Abbasi, SH. (2011). Investigating the effect of capital selection on the performance of stock companies, *Journal of Financial Accounting Quarterly*, 3(9), PP. 19-38(In persian).
- Setayesh, M. & Ghiori Moghadam, A. (2020). Simulating agency costs in the manager-owner relationship using a systemic dynamics approach: the case study of Shiraz Petrochemical, *Journal of Experimental accounting research*, 10(4), PP. 113-149(In persian).
- Stulz, R. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26 (4): 3-27.
- Taheri Abed, R. & Alinejad Saruklai, M. & Faghani Makrani, KH. (2018). Ability, financial knowledge of CEOs and transparency of financial reporting. *Knowledge of financial accounting, Journal of Accounting knowledge*, 5(2), PP. 85-110(In persian).
- Vakilifard, H. & Faizabadi, F. (2015). Investigating the relationship between financial leverage and the performance measurement criteria of pharmaceutical and food companies listed in the Tehran Stock Exchange using DEA, *Journal of Health accounting*, 4(4), PP. 97-113(In persian).
- Yan-li, W. and L. Chuan-zhe (2014). "Capital Structure, Equity Structure, and Technical Efficiency-Empirical Study Based on China Coal Listed Companies", *Procedia Earth and Planetary Science*, Vol. 1, No. 1, pp.1635-1640.
- Yue, P.,(1992). *Data Envelopment Analysis and Commercial Bank Performance: A Primer with Application to Missouri Banks* Federal Reserve Board of St. No74 (1), pp31-45.