

## **The relation between Sukuk issuance and financial performance: overconfidence and financial and accounting expertise of managers**

**Azam Valizadeh Larijani\***

*Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran. (Corresponding Author)*

*a.valizadeh@alzahra.ac.ir*

**Niloofer Zamani**

*MSc. Student of Accounting, Faculty of social sciences and economics, Alzahra University, Tehran. Iran. zamaniniloo321@gmail.com*

**Fatemeh Shirzadi**

*MSc. Student of Accounting, Faculty of social sciences and economics, Alzahra University, Tehran. Iran. fatemehshirzadi7798@gmail.com*

### **Abstract**

Companies use different financing sources to carry out their operational and investment activities. Available debt capacities is one of these financial resources. One of the emerging sources of financing for companies in the country's capital market is the issuance of Islamic debt securities (sukuk) which have significant benefits for them. Therefore, the purpose of this research is to examine the relation between the amount of sukuk issuance and the company's financial performance. Also, considering that the members of the company's board of directors, as one of the main factors of corporate governance, have significant effects on the company's strategic decisions, in this research, the effect of financial expertise and overconfidence of managers as a moderating variable on the relation between the amount of sukuk issuance and the company's financial performance are examined. The statistical population of this research is the companies listed on the Tehran Securities Exchange and Iran Fara Bourse between ۲۰۱۱ and ۲۰۲۲. In order to test the hypotheses of the research, multivariable linear regression was used. The results of the research have shown that there is a significant positive relation between the amount of sukuk issuance and the company's performance. Also, according to the obtained results, the financial expertise of managers

intensifies the positive relationship between the amount of sukuk issuance and company performance; This is while managers' overconfidence weakens the relationship between the amount of sukuk issuance and the company's performance. The findings of this research can be used by all companies applying to use sukuk, as well as the Securities and Exchange Organization as the body that oversees the process of issuing said bonds.

**Keywords:** sukuk, managers' overconfidence, financial and accounting expertise of managers, Islamic debt securities.

Copyrights



This license only allowing others to download your works and share them with others as long as they credit you, but they can't change them in any way or use them commercial.

## رابطه بین انتشار صکوک و عملکرد مالی: نقش تعدیل‌گری بیش اطمینانی و تخصص مالی و حسابداری مدیران

اعظم ولی‌زاده لاریجانی<sup>۱\*</sup> نیلوفر زمانی<sup>۲</sup> فاطمه شیرزادی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۱۸

### چکیده

شرکت‌ها به منظور انجام فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری خود از منابع مختلف تأمین مالی استفاده می‌کنند. از جمله این منابع مالی ظرفیت‌های بدهی در دسترس می‌باشد. یکی از منابع نوظهور تأمین مالی برای شرکت‌ها در سطح بازار سرمایه کشور انتشار اوراق بدهی اسلامی (صکوک) است که استفاده از آن می‌تواند مزایای قابل ملاحظه‌ای برای شرکت‌ها داشته باشد. از این‌رو، هدف از انجام این پژوهش بررسی رابطه بین میزان انتشار صکوک با عملکرد مالی شرکت‌ها است. همچنین با توجه به این که اعضای هیئت‌مدیره شرکت به عنوان یکی از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی اثرات قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های راهبردی شرکت دارند، در این پژوهش اثر تخصص مالی و حسابداری و بیش اطمینانی مدیران به عنوان متغیر تعدیلگر بر رابطه بین میزان انتشار صکوک با عملکرد مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ و نمونه آماری تحقیق تعداد ۲۶۰ شرکت است که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌های طرح شده در پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. همچنین مطابق با نتایج به دست آمده،

<sup>۱</sup> استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. a.valizadeh@alzahra.ac.ir (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. zamaniniloo321@gmail.com

<sup>۳</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. fatemehshirzadi7798@gmail.com

تخصص مالی و حسابداری مدیران رابطه مثبت بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت‌ها را تشدید می‌کند؛ این درحالی است که بیش‌اطمینانی مدیران موجب تضعیف رابطه بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت‌ها می‌گردد. یافته‌های این پژوهش می‌تواند مورد استفاده کلیه شرکت‌های متقاضی استفاده از صکوک و نیز سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر بر فرایند انتشار اوراق مذکور، قرار گیرد.

**واژه‌های کلیدی:** صکوک، بیش‌اطمینانی مدیران، تخصص مالی و حسابداری مدیران، اوراق بدهی اسلامی.

## ۱- مقدمه

یکی از دغدغه‌های مهم مدیریتی در بنگاه‌های اقتصادی موضوع تأمین مالی است. هنگامی که مدیران مالی از شیوه‌های متنوع تأمین مالی مطلع باشند، ساختار مالی شرکت ضربه‌پذیری کمتری خواهد داشت و جریان عملیات با سهولت بیشتر انجام خواهد شد (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۸). عدم شناخت از منابع مالی مختلف موجب ناکارآمدی سیاست‌ها و برنامه‌های تأمین مالی شرکت می‌شود. از این‌رو، آگاهی مدیران نسبت به این موضوع ضروری است و لازمه انجام برنامه‌ریزی‌های مالی مناسب است. (بیگلی، ۲۰۱۲). تأمین منابع مالی می‌تواند از منابع داخلی شرکت مانند سود انباشته و سایر سودهای تقسیم نشده و یا منابع خارجی مانند افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران، وام‌های بانکی، انتشار انواع اوراق بدهی یا سایر منابع تأمین مالی باشد. (نظیر و همکاران، ۲۰۲۱؛ احمد شیخ و وانگ، ۲۰۱۱).

امروزه شرکت‌ها از بین منابع برون‌سازمانی تأمین مالی عمدتاً از تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت و بلندمدت (در قالب عقود مختلف) و نیز انتشار اوراق بدهی (ابزارهای مالی اسلامی<sup>۱</sup> یا صکوک<sup>۲</sup>) در بازار سرمایه استفاده می‌کنند. توسعه و رونق بازارهای مالی اسلامی در گرو استاندارد کردن و هماهنگی ساختار اوراق بهادار اسلامی با اوراق بهادار جهانی است. برای دستیابی به این امر توجه به ابزارهای مختلف با ریسک و بازدهی‌های متنوع ضروری است. یکی از ابزارهای مورد استفاده در این رابطه صکوک است. صکوک، اوراق بهادار با ارزش اسمی یکسان و معامله‌شونده در بازارهای مالی است که براساس یکی از قراردادهای اسلامی طراحی شده و دارندگان به صورت مشاع مالک مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع مرتبط با آن‌ها می‌باشند (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، ۱۴۰۱). این اوراق از جدیدترین ابزارهایی است که در بازارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر به آن توجه شده است.

سابقه استفاده از صکوک در کشور ایران به زمان تدوین مقررات و ضوابط ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۲ ارتباط دارد که پس از آن شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را جهت تأمین مالی یکی از پروژه‌های بزرگ خود منتشر نمود. پس از آن توسعه ابزارهای مالی و طراحی انواع مختلف آن توسط سایر کشورهای اسلامی به ویژه کشورهای عربی و مالزی بوده است. در حال حاضر انواع صکوک شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف، منفعت، مضاربه، خرید دین، رهنی، استصناع و سایر ابزارهای اسلامی جهت تأمین مالی از بازار سرمایه کشور تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، مورد استفاده قرار می‌گیرد (شرکت مدیریت

<sup>۱</sup> Islamic financial instruments

<sup>۲</sup> Sukuk

دارایی مرکزی بازار سرمایه، ۱۴۰۱). لازم به ذکر است که تأمین مالی از محل انتشار صکوک متفاوت از سایر روش های تامین مالی مرسوم کوتاه مدت و بلندمدت از بازار پول و بازار اولیه سرمایه می باشد. انتشار صکوک تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است و مستلزم وجود شرایط خاص برای شرکت (بانی)، انعقاد قراردادهای مشخص با ارکان تعریف شده در دستورالعمل های سازمان بورس، رعایت مقررات و مفاد قوانین مربوط به عقود اسلامی و ارائه تضامین متفاوت از نظام بانکی می باشد. از این رو و به دلیل وجود الزامات متفاوت در خصوص تامین کنندگان منابع مالی از طریق انتشار صکوک، این پژوهش تأمین مالی از طریق صکوک را به صورت ویژه و خاص مورد بررسی قرار داده و اثرات آن را بر عملکرد شرکت ها ارزیابی نموده است.

موضوع تأمین مالی اثرات گسترده ای بر عملکرد مالی شرکت دارد. همین امر موجب شده است که پژوهشگران زیادی به حوزه ساختار سرمایه و اثرات آن بر عملکرد و سودآوری شرکت بپردازند (نظیر و همکاران، ۲۰۲۱). علیرغم این که رابطه بین ساختار سرمایه و اهرم مالی با عملکرد مالی شرکت طی سالیان زیادی از موضوعات مورد بحث دانشگاهیان بوده است (حمیدیان و همکاران، ۱۳۹۹؛ روشن پژوه و اوحدی، ۱۳۹۸؛ گرد و همکاران، ۱۳۹۳)، لیکن تاکنون نتیجه یکسانی از پژوهش های انجام شده، حاصل نشده است. با توجه به عدم یکنواختی نتایج حاصل شده از پژوهش های پیشین در خصوص رابطه بین اهرم مالی و ساختار سرمایه با عملکرد مالی شرکت و نیز با توجه به این که موضوع تأمین مالی شرکت ها از طریق انتشار اوراق بدهی (صکوک)، موضوعی نسبتاً جدید در فرایند تأمین مالی شرکت ها در سطح بازار سرمایه به شمار می آید، در این تحقیق تلاش شده است تا رابطه بین انتشار صکوک و عملکرد مالی مورد بررسی قرار گیرد. از این رو، مسئله اول این پژوهش این است که آیا بین انتشار صکوک و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد.

یکی دیگر از جنبه های جالب توجه پژوهشگران اثر عوامل تعدیلگر بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت است. این متغیرهای تعدیلگر می توانند جنبه های درون سازمانی یا بیرون سازمانی شرکت را در بر گیرند. با توجه به این که مدیریت نقش مهم و اساسی در تعیین استراتژی های مختلف از جمله استراتژی تامین مالی و عملکرد شرکت دارد، ویژگی های رفتاری مدیران نیز می تواند بر سیاست های انتخابی و در نتیجه ارزش و عملکرد شرکت اثرگذار باشد (نکوئی زاده و همکاران، ۱۳۹۹). در این بین بیش اطمینانی<sup>۱</sup> یا اعتماد بیش از حد یکی از مهم ترین عوامل موثر بر رفتار مدیران است که می تواند منجر به تصمیماتی اثرگذار در حوزه تامین مالی و عملکرد

<sup>۱</sup> Overconfidence

شرکت گردد. بیش‌اطمینانی نشان دهنده این است که افراد هم در خصوص توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم در خصوص دقت اطلاعات‌شان، برآوردی بیش از حد دارند. لذا این گونه افراد خود را از آنچه در واقعیت هست، باهوش‌تر می‌دانند و باور دارند که نسبت به سایرین اطلاعات بهتری دارند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۴). بیش‌اطمینانی یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. روانشناسان یک فرد با ویژگی بیش‌اطمینانی را به عنوان فردی تعریف می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است (بیش از آنچه واقعیت دارد). متون مربوط به روانشناسی دو تعریف از اطمینان بیش از اندازه ارائه داده‌اند. نخست برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند. دوم، افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه که واقعا هست، می‌بینند. بیش‌اطمینانی مدیران بدین معنی است که آن‌ها تخمین بیش از حدی راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند. به عبارت دیگر، مدیر بیش‌اطمینان مدیری است که بازده پروژه‌های آتی شرکت را بیش برآورد می‌کند. چنین مدیری اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش برآورد کرده و اثر رویدادهای نامطلوب را کم تخمین می‌زند (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵). مرور ادبیات تحقیق نشان می‌دهد که بیش‌اطمینانی سیاست‌های تامین مالی و عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳). بیش‌اطمینانی مدیریت یکی از ویژگی‌های شخصیتی مدیریتی است که بر سوگیری مثبت در انتظارات مدیریت تکیه دارد (حاجی ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۸). فیرچیلد (۲۰۰۵) نشان داد که بیش‌اطمینانی مدیران تأثیر منفی بر عملکرد و ارزش شرکت دارد؛ چرا که مدیران با اطمینان بیش از حد تمایل به سطح بالایی از اهرم دارند که می‌تواند به هزینه‌های بحران مالی بالاتر منجر شود. بیش‌اطمینانی باعث می‌شود که مدیران اجرایی میزان ظرفیت سرمایه‌گذاری خود را بیش از اندازه برآورد کرده و تصمیمات جسورانه سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اتخاذ کنند. این امر موجب می‌شود آن‌ها از مشکلاتی که بدهی‌های اضافی ممکن است برای شرکت ایجاد کنند، چشم‌پوشی کنند. در نتیجه ریسک تجمعی مالی شرکت می‌تواند به صورت خیلی جدی بیشتر از میزان مورد انتظار باشد و تغییرات نامطلوبی در عملکرد شرکت به بار آورد (چن و یی، ۲۰۲۱). در واقع مدیران بیش‌اطمینان از منابع تامین مالی شده به نحو مناسب استفاده نکرده و با تصمیمات جسورانه خود فرصت‌ها را به تهدید تبدیل می‌کنند که این امر اثرات نامطلوبی بر عملکرد شرکت دارد. با این حال گوئل و تاکور (۲۰۰۸) نشان دادند که بیش‌اطمینانی مدیران شرکت می‌تواند به مشکل کمبود سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با هدایت مدیران اجرایی ریسک‌گریز به سوی پذیرش خطر کافی، که موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، کمک کند همچنین چن و یی (۲۰۲۱) نشان دادند که متغیر بیش‌اطمینانی مدیران بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت اثرگذار ب. از این‌رو، مسئله دوم این پژوهش بررسی این موضوع است که

آیا بیش اطمینانی مدیران می‌تواند رابطه بین انتشار صکوک و عملکرد مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

یکی دیگر از متغیرهایی که می‌تواند نقش تعدیلگر در رابطه بین بدهی‌ها و عملکرد مالی داشته باشد مربوط به ویژگی‌های کیفی هیئت‌مدیره شرکت است که برای اندازه‌گیری آن از شاخص‌های مختلفی از جمله تخصص مالی مدیران استفاده می‌شود. براساس ادعاهای مطرح شده توسط تانکو و همکاران (۲۰۲۱)، اعضای هیئت‌مدیره دارای تخصص مالی می‌توانند اعمال متقابلانه مدیران اجرایی را کشف کرده و از این طریق بر عملکرد شرکت موثر باشند. تخصص مالی هیئت‌مدیره موجب می‌شود که مدیران به دلیل داشتن دانش بیشتر در حوزه‌های مالی، تصمیم‌گیری اثربخش‌تری در حوزه ساختار سرمایه داشته و از این طریق بر عملکرد مالی موثر باشند. براساس نتیجه پژوهش آژانس توسعه بین‌المللی ایالات متحده آمریکا (USAID)<sup>۱</sup>، در شرکت‌های کوچک و متوسط، مدیران دارای تحصیلات مالی می‌توانند تصمیمات تأمین مالی مناسبی برای مراحل رشدی مختلف شرکت اتخاذ نمایند و همکاری‌های مناسبی را با اعتباردهندگان و فراهم‌کنندگان منابع مالی داشته باشند. (تانکو و همکاران، ۲۰۲۱). آرومونا و همکاران (۲۰۱۹) تحصیلات مالی هیئت‌مدیره و اثر آن بر عملکرد شرکت‌های فعال در بخش سلامت را مورد بررسی قرار داده و نشان دادند که وجود اعضای هیئت‌مدیره دارای تحصیلات و تجربه در رشته مالی و سایر حوزه‌های مرتبط می‌تواند عملکرد مالی شرکت را بهبود بخشد. با توجه به موارد فوق و با عنایت به این که براساس پژوهش‌های پیش‌گفته، تخصص مالی و حسابداری مدیران می‌تواند هم بر عملکرد مالی شرکت و هم بر تصمیم‌گیری آن‌ها در خصوص ساختار سرمایه آن موثر باشد، مسئله سوم این پژوهش این است که آیا تخصص مالی و حسابداری مدیران می‌تواند بر رابطه بین انتشار صکوک و عملکرد شرکت اثرگذار باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش:

عملکرد مالی<sup>۲</sup> یکی از معیارهایی است که نشان می‌دهد شرکت تا چه میزان در استفاده از دارایی‌ها و سایر منابع در دسترس خود موفق بوده و سودآوری ایجاد کرده است. عملکرد اثربخش از اهداف هر شرکت انتفاعی است و اکثر مدیران بر دستیابی به عملکرد مناسب متمرکزند. یکی از مواردی که می‌تواند با عملکرد شرکت مرتبط باشد، ساختار سرمایه است (زیتون و تیان، ۲۰۰۷). ساختار سرمایه مفهومی است که در ادبیات مالی به صورت مکرر به آن پرداخته شده و

<sup>۱</sup> United States Agency for International Development

<sup>۲</sup> Financial performance

به معنای ترکیبی از بدهی و حقوق مالکانه‌ای است که شرکت‌ها برای تأمین مالی کسب و کار خود به منظور دستیابی به سود از آن‌ها استفاده می‌کنند (تانکو و همکاران، ۲۰۲۱). بسیاری از شرکت‌ها از بین روش‌های مختلف تأمین مالی، تأمین مالی از طریق بدهی را انتخاب می‌کنند که بتوانند مبالغ قابل توجهی از وجوه به منظور انجام عملیات و سرمایه‌گذاری‌های روزمره را در اختیار داشته باشند. استفاده از بدهی در ساختار سرمایه جهت ایجاد ساختار بهینه سرمایه و کمینه کردن میانگین هزینه سرمایه صورت می‌گیرد و در نهایت می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت گردد (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳). مدیران نسبت بدهی شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم می‌کنند که بین منافع دریافت بدهی و هزینه‌های آن توازن برقرار کنند. تأمین مالی از طریق بدهی می‌تواند برای سودهای شرکت سپر مالیاتی ایجاد کند اما در حین حال ریسک مالی شرکت و خطر ورشکستگی آن را افزایش می‌دهد (نظیر و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین سوال مهم این است که شرکت‌ها در ساختار سرمایه خود می‌بایست تا چه میزان از بدهی و حقوق مالکانه استفاده کنند. در این رابطه مایرز (۱۹۸۴) نظریه توازی<sup>۱</sup> را مطرح نمود. براساس نظریه توازی، وجود بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت می‌تواند منجر به ساختار بهینه سرمایه شده و از این طریق منافی را برای شرکت حاصل کند. براساس این نظریه، شرکت برای تصمیم‌گیری در خصوص میزان استفاده از بدهی و حقوق مالکانه به توازن بین مزایا و هزینه‌های هر دو منبع مالی توجه می‌کند. در این نظریه هزینه مالی مربوط به بدهی معاف از مالیات تلقی شده و از این طریق بدهی‌ها مزایایی برای شرکت فراهم می‌کنند و بنابراین این نظریه پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها به منظور دستیابی به سپر مالیاتی و متعاقباً افزایش ارزش شرکت از بدهی‌های بیشتری استفاده کنند (تانکو و همکاران، ۲۰۲۱). با توجه به موارد فوق به نظر می‌رسد که بین میزان بدهی شرکت با عملکرد مالی آن رابطه مثبت معنی‌داری وجود داشته باشد.

در تحقیقات قبلی اثر متغیرهای تعدیلگر مختلفی بر رابطه بین بدهی شرکت و عملکرد مالی آن مورد توجه قرار گرفته است. یکی از این متغیرهای تعدیلی مرتبط با مدیران شرکت و ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری آن‌ها است (شفاعت و همکاران، ۱۴۰۰؛ نکوئی و همکاران، ۱۳۹۹). مدیران یک شرکت به دلیل نقش قابل ملاحظه‌ای که در تعیین استراتژی و تصمیم‌گیری‌های مربوط به کسب و کار شرکت دارند، بر عملکرد شرکت اثرگذارند؛ بنابراین ویژگی‌های شخصیتی آن‌ها، تمایلات شخصی، سلیق و احساسات آن‌ها می‌تواند بر سیاست‌ها، تصمیمات و عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار باشد؛ چراکه ویژگی‌های رفتاری مدیران بر نحوه تصمیم‌گیری‌های آن‌ها در موضوعات مختلف مالی و عملیاتی مؤثر است. یکی از این ویژگی‌ها بیش‌اطمینانی مدیران است

<sup>۱</sup> Trade off

(المندیر، ۲۰۱۱؛ شفاعت و همکاران، ۱۴۰۰). اطمینان بیش از حد یکی از مهم‌ترین ادعاهای علم روانشناسی در زمینه تصمیم‌گیری و قضاوت است. از دیدگاه علم روانشناسی، فردی دارای ویژگی‌های رفتاری بیش اطمینانی است که اعتقاد زیادی به اطلاعات و دانش خود دارد و آن را بسیار دقیق می‌داند (بیشتر از آن که واقعیت دارد) (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴). ویژگی بیش اطمینانی در بین عامه مردم وجود دارد اما این مشخصه در بین مدیران اجرایی رواج بیشتری دارد. بیش اطمینانی بدین معناست که افراد توانایی و مهارت خود را بیش از واقع و بیشتر از دیگران می‌پندارند. این موضوع هنگامی که دانش و مهارت فرد در زمینه‌ای بالاتر باشد، پررنگ‌تر شده و اطمینان فرد به دانش خود بیشتر می‌گردد. بیش اطمینانی در بین مدیران موجب می‌گردد که انتظارات آن‌ها بسیار خوش‌بینانه گردد و آن‌ها در خصوص مبالغ سود و جریان‌های نقد آینده بسیار خوش‌بین بوده و برآورد بیش از حدی از این ارقام داشته باشند. این موضوع موجب بروز اشتباهات قابل توجه در انجام پیش‌بینی‌های آن‌ها می‌گردد (شراند و زچمن، ۲۰۱۲؛ حاجی‌ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۶). مدیرانی که از این ویژگی برخوردارند، توانایی عملیاتی و سودآوری بیشتری برای شرکت خود متصور هستند و بنابراین اعتقاد دارند که سودآوری پروژه‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌اند می‌بایست بیشتر از آن چیزی باشد که در واقع هست. همچنین این مدیران معمولاً اعتقاد دارند که سهام شرکت تحت مدیریتشان در بازار سرمایه به ارزشی کمتر از واقع معامله می‌شود. اطمینان بیش از حد منجر به افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود و مدیرانی که از این ویژگی رفتاری برخوردارند، مشارکت بیشتری در طرح‌های تملک و ادغام می‌کنند که این امر می‌تواند منجر به کاهش ارزش شرکت گردد. همچنین این مدیران شرکت را با مخاطرات بیشتری مواجه می‌کنند و علاقمند به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالاتر هستند؛ چرا که این مدیران برآوردهای خوش‌بینانه‌تری دارند و بازده سرمایه‌گذاری در طرح‌های پر ریسک را بالاتر و احتمال شکست را کمتر، پیش‌بینی می‌کنند. چنین مدیرانی برگشت آتی سرمایه از پروژه‌های شرکت تحت مدیریت خود را بیش از حد برآورد می‌کنند. از این‌رو، آن‌ها هنگامی که وجوه داخلی مناسبی در دسترس دارند، تمایل به سرمایه‌گذاری‌های مفراط و تملک غیرضروری شرکت‌ها دارند (المندیر، ۲۰۱۱؛ حاجی‌ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۶). مدیران بیش اطمینان اعتقاد دارند که توانایی عملیاتی و سودآوری پروژه‌هایی که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند بیش از واقع است و این امر موجب می‌شود که آن‌ها به میزان بیش از حد در پروژه‌های مدنظرشان سرمایه‌گذاری نمایند. سرمایه‌گذاری بیش از حد مستلزم میزان زیادی تامین مالی است. بنابراین، سطح بیش اطمینانی مدیران رابطه مثبتی با میزان بدهی شرکت دارد (چن و یی، ۲۰۲۱). با توجه به مطالب فوق بیش اطمینانی مدیران از یک سو موجب افزایش

میزان بدهی شرکت شده و از سوی دیگر، می‌تواند عملکرد شرکت را تضعیف نماید. از این رو، به نظر می‌رسد این ویژگی رابطه بین میزان بدهی شرکت و عملکرد مالی آن را تضعیف نماید. یکی دیگر از ویژگی‌های مدیران که می‌تواند بر میزان تامین مالی و نیز عملکرد شرکت اثرگذار باشد مربوط به توان تخصصی و مالی آن‌ها است. در این خصوص می‌توان گفت که مدیرانی که دارای تخصص مالی لازم در حوزه‌های مدیریتی و شرکت‌داری می‌باشند، از دانش خود در در حوزه‌های مختلف مالی مرتبط با شرکت استفاده نموده و منجر به بهبود ساختار سرمایه شرکت و نیز عملکرد آن می‌شوند (تانکو و همکاران، ۲۰۲۱). مطابق با ماده ۴ دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۴۰۱/۰۷/۱۸، اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل جهت انجام مسئولیت‌های خود در شرکت و به منظور رعایت ضوابط و الزامات قانونی باید دارای تحصیلات و تجربه لازم و فاقد محکومیت قطعی کیفری یا انضباطی موثر موضوع قوانین و مقررات بازار سرمایه بوده و یا یکسال از اتمام آن گذشته باشد. همچنین براساس تبصره ۴ ماده مذکور، حداقل یکی از اعضای هیئت‌مدیره باید غیرموظف و دارای تحصیلات مالی (حسابداری، اقتصاد، مدیریت مالی و سایر رشته‌های مدیریت با گرایش مالی یا اقتصادی) و تجربه مرتبط باشد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱). بنابراین به نظر می‌رسد که تحصیلات و تجربه مالی اعضای هیئت‌مدیره از دیدگاه نهاد ناظر بر بازار سرمایه دارای اهمیت است. با توجه به مراتب فوق می‌توان گفت که تخصص مالی مدیران می‌تواند موجب بهبود ساختار سرمایه و تصمیمات تامین مالی شرکت و نیز عملکرد مطلوب‌تر شرکت گردد و لذا می‌تواند رابطه مثبت بین میزان بدهی و عملکرد مالی شرکت را تشدید نماید.

نتایج برخی از مطالعات انجام شده در حوزه این پژوهش به شرح زیر است:

### پیشینه پژوهش‌های خارجی

فیرچیلد (۲۰۰۵) در نتیجه پژوهش خود نشان داد که بیش اطمینانی مدیران بر عملکرد و ارزش شرکت تأثیر منفی دارد؛ زیرا مدیران دارای این ویژگی شخصیتی تمایل به سطح بالایی از اهرم دارند که می‌تواند به هزینه‌های بحران مالی بالاتر و تضعیف عملکرد شرکت منجر شود.

ایزوها (۲۰۰۸) در نتیجه پژوهش خود در بین ۷۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیجریه به عنوان یک بازار توسعه نیافته نشان داد که دریافت بدهی سودآوری شرکت را کاهش می‌دهد که این نتیجه در تطابق با نظریه سلسله مراتبی است.

لیورامان و داباری (۲۰۱۰) نقش تعدیلی کیفیت هیئت‌مدیره را بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های صنعتی پذیرفته شده در بورس نیجریه را طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ مورد بررسی قرار داده و نشان دادند که کیفیت هیئت‌مدیره اثر تعدیلی مثبتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت دارد.

آدوماکو و همکاران (۲۰۱۵) اثر تعدیلی تخصص مالی هیئت‌مدیره را بر رابطه بین تأمین مالی و رشد شرکت‌های فعال در بورس غنا بررسی کرده و نشان دادند که تخصص مالی اثر مثبت بااهمیتی بر رابطه بین تأمین مالی و رشد شرکت دارد.

اوکیرو و همکاران (۲۰۱۵) اثر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آفریقای شرقی را مورد بررسی قرار دادند. این مطالعه مؤید اثر تعدیلی ساختار سرمایه بر ارتباط بین راهبری شرکتی و عملکرد شرکت است.

هزرین و همکاران (۲۰۲۰) با بررسی ۱۰۰ شرکت غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی نشان دادند که انتشار صکوک موجب بهبود عملکرد مالی شرکت شده است. بیبی و مظهر (۲۰۱۹) نیز با بررسی بانک‌های پاکستانی برای سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷ نشان دادند که بین انتشار صکوک و نقدشوندگی سهام این بانک‌ها رابطه مثبت و بین انتشار صکوک و سودآوری آن‌ها رابطه منفی بااهمیتی وجود دارد.

نظیر و همکاران (۲۰۲۰) رابطه بین سطح بدهی شرکت‌ها با عملکرد آن‌ها را در بین شرکت‌های بورس اوراق بهادار پاکستان (نمونه ۱۵۰ شرکت) طی سال‌های ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۷ بررسی نموده و نشان دادند که بین بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت با عملکرد (سودآوری) شرکت رابطه منفی بااهمیتی وجود دارد. بنابراین آن‌ها نتیجه گرفتند که مسائل نمایندگی می‌تواند موجب افزایش سطح بدهی شرکت و لذا تضعیف عملکرد آن خواهد شد.

تانکو و همکاران (۲۰۲۱) اثر تعدیلی تخصص مالی هیئت‌مدیره را بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های غیرمالی بورس اوراق بهادار نیجریه بررسی نمودند. آن‌ها نشان دادند که رابطه مثبت بااهمیتی بین بدهی‌های بلندمدت و بازده دارایی‌ها وجود دارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان داده است که تخصص مالی هیئت‌مدیره رابطه فوق را تشدید می‌نماید.

کیم و همکاران (۲۰۲۲) اثر بیش‌اطمینانی مدیرعامل شرکت بر سودآوری آن را در بین شرکت‌ها بورس اوراق بهادار امریکا بررسی نموده و نشان دادند که بازده خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها بیش‌اطمینان است نسبت به سایر شرکت‌ها بالاتر است.

احمد و همکاران (۲۰۲۳)، رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را در بین شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۹ مورد بررسی قرار داده و نشان دادند که بین این دو رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق ایشان بیانگر اثر منفی هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت می‌باشد.

منیب و عطال (۲۰۲۴) رابطه بین تخصص مالی مدیران شرکت‌ها را با عملکرد مالی آن‌ها در بین شرکت‌های افغانستانی بررسی نموده و نشان دادند که وجود مدیران متخصص مالی موجب بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها می‌گردد.

### پیشینه پژوهش‌های داخلی

نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها را با در نظر گرفتن نوع صنعت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی نمودند. نتایج این پژوهش نشان داده است که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد؛ با این وجود این رابطه به لحاظ آماری ضعیف است. همچنین آن‌ها نشان دادند که ارتباط بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت به نوع صنعت نیز بستگی دارد.

نیک‌بخت و همکاران (۱۳۸۹) اثر مشخصه‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌ها را در جامعه بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتیجه این پژوهش نشان داد که اعضای هیئت‌مدیره وظایف خود را به نحو اثربخشی انجام نداده و لذا نقشی در بهبود عملکرد شرکت ندارند.

گرد و همکاران (۱۳۹۳) رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد را در بین ۳۵۵ شرکت بورسی بررسی نموده و نشان دادند که بین متغیرهای نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل سرمایه با معیار ارزیابی عملکرد بازه دارایی‌ها رابطه معنی‌دار وجود داشته ولی ارتباط هیچ‌یک از متغیرهای مستقل با متغیر کیوتوبین معنی‌دار نیست.

وکیلی‌فرد و فیض‌آبادی (۱۳۹۴) رابطه بین اهرم مالی و معیارهای سنجش عملکرد شرکت‌های دارویی و مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها بررسی نموده و نشان دادند که این شرکت‌ها از ابزار بدهی و ابزار سرمایه خود به نحو کارا تر استفاده کرده‌اند و این امر موجب شده است که این شرکت‌ها دارای عملکرد بهتری باشند. حمیدیان و همکاران (۱۳۹۹)، رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بررسی نموده و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد. همچنین مالکیت مدیریتی رابطه بین ساختار سرمایه و شاخص عملکرد شرکت‌ها را تعدیل می‌کند و این تعدیل مثبت و مستقیم می‌باشد.

امری اسرمی و همکاران (۱۴۰۲) با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که بین ریسک سازمانی و قدرت و دانش مالی مدیران با عملکرد شرکت به ترتیب

رابطه منفی و مثبت معنی دار وجود دارد. با این حال ایشان نشان دادند که قدرت و دانش مالی مدیران بر رابطه بین ریسک سازمانی با عملکرد شرکت اثری ندارد. همان گونه که ملاحظه می شود تاکنون در جامعه مربوط به بورس های اوراق بهادار کشور پژوهش های مختلفی به بررسی رابطه بین اهرم مالی، ساختار سرمایه و میزان بدهی با عملکرد شرکت پرداخته اند، اما در هیچ یک از آن ها بدهی های مربوط به انتشار صکوک (که همان گونه که پیشتر بیان شد شرایط و ضوابط متفاوتی نسبت به سایر بدهی ها از جمله تسهیلات بانکی دارند) به صورت خاص مورد بررسی قرار نگرفته است. از این رو، در این پژوهش رابطه میزان انتشار صکوک (اوراق بدهی اسلامی) با عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. لازم به ذکر است که داده های مرتبط با این نوع بدهی به صورت مستقل در صورت وضعیت مالی شرکت ها ارائه می گردد. ضمناً یکی از نوآوری های این تحقیق بررسی اثر برخی از ویژگی های مدیران (تخصص مالی و حسابداری و بیش اطمینانی آن ها) بر رابطه فوق الذکر است.

### ۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به نظریه توازی که در بخش مبانی نظری ذکر شد و نیز نتایج پیشینه پژوهش مبنی بر وجود رابطه بین بدهی های شرکت با عملکرد مالی آن (احمد و همکاران، ۲۰۲۳؛ حمیدیان و همکاران، ۱۳۹۹) و با عنایت به این که یکی از انواع بدهی های شرکت، بدهی های مرتبط با انتشار صکوک است که ضوابط و مقررات ویژه ای بر آن حاکم است (هزرین و همکاران، ۲۰۲۰)، به صورت جداگانه در متن صورت وضعیت مالی ارائه می شود و از جمله ابزارهای نوین تامین مالی است که در سال های اخیر در بازار سرمایه کشور مورد استفاده قرار می گیرد (مدیریت دارایی مرکزی، ۱۴۰۱)، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** میزان انتشار صکوک با عملکرد شرکت رابطه مثبت معنی داری دارد.

با توجه به این که براساس نتایج پژوهش های پیش گفته، دانش و تخصص مالی مدیران موجب می شود که ایشان تصمیم گیری های دقیق تر و مناسب تری در خصوص تامین مالی، ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت داشته باشند (عطال و همکاران، ۲۰۲۴)، می توانند بر رابطه بین میزان بدهی و عملکرد مالی شرکت نیز اثرگذار باشند (تانکو و همکاران، ۲۰۲۱). از این رو، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه دوم:** تخصص مالی و حسابداری مدیران رابطه مثبت بین میزان انتشار صکوک با عملکرد شرکت را به صورت معنی داری تشدید می کند.

با توجه به نتایج پژوهش های پیش گفته (چن و یی، ۲۰۲۱؛ حاجی ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۸) به نظر می رسد که مدیران به دلیل بالا بودن دانش و مهارتی که در حوزه کاری خود دارند، نسبت

به توانایی‌های خود بیش‌اطمینان هستند. این ویژگی رفتاری باعث خواهد شد که آن‌ها نسبت به سودها و وضعیت مالی شرکت خوش‌بین باشند و در پیش‌بینی‌های خود دچار اشتباه شوند. از این‌رو، آن‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره می‌کنند و این امر ممکن است عملکرد آن‌ها را متزلزل کند. از سوی دیگر، مدیران بیش‌اطمینان به دلیل این که بازدهی پروژه‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند را بیش از واقع در نظر می‌گیرند، تلاش می‌کنند تا با روش‌های مختلف تامین مالی به منابع مالی دست یافته و آن‌ها را در پروژه‌های مذکور سرمایه‌گذاری کنند (چن و یی، ۲۰۲۱). از این‌رو بیش‌اطمینانی مدیران می‌تواند میزان بدهی شرکت را افزایش و وضعیت عملکرد مالی آن را تضعیف نماید و از این‌رو، می‌تواند نقش تعدیلی بر رابطه بین میزان بدهی و عملکرد شرکت داشته باشد. از این‌رو، فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه سوم:** بیش‌اطمینانی مدیران رابطه مثبت بین میزان انتشار صکوک با عملکرد شرکت را به صورت معنی‌داری تضعیف می‌کند.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش:

پژوهش پیش‌رو در طبقه تحقیقات کاربردی قرار می‌گیرد زیرا هدف اساسی آن پیدا کردن راه‌حل برای مشکلات موجود و شرایط فعلی است. معمولاً برای انجام این نوع تحقیق از داده‌های ثانویه استفاده می‌شود. در این تحقیق، محقق به توصیف چگونگی موضوع موردنظر می‌پردازد؛ بنابراین از نوع تحقیقات توصیفی به شمار می‌آید. از آن‌جا که این پژوهش رابطه بین متغیرها را بررسی می‌کند می‌توان آن را از جمله تحقیقات همبستگی دانست. به طور کلی برای انجام هر پژوهش به دو نوع اطلاعات بخش کتابخانه‌ای و بخش تجربی نیاز هست. در این پژوهش به منظور جمع‌آوری اطلاعات کتابخانه‌ای و تجربی به ترتیب از کتب، مجلات و مقالات تخصصی، صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و همچنین بانک‌های اطلاعاتی موجود نظیر ره‌آورد نوین و سامانه اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) و سایت اینترنتی بورس اوراق بهادار استفاده شده است. لازم به ذکر است که نرم‌افزار مورد استفاده برای آزمون کلیه مدل‌های این تحقیق اکسل و ایوبوز نسخه ۱۰ می‌باشد.

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران برای سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. انتخاب نمونه از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از معیارهای زیر انجام شد: شرکت در بخش واسطه‌گری مالی، بانک، بیمه و لیزینگ فعالیت نداشته باشد؛ در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده

باشد؛ و شرکت زیان‌ده نباشد. با توجه به جدول ۱، در این پژوهش داده‌های مربوط به ۲۶۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

ردیف	شرح	تعداد
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران	۵۹۶
۲	تعداد شرکت‌هایی که در تمام بازه زمانی پژوهش در بورس مربوطه فعال نبوده‌اند	(۱۶۷)
۳	تعداد شرکت‌هایی که در بخش واسطه‌گری مالی فعالیت داشته‌اند	(۴۷)
۴	تعداد شرکت‌های زیان‌ده	(۸۳)
۵	تعداد شرکت‌هایی که در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی داده‌اند	(۳۹)
۶	تعداد نمونه پژوهش	۲۶۰

برای آزمون فرضیه اول این پژوهش از مدل ۱ و برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم از مدل ۲ به شرح زیر استفاده شده است (تانکو و همکاران، ۲۰۲۱):

مدل ۱:

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Industry + \beta_8 Year + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲:

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 BFL_{it} + \beta_3 Conf_{it} + \beta_4 DS_{it} * BFL_{it} + \beta_5 DS_{it} * Conf_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Tang_{it} + \beta_8 Growth_{it} + \beta_9 MB_{it} + \beta_{10} Age_{it} + \beta_{11} Industry + \beta_{12} Year + \varepsilon_{it}$$

که در آن‌ها:

$ROA_{t+1}$  (متغیر وابسته): بازده دارایی‌ها در سال  $t+1$  است که به صورت سود خالص در سال  $t+1$  به جمع دارایی‌های همان سال محاسبه می‌شود.

$DS_{it}$  (متغیر مستقل): نشان‌دهنده میزان انتشار صکوک است که به صورت نسبت مبلغ دفتری اوراق بدهی پرداختنی به جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

$BFL_{it}$  (متغیر تعدیلگر): استفاده از متخصص مالی و حسابداری در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره است؛ چنانچه شرکت دارای بیش از یک متخصص مالی و حسابداری در بین اعضای هیئت‌مدیره باشد، این متغیر یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شد. داده‌های مربوط به این متغیر از اطلاعیه معرفی یا تغییر در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره و گزارشات فعالیت هیئت‌مدیره که در سامانه کدال منتشر می‌شود استخراج شده است.

Conf<sub>it</sub> (متغیر تعدیلگر): برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیران، از شاخص مبتنی بر سرمایه‌گذاری استفاده شده است که به صورت یک متغیر مجازی است. اگر مخارج سرمایه‌ای (مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند ماشین‌آلات، ساختمان‌های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و غیره در سال می‌شود) تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره بزرگتر از متوسط مذکور در صنعت مربوط به آن شرکت در سال باشد، بیانگر بیش اطمینانی مدیران و برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر در نظر گرفته می‌شود. متغیرهای کنترلی مورد استفاده در مدل فوق براساس تحقیق تانکو و همکاران (۲۰۲۱) به شرح زیر می‌باشد:

Size<sub>it</sub>: اندازه شرکت است که به صورت لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. Tang<sub>it</sub>: از تقسیم ارزش دفتری دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود.

Growth<sub>it</sub>: شاخصی برای اندازه‌گیری رشد شرکت است که به صورت درصد تغییرات فروش سال جاری نسبت به فروش سال قبل محاسبه می‌گردد.

MB<sub>it</sub>: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است که از تقسیم ارزش بازار حقوق مالکانه به ارزش دفتری آن محاسبه می‌شود.

Age<sub>it</sub>: لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است.

Industry: متغیر مجازی صنعت جهت کنترل اثرات صنعت شرکت‌ها می‌باشد.

Year: متغیر مجازی سال جهت کنترل اثرات سال مورد بررسی است.

##### ۵- یافته‌های پژوهش:

نتایج مربوط به آمار توصیفی و فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش به ترتیب در جداول ۲ و ۳ ارائه شده است. همان‌گونه که در جدول ۲ مشخص است میانگین میزان انتشار صکوک بسیار اندک و بالغ بر ۰/۰۰۵ است که دلیل این موضوع استفاده کم از این ابزار نوین مالی توسط شرکت‌ها می‌باشد و علیرغم مزیت‌های نسبی آن در مقایسه با سایر روش‌های تامین مالی، تعداد شرکت‌هایی که آن را مورد استفاده قرار داده‌اند، اندک بوده است. نکته قابل توجه این است که شرکت‌هایی که یک بار از این روش تامین مالی استفاده کرده و با مزیت‌های آن آشنا هستند، در سال‌های بعد نیز آن را به کار برده‌اند. این درحالی است که هنوز بسیاری از شرکت‌ها با این سازوکار تامین مالی بیگانه هستند. با این وجود، انجام تحقیقات مختلف در این حوزه می‌تواند به شناساندن هرچه بیشتر این ابزارها به متخصصین مالی نقش قابل توجهی داشته باشد و در واقع اهمیت انجام تحقیق

حاضر، نو بودن استفاده از این ابزارهای مالی در بازار سرمایه است. البته این ابزار در شرکت های غیربورسی نیز کاربرد زیادی دارد که با توجه به جامعه آماری تحقیق، مورد اشاره قرار نگرفته است

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	عبارت اختصاری	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۷۱	۰/۱۳۵	۰/۸۳۷	۰/۰۰۰۰۱	۰/۱۴۲	۱/۲۱۱	۱/۴۴۶
میزان انتشار صکوک	DS	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۲۴۴	۰/۰۰۰	۰/۰۲۵	۲/۳۴۶	۳/۲۶۴
اندازه شرکت	Size	۱۴/۸۴۸	۱۴/۶۴۶	۲۱/۳۲۸	۱۰/۱۶۶	۱/۶۹۹	۰/۵۱۳	۰/۲۷۰
نسبت دارایی‌های ثابت به جمع دارایی‌ها	Tang	۰/۲۵۴	۰/۲۰۶	۰/۹۶۸	۰/۰۰۰۰۱	۰/۱۹۴	۰/۹۴۹	۰/۳۱۴
رشد شرکت	Growth	۰/۳۵۵	۰/۳۰۰	۱/۸۶۹	-۰/۶۱۹	۰/۴۰۱	۰/۷۲۳	۰/۷۸۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۴/۵۸۹	۲/۸۷۷	۵۳/۵۵۹	-۵۳/۲۱۸	۱/۰۴۴	۲/۳۸۵	۳/۸۳۸
سن شرکت	Age	۲/۳۸۶	۲/۶۳۹	۳/۹۸۹	۰/۰۰۰	۰/۸۵۳	-۱/۰۹۳	۰/۸۸۵

همچنین درخصوص متغیر مدیران متخصص مالی و حسابداری لازم به ذکر است که براساس الزامات سازمان بورس و اوراق بهادار همه شرکت‌ها می‌بایست حداقل یک عضو غیرموظف مالی در ترکیب هیئت‌مدیره خود داشته باشند. این درحالی است که در حدود ۶۱ درصد شرکت-سال‌های مورد بررسی از بیش از یک مدیر متخصص مالی در ترکیب هیئت‌مدیره استفاده شده است. از این‌رو، به نظر می‌رسد در بسیاری از شرکت‌ها موضوع اثربخش بودن مدیران متخصص مالی در هیئت‌مدیره مورد توجه قرار گرفته است.

جدول ۳. فراوانی متغیرهای مجازی

نام متغیر	عبارت اختصاری	تعداد یک	تعداد صفر
مدیران متخصص مالی و حسابداری	BFL	۱۷۴۴	۱۱۱۶
بیش‌اطمینانی مدیران	Conf	۶۸۶	۲۱۷۴

### نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول در جدول ۴ ارائه شده است. مقدار احتمال ضریب آماره F به میزان ۰/۰۰۰ بیانگر معنی‌داری مدل می‌باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی قادر به توضیح تغییرات متغیر وابسته مدل به میزان ۶۳ درصد

می‌باشند. علاوه بر آن، آماره دوربین واتسون به میزان  $1/789$  نشان‌دهنده استقلال بین باقی‌مانده‌های حاصل از برازش مدل است.

جدول ۴. نتایج برآورد رگرسیون فرضیه اول

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	-۰/۰۲۵	۰/۰۲۲	-۱/۱۲۵	۰/۲۶۰
DS	۱/۴۱۶	۰/۰۸۴	۱۶/۷۸۴	۰/۰۰۰
Size	۰/۰۱۰	۰/۰۰۱	۷/۱۸۸	۰/۰۰۰
Tang	-۰/۰۹۳	۰/۰۱۱	-۸/۲۹۴	۰/۰۰۰
Growth	۰/۰۶۷	۰/۰۰۶	۱۱/۵۸۲	۰/۰۰۰
MB	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰	۲/۵۰۸	۰/۰۱۲
Age	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۲	-۵/۱۹۶	۰/۰۰۰
Year	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۱/۵۰۴	۰/۱۳۲
Ind	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۸/۲۳۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۳۹		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۳۷		
آماره دوربین واتسون		۱/۷۴۶		
آماره F		۶/۰۳۵		
سطح معناداری		۰/۰۰۰		

ضریب متغیر میزان انتشار صکوک، مقدار آماره t و نیز سطح معنی‌داری آن نشان می‌دهد که در سطح خطای ۵ درصد بین میزان انتشار صکوک با بازده دارایی‌ها رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود و می‌توان گفت با افزایش میزان انتشار صکوک توسط شرکت‌ها، عملکرد شرکت بهبود یافته است. همچنین نتیجه بررسی متغیرهای کنترلی بیانگر این است که بین اندازه، رشد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق مالکانه شرکت با عملکرد شرکت رابطه مثبت معنی‌دار و بین نسبت ارزش دفتری دارایی‌های ثابت به ارزش دارایی‌ها و سن شرکت با عملکرد آن رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد.

### نتایج آزمون فرضیه‌های دوم و سوم

نتایج آزمون فرضیه‌های دوم و سوم در جدول ۴ ارائه شده است. مقدار احتمال ضریب آماره F به میزان ۰/۰۰۰ بیانگر معنی‌داری مدل می‌باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی قادر به توضیح تغییرات متغیر وابسته مدل به میزان ۶۴/۳ درصد می‌باشند. علاوه بر آن، آماره دوربین واتسون به میزان ۱/۷۳۹ نشان‌دهنده استقلال بین باقی‌مانده‌های حاصل از برازش مدل است.

جدول ۴. نتایج برآورد رگرسیون فرضیه‌های دوم و سوم

سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر	
۰/۲۸۰	-۱/۰۷۹	۰/۰۲۲	-۰/۰۲۳	C	مقدار ثابت
۰/۰۰۵	۳/۵۱۰	۰/۱۵۵	۰/۵۴۵	DS	میزان انتشار صکوک
۰/۰۰۰	۴/۴۸۴	۰/۰۰۴	۰/۰۱۹	BFL	تخصص مالی مدیران
۰/۰۰۰	۶/۵۱۱	۰/۰۰۵	۰/۰۳۶	Conf	بیش‌اطمینانی مدیران
۰/۰۰۰	۶/۴۱۷	۰/۱۸۳	۱/۱۷۷	DS* BFL	تخصص مالی*میزان انتشار صکوک
۰/۰۳۹	۲/۰۷۶	۰/۱۹۳	۰/۰۱۴	DS* Conf	بیش‌اطمینانی*میزان انتشار صکوک
۰/۰۰۰	۶/۵۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۹	Size	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۹/۸۱۶	۰/۰۱۱	-۰/۱۱۲	Tang	نسبت دارایی‌های ثابت به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰	۱۱/۱۳۵	۰/۰۰۵	۰/۰۶۳	Growth	رشد شرکت
۰/۰۱۸	۲/۳۵۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۸	MB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۰	-۴/۱۱۱	۰/۰۰۲	-۰/۰۱۰	Age	سن شرکت
۰/۰۷۱	۱/۸۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	Year	سال
۰/۰۰۰	۷/۷۴۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	Ind	صنعت
			۰/۲۷۵	ضریب تعیین	
			۰/۲۷۲	ضریب تعیین تعدیل شده	
			۱/۷۹۹	آماره دوربین واتسون	
			۸/۹۲۸	آماره F	
			۰/۰۰۰	سطح معناداری	

جدول ۵. نتایج آزمون والد برای مقایسه ضرایب متغیرهای DS و DS\* BFL

شرح	تفاوت ضرایب	مقدار آماره F	سطح معناداری
تفاوت ضریب متغیرهای تخصص مالی مدیران* میزان انتشار صکوک و میزان انتشار صکوک	۰/۶۳۲	۳/۸۶۳	۰/۰۴۹

جدول ۶. نتایج آزمون والد برای مقایسه ضرایب متغیرهای DS و DS\* Conf

شرح	تفاوت ضرایب	مقدار آماره F	سطح معناداری
تفاوت ضریب متغیرهای بیش اطمینانی مدیران* میزان انتشار صکوک و میزان انتشار صکوک	-۰/۵۳۱	۳/۹۰۹	۰/۰۴۸

به منظور آزمون فرضیه دوم و بررسی اثر تعدیلی تخصص مالی و حسابداری مدیران بر رابطه بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت می‌بایست ضریب متغیر DS\*BFL (تخصص مالی و حسابداری مدیران\*میزان انتشار صکوک) مورد بررسی قرار گرفته و میزان آن با ضریب متغیر DS (میزان انتشار صکوک) مقایسه گردد. همان‌گونه که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر DS\*BFL (تخصص مالی و حسابداری مدیران\*میزان انتشار صکوک)، مقدار آماره  $t$  و نیز سطح معنی‌داری آن نشان می‌دهد که در سطح خطای ۵ درصد بین این متغیر با بازده دارایی‌ها رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. همچنین این ضریب (۱/۱۷۷) از ضریب متغیر DS میزان انتشار صکوک معادل (۰/۵۴۵) به میزان ۰/۶۳۲ بزرگ‌تر است. مقایسه آماری این ضرایب در این پژوهش با انجام آزمون والد صورت گرفته است که نتیجه آن در جدول ۵ ملاحظه می‌گردد. براساس نتایج آزمون والد با توجه به معنی‌دار بودن آماره F می‌توان گفت که ضریب متغیر DS\*BFL (تخصص مالی و حسابداری مدیران\*میزان انتشار صکوک) از ضریب متغیر DS (میزان انتشار صکوک) به صورت معنی‌داری بزرگ‌تر است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود و می‌توان گفت تخصص مالی و حسابداری مدیران بر رابطه بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری دارد و رابطه مثبت بین آن‌ها را تشدید می‌کند.

علاوه بر این، به منظور آزمون فرضیه سوم و بررسی اثر تعدیلی بیش اطمینانی مدیران بر رابطه بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت می‌بایست ضریب متغیر DS\*Conf (بیش اطمینانی مدیران\*میزان انتشار صکوک) مورد بررسی قرار گرفته و میزان آن با ضریب متغیر DS (میزان انتشار صکوک) مقایسه گردد. همان‌گونه که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر

DS\*Conf (بیش اطمینانی\*میزان انتشار صکوک)، مقدار آماره  $t$  و نیز سطح معنی داری آن نشان می‌دهد که در سطح خطای ۵ درصد بین این متغیر با بازده دارایی‌ها رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. اما این ضریب (۰/۰۱۴) از ضریب متغیر DS (میزان انتشار صکوک معادل ۰/۵۴۵) به میزان ۰/۵۳۱ کوچک‌تر است. مقایسه آماری این ضرایب در این پژوهش با انجام آزمون والد صورت گرفته است که نتیجه آن در جدول ۶ ملاحظه می‌گردد. براساس نتایج آزمون والد با توجه به معنی داری آماره  $F$  می‌توان گفت ضریب متغیر DS\* Conf (بیش اطمینانی\*میزان انتشار صکوک) از ضریب متغیر DS (میزان انتشار صکوک) به صورت معنی داری کوچک‌تر است. بنابراین فرضیه سوم پژوهش نیز تایید می‌شود و می‌توان گفت بیش اطمینانی بر رابطه بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت رابطه معنی داری دارد و رابطه مثبت بین آن‌ها را تضعیف می‌کند.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث:

با توجه به اهمیت موضوع تامین مالی برای شرکت‌ها و اثراتی که می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها داشته باشد و با عنایت به نبودن ابزار مالی اسلامی صکوک در کشور ایران، در این پژوهش رابطه بین انتشار صکوک و عملکرد مالی شرکت مورد بررسی قرار گرفت. همچنین اثر تعدل کنندگی بیش اطمینانی و تخصص مالی مدیران بر این رابطه بررسی شد. براساس نتیجه فرضیه اول پژوهش، بین میزان انتشار صکوک با عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت که براساس نظریه توازی، شرکت‌ها به منظور استفاده از مزایای بدهی و سپر مالیاتی حاصل از آن نسبت به انتشار صکوک در کنار سایر منابع بدهی مانند تسهیلات بانکی استفاده کرده و از این طریق عملکرد خود را بهبود داده‌اند. طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه این فرصت را در اختیار شرکت‌ها قرار داده است که برای تأمین منابع مالی از نوع بدهی به جز تسهیلات از مسیر ظرفیت بانکی کشور از اوراق بدهی اسلامی (صکوک) نیز استفاده نمایند و از این طریق با بهبود ساختار سرمایه خود بازده دارایی‌ها و عملکرد مالی خود را تقویت نمایند. این نتایج با نتایج پژوهش‌های تانکو و همکاران (۲۰۲۱) و مارگاریتیس و سیلاکی (۲۰۱۰) مطابقت دارد. براین اساس، به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود به منظور بهبود عملکرد مالی شرکت و استفاده از ظرفیت‌های بدهی در کشور، انتشار صکوک را مورد توجه قرار داده و ابزارهای نوظهور مرتبط استفاده نمایند تا بتوانند عملکرد شرکت را بهبود بخشند.

مطابق با نتیجه فرضیه دوم پژوهش، تخصص مالی و حسابداری مدیران رابطه مثبت بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت را تشدید می‌نماید. در این خصوص همان‌گونه که سازمان بورس و اوراق بهادار در مقررات و دستورالعمل‌های مرتبط با ناشران (مانند دستورالعمل حاکمیت شرکتی) نسبت به تخصص مالی هیئت‌مدیره آن‌ها حساس بوده و ضوابطی را در این خصوص تدوین نموده است، می‌توان گفت که تخصص مالی هیئت‌مدیره به عنوان یکی از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی نقش به‌سزایی در تقویت سازوکارهای اجرایی، تعیین استراتژی‌ها و فرایندهای کسب و کار شرکت و لذا بهبود عملکرد آن دارد. اعضای متخصص مالی و حسابداری هیئت‌مدیره به احتمال بیشتری در جمع‌آوری و تأمین منابع مالی شرکت از جمله منابع بدهی اثرگذار هستند. از این رو، وجود این افراد می‌تواند رابطه مثبت بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت را تشدید نماید. این نتایج با نتایج پژوهش‌های تانکو و همکاران (۲۰۲۱)، لیورامان و داباری (۲۰۲۰) و آدوماکوو و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد. بر این اساس، به سهامداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در زمان انتخاب اعضای هیئت‌مدیره (اعضای حقیقی و یا نمایندگان اعضای حقوقی)، حتی‌الامکان از مدیران دارای تخصص مالی و حسابداری استفاده نمایند؛ چرا که ایشان با توانمندی‌های خود رابطه مثبت بین میزان استفاده از بدهی و عملکرد شرکت را تقویت می‌کنند و موجب بهبود هرچه بیشتر عملکرد شرکت می‌گردند.

براساس نتیجه فرضیه سوم پژوهش، بیش‌اطمینانی مدیران رابطه بین میزان انتشار صکوک و عملکرد شرکت را تضعیف نموده است. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت که بیش‌اطمینانی به عنوان یکی از ویژگی‌های رفتاری مدیران موجب انجام سرمایه‌گذاری‌های پرریسک و جسورانه می‌شود. افزایش میزان سرمایه‌گذاری‌ها در نهایت می‌تواند بر میزان بدهی‌ها و اهرم مالی شرکت اثرگذار بوده و آن را افزایش دهد. اما از سوی دیگر، چنین رفتارهای پرریسکی می‌تواند موجب انجام سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره شده و در نهایت میزان بازدهی شرکت را کاهش دهد. بنابراین، این ویژگی رفتاری رابطه مثبت بین میزان انتشار صکوک و عملکرد را تضعیف می‌نماید. در این خصوص به سهامداران شرکت‌ها توصیه می‌شود در انتخاب مدیران به ویژگی‌های رفتاری آن‌ها توجه نموده و افرادی را به مدیریت برگزینند که با بیش‌اطمینانی خود موجب کاهش میزان عملکرد مالی شرکت نشوند.

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود این پژوهش را با استفاده از شاخص‌های دیگر در اندازه‌گیری عملکرد مانند شاخص کیوتوبین شرکت مورد بررسی مجدد قرار دهند. همچنین اثر سایر ویژگی‌های رفتاری و شخصیتی مدیران را بر رابطه بین انتشار صکوک با عملکرد مالی شرکت بررسی نمایند.

**فهرست منابع:**

- امری اسرمی، محمد؛ جلالی، فاطمه؛ کاظمی حاجی، فهیمه. (۱۴۰۲). اثر قدرت و دانش مالی مدیرعامل بر رابطه بین ریسک سازمانی و عملکرد شرکت، فصلنامه قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۲(۷)، ۶۷-۸۶.
- حاجی ابراهیمی، مریم و اسکندر، هدی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸ (۲)، صص ۳۳۹-۳۶۲.
- حساس یگانه، یحیی؛ حسنی القار، مسعود؛ مرفوع، محمد. (۱۳۹۴). بیش‌اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی، ۲۲(۳)، صص ۳۶۳-۳۸۴.
- حمیدیان، محسن؛ حسینی ولشکلایی، سیده مهسا؛ عباسی، علیرضا. (۱۳۹۹). رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۹ (۳۳)، صص ۷۵-۹۲.
- چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ میرزایی، محسن. (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۸(۲۵)، صص ۲۹-۴۱.
- روشن‌پژوه، اکرم؛ اوحدی، فریدون. (۱۳۹۸). رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها (اثر چرخه تجاری) در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۲(۴۴)، صص ۹۷-۱۰۹.
- شفاعت، احمدرضا؛ کاشانی‌پور، محمد؛ غلامی جمکرانی، ضا؛ جهانگیرنیا، حسین. (۱۴۰۰). تأثیر متغیر تیپ شخصیتی مدیران بر مدیریت سود و نقش تعدیلی آن در رابطه بین مدیریت سود با افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت، ۶(۱۲)، صص ۳۰۸-۳۴۳.
- گرد، عزیز؛ وقفی، حسام؛ فکوری، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد، حسابداری و منافع اجتماعی، ۴(۴)، ۱۸-۱.
- نکوئی‌زاده، شکوفه؛ دستگیر، محسن؛ علی احمدی، سعید. (۱۳۹۹). تأثیر بحران اقتصادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با ارزش و عملکرد مالی؛ نقش ویژگی‌های رفتاری شرکت، دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۵(۹)، صص ۱۵۳-۱۸۸.
- نمازی، محمد و جلال، شیرزاده. (۱۳۸۴). بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴)، صص ۷۵-۹۵.

- نیک‌بخت، محمدرضا؛ سیدی، سیدعزیز؛ روزبه، هاشم‌الحسینی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت، پیشرفت‌های حسابداری، ۲(۱)، صص ۲۵۱-۲۷۰.
- وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ فیض‌آبادی، فرشته. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین اهرم مالی و معیارهای سنجش عملکرد شرکت‌های دارویی و مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها، حسابداری سلامت، ۴(۴)، ۹۷-۱۱۳.
- Agrawal, A., and S. Chadha. ۲۰۰۵. Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, ۴۸(۲): ۳۷۱-۴۰۶.
- Ahmed AM, Nugraha DP, Hågen I. ۲۰۲۳. The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost. *Risks*, ۱۱(۶): ۱۰۲. <https://doi.org/10.3390/risks1106102>.
- Amri Asrami, M., Jalali, F., Kazemi Haji, F. ۲۰۲۳. The Effect of CEO's Power and Financial Knowledge on the Relation between Enterprise Risk and the Firm's Performance. *Judgment and Decision Making in Accounting*, ۲(۷): ۶۷-۸۶.
- Andrade, G., and S. N. Kaplan. ۱۹۹۸. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The journal of finance*, ۵۳(۵): ۱۴۴۳-۱۴۹۳.
- Arumona, J., O. Erin, L. Onmonya, and V. Omotayo. ۲۰۱۹. Board financial education and firm performance: Evidence from the healthcare sector in Nigeria. *Academy of Strategic Management Journal*, ۱۸(۴): ۱-۱۸.
- Begley, T. A. ۲۰۱۲. Signaling, financial constraints, and performance sensitive debt. Available at SSRN ۲۱۴۰۲۱۷.
- Bibi, S., and F. Mazhar. (۲۰۱۹). An investigation of the relationship between sukuk and the performance of banks of Pakistan. *Ijtihad: Jurnal Wacana Hukum Islam dan Kemanusiaan*, ۱۹(۱): ۵۳-۶۶.
- Callen, J. L., and M. Chy. ۲۰۱۶. Growth opportunities, leverage and financial contracting: Evidence from exogenous shocks to public spending. University of Toronto-Rotman School of Management.
- Chavoshi, K., M. Rastegar, and M. Mirzaee. ۲۰۱۵. Examination of the Relation between Managerial Overconfidence and Financing Policies in Tehran Stock Exchange, *Financial Knowledge of Securities Analysis*, ۸(۲۵): ۲۹-۴۱ (in Persian).
- Chen, H., and H. Ye. ۲۰۲۱. The Effect of Capital Structure on Business Financial Performance—Based on the Moderating Role of Managerial Confidence Level. In *The ۲۰۲۱ ۱۲th International Conference on E-business, Management and Economics* (pp: ۳۲۹-۳۳۵).
- Ebel Ezeoha, A. ۲۰۰۸. Firm size and corporate financial-leverage choice in a developing economy: Evidence from Nigeria. *The journal of risk finance*, ۹(۴): ۳۵۱-۳۶۴.

- Ellul, A., and M. Pagano. ۲۰۱۹. Corporate leverage and employees' rights in bankruptcy. *Journal of Financial Economics*, ۱۳۳(۳): ۶۸۵-۷۰۷.
- Fadaee Vahed, M., and R. Mayeli. ۲۰۱۴. Priorities Factors Influencing the Financing in Iran with the AHP Approach. *Fiscal and Economic Policies*, ۲(۶): ۱۴۱-۱۶۰ (in Persian).
- Fairchild, R. J. ۲۰۰۵. The effect of managerial overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions. *ICFAI Journal of behavioral finance*, ۲: ۴۶-۶۸.
- Goel, A. M., Thakor, A.V. ۲۰۰۸. Overconfidence, CEO selection and corporate governance, *Journal of Finance*, ۶۳: ۲۷۳۷-۲۷۸۴.
- Gord, A., H. Vaghfi, & M. Fakouri. ۲۰۱۵. Examine Relationships between Measures of Financial Leverage (Capital Structure) and Measure of Performance, Accounting and Social Interest, ۴(۴): ۱-۱۸ (in Persian).
- Haji Ebrahimi, M., and H. Skandar. ۲۰۱۹. Managerial overconfidence effects on risk taking and performance. *Empirical Research In Accounting*, ۸(۲): ۳۳۹-۳۶۲ (in Persian).
- Hamidian, M., S.M. Hossini Veleshkolaiy, A., Abbasi. ۲۰۲۰. Relation Capital Structure and Managerial Ownership with Firm Performance In the Tehran Stock Exchange's Listed Companies, ۹ (۳۳): ۷۵-۹۲.
- Hasas Yeganeh, Y., M. Hasani Alghar, and M. Marfou. ۲۰۱۵. Managerial overconfidence and audit fees. *Accounting and Auditing Review*, ۲۲(۳): ۳۶۳-۳۸۴ (in Persian).
- Hazrin, N. A., A. S. Amir, and S. N. J. M. Radzi. ۲۰۲۲. Sukuk Characteristics and Financial Performance Among Top ۱۰۰ Listed Companies in Malaysia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Keuangan dan Bisnis (JIKABI)*, ۱(۲): ۱۶۷-۱۷۶.
- Hovakimian, A., T.Opler, and S. Titman. ۲۰۰۱. The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, ۳۶(۱): ۱-۲۴.
- Iqbal, M., and F. Javed. ۲۰۱۷. The moderating role of corporate governance on the relationship between capital structure and financial performance: Evidence from manufacturing sector of Pakistan. *International Journal of Research in Business and Social Science*, ۶(۱): ۸۹-۱۰۵.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales. ۱۹۹۷. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *The quarterly journal of economics*, ۱۱۲(۱): ۱۶۹-۲۱۵.
- Kim, H. A., Choi, S. U., & Choi, W. ۲۰۲۲. Managerial overconfidence and firm profitability. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, ۲۹(۱), ۱۲۹-۱۵۳.
- Liuraman, Z., and I.J. Dabari. ۲۰۲۰. Moderating road of board quality on capital structure and financial performance of listed industrial goods

- companies in Nigeria. *ATBU Journal of Accounting and Finance*, ۱(۱): ۵۳-۶۵.
- Malmendier, U., G. Tate, and J. Yan. ۲۰۱۱. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, ۶۶(۵): ۱۶۸۷-۱۷۳۳.
- Malmendier, U., G. Tate, and J. Yan. ۲۰۱۱. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, ۶۶(۵): ۱۶۸۷-۱۷۳۳.
- Margaritis, D., and M. Psillaki. ۲۰۱۰. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, ۳۴(۳): ۶۲۱-۶۳۲.
- Muneeb, A., & Atal, R. ۲۰۱۹. Assessing the influence of financial literacy on profitability: Evidence from nangarhar-Afghanistan. *International Journal of Technical Research & Science*, ۴(۱۱), ۱۶-۲۳.
- Myers, Stewart C. ۱۹۸۴. *The journal of finance. Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, ۵۷۵-۵۹۲.*
- Namazi, M., and J. Shirzadeh. ۲۰۰۶. Examining the relationship between the capital structure and the profitability of the companies listed on the Tehran Stock Exchange (with an emphasis on the type of industry), *Accounting and Auditing Review*, ۱۲(۴): ۷۵-۹۵.
- Nazir, A., M. Azam, and M.U. Khalid. ۲۰۲۱. Debt financing and firm performance: empirical evidence from the Pakistan Stock Exchange. *Asian Journal of Accounting Research*, ۶(۳): ۳۲۴-۳۳۴.
- Nekouezadeh S, Dastgir M, Aliahmadi S. ۲۰۲۰. The Impact of the Economic Crisis on the Relationship between the CEO Power on Firm Value and the Financial Performance; The Role of Company's Behavioral Characteristics, ۵ (۹) :۱۵۳-۱۸۸.
- Nikbakht, M.R., S.A. Seyyedi, and R. Hashem-alhosseini. ۲۰۱۰. Investigating the impact of board characteristics on company performance, *Journal of accounting Advances*, ۲(۱): ۲۵۱-۲۷۰ (in Persian).
- Okiro, K., J. Aduda, and N. Omoro. ۲۰۱۵. The effect of corporate governance and capital structure on performance of firms listed at the east African Community securities exchange. *European Scientific Journal*, ۱۱(۷): ۵۰۴-۵۳۳.
- Pereira, V. M. M., and J. A. C. B. Filipe. ۲۰۱۸. Quality of board members' training and bank financial performance: Evidence from Portugal. *International Journal of Economics and Business Administration*, ۶(۳): ۴۷-۷۹.
- Psillaki, M., and N. Daskalakis. ۲۰۰۹. Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small business economics*, ۳۳, ۳۱۹-۳۳۳.

- Roshan Pajuh, A., F. Ouhadi. ۲۰۱۹. The relationship between capital structure and company performance (business cycle effect) in Tehran Stock Exchange, ۱۲(۴۴): ۹۷-۱۰۹.
- Schrand, C. M., and S. L. Zechman. ۲۰۱۲. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and economics*, ۵۳(۱-۲): ۳۱۱-۳۲۹.
- Seo, K., E. E. K. Kim, and A. Sharma. ۲۰۱۷. Examining the determinants of long-term debt in the US restaurant industry: Does CEO overconfidence affect debt maturity decisions?. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, ۲۹(۵): ۱۵۰۱-۱۵۲۰.
- Shafaat A R, Kashanipour M, Gholami Jamkarani R, Jahangirnia H. ۲۰۲۲. The effect of managers' personality type on earnings management and its moderating role in the relationship between earnings management and corporate social responsibility disclosure, ۶ (۱۲): ۳۰۸-۳۴۳.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. ۲۰۱۱. Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial finance*, ۳۷(۲), ۱۱۷-۱۳۳.
- Tanko, U. M., A. A. Siyanbola, P. M. Bako, and O. V. Dotun. ۲۰۲۱. Capital structure and firm financial performance: Moderating effect of board financial literacy in Nigerian listed non-financial companies. *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, ۴(۱): ۴۸-۶۶.
- USAID. ۲۰۰۹. Development of strategy options for SME financial literacy-Final report.
- Vakilifaed, H., and F. Feiz Abadi. ۲۰۱۶. Investigating the Relationship between Financial Leverage and the Criteria for Measuring the Performance of Food and Pharmaceutical Companies Listed on the Tehran Stock Exchange by Data Envelopment Analysis, *Health Accounting*, ۴(۴): ۹۷-۱۱۳.
- Wald, J. K., and M. S. Long. ۲۰۰۷. The effect of state laws on capital structure. *Journal of Financial Economics*, ۸۳(۲): ۲۹۷-۳۱۹.
- Weill, L. ۲۰۰۸. Leverage and corporate performance: does institutional environment matter?. *Small Business Economics*, ۳۰: ۲۵۱-۲۶۵.
- Zeitun, R., and G. G. Tian. ۲۰۰۷. Capital structure and corporate: Evidence from Jordan. *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*, ۱(۴), ۴۰-۶۱.
- Zeitun, R., and G. G. Tian. ۲۰۱۴. Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, Forthcoming.
- Zhang, G. ۲۰۱۳. Accounting standards, cost of capital, resource allocation, and welfare in a large economy. *The Accounting Review*, ۸۸(۴): ۱۴۵۹-۱۴۸۸