

The Effect of Managerial Overconfidence on Debt Maturity Structure in Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Masoud Hasani Alghar^{1*}, Nezamoddin Rahimian²

1- Instructor, Accounting Department, Faculty Humanities, Bozorgmehr University of Qaenat, Qaen, Iran
 acc.hasani@gmail.com

2- Assistant Professor, Auditing Department, Faculty Humanities, Khatam University, Tehran, Iran
 norahimian@yahoo.com

Abstract

Financing policies made by managers can play a key role in the risk and wealth creation for stockholders. However, identifying effective factors in managers' financing decisions is of great importance. Overconfidence is one of the most important personality traits of managers. Overconfidence is effective in risk taking. Overconfident managers overestimate future returns of business projects due to false confidence. Therefore, they might overestimate the likelihood and impact of positive shocks of future cash flows for these projects. Meanwhile, they may underestimate the negative shocks. They believe that their business entities have been undervalued in the capital market and can choose shorter maturity debt and increase shareholder wealth. They prefer to issue bonds rather than stocks. This study aims to examine the effect of a psychological factor (managerial overconfidence) on debt maturity structure. The sample consisted of selected companies listed in Tehran Stock Exchange from 2007 to 2014. Two scales which are based on managers' bias to forecast earnings and investment decisions are employed to measure the managerial overconfidence. The results show that managerial overconfidence has a positive and significant effect on debt maturity structure. Overconfident managers take shorter debt maturity structure by applying higher percentage of short-term debt. Liquidity risk related to this financing policy would not prevent them from such behavior.

Keywords: Managerial Overconfidence, Debt Maturity Structure, Liquidity Risk, Mispricing.

بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مسعود حسنی القار^{۱*}، نظام الدین رحیمیان^۲

۱- مربی گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه بزرگمهر قاننات، قانن، ایران
 acc.hasani@gmail.com

۲- استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران
 norahimian@yahoo.com

چکیده

سیاست‌های تأمین مالی که مدیران اتخاذ می‌کنند، نقش مهمی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد؛ بنابراین شناخت عوامل مؤثر در تصمیم‌های تأمین مالی مدیران، اهمیت بسیاری دارد. بیش اطمینانی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران است که در ریسک‌پذیری تأثیر دارد. مدیران بیش اطمینان به دلیل اعتماد به نفس کاذب، بازده‌های آتی پروژه‌های واحد تجاری را بیشتر برآورد می‌کنند؛ از این رو، ممکن است احتمال وقوع و تأثیر شوک‌های مثبت جریان‌های نقدی آتی حاصل از این پروژه‌ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل، برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. آنان معتقدند واحدهای تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه، کمتر از واقع ارزش گذاری شده‌اند و با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه‌تر، ثروت سهامداران را افزایش می‌دهند. هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر یک عامل روان‌شناسی (بیش اطمینانی مدیریت) در ساختار سررسید بدهی است. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو سنجه مبتنی بر سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد.

واژه‌های کلیدی: بیش اطمینانی مدیریت، ریسک نقدشوندگی، ساختار سررسید بدهی، قیمت گذاری نادرست

مقدمه

نکنند؛ به عبارت دیگر، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید [۵]. از ویژگی‌های مهم شخصیتی، بیش‌اطمینانی است. بیش‌اطمینانی^۳ یا فرااعتمادی، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی جدید است که هم در نظریه‌های مالی و هم روان‌شناسی، جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش‌اطمینانی سبب می‌شود انسان، دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین بزند و احساس کند بر مسائل و رویدادها کنترل دارد؛ در حالی که ممکن است در واقع، اینگونه نباشد [۱۲].

مطالعات نشان می‌دهد با افزایش بیش‌اطمینانی مدیران، احتمال ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش [۲۵]، احتمال استفاده از حسابداری محافظه‌کارانه کمتر [۲]، احتمال وقوع اشتباه در گزارش سود به دلیل نگرش‌های خوش‌بینانه مدیریت بیشتر [۴۰]، احتمال ارائه مجدد صورت‌های مالی و مدیریت سود واقعی نیز بیشتر [۳۸، ۲۲] و اثربخشی کنترل‌های داخلی کمتر می‌شود [۹]. مدیران بیش‌اطمینان، احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را در جریان‌های نقدی شرکت بیش از واقع تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند [۲۱، ۳۱]، نسبت به توانایی‌های خود و عملکرد آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت خوش‌بین هستند و به‌طور اشتباه، خالص ارزش فعلی (NPV) آنها را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند [۳۵].

اغلب شرکت‌ها به‌نوعی از ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. ساختار بدهی^۱ از شاخص‌های مهم تعیین‌کننده موفقیت شرکت است و در رشد پایدار شرکت تأثیر می‌گذارد [۳۰]؛ از این‌رو، تصمیم‌های معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکت حیاتی است؛ با وجود این، انتخاب ساختار بدهی ساده نیست و تصمیم‌گیری اشتباه به هدایت شرکت به بحران و ورشکستگی منجر می‌شود [۱]. برخی از پژوهش‌ها (نظیر فن و همکاران [۱۳]) عوامل مؤثر در ساختار سررسید بدهی را از منظر محیط‌های مالی و سیاسی، سیستم‌های حقوقی کشورها، سیستم‌های مالیاتی، محیط‌های اطلاعاتی و ویژگی‌های تأمین‌کنندگان سرمایه بررسی کردند. برخی دیگر نیز به عوامل تأثیرگذار خاص شرکت در ساختار بدهی آن توجه کردند [۲۷، ۴۲]. این در حالی است که پژوهش‌های اخیر، ویژگی‌های شخصیتی مدیران را یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر در ساختار سررسید بدهی با توجه به مسأله نمایندگی بین سهامداران و مدیران می‌داند [۲۳].

در نظریه‌های مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال به‌حداکثر رساندن مطلوبیت خود هستند [۱۷]؛ اما پژوهشگران تجربی معتقدند گاهی برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به‌طور کامل عقلایی^۲ رفتار

۱. منظور از ساختار بدهی در مبانی مالی ساختار زمانی سررسید بدهی‌ها است. براساس سررسید، بدهی‌ها در ساختار مالی شرکت به دو گروه بدهی‌های بلندمدت (با سررسید بیشتر از یک سال) و بدهی‌های کوتاه‌مدت (با سررسید کمتر از یک سال) تقسیم می‌شود. میزانی از این دو گروه که شرکت در ساختار مالی خود می‌گنجانند، ساختار سررسید بدهی نامیده می‌شود [۴۲].

۲. فرض «عقلایی بودن» تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران به‌عنوان الگوی ساده‌ای از رفتار انسان، یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است و تقریباً تمامی نظریه‌های مالی کلاسیک مثل نظریه سرمایه‌گذاری، بازار کارایی

سرمایه، الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و نظریه نمایندگی (Agency Theory) متأثر از این فرض است. از نظر دانش مالی رفتاری، این فرض به دلیل واقعی نبودن آن، رفتار تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران را نمی‌تواند توضیح دهد [۶].

معتقدند ارزش سهام کمتر از بدهی است و این امر به اهرم بیشتر منجر می‌شود. به‌طور کلی، بسیاری از پژوهش‌ها نشان داده است بیش اطمینانی یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران است که در تصمیم‌گیری‌های شرکت تأثیر دارد [۲۳]؛ بنابراین، باتوجه به موارد یادشده، پرسش اصلی پژوهش، این است که آیا بیش اطمینانی مدیریت در تصمیم‌های سررسید بدهی تأثیرگذار است یا خیر؟ به عبارت دیگر، آیا مدیران بیش اطمینان در مقایسه با سایر مدیران، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری را انتخاب می‌کنند یا خیر؟ در پژوهش حاضر، تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود.

مبانی نظری

از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری، تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. تأمین مالی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری است [۲۴]. مدیران واحد تجاری درباره این موضوع تصمیم‌گیری می‌کنند که از کدام یک از روش‌های تأمین مالی استفاده کنند. عوامل زیادی چون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره در تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است. علاوه بر این عوامل موجود در شرکت‌ها، برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء موضوعات مهم در تصمیم‌گیری‌های شرکت به حساب می‌آید [۵].

درواقع، روان‌شناسی مالی در مقابل پارادایم منطقی سرمایه‌گذاران مطرح می‌شود که اساس و بنیان همه الگوهای مالی ارائه‌شده است. تالر (۱۹۹۳) معتقد است گاهی برای یافتن پاسخی برای معماهای مالی تجربی،

موضوع ساختار بدهی‌ها از جمله مسائل داخلی شرکت‌ها محسوب می‌شود؛ اما از آنجا که تصمیم‌های تأمین مالی شرکت با محیط پیرامون آن در ارتباط است، شرایط و وضعیت بازار سرمایه در تصمیم‌های ساختار بدهی تأثیر می‌گذارد. عوامل زیادی چون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره در تصمیم‌گیری‌های مدیران واحد تجاری مؤثر است [۲۳]. مدیران بیش اطمینان از آنجا که سودآوری واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و به آن خوش‌بین هستند، احساس می‌کنند بازار سرمایه، اوراق سهام آنها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند؛ از این‌رو، در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد، تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند و تصور می‌کنند، با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه‌تر، ثروت سهامداران را افزایش می‌دهند [۲۴، ۲۳]. در همین مورد، هیتون [۲۱] استدلال می‌کند مدیران بیش اطمینان ممکن است ارزش بازار اوراق بهاداری را که شرکت‌ها منتشر کرده‌اند، کمتر برآورد کنند و در نتیجه، به تأمین مالی خارجی تمایلی نداشته باشند. هنگامی که شرکت‌ها به دنبال تأمین مالی خارجی هستند ممکن است تصور کنند هزینه‌های انتشار سهام از هزینه‌های انتشار اوراق بدهی بیشتر است؛ بنابراین تأمین مالی با بدهی را ترجیح می‌دهند؛ زیرا معتقدند قیمت سهام نسبت به قیمت اوراق بدهی به انتظارات بازار، حساسیت بیشتری نشان می‌دهد. علاوه بر این، هاکبارث [۱۷] بیان می‌کند مدیران بیش اطمینان، تمایل بیشتری به تأمین مالی با بدهی دارند؛ زیرا معتقدند شرکت‌ها اغلب سودآورند یا ریسک کمی دارند. مطابق نتایج پژوهش مالمندیر و همکاران [۳۲] مدیران بیش اطمینان به تأمین مالی با بدهی بیشتر از انتشار سهام تمایل دارند؛ زیرا

به تأخیر بیندازند و برآوردهای خوشبینانه در تعیین ارزش دارایی‌های جاری یا بلندمدت داشته باشند و بر اثر انتخاب پروژه نامناسب و ناکارایی، منابع موجود را در زمینه اشتباه مصرف کنند و آن را هدر دهند که در این صورت، 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 [۱۰].

پژوهش‌های پیشین، چند نظریه پیشرو برای مبانی مربوط به ساختار سررسید بدهی شامل نظریه هزینه‌های نمایندگی^۱، اهرم^۲، تطابق سررسید^۳، مالیات^۴ و نظریه علامت‌دهی^۵ ارائه می‌دهد [۲۷]. اولین گروه نظریه‌ها درباره ساختار سررسید بدهی، هزینه‌های نمایندگی را شاخص مهمی در تعیین ساختار بدهی می‌داند. مشکل نمایندگی از موضوعات عمده بازار است و از تضاد منافع مدیران و مالکان منتج می‌شود. ممکن است مدیران شرکت‌های سهامی عام، اهداف شخصی خود را دنبال کنند که این امر لزوماً با اهداف سهامداران خارج از شرکت همسو نیست. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به سرمایه‌گذاری افراطی منجر می‌شود و ممکن است در قالب میل افراطی مدیران به اداره کردن شرکت‌های بزرگ تجلی کند. مدیرانی که نگران شهرت خود در بازار کار هستند، ممکن است انگیزه‌هایی برای اتخاذ اقداماتی داشته باشند که به بهبود عملکرد کوتاه‌مدت آنان و به هزینه عملکرد بلندمدت

این احتمال را باید بپذیریم که برخی از عامل‌ها در اقتصاد گاهی به طور کامل عقلایی رفتار نمی‌کنند و این امر، موضوع مالی رفتاری است. این رویکرد از علم روان‌شناسی برای درک رفتارهای سرمایه‌گذاران و بازار استفاده شده و جنبه‌های روان‌شناسی رفتار افراد در بازارهای مالی استفاده می‌شود. تاکنون عوامل رفتاری مختلفی در تصمیم‌گیری‌های مالی مطرح شده است. از مهم‌ترین اختلال‌های رفتاری، بیش‌اطمینانی است [۲۴۸]. بیش‌اطمینانی یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روان‌شناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. پژوهشگران دریافته‌اند افراد درباره توانایی‌های خود از جمله قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می‌کنند؛ به بیان دیگر، به توانایی‌ها و دانش خود اعتماد بیش از حد دارند؛ البته آنان ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند [۳۳]. بیش‌اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی، به عنوان اعتقاد بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه می‌شود. مفهوم بیش‌اطمینانی، در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است و نشان می‌دهد افراد هم درباره توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآورد بیش از اندازه‌ای دارند. از طرفی در برآورد احتمال‌ها، عملکرد ضعیفی دارند و رویدادهایی را حتمی می‌دانند که اغلب احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد دارد [۳۷]. وجود ویژگی بیش‌اطمینانی در مدیران در نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها تأثیر می‌گذارد. مدیران بیش‌اطمینان، بازده‌های آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیش‌برآورد می‌کنند؛ بنابراین ممکن است شناسایی زیان را

1. Agency Cost
2. Leverage
3. Maturity Matching
4. Taxes
5. Signaling

تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند [۲۱، ۳۱]. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی مدیران در انتخاب روش‌های تأمین مالی شود؛ به گونه‌ای که مدیران همواره تصور می‌کنند شرکت‌های آنها کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده‌اند [۲۴]. مدیران بیش اطمینان به اشتباه معتقدند با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه‌تر، ثروت سهامداران را می‌توانند افزایش دهند. این مسأله به این دلیل است که مدیران بیش اطمینان، احتمال این موضوع را بیش از حد می‌دانند که در زمان دریافت (رسیدن) خبرهای خوب و مساعد در آینده با استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت و با هزینه‌های کمتر، منابع مالی جدیدی را می‌توانند تأمین کنند [۲۳]. علاوه بر این، خبرهای خوب را که به جریان نقدی مثبت منجر می‌شود، بیش از حد باور می‌کنند و اینگونه جریان نقدی ورودی را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند و می‌اندیشند بدهی‌های کوتاه‌مدت را می‌توانند بازپرداخت کنند؛ بنابراین از این نوع بدهی برای کاهش هزینه سرمایه استفاده می‌کنند.

مدیران بیش اطمینان به دلیل اعتماد به نفس کاذب، بازده‌های آتی پروژه‌های واحد تجاری را بیشتر برآورد می‌کنند؛ از این رو، ممکن است احتمال وقوع و تأثیر شوک‌های مثبت جریان‌های نقدی آتی حاصل از این پروژه‌ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل، برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. آنها معتقدند واحد تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است؛ از این رو، در صورت نیاز واحد تجاری به تأمین مالی، انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند و با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه‌تر، ثروت سهامداران را می‌توانند افزایش دهند [۲۳، ۲۴]. مدیران بیش اطمینان معتقدند

منجر شود [۳۴]. لیلاند و تافت (۱۹۹۶) تبیین کردند شرکت‌های با اهرم بیشتر، تمایل به انتخاب سررسید طولانی‌تر بدهی‌ها دارند و برعکس. اهرم بهینه به سررسید بدهی بستگی دارد و وقتی شرکت با بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین مالی شود، ارزش شرکت به شدت کاهش می‌یابد. آنها استدلال کردند که بدهی کوتاه‌مدت به دلیل نداشتن هزینه، بهره صرفه‌جویی مالیاتی ایجاد نمی‌کند و صرفاً ریسک شرکت را افزایش می‌دهد و در ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. موریس (۱۹۹۲) نیز بحث می‌کند که شرکت‌ها با نسبت بدهی بیشتر به انتشار بدهی بلندمدت تمایل دارند؛ بدین منظور که با تأخیر بیشتری در معرض ریسک ورشکستگی قرار گیرند. همچنین نظریه‌های مالکیت و نمایندگی، اثر منفی اثر ساختار سررسید بدهی پیش‌بینی می‌کنند؛ بنابراین اثر اهرم بر سررسید بدهی هنوز ناشناخته است [۱۸]. پژوهش‌ها درباره رابطه اهرم و سررسید بدهی، نتایج مختلفی نشان داده است [۲۷]. دیاموند (۱۹۹۱) معتقد است شرکت‌های با اهرم بالا، بدهی بلندمدت را برای پرهیز از نقدینگی با بهینگی اندک ترجیح می‌دهند؛ زیرا به شرکت‌ها زمان بیشتری برای بازپرداخت بدهی خود می‌دهد. فلانری (۱۹۸۶) نشان داد شرکت‌های با بدهی بیشتر، ریسک تأمین مالی مجدد خود را با استقراض بدهی بلندمدت می‌توانند به حداقل برسانند [۳]. دنیس و همکاران (۲۰۰۰) استدلال می‌کنند اهرم باید در سررسید بدهی، اثر منفی داشته باشد؛ زیرا هزینه‌های نمایندگی، مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از واقع را با دو راهبرد کاهش اهرم و یا کوتاه کردن سررسید بدهی می‌تواند کاهش دهد. این دو استراتژی می‌توانند جانشین یکدیگر باشند [۱۸].

مدیران بیش اطمینان احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را در جریان‌های نقدی شرکت بیش از واقع

هوانگ و همکاران [۲۳] استدلال می‌کنند بیش-اطمینانی مدیریت، تأثیر معناداری در سررسید بدهی دارد. آنها به‌لحاظ تجربی نشان دادند شرکت‌های با مدیران بیش‌اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند. الکووک و همکاران [۳] عوامل تعیین‌کننده سررسید بدهی در بازار سرمایه استرالیا را برای ۴۰۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار استرالیا در دوره ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۶ بررسی کردند. آنها با استفاده از فرضیه‌های الگوی مرتون، نشان دادند اهرم در شرکت‌های استرالیایی، رابطه مثبت با سررسید بدهی دارد. لیلاند و تافت (۱۹۹۶) و دیاموند (۱۹۹۱) نیز نشان دادند سررسید بدهی با اهرم، رابطه مثبت دارد [۲۷]. ترا [۴۲] نشان داد بین اهرم و سررسید بدهی در ایالات متحده آمریکا، رابطه مثبت وجود دارد. الکووک و همکاران [۳] نشان دادند بین اندازه شرکت و سررسید بدهی، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. پژوهش‌های دیگری نظیر بارکلی و اسمیت (۱۹۹۵)، گوئدز و آپلر (۱۹۹۶)، استوهز و مویر (۱۹۹۶) و اوزکان (۲۰۰۲) نیز با شاخص‌های مختلفی برای اندازه شرکت، این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند [۲۷]. ترا [۴۲] بر کشورهای مختلف امریکای لاتین، رابطه‌ای بین اندازه شرکت و سررسید بدهی نیافت؛ اما در ایالات متحده آمریکا، رابطه منفی مشاهده کرد. گماریز و بلاستا [۱۴] اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی را در کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. کیرچ و ترا [۲۶] عوامل مؤثر در سررسید بدهی شرکت‌های امریکای جنوبی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد اندازه، ریسک

ارزش‌گذاری اشتباه برای بدهی بلندمدت نسبت به بدهی کوتاه‌مدت شدیدتر است؛ از این‌رو، مدیران بیش‌اطمینان معتقدند با استفاده از بدهی کوتاه‌مدت (برای به‌حداقل‌رساندن تأثیر ارزش‌گذاری اشتباه) به همراه هزینه‌های کمتر در هنگام رسیدن خیر خوب در آینده، منابع مالی جدید را می‌توانند تأمین کنند [۲۳].

مدیران بیش‌اطمینان با احتمال بیشتر، موفقیت‌های آتی شرکت را بیشتر برآورد می‌کنند؛ زیرا آنها معتقدند اطلاعات محرمانه‌ای در اختیار دارند که بازار هنوز از آن آگاهی ندارد. زمانی که یک شرکت، اطلاعات محرمانه درباره پیش‌بین‌ها در اختیار دارد، اوراق بهادار در بازار به درستی قیمت‌گذاری نمی‌شود. این قیمت‌گذاری نادرست برای بدهی‌های بلندمدت نسبت به بدهی‌های کوتاه‌مدت شدیدتر است و براساس این، مدیران بیش‌اطمینان، بدهی کوتاه‌مدت را برای به‌حداقل‌رساندن تأثیر در قیمت‌گذاری نادرست ترجیح می‌دهند؛ زیرا اینگونه مدیران معتقدند با بدهی‌های کوتاه‌مدت با هزینه‌های کمتر، در زمانی در اختیار داشتن اخبار مثبت می‌توانند تأمین مالی کنند [۲۳].

پیش‌بینی‌های این پژوهش مشابه پژوهش مالمندیر و همکاران [۳۲] است که در آن بیش‌اطمینانی مدیران به این باور منجر می‌شود که ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام نسبت به بدهی بیشتر در معرض اشتباه قرار می‌گیرد و در صورت دسترسی به تأمین مالی خارجی، مدیران بیش‌اطمینان، بدهی را به حقوق صاحبان سهام ترجیح می‌دهند. در صورتی که حقوق صاحبان سهام بدهی مادام‌العمر در نظر گرفته شود، به نظر می‌رسد مدیران بیش‌اطمینان، بدهی کوتاه‌مدت را به بدهی بلندمدت و بدهی بلندمدت را به بدهی مادام‌العمر (حقوق صاحبان سهام) ترجیح می‌دهند.

سرمایه‌گذاری بی‌محابایی انجام می‌دهند؛ اما هنگامی که به تأمین مالی برون‌سازمانی ملزم می‌شوند، محتاطانه سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ به بیان دیگر، بیش اطمینانی به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری‌ها منجر می‌شود. هاگبارث [۱۷] به این نتیجه رسید که بیش اطمینانی مدیران در تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد و مدیران بیش اطمینان، تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند؛ زیرا آنها معتقدند شرکت آنها سودآورتر و یا کم‌خطرتر است.

بررسی پژوهش‌های انجام‌شده در داخل کشور نشان می‌دهد تاکنون هیچ پژوهشی درباره تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی انجام نشده است. در ادامه، به بعضی از پژوهش‌های داخلی مربوط اشاره می‌شود. حاجیها و اخلاقی [۱۸] استدلال می‌کنند که بین اندازه شرکت، مشهود بودن دارایی‌ها و فرصت‌های رشد شرکت با ساختار سررسید بدهی، ارتباط مثبت معناداری وجود دارد؛ در حالی که بین ساختار سررسید بدهی و اهرم مالی، ارتباط معناداری وجود ندارد. براساس نتایج پژوهش آنها شرکت‌های با اهرم بالاتر لزوماً به انتخاب سررسید طولانی‌تر بدهی‌ها تمایل ندارند. رحیمیان و همکاران [۳۹] دریافتند بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بلندمدت در ساختار سررسید بدهی، ارتباط مثبت معنادار وجود دارد و اهرم بالاتر موجب کاهش بدهی‌های بلندمدت در ساختار سررسید بدهی شرکت می‌شود. با در نظر گرفتن مبانی نظری، پژوهش‌های گذشته و نتایج آنها، فرضیه پژوهش بدین شرح مطرح می‌شود:

- بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد.

تجاری و نسبت دارایی‌های مشهود شرکت‌ها، تأثیر عمده و مثبتی در سررسید بدهی آنها دارد. سطح توسعه مالی نیز به‌طور عمده با سررسید بدهی مرتبط نیست. مورادو گلو و همکاران [۳۵] سررسید بدهی شرکت‌های اتحادیه اروپا را بررسی کردند. آنان به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های اتحادیه اروپا در حال حرکت به سوی تأمین مالی با حقوق صاحبان سهام است و این شرکت‌ها از بدهی‌های کوتاه‌مدت، استفاده زیادی می‌کند. اورتیز و پناس [۳۶] معتقدند اعتباردهندگان از سررسیدهای کوتاه‌تر برای نظارت بیشتر بر اعتبارگیرندگان پرمخاطره استفاده می‌کنند. این مخاطرات به‌طور خاص در سیستم‌های مالی بانک‌محور یعنی در محیطی نمود بیشتری دارد که گیرندگان وام بیشتر در معرض قوانین بانکی هستند و کمتر از انتشار اوراق قرضه برای تأمین مالی استفاده می‌کنند. استفان و همکاران [۴۱] نشان دادند شرکت‌هایی که بیشتر در معرض تنگناها و محدودیت‌های مالی هستند، حساسیت بیشتری به عوامل تعیین‌کننده بدهی دارند. در ضمن شرکت‌هایی که محدودیت‌های مالی کمتری دارند، با هزینه‌های نمایندگی با کاهش سررسید بدهی مقابله می‌کنند؛ در صورتی که شرکت‌های با تنگناهای نقدی جدی، بیشتر در معرض ریسک نقدینگی هستند.

مطالعات دیگری چون مالمندیر و همکاران [۳۲] بیش اطمینانی مدیریت را عامل مهمی در تشریح تصمیم‌های تأمین مالی شرکت تلقی می‌کنند. با توجه به اینکه مدیران بیش اطمینان معتقدند شرکت‌های آنها کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است، تأمین مالی برون‌سازمانی را پرهزینه می‌دانند و به‌طور افراطی به تأمین مالی داخلی اتکا می‌کنند. این نگرش مدیران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنها نیز اخلاقی ایجاد می‌کند؛ زیرا هنگامی که وجوه داخلی زیادی دارند،

روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل داده است. جامعه آماری براساس شروط نظام‌مندی تعدیل شده است؛ بنابراین، در انتخاب شرکت‌ها به ویژگی‌های زیر توجه شد: الف) شرکت‌های مدّ نظر، به دلیل تفاوت در ترازنامه، ماهیت خاص فعالیت جزء بانک‌ها، واسطه‌گری مالی، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند؛ ب) سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره پژوهش معامله شده باشد؛ پ) از منظر افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت، منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ ت) در سال‌های مدّ نظر، تغییر سال مالی یا فعالیت نداده باشد؛ ث) شرکت‌های مدّ نظر از ابتدا تا انتهای پژوهش در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس باشند و ج) رابطه (۱)

تمامی داده‌های ضروری آنها در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ در دسترس باشد. پس از بررسی شرکت‌ها از لحاظ ویژگی‌های مذکور، در مجموع، ۹۱ شرکت به عنوان نمونه مدّ نظر این پژوهش انتخاب شد. در گردآوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار (کدال) و پایگاه‌های اینترنتی مرتبط با بورس استفاده شد. آزمون فرضیه‌ها نیز پس از گردآوری داده‌های لازم، به کمک نسخه ششم نرم‌افزار Eviews انجام شد. الگوی رگرسیونی که برای آزمون فرضیه پژوهش استفاده شده است، مطابق پژوهش هوانگ و همکاران [۲۳] به شرح رابطه (۱) است:

$$Debt\ Maturity_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (OverCon_{i,t}) + \sum_{q=2}^m \beta_q (q^{th}\ Control\ Variables_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

بورس اوراق بهادار تهران باید سود پیش‌بینی شده خود را افشا کنند، از این معیار برای محاسبه بیش‌اطمینانی مدیریت استفاده شده است. بیش‌اطمینانی مدیران مطابق پژوهش‌های قبلی (ایشیکاوا و تاکاهاشی [۲۴]، لین و همکاران [۲۹] و مشایخ و بهزادپور [۳۳]) با اندازه‌گیری بیش‌بینی خوش‌بینانه مدیران محاسبه می‌شود؛ به گونه‌ای که اگر مدیران، سود پیش‌بینی شده را بیشتر از سود واقعی اعلام کرده باشند، بیش‌اطمینانی دارند. بیش‌اطمینانی براساس این شاخص، یک متغیر مجازی است و در صورتی که سود پیش‌بینی شده، بزرگ‌تر از سود واقعی باشد، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر اختیار می‌کند [۲۷، ۲۹، ۹]. در همین مورد، بررسی‌های لیبی و رنه کامپ [۲۸] نشان داد بیش‌اطمینانی مدیریت

که در الگوی فوق $Debt\ Maturity_{i,t}$ سررسید بدهی و $OverCon_{i,t}$ نشان‌دهنده بیش‌اطمینانی مدیریت است. مطالعه مبانی موضوعی نشان می‌دهد معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی ارائه شده است؛ از جمله این معیارها به تصمیم‌های مدیران درباره اعمال اختیار خرید سهام^۱ [۳۱]، خالص خرید سهام شرکت توسط مدیر^۲ [۲]، شهرت رسانه‌ای و پاداش نسبی مدیران [۳۱]، سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران (تفاوت بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی) و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت^۳ می‌توان اشاره کرد [۴، ۲۴، ۷]. از آنجا که شرکت‌های پذیرفته شده در

1. Stock Options
2. Net Purchases of the Firm's Shares by the CEO
3. Firms' Investment Decisions

سررسید بدهی‌های یک شرکت کوتاه‌تر است [۲۳، ۱۹].

متغیرهای کنترلی پژوهش به شرح زیر معرفی شده است: برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری از الگوی تعدیل شده جونز استفاده می‌شود. پژوهشگر برای تفکیک ارقام تعهدی اختیاری از غیراختیاری، ابتدا باید در یک دوره پیش‌بینی، الگوی تعهدی‌ها را برآورد و پس از آن براساس داده‌های واقعی در دوره رویداد، ارقام تعهدی اختیاری را محاسبه کند. دلیل استفاده از این متغیر، کنترل اثر رویه‌های گزارشگری متهورانه شرکت است [۲۳، ۱۱]. الگوی تعدیل شده جونز در رابطه (۳) نمایش داده شده است.

رابطه (۳)

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \frac{\beta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta Rec_t)}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_i$$

که در آن، $TA_{i,t}$ برابر است با کل ارقام تعهدی شرکت؛ $\Delta REV_{i,t}$ درآمد سال t منهای درآمد سال $t-1$ ؛ $PPE_{i,t}$ برابر است با اموال ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت‌ها؛ ΔRec_t برابر است با تغییرات در حساب‌های دریافتی در سال t و $A_{i,t-1}$ برابر است با کل دارایی‌های شرکت در سال $t-1$. هسیه و همکاران [۲۲] دریافتند مدیران بیش اطمینان با احتمال بیشتری نسبت به سایر مدیران به افزایش سود گزارش شده با افزایش ارقام تعهدی اختیاری اقدام می‌کنند. اهرم مالی با تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید. برخی از پژوهشگران دریافتند شرکت‌های با اهرم بالاتر به انتخاب سررسید طولانی‌تر بدهی‌ها تمایل دارند و برعکس. اهرم بهینه به سررسید بدهی بستگی دارد و وقتی شرکت با بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین مالی شود، ارزش شرکت به شدت کاهش می‌یابد [۲۳، ۱۸].

در تصمیم به انتشار پیش‌بینی سود مؤثر است. مدیر بیش اطمینان به عملکرد مثبت آتی شرکت اعتقاد دارد که این امر تمایل به انتشار پیش‌بینی سود را افزایش می‌دهد.

دومین شاخص بیش اطمینانی نیز که مبتنی بر سرمایه‌گذاری^۱ (OverInv) است، براساس پژوهش‌های قبلی [۴۰] است. بدین منظور، ابتدا الگوی رگرسیونی رابطه (۲) به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال باقی مانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقی مانده الگوی رگرسیونی رابطه (۲) برای شرکتی بزرگ‌تر از صفر باشد، بدین معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است؛ بنابراین، این شاخص برابر یک و در غیر این صورت، برابر صفر است. استفاده از این شاخص بر این مبنا است که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بیشتری نسبت به فروش رشد می‌کنند، مدیران نسبت به همتهای خود بیشتر در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند.

رابطه (۲)

$$Asset \times Gr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale \times Gr_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$$AssetGr_{i,t} : \text{رشد دارایی‌ها در سال } t \quad \left(\frac{Assets_t}{Assets_{t-1}} \right) - 1$$

$$SaleGr_{i,t} : \text{رشد فروش در سال } t \quad \left(\frac{Sales_t}{Sales_{t-1}} \right) - 1$$

رابطه (۲) با استفاده از روش داده‌های ترکیبی در ۱۴ صنعت برآورد شده است. از نسبت بدهی کوتاه-مدت (بدهی که در یک سال تسویه می‌شود) به کل بدهی برای اندازه‌گیری سررسید بدهی استفاده شده است. دلیل استفاده از این نسبت به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری سررسید بدهی این است که هرچه میزان استفاده از بدهی کوتاه‌مدت بیشتر باشد، در واقع،

حقوق صاحبان سهام^۱ از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به ارزش دفتری آن در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصل ضرب تعداد سهام عادی در قیمت سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نیز از ترازنامه شرکت حاصل می‌شود [۲۳]. در این پژوهش با توجه به نتایج پژوهش‌های قبلی، طول دوره تخمین بنا ۳ سال در نظر گرفته شده و بتای شرکت‌های مدنظر با استفاده از نرم‌افزار رهاورد محاسبه شده است [۲۳]. در همین مورد، نتایج پژوهش بولو و حسنی القار [۶] نشان داد بیش‌اطمینانی مدیریت به طور معناداری به افزایش هموارسازی سود منجر می‌شود و در شرکت‌های با ریسک سیستماتیک بیشتر، احتمال هموارسازی سود بیشتر است.

یافته‌ها

جدول (۱) مقادیر میانگین، میانه و انحراف معیار متغیرهای استفاده شده را نشان می‌دهد. نتایج بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، نشان‌دهنده اختلاف اندک بین میانگین مشاهدات و میانه آنها است. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه مشخص می‌کند که داده‌ها، توزیع نرمال دارند. در جامعه آماری با توزیع نرمال فرض می‌شود ارقام به گونه نظاممند و با الگوی یکنواختی در اطراف میانگین توزیع شده است و احتمال قرارگرفتن یک مقدار معین در اطراف میانگین مساوی است. علاوه بر این انحراف معیار متغیرهای استفاده شده صفر نیست؛ بنابراین متغیرهای مدنظر را در الگو می‌توان وارد کرد. میانگین (میانه) سررسید بدهی ۰/۸۶۰ (۰/۸۱۷)، ارقام تعهدی اختیاری ۰/۰۶۶ (۰/۰۷۱)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق

محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت (حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهام) در پایان سال استفاده شده است. نتایج پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد اندازه شرکت یکی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها است. از آنجا که اعتقاد بر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر، دسترسی آسان‌تری به بازارهای مالی و قدرت چانه‌زنی بیشتری دارند، انتظار می‌رود در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر، بیشتر به انتشار بدهی بلندمدت دست بزنند [۱۸، ۲۳]. مطالعه مبانی موضوعی نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ‌تر، هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند؛ زیرا اعتقاد بر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر، دسترسی آسان‌تری به بازارهای سرمایه دارند (آنها آسان‌تر بر هزینه‌های مبادله غلبه می‌کنند) و قدرت چانه‌زنی بیشتری دارند (آنها جایگاه قوی‌تری برای مذاکرات بدهی نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند)؛ از این رو، انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر به انتشار بدهی بلندمدت اقدام کنند. علاوه بر این، اسمیت و وارنر (۱۹۷۹) معتقدند شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان به احتمال بیشتر با هزینه‌های نمایندگی روبه‌رو می‌شوند [۲۷]. ارتباط مثبت اندازه شرکت و ساختار بدهی در مطالعات بسیاری تأیید شده است. نرخ بازده دارایی‌ها از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات به میانگین دارایی‌ها به دست می‌آید. مطالعه مبانی موضوعی نشان می‌دهد درصد بیشتر بدهی بلندمدت نسبت به کل بدهی، نرخ بازده دارایی‌ها را کاهش می‌دهد؛ ولی این رابطه برای شرکت‌های با نرخ بازده کم، معنادار نبوده است [۱۸، ۲۰، ۲۳]. متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

1. Market to Book Ratio

شرکت که با استفاده از لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت محاسبه می‌شود، مقدار ۱۳/۵۱۴ به‌عنوان بیشینه و مقدار ۱۰/۱۵۶ به‌عنوان کمینه محاسبه شده است که این امر ناشی از تفاوت اندازه شرکت‌های مدنظر در پژوهش است؛ به‌عنوان مثال، از شرکت‌های بزرگ به شرکت‌های پالایشی، پتروشیمی و فولادی می‌توان اشاره کرد که اندازه آنها بعضاً برابر کل شرکت‌های فعال در یک گروه کوچک مثل گروه ساختمان است. سایر اطلاعات متغیرها در جدول (۱) آمده است.

صاحبان سهام ۱/۸۳۱ (۱/۶۱۸)، اهرم مالی ۰/۵۸۸ (۰/۶۰۹)، اندازه شرکت ۱۱/۸۲۲ (۱۱/۵۱۰)، بتا ۰/۸۱۶ (۰/۷۱۷) و نرخ بازده دارایی‌ها ۰/۱۰۹ (۰/۱۲۴) است. میانگین متغیر مستقل (شاخص‌های اول و دوم بیش- اطمینانی مدیریت) ۰/۲۵۱ و ۰/۴۷۲ است که بیشتر مشاهده‌ها مربوط به این متغیر، پیرامون این نقاط تمرکز دارد. علاوه بر این، میانه این متغیر نشان می‌دهد نیمی از مشاهده‌های مربوط به این متغیر کمتر از ۱ و نیمی دیگر، بیشتر از این مقدار است. برای متغیر اندازه

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بیش اطمینانی مدیریت (PredEar)	۰/۲۵۱	۰	۱	۰	۰/۴۲۸
بیش اطمینانی مدیریت (OverInv)	۰/۴۷۲	۰	۱	۰	۰/۲۹۳
اقدام تعهدی اختیاری	۰/۰۶۶	۰/۰۷۱	۰/۱۴۳	-۰/۱۱۳	۰/۱۹۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۱/۸۳۱	۱/۶۱۸	۱۴/۱۱۱	۰/۵۱۵	۰/۴۳۶
اهرم مالی	۰/۵۸۸	۰/۶۰۹	۰/۹۴۶	۰/۱۰۳	۰/۲۰۱
اندازه شرکت	۱۱/۸۲۲	۱۱/۵۱۰	۱۳/۵۱۴	۱۰/۱۵۶	۰/۶۳۶
بتا	۰/۸۱۶	۰/۷۱۷	۳/۷۱۹	-۲/۲۹۸	۰/۵۲۱
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۰۹	۰/۱۲۴	۰/۴۱۹	-۰/۲۷۴	۰/۳۷۰
سررسید بدهی	۰/۸۶۰	۰/۸۱۷	۰/۹۹۱	۰/۲۷۷	۰/۱۳۳

این آزمون به دلیل معناداری و تفکیک پذیر بودن تمام ضرایب برآوردشده، بین متغیرهای مستقل و تعدیل کننده، خودهمبستگی دیده نشد. بررسی همبستگی بین متغیرهای بیش اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی نیز، نشان دهنده همبستگی مثبت بین بیش اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی است. همبستگی مثبت بیش اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی، تأثیر مثبت بیش اطمینانی مدیریت را در سررسید بدهی در محیط ایران تأیید می‌کند.

از مشکلاتی که در تحلیل‌های رگرسیونی بروز می‌کند، مسأله همخطی شدید متغیرهای مستقل در الگوهای رگرسیون است. بسیاری از پژوهشگران اتفاق نظر دارند که برای مسأله همخطی، راه‌حلی وجود ندارد و تنها راه اطمینان از نبود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی، بررسی ضرایب همبستگی پیرسون است [۱۶]. برای اطمینان از نبود همخطی، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون برای همه متغیرهای توضیحی الگوهای رگرسیونی انجام شد. براساس نتایج حاصل از

جدول (۲) ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیر ۹	متغیر ۸	متغیر ۷	متغیر ۶	متغیر ۵	متغیر ۴	متغیر ۳	متغیر ۲	متغیر ۱	
								۱	متغیر ۱: بیش اطمینانی مدیریت (PredEar)
							۱	۰/۰۳۷	متغیر ۲: بیش اطمینانی مدیریت (OverInv)
						۱	-۰/۱۱۸	-۰/۰۴۹	متغیر ۳: اقلام تعهدی اختیاری
					۱	۰/۳۲۳	-۰/۰۸۲	۰/۲۰۵	متغیر ۴: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
				۱	-۰/۰۵۶	-۰/۱۷۵	۰/۱۱۲	۰/۱۹۲	متغیر ۵: اهرم مالی
			۱	۰/۱۹۲	-۰/۱۰۶	-۰/۰۲۸	۰/۰۶۲	۰/۰۷۱	متغیر ۶: اندازه شرکت
		۱	۰/۱۵۷	۰/۰۲۳	-۰/۰۷۲	-۰/۳۴۴	۰/۰۳۷	۰/۴۶۱	متغیر ۷: بتا
	۱	۰/۰۷۵	۰/۲۱۶	-۰/۰۳۵	-۰/۱۲۲	-۰/۰۹۷	-۰/۰۲۱	۰/۱۳۷	متغیر ۸: نرخ بازده دارایی‌ها
۱	۰/۰۹۸	-۰/۱۶۵	۰/۰۷۴	۰/۱۳۶	-۰/۰۶۸	-۰/۰۴۴	۰/۲۱۸	۰/۰۳۹	متغیر ۹: سررسید بدهی

استفاده شد که براساس نتایج، استفاده از روش داده‌های تابلویی با آثار ثابت در اولویت قرار گرفت. از آزمون جارك - برا^۱ برای تشخیص نرمال بودن توزیع اجزای اخلال الگوهای پژوهش استفاده شده است. احتمال آماره جارك - برا به ترتیب برابر با ۰/۲۵۳ و ۰/۱۹۰ محاسبه شده است. از آنجا که این مقادیر بیشتر از ۰/۰۵ به دست آمده است، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن اجزای اخلال را نمی‌توان رد کرد؛ بنابراین توزیع اجزای اخلال نرمال است؛ با وجود این، براساس قضیه حد مرکزی، ضرایب در داده‌های با تعداد مشاهدات زیاد، نرمال محسوب می‌شود؛ هرچند توزیع اجزا نرمال نباشد [۱۵].

قبل از تخمین الگو لازم است مانایی متغیرها بررسی شود. یک متغیر وقتی مانا است که میانگین، واریانس و ضرایب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. برای تشخیص مانایی از آزمون ADF فیشر استفاده شده است. در کلیه متغیرها غیر از متغیر ROA سطح معناداری در آزمون ریشه واحد کوچک‌تر از ۰/۰۵ بود که نشان می‌دهد متغیرها مانا (پایا) هستند؛ یعنی میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها در طول دوره پژوهش ثابت بوده است؛ در نتیجه، استفاده از این متغیرها در الگو باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. متغیر ROA نیز با تفاضل‌گیری مرتبه اول مانا شد. نتایج آزمون چاو الگوهای رگرسیونی پژوهش برای تعیین نوع آزمون (تلفیقی یا داده‌های تابلویی) مقدار احتمال آماره اف. لیمر را به ترتیب عدد ۰/۰۳۱ و ۰/۰۱۹ (کمتر از ۵ درصد) نشان داد؛ در نتیجه، اولویت در استفاده از روش داده‌های تابلویی است. برای تعیین نوع روش داده‌های تابلویی (آثار ثابت یا آثار زمانی) از آزمون هاسمن

1. Jark-Bera

جدول (۳) نتیجه آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار اول بیش اطمینانی مدیریت (PredEar)

متغیرها	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا
بیش اطمینانی مدیریت	۰/۰۰۸	۲/۵۷۳	۰/۰۱۴	۰/۰۳۶
اقلام تعهدی اختیاری	۰/۱۲۴	-۰/۹۲۱	۰/۲۴۰	-۰/۲۲۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۲	۴/۰۹۶	۰/۰۴۲	۰/۱۷۲
اهرم مالی	۰/۰۱۱	۲/۴۴۳	۰/۴۱۶	۱/۰۱۷
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	-۳/۷۷۱	۰/۱۹۴	-۰/۷۳۰
بتا	۰/۱۷۷	۰/۸۳۱	۰/۰۷۱	۰/۰۵۹
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۳	-۴/۷۱۵	۰/۰۶۷	-۰/۳۱۶
مقدار ثابت الگو	۰/۰۱۱	۲/۳۹۳	۰/۰۲۸	۰/۰۶۷
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۱/۹۴۵
ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۳۳		

نتایج برآورد رگرسیون مقطعی سالانه ارائه شده در جدول (۳) نشان می‌دهد ضریب متغیر بیش اطمینانی مدیریت برابر با ۰/۰۳۶ است. با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است، فرض صفر مبنی بر صفر بودن این ضریب تأیید نمی‌شود؛ به بیان دیگر، این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و تأثیر متفاوتی از صفر در متغیر سررسید بدهی دارد که با توجه به علامت مثبت آن گفتنی است بین بیش اطمینانی مدیریت و ساختار سررسید بدهی، ارتباط

مثبت معناداری وجود دارد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدیران بیش اطمینان به بازار بدهی بلندمدت با هزینه بدهی بیشتر تمایلی ندارند. از طرفی مدیران بیش اطمینان به پذیرش بدهی‌های کوتاه‌مدت تمایل دارند؛ زیرا وجود بدهی کوتاه‌مدت، ابزار قدرتمندی برای نظارت بر مدیریت است. از بین متغیرهای کنترلی بیان شده، متغیرهای اقلام تعهدی اختیاری و بتا، تأثیر معناداری در سررسید بدهی ندارد.

جدول (۴) نتیجه آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار دوم بیش اطمینانی مدیریت (OverInv)

متغیرها	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا
بیش اطمینانی مدیریت	۰/۰۰۲	۳/۱۷۴	۰/۰۲۳	۰/۰۷۳
اقدام تعهدی اختیاری	۰/۱۱۹	-۰/۴۱۳	۰/۷۶۱	-۰/۳۱۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۳	۳/۹۲۸	۰/۰۵۵	۰/۲۱۶
اهرم مالی	۰/۰۲۴	۱/۴۱۴	۰/۵۰۳	۰/۷۱۳
اندازه شرکت	۰/۰۱۵	-۲/۲۱۱	۰/۲۴۱	-۰/۵۳۳
بتا	۰/۲۱۲	۰/۷۰۶	۱/۴۴۳	۱/۰۱۹
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۵	-۳/۲۳۷	۰/۰۸۰	-۰/۲۵۹
مقدار ثابت الگو	۰/۰۲۸	۱/۳۴۰	۰/۰۵۳	۰/۰۷۱
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۲/۰۱۵
ضریب تعیین تعدیل یافته			۰/۳۱	

دفتری حقوق صاحبان سهام با تصمیم‌های تأمین مالی معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده الگوی دوم نشان می‌دهد حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین - واتسون به میزان ۲/۰۱۵ نشان می‌دهد خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده با الگوی رگرسیونی، از یکدیگر مستقل هستند. احتمال آماره F برای الگوها در هر دو الگو نیز نشان‌دهنده تأیید الگوها به‌طور کلی در سطح معناداری ۹۵ درصد است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مدیران بیش اطمینان احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را در جریان‌های نقدی شرکت بیش از واقع تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند. مدیران بیش اطمینان به دلیل اعتماد به نفس کاذب، بازده‌های آتی پروژه‌های واحد تجاری را بیشتر برآورد می‌کنند؛ از این‌رو، ممکن است احتمال و بزرگی شوک‌های مثبت جریان‌های

نتایج برآورد الگوی رگرسیونی پژوهش با استفاده از معیار دوم بیش اطمینانی مدیریت (OverInv) در جدول (۴) نشان داده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر بیش اطمینانی مدیریت (۰/۰۰۲) کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است، فرض صفر مبنی بر صفر بودن این ضریب تأیید نمی‌شود؛ به بیان دیگر، این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و تأثیر متفاوتی با صفر در متغیر سررسید بدهی دارد که با توجه به علامت مثبت آن گفتنی است بین بیش اطمینانی مدیریت و ساختار سررسید بدهی، ارتباط مثبت معناداری وجود دارد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدیران بیش اطمینان به پذیرش بدهی‌های کوتاه‌مدت تمایل دارند؛ زیرا وجود بدهی کوتاه‌مدت، ابزار قدرتمندی برای نظارت بر مدیریت است؛ از این‌رو، فرضیه نخست پژوهش با استفاده از شاخص دوم بیش اطمینانی (OverInv) نیز تأیید می‌شود. علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهد رابطه اهرم مالی، اندازه شرکت، نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش

دارد. نتایج پژوهش حاضر دربارهٔ ارتباط بین ریسک سیستماتیک (بتا) و ساختار سررسید بدهی با نتایج پژوهش هوانگ و همکاران [۲۳] مطابقت ندارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش حاجیها و اخلاقی [۱۸] دربارهٔ رابطهٔ اهرم مالی و اندازهٔ شرکت با ساختار سررسید بدهی تطابق ندارد.

با توجه به نتایج حاصل و مرور مبانی پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود: یکی از پیامدهای ضمنی بیش اطمینانی، نبود آینده‌نگری واقعی است؛ بنابراین لازم است مدیران و تصمیم‌گیرندگان، خود را در برابر بیش اطمینانی محافظت و مشاوران مالی در این زمینه به آنها کمک کنند. مدیران و سرمایه‌گذاران بیش اطمینان در نتیجهٔ این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند، معاملات پر حجمی را نیز انجام می‌دهند. مطالعات تجربی نشان می‌دهد انجام معاملات زیاد، غالباً به بازده ضعیف در بلندمدت منجر می‌شود. در این حالت، بهترین توصیه این است که از آنان بخواهیم سوابق تاریخی معاملات خود را مرور و بازده خود را محاسبه کنند. به حساب‌رسان توصیه می‌شود در برنامه-ریزی حسابرسی خود، بیش اطمینانی مدیریت را به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران مد نظر قرار دهند تا از این طریق نیز اقدامات خود را برای کاهش ریسک نبود کشف کامل کنند.

برای تکمیل این پژوهش و انجام پژوهش‌های بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش، بررسی ارتباط بین کیفیت کنترل‌های داخلی و بیش اطمینانی مدیریت، بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در مدیریت سود، بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در کیفیت سود و به‌طور کلی، کیفیت گزارشگری مالی پیشنهاد می‌شود.

نقدی آتی حاصل از این پروژه‌ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل، برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. آنها معتقدند واحد تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش گذاری شده است؛ از این رو، در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد، تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند و با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه‌تر، ثروت سهامداران را می‌توانند افزایش دهند [۲۳][۲۴]. مدیران بیش اطمینان نیز معتقدند ارزش-گذاری اشتباه برای بدهی بلندمدت نسبت به بدهی کوتاه‌مدت شدیدتر است؛ از این رو، مدیران بیش-اطمینان معتقدند با استفاده از بدهی کوتاه‌مدت (برای به حداقل رساندن تأثیر ارزش گذاری اشتباه) به همراه هزینه‌های کمتر در هنگام رسیدن خبر خوب در آینده، منابع مالی جدید را می‌توانند تأمین کنند [۲۴].

یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کنندهٔ ساختار سررسید بدهی بررسی شد. بدین منظور، نمونه‌ای متشکل از ۹۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دورهٔ زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ آزموده شد. نتایج پژوهش نشان داد بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد؛ یعنی شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد. علاوه بر این، یافته‌ها نشان داد رابطهٔ اهرم مالی، اندازهٔ شرکت، نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام با تصمیم‌های تأمین مالی، معنادار است. نتایج این پژوهش دربارهٔ رابطهٔ بیش اطمینانی مدیریت و ساختار سررسید بدهی با نتایج پژوهش هوانگ و همکاران [۲۳] مطابقت

- [3] Alcock, J., Finn F. C., & Kelvin J. T. (2010). The determinants of debt maturity in Australian firms, *Accounting & Finance*, Forthcoming, available at: <http://ssrn.com/abstract=1728565>.
- [4] Ben-David, I. Graham, J., & Harvey, C. (2010). Managerial miscalibration. *National Bureau of Economic Research. Working Paper Series No. 16215*. Available in: <http://www.nber.org/papers/w16215>.
- [5] Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4): 301-330.
- [6] Blue, G., & Hasani Alghar, M. (2015). Examining managerial overconfidence effect on earnings smoothing in companies listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting Knowledge*, 6(21): 33-56 [in Persian].
- [7] Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3): 695-712.
- [8] Chavoshi, K., Rastegar, M., & Mirzaee, M. (2015). Examination of the relation between managerial overconfidence and financing policies in Tehran stock exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 8(25): 1-136 (in Persian).
- [9] Chen, S., Lai, S., Liu, C., & McVay, S. (2014). *Overconfident managers and internal controls*. Working paper. National Taiwan University and University of Washington, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2510137> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2510137>
- [10] 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.
- [11] Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2): 148-165.
- [12] Fallahshams, M., Ghalibaf Asl, H., & Nobakht Saraei, S. (2010). The impact of experience on risktaking, overconfidence and herding of investment companies'

برخی از مهم ترین محدودیت های پژوهش حاضر عبارتند از: نداشتن سابقه زیاد شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران به محدودیت شرکت های مدنظر منجر شد. نبود داده های لازم و در خور اتکا برای محاسبه متغیرهای پژوهش درباره برخی از شرکت ها موجب بررسی نشدن آنها شد که این امر در قابلیت تعمیم نتایج به جامعه آماری تأثیر می گذارد. تعدیلات سنواتی و برخی از بندهای شرط مندرج در گزارش های حسابرسی از جمله عوامل مؤثر در اندازه گیری سود است؛ اما به دلیل دسترسی نداشتن به اطلاعات لازم، تعدیل بابت این اقلام دشوار بود؛ بنابراین، این موارد، نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار می دهد. از آنجایی که متغیر بیش اطمینانی مدیریت به ویژگی های شخصیتی افراد بستگی دارد، لازم است دوره زمانی مدنظر در حد امکان کوتاه باشد. در این صورت، جابه جایی اعضای هیأت مدیره و مدیران سازمان، نتایج بهتر و در خور اتکاتری به دست می دهد. یکی از مشکلات دوره زمانی کوتاه تر، کاهش تعداد مشاهدات (سال - شرکت) است. این پژوهش متأثر از برخی عوامل کلان نظیر نرخ تورم، نرخ سود تسهیلات دریافتی و نرخ ارز است که فرض شده است اثر آنها برای همه شرکت ها و مشاهدات یکسان است؛ در حالی که ممکن است چنین نباشد؛ بنابراین عواملی از این قبیل ممکن است نتایج پژوهش حاضر را تحت تأثیر قرار دهد.

References

- [1] Abor, J. (2007). Agency theories determinants of debt levels: Evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, 7(2): 183-192.
- [2] Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1): 1-30.

- financing choice. *Review of behavioral finance*. 2(1): 37-58.
- [25] Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2014). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Working Paper, Available: Http://www.ssrn.com*.
- [26] Kirch, G., & Terra, P.R. (2012). Determinants of corporate debt maturity in South America: Do institutional quality and financial development matter? *Journal of Corporate Finance*. 18(4): 980-993.
- [27] Korner, P. (2007). The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from czech firms, finance an úver - *Czech Journal of Economics and Finance*. 57(3-4): 142-158.
- [28] Libby, R., & Rennekamp, K. (2012). Self-serving attribution bias, overconfidence, and the issuance of management forecasts. *Journal of Accounting Research*. 50(1): 197-231.
- [29] Lin, Y. H., Hu, S. Y., & Chen, M. S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*. 13(5): 523-546.
- [30] Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. 19(5): 397-414.
- [31] Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *European Financial Management*. 11(5): 649-659.
- [32] 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.
- [33] Mashayekh, S., & Behzadpur, S. (2015). The effect of managers' overconfidence on dividend policy in the firms listed in Tehran Stock Exchange, *The Iranian Accounting and Auditing Review*. 21(4): 485-504. (in Persian).
- [34] Moradi, J., Ahmadi, G. (2011). Determinates of corporation investment behavior in the imperfect capital markets, *Financial Accounting Researches*. 3(2): 125-136. (in Persian).
- [35] Muradoglu, Y. G., Onay, C., & Phylaktis, K. (2011). Capital structure and debt maturity in Europe. *Online Available at* managers. *Journal of Securities Exchange*, 12: 25-42 (in Persian).
- [13] Fan, J.P.H. Titman, S., & Twite, G. (2010). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *NBER working paper series, Working Paper 16445, available at: http://www.nber.org/papers/w16445, National Bureau of Economic Research*.
- [14] Gomariz, M, C., & Ballesta, J, P. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40: 494-506.
- [15] Greene, W. (2011). *Econometric Analysis*. Seventh ED. United states of America: Prentice-hall publication.
- [16] Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill International student edition.
- [17] Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 43 (4): 843-882.
- [18] Hajiha, Z., & Akhlaghi, H. (2013). The Investigation of the board characteristics' effect on firm debt maturity structure. *Management Accounting*. 17(2): 59-74 [in Persian].
- [19] Hashemi, S. A., Samadi, S., & Hadian, R. (2014). The effect of financial reporting quality and maturity of debt on investment efficiency. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*. 11: 117-143. (in Persian).
- [20] Hay, D. C., Knechel, W. R., & Wong, N. (2006). Audit fees: a meta-analysis of the effect of supply and demand attributes. *Contemporary Accounting Research*. 23 (1), 141-191.
- [21] Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*. 31(2): 33- 45.
- [22] Hsieh, T., Bedard, J. C., & Johnstone, K. M. (2014). CEO overconfidence and earnings management during shifting regulatory regimes. *Journal of Business Finance & Accounting*. 41(9)(10): 1243-1268.
- [23] Huang, R., Tan, K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*. (36): 93-110.
- [24] Ishikawa, H., & Takahashi, K. (2010). Overconfident managers and external

- opinion and debt maturity structure. *The Financial Accounting and Auditing Researches*. 20(5): 157-180. (in Persian).
- [40] Scherand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*. 53:311-29.
- [41] Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51: 141-151.
- [42] Terra, P. R. S. (2010). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. *European Business Review*. 23(1): 45-70.
- SSRN: <http://ssrn.com> (accessed 7 December 2012).
- [36] Ortiz, M. H., & Penas, M. F. (2008). Lending to small businesses: The role of the loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*. 30(4): 361-383.
- [37] Pompian, Michel M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*, Translated by: Ahmad Badri. Kayhan Publishing.
- [38] Presley, T. J., & Abbott, L. J. (2013). CEO overconfidence and the incidence of financial restatement. *Advances in Accounting*. 29 (1): 74-84.
- [39] Rahimian, N., Tavakolnia, E., & Karamlou, M. (2013). Adjusted auditor's