



مقاله پژوهشی

تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت: با نقش تعدیلی ارتباط سیاسی و کارایی مدیرعامل^۱

جواد زنگانه^۲، مجید اشرفی^۳، ابراهیم عباسی^۴، آرش نادریان^۵

تاریخ پذیرش: 1401/08/07

تاریخ دریافت: 1400/05/31

چکیده

ویژگی‌های رفتاری مدیران یکی از مهم‌ترین عوامل در تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی و ترکیب ساختار سرمایه شرکت است. از مهم‌ترین ویژگی‌های رفتاری مدیران می‌توان از خوش‌بینی، بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی نام برد. از این رو پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ویژگی‌های رفتاری (خوش‌بینی، بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی) مدیران عامل بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گری کارایی و ارتباط سیاسی مدیرعامل پرداخته و برای این منظور داده‌های مربوط به 130 شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1393 الی 1397 با به‌کارگیری رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت ارتباط معنی‌دار وجود ندارد اما، بین بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی مدیرعامل بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. کارایی مدیرعامل رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت و از سوی دیگر، ارتباط سیاسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند.

واژگان کلیدی: خوش‌بینی، بیش‌اطمینانی، کوتاه‌بینی، انعطاف‌پذیری مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G4, G39, G41

1. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2022.37398.2588

2. دانشجوی دکترا، گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران. Email: javadzang.106@gmail.com

3. استادیار، گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران. نویسنده مسئول.

Email: mjd_ashrafi@yahoo.com

4. استاد، گروه مدیریت، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا، تهران، ایران. E.mail: abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir

5. استادیار، گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران. Email: arashnaderian@yahoo.com

مقدمه

تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی و ترکیب ساختار سرمایه شرکت از آنجائی که بر سودآوری شرکت، بازده سهام و توسعه بنگاه اقتصادی اثرات متفاوتی می‌گذارد بسیار حائز اهمیت است. (صمیمی و همکاران، 1392). بکارگیری انعطاف‌پذیری مالی به تعبیر دنیس و مکینون^۱ (2012) شرکت‌ها را در حل و فصل شوک‌های بزرگ مالی کمک می‌کند و حلقه مفقود شده ساختار سرمایه شرکت است (گامبا، تریانتیس،^۲ 2008). انعطاف‌پذیری مالی، توان شرکت در واکنش مناسب در مواجهه با موارد پیش‌بینی نشده و تأمین مالی در جهت بیشینه نمودن ارزش شرکت را شامل می‌شود. (بایون^۳، 2011). شرکت‌هایی می‌توانند در برابر فشارهای مالی مقاومت کرده که دارای انعطاف‌پذیرش مالی باشند این شرکت‌ها می‌توانند وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری را در زمان وجود فرصت‌های سودآور با کمترین هزینه فراهم نمایند. (گامبا و تریستان، 2008). یکی از سیاست‌های مهم مالی شرکت‌ها سیاست‌های مرتبط با انعطاف‌پذیری مالی شرکت است که در توانمند ساختن مدیران در سرمایه‌گذاری‌های شرکت نقش مهمی بازی می‌کند. شرکت‌ها جهت استفاده از فرصت‌های سودآور پیش رو با توجه به مشکلات بازار سرمایه ملزم به حفظ انعطاف‌پذیری مالی هستند (بانسل و میتو^۴، 2004).

طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در یافتن علل موارد خاص با کمک گرفتن از سایر علوم نظیر علوم اجتماعی و روانشناسی بوده‌اند، مالی رفتاری از ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج در روانشناسی شکل گرفت و به سرعت گسترش یافت (خواجوی و همکاران، 1395). شواهد عینی بیان‌گر آن است که مدیران از قابلیت‌های متفاوتی در اجرای وظایف مدیریتی خود برخوردارند. این تفاوت در قابلیت‌های مدیران می‌تواند یکی از عوامل توجیه‌کننده ویژگی‌های رفتاری آنان باشد (نیک‌بخت، دهقانی و قوهستانی، 1396). از ویژگی‌های مهم شخصیتی که جایگاه ویژه‌ای در نظریه‌های مالی دارند می‌توان از خوش‌بینی، کوتاه‌بینی و بیش اطمینانی مدیر نام برد؛ این ویژگی‌ها از شاخص‌های مهم علوم رفتاری از جمله روانشناسی هستند.

مدیریت شرکت با تمرکز بر عملکرد کوتاه‌مدت خود سعی در افزایش سودآوری و بهبود قیمت سهام شرکت می‌نماید و کلیه اقدامات و عواملی که مانع این امر است حذف می‌نماید. به بیان دیگر، مدیران کوتاه بین تمایل به افزایش قیمت جاری سهام با افزایش سودآوری جاری دارند و تمرکز خود را بر اهداف کوتاه‌مدت مانند سود جاری می‌گذارند و به اهداف اصلی و بلندمدت شرکت توجهی نمی‌کنند (بوجراج و لیبی^۵، 2005). خوش‌بینی سبب می‌شود، انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و خطرات و ریسک‌ها را کمتر از حد و برآورد کند و احساس کند رویدادها و مشکلات قابل کنترل است، در صورتی که ممکن است این‌گونه نباشد. از سوی دیگر، ویژگی‌های رفتاری مدیران تأثیر زیادی بر نحوه تصمیم‌گیری‌های آن‌ها پیرامون گزارشگری مالی و در نتیجه کیفیت این گزارش‌ها دارد. خوش‌بینی یا بیش اعتمادی مدیران یکی از این

1. Denis & makion
2. Gamba. & Triantis
3. Byoun
4. Bancel & Mittoo
5. Bhojraj & Libby

ویژگی‌هاست که در پژوهش‌های انجام شده در این زمینه کمتر به آن توجه شده است (مرادی و قدیریان، ۱۳۹۶). به عقیده پژوهشگران تجربی، بعضی مواقع برای پیدا کردن پاسخ معماهای مالی این احتمال را می‌بایست پذیرفت که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به صورت عقلایی رفتار نکنند. از عوامل مهم در تصمیم‌گیری مدیران می‌توان از ویژگی شخصیتی مدیران نام برد (برتراند و اسکوار^۱، 2003). خوش‌بینی یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی مدیران است که بر ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد (دوئلمن و همکاران^۲، ۲۰۱۵). خوش‌بینی مدیریتی یا بیش‌اطمینانی مدیریت (اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد)، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در نظریه‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد.

تصمیماتی که مدیران در راستای بهبود وضع شرکت می‌گیرند، تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله شرایط اقتصادی، سیاسی، رفتاری و ... قرار دارد. از جمله مواردی که می‌تواند در تصمیمات مالی مدیران تأثیرگذار باشد، ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل است. در این پژوهش، به بررسی تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل (خوش‌بینی، بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی) بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت با توجه نقش تعدیل‌گر ارتباط سیاسی و کارایی (توانایی) مدیرعامل پرداخته می‌شود.

در ادامه ساختار پژوهش به این ترتیب خواهد بود؛ ابتدا مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش بیان شده و فرضیه برگرفته از مبانی نظری ارائه می‌شود. سپس، روش‌شناسی پژوهش، مدل آزمون فرضیه و متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود و در بخش پایانی، نتایج پژوهش، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای مطرح می‌شود.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

انعطاف‌پذیری مالی با ساختار سرمایه کلی شرکت در ارتباط است و به اعتقاد تراهان و گیتمن^۳ (1995) و گراهام و هاروی^۴ (2001) به‌عنوان پلی بین نظریه و عمل تأمین مالی شرکت عمل می‌نماید. اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی در پژوهش‌ها عمدتاً از طریق مؤلفه‌های ظرفیت بدهی و نگهداشت وجه نقد با شاخص‌های مختلف صورت پذیرفته است. شاخص‌های مختلف انعطاف‌پذیری مالی باعث گردیده که تعریف، اندازه و خاصه واحدی برای آن وجود نداشته باشد. از نظریه‌های مرتبط با انعطاف‌پذیری مالی نظریه‌های توازن، سلسله‌مراتب، عدم تقارن اطلاعاتی می‌توان نام برد:

نظریه توازن

مطابق این نظریه، شرکت‌ها یک توازن بین منافع نگهداشت وجه نقد و هزینه‌های آن برقرار می‌کنند. طبق الگوی توازن، شرکت‌ها اهرم بهینه را بر مبنای توازن میان منافع و هزینه‌های بدهی تعیین می‌کنند (فاما و فرنچ^۵، 2002).

1. Bertrand & Schoar
2. Duellman et al
3. Trahan & Gitman
4. Graham & Harvey
5. Fama & French

نظریه سلسله‌مراتب

برحسب این نظریه، شرکت‌ها تمایل به نگهداری وجه نقد و انباشت منابع درون‌سازمانی دارند. در چنین شرایطی، شرکت‌ها معمولاً به خاطر بالا بودن هزینه (سرمایه) از سهام و اهرم مالی اجتناب می‌نمایند (آپلر و دیگران^۱، 1999). همچنین، شرکت‌ها در تامین مالی خارجی ترجیح به اخذ بدهی دارند تا انتشار سهام (شیام^۲، 1999).

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

طبق این نظریه، یکی از طرفین معامله نسبت به دیگران، اطلاعات بیشتری نسبت به معامله و شرایط آن را دارد. گارسیا و همکاران^۳ (2009) معتقدند کیفیت اطلاعات حسابداری هزینه تأمین مالی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را کاهش می‌دهد و ممکن است اثرات منفی تقارن اطلاعاتی را نیز کاهش دهد. ول بردا^۴ (1998) انعطاف‌پذیری مالی را به‌عنوان سازگاری پیش‌بینی تغییراتی که اهداف شرکت را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد و به عبارت دیگر توانایی ایجاد فعالیت‌های سودآور به دنبال تغییرات تحمیل‌شده در محیط تجاری تعریف می‌کند که دارای دو چشم‌انداز است:

1. انعطاف‌پذیری خارجی مانند میزان ظرفیت شرکت برای تأثیرگذاری در محیط و در نهایت کاهش آسیب‌پذیری

2. انعطاف‌پذیری داخلی مانند میزان ظرفیت شرکت برای سازگاری با نیازهای محیط یکی از عواملی که می‌تواند تأثیر مهمی و مستقیمی بر هزینه‌های سرمایه‌ای داشته باشد انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها است. همچنین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها باید کمتر به وجوه داخلی وابسته باشد و می‌توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی پایین، از وجوه خود برای تأمین مالی پروژه‌هایشان راحت‌تر استفاده کنند (خدایی وله زاقرد و زارع تیموری، 1389).

حوزه مالی رفتاری به عقیده اندیشمندان مالی می‌تواند علت برخی استثناهای تجربی موجود در نظریه‌های رایج مالی را بیان کند؛ درک آثار ویژگی‌های شخصیتی افراد (مدیران) بر سازمان بسیار بااهمیت است زیرا گاهی افراد تحت تأثیر احساساتشان، رفتاری کاملاً متفاوت با منطق اقتصادی از خود نشان می‌دهند (خواجوی و همکاران، 1395). کوه‌بینی مدیران با مجموعه رفتارهایی تعریف می‌شود که سعی در افزایش قیمت سهام شرکت در کوتاه‌مدت دارد، که بهای آن از دست دادن سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت و به چالش کشیده شدن توانایی بازارهای مالی در عین ارزش شرکت است. اگر بازار کارا باشد سرمایه‌گذاران به این درک می‌رسند که رفتار کوتاه‌بینانه مدیران باعث کاهش سود بلندمدت شرکت می‌گردد. که امر باعث

1. Opler et al
2. Shyam
3. Garcia et al
4. Volberda

می‌شود مدیران از رفتار کوتاه‌بینانه خود منصرف شوند. (چن، لین و یانگ^۱، 2015). از طرفی دیگر، مدیران باید از پیامدها و آثار این اقدامات کوتاه‌بینانه آگاه باشند که چگونه ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین، پدیده کوتاه‌بینی، کارایی بازار را تهدید کرده و منجر به تصمیمات مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت بازار می‌شود. همچنین، مالکان جهت افزایش ثروت خود و ارزش شرکت نیازمند تصمیم‌های منطقی و بلندمدت هستند. درحالی‌که مدیران همواره نگران آینده شغلی خود هستند و تصمیم‌هایی را اتخاذ می‌کنند که دوره بازیافت آن‌ها سریع باشد. به عبارت دیگر، آن‌ها درگیر مدیری کوتاه‌بین می‌شوند؛ بنابراین انگیزه مدیران در اقدامات کوتاه‌بینانه نیز به‌منظور نیل به اهداف خویش است که نه تنها با اهداف صاحبان سهام هم سو نیست، بلکه در تضاد با منافع و خواسته آن‌ها (تضاد منافع بر مبنای نظریه نمایندگی) است (گوپالان و شنگ^۲، 2014).

مدیران همواره به‌صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیر عقلایی اتخاذ کنند که تأثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت، علی‌الخصوص بحث سرمایه‌گذاری داشته باشد (باکر و همکاران^۳، 2007). خوش‌بینی را می‌توان به‌عنوان اعتقاد بی‌اساس در مورد استدلال‌های شهودی، قضاوت‌ها و توانایی‌های شناختی افراد خلاصه نمود. در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه، خوش‌بینی از نوع شناختی مورد بررسی قرار گرفته است و نشان می‌دهد افراد برآوردی بیش‌ازاندازه در مورد اطلاعاتی که در اختیار دارند و توانایی خود در پیش‌بینی دارند. بنابراین، رویدادهایی که دارای احتمال وقوع کمی هستند حتمی می‌دانند. (پمپین^۴، 2006). به بیان دیگر، مدیران خوش‌بین به دلیل وجود خطای حسی مبنی بر توانایی کنترل موقعیت، در برخورد با بازخورد و اطلاعات منفی جدید معتقدند که این پروژه‌ها آینده امیدبخشی دارند و همچنان عقیده خود را در مورد پروژه تغییر نمی‌دهند (مالمندیر و تیت^۵، 2005؛ تیلور و براون، 1988). یکی از انواع جهت‌گیری‌های رفتاری که در پژوهش‌های مالی رفتاری مستند شده خوش‌بینی است. مالمندیر و تیت (2005)، هیتون^۶ (2002)، بن محمد و همکاران (2014) و کمپل و همکاران^۷ (2011)، آغازگر بحثی در مورد اثر خوش‌بینی مدیریتی با نقدینگی داخلی و بر سرمایه‌گذاری بودند. گرایش به خوش‌بینی سبب می‌شود مدیران به این باور برسند که بازار شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری کرده که این خود خطایی روان‌شناختی است. گرایش خوش‌بینی، موجب می‌شود مدیران با ارزیابی نادرست شرکت خود همیشه تمایل به برآورد بیش از واقع بازده مورد انتظار شرکت و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود داشته باشند. وی به لحاظ نظری پیش‌بینی کرد از عواملی که بر تصمیم‌گیری‌های شرکت می‌تواند مؤثر

-
1. Chen, Lin & Yang
 2. Gopalan & Sheng
 3. Baker et al
 4. Pompian
 5. Malmendier & Tate
 6. Heaton
 7. Campbel et al

باشد خوش‌بینی مدیریتی است. در ادبیات مالی رفتاری، گرایش خوش‌بینی مدیران، برآورد سیستماتیک بیش از واقع متوسط جریان‌های نقدی و بازده آتی ناشی از فعالیت‌های شرکت مانند سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و پرداخت سود سهام، اکتساب، ادغام و نتایج ناشی از آن‌ها، همراه با درجه خاصی از نبودن عقلانیت است. هیلاری و همکاران^۱ در سال 2016 نشان دادند خوش‌بینی مدیران می‌تواند خوش‌بینی ناشی از فرصت‌طلبی یا خوش‌بینی واقعی مدیریتی باشد. در خوش‌بینی واقعی مدیریتی، عملکرد گذشته به اعتماد بیش‌ازحد، اعتماد بیش‌ازحد به خوش‌بینی بیش‌ازحد، خوش‌بینی بیش‌ازحد به تلاش، و تلاش به عمل و نتیجه منجر می‌گردد.

مدیریت بیش‌ازحد مطمئن ممکن است از تعصب خودآگاه نباشد، در ذهن خود به صورت ناخواسته صورت‌های مالی را بیش‌ازحد خوش‌بینانه، غلط و غیرواقعی ارائه دهد (پرسلی و ابوت^۲، 2013). می‌توان گفت خوش‌بینی مدیریتی برای شرکت‌هایی که دارای عملکرد ضعیف بوده‌اند، و شرکت‌هایی که دارای سطوح بالای مالکیت داخلی و مدیریتی و شرکت‌های کوچک‌تر، بیشتر اتفاق می‌افتد. همچنین خوش‌بینی در پیش‌بینی‌های مدیران از سالی به سال دیگر تکرار می‌شود و نیروهای بازار، نقشی در نظم بخشیدن به صحت پیش‌بینی‌ها ندارند (هاتن و همکاران^۳، 2009).

ارتباطات سیاسی از عواملی است که بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و این موضوع در ادبیات پژوهشی اخیر، توجه چشم‌گیری را در سرتاسر جهان به خود معطوف کرده است (دینگ و همکاران^۴، 2014). منظور از برقراری ارتباطات سیاسی، میزان عملکرد مالی قابل‌ملاحظه با دولت است. اصطلاح روابط سیاسی به‌منظور بیان روابط نزدیک دولت و واحدهای تجاری استفاده می‌شود (رضایی و افروزی، 1394). برخورداری شرکت‌ها از روابط سیاسی می‌تواند منافع از قبیل شرایط مناسب استقرار، کاهش هزینه‌های مالی، بهبود فرصت‌های رشد و کاهش احتمال وقوع ورشکستگی را به همراه داشته باشد (هوستون و همکاران^۵، 2014). شرکت‌های دارای حساسیت زیاد بازار سرمایه دارای سطح بالایی از ارتباط سیاسی شخصی هستند (کاپلانو زینگلاس^۶، 1997). این بدین معنی است که ارتباطات سیاسی اثر حساسیت بازار را تضعیف می‌کند. در ادبیات موجود مستند شده است که ارتباط سیاسی از طریق دسترسی آسان به منابع خارجی و قراردادهای مبتنی بر روابط، منابع ارزشمندی برای شرکت فراهم می‌کند و بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد (کلاسنس و همکاران^۷، 2008؛ هوستن و همکاران^۸، 2014؛ پیو ترسکی و ژانگ^۸، 2014).

1. Hilary et al
2. Presley & Abbott
3. Hutton et al
4. Ding et al
5. Houston et al
6. Kaplan & Zingales
7. Claessens et al
8. Piotroski & Zhang

مدیرانی که کیفیت کاری بالایی داشته باشند نسبت به مدیرانی که کارشان از کیفیت پایینی برخوردار است، در رابطه با مقدار مشخصی داده، مقدار بیشتری ستاده تولید می‌کند. دمرجیان و همکاران (2012) بیان می‌کند که مدیران توانمند در تعیین میزان زمان‌بندی بازده اقتصادی و همچنین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری توفیق بیشتری دارند. سانچز و مکا (2018) دریافتند که توانایی مدیریتی یک عامل تعیین‌کننده مهم در کارایی سرمایه‌گذاری است که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری بیش یا کمتر از حد می‌شود. اریلیخ و لوکا^۳ (2013) نشان دادند مدیران با توانایی بالا، منابع شرکت در طول محدودیت مالی را حفظ می‌کنند. از دیدگاه گارگ و همکاران^۴ (2016) پژوهش‌های پیشین در زمینه اجتناب مالیاتی بر ویژگی‌های خاص شرکت تمرکز کرده‌اند. این در حالی است که برخی از ویژگی‌های شخصی مدیران به‌عنوان تصمیم‌گیرنده می‌تواند نقش‌های کلیدی و اساسی در این بین داشته باشد. هانلن و هیترمن^۵ (2010) نیز به نقش کیفیت مدیران و قابلیت‌های آنان در خصوص اجتناب مالیاتی اشاره کرده‌اند.

چالاکی و همکاران (1397) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر درماندگی مالی با تأکید بر انعطاف‌پذیری مالی در بازه زمانی 1388-1394 پرداختند. نتایج بررسی نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین توانایی مدیریت و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد.

وانگ و همکاران^۵ (2017) به بررسی روابط بین توانایی مدیریت، ارتباطات سیاسی و گزارشگری متقلبانانه پرداختند آن‌ها دریافتند مدیران با توانایی بالاتر به نسبت مدیران با توانایی پایین‌تر، کمتر اقدام به ارائه گزارشگری مالی متقلبانانه می‌کنند و همچنین این فرضیه را که ارتباطات سیاسی موجب ایجاد انگیزه لازم برای مدیرانی با توانایی بالا نسبت به اقدام به ارائه گزارشگری متقلبانانه می‌شود را نیز رد نمود.

یحیی زاده فر و همکاران (1395) در پژوهشی نشان دادند که مدیران منطقی، کمتر از مدیران خوش‌بین به هموارسازی سود می‌پردازند. به بیان دیگر، مدیران خوش‌بین سودهای هموار بیشتری در صورت‌های مالی نشان می‌دهند. بوستانی و رضایی (1394) در پژوهشی به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاصل از بررسی نشان داد، مدیرانی که از سطح خوش‌بینی بالایی برخوردارند و در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم فعالیت می‌کنند، موجب بهبود (افزایش) سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند. درحالی‌که وجود مدیران با سطح خوش‌بینی کم در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری زیاد موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نگردد. همچنین نتایج نشان‌دهنده آن است که خوش‌بینی بیشتر (کمتر) مدیران در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم (زیاد) موجب افزایش ارزش شرکت نمی‌گردد.

شمسی و جهانشاد (1398) در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای بر شاخص‌های ریسک و بهره‌وری سرمایه پرداختند. نتایج نشان دادند

1. Sanchez & Meca
2. Ehrlich & Louca
3. Garg et al
4. Hanlon & Heitzman
5. Wang et al

که بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای بر انحراف بازده سهام تأثیر معنی‌داری ندارد اما، اگر بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری باشد بر انحراف بازده سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بشکوه و کشاورز (1397) در پژوهشی نشان دادند با افزایش بیش اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند.

خیراللهی و همکاران (1393) در پژوهشی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و مدیریت سود بر انعطاف‌پذیری مالی (مؤلفه نگهداشت وجه نقد) پرداختند نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های با ساختار حاکمیت شرکتی قوی را افزایش داده و ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های با مدیریت سود بالا را کاهش داده‌اند.

واعظ و همکاران (1400) در پژوهشی به بررسی تأثیر تضاد مالکانه بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی با شدت سرمایه‌گذاری و تقسیم سود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی دارای تأثیرگذاری مثبت معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود است.

طالع زارعی و عبدلی (1396) در پژوهشی نشان دادند اتخاذ تصمیم‌های ناکارآمد ناشی از افزایش کوتاه‌بینی مدیریت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد و باعث کاهش میزان سرمایه‌گذاری و کیفیت سود شرکت می‌گردد.

چانگ، هانگ، لی و ژو^۱ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر خوش‌بینی و بیش اعتمادی مدیران بر مدیریت سود پرداختند. آن‌ها دریافتند مدیران با درجه خوش‌بینی زیادتر، با احتمال بیشتری اقدام به هر دو نوع مدیریت سود واقعی و اقلام تعهدی اختیاری می‌کنند.

کانگ^۲ (2017) در پژوهشی نشان داد مدیران بیش‌اطمینان می‌توانند مشکلات به وجود آمده ناشی از کمبود سرمایه‌گذاری مدیران کوتاه‌بین را از بین برده و ارزش شرکت را با افزایش سرمایه‌گذاری بالا ببرند. چن و همکاران^۳ (2016)، به مطالعه کوتاه‌بینی مدیران و کاهش سرمایه‌گذاری در طرح‌های تحقیق و توسعه در بازار در حال ظهور تایوان و اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی رفتار کوتاه‌بینانه مدیران را تشدید می‌کنند، می‌پردازند. نتایج نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های تایوانی، هزینه‌های تحقیق و توسعه را به‌منظور رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عایدات قطع می‌کنند.

پیکولینا و همکاران^۴ (2017) در پژوهش خود به بررسی رابطه خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیریت و انتخاب سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد بین خوش‌بینی بیش‌ازحد و انتخاب سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معنی‌داری برقرار است. به عبارت دقیق‌تر، خوش‌بینی بیش‌ازحد بالا منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر و خوش‌بینی پایین‌تر مدیریت منجر به سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود. درحالی‌که خوش‌بینی متوسط مدیریت، به سرمایه‌گذاری دقیق منجر می‌شود.

1. Chang et al
2. Kang
3. Chen et al
4. Pikulina et al

کلارک، براین¹ (2010) این پژوهش به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه می‌پردازد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد زمانی که ارزش نهایی انعطاف‌پذیری در ارتباط با تصمیمات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد، سایر متغیرهای تأثیرگذار بر ساختار سرمایه اهمیت خود را به مقدار زیادی از دست می‌دهند. به عبارت بهتر، انعطاف‌پذیری مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه می‌شود. ارسلان و فلوراکیس² (2009) در پژوهشی نشان دادند شرکت‌ها در درجه اول، سیاست‌های محافظه‌کارانه بدهی را در جهت حفظ انعطاف‌پذیری مالی در پیش می‌گیرند. مطابق یافته‌های آن‌ها، مهم‌ترین جز انعطاف‌پذیری مالی شرکت بدهی است.

فرضیه‌های پژوهش

1. بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه وجود دارد.
2. ارتباط سیاسی رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی را تعدیل می‌کند.
3. کارایی مدیریت رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی را تعدیل می‌کند.
4. بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی رابطه وجود دارد.
5. ارتباط سیاسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی را تعدیل می‌کند.
6. کارایی مدیریت رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی را تعدیل می‌کند.
7. بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه وجود دارد.
8. ارتباط سیاسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی را تعدیل می‌کند.
9. کارایی مدیریت رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی را تعدیل می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه پژوهش، توصیفی پیمایشی است. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها، از روش تحلیل همبستگی استفاده خواهد شد. پژوهش همبستگی یا همخوانی، شامل کلیه روش‌هایی است که در آن سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از رگرسیون و رابطه همبستگی کشف یا تعیین شود. هدف روش تحلیل همبستگی، مطالعه همراهی (حدود) تغییرات یک یا چند متغیر با تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است. داده‌ها از طریق مراجعه به صورت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری گردیده است. برای جمع‌آوری اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه پژوهش از اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی شرکت‌های منتخب و بانک اطلاعاتی نرم‌افزارهای موجود در بازار همچون ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز استفاده گردیده است. در این پژوهش، جامعه آماری کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1393 تا 1397 است. نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت هدفمند بوده که با شرایط زیر مقید گردیده است.

1. قبل از سال 1393 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد.

2. شرکت‌ها نیاستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد انتظار تغییر داده باشند.
 3. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و دچار وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نگرفته باشند.
 4. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی 1393 الی 1397 به‌طور کامل ارائه کرده باشند.
 برای طبقه‌بندی، محاسبات و پردازش داده‌ها از نرم‌افزار صفحه گسترده و برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویوز استفاده گردید.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل پژوهش

برای سنجش فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون زیر استفاده می‌کنیم.

(1)

$$FF = \beta_0 + \beta_1 \text{optimism} + \beta_2 \text{political connection} + \beta_3 \text{efficiency} + \beta_4 \text{optimism} * \text{political connection} + \beta_5 \text{optimism} * \text{efficiency} + \beta_6 \text{Grow} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{M/B} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{Year} + \beta_{12} \text{Roa} + \varepsilon$$

(2)

$$FF = \beta_0 + \beta_1 \text{overconfi} + \beta_2 \text{political connection} + \beta_3 \text{efficiency} + \beta_4 \text{overconfi} * \text{political connection} + \beta_5 \text{overconfi} * \text{efficiency} + \beta_6 \text{Grow} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \frac{M}{B} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{Year} + \beta_{12} \text{Roa} + \varepsilon$$

(3)

$$FF = \beta_0 + \beta_1 \text{myopia} + \beta_2 \text{political connection} + \beta_3 \text{efficiency} + \beta_4 \text{myopia} * \text{political connection} + \beta_5 \text{myopia} * \text{efficiency} + \beta_6 \text{Grow} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{M/B} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{Year} + \beta_{12} \text{Roa} + \varepsilon$$

جدول (1) به معرفی متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های (1) تا (3) پرداخته است.

جدول 1. متغیرهای پژوهش

ردیف	نوع متغیر	
1	وابسته	انعطاف‌پذیری مالی
2	مستقل	بیش اطمینانی
3	مستقل	خوش‌بینی
4	مستقل	کوتاه‌بینی
5	تعدیل‌گر	ارتباط سیاسی
6	تعدیل‌گر	کارایی
7	کنترلی	رشد شرکت
8	کنترلی	اهرم
9	کنترلی	سن شرکت
10	کنترلی	اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها)
11	کنترلی	بازده دارایی
12	کنترلی	ارزش بازار به دفتر

متغیر مستقل

خوش‌بینی: یک شاخص دودویی است. اگر مدیرعامل به‌عنوان خوش‌بین تلقی شود، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد. در این پژوهش جهت تعیین خوش‌بینی مدیریت از پیش‌بینی فروش مدیریت استفاده می‌گردد. اگر پیش‌بینی مدیریت از فروش سال $t+1$ بیشتر از فروش واقعی سال t باشد، مدیریت به‌عنوان خوش‌بین تلقی می‌گردد (صالحی و همکاران، 1396).

بیش اطمینانی: یکی از روش‌ها جهت محاسبه و اندازه‌گیری اطمینان بیش‌ازحد مدیران، استفاده از معیار مبتنی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران است. کمپل همکاران (2011) نشان دادند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مرتبط با اطمینان بیش‌ازحد مدیران است. این مطلب نشان می‌دهد که این تصمیم‌ها ممکن است شامل اطلاع آینده در مورد سطح اطمینان بیش‌ازحد باشد. سود هر سهم یکی از شاخص‌های بسیار مهم است که مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی است. EPS از تقسیم سود پس از کسر مالیات شرکت، محاسبه می‌شود که نشان‌دهنده سودی است که شرکت در یک دوره مشخص به ازای یک واحد سهم عادی به دست آورده است. در این پژوهش اگر EPS واقعی از EPS پیش‌بینی شده در شرکتی بیش‌تر باشد عدد صفر را به خود گرفته و نشانگر عدم اطمینان بیش‌ازحد مدیران در آن شرکت خواهد بود و در غیر آن صورت اگر سود هر سهم واقعی کمتر از سود هر سهم پیش‌بینی شده باشد ضمن اینکه نشان‌دهنده اطمینان بیش‌ازحد مدیران است عدد یک را نیز به خود اختصاص می‌دهد. (پلیگ و همکاران¹، 2012). استولز و همکاران² (2015) و همچنین هریبار و یانگ³ (2016) نیز از این متغیر جهت اندازه‌گیری اطمینان بیش‌ازحد استفاده کرده‌اند.

کوته‌بینی: زمانی که مدیریت شرکت کوتاه‌بین باشد، با وجود داشتن فرصت جهت سرمایه‌گذاری بلندمدت و داشتن منابع لازم و کافی از این کار امتناع می‌کند. به‌احتمال زیاد شرکت‌هایی که سودآوری بیش‌ازحد مورد انتظار و به‌طور هم‌زمان و هزینه پژوهش و توسعه و بازاریابی کمتر از حد معمول را گزارش می‌کنند دارای مدیریت کوتاه بین هستند. برای مشخص کردن شرکت‌های دارای مدیریت کوتاه‌بین نسبت به برآورد سطح مورد انتظار هزینه پژوهش و توسعه و بازاریابی و بازده دارائی در دوره زمانی پژوهش برای هر شرکت با استفاده از رابطه‌های 4 و 5 و 6 می‌پردازیم (آندرسون و هسیانو⁴، 1982).

مقادیر واقعی با مقادیر مورد انتظار (برآوردی) محاسبه‌شده با استفاده از مدل‌ها، مقایسه شده و با توجه به میزان تفاوت موجود ε شرکت‌ها در 4 گروه اصلی طبق جدول 2 تقسیم‌بندی می‌شود.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

1. Pelleg et al
2. Stolza et al
3. Hribar & Yang
4. Anderson & Hsiao

در رابطه‌های بالا $R\&D_{i,t}$ هزینه‌های پژوهش و توسعه به جمع دارائی‌ها، $Mktg_{i,t}$ هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارائی‌ها و $ROA_{i,t}$ نرخ بازده دارائی‌ها که بر اساس نسبت سود خالص به جمع دارائی‌ها سنجیده می‌شود است.

جدول 2. تفاوت موجود ($\varepsilon_{i,t}$)، بین هزینه‌های پژوهش و توسعه، هزینه بازاریابی و بازده دارائی‌ها

گروه 4	گروه 3	گروه 2	گروه 1
اختلاف منفی بین بازده دارائی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارائی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارائی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارائی پیش‌بینی شده و واقعی
	اختلاف مثبت هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی	فقط اختلاف یکی از هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه منفی	اختلاف منفی هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی

بین این گروه‌ها، شرکت‌های حاضر در گروه 1، دارای مدیریت کوتاه‌بین می‌باشند زیرا با وجود آنکه بازده دارائی‌های شرکت افزایش پیدا کرده اما هزینه‌های شرکت در زمینه بازاریابی و پژوهش و توسعه کاهش پیدا کرده است.

متغیر وابسته

انعطاف‌پذیری مالی شرکت: به دلیل ماهیت چندبعدی انعطاف‌پذیری مالی، از سنجه‌های مختلف برای پوشش این ابعاد استفاده می‌شود. این سنجه‌ها به دودسته کلی قابل تقسیم هستند: 1. سنجه‌های مرتبط با نقدینگی 2. سنجه‌های اهرمی (گدالا، 2009).

سنجه‌های نقدینگی: ارسلان و همکاران (2006) و میکلسون و پارچ² (2003) از نسبت وجوه نقد به کل دارائی برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی استفاده کردند. رجایی و بیتوته (2013) از نسبت وجه نقد به بدهی‌های کوتاه‌مدت برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی استفاده کرده‌اند.

سنجه‌های اهرمی: میچلی و وینسنت³ (2013) از نسبت کل بدهی به کل دارائی برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی استفاده کردند. استوهز و مائر (1997) از نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی استفاده کردند. به این نسبت اصطلاحاً نسبت سررسید بدهی اطلاق می‌شود.

$$F1 = \frac{\text{وجه نقد}}{\text{کل دارائی‌ها}} \quad (7)$$

$$F2 = \frac{\text{وجه نقد}}{\text{بدهی‌های جاری}} \quad (8)$$

1. Gdala
2. Mikkelson & Partch
3. Michaely & Vincent

$$F3 = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{کل دارایی ها}} \quad (9)$$

$$F4 = \frac{\text{بدهی های بلند مدت}}{\text{کل بدهی ها}} \quad (10)$$

در این پژوهش از سنجه F1 برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی استفاده شده است.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: این متغیر از طریق تقسیم ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود.

اهرم مالی: این متغیر از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود. بازده دارایی‌ها: بازده دارایی‌ها از طریق تقسیم سود خالص سال جاری بر کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. رشد شرکت: فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌گردد. سن شرکت: سال بررسی صورت‌های مالی منهای سال تأسیس شرکت.

متغیرهای تعدیل‌گر

ارتباط سیاسی: روابط سیاسی شرکت یک متغیر مجازی است، به طوری که اگر حداقل یکی از سهامداران عمده شرکت (با مالکیت 10 درصد یا بیشتر) از شخصیت‌های وابسته به دولت باشد، مقدار یک و در غیراینصورت، مقدار صفر اختصاص می‌یابد (حبیب و همکاران، 2017؛ مهربان پور و همکاران، 1396). کارایی (توانایی) مدیریت: از مدل ارائه‌شده توسط (دمرجان و همکاران¹، 2012) برای اندازه‌گیری کارایی مدیریت استفاده شده است. اساس مدل مذکور بر پایه بررسی نسبت داده‌ها به ستاده‌ها شرکت است و در این مدل فرض می‌شود که مدیران با توانایی بالاتر، می‌توانند درآمد بیشتری را با به‌کارگیری میزان معینی از منابع (از قبیل سرمایه، نیروی کار و دارایی‌های نامشهود) به دست بیاورند. شاخص کارایی مدیریت به صورت ذیل محاسبه می‌شود.

$$\text{Efficiency} = \frac{\text{Sales}}{\text{COGS} + \text{SGA} + \text{PPE} + \text{R\&D} + \text{IA}} \quad (11)$$

در رابطه (11)، متغیر COGS بهای تمام‌شده کالای فروش رفته؛ Sales، معرف مبلغ درآمد فروش؛ SGA، هزینه‌های اداری و فروش؛ PPE، مانده اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات؛ IA، دارایی‌های نامشهود و R&D؛ انباشت پژوهش و توسعه است.

عملکرد کلی شرکت با شاخص کارایی فوق نشان داده می‌شود. برای اینکه بتوانیم از این شاخص به عنوان معیار توانایی مدیریت استفاده کنیم باید اثر این‌گونه عوامل در شاخص فوق تعدیل شود.

$$\text{Efficiency}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln Assets}_i + \beta_2 \text{MarketShare}_i + \beta_3 \text{CF}_i + \beta_4 \text{LnCash}_i + \varepsilon_i \quad (12)$$

در رابطه (12)، متغیر Ln Assets معرف لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت؛ Share Market، سهم بازار محصول شرکت (نسبت فروش شرکت به جمع فروش کل شرکت‌های فعال در صنعت مربوطه)؛ LnCash، لگاریتم طبیعی مانده وجوه نقد. CF، خالص جریان نقد شرکت تقسیم‌بر دارایی‌های شرکت؛ معیار کارایی (توانایی) مدیریت باقیمانده‌های حاصل از برآزش الگوی رگرسیونی فوق ε است.

یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از یافته‌های پژوهش به صورت آمار توصیفی به شرح جدول (3) ارائه می‌گردد.

جدول 3. آمار توصیفی

	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی
FF	0/0397	0/0223	0/4702	0/0002	0/0492	3/0648
OVERCON	0/5442	1/0000	1/0000	0/0000	0/4985	-0/1776
MYOPIA	0/0634	0/0000	1/0000	0/0000	0/2440	3/5812
OPTIMISM	0/6576	1/0000	1/0000	0/0000	0/4749	-0/6646
EFFECIENCY	0/0000	-0/0010	0/5472	-0/2510	0/0543	2/0347
PC	0/2326	0/0000	1/0000	0/0000	0/4229	1/2652
GROWTH	0/8349	0/1083	325/1614	-0/9974	14/2593	22/6932
LEV	2/0275	1/4038	303/8242	-80/0212	14/5397	16/6153
SIZE	6/3353	6/2017	8/5877	4/8276	0/7013	0/7808
MVBV	3/3463	2/2499	122/6105	-49/7039	7/7349	7/0696
AGE	35/7980	33/0000	67/0000	12/0000	12/2689	0/2184
ROA	0/0999	0/0769	2/3001	-1/0633	0/1855	2/7029

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول (3) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و ... آورده شده است. به‌عنوان مثال برای متغیر وابسته انعطاف‌پذیری (FF) میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم و انحراف معیار به ترتیب 0/0397، 0/0223، 0/4702، 0/0002 و 0/0492، میانگین بیش اطمینانی (OVERCON) 0/5442 و میانه آن 1/0000، میانگین کوتاه‌بینی (MYOPIA) 0/0634 و میانه آن 0/0000 و میانگین متغیر خوش‌بینی (OPTIMISM) 0/6576 و میانه آن 1/0000 است.

جدول (4) همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول 4. ماتریس همبستگی

ROA	AGE	MVBV	SIZE	LEV	GROWTH	PC	EFFECIENCY	OPTIMISM	MYOPIA	OVERCON	FF
0.2760	-0.0100	0.0670	-0.0500	0.0003	-0.0300	-0.0100	0.0240	-0.0700	-0.1100	-0.0900	1
-0.1757	-0.0015	-0.0045	-0.0429	-0.0351	-0.0502	0.0288	-0.2021	0.0641	0.0798	-	
-0.1094	0.1124	0.0277	-0.0476	0.0265	-0.0134	-0.0500	-0.0412	0.0382	1		
-0.0775	0.0609	-0.0187	-0.0079	0.0297	0.0256	0.0328	-0.1469	1			
0.1762	0.0055	0.0033	-0.0068	-0.0400	0.1633	-0.0011	1				
0.0644	-0.1276	0.0024	0.1929	0.0069	-0.0245	1					
-0.0231	0.0716	-0.0117	0.0529	-0.0063	1						
-0.0660	0.0233	0.8009	0.0556	1							
0.1482	0.0041	-0.0513	1								
0.0571	0.0408	1									
-0.0073	1										
1											

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج جدول بالا نشان می‌دهد بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت (OPTIMISM) رابطه منفی $-0/07$ ، بیش اطمینانی (OVERCON) رابطه منفی $-0/09$ و کوتاه‌بینی (MYOPIA) رابطه منفی $-0/11$ ، ارتباط سیاسی (PC) رابطه منفی $-0/01$ و کارایی مدیرعامل (EFFECIENCY) رابطه مثبت $0/024$ وجود دارد.

به علاوه، آزمون‌های تشخیصی برای انتخاب مدل مناسب رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول (5) ارائه می‌گردد.

جدول 5. آزمون‌های تشخیص مدل

آزمون	مدل 1			مدل 2			مدل 3		
	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
Cross-section F	3/234441	(103/409)	00000	3/400891	(103/407)	00000	3/366683	(130/407)	00000
Cross-section Chi-square	309/833042	103	00000	322/886432	103	00000	320/461405	103	00000
Cross-section random	15/464783	7	00305	24/109003	9	00041	22/016969	9	00088
F-statistic	1/397144	*	*	1/031448	*	*	1/097486	*	*
Obs*R-squared	9/746644	*	*	9/295848	*	*	9/879699	*	*
Scaled explained SS	79/82486	*	*	75/20576	*	*	81/40296	*	*
Prob. F(7,512)	*	*	0/2041			0/4134	*	*	0/3628
Prob. Chi-Square	*	7	0/2034		9	0/4104	*	9	0/3603
Prob. Chi-Square	*	7	00000		9	00000	*	9	00000

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول 5 مشاهده می‌شود احتمال آماره هر سه مدل فوق کمتر از $0/05$ است، در نتیجه روش ترکیبی پذیرفته شده است، بنابراین باید آزمون هاسمن را جهت انتخاب بین روش اثرات تصادفی یا ثابت بکار برد. طبق نتایج به دست آمده احتمال آماره تمامی مدل‌ها کمتر از $0/05$ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. برای بررسی وجود مشکل ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان - کوک و ویسبرگ¹ استفاده شده است. بنابر نتایج حاصل از این آزمون، مشکل ناهمسانی واریانس در مدل‌ها وجود ندارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده بیشتر از $0/05$ است).

نتایج آزمون مدل اول پژوهش

نتایج حاصل از برآورد فرضیه اول، دوم و سوم پژوهش به شرح جدول (6) است:

جدول 6. آزمون فرضیه 1، 2، 3

FF = $\beta_0 + \beta_1 \text{optimism} + \beta_2 \text{political connection} + \beta_3 \text{efficiency} + \beta_4 \text{optimism} * \text{political connection} + \beta_5 \text{optimism} * \text{efficiency} + \beta_6 \text{Grow} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{M/B} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{Year} + \beta_{12} \text{Roa} + \epsilon$						
فرضیه	1		2		3	
متغیر	ضریب متغیر	سطح معنی داری	ضریب متغیر	سطح معنی داری	ضریب متغیر	سطح معنی داری
C	0/0006	0/9791	0/0005	0/9828	-0/0025	0/9191
OPTIMISM	-0/0015	0/1433	-0/0011	0/3560	-0/0013	0/2215
PC	*	*	-0/0138	0/0381	*	*
EFFECIENCY	*	*	*	*	0/0061	0/7385
OPTIMISM*PC	*	*	-0/0005	0/8156	*	*
OPTIMISM*EFFECIENCY	*	*	*	*	0/0072	0/7298
GROWTH	0/0000	0/4378	0/0000	0/3809	0/0000	0/3228
LEV	-0/0002	0/0145	-0/0002	0/0135	-0/0002	0/0205
SIZE	-0/0081	0/1292	-0/0071	0/1832	-0/0069	0/2285
MVBV	0/0004	0/0110	0/0004	0/0082	0/0004	0/0153
AGE	0/0024	0/0000	0/0023	0/0000	0/0023	0/0000
ROA	0/0387	0/0000	0/0453	0/0000	0/0322	0/0001
	آماره آزمون		آماره آزمون		آماره آزمون	
R-squared	0/7246	*	0/7464	*	0/7160	*
Adjusted R-squared	0/6505	*	0/6767	*	0/6379	*
Durbin-Watson stat	2/1332	*	2/1312	*	2/1533	*
F-statistic	9/7852	0/0000	10/6994	0/0000	9/1657	0/0000

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول 6؛

- بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر خوش‌بینی (OPTIMISM) در جدول بالا نشان می‌دهد بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد، و این رابطه از نظر آماری معنی‌دار نیست زیرا میزان P-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر پژوهش، بیشتر از 10٪ به‌دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت در سطح اطمینان 90٪ رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
- ارتباط سیاسی رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند. نتایج جدول 6 نشان می‌دهد بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گر ارتباط سیاسی، رابطه منفی وجود دارد، ولی این رابطه از نظر آماری معنی‌دار نیست. زیرا، میزان P-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر پژوهش، بیشتر از 10٪ به‌دست آمده است. بنابراین می‌توان گفت ارتباط سیاسی، رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل نمی‌کند.
- کارایی مدیرعامل رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند. ضریب برآوردی متغیر OPTIMISM*EFFECIENCY در جدول 6 نشان می‌دهد بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گر کارایی مدیرعامل، رابطه

منفی وجود دارد. ولی این رابطه از نظر آماری معنی‌دار نیست، زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر بیشتر از 10٪ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت کارایی مدیرعامل، رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل نمی‌کند.

نتایج آزمون مدل دوم پژوهش

نتایج حاصل از برآورد فرضیه چهارم، پنجم و ششم پژوهش به شرح جدول (7) است:

جدول 7. آزمون فرضیه 4، 5 و 6

$FF = \beta_0 + \beta_1 \text{overconfi} + \beta_2 \text{political connection} + \beta_3 \text{efficiency} + \beta_4 \text{overconfi} * \text{political connection} + \beta_5 \text{overconfi} * \text{efficiency} + \beta_6 \text{Grow} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \frac{M}{B} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{Year} + \beta_{12} \text{Roa} + \varepsilon$						
فرضیه	4		5		6	
متغیر	ضریب متغیر	سطح معنی‌داری	ضریب متغیر	سطح معنی‌داری	ضریب متغیر	سطح معنی‌داری
C	0/0000	0/9986	0/0054	0/8166	-0/0033	0/8919
OVERCON	-0/0031	0/0038	-0/0028	0/0206	-0/0028	0/0130
PC	*	*	-0/0142	0/0230	*	*
EFFECIENCY	*	*	*	*	-0/0092	0/6035
OVERCON*PC	*	*	0/0009	0/7265	*	*
OVERCON*EFFECIENCY	*	*	*	*	0/0393	0/0645
GROWTH	0/0000	0/3275	0/0000	0/2975	0/0000	0/4944
LEV	-0/0002	0/0098	0/0001	0/0078	-0/0002	0/0108
SIZE	-0/0086	0/0932	0/0054	0/1655	-0/0078	0/1656
MVBV	0/0004	0/0044	0/0001	0/0022	0/0004	0/0063
AGE	0/0026	0/0000	0/0005	0/0000	0/0025	0/0000
ROA	0/0339	0/0000	0/0067	0/0000	0/0275	0/0005
	آماره آزمون		آماره آزمون		آماره آزمون	
R-squared	0/7302	*	0/7351	*	0/7195	*
Adjusted R-squared	0/6576	*	0/6622	*	0/6423	*
Durbin-Watson stat	2/1547	*	2/1364	*	2/1894	*
F-statistic	10/0638	0/0000	10/0864	0/0000	9/3219	0/0000

منبع: یافته‌های پژوهش

4. بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی رابطه وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر بیش اطمینانی (OVERCON) در جدول بالا نشان می‌دهد بین بیش اطمینانی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد، و این رابطه از نظر آماری معنی‌دار است. زیرا، میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از 1٪ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت در سطح اطمینان 99٪ رابطه معنی‌دار وجود دارد.

5. ارتباط سیاسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف پذیری مالی شرکت را تعدیل می کند. نتایج جدول بالا نشان می دهد بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل گر ارتباط سیاسی، رابطه منفی وجود دارد، ولی این رابطه از نظر آماری معنی دار نیست. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، بیشتر از ۱۰٪ به دست آمده است. بنابراین، می توان گفت ارتباط سیاسی، رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف پذیری مالی شرکت را تعدیل نمی کند.

6. کارایی مدیرعامل رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف پذیری مالی شرکت را تعدیل می کند. نتایج جدول 7 نشان می دهد بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل گر کارایی مدیرعامل، رابطه منفی وجود دارد، و این رابطه از نظر آماری معنی دار است. زیرا، میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۱۰٪ به دست آمده است. بنابراین، می توان گفت کارایی مدیرعامل، رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف پذیری مالی شرکت را تعدیل می کند.

نتایج آزمون مدل سوم پژوهش

نتایج حاصل از برآورد فرضیه هفتم، هشتم و نهم پژوهش به شرح جدول (8) است:

جدول 8. آزمون فرضیه 7، 8 و 9

$FF = \beta_0 + \beta_1 myopia + \beta_2 political\ connection + \beta_3 efficiency + \beta_4 myopia * political\ connection + \beta_5 myopia * efficiency + \beta_6 Grow + \beta_7 Lev + \beta_8 M/B + \beta_9 Age + \beta_{10} Size + \beta_{11} Year + \beta_{12} Roa + \varepsilon$						
فرضیه	7		8		9	
متغیر	ضریب متغیر	سطح معنی داری	ضریب متغیر	سطح معنی داری	ضریب متغیر	سطح معنی داری
C	-0/0070	0/7626	0/0749	0/0000	0/0151	0/5345
MYOPIA	-0/0059	0/0809	0/0203	0/0000	0/0062	0/0725
PC	*	*	0/0032	0/4069	*	*
EFFECIENCY	*	*	*	*	0/0115	0/3735
MYOPIA*PC	*	*	0/0228	0/0065	*	*
MYOPIA*EFFECIENCY	*	*	*	*	0/0210	0/5523
GROWTH	0/0000	0/3607	0/0001	0/0000	0/0000	0/2020
LEV	-0/0003	0/0076	0/0001	0/2958	0/0002	0/0133
SIZE	-0/0065	0/2254	0/0066	0/0000	0/0037	0/5156
MVBV	0/0004	0/0034	0/0001	0/5866	0/0004	0/0065
AGE	0/0023	0/0000	0/0000	0/8126	0/0021	0/0001
ROA	0/0390	0/0000	0/0732	0/0000	0/0315	0/0001

	آماره آزمون		آماره آزمون		آماره آزمون	
R-squared	0/7226	*	0/1136	*	0/7183	*
Adjusted R-squared	0/6479	*	0/0908	*	0/6408	*
Durbin-Watson stat	2/1423	*	1/2034	*	2/1655	*
F-statistic	9/6855	0/0000	4/9914	0/0000	9/2695	0/0000

منبع: یافته‌های پژوهش

7. بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی رابطه وجود دارد.
- ضریب برآوردی متغیر کوتاه‌بینی (MYOPIA) در جدول بالا نشان می‌دهد که بین کوتاه‌بینی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد. این رابطه از نظر آماری معنی‌دار است زیرا، میزان p-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از 10٪ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت در سطح اطمینان 90٪ رابطه معنی‌دار وجود دارد.
8. ارتباط سیاسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند. نتایج جدول بالا نشان می‌دهد که بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گر ارتباط سیاسی، رابطه منفی وجود دارد این رابطه از نظر آماری معنی‌دار است زیرا، میزان p-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از 1٪ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت ارتباط سیاسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند.
9. کارایی مدیرعامل رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند. نتایج جدول بالا نشان می‌دهد که بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت با توجه به نقش تعدیل‌گر کارایی مدیرعامل، رابطه منفی وجود دارد. این رابطه از نظر آماری معنی‌دار نیست زیرا، میزان p-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر پژوهش، بیشتر از 10٪ به دست آمده است. بنابراین، می‌توان گفت کارایی مدیرعامل، رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل نمی‌کند.

نتیجه‌گیری و بحث

یکی از مهم‌ترین و اصلی‌ترین عوامل بهبود عملکرد شرکت، رفتار مدیر و تصمیمات مالی او است. تصمیمات تأمین مالی و تعیین ساختار سرمایه همواره از تصمیمات چالش‌برانگیز شرکت‌ها هستند. انعطاف‌پذیری مالی باعث می‌شود شرکت در شرایط بحرانی بتواند به‌خوبی با شرایط پیش رو برخورد کند و در مواجهه با فرصت‌ها و مخاطرات، در برابر خطر سقوط محافظت کند. پژوهش حاضر به تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت پرداخته است. ویژگی‌های رفتاری مورد مطالعه در پژوهش حاضر شامل خوش‌بینی، بیش اطمینانی و کوتاه‌بینی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد برخلاف انتظار مطرح‌شده در فرضیه اول، دوم و سوم بین خوش‌بینی

مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه وجود ندارد و کارایی و ارتباط سیاسی مدیرعامل، رابطه بین خوش‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل نمی‌کند.

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه چهارم، پنجم و ششم بیانگر این است که بیش اطمینانی مدیرعامل بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت مؤثر است و کارایی مدیرعامل رابطه بین بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل می‌کند و این تعدیل‌گری اثر مثبتی بر تأثیر بیش اطمینانی مدیرعامل بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت دارد، اما ارتباط سیاسی نقش تعدیل‌گری ندارد.

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه هفتم، هشتم و نهم بیانگر این است که بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت رابطه وجود دارد و ارتباط سیاسی بر رابطه بین این دو متغیر تأثیر مثبت می‌گذارد و کارایی مدیرعامل رابطه بین کوتاه‌بینی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت را تعدیل نمی‌کند. از آنجاکه ارتباط بین کوتاه‌بینی و بیش اطمینانی مدیرعامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت منفی است، هرچه مدیرعامل بیش اطمینانی بیشتری داشته باشد و کوتاه‌بین‌تر باشد به مقوله انعطاف‌پذیری مالی شرکت کمتر پرداخته و شرکت با چنین مدیریتی فاقد انعطاف‌پذیری مالی مناسب برای مواجهه با شرایط مختلف پیش روی شرکت می‌گردد و نمی‌تواند عکس‌العمل به‌موقع و مناسب در برابر تهدیدات احتمالی از خود نشان دهد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با یافته‌های طالع رضائی و عبدلی (1396)، گارگ و همکاران (2016) و کانگ (2017) همسو، و با یافته‌های و پیکولینا و همکاران (2017) و کمپل و همکاران (2011) در تضاد است.

بنا به نتایج مطرح‌شده و اهمیت بحث ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت پیشنهاد می‌گردد، با توجه به اینکه در اقتصاد امروز شرکت‌ها باید از هر فرصت کسب سود و سرمایه‌گذاری استفاده نمایند، شرکت‌هایی که دارای انعطاف‌پذیری مالی بیشتری باشند می‌توانند سودآوری خود را افزایش دهند. پس باید سهامداران عمده و هیئت‌مدیره نظارت بیشتری بر مدیران بیش اطمینان و کوتاه بین اعمال نمایند تا انعطاف‌پذیری مالی شرکت دچار چالش نگردد و شرکت در مواقع ضرور بتواند عکس‌العمل مالی متناسب با چالش‌ها و فرصت‌های پیش رو را داشته باشد.

سرمایه‌گذاران در زمان سرمایه‌گذاری به ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل و انعطاف‌پذیری مالی شرکت توجه نمایند و سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد ناظر اطلاعات لازم در زمینه اجزای انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را افشا کند، به‌صورت ادواری شرکت‌ها را از نظر انعطاف‌پذیری مالی رتبه‌بندی نمایند و شرکت‌ها را ملزم نمایند تا سالانه گزارشی مجزا به‌منظور افشای اطلاعات مرتبط با ویژگی رفتاری مدیران عامل از آن‌ها اخذ کنند تا بر شفافیت بازار افزوده و سرمایه‌گذاران بتوانند با اتکا بر آن تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

با توجه به اهمیت موضوع، پیشنهاد می‌گردد تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مؤلفه‌های مدیریت ریسک شرکت موضوع پژوهش‌های آتی بوده و تأثیر کارایی مدیرعامل بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت موردبررسی قرار گیرد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

References

- Anderson, T.W. Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. *Journal of Econometrics*, 18 (1), 47-82.
- Andreou, P, C, Ehrlich, D & Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. *Cyprus Univeristy of Technology Working Paper*.
- Arslan, O. M.B. Karan. (2006). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Market. *Journal of Financial Economics*, 14, 312-324.
- Arslana, Ö. & Florackis, C. (2009). Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance. *SSRN Working Paper*.
- Baker, M. Ruback, R.S. Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance: A Survey. In: Eckbo, (Ed). *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. Elsevier, New York, 145-186.
- Bancel, F. And U.R. Mittoo. (2004). the Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management* 33,103-132.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 301-330.
- Beshkooch, M. Keshavarz, F. (2018). The Relationship between the Managerial Overconfidence and Stock Price Crash Risk in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*. 6(2), 192-217. (In Persian).
- Bhojraj, S. & R, Libby. (2005). Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/ cashflow conflict, and managerial myopia. *The Accounting Review*, 80 (1). 1-20.
- Bustani, F. Rezaei, F. (2015). The Impact of Management Optimism on Investment Efficiency and Company Value, *First International Conference on Applied Economics and Trade*. (In Persian).
- Byoun, S. (2011). Financial flexibility and capital structure decision. *Available at SSRN 1108850*.
- 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.
- Chalaki, P. Mansourfar, Gh. and Karami, A. (2018). Investigating the effect of management ability on financial distress with emphasis on financial flexibility. *Journal of Financial Accounting Knowledge*. 16, 153-180. (In Persian).
- Chang, S. L., Hwang, L. J., Li, C. A., & Jhou, C. T. (2018). Managerial overconfidence and earnings management. *International Journal of Organizational Innovation (Online)*, 10(3), 189-205.
- Chen, Y., Lin, F.L., Yang, S.Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 68(1), 845-850.
- Claessens, S., Feijen, E., Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 554-580.
- Clark, B. J. (2010). The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence. *Available at SSRN 1499497*.

- Demerjian, P. Lev, B. & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Demerjian. P. R. & Baruch. L.& Lewis. M.& McVay. S. (2012) Managerial Ability and Earnings Quality. *American Accounting Association*, 2(88), 463-498.
- Ding, S., Jia, C., Wilson, C., & Wu, Z. (2014). Political connections and agency conflicts: the roles of owner and manager political influence on executive compensation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 407-434.
- Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of contemporary accounting & economics*, 11(2), 148-165.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33
- Gamba, A. Triantis. A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 263-296.
- Garcia, T; Martin, S; Sanchez, B. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Journal of Accounting and Finance*, 49, 95-115.
- Garcia-Sanchez, I. M. & Garcia-Meca, E. (2018). Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*. 26(4), 238-254.
- Garg, M. Lai, K. and F. Meng (2016). Tax Aggressiveness and Stock Price Crash Risk: Role of Managerial Quality. Available onlineat: http://www.afaanz.org/openconf/2016/modules/request_module=oc_proceedings&action=proceedings.php&a=Accept3% A+Discussant.php?
- Gdala, I. (2009). Financial Flexibility and Investment. *Master thesis*.
- Gopalan, R. Sheng, H. (2014). The role of deferred pay in retaining managerial talent. *Wall Street Journal articles*.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Habib, A., Muhammadi, A. H., & Jiang, H. (2017). Political connections and related party transactions: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 52(1), 45-63.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31, 33-45.
- Hilary, G. Hsu, C. Segal, B & Wang, R. (2016) .The bright side of managerial overOptimism. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 46-64.
- Houston, J. F. Jiang, L. Lin, C & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52 (1), 193-243.
- Hribar, P. & Yang, H. (2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33 (1), 204-227.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86.

Jafari Samimi, A. Khazaei, A. and Montazeri Shurkchali, J. (2013). Study of the effect of financing method on the profitability of firms in Iran. *Economic Strategy Quarterly*, 2(7), 81-106. (In Persian).

Kang, J. (2017). Curbing Managerial Myopia: The Role of Managerial Overconfidence in Owner Managed Firms and Professionally Managed Firms. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2944998>.

Kaplan, S.N. & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.

Khairollahi, F. Behshour, I. Vaivani, F. (2014). Real Profit Management, Governance, Corporation and Cash Holding. *Quarterly Journal of Experimental Studies in Financial Accounting*, 44(11), 145-161. (In Persian).

Khajavi, Sh. Dehghani Saadi, A. A. and Gerami Shirazi, F. (2015). The effect of managers' narcissism on earnings management and financial performance. *Journal of Accounting Advances*. 8(2), 123-149. (In Persian).

Khodaei Veleh Zakherd, M. Zare Teymouri, M. (2010). The effect of financial flexibility on investment decisions. *Journal of Financial Engineering and Portfolio Management*, 3, 155-173. (In Persian).

Lisic, L. L., Neal, T. L., Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2016). CEO power, internal control quality, and audit committee effectiveness in substance versus in form. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 1199-1237.

Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Financ*, 60(6), 2661-2700.

Mehrabanpour, M. R., Jandaghi Qomi, M., & Mohammadi, M. (2017). Investigating the effect of corporate political relations on the use of abnormal transactions with affiliates. *Value and Behavioral Accounting*, 2(3), 147-168. (In Persian).

Michaely, R. Vincent, Ch. (2013). Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions? *Working paper*.

Mikkelson, W.H and Partch, M.M. (2003). Do persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial Economics*, 39, 137-151.

Moradi, J. Ghadirian Arani, M.H. (2017). Overconfidence in Management and Restatement of Financial Statements: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Accounting Advances*. 9 (1), 169-192. (In Persian).

Nikbakht, M. R. Dehghani, A. A. Ghohestani, S. (2017). The effect of managers' capabilities on overconfidence and attitude in choosing a strategy. *Accounting Advances*. 9 (2), 151-178. (In Persian).

Opler, T. Pinkowitz, L. Stulz, R. Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52 (1), 3-46.

Pelleg, R. Moers, F. & Rendres, A. (2012). Investor Reaction to Higher Earnings Management Incentives of OverOptimistic CEOs. Maastricht University. Department

of Accounting and Information Management, August, www.econ.core.hu/file/download/korosi/2012/felleg.pdf.

Pikulina, E. Renneboog, L. & Tobler, P.N. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, 43, 175-192.

Piotroski, J. Zhang, T. (2014). Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China. *Journal of Financial Economics*, 111 (1), 111-136.

Pompian, M. M. (2006). Behavioral finance and wealth management. How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, New Jersey.

Presley, T.J. Abbott, L.J. (2013). CEO Overconfidence and the Incidence of Financial Restatement. *Advances in Accounting*, 29(1), 74-84.

Rajaei M. H. and batuteh, M. (2013). Study The Relationship Between Financial Flexibility and Firm's Ownership Structure. *Advances in Environmental Biology*, 7(10), 3175-3180.

Rezaei, F. Afroozi, L. (2015). Relationship between debt cost and corporate governance in companies with political connections. *Accounting Research*, 16, 86-112. (In Persian).

Salehi, A.K. Mousavi, R. and Moradi, M. (2017). On the effect of managerial temperament on the sensitivity of investment to cash flow. *Financial Knowledge of Securities Analysis*. 33(10), 65-76. (In Persian).

Shamsi, F. Jahanshad, A. (2019). The effect of managers' overconfidence based on investment and capital expenditure on risk indexes and capital productivity. *Journal of Financial Management Strategy*, 7(4), 104-124. (In Persian).

Shyam-Sunder, L. Myers, S. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51 (2), 219-244.

Stolza, B. T, Setman, N. E. & Xu, J. (2015). Managerial Overconfidence and Earnings Management. *Working paper, Department of Insurance, Legal Studies, and Real Estate, University of Georgia*.

Talezari, S. Abdoli, M.R. (2017). Investigating the relationship between management short-sightedness and profit quality and the amount of investment in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*. 10 (34), 57-68. (In Persian).

Trahan, E, A, and Gitman, L, J. (1995). Bridging the Theory-Practice Gap in Corporate Finance: A Survey of Chief Financial Officers. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 35(1).

Vaez, S. Bonabi Ghadim, R. & Gasemi, S. (2021). Effect of Principal-Principal Conflict on Relationship between Financial Flexibility with Investment Propensity and Dividend Payouts. *Journal of Financial Management Strategy*. 9(1), 133-154. (In Persian).

Volberda, H. W. (1998). Building the flexible firm: How to remain competitive. *Oxford University Press*.

Wang, Z., Chen, M. H., Chin, C. L., & Zheng, Q. (2017). Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(2), 141-162.

Yahyazadehfar, M., Shams, S., & Naderi, M. (2017). Investigating the Relationship between Managerial Optimism and Earnings Smoothing in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 5(3), 77-88. (In Persian).

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

