

## Relationships between Managerial Overconfidence, Internal Financing and Investment Efficiency

Vahid Taghizadeh Khanqah (Ph.D)<sup>\*</sup>

Younes Badavar Nahandi (Ph.D)<sup>\*\*</sup>

### Abstract

**Objective:** The purpose of this study is to examine the relationships between management overconfidence, internal financing, and investment efficiency in the companies listed in the Tehran Stock Exchange.

**Method:** A sample of 130 companies was selected in the period 2007-2017. To measure investment efficiency, the indicators of over- and under-investment were rated. Also, to measure management overconfidence and internal financing, capital expenditures and retained earnings were assessed, respectively.

**Results:** The findings showed that there is a positive relationship between management overconfidence and internal financing. Also, there are positive relationships between management overconfidence and investment level, and between management overconfidence and over-investment, and there is a negative relationship between the management overconfidence and under-investment. On the other hand, the results showed that there are positive relationships between internal financing and the investment level, and between internal financing and over-investment, and that there is a negative relationship between internal financing and under-investment. The results indicate that 1) internal financing has positive effects on the relationship between managerial overconfidence and the level of investment, 2) the interactive effect of internal financing on the relationship between the managerial overconfidence and over-investment is significant and positive, while the similar effect concerning under-investment is not significant.

**Conclusion:** Existence of internal resources increases the motivation of overconfidence managers in using personal gain resources and leads to non-optimal investment behaviors. This process is done by increasing the levels of investment.

**Keywords:** *Management Overconfidence, Internal Financing, Over-Investment, Under-Investment.*

**Citation:** Taghizadeh Khanqah, V., Badavar Nahandi, Y. (2020). Relationships between managerial overconfidence, internal financing and investment efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(2), 209-238.

---

<sup>\*</sup> Ph.D. in Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Iran.

<sup>\*\*</sup> Associate Professor of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Iran.

Corresponding Author: Vahid Taghizadeh Khanqah (Email: Vahid20t@yahoo.com)

Submitted: 16 March 2019

Accepted: 24 December 2019

DOI: 10.22103/jak.2020.13748.2944

## ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری

دکتر وحید تقی زاده خانقاه\*

دکتر یونس بادآور نهندي\*\*

### چکیده

هدف: هدف پژوهش حاضر، بررسی ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش: بدین ترتیب تعداد ۱۳۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۶ انتخاب شد. کارایی سرمایه گذاری از طریق شاخص های سرمایه گذاری بیشتر و کمتر از حد اندازه گیری گردید. همچنین برای سنجش بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی به ترتیب از مخارج سرمایه ای و سود انباشته بهره گرفته شد.

یافته ها: نتایج نشان داد که بین بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی، ارتباط مثبت وجود دارد. همچنین بین بیش اطمینانی مدیریت با سطح سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد، ارتباط مثبت و با سرمایه گذاری کمتر از حد، ارتباط منفی وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج نشان داد که بین تأمین مالی داخلی با سطح سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت و با سرمایه گذاری کمتر از حد ارتباط منفی وجود دارد. در نهایت یافته ها حاکی از آن بود که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سطح سرمایه گذاری تأثیر مثبت دارد و تأثیر تعاملی تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سرمایه گذاری بیشتر

\* دکترای گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

\*\* دانشیار گروه حسابداری واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: وحید تقی زاده خانقاه (رایانامه: Vahid20t@yahoo.com).

تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۰/۳

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۲/۲۵

از حد مثبت و معنادار است، در حالیکه این رابطه برای شرکت‌های کم سرمایه‌گذار معنادار نیست.

نتیجه‌گیری: وجود منابع داخلی، انگیزه مدیران بیش‌اطمینان در مصرف منابع جهت منافع شخصی را افزایش داده و موجب رفتارهای سرمایه‌گذاری غیربهبه می‌شود. این فرایند از طریق افزایش سطوح سرمایه‌گذاری انجام می‌پذیرد.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، سرمایه‌گذاری کمتر از حد.

**استناد:** تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ بادآور نهندي، یونس. (۱۳۹۹). ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری. *دانش حسابداری*، ۱۱(۲)، ۲۳۸-۲۰۹.

#### مقدمه

سرمایه‌گذاری نقش مهمی در توسعه پایدار شرکت و ارزش آفرینی برای سهامداران ایفا می‌کند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت از طریق طیف گسترده‌ای از عوامل، از جمله سیاست‌های کلان پولی، مکانیزم‌های بازارهای سرمایه و اداره عملیات شرکت تعیین می‌شود. عوامل مدیریتی مانند عقلایی و غیرعقلایی بودن مدیران، بویژه در بازارهای ناکارآمد مالی و محیط‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف، اهمیت دارند (مالمن‌دیر و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). رول<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) پیشنهاد می‌کند که اعتماد به نفس کاذب یک رفتار غیرمنطقی است که مدیران شرکت در مواجهه با تصمیمات تجاری از خود نشان می‌دهند. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که بیش‌اطمینانی مدیران منجر به سرمایه‌گذاری‌هایی می‌شود که مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد را ایجاد می‌کند (هیتن<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲؛ باتز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵؛ شین و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷). با این وجود، این مطالعات به تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر ساختار سرمایه، تأمین مالی خارجی، سررسید بدهی و سایر موضوعات مالی اشاره کرده‌اند (شفرین<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱؛ باروز و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۷؛ لی و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۴). بیش‌اطمینانی مدیران در رابطه با منابع تأمین مالی داخلی موضوعی است که منجر به ایجاد یک شکاف در ادبیات پیشین شده است.

مطابق نظریه سلسله مراتبی مایرز<sup>۹</sup> (۱۹۸۴)، شرکت‌ها منابع تأمین مالی خود را بر اساس هزینه‌هایشان اولویت‌بندی می‌کنند. به این ترتیب آنها منابع مالی داخلی را ترجیح می‌دهند سپس بدهی و در نهایت به عنوان آخرین راه حل، صدور سهام جدید را انتخاب می‌کنند. مدیران بیش‌اطمینان معتقدند، شرکتی که در آن فعالیت می‌کنند، ارزش پایینی دارد و تأمین مالی خارجی بویژه انتشار سهام برای شرکت پرهزینه است. در نتیجه آنها ترجیح می‌دهند که مطابق نظریه سلسله مراتبی، منابع داخلی را بر بدهی و بدهی را بر انتشار سهام اولویت دهند (مالمدیر و همکاران، ۲۰۱۱). از چشم‌انداز مالی رفتاری، به دلیل کنترل بیشتر بر وجوه داخلی، مدیران شرکت تمایل به انتخاب منابع داخلی در مقایسه با سایر منابع دارند. بنابراین، مدیران بیش‌اطمینان به احتمال زیاد بر کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری از طریق تأمین مالی داخلی اثر می‌گذارند. اگر مدیران بیش‌اطمینان منابع نقد کافی برای سرمایه‌گذاری داشته باشند و از طریق بازار سرمایه یا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد نظارت قرار نگیرند، آنها به طور سیستماتیک بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند. اگر آنها منابع داخلی کافی نداشته باشند، تمایلی به صدور سهام جدید نخواهند داشت، زیرا آنها درک می‌کنند که بازار سهام شرکت را کمتر از حد ارزش‌گذاری می‌کند (هی و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۹). در نتیجه مدیران، سرمایه‌گذاری خود را محدود می‌کنند. مدیران بیش‌اطمینان می‌توانند انحراف از سرمایه‌گذاری مطلوب (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) را بویژه در بازارهایی مانند بازار ایران که در آن نظارت داخلی و مکانیزم‌های نظارتی خارجی کم‌رنگ‌تر است، شکل دهند.

این پژوهش به چند دلیل به گسترش ادبیات پژوهشی در ایران کمک می‌کند. ابتدا، این مطالعه ادبیات مربوط به کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق پرداختن به موضوعات مختلف (خطر اخلاقی و انتخاب ناسازگار) توسعه می‌دهد. دوم، اکثر مطالعات ارتباط بیش‌اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند اما نقش تأمین مالی

داخلی در این راستا مشخص نیست. در نهایت، در پژوهش حاضر از الگوی بومی کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود که سازگاری بیشتری با محیط کشور ایران دارد و دقت تشخیص شرکت‌های کم سرمایه‌گذار و بیش سرمایه‌گذار نیز از طریق این الگو بیشتر است. از این رو سؤال اصلی پژوهش این است که آیا بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد؟. در ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان می‌شود، در ادامه فرضیه‌ها و روش پژوهش مطرح می‌شود و سپس متغیرهای پژوهش آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود. در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادهاى پژوهش ارائه می‌گردد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

رفتار عقلایی مدیران، موضوعی است که از دهه ۱۸۹۰ وارد تئوری‌های مالی شده است. ادبیات جدید مالی رفتاری، زمینه را برای تحقیقات نظری و تجربی درباره غیرمنطقی بودن مدیران و تأثیر آن بر وضعیت مالی شرکت فراهم می‌کنند. برای مثال، رفتارهای غیرمنطقی مانند اعتماد به نفس کاذب نوعی سوگیری شناختی است که ممکن است بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اثرگذار باشد. مطالعات نشان می‌دهد که به دلیل ویژگی‌های فردی و سوگیری شناختی، مدیران سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام می‌دهند که از حداکثرسازی ارزش شرکت، انحراف دارد. به طور کلی بیش‌اطمینانی مدیران، منعکس کننده برتری توانایی فرد در انجام وظایف و کم کردن شانس از دست دادن کار است. این تعصب بر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت اثر می‌گذارد (آدم و همکاران<sup>۱</sup>،

(۲۰۱۵)

### اطمینان بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی

اقتصاددانان بر این باورند که نمایندگان به طور منطقی رفتار می‌کنند. با این وجود، بر اساس تعدادی از آزمایش‌های روان‌شناختی، محققان دریافته‌اند که مردم، رفتار بیش‌اطمینانی را در زمان ارزیابی مهارت‌های خود، نشان می‌دهند. افراد تمایل دارند دانش خود را بیش از اندازه نشان دهند (لاوود و وایتاگر<sup>۲</sup>، ۱۹۷۷؛ آلیک<sup>۳</sup>، ۱۹۸۵) و فکر

می‌کنند که آنها عاقل‌تر از حد متوسط هستند. این اثر «بهتر از متوسط»، به آسانی تصمیمات اقتصادی را گسترش می‌دهد (کامرر و دان<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۹). نقش رهبری مدیریت نیز باعث افزایش بیش‌اطمینانی مدیران می‌شود. مدیران می‌توانند شرکت را با استفاده از ویژگی‌های فردی خود، کنترل و سهامداران را به تولید نتایج خود علاقه‌مند کنند. گنول و تاکر<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۸) الگویی را توسعه دادند که بیش‌اطمینانی مدیران از سایر افراد به مدیران منتقل می‌شود. آدم و همکاران (۲۰۱۵) با به کارگیری جبران خدمات مدیران به عنوان معیاری از دستاوردهای مدیریتی نشان می‌دهند که مدیران مدیون موفقیت‌های اخیر خود مانند حقوق بالا و موقعیت شغلی مناسب هستند که موجب افزایش بیش اعتمادی آنها می‌شود. هیتون (۲۰۰۲) از دیدگاه خوش‌بینی و بیش‌اطمینانی پشتیبانی می‌کند. وی بیان می‌کند که مدیران عامل به راحتی می‌توانند خوش‌بین باشند، زیرا معتقدند که آنها کنترل خوبی بر شرکت دارند و بسیار متعهد هستند.

برخلاف تئوری سلسله مراتبی که در آن شرکت‌ها منابع تأمین مالی را بر اساس هزینه‌های خود، اولویت‌بندی می‌کنند، گراهام و هاروی<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۱) نشان می‌دهند که اکثر مدیران معتقدند که آنها توانایی لازم برای کنترل تصمیمات تأمین مالی را دارند و عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند. ثروت شخصی و سرمایه انسانی مدیران، به طور تنگاتنگی با نوسانات قیمت سهام مرتبط است. از چشم‌انداز شخصی، مدیران، تأمین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند، زیرا کمترین هزینه سرمایه را در بر دارد و نوسانات بازارهای بدهی خارجی و بازار سهام را محدود می‌کند. زمانی که مدیران بیش‌اطمینان در مورد مسائل تصمیم‌گیری می‌کنند، تمایل دارند که موفقیت خود را بیش از اندازه تخمین زنند و معتقدند که شرکتی که در آن فعالیت می‌کنند سود خوبی خواهد داشت و از پتانسل بالایی نیز برخوردار خواهد بود، بنابراین سهم سرمایه‌گذاران خارجی را به نسبت ارزش واقعی خود، کمتر از حد تخمین می‌زنند. به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه معاملات، مدیران تمایل دارند تا تأمین مالی داخلی را انتخاب کنند و وجه نقد را در داخل حفظ

کنند. مطالعات قبلی نشان داده‌اند که بیش‌اطمینانی مدیران اغلب با پرداخت سود سهام کمتر مرتبط است (دشموخ و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۳). به طور مشابه بن دیوید و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند که مدیران بیش‌اطمینان کمتر به پرداخت سود سهام تمایل دارند و از این دیدگاه حمایت می‌کنند که مدیران بیش‌اطمینان منابع داخلی را از طریق کاهش سود سهام پرداختی حفظ می‌کنند.

### تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری

از آنجایی که اسپچامپتر<sup>۱۹</sup> (۱۹۴۲) گزارش داد، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند سودهایشان را از طریق فعالیت‌های نوآورانه جهت حفظ قدرت انحصاری خود سرمایه‌گذاری کنند، اهمیت تأمین منابع داخلی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفت (هال<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۲). تئوری سلسله مراتبی مایرز (۱۹۸۴) نشان می‌دهد که تأمین مالی داخلی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و از ریسک انتخاب نادرست تأمین مالی خارجی، اجتناب می‌کند و تضادهای بین ذینفعان شرکت کاهش می‌دهد. زمانی که تأمین مالی داخلی شرکت زیاد است، جریان‌های نقد آزاد مازاد ایجاد می‌گردد. بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند از مزایای وجوه داخلی مازاد برای سرمایه‌گذاری استفاده کنند، اما به دلیل خطرات اخلاقی، جریان‌های نقد آزاد مازاد، می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شود که سازگار با تئوری بیش‌سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد است. زمانی که مدیران به عنوان نمایندگان شرکت هستند، وجود نقد مازاد بیشتری در اختیار دارند و ممکن است منافع شخصی خود را دنبال کنند و مقیاس سرمایه‌گذاری خود را با استفاده از وجوه دریافت شده، گسترش دهند (بادآورنهدی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۳). این رویه به مدیران اجازه می‌دهد که سود، موقعیت و قدرت خود را بهبود بخشند و یک امپراتوری تجاری برای خود ایجاد کنند. رنبوگ و همکاران<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۷) پیشنهاد می‌کنند که دو نوع خطا در شرکت وجود دارد. خطای نوع اول که بیش‌سرمایه‌گذاری نام دارد و زمانی رخ می‌دهد که جریان‌های نقد کافی وجود داشته باشد. خطای نوع دوم، کم

سرمایه گذاری نام دارد و به دلیل کمبود جریان نقدی رخ می دهد. افزایش در تأمین مالی داخلی خطای نوع اول را ایجاد می کند اما خطای نوع دوم را کاهش می دهد. کاهش در تأمین مالی داخلی منجر به کمبود جریان های نقد آزاد می شود، به طوری که جریان های نقدی نمی توانند نیازهای سرمایه گذاری شرکت را تأمین کنند. حتی اگر فرصت های سرمایه گذاری یا پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت وجود داشته باشد، این شرکت ها سرمایه گذاری ناکارآمد را انجام می دهد. میرز (۱۹۷۷) بیان کرد که هر چه تأمین مالی خارجی شرکت بیشتر شود، انگیزه ائتلاف سهامدار-مدیر در کنترل شرکت، برای سرمایه گذاری در فرصت هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می یابد، زیرا مزایای چنین سرمایه گذاری هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران بر اعتباردهندگان منتقل شود. در نتیجه شرکت هایی که اهرم مالی بالایی از طریق دسترسی به منابع خارجی دارند، در مقایسه با شرکت هایی که اهرم مالی پایین تری از طریق منابع داخلی دارند، فرصت های رشد کمتری را تجربه می کنند. وی در تئوری سرمایه گذاری کمتر از حد بر تأثیرات نقدینگی تمرکز می کند. شرکت هایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، بدون توجه به ماهیت فرصت های رشد خود، سرمایه گذاری کمتری انجام می دهند. مشکل نمایندگی که بر اساس تئوری نمایندگی وجود دارد سرمایه گذاری بیش از حد است که بر اساس تضاد مدیران و سهامداران شکل می گیرد. مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ کنند گرچه مجبور باشند پروژه های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان های نقدی مازاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می تواند با تأمین مالی از طریق بدهی برطرف شود (بیدل و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

### بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری

مدیران بیش اطمینان نه تنها تصمیمات تأمین مالی بلکه کارایی سرمایه گذاری را نیز تحت تأثیر قرار می دهند (مالمندیر و تات، ۲۰۰۸). زمانی که مدیران، بیش اطمینانی بالایی



دارند، آنها نگرش خوش‌بینانه‌ای نسبت به چشم‌انداز شرکت دارند و افزایش در سرمایه‌گذاری را به عنوان خبر خوب در نظر می‌گیرند. بنابراین، آنها سطوح سرمایه‌گذاری را به وسیله افزایش در منابع داخلی جهت بهبود عملکرد شرکت، افزایش می‌دهند. آنها ممکن است به اشتباه فکر کنند که پروژه‌هایی با خالص ارزش منفی برای شرکت بازده مطلوبی دارد. علاوه بر این، مدیران جوان‌تر می‌خواهند شهرت خود را برای جذب سرمایه‌گذاران افزایش دهند و به احتمال زیاد در مقایسه با مدیران قدیمی‌تر، عملکرد کوتاه مدت خود را از طریق انتخاب پروژه‌های غیرکارا بهبود می‌بخشند (باکر و وروگلر<sup>۳۳</sup>، ۲۰۰۰). همچنین مدیران بیش‌اطمینان معتقدند که سهام شرکت‌هایشان در بازار کمتر از حد ارزش‌گذاری شده است و بنابراین، به آسانی از طریق دسترسی به جریان‌های نقد آزاد و از طریق تأمین مالی داخلی موجب ایجاد بیش سرمایه‌گذاری می‌شوند و زمانی که مدیران شرکت‌ها با کمبود جریان‌های نقدی روبه‌رو باشند موجب ایجاد کم سرمایه‌گذاری می‌شوند. به طور خلاصه، تأمین مالی داخلی، یک نقش تعدیلی بین بیش‌اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند.

شیا و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۹) ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را بررسی کردند. آنها نشان دادند که مدیران بیش‌اطمینان تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارند. همچنین رفتار سرمایه‌گذاری بیشتر از حد حساسیت بالایی به جریان نقدی تولید شده بوسیله فعالیت‌های تأمین مالی دارد. به عبارت دیگر، زمانی که شرکت‌ها، جریان‌های نقدی فراوانی از فعالیت‌های تأمین مالی کسب کنند، مدیران بیش‌اطمینان در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند.

شی<sup>۳۵</sup> (۲۰۱۵) تأثیر نگرانی شغلی مدیرعامل را بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار داد. وی از دو شاخص سن مدیرعامل و انتصاب مدیرعامل جدید برای اندازه‌گیری نگرانی شغلی مدیرعامل استفاده کرد. نتایج نشان داد که مدیران اجرایی و تازه منصوب شده، تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر و کارآمدتری دارند. آنها شرکت‌ها را به دو بخش

دولتی و غیردولتی تقسیم کردند و نشان دادند که تأثیر سن مدیرعامل در شرکت‌های با مالکیت دولتی، قوی‌تر است. همچنین تأثیر مدیران تازه منصوب شده برای شرکت‌هایی با مالکیت غیردولتی بیشتر است. به اعتقاد وی مدیران عامل نگرانی شغلی بلندمدتی دارند که ممکن است کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد.

**لای و لئو<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۸)** رابطه بین ویژگی‌های تیم مدیریت ارشد و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. بعد از کنترل حاکمیت شرکت و ویژگی‌های شرکت، نتایج نشان داد که تیم‌های مدیریتی با شهرت بالا، به طور منفی با کارایی سرمایه‌گذاری و به طور مثبتی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد مرتبط هستند. علاوه بر این، آنها نشان دادند که ویژگی تیم‌های مدیریت ارشد تأثیر مثبت کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند. **موئز و آمینا<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۸)** تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ناشی از جریان‌های نقد آزاد را بررسی کردند. نتایج آنها نشان داد که یک ارتباط مثبت و معنادار بین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و جریان‌های نقد آزاد وجود دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که ارتباط مثبت بین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و جریان‌های نقد آزاد برای مدیران بیش‌اطمینان بیشتر است. این نتایج تأیید می‌کند که انحراف از سرمایه‌گذاری با تعصبات و ویژگی‌های رفتاری مرتبط است.

**هی و همکاران (۲۰۱۹)** تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر انتخاب تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن است که تأمین مالی داخلی می‌تواند موجب ایجاد فرصت‌های تجاری و جبران کمبود سرمایه‌گذاری شود، اما ممکن است باعث ایجاد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به ویژه در شرکت‌هایی با مدیران بیش‌اعتماد شود. همچنین، مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به طور قابل توجهی مرتبط با بیش‌اطمینانی مدیران در شرکت‌های دولتی است.

**چاوشی و همکاران (۱۳۹۴)** رابطه بیش‌اطمینانی مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از عدم رابطه بین اطمینانی بیش از

حد و تصمیم‌های مالی است. علاوه بر این، رابطه فرصت‌های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک درماندگی با تصمیم‌های مالی، معنادار است. **مهربان‌پور و همکاران (۱۳۹۶)** رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بیش‌اطمینانی مدیران با نقاط ضعف با اهمیت کنترل‌های داخلی رابطه مثبت و معناداری دارد و مدیران بیش‌اطمینان توانایی رفع پیامدهای منفی ناشی از ضعف کنترل‌های داخلی (عدم کارایی سرمایه‌گذاری و عدم کارایی عملیاتی) را ندارند.

**ابراهیمی و سربازی آزاد (۱۳۹۶)** تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی را بررسی کردند. تجزیه و تحلیل نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار بین بیش‌اطمینانی مدیریت بر اساس هر دو شاخص بیش‌اطمینانی مدیریت مبتنی بر سرمایه‌گذاری و اهرم مالی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی است. **عباسی و همکاران (۱۳۹۷)** تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی و محافظه‌کاری شرطی را بررسی کردند. نتایج نشان داد اعتماد بیش از اندازه مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی تأثیر معکوس دارد. همچنین اعتماد بیش از اندازه مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی تأثیر معکوس دارد، به طوری که محافظه‌کاری موجب قوی‌تر شدن تأثیر معکوس بیش‌اطمینانی مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی می‌شود.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأمین مالی داخلی ارتباط مثبت وجود دارد.  
فرضیه دوم: بین بیش‌اطمینانی مدیریت و سطوح سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت وجود دارد.  
فرضیه سوم: بین بیش‌اطمینانی مدیریت و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین بیش‌اطمینانی مدیریت و سرمایه‌گذاری کمتر از حد ارتباط منفی وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین تأمین مالی داخلی و سطوح سرمایه گذاری ارتباط مثبت وجود دارد.  
فرضیه ششم: بین تأمین مالی داخلی و سرمایه گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت وجود دارد.  
فرضیه هفتم: بین تأمین مالی داخلی و سرمایه گذاری کمتر از حد ارتباط منفی وجود دارد.  
فرضیه هشتم: تأمین مالی داخلی بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و سطوح سرمایه گذاری تأثیر دارد.

فرضیه نهم: تأمین مالی داخلی بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و سرمایه گذاری بیشتر از حد تأثیر دارد.

فرضیه دهم: تأمین مالی داخلی بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و سرمایه گذاری کمتر از حد تأثیر دارد.

### روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ هستند که برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده می شود. در گام اول، تمام شرکت هایی که می توانند در نمونه گیری شرکت کنند، انتخاب می شوند. در گام دوم، از بین کلیه شرکت های موجود، شرکت هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نیستند، حذف شده و در نهایت شرکت های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب خواهند شد:

۱. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
  ۲. جزء شرکت های واسطه گری مالی (بانک ها، سرمایه گذاری ها و لیزینگ) نباشد، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت ها متفاوت است.
  ۳. کلیه داده های مورد نیاز پژوهش برای شرکت های مورد بررسی موجود باشد.
- بر اساس معیارهای فوق تعداد ۱۳۰ شرکت طی ۱۱ سال (۱۴۳۰ سال - شرکت) به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

## الگو و متغیرهای پژوهش

از رابطه ۱ برای آزمون فرضیه اول و از رابطه ۲ و ۳ برای آزمون فرضیه‌های دو الی ده

استفاده می‌شود:

$$\text{InFin}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{OverCon}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{AGE}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Instown}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} + \beta_8 \text{CASH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} (\text{INV or Over or Under})_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 (\text{OverCon or InFin}_{i,t}) + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} \\ &+ \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{AGE}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} \\ &+ \beta_6 \text{Instown}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} + \beta_8 \text{CASH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} (\text{INV or Over or Under})_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{InFin}_{i,t} \\ &+ \beta_2 \text{OverCon}_{i,t} + \beta_3 \text{OverCon} \times \beta_4 \text{InFin}_{i,t} \\ &+ \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} \\ &+ \beta_9 \text{Instown}_{i,t} + \beta_{10} \text{CFO}_{i,t} + \beta_{11} \text{CASH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

که در آن:

$\text{InFin}_{i,t}$ : تأمین مالی داخلی؛  $\text{OverCon}_{i,t}$ : بیش‌اطمینانی مدیریت؛  $\text{INV}_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری؛  $\text{Over}_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری بیشتر از حد؛  $\text{Under}_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری کمتر از حد؛  $\text{LEV}_{i,t}$ : اهرم مالی؛  $\text{SIZE}_{i,t}$ : اندازه شرکت؛  $\text{AGE}_{i,t}$ : سن شرکت؛  $\text{ROA}_{i,t}$ : بازده دارایی؛  $\text{Instown}_{i,t}$ : مالکیت نهادی؛  $\text{CFO}_{i,t}$ : نسبت جریان‌های نقد عملیاتی؛  $\text{CASH}_{i,t}$ : نسبت وجه نقد.

**تأمین مالی داخلی:** تأمین مالی داخلی به معنای استفاده از منابع داخل شرکت و جایگزینی آن با منابع خارجی است. منابع داخلی مانند سود انباشته در مقایسه با منابع خارجی مانند بدهی و سهام از ریسک کمتری برخوردار است. به همین دلیل مدیران تمایل بیشتری به استفاده از منابع داخلی دارند. مطابق پژوهش هی و همکاران (۲۰۱۹) تأمین مالی داخلی از طریق تقسیم سود انباشته بر کل دارایی‌ها به وجود می‌آید.

**بیش‌اطمینانی مدیریت:** برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی مدیران از معیار مخارج سرمایه‌ای استفاده می‌شود. این معیار مبتنی بر یافته‌های بن دیوید، و همکاران (۲۰۱۰) است

که حاکی از آن است که شرکت‌های با اطمینان بیش از حد، مخارج سرمایه‌ای بیشتری دارند. احمد و دولمن<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۳) در تحقیق خود برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیران از الگوی مخارج سرمایه‌گذاری استفاده کردند. نحوه اندازه‌گیری این معیار به این صورت است که اگر مخارج سرمایه‌ای تقسیم بر کل دارایی‌ها در یک سال معین بیشتر از سطح میانه مخارج سرمایه‌ای بر کل دارایی‌های صنعت در آن سال باشد معادل این متغیر عدد یک، در غیر اینصورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. مخارج سرمایه‌ای مورد استفاده در این معیار از رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$CE_{i,t} = \frac{(FA_{it} - FA_{it-1}) + DEP_{it} + (INT_{it} - INT_{it-1}) + AMO_{it}}{ASSET_{it-1}} \quad (4)$$

$CE_{it}$ : مخارج سرمایه‌ای سال جاری؛  $FA_{it}$ : دارایی‌های ثابت سال جاری؛  $FA_{it-1}$ : دارایی‌های ثابت سال قبل؛  $DEP_{it}$ : هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود؛  $INT_{it}$ : دارایی‌های نامشهود سال جاری؛  $INT_{it-1}$ : دارایی‌های نامشهود سال قبل؛  $AMO_{it}$ : استهلاک دارایی‌های نامشهود؛  $ASSET_{it-1}$ : دارایی‌های سال قبل.

### کارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش از الگوی ارائه شده توسط تقی‌زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. الگوی ارائه شده شامل متغیرهای سرمایه‌گذاری سال قبل، بازده سالانه سهام در سال قبل، رشد فروش، فرصت‌های رشد و سود تقسیمی است. مطابق الگوی بیدل و همکاران (۲۰۰۹) تنها رشد فروش عامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری است. در حالی که مطابق پژوهش تقی‌زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) با توجه به شرایط محیطی ایران چهار عامل دیگر نیز در انجام سرمایه‌گذاری مؤثر هستند. انتخاب این پنج متغیر از بین ۱۸ متغیر بررسی شده انجام گرفته است. در ابتدا از طریق دو شاخص نقدینگی (نسبت وجه نقد و اهرم مالی) شرکت‌های مستعد بیش و کم سرمایه‌گذار مشخص شدند، این شرکت‌ها مشاهدات واقعی را نشان می‌دهد. سپس الگوهای کارایی بر اساس متغیرهای انتخاب شده ایجاد و آزمون شدند و پسماندهای الگو که نشان دهنده

سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد است، استخراج شدند. این پسماندها نیز مشاهدات مورد انتظار محسوب می‌شدند. در گام بعدی تعداد مشاهدات مورد انتظار با مشاهدات واقعی مورد مقایسه قرار گرفت تا قدرت تشخیص شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذار مشخص گردد. الگویی که دارای خطای تشخیص دهنده کمی باشد، به عنوان الگوی بهینه انتخاب شد. همچنین آنها به منظور بررسی اعتبار الگو از عوامل مؤثر بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری شامل پیامدهای اقتصادی هزینه‌های نمایندگی و محدودیت مالی و عوامل متأثر از کارایی سرمایه‌گذاری شامل ارزش افزوده اقتصادی و ارزش شرکت استفاده کردند تا الگوی مورد نظر از طریق تئورهای مختلف مالی و حسابداری نیز تأیید گردد. با توجه به این که ارتباط این متغیرها با کارایی سرمایه‌گذاری توسط محققانی همچون ریچاردسون<sup>۲۹</sup> (۲۰۰۶)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ چن و همکاران (۲۰۱۳) ارائه و در طول زمان به تئوری‌های پذیرفته شده تبدیل گردیده‌اند، به همین دلیل الگوی کارایی سرمایه‌گذاری باید با تئوری‌های موجود در ادبیات پژوهشی سازگار باشد، در نتیجه الگوی ارائه شده توسط تقی‌زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) سازگاری بیشتری با محیط سرمایه‌گذاری ایران دارد. این الگو مطابق رابطه (۵) ارائه شده است:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV_{i,t-1} + \beta_2 RET_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 MBV_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

که در آن،

$INV_{i,t}$  (کل سرمایه‌گذاری): نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌ها در ابتدای سال جاری؛

$SG_{i,t}$  (رشد فروش): نسبت تغییرات فروش سال جاری بر سال قبل بر فروش سال قبل؛

$RET_{i,t-1}$  (بازده سالانه سهام): بازده سهام به معنای کسب پاداش در ازای سرمایه‌گذاری است. بازده سال گذشته به عنوان یک محرک و عامل انگیزشی برای مدیران است و آنها

می‌توانند سرمایه‌گذاری سال جاری را بر اساس بازده سال قبل انجام دهند. بازده سالانه سهام از رابطه (۶) به دست می‌آید:

$$RET_{i,t-1} = [P_{i,t-1} (1 + \alpha + \beta) - (P_{i,t-2} + C\alpha) + DPS] / (P_{i,t-2} + C\alpha) \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در آن؛

$RET_{i,t-1}$ : بازده سالانه سهام در سال قبل،  $P_{i,t-1}$ : قیمت سهم شرکت  $i$  در دوره  $t-1$ ؛  
 $P_{i,t-2}$ : قیمت سهم شرکت  $i$  در دوره  $t-2$ ؛  $\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛  $\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی؛  $C$ : مبلغ پذیره‌نویسی سهام (معمولاً ۱۰۰۰ ریالی)؛  $DPS$ : سود نقدی هر سهم.

$MBV_{i,t}$  (فرصت‌های رشد): یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری است که از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و کل دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

$DIV_{i,t}$  (سود تقسیمی): نسبت سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم

$INV_{i,t-1}$  (کل سرمایه‌گذاری سال قبل): جمع نسبت خالص مخارج تحقیقات و توسعه،

مخارج تحصیل و مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها در سال قبل؛

$\varepsilon_{i,t}$  (خطای باقیمانده): نشان دهنده پسماند الگو است که بیان‌کننده ناکارایی سرمایه‌گذاری

است. از ضرب پسماندهای الگو در منفی یک، کارایی سرمایه‌گذاری به دست می‌آید.

برای اندازه‌گیری ناکارایی سرمایه‌گذاری ابتدا متغیر سرمایه‌گذاری کل و متغیرهای تعیین‌شده، محاسبه گردید و سپس ضرایب  $(\beta_0)$ ،  $(\beta_1)$  و  $(\beta_2)$  و ..... شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز به دست آمد. تخمین ضرایب در سطح سال و صنعت انجام پذیرفت. بنابراین، ضرایب به دست آمد. نماینده ضرایب هر صنعت در سال مورد نظر هستند. در نهایت از طریق جای‌گذاری ضرایب در رابطه (۵) پسماندهای الگو محاسبه شدند. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و پسماندهای منفی (انحراف



منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر عدم انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت یا همان سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

**متغیرهای کنترلی:** مطابق پژوهش‌های **بیدل و همکاران (۲۰۰۹)**؛ و **هی و همکاران (۲۰۱۹)** از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌شود:

اندازه شرکت (SIZE): برابر لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها؛ به عقیده **بیدل و همکاران (۲۰۰۹)** شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار برای افزایش اختیارات خود سعی در گسترش شرکت دارند، در حالی که شرکت‌های کم سرمایه‌گذار به دلیل کمبود منابع، حجم پایینی از دارایی‌ها را دارا هستند. اندازه شرکت به ترتیب یک رابطه مثبت و منفی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد دارد. همچنین در شرکت‌های کوچک به دلیل محدودیت در تأمین مالی خارجی، احتمالاً یک رابطه منفی بین اندازه شرکت و تأمین مالی داخلی برقرار باشد.

اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها؛ اهرم مالی بالا نشان دهنده محدودیت مالی شرکت‌ها در تأمین وجه نقد است. بنابراین اهرم مالی بالا به طور منفی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و به طور مثبت با سرمایه‌گذاری کمتر از حد مرتبط است (**بیدل و همکاران، ۲۰۰۹**). از سوی دیگر، در شرکت‌هایی با اهرم مالی بالا، به دلیل وابستگی مالی به منابع خارجی و عدم وجود منابع داخلی کافی، معمولاً تأمین مالی از منابع داخلی به ندرت اتفاق می‌افتد.

بازده دارایی (ROA): نسبت سود قبل از کسر مالیات به کل دارایی‌ها؛ بازده دارایی نشان دهنده کسب سود از بکارگیری دارایی‌ها است. تئوری‌های مختلف (نمایندگی، علامت دهی) نقش دوگانه‌ای را بین بازده دارایی و کارایی سرمایه‌گذاری بیان می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود بازده دارایی با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط باشد. همچنین شرکت‌هایی که با سودآوری بالایی روبه‌رو هستند، منابع داخلی را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند، زیرا دستیابی به منابع خارجی مستلزم هزینه بیشتر است.

سن شرکت (AGE): برابر است با لگاریتم فاصله زمانی تأسیس شرکت تا سال مورد پژوهش؛ شرکت‌های تازه تأسیس به دلیل نشان دادن تصویر عمومی مناسب و همچنین به دست آوردن جایگاه مناسب معمولاً از سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب اجتناب می‌کنند. بنابراین، استدلال می‌شود که یک رابطه منفی بین سن شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار باشد. از سوی دیگر، شرکت‌های حاضر در مرحله رشد به دلیل گریز از ریسک بالا؛ منابع داخلی را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند.

نسبت جریان‌های نقد عملیاتی (CFO): نسبت جریان‌های نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها؛ به عقیده ریچاردسون (۲۰۰۶) جریان‌های نقد بالا موجب ایجاد رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران شده و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را موجب می‌شود در حالی که کمبود جریان‌های نقدی، موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد. همچنین افزایش جریان‌های نقدی موجب دسترسی بیشتر به منابع داخلی می‌شود و احتمال بهره‌برداری استفاده از منابع داخلی را افزایش می‌دهد.

نسبت وجه نقد (CASH): نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها؛ به عقیده بیدل و همکاران (۲۰۰۹) نسبت وجه نقد بالا نشان از نقدینگی بیشتر شرکت‌ها است و با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به طور مثبت مرتبط است در حالیکه با سرمایه‌گذاری کمتر از حد ارتباط منفی دارد. همچنین به عقیده هی و همکاران (۲۰۱۹) وجه نقد بالا نشان از نقدینگی بیشتر شرکت است، به همین دلیل مدیران تمایل بیشتری به استفاده از منابع داخلی در شرکت‌های با نقدینگی بالا دارند.

سهامداران نهادی (INSOWN): برابر سهام سهامدارانی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را مالک هستند. مالکان نهادی به عنوان سرمایه‌گذاران اصلی نقش نظارتی بر عملکرد مدیران دارند و می‌توانند موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شوند. بنابراین، انتظار می‌رود که یک رابطه منفی بین سهامداران نهادی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). از سوی دیگر، در حضور سهامداران نهادی، به دلیل

نظارت بیشتر تأمین مالی از خارج با اطمینان بیشتری همراه است، زیرا سهامداران اعتقاد دارند که سرمایه‌گذاران نهادی مکانیزم‌هایی برای کنترل فعالیت‌های مدیران دارند (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

### یافته‌های پژوهش

#### یافته‌های توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای آزمون شده را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، نشان می‌دهد. میانگین کل سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۷۱ است. در حقیقت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های شرکت‌های نمونه حدود ۷ درصد بود که در مقایسه با پژوهش بیدل و همکاران (۲۰۰۹) کمتر است. میزان سرمایه‌گذاری در پژوهش بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای اقتصادهای توسعه یافته برابر ۰/۱۴۰ است. میانگین سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد به ترتیب برابر ۰/۰۹۲ و ۰/۰۶۰ است که نشان می‌دهد تمایل شرکت‌ها به سمت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد زیاد است. در حقیقت تمایل به عدم پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت برابر ۹/۲ درصد و تمایل به تأمین مالی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی ۶ درصد است. میانگین تأمین مالی داخلی برابر ۰/۱۴۶ است و نشان می‌دهد که شرکت‌ها حدود ۱۴/۶ درصد از طریق سود انباشته تأمین مالی می‌کنند در حقیقت تمایل شرکت‌ها به تأمین منابع خارجی بیشتر از منابع داخلی است و دلیل آن احتمالاً کمبود منابع داخلی است. میانگین سرمایه‌گذاران نهادی ۶۶ درصد است که سهم بالایی از مالکان نهادی را در ساختار مالکیت شرکت‌ها نشان می‌دهد. این سرمایه‌گذاران در نظارت بر عملکرد مدیران شرکت بیشتر فعال هستند. از بین متغیرهای مورد بررسی نسبت وجه نقد و اندازه شرکت به ترتیب با انحراف معیار ۰/۰۵۵ و ۰/۶۹۷ دارای کمترین و بیشترین پراکندگی هستند. میانگین بازده دارایی‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه از طریق به کارگیری دارایی‌ها توانایی ایجاد ۱۴/۸ درصد سود را داشته‌اند. میانگین اهرم مالی نشان می‌دهد که ۶۵/۶ درصد از دارایی شرکت‌ها از محل بدهی‌ها و توسط اشخاصی به

غیر از صاحبان سهام تأمین شده است. این متغیر یکی مهمترین معیارهای تشخیص شرکت‌های کم سرمایه گذاری است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
سرمایه گذاری	۰/۰۷۱	۰/۱۲۳	۰/۰۳۰	۰/۰۰۰۰۱	۰/۸۷۴
سرمایه گذاری بیشتر از حد	۰/۰۹۲	۰/۱۲۸	۰/۰۴۳	۰/۰۰۰۰۱	۰/۷۲۸
سرمایه گذاری کمتر از حد	۰/۰۶۰	۰/۰۸۷	۰/۰۴۱	۰/۰۰۰۰۵	۰/۷۳۴
تأمین مالی داخلی	۰/۱۴۶	۰/۲۱۶	۰/۰۸۷	۰/۰۰۰۰۶	۰/۸۹۸
سهامداران نهادی	۰/۶۶۰	۰/۲۴۸	۰/۷۱۹	۰/۰۶۰	۰/۸۱۵
اندازه شرکت	۱۲/۰۱	۰/۶۹۷	۱۱/۹۳	۱۰/۲۵	۱۵/۲۷
اهرم مالی	۰/۶۵۶	۰/۳۳۲	۰/۶۴۲	۰/۰۱۳	۳/۰۶۰
لگاریتم سن شرکت	۱/۱۱۲	۰/۲۷۹	۱/۱۴۶	۰/۱۱۳	۲/۴۷۷
بازده دارایی	۰/۱۴۸	۰/۱۴۸	۰/۱۳۲	-۰/۶۴۴	۰/۷۶۶
نسبت وجه نقد	۰/۰۳۶	۰/۰۵۵	۰/۰۲۱	۰/۰۰۰۵	۰/۷۱۲
نسبت جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۱۲۸	۰/۱۳۲	۰/۱۱۲	-۰/۳۳۶	۰/۸۲۰

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین الگو پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است (برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۷). برای شرکت‌های کم سرمایه گذار و بیش سرمایه گذار به دلیل نوع تقسیم بندی آنها امکان استفاده از پانل وجود ندارد. بنابراین، برای آزمون آنها از رگرسیون OLS استفاده شده است. همچنین برای بررسی هم خطی از آماره  $VIF^1$ ، جهت بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش، پاگان و گادفری استفاده شده است (تقی‌زاده خانقاه و زینالی، ۱۳۹۵).

جدول ۲. ارتباط بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی

علائم اختصاری	بتا	خطا	آماره t	سطح معناداری	هم خطی
عدد ثابت	۰/۴۵۵	۰/۰۹۱	۴/۹۸۱	۰/۰۰۰	-
OverCon	۰/۲۷۳	۰/۰۵۹	۴/۶۲۸	۰/۰۰۰	۱/۰۱۷
SIZE	-۰/۰۳۴	۰/۰۰۷	-۴/۶۱۵	۰/۰۰۰	۱/۰۳۱
LEV	-۰/۲۹۱	۰/۰۱۹	-۱۴/۷۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۱۴
ROA	۰/۲۰۷	۰/۰۵۱	۴/۰۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۳۵

علائم اختصاری	بتا	خطا	آماره t	سطح معناداری	هم خطی
CASH	۰/۴۴۱	۰/۰۹۲	۴/۷۶۲	۰/۰۰۰	۱/۰۲۸
CFO	۰/۰۳۴	۰/۰۴۶	۰/۷۵۱	۰/۴۵۲	۱/۰۴۵
INSOWN	-۰/۰۷۸	۰/۰۲۴	-۳/۲۰۴	۰/۰۰۱	۱/۴۳۱
AGE	-۰/۰۶۱	۰/۰۱۸	-۳/۲۶۷	۰/۰۰۱	۱/۰۴۸
$R^2$ تعدیل شده			۰/۳۶۷		
خودهمبستگی سریالی			۱/۳۶۱		
(معناداری آماره بروش پاگان گادفری)			(۰/۲۱۷)		
آماره F			۵/۴۳۷		
احتمال آماره F			۰/۰۰۰		
سطح معناداری F لیمر			۰/۰۰۰		
سطح معناداری هاسمن			۰/۰۰۰		
ناهمسانی - معناداری			۰/۱۲۵		

نتایج جدول ۲ نشان می دهد که بین بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی ارتباط مثبت (۰/۲۷۳) و معناداری (۰/۰۰۰) در سطح معناداری ۵ درصد وجود دارد. بدین معنا، مدیران با اعتماد به نفس بالا، تمایل زیادی به تأمین مالی از طریق منابع داخلی دارند. بنابراین، فرضیه اول پژوهش در سطح معناداری ۵٪ مورد تأیید قرار می گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده الگوی فرضیه اول نشان می دهد که ۳۶/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته تأمین مالی داخلی توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. با توجه به این که سطح معناداری آماره بروش پاگان گادفری از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪)، بالاتر است، می توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی در الگوی رگرسیونی وجود ندارد. مقدار سطح معناداری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۵٪ است که حاکی از معناداری کل الگو است. سطح معناداری آماره F لیمر و هاسمن نشان می دهد که برازش الگوی پژوهش به صورت داده های پانلی به کمک الگوی اثرهای ثابت انجام گرفته است. نتایج آماره ناهمسانی واریانس بروش، پاگان و گادفری حاکی از آن است که ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت.

جدول ۳. ارتباط بیش اطمینانی مدیریت با سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد

علائم اختصاری	سرمایه‌گذاری		سرمایه‌گذاری بیشتر از حد		سرمایه‌گذاری کمتر از حد	
	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
عدد ثابت	-۰/۲۵۰	-۴/۱۹۸ <sup>**</sup>	-۰/۱۰۵	-۱/۳۱۹	۰/۲۸۵	۵/۴۰۳ <sup>**</sup>
OverCon	۰/۱۶۷	۴/۴۵۹ <sup>**</sup>	۰/۳۲۳	۳/۸۸۴ <sup>**</sup>	-۰/۰۷۵	-۲/۱۹۷ <sup>*</sup>
SIZE	۰/۰۱۵	۳/۱۴۸ <sup>**</sup>	۰/۰۲۴	۴/۰۸۰ <sup>**</sup>	-۰/۰۱۸	۴/۱۹۴ <sup>**</sup>
LEV	۰/۰۴۲	۳/۲۶۰ <sup>**</sup>	-۰/۰۳۶	-۱/۸۴۸	۰/۰۳۶	۳/۳۸۰ <sup>**</sup>
ROA	۰/۰۸۰	۲/۴۸۰ <sup>*</sup>	-۰/۱۵۴	-۴/۱۶۰ <sup>**</sup>	۰/۰۶۱	۲/۳۹۳ <sup>*</sup>
CASH	-۰/۰۴۸	-۰/۷۹۷	۰/۴۳۴	۷/۹۵۱ <sup>**</sup>	-۰/۰۶۹	-۲/۰۴۶ <sup>*</sup>
CFO	-۰/۰۴۰	۱/۳۴۱	۰/۱۹۱	۶/۰۳۰ <sup>**</sup>	-۰/۰۷۲	-۲/۹۴۷ <sup>**</sup>
INSOWN	۰/۰۵۱	۳/۲۴۲ <sup>**</sup>	-۰/۰۴۴	-۲/۶۰۸ <sup>**</sup>	-۰/۰۴۹	-۳/۶۹۲ <sup>**</sup>
AGE	۰/۰۶۰	۴/۹۹۹ <sup>**</sup>	-۰/۰۷۶	-۴/۷۳۶ <sup>**</sup>	۰/۰۰۵	۰/۳۸۳
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۲۲۸		۰/۲۹۲		۰/۰۹۲	
خودهمبستگی سریالی (معناداری)	۱/۸۹۲		۲/۰۴۵		۲/۶۶۱	
آماره F	(۰/۱۷۴)		(۰/۱۰۷)		(۰/۰۶۵)	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
سطح معناداری F لیمر	۰/۰۰۰		-		-	
سطح معناداری هاسمن	۰/۰۱۴		-		-	
ناهمسانی - معناداری	۰/۰۷۸		۰/۰۶۱		۰/۰۷۶	

\*\*\*، \* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که بین بیش اطمینانی مدیریت با سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت (۰/۱۶۷، ۰/۳۲۳) و معناداری در سطح معناداری ۵ درصد وجود دارد. در حالیکه ارتباط بیش اطمینانی مدیریت و سرمایه‌گذاری کمتر از حد منفی (۰/۰۷۵-) و معنادار است. بدین معنا، اعتماد بیش از حد مدیران موجب گسترش سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود. این شرکت‌ها با افزایش منابع داخلی از پروژه‌های با خالص ارزش فعلی اجتناب می‌کنند، بنابراین، موجب کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شوند. بنابراین، فرضیه‌های ۲ الی ۴ پژوهش در سطح معناداری ۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

جدول ۴. ارتباط تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد

علائم اختصاری	سرمایه‌گذاری		سرمایه‌گذاری بیشتر از حد		سرمایه‌گذاری کمتر از حد	
	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
عدد ثابت	-۰/۲۸۷	-۴/۸۱۴**	-۰/۰۷۰	-۰/۸۷۶	۰/۲۸۶	۵/۴۲۷**
InFin	۰/۰۷۶	۴/۴۶۲**	۰/۰۷۰	۲/۶۷۳**	-۰/۰۳۶	-۲/۸۳۶**
SIZE	۰/۰۱۹	۳/۹۴۳**	۰/۰۲۳	۳/۷۳۸**	-۰/۰۱۹	-۴/۴۵۳**
LEV	۰/۰۱۸	۱/۳۲۷	-۰/۰۳۷	-۱/۸۷۷	۰/۰۴۹	۴/۲۷۷**
ROA	۰/۰۷۸	۲/۴۱۰*	-۰/۱۳۵	-۳/۶۴۹**	۰/۰۷۱	۲/۷۹۲**
CASH	-۰/۰۶۷	-۱/۱۰۳	۰/۴۲۸	۷/۸۰۸**	-۰/۰۷۹	-۲/۴۰۳*
CFO	-۰/۰۳۰	-۱/۰۰۳	۰/۲۰۲	۶/۴۱۰**	-۰/۰۷۷	-۳/۲۱۴**
INSOWN	۰/۰۵۰	۴/۱۸۷**	-۰/۰۵۰	-۲/۹۱۹**	-۰/۰۴۷	-۳/۵۲۲**
AGE	۰/۰۶۳	۵/۱۸۷**	-۰/۰۸۷	-۵/۴۰۲**	۰/۰۰۹	۰/۷۶۳
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۳۳۷		۰/۲۸۳		۰/۰۹۵	
خودهمبستگی سریالی (معناداری)	۲/۲۱۰		۲/۰۰۲		۱/۵۷۹	
آماره F	(۰/۲۲۴)		(۰/۰۹۹)		(۰/۱۹۴)	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۱۰/۷۱۸	
سطح معناداری F لیمر	۰/۰۰۰		-		-	
سطح معناداری هاسمن	۰/۰۰۴		-		-	
ناهمسانی - معناداری	۰/۱۱۰		۰/۰۸۰		۰/۰۷۷	

\*\*\*، \*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

ضریب تعیین تعدیل شده الگوی فرضیه‌های ۲ الی ۴ نشان می‌دهد که به ترتیب ۲۲/۸، ۲۹/۲ و ۹/۲ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. با توجه به این که سطح معناداری آماره بروش پاگان گادفری برای تمام الگوها از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪)، بالاتر است، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی در الگوهای رگرسیونی وجود ندارد. مقدار سطح معناداری F برای تمام الگوها برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۵٪ است که حاکی از معناداری کل الگو است.

نتایج جدول نشان می‌دهد که بین تأمین مالی داخلی با سطح سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت (۰/۰۷۶، ۰/۰۶۱) و معناداری در سطح معناداری ۵ درصد وجود دارد. در حالی که ارتباط تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد منفی (۰/۰۳۶-) و معنادار است. بنابراین، افزایش تأمین مالی داخلی محرکی برای افزایش سرمایه‌گذاری است و شرکت‌هایی برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌شوند که دارای خالص ارزش فعلی منفی هستند و از تأمین مالی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت اجتناب می‌کنند و این اقدام موجب افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. بنابراین، فرضیه‌های ۵ الی ۷ پژوهش در سطح معناداری ۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

ضریب تعیین تعدیل شده الگوی فرضیه‌های ۵ الی ۷ نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۳/۷، ۲۸/۳ و ۹/۵ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. با توجه به این که سطح معناداری آماره بروش پاگان گادفری برای تمام الگوها از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪)، بالاتر است، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی در الگوهای رگرسیونی وجود ندارد. مقدار سطح معناداری F برای تمام الگوها برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۵٪ است که حاکی از معناداری کل الگو است.

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و سرمایه‌گذاری کل تأثیر مثبت (۰/۱۹۳) و معناداری در سطح معناداری ۵ درصد دارد. بدین ترتیب در شرکت‌هایی که از محل سود انباشته تأمین مالی می‌کنند، رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و سرمایه‌گذاری مثبت است. همچنین نتایج نشان داد که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت (۰/۱۹۷) و معناداری دارد. در حالیکه تأمین مالی داخلی تأثیری بر ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران و سرمایه‌گذاری کمتر از حد ندارد. بنابراین، فرضیه ۸ و ۹ پژوهش در سطح معناداری ۵٪



مورد تأیید قرار می گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده الگوی فرضیه های ۹ الی ۱۰ نشان می دهد که به ترتیب ۲۴، ۳۰/۲ و ۱۰/۴ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته سرمایه گذاری، سرمایه گذاری بیشتر و کمتر از حد توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. با توجه به این که سطح معناداری آماره بروش پاگان گادفری برای تمام الگوها از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪)، بالاتر است، می توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی در الگوهای رگرسیونی وجود ندارد. مقدار سطح معناداری F برای تمام الگوها برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۵٪ است که حاکی از معناداری کل الگو است.

جدول ۵. تأثیر تأمین مالی داخلی بر ارتباط بیش اطمینانی مدیریت با سرمایه گذاری بیشتر و کمتر از حد

علائم اختصاری	سرمایه گذاری		سرمایه گذاری بیشتر از حد		سرمایه گذاری کمتر از حد	
	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
عدد ثابت	-۰/۲۷۱	-۴/۵۶۳ **	-۰/۰۸۲	-۱/۰۲۵	۰/۲۹۵	۵/۶۰۸ **
OverCon	۰/۱۲۲	۳/۰۷۰ **	۰/۲۳۷	۲/۶۹۹ **	-۰/۰۹۲	-۲/۶۱۶ **
InFin	۰/۰۶۳	۳/۶۴۵ **	۰/۰۲۷	۰/۹۵۸	-۰/۰۴۲	-۳/۲۰۳ **
InFin× OverCon	۰/۱۹۳	۲/۰۷۹ *	۰/۱۹۷	۲/۲۳۶ *	۰/۱۵۸	۱/۷۱۳
SIZE	۰/۰۱۷	۳/۵۱۱ **	۰/۰۲۲	۳/۶۱۴ **	-۰/۰۱۹	-۴/۵۷۳ **
LEV	۰/۰۲۳	۱/۶۸۵	-۰/۰۳۳	-۱/۱۰۷	۰/۰۵۰	۴/۳۶۶ **
ROA	۰/۰۶۴	۱/۹۷۰ *	-۰/۱۵۴	-۴/۱۸۳ **	۰/۰۵۸	۴/۶۵۳ **
CASH	-۰/۰۷۱	-۱/۱۷۹	۰/۴۳۴	۷/۹۸۶ **	-۰/۰۵۶	-۱/۶۹۹
CFO	-۰/۰۴۱	-۱/۴۱۵	۰/۱۸۴	۵/۸۳۴ **	-۰/۰۶۹	-۲/۸۶۵ **
INSOWN	۰/۰۵۵	۳/۴۶۶ **	-۰/۰۴۲	-۲/۴۸۵ *	-۰/۰۴۶	-۳/۵۲۶ **
AGE	۰/۰۶۱	۵/۱۳۳ **	-۰/۰۷۴	-۴/۶۲۳ **	۰/۰۰۶	۰/۵۱۹
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۲۴۰		۰/۳۰۲		۰/۱۰۴	
خودهمبستگی سریالی (معناداری)	(۰/۰۷۸)		(۰/۰۶۷)		۲/۵۵۵	
آماره F	۲/۹۳۲		۲۵/۸۳۴		۹/۴۳۷	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
سطح معناداری F لیمر	۰/۰۰۰		-		-	
سطح معناداری هاسمن	۰/۰۱۷		-		-	
ناهمسانی - معناداری	۰/۰۸۲		۰/۰۸۲		۰/۱۶۳	

\*\*، \* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

## نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش ۱۰ فرضیه مطرح گردید. فرضیه اول نشان می دهد که افزایش بیش اطمینانی مدیران موجب افزایش تأمین مالی از منابع داخلی می شود. در حقیقت مدیران به خاطر ریسک منابع خارجی مانند بدهی و سهام تمایل بیشتری به استفاده از منابع داخلی دارند. این مدیران آینده شرکت را بهتر از حد نرمال در نظر می گیرند و به همین دلیل تصور می کنند که جریان های نقدی به سمت شرکت جاری است. نتایج سازگار با یافته های گنول و تاکر، (۲۰۰۸)؛ دشموخ و همکاران (۲۰۱۳) و هی و همکاران (۲۰۱۹) است.

همچنین یافته ها نشان می دهد که بیش اطمینانی مدیریت موجب افزایش سطح سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود در حالیکه سرمایه گذاری کمتر از حد را کاهش می دهد. بدین ترتیب مدیران بیش اطمینان تمایل بیشتری برای تأمین مالی پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت دارند و معمولاً از عدم انتخاب پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت اجتناب می کنند. از سوی دیگر نتایج نشان می دهد که تأمین مالی داخلی موجب گسترش سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود، در حالی که سرمایه گذاری کمتر از حد را کاهش می دهد. در حقیقت منابع داخلی به دلیل ریسک پایین و دسترسی آسان تر، مطلوبیت بیشتری برای مدیران برای سرمایه گذاری های شخصی دارد و منابع داخلی محرکی برای افزایش سرمایه گذاری بیشتر از حد و کاهش سرمایه گذاری کمتر از حد است. نتایج سازگار با یافته های بن دیوید و همکاران (۲۰۰۷)؛ رنبوگ و همکاران (۲۰۰۷)؛ مالمندیر و تات، (۲۰۰۸) و هی و همکاران (۲۰۱۹) است.

سایر یافته ها نشان داد که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و سطوح سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت دارد، در حالی که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سرمایه گذاری کمتر از حد تأثیر ندارد.

این بدین معنی است که تأمین مالی داخلی و بیش‌اطمینانی مدیریت نقش مکمل در تشدید سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و افزایش سطوح سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، در شرکت‌هایی که مدیران دارای اعتماد به نفس کاذب هستند، استفاده از منابع داخلی موجب گسترش سرمایه‌گذاری و انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی می‌شود در حالیکه تاثیری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد ندارد زیرا، با افزایش تأمین منابع داخلی جریان‌های نقدی بیشتری در اختیار مدیران بیش‌اطمینان قرار می‌گیرد و آنها برای گسترش شرکت و اهداف فرصت‌طلبانه خود سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را تشدید می‌کنند. نتایج سازگار با یافته‌های شی (۲۰۱۵)؛ لای و لئو (۲۰۱۸)؛ موئز و آمینا (۲۰۱۸) و هی و همکاران (۲۰۱۹) است.

به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که مکانیزم‌های نظارتی را برای چگونگی و محل مصرف منابع داخلی از جمله سود انباشته برقرار کنند، زیرا منابع داخلی ریسک کمتری برای شرکت دارد و مدیران در اولین گزینه جهت گسترش سرمایه‌گذاری، منابع داخلی شرکت را انتخاب می‌کنند. همچنین به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود که در بررسی‌ها و تحلیل‌های خود در مورد عملکرد سرمایه‌گذاری و مدیریت منابع شرکت‌ها، به عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری کارا (سرمایه‌گذاری سال قبل، بازده سالانه سال قبل، رشد فروش، فرصت‌های رشد، و تقسیم سود) توجه کنند، زیرا همان‌طور که یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد عوامل ذکر شده تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر گسترش سرمایه‌گذاری دارند. در نهایت به نهادهای تأمین اعتبار پیشنهاد می‌شود که جهت بررسی اعتبار شرکت‌ها، بدهی‌های شرکت را مورد بررسی قرار دهند زیرا، مطابق نتایج، عاملی که موجب بروز سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود محدودیت شرکت در تأمین مالی به دلیل افزایش بدهی‌ها است که می‌تواند به تشدید سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر شود.

#### یادداشت‌ها

- |                        |            |
|------------------------|------------|
| 1. Malmendier and Tate | 2. Roll    |
| 3. Heaton              | 4. Bates   |
| 5. Xin                 | 6. Shefrin |

- |                        |                           |
|------------------------|---------------------------|
| 7. Barros and Silveira | 8. Li                     |
| 9. Myers               | 10. He                    |
| 11. Adam               | 12. Larwood and Whittaker |
| 13. Aliche             | 14. Camerer, C., Dan      |
| 15. Goel and Thakor    | 16. Graham and Harvey     |
| 17. Deshmukh           | 18. Ben-David             |
| 19. Schumpeter         | 20. Hall                  |
| 21. Renneboog          | 22. Biddle                |
| 23. Baker and Wurgler  | 24. Xia                   |
| 25. Xie                | 26. Lai                   |
| 27. Moez and Amina     | 28. Ahmed and Duellman    |
| 29. Richardson         |                           |

### منابع

- ابراهیمی، سید کاظم؛ سربازی آزاد، صادق. (۱۳۹۶). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۵(۳)، ۱۱۶-۱۰۵.
- بادآورندهی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۳). ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر. *دانش حسابداری*، ۵(۱۸)، ۱۴۰-۱۱۳.
- برادران حسن زاده، رسول. تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه های نمایندگی. *دانش حسابداری*، ۹(۳۲)، ۹۰-۶۳.
- تقی زاده خانقاه، وحید؛ بادآورندهی، یونس؛ متقی، علی اصغر؛ تقی زاده، هوشنگ. (۱۳۹۸). ارائه مدل سنجش کارایی سرمایه گذاری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۲)، ۲۶۴-۲۳۷.
- تقی زاده خانقاه، وحید. زینالی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری و نوآوری. *حسابداری سلامت*، ۵(۲)، ۲۷-۱.
- چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ میرزائی، محسن. (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۸(۲۵)، ۴۱-۲۹.
- عباسی، ابراهیم؛ و کیلی فرد، حمیدرضا؛ معروف، مرتضی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی و محافظه کاری شرطی در بورس تهران. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۷(۲۵)، ۱۹۳-۲۰۶.
- مهربان پور، محمدرضا؛ محمدی، منصور؛ رجب بیگی، محمدعلی. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و کنترل های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی. *دانش حسابداری*، ۸(۳۱)، ۱۳۹-۱۱۹.

## References

- Abbasi, E., Vakilifard, H., Marouf, M. (2018). The effect of managerial overconfidence on the quality of financial reporting and conditional conservatism, in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and management Auditing Knowledge*, 7(25), 206-193 [In Persian].
- Adam, T.R., Feranandom CH., Golubevam E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking & Finance*, 60, 195-208.
- Ahmed, A.S., S. Duellman. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- Alicke, M.D. (1985). Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49(1), 1621-1630.
- Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khanqah, V. (2014). The relationship between some corporate governance mechanisms and investment efficiency in life cycle stages. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(18), 113-140 [In Persian].
- Baker, M., Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of Finance*, 55(5):2219-2257.
- Baradaran Hassanzadeh, R., Taghizadeh Khanqah, V. (2018). Impacts of company diversification strategy on crash risk of stock price with emphasis on agency costs. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(32), 63-90 [In Persian].
- Barros, L.A.B., Silveira, A.D.M. (2007). Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *www.SSRN.com*.
- Bates, T.W. (2005). Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *Journal of Finance*, 60(1), 105-135.
- Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R. (2007). Managerial overconfidence and corporate policies. *Nber Working Paper*, <https://www.nber.org/papers/w13711>.
- Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- Camerer, C., Dan, L. (1999). Overconfidence and excess entry: an experimental approach. *American Economic Review*, 89(1), 306-318.
- Chavoshi, K., Rastegar, M., Mirzaee, M. (2015). Examination of the relation between managerial overconfidence and financing policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 8(25), 29-41 [In Persian].
- Chen, C., Young, D., Zhuang, Z. (2013). Externalities of mandatory ifrs adoption: evidence from cross-border spillover effects of financial information on investment efficiency. *The Accounting Review*, 88(3), 881-914.

- Chen, F., Hope, O.K., Li, Q., Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Ebrahimi, S.K. Sarbazi Azad, S. (2017). Investigating the effect of managerial overconfidence and accrual-based earnings management. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(3), 105-116 [In Persian].
- Goel, A.M., Thakor, A.V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- Graham J.R., Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Nankai Business Review*, 60(2-3), 187-243.
- Hall, S.C. (2002). Predicting financial distress. *Journal of Financial Service Professionals*, 26(2), 184-199.
- He, Y., Chen, Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.
- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Lai, S., Liu, CH.L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4), 295-312.
- Larwood, L., Whittaker, W. (1977). Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. *Journal of Applied Psychology*, (62), 194-198.
- Li, W.L., Xie, G.L., Hao, J.Y. (2014). The empirical study on the influence of managerial overconfidence on overinvest behavior. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*, (10), 76-86.
- Malmendier, U., Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economic*, 89(1), 20-43
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687 - 1733.
- Mehrabanpour, M., Mohammadi, M., Rajabbeyki, A. (2017). Relationship between managerial overconfidence and internal controls over financial reporting. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(31), 119-139 [In Persian].
- Moez, E.G., Amina, Z. (2018). Overinvestment of free cash flow and manager's overconfidence. *International Business Research*, 11(3), 48-57.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Renneboog, L., Simons, T., Wright, M. (2007). Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 591-628.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(59), 197-216.
- Schumpeter, J.A. (1942). Cost and demand functions of the individual firm. *American Economic Review*, 32(1), 129-153.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113-124.
- Taghizadeh, V., Badavar Nahandi, Y., Mottagi, A.A., Taghizadeh, H. (2019). Presentation of firm's investment efficiency measurement model in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 237-264 [In Persian].
- Taghizadeh, V., Zeynali, M. (2017). Investigating the effect of corporate social responsibility on the investment efficiency and innovation. *Journal of Health Accounting*, 5(2), 1-27 [In Persian].
- Wang, X., Zhang, M. Yu, F. (2009). Managerial overconfidence and over-investment: Empirical evidence from China. *Frontiers of Business Research in China*, 3(3), 453-469.
- Xia, W., Min, ZH., Fusheng, Y. (2009). Managerial overconfidence and over investment: Empirical evidence from China. *Frontiers of Business Research in China*, 3(3), 453-469.
- Xie, J. (2015). CEO career concerns and investment efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 24, 149-159.
- Xin, Q., Lin, B., Wang, Y.C. (2007). Government control, executive compensation and capital investment. *Economic Research Journal*, (8), 110-122.