



<https://amf.ui.ac.ir>

Journal of Asset Management and Financing

E-ISSN: 2383-1189

Vol. 14, Issue 2, No. 53, 2026, p 85-108

Received: 18/04/2025

Accepted: 03/08/2025

Research Paper

The Impact of Managerial Narcissism and Ability on the Cost of Debt

Hasan Fattahi Nafchi* 

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
h.fattahi@ase.ui.ac.ir

Pouriya Zivari Kamran

Ph.D. Student, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran
p_zivarikamran@atu.ac.ir

Farshid Riahi Dorcheh

M.A., Faculty of Agricultural Economics, University of Tehran, Tehran, Iran
farshidriahi@ut.ac.ir

Abstract

This study examines the influence of managerial personality traits—specifically narcissism and managerial ability—on corporate debt costs. It is posited that financial institutions perceive narcissistic managers as riskier, resulting in higher borrowing costs. Conversely, managerial ability enhances decision-making quality and mitigates agency conflicts, thereby reducing the cost of debt. The analysis draws on data from 129 firms listed on the Tehran Stock Exchange between 2015 and 2022. Narcissism is measured using both signature size and a psychological signature index. The findings indicate a positive association between managerial narcissism and debt costs, while managerial ability exhibits a negative relationship. Notably, the interaction between narcissism and ability is statistically insignificant when narcissism is measured by signature size but becomes significant when using the psychological index. This suggests that managerial ability can attenuate the adverse effects of narcissism. The results further identify highly capable, non-narcissistic managers as the most effective profile for minimizing debt costs. Additional analyses reveal a U-shaped nonlinear relationship between narcissism and the cost of debt, as well as a linear inverse relationship between ability and debt cost. This study contributes to the existing literature by incorporating a psychology-based measure of narcissism and by exploring the joint impact of managerial traits. The findings offer meaningful implications for financial decision-making and credit risk assessment.

Keywords: Managerial Narcissism, Managerial Ability, Cost of Debt.

JEL Classification: G32, D22, M12, D91.

Introduction

Recent literature highlights growing concerns regarding executive narcissism and its impact on firm outcomes, particularly the cost of debt. While narcissistic traits may promote innovation and attract market attention, they can also exacerbate agency conflicts and increase risk-taking behavior, thereby elevating external financing costs. In contrast, managerial ability is widely regarded as a mitigating factor, given its role in enhancing strategic decision-making and promoting transparent financial reporting. However, prior research has produced mixed results, particularly in emerging markets such as Iran. This study aims to reconcile these divergent findings by examining whether managerial ability can offset the detrimental effects of narcissism on the cost of debt. It employs a psychological measure of narcissism alongside the conventional signature size metric and incorporates a scenario-based framework to classify managers into distinct profiles—such as capable non-narcissists and incapable narcissists. Additionally, the study explores the potential for nonlinear dynamics in the relationship between narcissism and debt cost, thereby offering a more nuanced understanding beyond the traditionally assumed linear model.

*Corresponding author

Fattahi Nafchi, H., Zivari Kamran, P. and Riahi Dorcheh, F. (2026). The Effect of Managerial Narcissism and Ability on the Cost of Debt. *Journal of Asset Management and Financing*, 14(2), 85-108.



Materials & Methods

This study is applied and correlational in nature, utilizing data from 129 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2015 and 2022. CEO narcissism is assessed using two methods: (1) the natural logarithm of the CEO's signature area, measured via ImageJ software, and (2) a psychological index based on signature characteristics—such as complexity, presence of vertical lines, inclusion of the CEO's name, and counterclockwise orientation—scored on a scale from 0 to 4. Managerial ability is evaluated using the Demerjian DEA-based model, where inputs include cost of goods sold (COGS), selling, general and administrative expenses (SG&A), fixed assets, and intangible assets, with sales serving as the output. The efficiency score derived from this model is then regressed on firm-specific variables, and the residuals are used as a proxy for managerial ability. The cost of debt (COD) is calculated by dividing interest expense by total liabilities. Panel data regressions with robust standard errors are employed, controlling for firm size, leverage, profitability, board independence, CEO tenure, CEO duality, and both industry and year fixed effects.

Findings

The results indicate that managerial narcissism is associated with an increase in the cost of debt, whereas managerial ability has a mitigating effect, leading to lower debt costs. However, the interaction between narcissism and managerial ability is not statistically significant when narcissism is measured by signature size. In contrast, when narcissism is assessed using a psychological signature index, the interaction becomes significant, suggesting that managerial ability can offset the adverse effects of narcissism on the cost of debt. Furthermore, when managers are categorized into distinct profiles—capable non-narcissists, incapable narcissists, and others—capable non-narcissistic managers emerge as the most effective in minimizing debt costs. Additional analyses reveal a U-shaped nonlinear relationship between managerial narcissism and the cost of debt, while managerial ability maintains a consistently negative linear association with debt costs.

Discussion and Conclusion

The findings highlight the complex and sometimes opposing roles of managerial traits in shaping corporate financing outcomes. While narcissism is often viewed as detrimental, it may offer certain advantages at moderate levels by fostering confidence and promoting innovation. However, excessive narcissism amplifies risk-taking and agency conflicts, ultimately leading to higher debt costs. In contrast, managerial ability consistently mitigates financial risk through enhanced decision-making and greater transparency. The significant interaction between the two traits suggests that managerial ability can buffer the negative effects of narcissism. The use of a psychological index to measure narcissism adds a nuanced perspective, uncovering associations that conventional metrics may overlook. These insights underscore the importance for policymakers, investors, and creditors to consider both psychological and competence-based evaluations of executives when assessing corporate risk and governance quality. Overall, the study contributes to the literature on behavioral finance and managerial decision-making in emerging markets, emphasizing the utility of multidimensional executive profiling in financial analysis.

تأثیر خودشیفتگی و توانایی مدیران بر هزینه بدهی

حسن فتاحی نافچی 

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

h.fattahi@ase.ui.ac.ir

پوریا زیوری کامران

دانشجوی دکتری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

p_zivarikamran@atu.ac.ir

فرشید ریاحی درچه

کارشناس ارشد، دانشکده اقتصاد و توسعه کشاورزی، دانشگاه تهران، تهران، ایران

farshidriahi@ut.ac.ir

چکیده

این پژوهش تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و حرفه‌ای مدیران، شامل خودشیفتگی و توانایی را بر هزینه بدهی شرکت‌ها بررسی می‌کند. فرض بر این است که تأمین‌کنندگان مالی، شرکت‌های با مدیران خودشیفته را پرریسک‌تر تلقی می‌کنند که به افزایش هزینه بدهی منجر شده است؛ درحالی‌که توانایی مدیران با بهبود تصمیم‌گیری و کاهش تضاد نمایندگی می‌تواند هزینه بدهی را کاهش دهد. داده‌های ۱۲۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ تحلیل شده و خودشیفتگی مدیران از طریق اندازه امضا و نیز شاخص روان‌شناختی امضا اندازه‌گیری شده است. نتایج نشان می‌دهد که خودشیفتگی رابطه مثبتی با هزینه بدهی دارد، درحالی‌که توانایی مدیران تأثیری معکوس دارد. اثر تعاملی این دو متغیر بر اساس اندازه امضا معنادار نیست، اما شاخص روان‌شناسی امضا نشان می‌دهد که توانایی می‌تواند اثر منفی خودشیفتگی را تعدیل کند. مدیران توانای غیرخودشیفته کمترین هزینه بدهی را برای شرکت‌ها ایجاد می‌کنند و ترکیب آن‌ها به‌عنوان بهینه‌ترین حالت شناسایی شده است. تحلیل‌های تکمیلی نیز از رابطه غیرخطی U شکل میان خودشیفتگی و هزینه بدهی و رابطه خطی و معکوس میان توانایی و هزینه بدهی حمایت می‌کنند. دانش‌افزایی پژوهش در استفاده از شاخص روان‌شناسی برای سنجش خودشیفتگی و تحلیل سناریوهای ترکیبی ویژگی‌های مدیریتی است که می‌تواند مبنای تصمیم‌گیری مالی و اعتباری قرار گیرد.

کلیدواژه‌ها: خودشیفتگی مدیران، توانایی مدیران، هزینه بدهی

طبقه‌بندی JEL: G32، D22، M12، D91

* نویسنده مسئول

فتاحی نافچی، حسن، زیوری کامران، پوریا و ریاحی درچه، فرشید. (۱۴۰۵). تأثیر خودشیفتگی و توانایی مدیران بر هزینه بدهی، مدیریت دارایی

و تأمین مالی، ۱۴ (۲)، ۸۵-۱۰۸.



مقدمه

در پژوهش‌های اخیر خودشیفتگی مدیران به مسئله‌ای اساسی تبدیل شده است. این موضوع که خودشیفتگی چگونه بر هزینه بدهی برای تأمین مالی تأثیر می‌گذارد، هنوز یک سؤال تجربی است (Kim & Anderson, 2024). خودشیفتگی بیشتر با خودخواهی و تکبر همراه است و جامعه تمایل دارد به افرادی که از آن‌ها خوششان نمی‌آید، برچسب خودشیفتگی بزند (Mahdavi & Namjou, 2023)؛ باین‌حال، هر فردی درجاتی از خودشیفتگی دارد که ممکن است برای عملکرد روزانه مفید باشد (Holtzman & Donnellan, 2015). خودشیفتگی شامل احساس خودبزرگ‌بینی، نیاز به تحسین و همدلی نکردن با دیگران است. خودشیفته‌ها دارای شخصیت‌های بی‌نوا، برون‌گرا و کاریزماتیک هستند که آن‌ها را به رهبران طبیعی تبدیل می‌کند (Brunell et al., 2008). بسیاری از مدیران اجرایی (مدیرعامل) ویژگی‌های خودشیفتگی را نشان می‌دهند (Maccoby, 2004) و نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که مدیران خودشیفته می‌توانند برای سهام‌داران، از طریق نوآوری و رشد، ارزش بیشتری ایجاد کنند (Kashmiri et al., 2017) و عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند (Ham et al., 2018).

خودشیفتگی مدیران ممکن است برخی اثرات مثبت مانند افزایش نوآوری یا بهبود عملکرد سهام داشته باشد؛ باین‌حال، در شرکت‌هایی که بدهی دارند، این ویژگی می‌تواند تضاد نمایندگی را تشدید کند و موجب افزایش هزینه بدهی شود؛ بنابراین، ارتباط مثبتی بین خودشیفتگی مدیرعامل و هزینه‌های بدهی زیاده‌تر وجود دارد. هرچه نمرات خودشیفتگی مدیران افزایش یابد، هزینه تأمین مالی نیز بیشتر می‌شود. این موضوع نشان می‌دهد که بدهی نمایندگی در چنین شرکت‌هایی بیشتر است. درمقابل، شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها خودشیفتگی کمتری دارند، هزینه بدهی پایین‌تری می‌پردازند. از دید دیگر، دارندگان اوراق بهادار به مدیران خودشیفته اعتماد ندارند. آن‌ها رفتار این مدیران را به ضرر منافع خود می‌دانند. این بی‌اعتمادی باعث افزایش تضاد بین سهام‌داران و دارندگان اوراق می‌شود؛ درنتیجه، هزینه تأمین مالی از طریق بدهی افزایش می‌یابد (Kim & Anderson, 2024).

باتوجه به پژوهش‌های گذشته نمی‌توان خودشیفتگی مدیران را عاملی منفی برای ارزش شرکت تصور کرد؛ باین‌حال، این ویژگی ممکن است از طریق افزایش هزینه بدهی باعث کاهش ارزش شرکت شود؛ بنابراین، این پرسش مطرح می‌شود که خودشیفتگی چه اثری بر هزینه بدهی دارد؛ پس، باید بررسی کرد چه عواملی می‌تواند باعث شود خودشیفتگی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت یا منفی بگذارد. یکی از این عوامل می‌تواند توانایی مدیران باشد. این توانایی ممکن است تفاوت‌ها در نتایج را توضیح دهد (Dalwai et al., 2023). مدیران توانمند در حوزه کسب‌وکارها، صنایع و محصولاتی که به کار آن‌ها مرتبط است، دانش بالایی دارند؛ این امر به موفقیت سازمان کمک می‌کند (Nekouizadeh et al., 2020). مدیران توانا در مقایسه با سایر مدیران قادر به تصمیم‌گیری بهتر، مدیریت کارآمد کارکنان و شناسایی روندها و فناوری‌های آینده هستند (Demirjian et al., 2012). نظریه سطوح بالا، مدیران ارشد و سطح بالا را به عنوان منابع انسانی حیاتی می‌داند که به تدوین راهبردهای مؤثر مانند راهبردهای مرتبط با ساختار سرمایه کمک می‌کند. مدیران با توانایی زیاد بیشتر احتمال دارد برای هزینه کمتر بدهی مذاکره کنند؛ زیرا به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران کمک می‌کنند و خود را از مدیران با توانایی کم متمایز می‌کنند (Dalwai et al., 2023). دلوایی و همکاران (Dalwai et al., 2023) بیان کردند که مدیران با توانایی زیاد، نقش اساسی در سیاست مالی شرکت دارند و هزینه بدهی را به دلیل کاهش تضاد نمایندگی کاهش می‌دهند؛ بنابراین، می‌توان گفت که توانایی بالای مدیران می‌تواند اثرات خودشیفتگی مدیران بر هزینه بدهی را کمتر کند. درواقع مدیران توانای خودشیفته باید از مدیران خودشیفته بدون توانایی یا با توانایی کم تفکیک شوند؛ باین‌حال در پژوهش‌های گذشته چنین مسئله‌ای بررسی نشده است.

بررسی نقش دوگانه خودشیفتگی مدیران و تأثیر آن بر هزینه‌های بدهی در ایران اهمیت زیادی دارد؛ زیرا با افزایش شرکت‌های خصوصی و رقابت برای جذب سرمایه، تصمیمات مدیران اهمیت بیشتری پیدا کرده است. این پژوهش می‌تواند به سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی کمک کند تا ریسک‌های مربوط به شخصیت و توانایی مدیران را بهتر بشناسند. نتایج این پژوهش می‌تواند سیاست‌های تأمین مالی و مدیریت شرکت‌ها را بهبود دهد. در نتیجه، شرکت‌ها می‌توانند از آثار منفی خودشیفتگی جلوگیری کنند و از توانایی‌های مدیران بهره ببرند. دلایل مختلفی برای ضرورت این پژوهش وجود دارد: نخست، در شرایط اقتصادی ناپایدار ایران، شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و توان مدیریتی مدیران برای کنترل هزینه بدهی بسیار مهم است؛ دوم، در زمانی که شرکت‌ها به دنبال جذب سرمایه و کاهش هزینه‌های مالی هستند، شناخت تأثیر خودشیفتگی و توانایی مدیران می‌تواند به تصمیم‌گیری بهتر سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان کمک کند؛ در نهایت، یافته‌های این پژوهش می‌تواند راهنمای شرکت‌ها باشد تا از مدیرانی با توانایی زیاد و خودشیفتگی کنترل‌شده استفاده کنند. این کار باعث کاهش ریسک مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود.

در این پژوهش برخلاف پژوهش‌های گذشته در داخل کشور (Bazrafshan et al., 2018; Hassanzadeh, 2023) از شاخص جدیدی (شاخص روان‌شناسی امضا به جای اندازه امضا) نیز برای بررسی خودشیفتگی مدیران استفاده شده است که از این حیث دانش‌افزایی دارد و خلأ پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه را برطرف می‌کند. این شاخص در مطالعات چاترجی و هامبریک (Chatterjee & Hambrick, 2007)، کتل و هابل (Kettle & Haubl, 2011)، هام و همکاران (Ham et al., 2017, 2018)، چو و همکاران (Chou et al., 2015) و هو و همکاران (Hou et al., 2024) استفاده شده است و از تحلیل ویژگی‌های امضا (مانند اندازه، فشار، شیب، زاویه و خوانایی) به عنوان شاخص‌هایی از ویژگی‌های شخصیتی مانند خودشیفتگی استفاده کرده‌اند.

علاوه بر این، مطالعات پیشین توانایی مدیریتی زیاد را با سطح عالی از نوآوری‌ها، تأمین مالی با بدهی کوتاه‌مدت بیشتر (Khoo & Cheung, 2022)، کسب سود اقتصادی بیشتر از طریق فرصت‌های سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری (Haider et al., 2021)، لحن مثبت در اعلام سود (Luo & Zhou, 2017) و گزارش سود با کیفیت عالی (Lee et al., 2018) مرتبط دانسته‌اند؛ با این حال، پژوهش‌های محدودی (Alinnejad & Tarfi, 2017; Ansarizadeh et al., 2023; Mohammadi, 2023) درباره بازارهای نوظهور وجود دارد که توانایی مدیریتی را در زمینه هزینه‌ها و منافع شرکت و به خصوص هزینه بدهی بررسی می‌کنند. البته باید گفت که در ایران عمده پژوهش‌های انجام شده به توانایی مدیریت توجه داشته‌اند و خودشیفتگی در این حوزه بررسی نشده است؛ بنابراین، دانش‌افزایی دیگر این پژوهش به دلیل تفاوت‌های مدیران توانای خودشیفته و مدیران خودشیفته بدون توانایی، می‌تواند دوچندان شود. پژوهش حاضر پیوند تجربی جدیدی بین خودشیفتگی مدیرعامل، توانایی مدیرعامل و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی ایجاد می‌کند. درک این رابطه باتوجه به رواج تمایلات خودشیفتگی در بین مدیران و نقش حیاتی تأمین مالی بدهی برای شرکت‌ها دارای اهمیت است؛ در نهایت این پژوهش به دلیل آنکه به روابط غیرخطی خودشیفتگی و توانایی مدیران و هزینه بدهی توجه می‌کند، می‌تواند دارای اهمیت باشد. در ادامه ابتدا به مبانی نظری فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش پرداخته شده، سپس روش پژوهش و یافته‌ها بیان شده و در پایان نتیجه‌گیری و پیشنهادها مطرح شده است.

مبانی نظری

در رابطه با خودشیفتگی مدیران باید گفت که بزرگ‌نمایی به عنوان سنگ بنای خودشیفتگی مدیران، به صورت احساس خودبزرگ‌بینی زیاد، تکبر و گرایش به اغراق آشکار می‌شود. این ویژگی‌ها بیشتر در رفتار مدیران نیز وجود دارد. به طوری که مدیران خودشیفته، با ویژگی بزرگ‌نمایی و خودمحوری، همواره در شرکت‌ها شناخته می‌شوند. شرکت‌هایی که به دنبال توجه

عمومی هستند ممکن است به دلیل توانایی چنین مدیرانی در جلب توجه رسانه‌ها، مدیران اجرایی با تمایلات خودشیفتگی را استخدام کنند (Aabo et al., 2022). این موضوع نشان‌دهنده اثر تطابقی بالقوه بین ویژگی‌های شخصیتی اجرایی و ویژگی‌های شرکت است که به‌طور بالقوه بر رابطه بین خودشیفتگی مدیرعامل و هزینه‌های بدهی تأثیر می‌گذارد. درحالی‌که تصویر سنتی مدیر خودشیفته بیشتر بر بزرگ‌نمایی از قبیل خودبینی فراوان و خودپسندی تأکید می‌کند، مدیران غیرخودشیفته تصویر متفاوتی دارند (Zajenkowski et al., 2018). مدیران غیرخودشیفته یا با خودشیفتگی کم تمایل دارند درون‌گرا باشند، به ادراکات دیگران حساسیت نشان می‌دهند و حتی ممکن است خودنمایی متوسطی از خود نشان دهند (Kong et al., 2021). اگرچه هر دو زیرمجموعه دارای تصویری بزرگ از خود هستند، اما تمایز اصلی در روابط بین‌فردی آن‌ها نهفته است. مدیران خودشیفته تمایل دارند از روابط با دیگران در راستای منافع شخصی خود بهره‌برداری کنند؛ درحالی‌که سایر مدیران برای نظرات و رفاه دیگران ارزش قائل‌اند و آن‌ها را در اولویت قرار می‌دهند. پژوهش‌ها نشان می‌دهد که خودشیفتگی مدیران در محیط‌های سازمانی، به‌ویژه در میان رهبری شرکت‌ها شایع‌تر است (Campbell et al., 2011).

در شرکت‌هایی که از طریق بدهی تأمین مالی می‌کنند، مدیران می‌توانند با مشارکت در جایگزینی دارایی و تغییر ریسک، یعنی هزینه نمایندگی بدهی، به نفع سهام‌داران عمل کنند. اگر مدیران خودشیفته اقداماتی را دنبال کنند که به نفع سهام‌داران و با صرف هزینه از جیب تأمین‌کنندگان مالی همراه باشد، آنگاه شرکت‌هایی با مدیران خودشیفته، هزینه بدهی بیشتری را در مقایسه با شرکت‌هایی با مدیران غیر خودشیفته تجربه خواهند کرد (Kim & Anderson, 2024). درواقع تأمین‌کنندگان مالی همواره نگران سرمایه‌گذاری‌های خود در شرکت‌هایی هستند که توسط افراد خودشیفته مدیریت می‌شوند (Kim & Anderson, 2024)؛ بنابراین، شرکت‌های با مدیران خودشیفته معمولاً در مقایسه با شرکت‌هایی که دارای رهبران غیر خودشیفته هستند، با هزینه‌های استقراض بیشتری روبه‌رو می‌شوند؛ زیرا تأمین‌کنندگان مالی ریسک بیشتری برای شرکت‌های با مدیران خودشیفته متصور هستند؛ در این راستا بزرگ‌نمایی در مدیران خودشیفته به‌طور چشمگیری این اثر را تشدید می‌کند. این رفتار مدیران خودشیفته برای تأمین‌کنندگان مالی به‌عنوان منشأ ریسک تلقی می‌شود و تضاد ذاتی بین سهام‌داران و تأمین‌کنندگان مالی را تشدید می‌کند. مدیران خودشیفته در مقایسه با هم‌تایان غیر خودشیفته خود درگیر سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز هستند؛ بنابراین، تأمین‌کنندگان مالی در شرکت‌هایی که توسط مدیران خودشیفته رهبری می‌شوند، بازدهی بیشتری طلب می‌کنند؛ به‌بیان‌دیگر تأمین‌کنندگان مالی، مدیران خودشیفته را برای منافع خود پرمخاطره می‌دانند (Kim & Anderson, 2024). از منظر نظری، می‌توان رابطه بین خودشیفتگی و رفتارهای ریسک‌پذیر را با «نظریه هویت اجتماعی» تبیین کرد. براساس این نظریه، افراد خودشیفته برای تثبیت هویت ممتاز خود در سازمان، تمایل دارند وارد تصمیم‌گیری‌های پرریسک شوند تا از این طریق، برتری خود را در گروه نشان دهند. «نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده» بیان می‌کند که نگرش افراد به یک رفتار (مانند ریسک‌پذیری) در کنار هنجارهای اجتماعی و احساس کنترل به رفتار نهایی منجر می‌شود؛ مدیران خودشیفته به دلیل نگرش مثبت به ریسک و باور به کنترل زیاد، احتمال بیشتری برای ورود به تصمیمات پرخاطر دارند (Kim & Anderson, 2024).

کیم و اندرسون (Kim & Anderson, 2024) با بررسی رابطه بین خودشیفتگی مدیرعامل و هزینه نمایندگی بدهی نشان دادند که مدیران خودشیفته، هزینه‌های استقراض بیشتری را متحمل می‌شوند. هو و همکاران (Hou et al., 2024) رابطه بین خودشیفتگی مدیرعامل و رتبه‌بندی اعتباری را بررسی کردند؛ در این راستا با استفاده از اندازه‌امضای شخصی مدیرعامل برای اندازه‌گیری خودشیفتگی دریافتند که خودشیفتگی مدیرعامل با رتبه‌های اعتباری بدتری همراه است. حسن‌زاده کوچو و همکاران (Hassanzadeh et al., 2024) نیز بیان کردند که مدیران خودشیفته پاداش‌های بیشتری برای خود قائل می‌شوند و از این طریق موقعیت خود را در سازمان مستحکم می‌کنند. حسن‌زاده کوچو (Hassanzadeh, 2023) نیز بیان کرد که در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با ساختار بدهی، علاوه بر اطلاعات، یکسری دیدگاه‌ها و عوامل روان‌شناختی

همچون خودشیفتگی مدیران نیز بر تصمیم آن‌ها تحت تأثیر می‌گذارد. ملکی و همکاران (Maleki et al., 2023) با بررسی رابطه بین خودشیفتگی سازمانی مدیران و بحران‌های مالی نشان دادند که رابطه مستقیمی بین خودشیفتگی مدیران با بحران‌های مالی وجود دارد. مطالعات پیشین به‌طور مکرر نشان داده‌اند که خودشیفتگی مدیران، به‌ویژه مدیرعامل، با پیامدهای مالی نامطلوبی مانند افزایش هزینه بدهی، کاهش رتبه اعتباری و افزایش احتمال بحران‌های مالی مرتبط است. همچنین، عوامل روان‌شناختی مانند خودشیفتگی می‌توانند به‌طور درخور توجهی بر تصمیمات مالی مدیران تأثیر بگذارند.

مسئله‌ای که باید به آن توجه کرد آن است که رابطه بین خودشیفتگی مدیران و هزینه بدهی شرکت‌ها ممکن است به‌صورت غیرخطی و به‌صورت منحنی L شکل باشد؛ به این معنا که در سطوح پایین تا متوسط خودشیفتگی، مدیران ممکن است با اتخاذ تصمیمات محتاطانه‌تر و بهینه‌تر، هزینه بدهی را کاهش دهند؛ زیرا خودشیفتگی کم می‌تواند به افزایش اعتماد به نفس در تصمیم‌گیری‌های مالی منجر شود و از رفتارهای بیش‌ازحد ریسک‌پذیر جلوگیری کند؛ اما با افزایش بیش‌ازحد خودشیفتگی، گرایش به رفتارهای ریسک‌پذیر و سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز افزایش یافته و در نتیجه هزینه بدهی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این الگوی غیرخطی نشان‌دهنده پیچیدگی و دوگانگی تأثیر خودشیفتگی بر ساختار بدهی است و تأکید می‌کند که اثر خودشیفتگی بر هزینه بدهی نمی‌تواند تنها به‌صورت رابطه خطی ساده مدل‌سازی شود. این رابطه با نظریه‌های روان‌شناختی مانند نظریه هویت اجتماعی و نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده هماهنگ است که بیان می‌کنند مدیران خودشیفته برای تثبیت موقعیت ممتاز خود در سازمان، ممکن است تصمیمات پرریسک اتخاذ کنند که به افزایش هزینه بدهی منجر می‌شود. در مطالعات گذشته مطالعه‌ای یافت نشد که بتواند نشان دهد خودشیفتگی کم می‌تواند به افزایش اعتماد به نفس در تصمیم‌گیری‌های مالی منجر شود و از رفتارهای بیش‌ازحد ریسک‌پذیر جلوگیری کند و هزینه بدهی را کاهش دهد؛ به همین دلیل با توجه به اینکه مطالعات بر رابطه مثبت و نه غیرخطی تأکید داشته‌اند، پس فرضیه اول به شرح زیر تدوین شده است. شایان ذکر است که رابطه غیرخطی نیز در بخش آزمون حساسیت بررسی شده است:

فرضیه اول: خودشیفتگی مدیران تأثیر مثبت و معنادار بر هزینه بدهی شرکت دارد.

پژوهش‌های متعدد در رابطه با توانایی مدیران (Bertrand & Schoar, 2003; Rozen-Bakher, 2018) نشان می‌دهد که ویژگی‌های مدیران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد؛ زیرا مدیران با توانایی‌های متفاوت، انتظارات متفاوتی از آینده با اولویت‌های ریسک دارند؛ بنابراین، بر تصمیمات و شایستگی‌ها تأثیر می‌گذارد (Gan, 2019). به گفته دمرجیان و همکاران (Demersjian et al., 2012)، مدیران توانمندتر روندهای فناوری و صنعت را بهتر درک می‌کنند، به‌طور مداوم تقاضای محصول را پیش‌بینی می‌کنند، در پروژه‌های با ارزش بیشتر، سرمایه‌گذاری می‌کنند و کارکنان خود را کارآمدتر از مدیران کم‌توان مدیریت می‌کنند. همچنین، مدیران با توانایی زیاد، دانش بیشتری از محیط اقتصاد کلان و موقعیت‌های عملیاتی شرکت خود دارند. مدیران توانمندتر برای ارائه گزارش‌های مالی با کیفیت عالی می‌توانند تمایل به همکاری بیشتر با سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان داشته باشند، موانع مذاکره و هزینه معاملات را کاهش دهند (Demersjian et al., 2012). یافته‌های رجبعلی‌زاده و اورادی (Rajabalizadeh & Oradi, 2022) نشان می‌دهد که مدیران با توانایی زیاد با عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط هستند؛ زیرا افشای سرمایه فکری را کاهش می‌دهند.

بونسال و میلر (Bonsall & Miller, 2017) نشان می‌دهند که مهارت مدیریتی قوی‌تر با ریسک‌های کمتر در درآمدها و بازده سهام آتی و دامنه‌های اعتباری ارائه اوراق قرضه کمتر مرتبط است. طبق نظریه سطوح بالا، مدیران با توانایی زیاد، اطلاعات خصوصی بیشتری را در اختیار دارند و بنابراین، اطلاعات ارزشمندتری را در اختیار بازار قرار می‌دهند (Hou & Cheong, 2022). مدیران با توانایی زیاد دانش تجاری برتری دارند که از آن‌ها در تخمین ارقام تعهدی، پیش‌بینی سود و ادغام اطلاعات آینده‌نگر درباره جریان‌های نقدی در سود جاری پشتیبانی می‌کند (Baik et al., 2020). مدیران با توانایی زیاد بیشتر

احتمال دارد برای هزینه کمتر بدهی مذاکره کنند؛ زیرا به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران کمک می‌کند و خود را از مدیران با توانایی کم متمایز می‌کند (Dalwai et al., 2023). شانگ (Shang, 2021) با بررسی نقش توانایی مدیریت در استفاده از هزینه بدهی کوتاه‌مدت، رابطه مثبتی را بین توانایی مدیریتی و استفاده از بدهی کوتاه‌مدت نشان داد. خو و چئونگ (Khoo & Cheung, 2022) نیز با بررسی رابطه توانایی مدیریتی و سررسید بدهی دریافتند شرکت‌هایی با توانایی عالی مدیران، با تأمین مالی بدهی کوتاه‌مدت بیشتری همراه هستند. این اثر برای شرکت‌هایی است که با مشکلات شدید عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌های بدون محدودیت یا شرکت‌هایی با کیفیت عالی گزارشگری قوی‌تر می‌شوند. انصاری‌زاده و همکاران (Ansarizadeh et al., 2023) بین توانایی مدیریت و سررسید بدهی کوتاه‌مدت به رابطه مثبت و معناداری دست یافتند؛ باین‌حال محمدی و حمزه (Mohammadi & Hamzeh, 2023) نشان دادند که توانایی مدیریتی بر هزینه بدهی تأثیر معناداری ندارد. این تفاوت می‌تواند ناشی از تفاوت در دوره زمانی، شرایط بازار سرمایه یا شاخص‌های سنجش توانایی مدیریتی باشد؛ بنابراین، یافته‌های پژوهش حاضر در راستای بدنه غالب ادبیات است، اما به تضادهای گزارش‌شده نیز در تحلیل نهایی توجه شده است. علی‌نژاد ساروکلانی و تارفی (Alinnejad & Tarfi, 2017) نیز نشان دادند که توانایی مدیریت با اهرم مالی ارتباط مثبت دارد. رشیدی (Rashidi, 2020) نشان داد که توانایی مدیریتی بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری تأثیر معنادار دارد. باتوجه به توضیحات ارائه‌شده می‌توان دریافت که توانایی زیادتر مدیران به احتمال زیاد موجب کاهش هزینه بدهی می‌شود. از این‌رو، فرضیه دوم عبارت است از:

فرضیه دوم: توانایی مدیران تأثیر منفی و معنادار بر هزینه بدهی شرکت دارد.

باتوجه به اثرات متضاد خودشیفتگی مدیران و توانایی مدیران بر هزینه بدهی، می‌توان ادعا داشت که مدیران غیر توانا و خودشیفته و مدیران توانای غیرخودشیفته دو سر طیف مدیریت شرکت‌ها هستند و مدیران توانای خودشیفته در میان آن‌ها قرار دارند و می‌توانند بر هزینه بدهی تأثیر داشته باشند؛ در این راستا دمرجیان و همکاران (Demersjian et al., 2012) و خو و چئونگ (Khoo & Cheung, 2022) بیان کردند که مدیران توانا قادرند از طریق تصمیمات بهینه‌سازی مالی و مدیریت بهتر ریسک، هزینه بدهی را کاهش دهند. محمدی و حمزه (Mohammadi & Hamzeh, 2023) نیز بین توانایی مدیران و هزینه بدهی رابطه غیرمعنادار نشان دادند و علی‌نژاد ساروکلانی و تارفی (Alinnejad & Tarfi, 2017) رابطه مثبت نشان دادند. مالمندیر و تیت (Malmendier & Tate, 2005) و کیم و اندرسون (Kim & Anderson, 2024) معتقدند که مدیران خودشیفته به دلیل اعتماد بیش‌ازحد به توانایی‌های خود، تمایل به پذیرش ریسک‌های مالی بیشتر دارند. این رفتار می‌تواند هزینه بدهی شرکت را افزایش دهد؛ بنابراین، ترکیب تأثیر مدیران خودشیفته و دارای توانایی زیاد بر هزینه بدهی می‌تواند بر این اساس متفاوت باشد که توانایی نقش پررنگ‌تری در کاهش هزینه بدهی دارد یا خودشیفتگی نقش بسزایی در افزایش هزینه بدهی دارد و تشخیص آن به راحتی ممکن نیست.

در ابتدا، از آنجایی که خودشیفتگی مدیران را می‌توان با مفاهیم ریسک‌پذیری و قابلیت‌های پویا نیز توضیح داد (Somsing, 2017, & Belbali)، مدیران غیرخودشیفته ممکن است بیشتر به راه‌حل‌های آزمایش‌شده و واقعی پایبند باشند؛ درحالی که مدیران خودشیفته ممکن است بیشتر به دنبال رویکردهای جدید و آزمایش‌نشده باشند (Yung & Chen, 2018). آن‌ها می‌توانند با توانایی مدیریتی زیادتر، بر راهبرد نوآوری و عملکرد نوآوری را تا حد زیادی تأثیر بگذارند. از منظر تصمیم‌گیری، مدیران دارای شایستگی‌های پیشرفته می‌توانند به شرکت در اتخاذ تصمیمات راهبردی نوآوری منطقی‌تر و صحیح‌تر کمک کنند (Organ & Ghobadian, 2006). به‌طور مشابه، از منظر سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه، مدیران با توانایی‌های زیادتر تمایل دارند که هزینه‌های تحقیق و توسعه را به سمت پروژه‌های نوآوری امیدوارکننده‌تر اختصاص دهند و به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه درحین دستیابی به خروجی معادل کمک کنند (Chen et al., 2015).

از طرفی، ترجیح ریسک مدیران نیز می‌تواند بر توانایی آن‌ها برای رهبری مؤثر تیمشان تأثیر بگذارد. مدیران غیرخودشیفته ممکن است کمتر الهام‌بخش تیم‌های خود باشند؛ درحالی‌که مدیران خودشیفته ممکن است به‌عنوان افرادی بی‌پروا و تکانشی دیده شوند، به‌خصوص زمانی که توانایی بالاتری دارند. مدیران توانمندتر در تبدیل ایده‌های نوآورانه به محصولات جدید ارزشمند و تشویق نوآوری‌های «رادیکال» که فراتر از پایگاه دانش شرکت است، مؤثرتر هستند (Chen et al., 2015)؛ علاوه‌براین، عملکرد عملیاتی شرکت به‌طور مثبت با توانایی مدیریتی مرتبط است (Cheng et al., 2020; Cui & Leung, 2020) و عملکرد عملیاتی می‌تواند تأثیر چشمگیری بر عملکرد نوآوری آن داشته باشد. شرکتی با عملکرد مالی قوی احتمالاً منابع لازم برای سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، استخدام استعدادهای برتر و کسب فناوری‌های جدید را دارد. در عوض، شرکتی با عملکرد مالی ضعیف ممکن است مجبور شود این سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش دهد و توانایی خود را برای نوآوری محدود کند؛ بااین‌حال، درخور توجه است که افزایش توانایی مدیریتی در کنار خودشیفتگی مدیران ممکن است به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد منجر شود که می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را به خطر بیندازد (Habib & Hassan, 2017)؛ ازاین‌رو، فرض می‌شود که توانایی مدیریتی به‌عنوان عامل تعدیلگر بین خودشیفتگی مدیران و هزینه بدهی عمل می‌کند؛ بااین‌وجود، در پژوهش‌های قبلی نقش تعدیلگر توانایی مدیریتی بر رابطه خودشیفتگی و هزینه بدهی بررسی نشده است؛ پس، برای تعیین جهت‌گیری تأثیر آن به پژوهش‌های تجربی بیشتری نیاز است؛ بنابراین، فرضیه سوم به شرح زیر است.

فرضیه سوم: اثرات تعاملی توانایی و خودشیفتگی مدیران تأثیر معناداری بر هزینه بدهی شرکت دارد.

پژوهش‌های پیشین در زمینه رابطه ویژگی‌های شخصیتی مدیران و هزینه بدهی عمدتاً بر دو جنبه متمرکز بوده‌اند: اول، تأثیر توانایی مدیریتی بر ساختار مالی و هزینه بدهی و دوم، بررسی اثرات خودشیفتگی بر هزینه‌های تأمین مالی. درحالی‌که مطالعات مختلف نشان داده‌اند که مدیران با توانایی زیادتر قادر به کاهش هزینه بدهی از طریق تصمیمات مالی بهینه‌تر و کاهش ریسک‌های مرتبط با شرکت‌ها هستند (Demerjian et al., 2012; Malmandir & Tate, 2005)، اثرات منفی خودشیفتگی بر هزینه‌های تأمین مالی در برخی مطالعات به‌ویژه در بازارهای نوظهور کمتر توجه شده است. باوجود شواهد موجود درخصوص اثرات مثبت خودشیفتگی بر نوآوری و عملکرد شرکت‌ها (Zhang et al., 2021)، توجه به ریسک‌های مرتبط با ویژگی‌های شخصیتی مدیران خودشیفته در رابطه با هزینه بدهی اغلب نادیده گرفته شده است. این پژوهش به دنبال پرکردن این خلأ و ارائه تحلیلی جامع از نقش دوگانه خودشیفتگی مدیران در تعیین هزینه بدهی است که می‌تواند در شرایط اقتصادی ناپایدار ایران اهمیت ویژه‌ای داشته باشد؛ علاوه‌براین، استفاده از شاخص روان‌شناسی امضا به‌جای اندازه امضا در این مطالعه، دانش‌افزایی دیگری است که به غنای مطالعات موجود در این زمینه می‌افزاید و به تحلیل دقیق‌تر اثرات خودشیفتگی و توانایی مدیریتی بر هزینه‌های بدهی کمک می‌کند.

روش پژوهش

برای گردآوری داده‌ها از گزارش‌های افشاشده شرکت‌ها در سایت کدال به‌صورت دستی استفاده شده است. برای محاسبه متغیرها، تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار اکسل ۲۰۱۳ و ایویوز ۱۳ استفاده شده است. الگوهای پژوهش از طریق داده‌های تابلویی و رگرسیون استاندارد مقاوم برآورد شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۴۰۱ است که پس از اعمال محدودیت‌های زیر، ۱۲۹ شرکت (۱۰۳۲ سال-شرکت) انتخاب شدند. برای تضمین یکنواختی و قابلیت مقایسه داده‌ها، چند معیار برای انتخاب نمونه اعمال شد: نخست، شرکت‌های هلدینگ، بیمه، مؤسسات اعتباری و بانک‌ها به دلیل تفاوت‌های اساسی در ساختار مالی و الزامات نظارتی

کنار گذاشته شدند؛ دوم، تنها شرکت‌هایی وارد نمونه شدند که در کل دوره بررسی، عضویت فعال در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند تا پیوستگی داده‌ها حفظ شود؛ سوم، شرکت‌هایی انتخاب شدند که سال مالی آن‌ها به پایان اسفندماه ختم می‌شود تا دوره‌های مالی مقایسه‌پذیر باشند؛ درنهایت، فقط شرکت‌هایی در نمونه قرار گرفتند که داده‌های مالی موردنیاز پژوهش برای آن‌ها به‌طور کامل در دسترس بود تا تحلیل‌ها با دقت و اعتبار کافی انجام گیرد.

براساس پژوهش کیم و اندرسون (Kim & Anderson, 2024) و دالوایی و همکاران (Dalwai et al., 2023) برای آزمون فرضیه اول و دوم الگوی رگرسیونی به شرح رابطه (۱) برآورد شده است.

رابطه (۱)

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Narcissism_{it} + \beta_2 Ability_{it} + \sum \beta_i ControlVariables + \sum \beta_j Industry + \sum \beta_k Year + \varepsilon_{it}$$

که در آن COD هزینه بدهی، Narcissism خودشیفتگی مدیران، Ability توانایی مدیران، ControlVariables متغیرهای کنترلی، Industry و Year نیز متغیرهای دوارزشی برای کنترل صنعت و سال است. در رابطه (۱)، انتظار بر این است که β_1 مثبت و معنادار و β_2 منفی و معنادار باشد. برای آزمون فرضیه سوم از الگوی رگرسیونی به شرح رابطه (۲) استفاده شده است.

رابطه (۲)

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Narcissism_{it} + \beta_2 Ability_{it} + \beta_3 Narcissism_{it} \times Ability_{it} + \sum \beta_i ControlsVariable + \sum \beta_j Industry + \sum \beta_k Year + \varepsilon_{it}$$

در رابطه (۲)، متغیرها مشابه رابطه (۱) است؛ با این تفاوت که اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران نیز در الگو لحاظ شده است. در این الگو انتظار می‌رود که اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران یعنی β_3 معنادار باشد؛ اما باتوجه به پیشینه پژوهش درباره جهت معناداری نمی‌توان نظر مشخصی داد. در ادامه متغیرهای پژوهش تعریف شده است. هزینه بدهی^۱ متغیر وابسته و برابر با هزینه مالی تقسیم بر کل بدهی‌ها است (Zalaghi et al., 2019). خودشیفتگی مدیران^۲ متغیر مستقل است. پژوهش‌ها نشان می‌دهد که اندازه امضا معیاری ساده از خودشیفتگی یک فرد است (Ham et al., 2018)؛ در این راستا مطابق با پژوهش کیم و اندرسون (Kim & Anderson, 2024) و حسن‌زاده (Hassanzadeh, 2023) از لگاریتم طبیعی مساحت امضای مدیران (میلی‌متر مربع) به‌عنوان خودشیفتگی مدیران استفاده شده است. برای محاسبه مساحت امضا از نرم‌افزار ImageJ بهره گرفته شده است که برای تجزیه و تحلیل تصویر کاربرد دارد.

باتوجه به محدودیت‌های احتمالی این شاخص (نظیر تأثیرپذیری از فضای فیزیکی امضا)، روش دوم نیز در نظر گرفته شد. در این روش، براساس ویژگی‌های روان‌شناختی امضا (نظیر جهت امضا، پیچیدگی، خطوط عمودی و نوشتن اسم)، نمره‌ای بین ۰ تا ۴ به هر امضا اختصاص داده شد. این معیارها از مطالعات روان‌شناسی معتبر (Zweigenhaft, 1977; Koole & Pelham, 2003) اقتباس شده است. پژوهش‌های قبلی در روان‌شناسی تأکید می‌کند که امضا بازنمایی نمادین قدرتمند از خود است و این موضوع زمانی نمود پیدا می‌کند که فرد اسم خود را در کنار امضا می‌نویسد (Kettle & Hubble, 2011; Ham et al., 2018, 2017; Chou et al., 2015; Hou et al., 2024). زینهافت و مارلوف (Zweigenhaft & Marlowe, 1973) نشان دادند که افراد با عزت‌نفس بیشتر دارای امضای بزرگ‌تری هستند. شواهد بعدی از این شهود حمایت می‌کند که اندازه امضا و پیچیدگی و خطوط امضا به‌طور قابل‌اعتمادی منیت و تسلط (Zweigenhaft, 1977) و احترام به خود (Koole & Pelham,)

¹ Cost of debt (COD)

² Narcissism

2003) را اندازه‌گیری می‌کند. عزت نفس، منیت، تسلط و احترام به خود، همگی از ویژگی‌های برجسته خودشیفتگی هستند و این موضوع را تقویت می‌کنند؛ بنابراین، خودشیفتگی مدیران براساس روان‌شناسی امضا نیز اندازه‌گیری شده است؛ به‌طوری‌که خصوصیات امضا شامل ۱- امضای خلاف جهت ساعت، ۲- پیچیدگی امضا، ۳- خطوط عمودی و ۴- نوشتن اسم در نظر گرفته شده است؛ در همین راستا به هریک از این چهار خصوصیت مرتبط با امضا مقادیر صفر و یک (در صورت وجود هریک از ویژگی‌ها عدد یک و در غیراین صورت عدد صفر) داده شده است؛ برای مثال اگر امضا برخلاف جهت عقربه ساعت باشد، عدد یک و در غیراین صورت صفر در نظر گرفته شده است. به همین ترتیب داشتن خطوط عمودی در امضا، نوشتن اسم در داخل امضا و وجود پیچیدگی در امضا نشان‌دهنده خودشیفتگی است و عدد یک در نظر گرفته شده است و در صورت وجودداشتن چنین علائمی صفر خواهد بود (Zweigenhaft, 1977; Koole & Pelham, 2003)؛ در نهایت با جمع این مقادیر سطح خودشیفتگی مدیران اندازه‌گیری شده است که عددی بین صفر تا چهار خواهد بود. شایان ذکر است که برای افزایش دقت و کاهش سوگیری در امتیازدهی به ویژگی‌های امضا (در شاخص روان‌شناسی امضا)، از چند ارزیاب مستقل استفاده شده و میزان توافق بین آن‌ها با شاخص کاپا محاسبه شده است. دستورالعمل کدگذاری براساس چارچوب‌های نظری مشخص (مانند نظریه گرافولوژی یا مطالعات روان‌شناسی شخصیت) تنظیم شده است.

توانایی مدیران^۱ به‌عنوان دیگر متغیر مستقل پژوهش حاضر است. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (Demersjian et al., 2012) استفاده شده است. در این مدل ابتدا براساس رویکرد تحلیل پوششی داده‌ها^۲ سطح کارایی شرکت مشخص شده است. در روش تحلیل پوششی داده‌ها، درآمد حاصل از فروش به‌عنوان خروجی و متغیرهای بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و دارایی‌های نامشهود، به‌عنوان ورودی در نظر گرفته شده‌اند که به مقدار زیادی، حق انتخاب مدیریت را در دستیابی به درآمد مدنظر پوشش می‌دهند (Demirjian et al., 2012). برخلاف مدل دمرجیان باتوجه‌به اینکه بیشتر شرکت‌ها سرقتی، هزینه تحقیق و توسعه و هزینه اجاره عملیاتی را گزارش نمی‌کنند، درحین تحلیل پوششی این سه متغیر حذف شد. سپس براساس الگوی رگرسیونی به شرح رابطه (۳)، توانایی مدیران استخراج شده است. درواقع جزء خطای الگو بیانگر توانایی مدیران است.

رابطه (۳)

$$FirmEfficiency = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 MarketShare + \beta_3 FreeCashFlowIndicator + \beta_4 Age + \beta_5 ForeignCurrencyIndicator + \varepsilon$$

FirmEfficiency، کارایی شرکت که از روش تحلیل پوششی داده‌ها استخراج شده است. Size، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها)، MarketShare سهم بازار شرکت (نسبت فروش شرکت به فروش صنعت)، FreeCashFlowIndicator افزایش (کاهش) در جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت است که در صورت افزایش در جریان‌های نقدی، امتیاز یک و در صورت کاهش، امتیاز صفر به شرکت تعلق می‌گیرد. Age عمر شرکت، ForeignCurrencyIndicator متغیر صادرات است و در صورتی‌که شرکت صادرات داشته باشد، امتیاز یک و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی نیز شامل اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها)، اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی)، رشد شرکت (نسبت درآمد فروش سال مالی جاری به درآمد فروش قبلی سال مالی قبل)، بازده دارایی (نسبت سود خالص به دارایی)، عمر شرکت (لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های لیست‌شدن شرکت در بورس)، استقلال هیئت‌مدیره (نسبت اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره)، تصدی مدیران (سابقه تصدی مدیران به سال)، دوگانگی وظایف مدیران (در صورتی‌که

¹ Ability Management

² Data Envelopment Analysis (DEA)

مدیرعامل رئیس هیئت مدیره یا نائب رئیس هیئت مدیره باشد، برابر یک و درغیراین صورت صفر) و متغیرهای کنترلی سال و صنعت برای سال‌ها و صنایع مختلف هستند.

یافته‌ها

در جدول (۱) آماره‌های توصیفی مرتبط با متغیرها ارائه شده است. شایان ذکر است که متغیرهای پژوهش در سطح خطای ۵ درصد نرمال‌سازی شده است. درواقع مشاهدات پرت با ۵ درصد خطا با آخرین مشاهده غیرپرت جایگزین شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (1) Descriptive statistics of research variables

متغیرهای پیوسته					نماد	متغیر
انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میان	میانگین		
۰/۰۴۰	۰/۰۰۰	۰/۱۳۲	۰/۰۴۴	۰/۰۵۱	COD	هزینه بدهی
۰/۴۸۱	۸/۰۷۶	۹/۸۰۳	۸/۹۳۰	۸/۹۳۶	Narcissism1	خودشیفتگی مدیران (اندازه امضا)
۰/۷۸۹	۰/۰۰۰	۳/۰۰۰	۲/۰۰۰	۲/۰۴۷	Narcissism2	خودشیفتگی مدیران (روانشناسی امضا)
۰/۱۱۳	-۰/۲۱۷	۰/۲۰۲	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	Ability	توانایی مدیران
۱/۳۶۲	۱۲/۸۵۴	۱۸/۰۳۰	۱۴/۹۶۸	۱۵/۱۱۸	Size	اندازه شرکت
۰/۲۰۰	۰/۱۷۵	۰/۸۶۹	۰/۵۳۹	۰/۵۳۴	LEV	اهرم مالی
۰/۴۲۹	-۰/۲۴۷	۱/۳۳۷	۰/۳۴۷	۰/۴۰۱	Growth	رشد شرکت
۰/۱۳۷	-۰/۰۴۶	۰/۴۴۰	۰/۱۲۰	۰/۱۴۹	ROA	بازده دارایی
۰/۳۱۸	۳/۰۴۵	۴/۱۱۱	۳/۸۰۷	۳/۷۱۱	Age	عمر شرکت
۰/۱۸۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۶۰۰	۰/۶۵۷	BoardInd	استقلال هیئت مدیره
۳/۹۹۰	۱/۰۰۰	۲۲/۰۰۰	۲/۰۰۰	۳/۸۹۹	MTenure	تصدی مدیران
متغیرهای گسسته					نماد	متغیر
درصد صفر	درصد یک	تعداد صفر	تعداد یک	نماد		
۶۶/۷۶۴	۳۳/۲۳۶	۶۸۹	۳۴۳	MDuality		دوگانگی وظایف مدیران

براساس نتایج جدول (۱) میانگین هزینه بدهی ۰/۰۵۱ است. درواقع شرکت‌ها به میزان کل بدهی، ۵/۱ درصد هزینه مالی دارند. بیشترین و کمترین هزینه بدهی نیز ۱۳/۲ درصد و صفر است. در مطالعه زرعیان و همکاران (Zarayan et al., 2024) نیز هزینه بدهی به‌طور میانگین ۰/۰۵۸ است؛ به همین ترتیب خودشیفتگی مدیران که براساس لگاریتم طبیعی مساحت امضا محاسبه شده است، برابر با ۸/۹۳۶ و میانگین خودشیفتگی براساس روان‌شناسی امضا نیز ۲/۰۴۷ است. درواقع مدیران شرکت‌ها به‌طور میانگین دو ویژگی از چهار ویژگی خودشیفتگی را دارند؛ باین‌حال در امضای هیچ‌یک از مدیران هر چهار ویژگی خودشیفتگی وجود ندارد و بیشترین خودشیفتگی برابر با ۳ است. توانایی مدیران به‌طور میانگین برابر با صفر است. دلیل صفربودن میانگین، محاسبه این متغیر براساس جزء خطای مدل کارایی شرکت است (Khajavi et al., 2022). میانگین اندازه و عمر به ترتیب ۱۵/۱۱۸ و ۳/۷۱۱ است؛ به همین ترتیب ۵۳/۴ درصد از دارایی شرکت‌ها ناشی از بدهی است؛ به همین ترتیب بازده دارایی شرکت‌ها ۱۴/۹ است و درواقع طی حدود ۷ سال شرکت‌ها می‌توانند به میزان کل دارایی‌های خود سود خالص محقق کنند. البته این بازدهی به دلیل تجدیدنشدن ارزیابی دارایی‌ها و رشد سود خالص به‌واسطه تورم اتفاق افتاده است. میانگین استقلال هیئت مدیره

۶۵/۷ درصد است و دوره تصدی مدیران نشان می‌دهد که به‌طور میانگین هر مدیر ۳/۷۳ سال در مدیریت شرکت باقی می‌ماند. بیشترین دوره تصدی ۱۳ سال است. البته باید گفت که در این مطالعه به دلیل تمرکز بر توانایی و خودشیفتگی مدیران، دوره تصدی سال‌های قبل از دوره مطالعه نیز در نظر گرفته شده است تا متغیرهای کنترلی دقیق‌تر باشد؛ به همین دلیل حداکثر دوره تصدی از حداکثر تعداد سال‌های مطالعه بیشتر است. با بررسی متغیر دوارزشی دوگانگی وظایف مدیران نیز مشاهده می‌شود که در ۳۳/۲ درصد از شرکت‌ها مدیرعامل و رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره یکسان است.

شایان ذکر است که نتایج آزمون همبستگی گزارش‌نشده نشان می‌دهد که همبستگی زیادی بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد. عامل تورم واریانس برای متغیرهای توضیحی بررسی شد که نشان داد مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی مدل اول وجود ندارد. در مدل دوم با وجود اثرات تعاملی بین اثرات تعاملی هم‌خطی وجود داشت که براساس میانگین‌زدایی مشکل هم‌خطی رفع شد.

از الگوهای رگرسیونی با اثرات ثابت با کنترل سال و صنعت بهره گرفته شده است؛ به همین دلیل نیازی به آزمون‌های تشخیصی پیرامون داده‌های ترکیبی مانند آزمون ضرایب لاگرانژ، آزمون چاو و آزمون هاسمن نبوده است. در جدول ۲، نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش گزارش شده است.

جدول (۲): نتایج فرضیه‌های پژوهش

Table (2) Results of research hypotheses

مدل دوم پژوهش		مدل اول پژوهش		نماد	متغیر
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب		
-۲/۷۳۵	-۰/۰۵۸***	-۲/۷۵۵	-۰/۰۵۸***	C	ضریب ثابت
۲/۰۱۳	۰/۰۰۳***	۲/۰۸۹	۰/۰۰۳***	Narcissism	خودشیفتگی مدیران
-۴/۰۳۶	-۰/۰۲۷***	-۴/۰۳۳	-۰/۰۲۷***	Ability	توانایی مدیران
۰/۰۷۱	۰/۰۰۱	-	-	Narcissism*Ability	خودشیفتگی*توانایی مدیران
۶/۹۵۳	۰/۰۰۵***	۶/۹۴۸	۰/۰۰۵***	Size	اندازه شرکت
۳/۴۶۷	۰/۰۱۶***	۳/۴۷۶	۰/۰۱۶***	LEV	اهرم مالی
۰/۷۳۰	۰/۰۰۲	۰/۷۲۸	۰/۰۰۲	Growth	رشد شرکت
-۸/۳۴۰	-۰/۰۶۲***	-۸/۴۱۶	-۰/۰۶۲***	ROA	بازده دارایی
-۱/۶۸۸	-۰/۰۰۴*	-۱/۷۰۱	-۰/۰۰۴*	Age	عمر شرکت
-۲/۴۵۸	-۰/۰۱۱*	-۲/۳۹۹	-۰/۰۱۰**	BoardInd	استقلال هیئت‌مدیره
-۱/۷۹۹	-۰/۰۰۰۴*	-۱/۸۲۴	-۰/۰۰۰۴*	MTenure	تصدی مدیران
۲/۳۰۱	۰/۰۰۴***	۲/۳۰۶	۰/۰۰۴***	MDuality	دوگانگی وظایف مدیران
کنترل شد				Year&Industry	سال و صنعت
۵۴/۲۹۷		۵۶/۴۳۴		آماره F	
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معناداری آماره F	
۰/۶۰۳		۰/۶۰۳		ضریب تعیین	
۰/۵۹۱		۰/۵۹۲		ضریب تعیین تعدیل‌شده	
۳/۲۰۵(۰/۰۰۰)		۳/۳۲۱(۰/۰۰۰)		ناهمسانی واریانس (سطح معناداری)	
۲۲/۱۶۳(۰/۰۰۰)		۲۱/۱۹۸(۰/۰۰۰)		خودهمبستگی (سطح معناداری)	
۳/۷۷۲		۳/۱۱۲		حداکثر مقدار آماره VIF برای هم‌خطی	

* و ** و *** به ترتیب معناداری در سطح معناداری ۹۰ درصد و ۹۵ درصد و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند.

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، مشکلات ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در مدل‌های پژوهش وجود دارد؛ در این راستا رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم با لحاظ کردن مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی خطاها استفاده شده است (Aflatouni, 2018). سطح معناداری آماره F در هر دو الگوی رگرسیونی کمتر از سطح خطای ۵ درصد است که بیانگر معناداری کلی مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده که از قدرت اتکای بیشتری برخوردار است در مدل اول پژوهش برابر با ۰/۵۸۶ و در مدل دوم ۰/۵۹۲ است. درواقع متغیرهای تعریف شده در مدل اول و دوم به ترتیب ۵۹/۲ درصد و ۵۹/۱ درصد از متغیر وابسته یعنی هزینه بدهی را توضیح می‌دهند. علت کاهش ضریب تعیین تعدیل شده در مدل دوم آن است که حضور متغیر جدید درعین کاهش درجه آزادی، نتوانسته توضیح‌دهندگی را به نسبت بیشتری افزایش دهد. در راستای بررسی مناسب بودن مدل‌های رگرسیونی، آزمون‌های تشخیصی نیز انجام شد. آزمون وایت برای بررسی ناهمسانی واریانس و آزمون بروش-گادفری برای خودهمبستگی سریالی اجرا شدند. نتایج این آزمون‌ها نشان داد که مشکلات ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در مدل وجود دارد که با استفاده از رگرسیون خطای استاندارد مقاوم، مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی تا حد زیادی کنترل شده است؛ علاوه بر این، در مدل‌های پژوهش مشکل هم‌خطی وجود نداشت.

در همین راستا ضریب خودشیفتگی مدیران در مدل اول ۰/۰۰۳ است. این ضریب در سطح اطمینان ۹۹ درصد مثبت و معنادار است و می‌توان گفت که خودشیفتگی مدیران باعث افزایش هزینه بدهی می‌شود؛ بنابراین، فرضیه اول رد نمی‌شود؛ به همین ترتیب ضریب توانایی مدیران در مدل اول ۰/۰۲۷- است. این ضریب نیز در سطح اطمینان ۹۹ درصد منفی و معنادار است و می‌توان گفت که توانایی بیشتر مدیران موجب کاهش هزینه بدهی می‌شود و فرضیه دوم نیز رد نمی‌شود. در مدل دوم نیز ضرایب خودشیفتگی و توانایی مدیران تقریباً مشابه مدل اول است؛ باین‌حال در این مدل به دلیل وجود اثرات تعاملی، این ضرایب به‌طور جداگانه تفسیر و بررسی نمی‌شوند. در مدل دوم، اثرات تعاملی این دو ضریب مدنظر است. با بررسی اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران در مدل دوم می‌توان دریافت که ضریب مدنظر برابر با ۰/۰۰۱ است و در هیچ یک از سطوح احتمال، معنادار نیست؛ بنابراین، می‌توان اذعان داشت که توانایی و خودشیفتگی مدیران دو ویژگی مختلف مدیران هستند و این دو ویژگی نمی‌توانند اثرات یکدیگر را تعدیل کنند؛ بنابراین، فرضیه سوم رد می‌شود. یکی از دلایل احتمالی برای این عدم معناداری، می‌تواند به محدودیت‌های روش اندازه‌گیری خودشیفتگی براساس اندازه امضا بازگردد. اندازه امضا ممکن است متأثر از محدودیت‌های فیزیکی یا قالب‌های ازپیش تعیین شده در فرم‌های رسمی باشد که این موضوع می‌تواند بر دقت شاخص اثرگذار باشد؛ بنابراین، برای جبران این ضعف از شاخص روان‌شناسی امضا نیز استفاده شده است که نتایج مبتنی بر آن نشان‌دهنده تأثیر تعاملی معنادار و تفسیرپذیر است.

آزمون حساسیت

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، در پژوهش‌های گذشته همواره اندازه امضا به‌عنوان معیار خودشیفتگی مدیران در نظر گرفته شده است که ممکن است دچار اشکال باشد و همین مسئله موجب عدم معناداری اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران شده باشد. درواقع اندازه امضا به دلیل راحتی اندازه‌گیری انتخاب می‌شود؛ باین‌حال ممکن است به دلیل کوچک بودن محل امضا، اندازه آن تغییر کند؛ بنابراین، در پژوهش حاضر، خودشیفتگی مدیران براساس روان‌شناسی امضا نیز اندازه‌گیری شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس رویکرد جدید اندازه‌گیری خودشیفتگی مدیران در جدول (۳) گزارش شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس رویکرد جدید اندازه‌گیری خودشیفتگی مدیران
(متغیر وابسته: هزینه بدهی)

Table (3) Results of testing research hypotheses based on a new approach to measuring managers' narcissism
(Dependent variable: Cost of debt)

متغیر	نماد	ضریب	آماره t	مدل اول پژوهش	ضریب	آماره t	مدل دوم پژوهش
ضریب ثابت	C	-۰/۰۴۳**	-۲/۴۹۸		-۰/۰۴۵***	-۲/۶۰۹	
خودشیفتگی مدیران	Narcissism	۰/۰۰۲***	۲/۷۰۷		۰/۰۰۲***	۲/۶۳۴	
توانایی مدیران	Ability	-۰/۰۲۸***	-۴/۲۹۱		-۰/۰۲۸***	-۴/۳۰۲	
خودشیفتگی* توانایی مدیران	Narcissism*Ability	-	-		-۰/۰۲۲***	-۲/۶۰۷	
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۶***	۷/۳۷۳		۰/۰۰۶***	۷/۴۴۷	
اهرم مالی	LEV	۰/۰۱۵***	۳/۴۱۹		۰/۰۱۶***	۳/۶۰۶	
رشد شرکت	Growth	۰/۰۰۲	۰/۷۴۳		۰/۰۰۲	۰/۸۳۷	
بازده دارایی	ROA	-۰/۰۶۰***	-۸/۱۹۳		-۰/۰۵۹***	-۸/۰۲۵	
عمر شرکت	Age	-۰/۰۰۴	-۱/۵۷۸		-۰/۰۰۴	-۱/۶۲۷	
استقلال هیئت‌مدیره	BoardInd	-۰/۰۱۱**	-۲/۴۷۱		-۰/۰۱۰**	-۲/۲۲۴	
تصدی مدیران	MTenure	-۰/۰۰۰۴**	-۱/۹۸۸		-۰/۰۰۰۳	-۱/۶۰۸	
دوگانگی وظایف مدیران	MDuality	۰/۰۰۴***	۲/۶۶۲		۰/۰۰۴***	۲/۸۰۸	
سال و صنعت	Year&Industry	کنترل شد					
آماره F		۵۵/۷۹۳			۵۳/۱۴۸		
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
ضریب تعیین		۰/۶۰۰			۰/۵۹۷		
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۵۸۹			۰/۵۸۶		
ناهمسانی واریانس (سطح معناداری)		۳/۱۰۲(۰/۰۰۰)			۳/۸۰۶(۰/۰۰۰)		
خودهمبستگی (سطح معناداری)		۲۵/۸۵۲(۰/۰۰۰)			۲۴/۳۶۲(۰/۰۰۰)		
حداکثر مقدار آماره VIF برای هم‌خطی		۳/۵۲۳			۴/۱۰۲		

* و ** و *** به ترتیب معناداری در سطح معناداری ۹۰ درصد و ۹۵ درصد و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند.

براساس نتایج مندرج در جدول (۳) ضریب متغیر خودشیفتگی مدیران در مدل اول ۰/۰۰۲ است. این ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار است. می‌توان گفت که خودشیفتگی مدیران باعث افزایش هزینه بدهی می‌شود که مطابق با نتایج اصلی است و فرضیه اول رد نمی‌شود؛ به همین ترتیب ضریب متغیر توانایی مدیران در مدل اول ۰/۰۲۸- است. این ضریب نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنادار است و می‌توان گفت که توانایی بیشتر مدیران موجب کاهش هزینه بدهی می‌شود؛ بدین ترتیب فرضیه دوم نیز همسو با نتایج اصلی رد نمی‌شود.

با بررسی اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران در مدل دوم می‌توان دریافت که ضریب مدنظر برابر با ۰/۰۲۲- و در سطح اطمینان ۹۹ درصد منفی و معنادار است. با توجه به منفی بودن ضریب اثرات تعاملی و مثبت بودن ضریب خودشیفتگی مدیران در مدل اول می‌توان گفت که توانایی بیشتر مدیران، اثرات مثبت خودشیفتگی بر هزینه بدهی را تضعیف می‌کند. ضریب توانایی مدیران در مدل اول منفی است و به دلیل آنکه اثرات تعاملی نیز منفی است، می‌توان گفت که خودشیفتگی بیشتر، اثرات منفی توانایی مدیران بر هزینه بدهی را تقویت می‌کند. در حالت کلی می‌توان چنین بیان کرد که توانایی بیشتر

مدیران لازمه کاهش اثرات مثبت خودشیفتگی بر هزینه بدهی است و خودشیفتگی می تواند به تقویت اثرات منفی توانایی مدیران بر هزینه بدهی کمک کند؛ بدین ترتیب می توان گفت که «مدیر توانای خودشیفته بهتر از مدیر بدون توانایی اما خودشیفته است»؛ بنابراین، فرضیه سوم براساس این روش اندازه گیری خودشیفتگی مدیران رد نمی شود.

براساس نتایج مدل دوم در جدول (۳)، بیان شد که «مدیر توانای خودشیفته بهتر از مدیر بدون توانایی اما خودشیفته است»؛ بااین حال در جدول (۲)، نتایج فرضیه سوم تأیید نشد؛ اما این سؤال وجود دارد که اگر مدیر توانا، غیرخودشیفته نیز باشد (شرایط ایدئال) چه تأثیری بر هزینه بدهی خواهد داشت؛ بنابراین، برای آنکه نتیجه گیری جامع تری ارائه شود، مدیران مطابق با سطح خودشیفتگی و سطح توانایی رتبه بندی شدند. بدین صورت که اگر شرکت از نظر توانایی در چارک چهارم (بیشترین سطح توانایی) و از نظر خودشیفتگی در چارک اول (کمترین خودشیفتگی) باشد، نمره ۳ در نظر گرفته می شود. اگر شرکت از نظر توانایی در چارک اول (کمترین سطح توانایی) و از نظر خودشیفتگی در چارک چهارم (بیشترین خودشیفتگی) باشد، نمره ۱ در نظر گرفته می شود. سایر شرکت ها (مدیران توانا و خودشیفته یا مدیران غیرتوانا و غیرخودشیفته) در میانه قرار می گیرند و نمره ۲ برای آن ها لحاظ می شود. درواقع هدف از این کار بررسی تأثیر یک سطح آستانه ای از نقش مدیران با توانایی زیاد و کمترین خودشیفتگی بر هزینه بدهی است. این رتبه بندی براساس هر دو شاخص خودشیفتگی مدیران انجام شده است؛ بنابراین، به دلیل آنکه شاخص روان شناسی امضا خود به صورت رتبه ای بوده است، مدیران با نمره روان شناسی امضا ۳، به عنوان خودشیفته و مدیران با نمره روان شناسی امضا صفر به عنوان غیرخودشیفته و سایر مدیران با نمره ۱ و ۲ به عنوان مدیران با خودشیفتگی متوسط در نظر گرفته شده اند. نتایج مدنظر در جدول (۴) گزارش شده است.

براساس نتایج مشاهده می شود که مدیران توانای غیرخودشیفته، اثر منفی و معنادار بر هزینه بدهی دارند؛ زیرا ضریب متغیر مدنظر در دو مدل به ترتیب $-0/006$ و $-0/012$ بوده و هر دو ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنادار است؛ بدین ترتیب می توان گفت که حضور مدیران توانای با کمترین میزان خودشیفتگی، بهترین سناریو برای کاهش هزینه بدهی است و حضور مدیران با کمترین توانایی و بیشترین سطح خودشیفتگی بدترین سناریو برای شرکت در راستای کاهش هزینه بدهی است؛ بنابراین، می توان فرضیه سوم را در حالت کلی و براساس نتایج به دست آمده در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید کرد.

جدول (۴): نتایج تأثیر مدیران توانای غیرخودشیفته بر هزینه بدهی

Table (4) Results of the effect of capable non-narcissistic managers on the cost of debt

شاخص خودشیفتگی		اندازه امضا		روان شناسی امضا	
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ضریب ثابت	C	-۰/۰۱۶	-۰/۹۲۰	-۰/۰۱۵	-۰/۸۸۸
مدیران توانای غیرخودشیفته	Ability-NonNarcissism	-۰/۰۰۶***	-۳/۴۳۹	-۰/۰۱۲***	-۵/۲۱۵
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۵***	۶/۸۵۱	۰/۰۰۶***	۷/۴۶۲
اهرم مالی	LEV	۰/۰۱۶***	۳/۶۳۷	۰/۰۱۷***	۳/۶۳۵
رشد شرکت	Growth	۰/۰۰۱	۰/۵۵۲	۰/۰۰۱	۰/۶۳۶
بازده دارایی	ROA	-۰/۰۶۷***	-۹/۱۴۹	-۰/۰۶۳***	-۸/۵۰۸
عمر شرکت	Age	-۰/۰۰۴*	-۱/۸۲۹	-۰/۰۰۴	-۱/۵۶۷
استقلال هیئت مدیره	BoardInd	-۰/۰۱۰**	-۲/۳۷۶	-۰/۰۰۹**	-۲/۰۴۵
تصدی مدیران	MTenure	-۰/۰۰۰۳	-۱/۶۴۹	-۰/۰۰۰۳	-۱/۶۳۹
دوگانگی وظایف مدیران	MDuality	۰/۰۰۴***	۲/۴۶۰	۰/۰۰۴***	۲/۹۲۰
سال و صنعت	Year&Industry	کنترل شد			

شاخص خودشیفتگی		اندازه امضا		روانشناسی امضا	
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
آماره F		۶۰/۱۴۶		۵۷/۶۱۸	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین		۰/۶۰۹		۰/۵۹۸	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۹۹		۰/۵۸۸	
ناهمسانی واریانس (سطح معناداری)		۳/۰۰۱(۰/۰۰۰)		۳/۶۷۲(۰/۰۰۰)	
خودهمبستگی (سطح معناداری)		۲۲/۲۱۰(۰/۰۰۰)		۲۲/۱۰۹(۰/۰۰۰)	
حداکثر مقدار آماره VIF برای هم خطی		۲/۱۶۳		۲/۶۲۳	

* و ** و *** به ترتیب معناداری در سطح معناداری ۹۰ درصد و ۹۵ درصد و ۹۹ درصد را نشان می دهند.

باتوجه به اینکه براساس پژوهش های گذشته، نتایج متناقضی برای توانایی و خودشیفتگی مدیران و اثرات آن بر هزینه بدهی و متغیرهای مشابه به دست آمده است، پس ممکن است رابطه خودشیفتگی و توانایی مدیران با هزینه بدهی رابطه غیرخطی U شکل باشد. رابطه U شکل به این معنا است که در سطوح کم خودشیفتگی، مدیران ممکن است با دقت بیشتری تصمیم گیری کنند و در نتیجه هزینه بدهی کمتری داشته باشند. مطالعات حسن زاده کوچو (Hassanzadeh, 2023) رابطه منفی خودشیفتگی و هزینه بدهی را نشان داد. مطالعاتی نظیر مالمندیر و تیت (Malmendier & Tate, 2005) و ژانگ و همکاران (Zhang et al., 2021) نیز نشان داده اند که سطح مناسبی از خودشیفتگی می تواند تأثیر مثبت بر عملکرد نوآوری و سرمایه گذاری شرکت داشته باشد که این امر به نوبه خود ممکن است ریسک را کاهش دهد و هزینه بدهی را پایین بیاورد؛ اما با افزایش خودشیفتگی، تمایل به ریسک پذیری بیشتر می شود که می تواند به تصمیمات نادرست و افزایش هزینه بدهی منجر شود. مطالعات کیم و اندرسون (Kim & Anderson, 2024) و گالاریوتس و همکاران (Galaritis et al., 2021) به این مسئله اشاره کرده اند که خودشیفتگی بیش از حد مدیران می تواند به تضاد منافع بیشتر، تصمیمات مالی پرریسک تر و در نتیجه، افزایش هزینه بدهی منجر شود. هولتزمن و دانلان (Holtzman & Donnellan, 2015) نیز بیان کردند که هر فردی در جاتی از خودشیفتگی دارد که ممکن است برای عملکرد روزانه مفید باشد. برای توانایی مدیران نیز وجود رابطه غیرخطی به همین شکل تفسیر پذیر است؛ پس ممکن است بتوان رابطه ای غیرخطی بین خودشیفتگی و توانایی مدیران با هزینه بدهی متصور شد. رابطه غیرخطی بین خودشیفتگی و توانایی مدیران با هزینه بدهی ممکن است نشان دهنده پیچیدگی رفتارهای مدیریتی باشد؛ به همین دلیل برای بررسی چنین مسئله ای، روابط غیرخطی خودشیفتگی و توانایی مدیران بر هزینه بدهی مطابق با رابطه (۴) برآورد شد.

رابطه (۴)

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Narcissism_{it} + \beta_2 Ability_{it} + \beta_3 Narcissism_{it}^2 + \beta_4 Ability_{it}^2 + \sum \beta_i ControlsVariable + \sum \beta_j Industry + \sum \beta_k Year + \varepsilon_{it}$$

نتایج برآورد رابطه (۴) در جدول (۵) گزارش شده است. براساس نتایج مشاهده می شود که باوجود مجذور خودشیفتگی مدیران در مدل رگرسیونی، خودشیفتگی اثر منفی (۰/۱۱-) و معنادار در سطح معناداری ۹۰ درصد بر هزینه بدهی دارد و مجذور خودشیفتگی اثر مثبت (۰/۰۰۶) و معنادار در سطح معناداری ۹۰ درصد بر هزینه بدهی دارد. درواقع می توان گفت که خودشیفتگی همواره موجب افزایش هزینه بدهی نمی شود، بلکه یک رابطه U شکل بین خودشیفتگی مدیران و هزینه بدهی وجود دارد؛ به طوری که خودشیفتگی در سطح پایین، موجب کاهش هزینه بدهی می شود، اما زمانی که خودشیفتگی مدیران بیش از حد افزایش پیدا کند، هزینه بدهی را افزایش می دهد. در مدل دوم و با شاخص دیگر اندازه گیری خودشیفتگی مدیران، نتایج به مراتب قوی تر

است و در سطح اطمینان ۹۵ درصد نتایج وجود رابطه غیرخطی بین خودشیفتگی مدیران و هزینه بدهی تأیید شد. این نتایج نمی‌تواند نقض‌کننده نتایج فرضیه اول باشد؛ زیرا در فرضیه اول تأثیرات متوسط خودشیفتگی بر هزینه بدهی بررسی شده است و ممکن است این تأثیر در سطوح مختلف خودشیفتگی متفاوت باشد؛ بنابراین، نتایج مدل غیرخطی به‌نوعی تکمیل‌کننده فرضیه اول است و نه نقض‌کننده آن. این نتایج نشان‌دهنده پیچیدگی رابطه بین خودشیفتگی و هزینه بدهی است. همان‌طور که اشاره شد، رابطه U شکل به این معنی است که در سطوح پایین خودشیفتگی، مدیران خودشیفته ممکن است تصمیمات مالی بهتری بگیرند و هزینه بدهی را کاهش دهند؛ اما با افزایش خودشیفتگی، این رفتار ممکن است به سمت ریسک‌پذیری بیشتر و تصمیمات نادرست تغییر کند که در نتیجه هزینه بدهی را افزایش می‌دهد. این یافته به این معناست که فرضیه اول که اثر متوسط خودشیفتگی را بررسی کرده، تنها بخشی از واقعیت را منعکس می‌کند و نتایج آزمون غیرخطی نشان‌دهنده رابطه U شکل است که می‌تواند به‌عنوان توسعه‌ای از چارچوب نظری اولیه تفسیر شود، نه نقض آن؛ بنابراین، تبیین رابطه خطی در فرضیه اول به‌منزله ساده‌سازی برای تحلیل اولیه است و یافته‌های تکمیلی پژوهش نشان می‌دهد که تأثیر خودشیفتگی می‌تواند بسته به سطح آن متفاوت باشد.

با بررسی توانایی مدیران مشاهده می‌شود که ضریب توانایی مدیران در مدل اول و دوم منفی (۰/۰۲۶-) و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است؛ با این حال مجذور توانایی مدیران معنادار نیست؛ بدین ترتیب برای توانایی مدیران رابطه خطی باید متصور شد و همواره توانایی بیشتر مدیران موجب کاهش هزینه بدهی می‌شود.

جدول (۵): نتایج آزمون رابطه غیرخطی خودشیفتگی و توانایی مدیران با هزینه بدهی

Table (5) Results of the test of the nonlinear relationship between narcissism and managers' ability with the cost of debt					
شاخص خودشیفتگی:		اندازه امضا		روانشناسی امضا	
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ضریب ثابت	C	۰/۴۴۷*	۱/۷۰۲	-۰/۰۵۶***	-۵/۱۵۷
خودشیفتگی مدیران	Narcissism	-۰/۱۱۰*	-۱/۸۶۷	-۰/۰۱۹**	-۱۰/۳۱۲
مجذور خودشیفتگی مدیران	Narcissism*Narcissism	۰/۰۰۶*	۱/۹۱۹	۰/۰۰۵***	۸/۶۱۴
توانایی مدیران	Ability	-۰/۰۲۶***	-۲/۵۸۵	-۰/۰۲۶**	-۲/۴۷۴
مجذور توانایی مدیران	Ability*Ability	-۰/۰۲۰	-۰/۵۰۰	-۰/۰۵۷	-۱/۲۸۱
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۵***	۸/۸۸۷	۰/۰۰۶***	۹/۵۱۷
اهرم مالی	LEV	۰/۰۱۵***	۲/۶۵۳	۰/۰۱۶**	۲/۷۳۶
رشد شرکت	Growth	۰/۰۰۲	۰/۸۵۹	۰/۰۰۳	۱/۱۱۷
بازده دارایی	ROA	-۰/۰۶۳***	-۸/۱۰۲	-۰/۰۶۱***	-۷/۶۷۶
عمر شرکت	Age	-۰/۰۰۴***	-۲/۸۹۳	-۰/۰۰۳**	-۲/۲۵۵
استقلال هیئت‌مدیره	BoardInd	-۰/۰۱۱**	-۲/۱۵۶	-۰/۰۱۰**	-۲/۲۵۰
تصدی مدیران	MTenure	-۰/۰۰۰۴*	-۱/۹۱۹	-۰/۰۰۰۴**	-۲/۱۷۴
دوگانگی وظایف مدیران	MDuality	۰/۰۰۳**	۲/۴۱۶	۰/۰۰۳*	۱/۹۰۷
سال و صنعت	Year&Industry				
آماره F		۶۰/۱۴۶		۵۷/۶۱۸	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین		۰/۶۰۹		۰/۵۹۸	
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۵۹۹		۰/۵۸۸	
ناهمسانی واریانس (سطح معناداری)		۴/۸۲۳(۰/۰۰۰)		۳/۶۸۴(۰/۰۰۰)	
خودهمبستگی (سطح معناداری)		۲۴/۷۷۶(۰/۰۰۰)		۲۳/۶۴۸(۰/۰۰۰)	
حداکثر مقدار آماره VIF برای هم‌خطی		۵/۳۷۲		۴/۹۳۹	

* و ** و *** به ترتیب معناداری در سطح معناداری ۹۰ درصد و ۹۵ درصد و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

خودشیفتگی مدیران همواره به‌عنوان ویژگی رایج در مدیریت شرکت به چشم می‌خورد. درحالی‌که پیشینه نشان می‌دهد که تمایلات ریسک‌پذیری مدیران خودشیفته می‌تواند از طریق نوآوری و رشد به سود سهام‌داران باشد، اما تضادهای نمایندگی را به‌ویژه در رابطه با هزینه بدهی ایجاد خواهد کرد؛ زیرا تأمین‌کنندگان مالی، چنین شرکت‌هایی را با مدیران خودشیفته دارای ریسک بیشتری می‌دانند و بنابراین، بازده بیشتری برای تأمین مالی شرکت درخواست می‌کنند. از طرفی توانایی مدیریتی ویژگی مهمی است که به موفقیت سازمان کمک می‌کند. مدیران با توانایی زیاد درباره کسب‌وکارها، صنایع و محصولاتی که به کار آن‌ها مرتبط است، دانش بالایی دارند. مدیران توانا در مقایسه با سایر مدیران قادر به تصمیم‌گیری بهتر، مدیریت کارآمد کارکنان و شناسایی روندها و فناوری‌های آینده هستند. مدیران با توانایی زیاد نقش اساسی در سیاست مالی شرکت دارند و هزینه بدهی را به دلیل کاهش تضاد نمایندگی کاهش می‌دهند. باتوجه به دیدگاه‌های متضاد درباره توانایی و خودشیفتگی مدیران و نقش آن‌ها در هزینه بدهی، بررسی تعاملات بین خودشیفتگی و توانایی مدیران در این پژوهش بررسی شده است.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که خودشیفتگی مدیران موجب افزایش هزینه بدهی می‌شود. این نتیجه را می‌توان به این صورت تفسیر کرد که مدیران خودشیفته به دلیل اعتماد به نفس بیش‌ازحد و تمایل به پذیرش ریسک‌های مالی زیاد، اغلب تصمیمات پرریسک‌تری اتخاذ می‌کنند. این ویژگی باعث می‌شود اعتباردهندگان به شرکت به‌عنوان یک ریسک بزرگ‌تر نگاه کنند و نرخ بهره بیشتری برای جبران این ریسک در نظر بگیرند. مطالعاتی همچون مالمندیر و تیت (Malmendier & Tate, 2005) و کیم و اندرسون (Kim & Anderson, 2024) نیز نشان می‌دهند که خودشیفتگی مدیران می‌تواند موجب افزایش هزینه‌های نمایندگی و هزینه بدهی شود؛ زیرا اعتباردهندگان ریسک‌های بیشتری را از سوی این مدیران پیش‌بینی می‌کنند.

به‌عنوان اقدامی کاربردی، هیئت‌مدیره شرکت‌ها می‌توانند در فرایند انتخاب مدیران ارشد و ارزیابی عملکرد آن‌ها، از ابزارهای سنجش روان‌شناختی و رفتارهای رهبری بهره‌برند تا میزان خودشیفتگی و تمایلات شخصیتی آن‌ها را ارزیابی کنند. تنظیم سازوکارهای نظارتی قوی و شفاف توسط سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر بازار سرمایه در تصمیم‌گیری‌های مالی می‌تواند کمک کند تا اثرات منفی ناشی از ریسک‌پذیری بیش‌ازحد مدیران خودشیفته کاهش یابد و اعتماد اعتباردهندگان تقویت شود. سرمایه‌گذاران نیز بهتر است در ارزیابی شرکت‌ها، تنها به شاخص‌های مالی بسنده نکنند و کیفیت تیم مدیریتی را نیز بررسی کنند؛ ازجمله بررسی سوابق تصمیم‌گیری مدیران، میزان شفافیت عملکرد آن‌ها و نشانه‌های خودمحوری یا رفتارهای پرریسک. استفاده از داده‌های رفتاری و تحلیل شخصیت مدیران در کنار تحلیل بنیادی شرکت‌ها می‌تواند در کاهش ریسک سرمایه‌گذاری مؤثر باشد.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که توانایی مدیران موجب کاهش هزینه بدهی می‌شود. این نتیجه را می‌توان با این واقعیت توضیح داد که مدیران با توانایی زیاد از مهارت‌های بهتری در ارزیابی ریسک، تصمیم‌گیری مالی و مدیریت منابع برخوردارند. این مهارت‌ها اعتباردهندگان را مطمئن می‌کند که شرکت به شکل بهینه‌تری اداره می‌شود و احتمال نکول یا خطرات غیرمنتظره مالی کاهش می‌یابد. مطالعاتی همچون دم‌رجیان و همکاران (Demersjian et al., 2012)، خو و چئونگ (Khoo & Cheung, 2022) و دالوایی و همکاران (Dalwai et al., 2023) نیز نشان داده‌اند که مدیران توانمند از طریق بهینه‌سازی تصمیمات مالی و مدیریت بهتر بدهی‌ها، قادر به کاهش هزینه بدهی شرکت هستند و این امر اعتماد اعتباردهندگان را به ساختار مالی شرکت تقویت می‌کند؛ در این راستا شرکت‌ها می‌توانند برای بهره‌مندی از اثرات مثبت توانایی مدیریتی به توسعه و بهبود مهارت‌های مدیریتی مدیران خود از طریق برنامه‌های آموزشی و دوره‌های مدیریت مالی بپردازند. ایجاد سازوکارهای شفاف توسط هیئت‌مدیره برای ارزیابی عملکرد مدیران در مدیریت ریسک و تصمیم‌گیری‌های مالی می‌تواند اعتماد اعتباردهندگان را افزایش دهد و به کاهش هزینه بدهی کمک کند.

بررسی اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران در فرضیه سوم نشان داد که اثرات تعاملی خودشیفتگی و توانایی مدیران بر هزینه بدهی تأثیر ندارد. این نتایج بیانگر آن است که خودشیفتگی عامل مستقل تأثیرگذار بر هزینه بدهی است. دلیل آن ممکن است ضعف در شاخص خودشیفتگی باشد؛ در این راستا با بهره‌گیری از رویکردی جدید برای اندازه‌گیری خودشیفتگی مدیران، مشاهده شد که توانایی بیشتر مدیران لازمه کاهش اثرات مثبت خودشیفتگی بر هزینه بدهی است؛ بدین ترتیب می‌توان گفت که مدیر توانای خودشیفته بهتر از مدیر بدون توانایی اما خودشیفته است. این نتایج براساس تفکیک مدیران توانا و غیرتوانا و مدیران خودشیفته و غیرخودشیفته نیز تأییدکننده آن است که حضور مدیران توانا با کمترین میزان خودشیفتگی، بهترین سناریو برای کاهش هزینه بدهی است. دلیل چنین مسئله‌ای را می‌توان در کاهش ریسک اعتباری ناشی از حضورنداشتن مدیران خودشیفته و قدرت زیاد مذاکره مدیران توانا جست‌وجو کرد؛ در این راستا به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با اعمال سیستم ارزیابی جامع، مدیران خودشیفته توانا را از خودشیفته‌های غیرتوانا شناسایی و تفکیک کنند. استفاده از روش‌های روان‌شناختی دقیق‌تر برای اندازه‌گیری خودشیفتگی، به‌ویژه در ترکیب با ارزیابی توانایی‌های مدیریتی می‌تواند به انتخاب مدیرانی منجر شود که ضمن برخورداری از مهارت‌های مدیریتی عالی، کمترین تأثیر منفی را بر هزینه بدهی دارند. این رویکرد می‌تولند به شرکت‌ها کمک کند تا به تعادل بهینه‌ای میان شخصیت و توانایی در مدیریت دست یابند و هزینه‌های مالی را کاهش دهند.

نتایج بررسی بیشتر نشان داد که خودشیفتگی مدیران رابطه غیرخطی U شکل با هزینه بدهی دارد. در راستای این نتایج باید گفت که هر فردی درجاتی از خودشیفتگی دارد که ممکن است برای عملکرد روزانه مفید باشد (Holtzman & Donnellan, 2015). خودشیفته‌ها دارای شخصیت‌های بینا، برون‌گرا و کاریزماتیک هستند که آن‌ها را به رهبران طبیعی تبدیل می‌کند (Brunell et al., 2008)؛ به همین دلیل سطح پایین خودشیفتگی موجب کاهش هزینه بدهی (به دلیل ایجاد شخصیت رهبری در مدیران) می‌شود؛ اما اگر خودشیفتگی از حد مشخصی فراتر رود، نه تنها به کاهش هزینه بدهی منتج نخواهد شد، بلکه افزایش هزینه بدهی را در پی خواهد داشت. این یافته به‌نوعی توسعه فرضیه اول محسوب می‌شود که رابطه خطی متوسط را بررسی می‌کند و نباید به‌عنوان تناقض تلقی شود؛ از این رو به هیئت‌مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تا مدیرانی را انتخاب کنند که از حدی معین از خودشیفتگی برخوردارند تا از اثرات مثبت آن بهره‌مند شوند؛ درعین حال باید سیاست‌هایی را برای جلوگیری از افزایش بیش‌ازحد آن تدوین کنند؛ مثل افزایش نظارت و مشاوره در سطوح عالی مدیریتی.

ازجمله محدودیت‌های این پژوهش، استفاده نکردن از ابزارهای روان‌سنجی استاندارد مانند پرسشنامه NPI برای سنجش دقیق‌تر خودشیفتگی است. اگرچه روش روان‌شناسی امضا به‌عنوان روشی نوآورانه به‌کار رفته، این روش با چالش‌هایی همچون احتمال سوگیری ذهنی در تفسیر امضاها، پایین بودن پایایی بین ارزیاب‌ها، تأثیرپذیری از عوامل بیرونی مانند وضعیت فیزیکی یا شرایط محیطی و فقدان چارچوب نظری یکپارچه برای تفسیر ویژگی‌هایی نظیر شیب، فشار یا کشیدگی مواجه است. هرچند تلاش شده است تا با بهره‌گیری از منابع معتبر روان‌شناسی و رعایت دقت در فرایند ارزیابی، این محدودیت‌ها تا حد امکان کنترل شود، همچنان استفاده از روش‌های مکمل مانند ابزارهای استاندارد روان‌سنجی می‌تواند به افزایش روایی نتایج کمک کند. محدودیت دیگر پژوهش به عدم ورود مستقیم و صریح برخی متغیرهای کلان اقتصادی، ازجمله نرخ تورم، نرخ بهره و سایر شاخص‌های اقتصادی مؤثر بر فضای تأمین مالی مربوط می‌شود. اگرچه در این پژوهش تلاش شده با استفاده از متغیرهای مجازی سال و صنعت تا حدی اثر تفاوت‌های زمانی و بخشی کنترل شود، این روش نمی‌تواند به‌طور کامل نوسانات اقتصادی را در مدل لحاظ کند؛ نوساناتی که ممکن است به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم بر هزینه بدهی، رفتار اعتباری بازار و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشند؛ از این رو، نبود متغیرهای کلان در مدل رگرسیونی ممکن است بخشی از واریانس موجود در متغیر وابسته را نادیده بگیرد؛ درنتیجه، پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های آتی با افزودن مستقیم شاخص‌های اقتصادی کلان به مدل آماری، تحلیل دقیق‌تر و واقع‌گرایانه‌تری از روابط میان متغیرهای بررسی‌شده ارائه دهند.

تمرکز پژوهش بر نمونه‌ای خاص از شرکت‌ها و شرایط اقتصادی محدود، تعمیم‌پذیری نتایج به دیگر محیط‌ها و صنایع را دشوار می‌کند. در پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که نمونه‌های گسترده‌تری از صنایع و کشورها بررسی شود تا اثرات تعاملی بین خودشیفتگی و توانایی مدیران در زمینه‌های مختلف بهتر درک شود. یکی دیگر از محدودیت‌های پژوهش، سنجش توانایی مدیریتی تنها از طریق شاخص‌های مالی مانند کارایی عملیاتی است؛ درحالی‌که توانایی مدیران می‌تواند شامل جنبه‌هایی مانند تصمیم‌گیری راهبردی، نفوذ اجتماعی و مهارت‌های رهبری تیمی نیز باشد. در پژوهش‌های آتی استفاده از ابزارهای چندبعدی برای سنجش جامع‌تر این مفهوم توصیه می‌شود.

منابع

- افلاطونی، عباس (۱۳۹۷). *اقتصادسنجی در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار استاتا*. انتشارات ترمه.
- انصاری‌زاده، سمانه، ایمنی، محسن، و کاویانی، میثم (۱۴۰۲). *توانایی مدیران و سررسید بدهی*. ششمین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران.
- بذرافشان، وجیهه، بذرافشان، آمنه، و صالحی، مهدی (۱۳۹۷). بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۴)، ۴۵۷-۴۷۸.
- <https://www.doi.org/10.22059/acctgrev.2019.268759.1008035>
- حسن‌زاده کوچو، محمود (۱۴۰۲). تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ساختار سررسید بدهی‌ها. *حسابداری و شفافیت مالی*، ۲(۱)، ۷۰-۸۵. <https://doi.org/10.71965/AFT.2024.783576>
- حسن‌زاده کوچو، محمود، ایزدپور، مصطفی، و اشرف‌پور، ابوالفضل (۱۴۰۳). تأثیر خودشیفتگی مدیران بر هزینه‌های تحقیق و توسعه. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۳(۴۹)، ۱۰۳-۱۲۲.
- خواجوی، شکرالله، ویسی‌حصار، ثریا، و غیوری‌مقدم، علی (۱۴۰۱). تأثیر توانایی مدیران بر محافظه‌کاری با تأکید بر نقش اندازه شرکت و اهرم مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۹(۴)، ۶۴۹-۶۲۸.
- <https://www.doi.org/10.22059/acctgrev.2022.345031.1008698>
- رشیدی، محسن (۱۳۹۹). نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده سهام. *مدیریت‌داری و تأمین مالی*، ۸(۳)، ۱۲۳-۱۳۹. <https://www.doi.org/10.22108/amf.2020.119807.1480>
- زرعیان، معین، نظری، رضا، و مرادزاده‌فرد، مهدی (۱۴۰۳). اثر کارایی شرکت بر هزینه بدهی با استفاده از سرمایه فکری. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۳(۵۱)، ۴۳-۵۵.
- زلفی، حسن، نوروزی، محمد، اسدی، غلامحسین، و کزازی، محمد (۱۳۹۸). ویژگی‌های کمیته حسابرسی، هزینه بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۱)، ۱۰۱-۱۱۶.
- <https://www.doi.org/10.22108/far.2019.116427.1443>
- علی‌نژاد ساروکلائی، مهدی، و تارفی، ستاره (۱۳۹۶). تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی. *دانش حسابداری*، ۸(۲)، ۱۸۰-۱۵۹. <https://www.doi.org/10.22103/jak.2017.1679>
- محمدی، یوسف، و حمزه، نرگس (۱۴۰۲). بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر هزینه بدهی و نقدینگی شرکت با تأکید بر نقش کارایی مدیریت سرمایه در گردش. دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در علوم انسانی، اقتصاد، مدیریت و حسابداری.
- ملکی چوبری، مجتبی، خردیار، سینا، آزادی، کیهان، و اکبری، بهمن (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین خودشیفتگی سازمانی مدیران با بحران‌های مالی در چارچوب رویکرد نارسه‌سیسم. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰(۳۸)، ۱-۲۳.

مهدوی، غلامحسین، و نامجوی، مریم (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و رتبه اعتباری باتوجه به اثر تعدیل کنندگی خودشیفتگی مدیران. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۸(۱۶)، ۱۰۱-۱۳۸.

<http://dx.doi.org/10.61186/aapc.8.16.101>

نکویی زاده، شکوفه، دستگیر، محسن، و علی احمدی، سعید (۱۳۹۹). تأثیر بحران اقتصادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با ارزش و عملکرد مالی؛ نقش ویژگی های رفتاری شرکت. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۶۸)، ۱-۳۱.

<https://www.doi.org/10.22054/qjma.2021.54635.2187>

References

- Aabo, T., Jacobsen, M. L., & Stendys, K. (2022). Pay me with fame, not mammon: CEO narcissism, compensation, and media coverage. *Finance Research Letters*, 46, 102495. <https://www.doi.org/10.1016/j.frl.2021.102495>
- Aflatouni, A. (2018). *Econometrics in Financial and Accounting Research with Stata Software*. Termeh Publications. [In Persian]
- Alinezhad, S. M., & Tarofi, S. (2017). Impact of management ability on financing policy. *Accounting Knowledge*, 8(2), 159–180. <https://www.doi.org/10.22103/jak.2017.1679> [In Persian]
- Ansarizadeh, S., Eimani, M., & Kaviani, M. (2023). *Managerial ability and debt maturity*. The 6th International Conference on New Developments in Management, Economics and Accounting. Tehran. [In Persian]
- Baik, B., Choi, S., & Farber, D. B. (2020). Managerial ability and income smoothing. *The Accounting Review*, 95(4), 1–22. <https://www.doi.org/10.2308/ACCR-52600>
- Bazrafshan, V., Bazrafshan, A., & Salehi, M. (2018). Investigating the effect of managers' narcissism on financial reporting quality. *Audit and Accounting Review*, 25(4), 457–478. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2019.268759.1008035> [In Persian]
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208. <https://www.doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Bonsall, S. B., & Miller, B. P. (2017). The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt. *Review of Accounting Studies*, 22(2), 608–643. <https://www.doi.org/10.1007/s11142-017-9388-0>
- Brunell, A. B., Gentry, W. A., Campbell, W. K., Hoffman, B. J., Kuhnert, K. W., & DeMarree, K. G. (2008). Leader emergence: The case of the narcissistic leader. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 34(12), 1663–1676. <https://www.doi.org/10.1177/0146167208324101>
- Campbell, W. K., Hoffman, B. J., Campbell, S. M., & Marchisio, G. (2011). Narcissism in organizational contexts. *Human Resource Management Review*, 21(4), 268–284. <https://www.doi.org/10.1016/j.hrmr.2010.10.007>
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351–386. <https://www.doi.org/10.2189/asqu.52.3.351>
- Chen, Y., Podolski, E. J., & Veeraraghavan, M. (2015). Does managerial ability facilitate corporate innovative success?. *Journal of Empirical Finance*, 34, 313–326. <https://www.doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.08.002>
- Cheng, T. Y., Li, Y. Q., Lin, Y. E., & Chih, H. H. (2020). Does the fit of managerial ability with firm strategy matter on firm performance?. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 9–19. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.9>
- Chou, T. K., Pittman, J. A., & Zhuang, Z. (2021). The importance of partner narcissism to audit quality: Evidence from Taiwan. *The Accounting Review*, 96(6), 103–127. <https://www.doi.org/10.2308/TAR-2018-0420>
- Cui, H., & Leung, S. C. M. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100185. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100185>
- Dalwai, T., Habib, A. M., Mohammadi, S. S., & Hussainey, K. (2023). Does managerial ability and auditor report readability affect corporate liquidity and cost of debt? *Asian Review of Accounting*, 31(3), 437–459. <https://www.doi.org/10.1108/ARA-06-2022-0151>
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248. <https://www.doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- Galariotis, E., Louca, C., Petmezas, D., & Wang, S. (2023). Agency cost of debt and inside debt: The role of CEO overconfidence. *British Journal of Management*, 34(3), 1606–1631. <https://www.doi.org/10.1111/1467-8551.12661>
- Gan, H. (2019). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4), 1085–1118. <https://www.doi.org/10.1007/s11156-018-0737-2>

- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262–274. <https://www.doi.org/10.2139/ssrn.2517905>
- Haider, I., Singh, H., & Sultana, N. (2021). Managerial ability and accounting conservatism. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 17(1), 100242. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100242>
- Ham, C., Lang, M., Seybert, N., & Wang, S. (2017). CFO narcissism and financial reporting quality. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1089–1135. <https://www.doi.org/10.2139/ssrn.2581157>
- Ham, C., Seybert, N., & Wang, S. (2018). Narcissism is a bad sign: CEO signature size, investment, and performance. *Review of Accounting Studies*, 23(1), 234–264. <https://www.doi.org/10.1007/s11142-017-9427-x>
- Hassanzadeh, K. M., Izadpour, M., & Ashrafpour, A. (2024). The effect of managers' narcissism on R&D expenditures. *Accounting and Auditing Studies*, 13(49), 103–122. [In Persian]
- Hassanzadeh, K. M. (2023). The effect of managers' narcissism on debt maturity structure. *Accounting and Financial Transparency*, 2(1), 70–85. <https://doi.org/10.71965/AFT.2024.783576> [In Persian]
- Holtzman, N. S., & Donnellan, M. B. (2015). The roots of Narcissus: Old and new models of the evolution of narcissism. In V. Zeigler-Hill, L. Welling, & T. Shackelford (Eds.), *Evolutionary Perspectives on Social Psychology* (pp. 479–489). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-319-12697-5_36
- Hou, Z., Fairchild, R., & Perotti, P. (2024). CEO narcissism and credit ratings. *Journal of Business Ethics*, 197, 39–72. <https://www.doi.org/10.1007/s10551-024-05691-2>
- Kashmiri, S., Nicol, C. D., & Arora, S. (2017). Me, myself, and I: Influence of CEO narcissism on firms' innovation strategy and the likelihood of product-harm crises. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(5), 633–656. <https://www.doi.org/10.1007/s11747-017-0535-8>
- Kettle, K. L., & Haubl, G. (2011). The signature effect: Signing influences consumption-related behavior by priming self-identity. *Journal of Consumer Research*, 38(3), 474–489. <https://www.doi.org/10.1086/659753>
- Khajavi, S., Weisihar, S., & Ghiyouri, M. A. (2023). Investigating the impact of managers' ability on conservatism with a focus on the size and leverage of firms. *Accounting and Auditing Review*, 29(4), 628–649. <https://www.doi.org/10.22059/acctgrev.2022.345031.1008698> [In Persian]
- Khoo, J., & Cheung, A. (2022). Managerial ability and debt maturity. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 18(1), 100295. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcae.2021.100295>
- Kim, J. J., & Anderson, R. (2024). CEO narcissism and the agency cost of debt. *Journal of Empirical Finance*, 77, 101477. <https://www.doi.org/10.1016/j.jempfin.2024.101477>
- Kong, F., Wang, M., Zhang, X., Li, X., & Sun, X. (2021). Vulnerable narcissism in social networking sites: The role of upward and downward social comparisons. *Frontiers in Psychology*, 12, 711909. <https://www.doi.org/10.3389/fpsyg.2021.711909>
- Koole, S. L., & Pelham, B. W. (2003). On the nature of implicit self-esteem: The case of the name letter effect. In J. Forgas (Ed.), *Motivated Social Perception* (pp. 93–116). Psychology Press. <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781410606679-5>
- Lee, C. C., Wang, C. W., Chiu, W. C., & Tien, T. S. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *International Review of Financial Analysis*, 57, 65–76. <https://www.doi.org/10.1016/j.irfa.2018.02.007>
- Luo, Y., & Zhou, L. (2017). Managerial ability, tone of earnings announcements, and market reaction. *Asian Review of Accounting*, 25(4), 454–471. <https://www.doi.org/10.1108/ARA-07-2016-0078>
- Maccoby, M. (2004). Narcissistic leaders: The incredible pros, the inevitable cons. In *Leadership Perspectives* (pp. 31–39). Routledge. <https://hbr.org/2004/01/narcissistic-leaders-the-incredible-pros-the-inevitable-cons>
- Mahdavi, G., & Namjou, M. (2023). Investigating the relationship between discretionary accruals and credit rating considering the moderating effect of managerial narcissism. *Iranian Journal of Behavioral & Valued Accounting*, 8(16), 101–138. <http://dx.doi.org/10.61186/aapc.8.16.101> [In Persian]
- Maleki, C. M., Kheradgar, S., Azadi, K., & Akbari, B. (2021). Investigating the relationship between organizational narcissism of managers and financial crises in the framework of the narcissism approach. *Investment Knowledge*, 10(38), 36–62. [In Persian]
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://www.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Mohammadi, Y., & Hamzeh, N. (2023). Investigating the effect of managerial ability on debt cost and company liquidity with emphasis on the role of working capital management efficiency. 2nd International Conference on Applied Research in Humanities, Economics, Management and Accounting. [In Persian]
- Nekouizadeh, Sh., Dastgir, M., & Aliahmadi, S. (2020). The effect of economic crisis on the relationship between CEO power with firm value and financial performance: The role of firm behavioral characteristics. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 5(9), 153–188. <https://www.doi.org/10.22054/qjma.2021.54635.2187> [In Persian]

- O'Regan, N., & Ghobadian, A. (2006). Innovation in NTBFs: Does leadership really matter? *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2(2), 299–314.
<https://www.doi.org/10.1007/s11365-006-8690-2>
- Rajabalizadeh, J., & Oradi, J. (2022). Managerial ability and intellectual capital disclosure. *Asian Review of Accounting*, 30(1), 59–76. <https://www.doi.org/10.1108/ARA-11-2020-0180>
- Rashidi, M. (2020). The role of managers' ability to modify credit conditions and reduce share returns spread. *Asset Management and Financing*, 8(3), 123–139. <https://www.doi.org/10.22108/amf.2020.119807.1480> [In Persian]
- Rozen-Bakher, Z. (2018). How do each dimension of Hofstede's national culture separately influence M&A success in cross-border M&As?. *Transnational Corporations Review*, 10(2), 131–146.
<https://www.doi.org/10.1080/19186444.2018.1475089>
- Shang, C. (2021). Dare to play with fire? Managerial ability and the use of short-term debt. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102065. <https://www.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102065>
- Somsing, A., & Belbaly, N. A. (2017). Managerial creativity: The roles of dynamic capabilities and risk preferences. *European Management Review*, 14(4), 423–437. <https://www.doi.org/10.1111/emre.12118>
- Yung, K., & Chen, C. (2018). Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1005–1032. <https://www.doi.org/10.1007/s11156-017-0695-0>
- Zajenkowski, M., Maciantowicz, O., Szymaniak, K., & Urban, P. (2018). Vulnerable and grandiose narcissism are differentially associated with ability and trait emotional intelligence. *Frontiers in Psychology*, 9, 355.
<https://www.doi.org/10.3389/fpsyg.2018.01606>
- Zalaghi, H., Norouzi, M., Asadi, G., & Kazazi, M. (2019). Audit committee characteristics, debt cost, and investment efficiency. *Financial Accounting Research*, 11(1), 101–116.
<https://www.doi.org/10.22108/far.2019.116427.1443> [In Persian]
- Zareian, M., Nazari, R., & Moradzadehfard, M. (2024). The effect of company efficiency on debt cost using intellectual capital. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 13(51), 43–55. [In Persian]
- Zhang, L., Liang, B., Bi, D., Zhou, Y., & Yu, X. (2021). Relationships among CEO narcissism, debt financing and firm innovation performance: Emotion recognition using advanced artificial intelligence. *Frontiers in Psychology*, 12, 734777. <https://www.doi.org/10.3389/fpsyg.2021.734777>
- Zweigenhaft, R. L. (1977). The empirical study of signature size. *Social Behavior and Personality: An International Journal*, 5(1), 177–185. <https://doi.org/10.2224/sbp.1977.5.1.177>
- Zweigenhaft, R. L., & Marlowe, D. (1973). Signature size: Studies in expressive movement. *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, 40(3), 469. <https://doi.org/10.1037/h0034503>