

تأثیر خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه

ستاره سمیع^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ده ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ برای ۱۱۰ شرکت استخراج و با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز ۸ استفاده گردید. پژوهش حاضر از بعد هدف، از نوع توصیفی و تحلیلی؛ از بعد فرآیند نوع پژوهش، کمی؛ از بعد منطق، یک پژوهش استقرایی و از بعد نتیجه پژوهش، یک پژوهش کاربردی است. خصوصیات شخصیتی افراد (مانند مغز و هورمون‌ها) حاکی از آن است که رفتار افراد به منشأها و خصوصیات شخصیتی آنان بستگی دارد. پس از تجزیه و تحلیل‌های آماری، نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

مالی رفتاری، خودشیفتگی مدیران، ساختار سرمایه

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور همدان، همدان، ایران. setareh.samie@gmail.com

مقدمه

محیط فعالیت شرکت‌ها، محیطی رقابتی و در حال رشد است که شرکت‌ها برای ادامه حیات خود ناچار به گسترش فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید می‌باشند. شرکت‌ها نیازمند منابع مالی برای سرمایه‌گذاری هستند. تصمیمات مربوط به تامین مالی، از مهمترین تصمیمات مدیریت مالی است تا جایی که این گونه تصمیمات به علت آثاری که بر ساختار مالی شرکت‌ها و منابع سرمایه‌گذاران دارند، جزء تصمیمات استراتژیک شرکت تلقی می‌گردند. ساختار سرمایه مناسب از ترکیب بهینه بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام برای تامین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها تشکیل می‌گردد (شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۴).

سرعت تعدیل ساختار سرمایه به عنوان نسبت تغییر انحراف اهرم مشاهده شده (واقعی) به اهرم بهینه (هدف) تعریف شده است. تعدیل ساختار مالی یک شرکت به هزینه‌های معامله منتهی می‌شود، که شامل هزینه‌های اطلاعات، هزینه‌های چانه‌زنی و هزینه‌های نظارت است. یکی از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه یک واحد تجاری، ساختار دارایی آن است که تاثیرگذارترین بخش آن دارایی‌های مشهود و از جمله وجه نقد است.

در بازارهای سرمایه، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است و در واقع، اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تامین و مصرف منابع مالی بستگی دارد. به همین دلیل ساختار سرمایه به عنوان مهمترین عامل موثر بر ارزش گذاری شرکت‌ها و جهت گیری آنها در بازارهای سرمایه مطرح شده است (باغومیان و عزیززاده مقدم، ۱۳۹۳). ساختار سرمایه ترکیب خاصی از بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام که برای تامین مالی عملیات یک شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد و یا میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تامین دارایی‌های شرکت می‌باشد و کلاً شامل قسمت چپ ترازنامه می‌باشد.

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام در نسبت‌های مختلف است که شرکت‌ها بدان وسیله به تامین مالی دارایی‌های خود می‌پردازند (دوراند، ۱۹۵۲). مدیران در تلاش برای دستیابی به ساختار سرمایه هدفمندی هستند که با حداقل هزینه، سرمایه شرکت را افزایش دهند و بازدهی بهتری را برای واحد تجاری کسب کنند به طوری که منجر به حداکثر رساندن ثروت سهامداران شود (رانی و همکاران، ۲۰۲۰).

نظریه توازی با طی دوران مختلف فراز و فرود، هنوز هم جزء نظریات توضیح دهنده و معتبر ساختار سرمایه محسوب می‌شود. از مهمترین نتایجی که به همراه می‌آورد سرعت حرکت شرکت‌ها در راستای این تعدیل دینامیک است (سرلک و همکاران، ۱۳۹۷). بر اساس تئوری توازن و سلسله مراتبی انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که کسری وجوه نقد دارند و اهرم آنها پایین‌تر از اهرم هدف است سرعت تعدیل بیش از زمانی باشد که شرکت‌ها دچار کسری وجوه نقد بوده و اهرم بالاتر از اهرم هدف است و یا شرکت‌ها مازاد وجوه نقد داشته و اهرم در آنها پایین‌تر از اهرم هدف است (بیون، ۲۰۰۸). انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که اهرم فعلی بیشتر از اهرم هدف است نسبت به شرکت‌های دسته مقابل اهرم سریع‌تر به سمت هدف تعدیل شود (چن و اندرسون، ۲۰۱۵). اگر شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های با اهمیت مخالف گزینی یا هزینه معاملات، تامین مالی خارجی را ترجیح دهند هنگام مواجه با عدم تعادل وجوه نقد (مازاد یا کسری وجوه نقد) تعدیل ساختار سرمایه محتمل خواهد بود (بیون، ۲۰۰۸). سرعت تعدیل ساختار سرمایه بسته به میزان هزینه‌های معاملاتی مرتبط با تغییرات مورد نیاز جهت دستیابی به ساختار سرمایه جدید، در بین شرکت‌ها متفاوت است (کاسترو و همکاران، ۲۰۱۶).

در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی جهان سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک گرفتن از سایر علوم همانند روانشناسی و علوم اجتماعی بوده‌اند. یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده‌های مذکور را تبیین کند، ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج در روانشناسی بود که موجب شکل‌گیری مطالعاتی مستقلی در دانش مالی با عنوان مالی رفتاری شد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۵). در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (هاکبارث، ۲۰۰۸)؛ اما پژوهشگران تجربی بر این باورند گاهی اوقات برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به طور عقلایی رفتار نکنند. به بیانی دیگر، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید (برتراند و اسکوار، ۲۰۰۳). یکی از این ویژگی‌های شخصیتی، خودشیفتگی مدیران، یکی از مهمترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۹).

خودشیفتگی به عنوان یک ساختار شخصیتی است که دارای علائمی چون نفوذ خواسته‌های شخصی، پاسخ‌خواهی از دیگران و تعصب پردازش شناختی مطرح است (فاستر و همکاران، ۲۰۱۱). خودشیفتگی در بین مدیران می‌تواند اثراتی را بر پیامدهای سازمانی از طریق تأثیر بر انتخاب مدیران در زمینه‌های چون: استراتژی، ساختار و کارمندیابی داشته باشد. طبیعتاً، خودشیفتگی در مقایسه با دیگر خصوصیات شخصی، مدیران را در جهت انجام اقداماتی سوق می‌دهد که از عرف سرباز زده و در پی توجه و ستایش دیگران هستند و این اقدامات در نهایت عملکرد سازمان را تحت تأثیر قرار خواهد داد (قلی پور و همکاران، ۱۳۸۷). خودشیفتگی که به طور گسترده به عنوان یک اختلال شخصیت مورد مطالعه قرار گرفته است، در بین مدیران دارای نشانه‌هایی چون: قدرت‌طلبی، خودنمایی، برتری‌جویی، غرور، استثمارطلبی، محق بودن و خودکفایی به خود است (راسکین و تری، ۱۹۸۸)؛ و کمپیل و کمپیل، ۲۰۰۹). در بیش‌تر حالات مدیران خودشیفته در پی دستیابی به دستاوردهای بزرگ در شرکت هستند. آنان، به سمت وسوی اجرای اقدامات جسورانه استراتژیکی عملیاتی و انجام کسب‌وکارهای مخاطره‌آمیز سوق پیدا کرده (چترجی و همبریک، ۲۰۰۷)؛ اولسن و همکاران، ۲۰۱۴)؛ و اولسن و استکلبرگ، ۲۰۱۶)، به نحوی که این تصمیم‌ها منتهی به سود یا زیان فراوان در پایان سال مالی خواهد شد (چترجی و همبریک، ۲۰۰۷). از این جهت، مدیران یاد شده در پی کسب بهترین عملکرد، بیشترین تلاش را برای انجام فعالیت‌هایی صورت می‌دهند که موجب بهبود ساختار سرمایه برای شرکت باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از مهمترین مشکلاتی که شرکت‌ها در هنگام تصمیم‌گیری استراتژیک با آن مواجه هستند، همسو کردن ساختار سرمایه با استراتژی شرکت است. ساختار سرمایه تحت تأثیر طیفی از عوامل مانند تضادهای بالقوه بین مدیران و مالکان و اعتباردهندگان، ریسک‌های سرمایه‌گذاری و... قرار می‌گیرد. در حالی که عوامل مالی تعیین‌کننده‌ترین نقش را ایفا می‌کنند. در مورد خودشیفتگی مدیران و تأثیر آن بر ساختار سرمایه می‌تواند تأثیر مهمی بر نحوه تصمیم‌گیری مدیران داشته باشد. در نتیجه عوامل تعیین‌کننده خودشیفتگی نیز تغییر می‌کنند (فدروا و همکاران، ۲۰۲۴).

حسن زاده کوچو و مهدی نیا اسبویی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ارزش شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که خودشیفتگی مدیران بر ارزش شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد. اگر در سازمانی افراد خودشیفته وجود داشته باشند، به دلیل حاکم بودن رابطه سلطه و آزار دیگران و

همچنین به دلیل اینکه تصمیم‌گیری‌ها در چنین سازمانی مبتنی بر هیجان است، فعالیت و عملکرد سازمان دچار اختلال خواهد شد.

سلیمانی امیری و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی پرداختند. خصوصیات شخصیتی افراد (مانند مغز و هورمون‌ها) حاکی از آن است که رفتار افراد به منشأها و خصوصیات شخصیتی آنان بستگی دارد. ویژگی‌های شخصیتی افراد، زمینه‌ساز رفتارهای آنان است. رهبری سازمانی یکی از موضوع‌هایی است که به نحوی گسترده در روانشناسی سازمانی مورد بحث قرار گرفته است. لذا پس از تجزیه و تحلیل‌های آماری، نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که خودشیفتگی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی تأثیر مثبت و معناداری دارد.

قدرتی زوارم و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی سطح هورمون تستوسترون مدیرعامل و گزارشگری مالی متقلبانه پرداختند. نمونه‌ای متشکل از ۸۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ انتخاب گردیده است و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون لجستیک مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که میزان بالای هورمون تستوسترون مدیرعامل، باعث افزایش گزارشگری مالی متقلبانه در شرکت می‌شود.

مشایخ و همکاران (۱۳۹۹) به تأثیر خودشیفتگی مدیران بر افشای اختیاری اطلاعات شرکت‌ها پرداختند. بر اساس نتایج پژوهش؛ مدیران خودشیفته، ممکن است آگاهانه، اطلاعات ارسالی برای متقاعد کردن سرمایه‌گذاران را که پروژه‌های در حال اجرا و با آینده امیدوارکننده‌ای دارند، تحریف کنند. بروز این پدیده در بین مدیران، باعث خواهد شد که با استفاده از روش‌های مختلف، تلاش کنند تا افشای اطلاعات اختیاری به سرمایه‌گذاران و سایر سهام‌داران را کاهش دهند.

خواجه‌وی و رحمانی (۱۳۹۷) به بررسی اثر خودشیفتگی مدیران بر خطر سقوط قیمت سهام؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که دو شاخص هورمون تستوسترون مدیران و پاداش نقدی اختصاص یافته به مدیران تأثیر مثبتی بر نوسان پایین به بالا (به عنوان معیار خطر سقوط قیمت سهام) دارند. همچنین دو شاخص هورمون تستوسترون مدیران و پاداش نقدی اختصاص یافته به مدیران تأثیر منفی بر دوره سقوط قیمت سهام (به عنوان معیار خطر سقوط قیمت سهام) دارند.

نمازی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج آماری آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که در بین گروه‌های دارای استراتژی تجاری مختلف (استراتژی تدافعی، تحلیل‌گرایانه و تهاجمی)، خودشیفتگی مدیران اختلاف معناداری با یکدیگر دارند که در این راستا، بیشترین تأثیر خودشیفتگی مدیران روی استراتژی تدافعی و کمترین تأثیر آن روی استراتژی تحلیل‌گرایانه است.

کاو و ژو (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین خودشیفتگی مدیران و بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که خودشیفتگی مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام دارد.

بوزویتینا و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران، خودشیفتگی مدیران و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد خودشیفتگی مدیران و اعتماد بیش از حد مدیران بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار دارد.

سوشا و دژی (۲۰۲۰) به بررسی خودشیفتگی مدیران و نوآوری پرداختند. ادبیات قبلی در مورد نوآوری سازمانی عمدتاً بر تأثیر محدودیت‌های بیرونی مدیران یا تجارب شخصی آنها از دیدگاه تئوری نمایندگی و تئوری برند متمرکز است، اما تأثیر ویژگی‌های روان‌شناختی مدیرعامل که توسط ناخودآگاه خود او بر تصمیمات نوآوری سازمانی شکل می‌گیرد نادیده می‌گیرد. ویژگی‌های خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر قوی‌تری بر سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه شرکت در شرکت‌های خصوصی نسبت به شرکت‌های دولتی دارد.

رزاک و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی نقش خودشیفتگی مدیران در ایجاد ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که خودشیفتگی مدیران تأثیر منفی و معناداری (۰/۰۳۸) بر ایجاد ارزش شرکت‌ها دارد. بدین معنی که با افزایش میزان خودشیفتگی مدیران سطح ارزش شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

بویل و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین خودشیفتگی مدیران و ریسک‌پذیری در بانک‌های آمریکا پرداختند. در این مطالعه، پژوهشگران بررسی می‌کنند که چگونه خودشیفتگی مدیر عامل، در ترکیب با شیوه‌های حاکمیت شرکتی، بر ریسک‌پذیری سازمانی تأثیر می‌گذارد و چگونه این به نوبه خود بر انعطاف‌پذیری سازمان‌ها در برابر شرایط محیطی تأثیر می‌گذارد. نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که خودشیفتگی مدیر عامل بر ریسک‌پذیری بانک‌ها تأثیر مثبت داشته است.

فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش به تبعیت از اولسن و همکاران (۲۰۱۴)، اولسن و استکلبرگ (۲۰۱۶) و اسکات و همکاران (۲۰۱۷) از دو معیار امضای مدیران و شاخص پاداش نقدی مدیران استفاده شده است. به طور معمول، در سازمان‌ها، مدیران اجرایی خودشیفته پاداش‌های بیشتری برای خود قائل شده و از این طریق موقعیت خود را در سازمان مستحکم می‌کنند (آریلی، ۲۰۱۴)، بنابراین از شاخص پاداش نقدی مدیران برای سنجش خودشیفتگی مدیران استفاده شده است.

از طرفی دیگر، به لحاظ تجربی، در ادبیات روان‌شناسی ارتباط بین خودشیفتگی و اندازه امضا، سابقه طولانی‌ای دارد (زیگنهافت، ۱۹۷۷). اندازه امضای افراد، نشان دهنده میزان غرور و خودشیفتگی آنهاست تا جایی که مشخص می‌کند که امضا می‌تواند نشانه‌ای از ویژگی‌های ناپسند در انسان یا نشانه‌ای از خوی تسلط و استثمارگری فرد باشد. در نخستین تحقیقات مربوط به ارتباط بین اندازه امضا و خودشیفتگی، محققانی همچون زیگنهافت (۱۹۷۷)، بیان کردند، افرادی که امضاها بزرگ‌تری دارند، دارای خودپنداری و حس درک بیشتری از خویش و سایر نگرش‌های فکری افراد خودشیفته، هستند. اسنایدر و فرامکین (۱۹۷۷) دریافتند افرادی که امضاها بزرگ‌تری دارند، نسبت به دیگران احساس برتری می‌کنند.

بنابراین با توجه به اهداف پژوهش، فرضیه‌ها به صورت زیر ارائه می‌گردند:

۱. معیار پاداش نقدی مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد.
۲. معیار امضای مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی و علی پس از وقوع است. در این پژوهش برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین و پایان‌نامه‌ها استفاده می‌شود و برای پذیرش یا عدم پذیرش

فرضیه‌های پژوهش با بکارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده می‌گردد. از آنجایی که اطلاعات مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام حسابداری مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها می‌باشد، داده‌های موردنیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار و شبکه کدال، سیستم‌های جامع اطلاع‌رسانی ناشران، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران و لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت دستی استخراج می‌شود.

جامعه آماری مورد آزمون پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ است، اما شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری مد نظر قرار گرفته است: ۱. شرکت‌های نمونه جزء بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها و بیمه‌ها نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبردی شرکتی در آن‌ها به دلیل ماهیت غیرتولیدی بودن متفاوت است؛ ۲. پایان سال مالی شرکت‌ها به دلیل افزایش قابلیت مقایسه و خنثی‌سازی شرایط حاکم بر ارزش شرکت‌ها در پایان سال شمسی، منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛ ۳. شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش به بورس وارد نشده باشند؛ ۴. شرکت‌هایی که در دوره زمانی پژوهش از بورس حذف نشده باشند (توقف نماد)؛ و ۴. شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دوره زمانی پژوهش در دسترس بوده است. سرانجام، با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ (۱۱۰۰ سال- شرکت) حائز شرایط فوق بوده و برای نمونه آماری انتخاب شدند. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده‌اند. در نهایت آزمون‌های آماری داده‌ها، با استفاده از نرم‌افزارهای ایویوز نسخه ۸ و ایمپج ۷ انجام شد.

مدل‌ها و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است. مدل‌های اصلی پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$\text{Capital} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\text{Bouns}}{\text{Salary}} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{Loss} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Growth} + \beta_7 \text{CFO}$$

مدل (۱)

$$\text{Capital} = \beta_0 + \beta_1 \text{SingnatureSize} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{Loss} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Growth} + \beta_7 \text{CFO}$$

مدل (۲)

Capital در پژوهش حاضر سرعت تعدیل ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته پژوهش به حساب می‌آید و برای محاسبه آن از انحراف از اهرم بهینه استفاده گردیده است.

برای سنجش انحراف از اهرم بهینه، مدل زیر مطابق با پژوهش فلانری و رانگان (۲۰۰۶)، ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) و ژئو و همکاران (۲۰۱۶) برآورد می‌گردد:

$$\text{LEV} = \beta_0 + \beta_1 \text{IOB} + \beta_2 \text{Size} + \text{TANG} + \beta_4 \text{LTA} + \beta_5 \text{BM} + \beta_6 \text{Profit} + \beta_7 \text{INF} + \beta_8 \text{INDLEV}$$

که در آن، **LEV** نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها که بیانگر ساختار سرمایه است، **IOB** نسبت هزینه‌های مالی به کل دارایی‌ها، **TANG** نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، **LTA** لگاریتم مجموع دارایی‌ها در مبنای ده، **BTM** نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، **PROFIT** نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها، **INF** نرخ تورم (درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده که از سایت بانک مرکزی دریافت می‌گردد)، **INDLEV** میانگین نسبت اهرمی (نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها) صنعتی است که شرکت در آن صنعت فعالیت می‌کند. پس از برآورد مدل، قدر مطلق باقیمانده‌های آن برابر انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه (**LDEV**) هستند. همچنین باقیمانده‌های مثبت بیانگر ساختار سرمایه بیش‌اهرمی (یا انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه، **PLDEV**) و قدر مطلق باقیمانده‌های منفی بیانگر ساختار سرمایه کم‌اهرمی (یا انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه، **NLDEV**) هستند.

SignatureSize اندازه امضای مدیران است. اندازه امضاها از صفحه اول صورت‌های مالی که در آن اعضای هیئت‌مدیره با امضای خود صورت‌های مالی را تأیید می‌کنند، استخراج شدند. در اطراف هر امضا مستطیلی کشیده شد تا در هر طرف نقطه انتهایی امضا مشخص شود (زیگنهالف، ۱۹۷۷ و هام، ۲۰۱۴). سپس به کمک نرم‌افزار ایمج **J** مساحت امضا اندازه‌گیری و وارد نرم‌افزار اکسل شد. مساحت‌ها چارک بندی شدند و برحسب سه گروه کوچک (چارک اول)، متوسط (چارک دوم و سوم) و بزرگ (چارک چهارم) کدی تعیین گردید. برای اندازه امضای کوچک کد ۱ (یک)، امضای متوسط کد ۲ (دو) و امضای بزرگ کد ۳ (سه) لحاظ شد. برای هر سال مالی، تعداد اعضای امضاکننده در هر چارک در کد مربوط به چارک ضرب شده، سپس این اعداد با هم جمع شدند. بدین ترتیب برای هر سال مالی امتیاز مربوط به امضای اعضای هیئت‌مدیره محاسبه و بر تعداد اعضای دارای امضای همان سال تقسیم شد و عدد حاصل به عنوان اندازه امضا هیئت‌مدیره در آن سال مدنظر قرار گرفت.

Bouns
Salary: نسبت پاداش مدیران بر حقوق و دستمزد کارکنان است.

Size اندازه شرکت را نشان می‌دهد که بر اساس لگاریتم متوسط دارایی‌ها محاسبه می‌شود. **ROA** بازده دارایی‌ها که از حاصل تقسیم تغییرات سود خالص بر میانگین دارایی‌های سال قبل به دست می‌آید. **Loss** اگر شرکت در سال مدنظر زیان ده باشد، عدد ۱ (یک) و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. **Lev** نسبت کل بدهی به حقوق صاحبان سهام است. **Growth** رشد فروش از طریق مقایسه رشد فروش سال جاری سال ماقبل به نسبت سال قبل محاسبه می‌گردد. **CFO** جریانانات نقدی است که از نسبت جریانانات نقدی حاصل از صورت جریان وجوه نقد به کل دارایی‌ها حاصل می‌گردد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده‌اند. میانگین اندازه امضای مدیران ۱/۶۲۴ است که نشان دهنده آن است که حدود امضای مدیران تقریباً در سطح متوسط قرار دارد. میانگین نسبت پاداش مدیران بر حقوق و دستمزد حدود ۰/۱۷ است که این امر بازگو کننده آن است که میزان پاداش نقدی مشخص شده برای مدیران در طی یک سال مالی در حدود ۱/۷ درصد از کل حقوق و دستمزد پرداختی شرکت به تمامی کارکنان است. همچنین میانگین رفتار نامتقارن هزینه‌ها ۰/۰۸۸ است. از سوی دیگر مشاهده می‌شود که میانگین نسبت اهرم مالی بیش از ۰/۷۲۹ است که این امر بازگو کننده این امر است که حدود ۷۲/۹٪ از دارایی‌های شرکت از طریق بدهی‌ها تأمین می‌شوند؛ همچنین ملاحظه می‌شود

که میانگین بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه در حدود ۰/۱۵۳ است؛ این بازدهی پایین، احتمال دارد به دلیل تاثیر خودشیفتگی مدیران باشد.

مقدار میانگین متغیر کنترلی اندازه شرکت ۱۴/۶۲۵، سن شرکت ۳/۴۵۷، زیان‌دهی ۰/۱۶۸، رشد فروش ۰/۳۱۵ و جریانات نقدی ۰/۱۵۳ می‌باشد.

متغیر	آماره	میانگین	میانه	انحراف معیار	پیشینه	کمینه
نسبت پاداش مدیران	۰/۰۱۵	۰/۰۲۷	۰/۰۷۷	۰/۰۸۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اندازه امضای مدیران	۱/۸۵۹	۱/۰۰۰	۰/۵۵۲	۳/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
ساختار سرمایه	۰/۰۸	۰/۰۶	۰/۳۹۴	۰/۳۹۱	۰/۰۱۵	۰/۰۱۵
اندازه شرکت	۱۴/۷۸۵	۱۳/۱۸۷	۱/۵۶۸	۱۹/۴۸۸	۱۰/۱۴۵	۱۰/۱۴۵
بازده دارایی‌ها	۰/۱۵۸	۰/۱۷۴	۰/۱۹۵	۰/۶۵۸	-۰/۴۳۸	-۰/۴۳۸
زیان‌دهی	۰/۱۴۲	۰/۰۰۰	۰/۲۶۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۸۸	۰/۶۴۸	۰/۲۵۹	۰/۹۸۸	۰/۱۵۴	۰/۱۵۴
رشد فروش	۰/۲۹۸	۰/۲۱۵	۰/۳۲۹	۱/۲۶۳	-۰/۳۲۴	-۰/۳۲۴
جریانات نقدی	۰/۱۳۲	۰/۰۹۳	۰/۱۵۵	۰/۴۹۵	-۰/۱۹۵	-۰/۱۹۵

بررسی پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش

قبل از برآورد الگو باید ایستایی متغیرهای مورد استفاده در الگو مورد بررسی قرار گیرد اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل، ناپایا باشند، ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشند. همچنین ناپایایی متغیرها موجب افزایش کاذب در ضریب تعیین می‌شوند؛ بنابراین، در صورتی که متغیری پایا نیست، باید با تفاضل‌گیری‌های متوالی آن را پایا کرد تا از وقوع رگرسیون کاذب جلوگیری شود (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۵). مطابق با نگاره شماره (۲) در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری در آزمون ریشه لوین، لین و چو (کوچکتر از ۰/۰۵) مشاهده می‌شود و نشان دهنده این است که متغیرها پایا هستند.

نگاره ۲. بررسی پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش

متغیرها	آزمون لوین، لین و چو	
	آماره آزمون	سطح معناداری
نسبت پاداش مدیران	۱۴/۶۵۸	۰/۰۰۰
اندازه امضای مدیران	۱۵/۲۴۴	۰/۰۰۰
ساختار سرمایه	۱۷/۴۴۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۲۸/۳۵۴	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۱۵/۵۴۲	۰/۰۰۰
زیان‌دهی	۲۵/۴۵۷	۰/۰۰۰

نگاره ۲. بررسی پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش

متغیرها	آزمون لوین، لین و چو	
	آماره آزمون	سطح معناداری
اهرم مالی	۱۱/۱۲۱	۰/۰۰۰
رشد فروش	۱۸/۷۵۷	۰/۰۰۰
جریانان نقدی	۱۴/۳۲۹	۰/۰۰۰

آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول به شرح نگاره (۳) ارائه می‌شود:

نگاره ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری	آماره VIF
نسبت پاداش مدیران	۰/۰۲۲	۰/۰۰۶	۳/۴۹۷	۰/۰۰۰	۱/۸۵۷
اندازه شرکت	۰/۰۲۹	۰/۰۱۲	۲/۳۹۲	۰/۰۱۷	۱/۴۱۹
بازده دارایی‌ها	-۰/۰۲۱	۰/۰۰۶	-۳/۰۹۷	۰/۰۰۲	۲/۶۳۵
زیان‌دهی	۰/۳۱۵	۰/۰۷۸	۴/۰۴۲	۰/۰۰۰	۱/۵۸۹
اهرم مالی	-۰/۰۲۳	۰/۰۰۵	-۴/۱۲۱	۰/۰۰۰	۲/۳۲۴
رشد فروش	۰/۰۰۸	۰/۰۰۲	۳/۶۲۰	۰/۰۰۰	۲/۱۱۷
جریانان نقدی	۱/۱۵۷	۰/۱۴۷	۷/۸۵۹	۰/۰۰۰	۲/۶۹۱
مقدار ثابت	۰/۳۹۶	۰/۱۲۴	۳/۱۷۹	۰/۰۰۱	-
ضریب تعیین	آماره F	آماره دورین واتسون	آماره F لیمر	آماره هاسمن	آماره ناهمسانی واریانس
۰/۵۱۶	۹۶/۶۸۴ (۰/۰۰۰)	۱/۸۲۲	۴/۷۹۶ (۰/۰۰۰)	۱۴/۱۵۵ (۰/۱۷۵)	۳/۶۹۷ (۰/۸۷۲)

با عنایت به محاسبات حاصل از آزمون اف لیمر، سطح معنی‌داری به‌دست آمده بیانگر این است که مقاطع بررسی شده همگن نبوده و وجود تفاوت‌های فردی احراز شده است. به عبارتی برای الگوی فرضیه اول پژوهش استفاده از روش داده‌های تابلویی مناسب است؛ همچنین با توجه به نتایج حاصل شده از آزمون هاسمن در خصوص سطح معنی‌داری، تفاوت در ضرایب سیستماتیک است؛ بنابراین استفاده از روش مدل اثرات تصادفی بر روش ثابت ارجح است. آماره ناهمسانی واریانس و سطح معنی‌داری محاسبه شده نشان از ثابت بودن واریانس پسماندها است. همچنین آماره VIF گزارش شده نشان از عدم وجود همخطی در تخمین رگرسیون مدل پژوهش است. سطح معنی‌داری برای هر کدام از متغیرها و در عین حال برای الگوی جامع در آستانه اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. ضریب تعیین محاسبه شده نشان می‌دهد توضیح دهنده‌گی تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی در حدود 51/6 است. عدم

وجود خودهمبستگی و استقلال باقیمانده‌های اجزای خطا که از طریق آماره دوربین واتسون محاسبه شده (۱/822) بین ۲/۵- ۱/۵ است؛ در نتیجه تأیید می‌شود.

سطح معنی‌داری گزارش شده در نگاره (۳) از طریق آماره آزمون برای متغیر نسبت پاداش مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است؛ بنابراین تأثیر معنی‌داری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأیید می‌شود و منتهی به پذیرش فرضیه اول پژوهش می‌شود. اما هر چه نسبت پاداش مدیران بر حقوق و دستمزد کارکنان افزایش یابد، سرعت تعدیل ساختار سرمایه افزایش می‌یابد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، زیان‌دهی، رشد فروش و جریان‌ات نقدی ارتباطی مثبت و معنی‌دار با سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند؛ ولی بازده دارایی‌ها و اهرم مالی ارتباطی معکوس و معنی‌دار با سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند.

آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم به شرح نگاره (۴) ارائه می‌شود:

نگاره ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
اندازه امضای مدیران	۰/۱۰۱	۰/۰۲۹	۳/۴۲۸	۰/۰۰۰	۱/۱۲۰
اندازه شرکت	۰/۴۱۸	۰/۱۴۴	۲/۸۸۶	۰/۰۰۴	۱/۱۹۲
بازده دارایی‌ها	۰/۳۹۶	۰/۱۲۴	۳/۱۷۹	۰/۰۰۱	۰/۱۱۲
زیان‌دهی	-۰/۰۸۱	۰/۰۲۵	-۳/۲۳۷	۰/۰۰۱	۱/۱۷۸
اهرم مالی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۳/۴۷۴	۰/۰۰۱	۰/۱۱۹
رشد فروش	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۲	-۲/۹۹۰	۰/۰۰۴	۲/۳۶۴
جریان‌ات نقدی	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۰۸	-۲/۶۴۳	۰/۰۰۰	۲/۰۴۳
مقدار ثابت	۰/۰۴	۰/۰۲	۲/۰۲	۰/۰۳۲	-
ضریب تعیین	آماره F	آماره دوربین واتسون	آماره F لیمر	آماره هاسمن	آماره ناهمسانی واریانس
۰/۷۵۶	۲۸/۱۴۳ (۰/۰۰۰)	۲/۱۰۲	۲/۱۸۵ (۰/۰۰۰)	۲۵/۴۱۵ (۰/۱۵۵)	۸/۱۳۸ (۰/۰۹۸)

با عنایت به محاسبات حاصل از آزمون اف لیمر، سطح معنی‌داری به‌دست آمده بیانگر این است که مقاطع بررسی شده همگن نبوده و وجود تفاوت‌های فردی احراز شده است. به عبارتی برای الگوی فرضیه دوم پژوهش استفاده از روش داده‌های تابلویی مناسب است؛ همچنین با توجه به نتایج حاصل شده از آزمون هاسمن در خصوص سطح معنی‌داری، تفاوت در ضرایب سیستماتیک است؛ بنابراین استفاده از روش مدل اثرات تصادفی بر روش ثابت ارجح است. آماره ناهمسانی واریانس و سطح معنی‌داری محاسبه شده نشان از ثابت بودن واریانس پسماندها است. همچنین آماره VIF گزارش شده نشان از عدم وجود همخطی در تخمین رگرسیون مدل پژوهش است. سطح معنی‌داری برای هر کدام از

متغیرها و در عین حال برای الگوی جامع در آستانه اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. ضریب تعیین محاسبه شده نشان می‌دهد توضیح دهندگی تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی در حدود ۵۹/۵ است. عدم وجود خودهمبستگی و استقلال باقیمانده‌های اجزای خطا که از طریق آماره دوورین واتسون محاسبه شده (۲/۱۰۲) بین ۲/۵- ۱/۵ است؛ در نتیجه تأیید می‌شود.

سطح معنی‌داری گزارش شده در نگاره (۴) از طریق آماره آزمون برای متغیر اندازه امضای مدیران از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است؛ بنابراین تأثیر معنی‌داری بر رفتار نامتقارن هزینه‌ها تأیید می‌شود و منتهی به پذیرش فرضیه دوم پژوهش می‌شود. هر چه اندازه امضای مدیران بزرگتر باشد میزان سرعت تعدیل ساختار سرمایه افزایش می‌یابد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و اهرم مالی ارتباطی مثبت و معنی‌دار با سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند؛ ولی زیان‌دهی، رشد فروش و جریان‌های نقدی ارتباطی معکوس و معنی‌دار با سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند.

نتیجه‌گیری

هدف از این پژوهش مطالعه و بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است. در این پژوهش از دو معیار نسبت پاداش مدیران بر حقوق و دستمزد و اندازه امضای مدیران برای سنجش خودشیفتگی مدیران استفاده گردیده است. با توجه به نتایج بدست آمده دو معیار نسبت پاداش مدیران بر حقوق و دستمزد و اندازه امضای مدیران تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند به طوری که در فرضیه‌های پژوهش، نسبت پاداش مدیران بر حقوق و دستمزد و اندازه امضای مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد که در نتیجه با استدلال‌های مرتبط با این پژوهش همخوانی دارد.

از این‌رو، مطابق با مبانی نظری و پیشینه‌های مرتبط، نتایج فرضیه‌های پژوهش همسو با نتایج پژوهش فدورو و همکاران (۲۰۲۴) است.

در نتیجه بر اساس نتایج بدست آمده، به موسسات حسابرسی پیشنهاد می‌گردد در رسیدگی‌های خود موضوع خودشیفتگی مدیران را به عنوان یک موضوع کنترل شده مورد توجه قرار دهند تا در نتیجه عملکرد شرکت‌ها به طور صحیح مورد رسیدگی قرار گیرند. همچنین حسابرسی عملکرد شرکت که موجب خلق ارزش آن شرکت می‌گردد با امضای حساب‌رسان مستقل مورد استفاده عموم قرار خواهد گرفت که در نتیجه بر تصمیمات آنان نقش بسزایی می‌گذارد. پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان به هنگام تصمیم‌گیری در رابطه با عملکرد شرکت‌ها، با توجه به نوع دیدگاه خود (ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز) به بررسی و تحلیل عملکرد شرکت بپردازند و در نتیجه اطلاعات به دست آمده نسبت به ساختار سرمایه هر شرکت تصمیم‌گیری نمایند.

منابع و مآخذ

- حسن‌زاده کوچو، محمود و مهدی‌نیا اسبویی، امین. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ارزش شرکت‌ها، فصل‌نامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۶ (۸۵)، ۱۷۶۲-۱۷۷۶.
- خواجوی، شکرالله؛ دهقانی سعدی، علی‌اصغر و گرامی شیرازی، فرزاد، (۱۳۹۵)، تأثیر خودشیفتگی مدیران بر مدیریت سود و عملکرد مالی، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۸ (۲)، ۱۲۳-۱۴۹.

- قلی‌پور، آرین؛ خنیفر، حسین و فاخری کوزه‌کنان، سمیرا، (۱۳۸۷)، اثرات خودشیفتگی مدیران بر آشفستگی سازمان‌ها، *فرهنگ مدیریت*، ۶ (۱۸)، ۷۹-۹۳.
- موسوی شیر، سید محمود؛ قدردان، احسان و صالحی آزاد، روزین، (۱۳۹۹)، شواهد تجربی از نقش خوش‌بینی مدیریت بر بازده سهام، *راهبرد مدیریت مالی*، ۸ (۱)، ۱۴۳-۱۶۲.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), pp. 301-330.
- Campbell, W. K., and S.M. Campbell. (2009). On The Self-Regulatory Dynamics Created by the Peculiar Benefits and Costs of Narcissism: A Contextual Reinforcement Model and Examination of Leadership, *Self and Identity*, 8, 214-232.
- Chatterjee, A. and D.C. Hambrick. (2007). It's All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance, *Administrative Science Quarterly*, 52, 351-386.
- Foster, J. D.; Reidy, D. E.; Misra, T. A. and J. S. Goff. (2011). Narcissism and Stock Market Investing: Correlates and Consequences of Cocksure Investing. *Personality and Individual Differences*, 50(6), 816-821.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-882.
- Olsen, K. J.; K. K. Dworkis; and S.M. Young. (2014). CEO Narcissism and Accounting: a picture of profits, *Journal of Management Accounting Research*, 26, 243-267.
- Olsen, K. J. and J. M. Stekelberg. (2016). CEO Narcissism and Corporate Tax Sheltering, *Journal of the American Taxation Association*, 38 (1): 1-22.
- Raskin, R. and H. Terry. (1988). A Principal-Components Analysis of the Narcissistic Personality Inventory and Further Evidence of Its Construct Validity, *Journal of Personality and Social Psychology*, 54, 890-902.